

2019 年东台惠民城镇化建设发展有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【839】号 01

债券简称：19东台惠民
债/19东台债

增信方式：保证担保

担保主体：江苏省信用
再担保集团有限公司

债券剩余规模：9亿元

债券到期日期：2026年
03月08日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
第3-7年每年偿还本金的
20%

分析师

姓名：秦风明 张曼炳

电话：
021-51035670

邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2019年东台惠民城镇化建设发展有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告



本次跟踪评级结果

本期债券信用等级

AAA

发行主体长期信用等级

AA

评级展望

稳定

评级日期

2020年08月05日

上次信用评级结果

AAA

AA

稳定

2019年06月21日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对东台惠民城镇化建设发展有限公司（以下简称“东台惠民”或“公司”）及其2019年3月8日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2020年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司工程建设业务可持续性较好，获得较大力度的外部支持，此外，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“担保方”或“江苏再担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时我们也关注到了公司资产整体流动性较弱，存在较大的资金支出压力，偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。东台市是沿海城市轴重要组成部分，近年第三产业比重持续提升，经济结构不断优化，带动经济持续发展。2019年，东台市地区生产总值为841.49亿元，按可比价格计算，同比增长4.7%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司营业收入持续性较好。公司是东台经济开发区重要的基础设施建设投融资主体，主要承担东台经济开发区的基础设施建设业务。截至2019年底，公司在建的代建工程预计总投资27.17亿元，已投资8.80亿元，工程建设业务可持续性较好；同时2019年公司新增有色金属和化学原料的贸易业务，实现贸易收入149,493.78

万元，占营业收入比重为 78.15%，丰富了公司营业收入来源。

- **公司继续获得较大力度的外部支持。**公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，在财政补贴方面继续获得较大力度的外部支持。2019 年公司收到政府补助 9,599.08 万元。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**江苏再担保实力雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

关注：

- **公司资产以应收款项、存货为主，整体流动性较弱。**2019 年末公司资产中应收款项、存货规模分别为 18.30 亿元、28.65 亿元，合计占资产总额的 78.13%。应收款项系应收政府及相关单位的款项，回收时间不确定性较大，对公司营运资金形成较大占用；存货由土地整理开发、工程施工成本构成，变现能力欠佳，且占土地整理开发账面价值 8.82 亿元的土地已被抵押。
- **公司存在较大的资金支出压力。**截至 2019 年底，本期债券募投项目、公司在建的代建项目后续仍需投资 22.22 亿元，存在较大的资金支出压力。
- **公司有息负债增长较快，存在较大的偿债压力。**截至 2019 年底，公司有息负债总额为 25.43 亿元，同比增长 23.96%，有息债务规模增长较快，规模较大，经营活动现金流持续净流出，2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.78，同比小幅提升，但 EBITDA 对利息保障程度仍较弱，公司整体存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年底，公司对外担保余额合计 8.88 亿元，对外担保余额合计占期末所有者权益的 28.42%。公司对外担保对象多为国有企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	600,887.42	529,173.45	525,155.45
所有者权益	312,456.29	304,438.36	294,911.72
有息债务	254,346.70	205,177.66	196,568.34
资产负债率	48.00%	42.47%	43.84%
现金短期债务比	0.73	0.49	0.42

营业收入	191,292.25	38,461.40	39,462.07
其他收益	9,599.08	7,488.56	7,914.68
利润总额	8,018.02	9,526.64	10,382.49
综合毛利率	1.91%	7.75%	6.92%
EBITDA	11,361.42	9,705.59	10,406.31
EBITDA 利息保障倍数	0.78	0.72	1.27
经营活动现金流净额	-19,805.14	-46,183.73	15,542.21
应收比	1.00	0.79	0.84

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	172.17	143.93	122.24
所有者权益合计	104.52	75.27	71.73
担保余额*	-	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	-	476.60	623.94
准备金覆盖率*	-	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	-	8.59	8.70
累计代偿回收率*	-	40.65%	30.81%

注 1：2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的上期数。

注 2：“*”表示数据为母公司口径。

注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保2017-2019年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

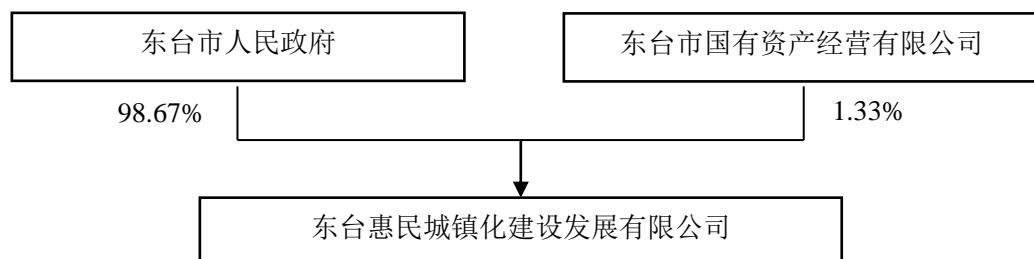
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月8日发行7年期9亿元公司债券，募集资金原计划用于中欧（东台）科技产业园建设项目、补充公司营运资金。截至2020年7月24日，本期债券募集资金专项账户余额为165,058.77元。

二、发行主体概况

跟踪期内公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2020年6月底，公司注册资本仍为150,000.00万元，实收资本仍为108,000.00万元；控股股东、实际控制人仍为东台市人民政府，持股比例仍为98.67%。公司为东台经济开发区基础设施建设重要的投融资主体，主要承担东台经济开发区基础设施建设业务，2019年公司新增有色金属及化学原料贸易业务。2019年公司合并范围新增子公司东台市博斯特实业有限公司（以下简称“博斯特实业”），博斯特实业主要从事金属材料、建筑材料、家用电器等产品的批发零售，截至2019年底博斯特实业注册资本和实收资本均为5,000.00万元。截至2019年底，公司纳入合并范围的二级子公司为6家，具体见附录二。

图1 截至2020年6月末公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化

改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土地储备等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的“支持扩内需调结构促进实体经济发展”定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐形债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性

债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》(国发[2019]11号)，从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称“《通知》”)，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何形式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

(二) 区域环境

东台市经济总量较为稳定，第三产业占比持续提升，经济结构不断优化，但经济增速放缓

东台市系盐城市下属县级市，位于江苏省沿海中部，长江三角洲北翼，东与黄海相连，南与南通市海安县接壤，西与泰州市兴化市毗邻，北与盐城大丰区交界。东台市总面积3,240平方公里，境内市域东侧海岸线长85.4公里，沿海滩涂（含高泥、蒋家沙、竹根沙、烂沙及东沙等辐射沙洲）5.62万公顷，是国家园林城市和中国优秀旅游城市，江苏省20个中心城市之一，沿海城市轴重要组成部分。东台市下辖14个镇，截至2019年底，东台市全市户籍人口108.86万人，常住人口96.74万人。

东台市经济总量相对较大，整体经济实力较强，但经济增速放缓。2019年东台市实现地区生产总值841.49亿元，按可比计算，较上年增长4.7%，增速同比下降0.9个百分点。其中，第一产业增加值109.51亿元，同比增长5.0%；第二产业增加值312.90亿元，同比增长

2.0%；第三产业增加值419.08亿元，同比增长7.2%。从产业结构来看，东台市经济以第二产业、第三产业为主导，2019年东台市三次产业增加值比例由2018年的11.3:40.5:48.2调整为13:37.2:49.8，第三产业增加值进一步提升。2019年东台市全市人均地区生产总值为86,850元，是全国人均地区生产总值的122.51%，较上年有所下滑。

工业方面，2019年东台市实现规模以上工业总产值545.50亿元。2019年东台市新兴产业快速发展，围绕“数字化、网络化、智能化”目标，加快推进信息化与工业化、智能制造与新兴产业的深度融合，全年新兴产业规模以上企业完成开票销售420亿元，占规模以上工业的比重达70%。

规模以上工业增加值增长7.8%。传统行业增速较快，主要有非金属矿物制品业、家具制造业、酒饮料和精制茶制造业、皮革毛皮羽毛及其制品和制鞋业，分别同比增长52.0%、31.8%、29.0%、21.4%。2018年东台市先进制造业总产值同比增长16.7%，高于规模以上工业总产值增速1.8个百分点，其中医药制造、计算机通信制造、仪器仪表制造分别增长19.6%、19.1%、16.2%，分别比规模以上工业总产值增速高4.7、4.2、1.3个百分点。

从拉动经济的增长因素来看，东台市固定资产投资持续增长。2019年，东台市完成固定资产投资441.8亿元，同比增长5.7%；工业投资298.2亿元，同比增长7.3%；服务业投资141.2亿元，同比增长4.9%。东台市消费品市场平稳运行，进一步促进了东台市的经济发展，2019年东台市实现社会消费品零售总额313.07亿元，增长7.9%。进出口方面，2019年东台市对外贸易继续增长。2019年东台市完成进出口总额10.30亿美元，同比增长8.2%。

东台市金融机构人民币存、贷款保持较快增长，为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。截至2019年底，东台市金融机构人民币存款余额、贷款余额分别为932.48亿元、590.49亿元，分别同比增长12.23%、15.96%。

表1 东台市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	841.49	4.7%	878.60	5.6%
第一产业增加值	109.51	5.0%	99.00	3.5%
第二产业增加值	312.90	2.0%	356.10	3.6%
第三产业增加值	419.08	7.2%	423.50	7.9%
工业总产值	545.50	-	925.80	14.9%
固定资产投资	441.80	5.7%	421.60	11.9%
社会消费品零售总额	313.07	7.9%	290.10	6.5%
进出口总额（亿美元）	10.30	8.2%	9.52	8.9%
存款余额	932.48	12.23%	830.87	7.3%

贷款余额	590.49	15.96%	509.21	9.5%
人均 GDP(元)		86,850		90,548.00
人均 GDP/全国人均 GDP		122.51%		140.07%

注：部分指标数据因统计口径调整，较上年不具可比性

资料来源：东台市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年东台市实现一般公共预算收入52.00亿元，同比下滑8.3%，其中税收收入42.09亿元，占一般公共预算收入的比重为80.94%；实现政府性基金收入31.89亿元，同比增长23.9%；同期东台市一般公共预算支出107.52亿元，同比下滑6.8%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为48.36%。

江苏东台经济开发区（以下简称“东台经开区”）创建于2002年，2006年被正式批建为省级开发区。东台经开区位于东台市北部，总体规划面积为75万平方公里，下辖2个社区和9个村，人口为4.6万人。东台经开区近年来不断发展新兴产业，在新材料产业方面，鼓励投资新能源、新材料、生物工程等高新技术产业，形成以新立能源、峰峰钨钼为龙头的新材料产业集聚区；在电子信息产业方面，以金利普电器、鑫星环保电源等项目为龙头，重点发展电子玻璃、高清晰显示器、电子科技、环保电源等电子电气产品；目前东台经开区已经形成新材料、电子信息、装备制造产业等特色产业群，特色产业经济总量占全区比重达70%。

四、经营与竞争

公司是东台市重要的一级平台之一，为东台经济开发区重要的基础设施建设投融资主体，主要承担东台经济开发区的基础设施建设业务。2019年公司新增有色金属和化学原料的贸易业务，使得当年公司营业收入大幅提升；2019年公司实现营业收入191,292.25万元，同比大幅增长397.36%，其中有色金属及化学原料销售收入149,493.78万元，占营业收入比重为78.15%；工程建设收入40,264.77万元，占营业收入比重为21.05%。毛利率方面，受收入占比较大的有色金属及化学原料销售业务毛利率较低的影响，2019年公司综合毛利率为1.91%，同比下降5.84个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
有色金属销售	94,034.44	0.17%	-	-
化学原料销售	55,459.34	0.02%	-	-
工程建设	40,264.77	9.17%	37,359.19	8.33%

经营租赁	157.27	100.00%	62.00	100.00%
绿化养护	709.34	14.08%	479.03	-22.46%
保洁服务	207.24	-10.29%	229.96	-12.37%
农作物销售	456.94	-96.59%	328.13	-17.56%
检测费	2.84	57.94%	3.10	-18.91%
其他	0.07	100.00%	-	-
合计	191,292.25	1.91%	38,461.40	7.75%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设业务可持续性较好，但在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力

公司承担东台经济开发区基础设施建设职责，由公司自筹资金进行东台经济开发区的基础设施建设，主要为安置房建设、道路建设、污水处理、管网工程等。其中，道路建设等基础设施工程的建设，公司主要与委托方东台圣惠力置业有限公司（东台经济开发区管理委员会下属公司）签订建设工程施工合同；污水处理、管网工程等基础设施工程的建设以及安置房建设，公司主要与江苏东台经济开发区财政金融局签订建设工程施工合同。根据建设工程施工合同约定，委托方与公司结算金额均为成本加成一定比例，均按照完工进度结算。2019年公司实现工程建设收入40,264.77万元，主要来自东区四路、东区五路、人民路、支三路、经十路、开发区三团安置区三期工程等项目，毛利率为9.17%。截至2019年底，公司存货中工程施工金额为9.24亿元，全部系未结转的代建工程开发成本，公司工程建设业务可持续性较好。

表3 2019 年公司工程建设收入构成情况（单位：万元）

项目名称	营业收入	营业成本
东区四路、东区五路、人民路、支三路、经十路	20,170.68	18,321.70
开发区三团安置区三期工程项目	10,846.94	9,852.64
开发区东区道路配套工程项目	5,336.99	4,847.76
新景源建设集团道路建设项目	3,910.16	3,551.73
合计	40,264.77	36,573.83

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建的代建工程主要为盐城内河港东台港区中心作业区码头工程项目、东台经济开发区2020年基础设施项目（滨河110千伏变电站）、新团安置区工程项目等，主要在建项目预计总投资271,680.00万元，已投资87,997.27万元，尚需投资188,023.42万元，在建项目规模较大，未来收入来源有一定的保障。但在建项目尚需投入较多的资金，公司面临较大的资金压力。

表4 截至 2019 年底公司在建的代建工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
盐城内河港东台港区中心作业区码头工程项目	74,000.00	55,269.21
东台经济开发区 2020 年基础设施项目（滨河 110 千伏变电站）	61,730.00	63.86
新团安置区工程项目	60,000.00	584.52
开发区域北新寓三期工程项目	26,000.00	3,153.64
东台市开发区富新安置区二期工程项目	19,000.00	23,340.69
开发区新建人才公寓工程项目	13,000.00	3,296.77
东台市城东污水处理厂扩建工程项目	10,950.00	1,635.48
开发区滨河花苑四期工程项目	7,000.00	653.10
合计	271,680.00	87,997.27

注：开发区域北新寓三期工程项目、东台市开发区富新安置区二期工程项目、东台市城东污水处理厂扩建工程项目、开发区滨河花苑四期工程项目总投资额根据项目立项文件作调整

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

本期债券募投项目中欧（东台）科技产业园建设项目，主要为厂房建设项目，完工后由公司负责运营。2019年部分完工厂房对外出租产生租赁收入157.27万元，收入规模尚小，未来随着募投项目的完工，公司租赁收入有望进一步增长。需关注，截至2019年底，中欧（东台）科技产业园建设项目尚需投资34,220.40万元，给公司带来一定资金压力。

表5 截至 2019 年末本期债券募投项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资
中欧（东台）科技产业园建设项目	100,616.00	66,395.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增有色金属及化学原料贸易业务，对公司营业收入有较大幅度提升，但对公司利润贡献较小

公司有色金属及化学原料贸易业务由2019年合并范围新增子公司博斯特实业负责运营，博斯特实业主要从事金属材料、建筑材料等产品的批发零售，截至2019年底总资产为26,377.40万元、实收资本为5,000.00万元。博斯特实业贸易业务的运营模式为：公司采用以销定购，锁定上下游，签订采购合同和销售合同时确定相关价款的模式，通过进销差价进行盈利。公司有色金属主要贸易品种为电解铜，化学原料主要贸易品种为乙二醇，2019年有色金属贸易实现收入94,034.44万元，毛利率为0.17%；化学原料贸易实现收入55,459.34万元，毛利率为0.02%，贸易业务对公司营业收入有较大幅度提升，但对公司利润贡献较小。2019年公司前五大销售客户分别为上海闵悦有色金属有限公司、四川省交通物资有限责任公司、唐山中林林产品有限公司、上海新材料产业技术研究院有限公司和洪泽华胜工贸有限公司，前五大销售金额合计占比64.56%，客户集中度较高。2019年公司前五大供应

商主要为中林国控（广州）供应链管理有限公司和盐城市物资集团有限公司，前五大供应商采购金额合计占比61.53%。

表6 2019年公司主要贸易品种采购、销售情况

物资品种	购进量(吨)	购进金额(万元)	销售量(吨)	销售金额(万元)
电解铜	22,315.71	93,870.35	22,315.71	94,034.44
乙二醇	134,500.00	55,450.93	134,500.00	55,459.34

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 2019年公司有色金属及化学原料贸易业务销售前五名情况(单位：万元)

客户名称	销售金额	占比
上海闵悦有色金属有限公司	38,057.47	25.46%
四川省交通物资有限责任公司	17,861.73	11.95%
唐山中林林产品有限公司	17,731.90	11.86%
上海新材料产业技术研究院有限公司	12,481.24	8.35%
洪泽华胜工贸有限公司	10,377.20	6.94%
合计	96,509.54	64.56%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 2019年公司有色金属及化学原料贸易业务采购前五名情况(单位：万元)

客户名称	采购金额	占比
中林国控（广州）供应链管理有限公司	31,033.14	20.78%
盐城市物资集团有限公司	25,445.25	17.04%
上海凯周金属贸易有限公司	14,278.52	9.56%
中资国控（广州）供应链管理有限公司	11,268.72	7.55%
中帛新能源（海安）有限公司	9,858.54	6.60%
合计	91,884.17	61.53%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司继续获得较大力度的外部支持

公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，在财政补贴方面获得较大力度的外部支持。2019年公司收到政府补助9,599.08万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告、2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则

编制。

资产结构与质量

公司资产以应收款项、存货为主，整体资产流动性较弱

2019年末公司总资产规模600,887.42万元，同比增长13.55%，从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主，截至2019年末，流动资产占总资产的比重为88.81%。

2019年底公司货币资产规模55,760.95万元，同比增长79.98%；其中受限货币资金规模28,316.11万元，占货币资金总额的50.78%，以用于担保的定期存款或通知存款为主。预付款项主要为预付中企港龙能源有限公司和上海盛源实业(集团)有限公司的工程款项，2019年末规模为8,411.12万元，较2018年末下降83.58%，主要系预付东台市投资发展有限公司的保障性住房项目工程款，随着项目施工结算的完成，于2019年全部由预付款项转入存货。

公司应收账款主要系应收东台圣惠力置业有限公司的工程款、江苏东台经济开发区财政金融局的工程款、土地整理款，2019年底规模为112,277.07万元，同比增长11.68%，账龄期1年以内、1-2年、2-3年、3年以上的分别占比39.09%、36.42%、13.66%、10.84%，应收账款账龄同比有所延长。其他应收款主要系应收东台市政府下属相关单位的资金拆借款、往来款以及股权转让款等，2019年底为70,708.97万元，同比增长80.39%，其中包括应收东台市投资发展有限公司资金拆借款47,157.98万元和应收江苏东台经济开发区财政金融局往来款10,357.18万元。整体来看，公司应收款项较大程度占用公司营运资金，且未来回收存在一定的不确定性。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	55,760.95	9.28%	30,981.86	5.85%
应收账款	112,277.07	18.69%	100,535.73	19.00%
预付款项	8,411.12	1.40%	51,230.98	9.68%
其他应收款	70,708.97	11.77%	39,198.62	7.41%
存货	286,508.91	47.68%	274,601.05	51.89%
流动资产合计	533,667.09	88.81%	496,548.38	93.83%
在建工程	66,395.60	11.05%	32,461.07	6.13%
非流动资产合计	67,220.33	11.19%	32,625.08	6.17%
资产总计	600,887.42	100.00%	529,173.45	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

存货是公司最主要的资产组成部分，2019年底公司存货规模286,508.91万元，占总资

产规模的47.68%，同比增长4.34%。公司存货主要由土地整理开发、工程施工成本构成。工程施工成本主要系盐城内河港东台港区中心作业区码头工程、东台市开发区富新安置区二期工程等项目的建设成本，2019年末规模为92,369.44万元。土地整理开发成本系通过政府注入、公开市场招拍挂获得的土地资产，截至2019年底，公司土地资产面积合计583,071.00平方米，土地用途以商住、住宅为主，账面价值合计194,095.00万元，其中账面价值88,209.38万元的土地已用于贷款抵押，土地资产流动性不佳，同时政府注入的账面价值41,542.43万元的土地尚未缴纳土地出让金，该部分资产变现时仍需向政府缴纳土地出让金、其变现价值受到一定影响。公司在建工程是本期债券募投项目中欧（东台）科技产业园项目，截至2019年底在建工程规模66,395.60万元，同比增长104.54%。整体来看，公司资产以应收款项、存货为主，资产流动性较弱。

表 10 公司存货构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
土地整理开发	194,095.00	67.74%	194,433.62	70.81%
工程施工	92,369.44	32.24%	80,142.76	29.19%
原材料	44.48	0.02%	24.68	0.01%
合计	286,508.91	100.00%	274,601.05	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司营业收入增长较快，有色金属及化学原料贸易业务毛利率较低，利润主要依赖政府补贴

2019年公司实现营业收入191,292.25万元，同比大幅增长397.36%，主要系2019年新增有色金属及化学原料贸易收入所致。截至2019年底，公司存货中工程施工成本合计92,369.44万元，公司工程建设未来收入较有保障；公司存货中的土地整理开发成本194,095.00万元，若未来该部分土地能成功出让，将给公司带来一定土地整理收入，但需关注公司账面价值88,209.38万元的土地已用于贷款抵押、账面价值41,542.43万元土地尚未缴纳土地出让金。毛利率方面，由于工程建设业务由政府回购，毛利率相对稳定；2019年新增有色金属及化学原料贸易业务，毛利率水平较低，其中化学原料贸易业务毛利率仅为0.02%。受收入占比较大的有色金属及化学原料贸易业务毛利率水平较低的影响，2019年公司综合毛利率为1.91%。

公司其他收益主要系政府补助，公司利润总额对财政补贴依赖程度较高，2019年公司

收到政府补助9,599.08万元，实现利润总额8,018.02万元，政府补助占同期利润总额的比重为119.72%。整体来看，公司有色金属及化学原料贸易业务销售规模较大，但毛利率较低，利润主要依赖政府补贴。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	191,292.25	38,461.40
其他收益	9,599.08	7,488.56
营业利润	8,024.89	9,487.71
利润总额	8,018.02	9,526.64
综合毛利率	1.91%	7.75%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务资金回笼情况有所改善，公司在建项目后续投资金额较大，存在较大的资金支出压力

2019年公司主营业务资金回笼情况有所改善，收现比上升至1.00。2019年公司新增有色金属和化学原料的贸易业务，2019年公司购买商品、接受劳务支付的现金规模增至203,926.93万元，较2018年末增长131,019.53万元。2019年公司经营活动现金净流出19,805.14万元。公司投资活动主要为募投项目的建设，2019年公司投资活动现金净流出6,683.93万元。

筹资活动现金流方面，公司主要通过银行借款、发行债券、融资租赁公司借款以及资产管理计划等方式筹集资金。2019年公司筹资活动现金流入211,170.00万元，较上年增长30.91%，主要系当年成功发行9亿元本期债券；2019年公司偿还债务等筹资活动现金流出164,517.94万元，主要用于偿还银行借款及融资租赁款等。截至2019年底，本期债券募投项目、公司在建的代建项目后续仍需投资222,243.82万元，公司存在较大的资金支出压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.00	0.79
销售商品、提供劳务收到的现金	191,211.68	30,506.43
收到的其他与经营活动有关的现金	447,122.66	230,633.08
经营活动现金流入小计	638,334.36	261,155.19
购买商品、接受劳务支付的现金	203,926.93	72,907.40

支付的其他与经营活动有关的现金	452,971.86	233,551.33
经营活动现金流出小计	658,139.51	307,338.92
经营活动产生的现金流量净额	-19,805.14	-46,183.73
投资活动产生的现金流量净额	-6,683.93	-5,478.80
筹资活动产生的现金流量净额	46,652.06	50,475.87
现金及现金等价物净增加额	20,162.98	-1,186.66

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债增长较快，存在较大的偿债压力

得益于公司的经营积累，公司净资产规模不断增长；截至2019年末，公司所有者权益为312,456.29万元，同比增长2.63%。2019年公司发行本期债券，负债规模有所提升，2019年末公司负债规模为288,431.12万元，同比增长28.34%，产权比率为92.31%，较2018年上升18.49个百分点，公司净资产对于负债的保障程度有所降低。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	288,431.12	224,735.09
所有者权益	312,456.29	304,438.36
产权比率	92.31%	73.82%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，非流动负债占负债总额的 61.58%。

公司短期借款主要系保证和信用借款，2019 年底规模为 32,950.00 万元，同比增长 95.55%。应付票据全部系应付银行承兑汇票，2019 年底余额为 8,900.00 万元。公司 2019 年末一年内到期的非流动负债 34,890.90 万元，包括一年内到期的长期借款 18,300.00 万元、一年内到期的长期应付款 16,590.90 万元。

截至 2019 年底，公司长期借款为 54,195.00 万元，同比下降 37.96%，包括“抵押+保证”借款、保证借款、“质押+保证”借款，质押物为应收账款，抵押物为公司或东台市投资发展有限公司的国有土地使用权，担保人为东台市投资发展有限公司、东台市交通投资发展有限公司以及江苏省信用担保有限责任公司。应付债券为本期债券，2019 年末账面余额为 88,204.57 万元。长期应付款主要系应付江苏金融租赁股份有限公司、江苏省国际租赁有限公司、江苏淮海融资租赁有限公司的融资租赁款和应付鑫沅资产管理有限公司借款，2019 年末余额为 35,206.23 万元，较 2018 年末下降 34.93%。公司有息债务规模增长较快，截至 2019 年底，公司有息负债总额为 254,346.70 万元，同比增长 23.96%，占当

年负债总额的 88.18%，其中一年内需偿还的有息债务为 76,740.90 万元，占比 30.17%。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	32,950.00	11.42%	16,850.00	7.50%
应付票据	8,900.00	3.09%	21,500.00	9.57%
应交税费	15,790.12	5.47%	11,992.49	5.34%
其他应付款	9,507.99	3.30%	7,187.47	3.20%
一年内到期的非流动负债	34,890.90	12.10%	25,369.49	11.29%
流动负债合计	110,825.32	38.42%	83,276.92	37.06%
长期借款	54,195.00	18.79%	87,350.00	38.87%
应付债券	88,204.57	30.58%	-	-
长期应付款	35,206.23	12.21%	54,108.17	24.08%
非流动负债合计	177,605.80	61.58%	141,458.17	62.94%
负债合计	288,431.12	100.00%	224,735.09	100.00%
其中：有息债务	254,346.70	88.18%	205,177.66	91.30%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2019 年底公司资产负债率为 48.00%，同比提高 5.53 个百分点。受货币资金大幅增加的影响，2019 年公司现金短期债务比有所提升，2019 年末现金短期债务比为 0.73，短期偿债能力一般。2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.78，同比小幅提升，但 EBITDA 对利息保障程度仍较弱。整体来看，公司有息债务增长较快，资产负债率有所提升，偿债压力较大。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	48.00%	42.47%
现金短期债务比	0.73	0.49
EBITDA（万元）	11,361.42	9,705.59
EBITDA 利息保障倍数	0.78	0.72
有息债务/EBITDA	22.39	21.14

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

江苏再担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由江苏再担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围

包括本次债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起二十四个月。

江苏再担保原名江苏省信用再担保集团有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属政策性再担保机构。经过多次增资和股权转让，截至2020年5月末江苏再担保注册资本为75.63亿元，控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，持股比例为28.13%。

表16 截至2020年5月31日江苏再担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	注册资本	持股比例
江苏省财政厅	212,763.10	28.13%
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	5.82%
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	4.36%
常州市新北区人民政府	33,000.00	4.36%
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	4.36%
宿迁市人民政府	27,522.94	3.64%
丹阳市人民政府	22,000.00	2.91%
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.91%
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.91%
如皋市人民政府	22,000.00	2.91%
常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.91%
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.91%
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.64%
其他25名股东	221,023.87	29.22%
合计	756,309.91	100.00%

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

江苏再担保主要从事直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款、典当等业务。担保业务收入和利息收入是江苏再担保最主要的收入来源，2019年分别占营业总收入的56.10%和23.20%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各主要业务的发展，2017-2019年江苏再担保营业收入持续增长，分别为11.26亿元、13.31亿元和18.26亿元，年均复合增长率为27.38%。

表17 2017-2019年江苏再担保主营业务收入情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	102,460.75	56.10%	65,680.96	49.36%	55,230.46	49.07%
其中：直接担保业务收入	78,574.04	43.02%	55,802.55	41.93%	50,813.02	45.14%

再担保业务收入	23,886.71	13.08%	9,878.41	7.42%	4,417.44	3.92%
利息收入	42,375.41	23.20%	40,656.03	30.55%	31,731.11	28.19%
融资租赁业务收入	33,428.39	18.30%	21,996.44	16.53%	13,725.66	12.19%
其他收入	4,371.70	2.39%	4,737.44	3.56%	11,876.88	10.55%
合计	182,636.25	100.00%	133,070.87	100.00%	112,564.11	100.00%

注： 2017年财务数据采用2018年审计报告的上期数。

资料来源：江苏再担保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，江苏再担保资产总额为172.17亿元，所有者权益合计104.52亿元；2019年度，江苏再担保实现营业收入18.26亿元，利润总额6.40亿元。

表18 2017-2019年江苏再担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	172.17	143.93	122.24
所有者权益合计	104.52	75.27	71.73
现金类资产	52.75	37.34	23.62
营业总收入	18.26	13.31	11.26
担保业务收入	10.24	6.57	5.52
利息收入	4.24	4.07	3.17
投资收益	0.92	0.56	0.75
利润总额	6.40	5.04	4.41
净资产收益率	5.35%	5.15%	4.51%
担保余额*	-	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	-	476.60	623.94
其中：融资性直接担保责任余额*	-	452.98	452.04
融资性再担保责任余额*	-	23.62	171.90
当期担保发生额*	-	1,021.87	901.56
拨备覆盖率*	-	651.42%	354.56%
准备金覆盖率*	-	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	-	8.59	8.70
其中：融资担保放大倍数（直保）（倍）*	-	8.17	6.30
融资担保放大倍数（再保）（倍）*	-	0.43	2.40
当期担保代偿率*	-	0.04‰	0.97‰
累计代偿回收率*	-	40.65%	30.81%

注1： 2017年财务数据采用 2018 年审计报告的上期数。

注2：“*”表示数据为母公司口径。

注3： 2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：江苏再担保 2017-2019 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

七、其他事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

(二) 或有事项分析

截至2019年12月31日，公司对外担保的余额合计88,800.00万元，对外担保余额合计占期末所有者权益的28.42%。公司对外担保对象多为国有企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
江苏益东资产经营管理有限公司	国有	13,500.00	2023 年 6 月 30 日	否
		10,000.00	2022 年 2 月 27 日	否
		6,500.00	2023 年 6 月 30 日	否
		9,800.00	2022 年 1 月 21 日	否
		4,500.00	2020 年 5 月 23 日	否
东台经济开发区为民资产经营有限公司	国有	9,500.00	2020 年 8 月 4 日	否
		9,500.00	2022 年 8 月 20 日	否
东台市城东污水处理有限公司	国有	7,000.00	2022 年 11 月 25 日	否
东台成泰新实业有限公司	国有	5,000.00	2022 年 10 月 23 日	否
东台市交通投资建设集团有限公司	国有	5,000.00	2022 年 4 月 3 日	否
东台市凯宏绿化工程有限公司	国有	4,500.00	2022 年 6 月 25 日	否
东祥麟（江苏）实业有限公司	民企	2,000.00	2024 年 8 月 7 日	否
江苏宏泰纤维科技有限公司	民企	2,000.00	2022 年 5 月 22 日	否
合计		88,800.00		

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2019年，东台市地区生产总值为841.49亿元，按可比计算，同比增长4.7%，为公司发展提供了良好的基础。公司在建代建项目预计总投资规模较大，公司工程建设业务可持续

性较好。公司为东台经济开发区基础设施的重要建设主体，在财政补贴方面继续获得较大力度的外部支持。此外，江苏再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。

但同时中证鹏元也关注到了，公司资产以应收款项、存货为主，应收款项回收时间不确定性较大且对公司营运资金形成较大占用，存货变现能力欠佳；公司整体资产流动性较弱。本期债券募投项目、公司在建的代建项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资金支出压力。公司有息债务增长较快，存在较大的偿债压力。公司对外担保对象多为国有企业，但对外担保规模较大且均未采取反担保措施，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级AAA，维持公司主体长期信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	55,760.95	30,981.86	52,068.52
应收账款	112,277.07	100,535.73	88,876.32
预付款项	8,411.12	51,230.98	56,229.63
其他应收款	70,708.97	39,198.62	10,995.30
存货	286,508.91	274,601.05	291,413.36
其他流动资产	0.06	0.15	15.70
流动资产合计	533,667.09	496,548.38	499,598.82
固定资产	157.81	164.01	153.52
在建工程	66,395.60	32,461.07	25,403.11
无形资产	666.91	0.00	0.00
非流动资产合计	67,220.33	32,625.08	25,556.63
资产总计	600,887.42	529,173.45	525,155.45
短期借款	32,950.00	16,850.00	16,100.00
应付票据	8,900.00	21,500.00	57,000.00
应付账款	356.33	323.26	24,475.61
预收款项	8,401.97	26.21	66.18
应付职工薪酬	28.00	28.00	64.21
应交税费	15,790.12	11,992.49	8,253.04
其他应付款	9,507.99	7,187.47	816.37
一年内到期的非流动负债	34,890.90	25,369.49	50,000.00
流动负债合计	110,825.32	83,276.92	156,775.40
长期借款	54,195.00	87,350.00	70,850.00
应付债券	88,204.57	0.00	0.00
长期应付款	35,206.23	54,108.17	2,618.34
非流动负债合计	177,605.80	141,458.17	73,468.34
负债合计	288,431.12	224,735.09	230,243.73
有息债务	254,346.70	205,177.66	196,568.34
所有者权益	312,456.29	304,438.36	294,911.72
营业收入	191,292.25	38,461.40	39,462.07
营业利润	8,024.89	9,487.71	10,399.95
其他收益	9,599.08	7,488.56	7,914.68
净利润	8,017.93	9,526.64	10,378.86
经营活动产生的现金流量净额	-19,805.14	-46,183.73	15,542.21
投资活动产生的现金流量净额	-6,683.93	-5,478.80	-1,321.91

筹资活动产生的现金流量净额	46,652.06	50,475.87	-22,011.80
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	1.91%	7.75%	6.92%
收现比	1.00	0.79	0.84
产权比率	92.31%	73.82%	78.07%
资产负债率	48.00%	42.47%	43.84%
现金短期债务比	0.73	0.49	0.42
EBITDA（万元）	11,361.42	9,705.59	10,406.31
EBITDA 利息保障倍数	0.78	0.72	1.27
有息债务/EBITDA	22.39	21.14	18.89

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的二级子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
东台惠民绿化有限公司	1,000	90.00%	绿化
江苏开创检测技术有限公司	3,000	99.00%	检测
东台民之惠贸易有限公司	10,000	100.00%	贸易
东台惠民农业发展有限公司	10,000	100.00%	农业养殖
江苏东台顺通港务发展有限公司	80,000	80.00%	运输服务
东台市博斯特实业有限公司	5,000	100.00%	批发零售

资料来源：公司 2019 年审计报告

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入—营业成本) /营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。