



2019年东台惠民城镇化建设发展有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 梁楷



2019年东台惠民城镇化建设发展有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-22	2020-08-05

评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 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。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司工程建设业务可持续性较好，继续获得较大力度的外部支持，且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；同时中证鹏元也关注到了公司资产整体流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：19 东台惠民债/19 东台债

债券剩余规模：9 亿元

债券到期日期：2026-03-08

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%

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

联系方式

项目负责人：刘书芸
liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	82.21	60.09	52.92
所有者权益	33.71	31.25	30.44
总债务	44.64	25.43	20.52
资产负债率	58.99%	48.00%	42.47%
现金短期债务比	0.55	0.73	0.49
营业收入	36.49	19.13	3.85
其他收益	1.48	0.96	0.75
利润总额	1.09	0.80	0.95
销售毛利率	1.56%	1.91%	7.75%
EBITDA	1.76	1.14	0.97
EBITDA 利息保障倍数	0.89	0.78	0.72
经营活动现金流净额	-11.03	-1.98	-4.62
收现比	1.02	1.00	0.79

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020 年东台市整体经济实力仍较强，工业运行仍较稳定，新兴产业继续快速壮大，形成了电子信息、高端装备、新材料、大健康四大主导产业，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司工程建设业务可持续性较好。**公司为东台经济开发区重要的基础设施建设投融资主体之一，2020 年底公司在建代建工程规模仍较大，工程建设业务可持续性仍较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2020 年公司控股股东东台市人民政府向公司缴足注册资本，公司资本实力得到提升；江苏东台经济开发区财政金融局继续通过政府补助给予公司较大支持。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**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仍能有效提升本期债券信用水平。

关注

- **公司资产整体流动性较弱。**2020 年底公司资产中应收款项、存货占比仍较高；应收款项回收时间不确定性较大，对资金形成较大占用；存货系土地资产、工程施工成本，土地资产受限比例较高，工程施工成本结算时间不确定性较大；公司资产整体流动性仍较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年底，公司在建的代建项目以及本期债券募投项目尚需投资规模仍较大，仍面临较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**2020 年底公司总债务大幅增长、规模仍较大，财务杠杆水平仍较高，现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数表现欠佳，仍面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年底，公司对外担保余额合计 16.19 亿元，占期末所有者权益的 48.02%，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，仍存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年3月发行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2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为16.54万元。

三、发行主体概况

2020年公司职工董事、监事会主席及监事发生变更，新的职工董事为高鑫，监事会主席为练秀，监事为金小君、冯明；控股股东东台市人民政府实缴了注册资本4.20亿元，注册资本未变更，截至2020年底公司注册资本仍为15亿元，实收资本增至15.00亿元。2021年2月公司经营范围变更，新增一般项目：机械电气设备制造。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人均未发生变更，仍为东台市人民政府，持股比例仍为98.67%。公司主营业务亦未变更，仍主要承担东台经济开发区基础设施建设业务，同时从事有色金属、化学原料的贸易业务，2020年公司贸易品种新增煤炭、木材等。2020年公司合并范围无变更，截至2020年底，公司纳入合并范围的二级子公司为7家，具体见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。



消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域环境

2020年东台市整体经济实力仍较强，工业运行总体仍较稳定，新兴产业继续快速壮大，形成了电子信息、高端装备、新材料、大健康四大主导产业，为公司发展提供了良好的外部环境

东台市整体经济实力较强。2020年东台市实现地区生产总值893.4亿元，按可比计算，较上年增长5.8%，增速同比提高1.1个百分点。东台市经济以第二产业、第三产业为主导，2020年东台市三次产业增加值比例由2019年的13:37.2:49.8调整为2020年的14:35.4:50.6。2020年东台市全市人均地区生产总值为100,563元，是全国人均地区生产总值的138.81%。

东台市工业运行总体稳定，新兴产业继续快速壮大，形成电子信息、高端装备、新材料、大健康四大主导产业。2020东台市实现规上工业总产值646.0亿元，规上工业增加值121.4亿元，同比增长8.5%。高技术产业完成产值80.6亿元，同比增长36.7%；战略性新兴产业完成产值258.7亿元，同比增长37.3%。

东台市固定资产投资持续增长，消费品市场平稳运行，对外贸易规模持续扩大。2020年东台市完成固定资产投资483.1亿元，同比增长4.2%，增速同比略有下滑；第一、二、三产业投资分别同比变动120.8%、-1.7%、30.8%；民间投资344.3亿元，同比增长7.3%，占全部投资比重达71.3%，与上年基本持平。2020年东台市实现社会消费品零售总额245.63亿元，增长1.3%。2020年东台市进出口总额12.5亿美元，同比增长21.7%。其中，进口0.7亿美元，同比增长21.7%；出口11.8亿美元，同比增长21.5%。

2020底，东台市金融机构人民币存款余额、贷款余额继续快速增长，仍为区域内各产业的发展提供了较好的金融环境。

表1 东台市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	893.4	5.8%	841.49	4.7%
第一产业增加值	124.3	2.9%	109.51	5.0%
第二产业增加值	316.6	5.7%	312.90	2.0%
第三产业增加值	452.5	6.5%	419.08	7.2%
规上工业增加值	121.4	8.5%	115.2	-
固定资产投资	483.1	4.2%	441.80	5.7%
社会消费品零售总额	245.63	1.3%	313.07	7.9%



进出口总额（亿美元）	12.5	21.7%	10.30	8.2%
存款余额	1,067.6	15.00%	932.48	12.23%
贷款余额	726.36	23.07%	590.49	15.96%
人均 GDP（元）		100,563		86,850
人均 GDP/全国人均 GDP		138.81%		122.51%

注：2020 年东台市人均 GDP 根据东台市 2020 年 11 月 1 日常驻人口 88.84 万人计算

资料来源：东台市 2019-2020 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年东台市实现一般公共预算收入 54.60 亿元，同比增长 5.0%，其中税收收入 42.60 亿元，占一般公共预算收入的比重为 78.02%；同期东台市一般公共预算支出 118.38 亿元，同比增长 8.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 46.12%。

五、经营与竞争

公司系东台经济开发区重要的基础设施建设投融资主体，主要进行东台经济开发区的基础设施建设，同时开展贸易业务。2020 年公司贸易品种增加木材、煤炭等，受贸易收入大幅增长影响，2020 年公司营业收入同比增长 90.88%。毛利率方面，公司销售毛利率水平较低，2020 年继续下滑，主要系毛利率水平较低的贸易收入占比进一步加大所致。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	60,951.83	9.17%	40,264.77	9.17%
有色金属销售收入	181,038.07	0.01%	94,034.44	0.17%
木材销售收入	95,476.90	0.01%	-	-
煤炭销售收入	23,288.10	0.02%	-	-
化学原料销售收入	2,656.55	0.04%	55,459.34	0.02%
其他收入	1,436.32	-0.07%	1,376.37	-26.24%
合计	364,847.78	1.54%	191,134.91	1.83%

注：其他收入主要系化养护收入、农作物销售收入、检测费收入以及保洁服务收入等

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设业务收入有所增长，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

公司工程建设业务模式为代建，由公司自筹资金进行东台经济开发区安置房、道路、污水处理、管网工程建设。其中，道路建设项目，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，以下简称“圣惠力置业”）签订建设工程施工合同；污水处理、管网工程以及安置房建设，公司主要与江苏东台经济开发区财政金融局（以下简称“东台开发区金融局”）签订建设工程施工合同。委托方与公司结算金额均为成本加成一定比例，按照完工进度结算。



2020年公司工程建设收入全部来自盐城内河港东台港区中心作业区码头工程项目，该项目已完工。

表3 2020 年公司工程建设收入构成情况（单位：万元）

项目	营业收入	营业成本
盐城内河港东台港区中心作业区码头工程项目	60,951.83	55,364.58

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司主要在建代建项目预计总投资27.77亿元，已投资9.77亿元，尚需投资18亿元，在建项目规模较大，业务可持续性较好。在建项目尚需投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力。

表4 截至 2020 年底公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
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	80.00
新团安置区工程项目	60,000.00	794.72
开发区三团安置区三期工程项目	57,000.00	42,728.99
开发区城北新寓三期工程项目	36,000.00	16,284.45
东台市开发区富新安置区二期工程项目	32,000.00	28,987.00
开发区新建人才公寓工程项目	13,000.00	5,112.18
东台市城东污水处理厂扩建工程项目	10,950.00	1,885.98
开发区滨河花苑四期工程项目	7,000.00	1,791.62
合计	277,680.00	97,664.94

注：公司对开发区城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预计总投资进行了更正

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。目前已有部分完工厂房对外出租，2020年实现租金收入70.72万元，未来随着募投项目的完工，公司租赁收入有望增长。需关注，公司募投项目租金收入不达预期。

表5 截至 2020 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	尚需投资
中欧（东台）科技产业园建设项目	100,616.00	95,959.39	4,656.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司贸易品种新增木材、煤炭，贸易收入同比大幅提高，但毛利率水平仍极低，对利润基本没有贡献

公司贸易业务由2019年1月收购的子公司东台市博斯特实业有限公司（以下简称“博斯特实业”）¹负责运营。贸易业务运营模式为以销定购，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

¹ 公司于 2019 年 1 月以 5,000 万元收购博斯特实业，取得的净资产为 4,658.72 万元。截至 2020 年底，博斯特实业净资产 2.97 亿元，资产负债率 59.83%；2020 年实现净利润 502.69 万元。



式，通过进销差价进行盈利。公司与供应商、客户结算均采用先发货后付款模式，公司无需垫资，整体经营风险较小。受新增贸易品种影响，2020年公司前五大客户、供应商有所变动，客户、供应商集中水平仍较高。整体来看，2020年公司贸易品种新增木材、煤炭，贸易收入同比大幅提高，但毛利率水平仍较低，对利润基本无贡献。

表6 公司主要贸易品种采购、销售情况

年份	物资品种	购进量 (吨/立方米)	购进金额 (万元)	销售量 (吨/立方米)	销售金额 (万元)
2019 年	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
2020 年	电解铜	43,429.42	181,024.62	43,429.42	181,038.07
	乙二醇	5,500.00	2,655.58	5,500.00	2,656.55
	煤炭	498,995.62	23,283.89	498,995.62	23,288.10
	木材	1,221,262.64	95,471.35	1,221,262.64	95,476.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 公司贸易业务销售前五名情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占比
2020 年	上海惠翔有色金属有限公司	58,977.96	19.50%
	上海培信贸易有限公司	51,815.94	17.13%
	上海闵悦有色金属有限公司	37,860.38	12.52%
	图木舒克图鑫建材有限公司	27,652.38	9.14%
	诚通（广州）物资有限公司	24,956.82	8.25%
	合计	201,263.49	66.54%
2019 年	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 公司贸易业务采购前五名情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占比
2020 年	中帛新能源（海安）有限公司	57,997.00	19.18%
	中资国控（广州）供应链管理有限公司	43,079.63	14.24%
	中林国控（广州）供应链管理有限公司	39,594.03	13.09%
	广州丰汇实业有限公司	31,054.22	10.27%
	上海宏生实业有限公司	27,019.78	8.93%
	合计	198,744.65	65.71%
2019 年	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

2020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，2020年公司继续获得较大力度的外部支持。2020年东台市人民政府向公司实缴了注册资本4.20亿元，公司实收资本增至15亿元，资本实力得到一定提升。2020年公司收到东台开发区金融局的政府补助1.47亿元。需关注，2020年东台开发区金融局收回注入公司的土地1宗，公司资本公积同比减少2.82亿元。

六、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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产中应收款项、存货占比仍较高，应收款项回收时间存在一定不确定性，存货变现能力欠佳，整体资产流动性仍较弱

2020年底公司总资产同比增长36.81%，资产增长主要集中在其他应收款、货币资金及在建工程。从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.25	11.25%	5.58	9.28%
应收账款	13.72	16.69%	11.23	18.69%
其他应收款	19.62	23.87%	7.07	11.77%
存货	29.36	35.71%	28.65	47.68%
流动资产合计	72.11	87.72%	53.37	88.81%
在建工程	9.60	11.67%	6.64	11.05%
非流动资产合计	10.10	12.28%	6.72	11.19%
资产总计	82.21	100.00%	60.09	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年底公司货币资金受限比例62.74%，受限货币资金系银行承兑汇票保证金以及用于担保的定期存款或通知存款。公司应收账款系应收东台开发区金融局、圣惠力置业的工程款；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、往来款等，2020年底其他应收款同比大幅增长主要系与东台市投资发展有限公司（以下简称“东台投发”）的资金拆借规模增加所致。整体来看，公司应收款项回收风险较小，但规模较大、回收时间存在一定不确定性，对资金形成较大占用。

存货是公司最主要的资产组成部分，随着项目建设推进，2020年底存货规模继续小幅增长。工程施工成本主要系开发区城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、开发区三团安置区三期工程项目等项目建设成本。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，土地用途以商住、住宅为主。2020年东台开发区金融局收回注入公司的土地1宗，公司土地资产账面价值同比下降。截至2020年底，公司土地资产面积合计58.31万平方米。其中账面价值8.09亿元的土地已用于贷款抵押，同时政府注入的账面价值1.33亿元的土地尚未缴纳土地出让金。公司在建工程系本期债券募投项目中欧（东台）科技产业园项目。

表10 公司存货主要构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
土地及整理开发	16.61	56.57%	19.41	67.74%
工程施工	12.75	43.42%	9.24	32.24%
合计	29.36	99.99%	28.65	99.98%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司资产中应收款项、存货占比仍较高，应收款项回收时间存在一定不确定性，存货变现能力欠佳，整体资产流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入同比增长，但整体盈利能力仍偏弱，政府补助对利润总额贡献仍较大

公司营业收入主要来自代建业务收入以及贸易业务收入。2020年公司贸易品种增加木材、煤炭等，受贸易收入大幅增长影响，2020年公司营业收入同比增长90.88%。资金回笼方面，贸易业务收现比尚可，工程建设业务收现比欠佳。毛利率方面，公司销售毛利率水平较低，2020年继续下滑，主要系毛利率水平较低的贸易收入占比进一步加大所致。2020年底公司在建代建项目较多，业务可持续性较好。公司其他收益主要系政府补助，对利润总额贡献仍较大，2020年公司政府补助占同期利润总额比重为135.81%。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	36.49	19.13
收现比	1.02	1.00

营业利润	1.09	0.80
其他收益	1.48	0.96
利润总额	1.09	0.80
销售毛利率	1.56%	1.91%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

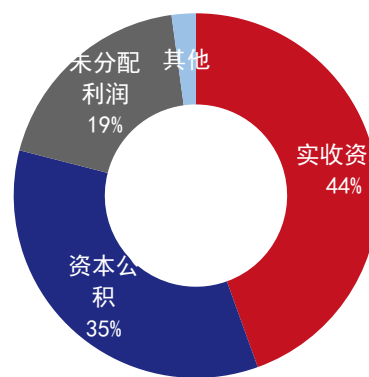
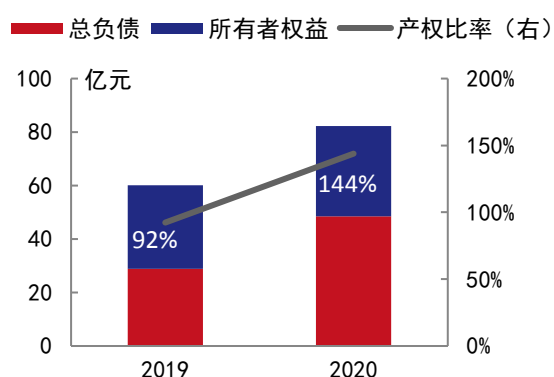
资本结构与偿债能力

2020年底公司总债务继续增长、规模仍较大，偿债指标表现仍欠佳，仍存在较大的偿债压力

得益于政府支持及经营积累，2020年底公司所有者权益同比增长7.89%。同期，公司债券融资、票据融资以及非标融资同比大幅增长，2020年底公司总负债同比增长68.14%，产权比率上升至143.86%，所有者权益对总负债保障程度欠佳。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2020年底公司负债仍以非流动负债为主。公司短期借款主要系保证借款，担保方主要系东台市交通投资建设集团有限公司、东台市国有资产经营有限公司等政府平台企业。2020年底短期借款同比增长21.85%，主要系贸易业务规模扩大、博斯特实业短期借款增长所致。应付票据全部系应付银行承兑汇票。一年内到期的非流动负债系一年内到期的长期借款、长期应付款。

公司长期借款涵盖“抵押+保证”借款、保证借款、“质押+保证”借款，质押物为应收账款、定期存单，抵押物为公司或东台投发的国有土地使用权，担保人为东台投发、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。2020年底应付债券系应付本期债券、20惠民01、20惠民02，同比增长102.68%。长期应付款主要系应付融资租赁款、非金融机构借款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.02	8.28%	3.30	11.42%

应付票据	5.25	10.82%	0.89	3.09%
一年内到期的非流动负债	7.63	15.74%	3.49	12.10%
流动负债合计	20.76	42.80%	11.08	38.42%
长期借款	6.19	12.76%	5.42	18.79%
应付债券	17.88	36.86%	8.82	30.58%
长期应付款	3.68	7.58%	3.52	12.21%
非流动负债合计	27.74	57.20%	17.76	61.58%
负债合计	48.50	100.00%	28.84	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务规模增长较快，2020年底增长至44.64亿元，同比增长75.50%，占当年总负债的92.04%。公司长短期债务结构欠佳，2020年底，公司短期债务占比37.85%，同比提高7.68个百分点，面临一定的集中偿付压力。

图 3 公司债务占负债比重

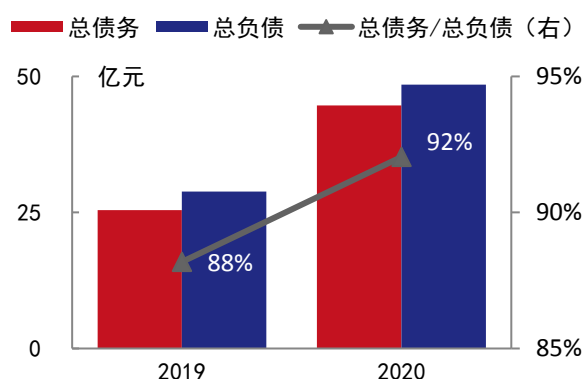
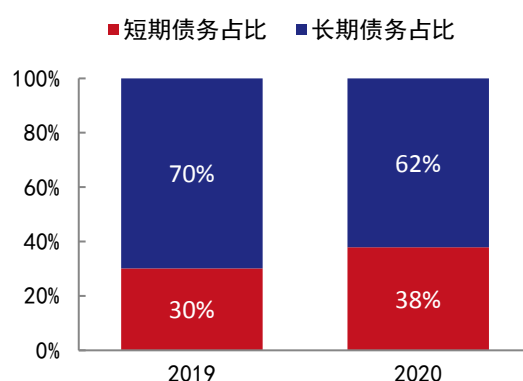


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

受应付债券、应付票据、一年内到期的长期应付款增长影响，2020年底公司资产负债率同比大幅提升，短期现金债务同比下降。公司EBITDA利息保障倍数同比略有提高，但仍处较低水平。整体来看，公司偿债指标表现欠佳，面临较大的偿债压力。公司财务杠杆较高自身，可用于融资的抵质押资产主要系未抵押的土地，东台市国有资产经营有限公司、东台投发等当地国有企业可为公司对外融资提供一定支持，整体来看公司再融资弹性一般。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	58.99%	48.00%
现金短期债务比	0.55	0.73
EBITDA 利息保障倍数	0.89	0.78

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析



过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月12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。

或有事项分析

截至2020年底，公司对外担保余额合计16.19亿元，占期末所有者权益的48.02%。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，仍存在一定的或有负债风险。

表14 截至2020年12月31日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
东台成泰新实业有限公司	国有	0.50	2021年6月10日	否
		0.50	2021年10月28日	否
		0.50	2022年10月23日	否
东台骏骐建材有限公司	国有	0.40	2021年7月15日	否
东台荣飞建筑材料有限公司	国有	0.20	2021年11月26日	否
东台市城东污水处理有限公司	国有	0.77	2021年11月11日	否
		0.70	2022年11月25日	否
		0.30	2021年3月26日	否
东台经济开发区为民资产经营有限公司	国有	1.06	2021年9月9日	否
		0.95	2022年8月20日	否
		0.09	2023年1月2日	否
东台市华昊绿化工程有限公司	国有	0.50	2021年9月22日	否
东台市交通投资建设集团有限公司	国有	0.50	2022年4月3日	否
东台通达投资有限公司	国有	0.50	2021年3月26日	否
东祥麟（江苏）实业有限公司	民营	0.20	2024年8月7日	否
江苏宏泰纤维科技有限公司	民营	0.20	2022年5月22日	否
东台市凯宏绿化工程有限公司	国有	0.45	2022年6月25日	否
		0.45	2028年5月26日	否
		0.45	2021年5月14日	否
江苏益东资产经营管理有限公司	国有	0.98	2022年1月21日	否
		1.00	2022年2月27日	否
		3.00	2022年4月16日	否
		1.35	2023年6月30日	否
		0.65	2023年6月30日	否
合计		16.19		-

注：审计报告中对外担保明细包含了对子公司东台市博斯特实业有限公司的担保0.33亿元，进行剔除

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理



八、本期债券偿还保障分析

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有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30.00亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属再担保机构。经过多次增资和股权转让，截至2020年末，江苏再担保注册资本和实收资本均为88.17亿元，控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，其持股比例为24.13%，其他股东主要为江苏省地方各级政府和国有企业。

表15 截至2020年末江苏再担保股权结构

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
江苏省财政厅	212,763.10	24.13
江苏省国信集团有限公司	44,000.00	4.99
无锡惠开投资管理有限公司	34,677.07	3.93
江苏国经控股集团有限公司	33,000.00	3.74
常高新集团有限公司	33,000.00	3.74
启东国有资产投资控股有限公司	33,000.00	3.74
宿迁市人民政府	27,522.94	3.12
江苏金信金融控股集团有限公司	26,007.80	2.94
丹阳市人民政府	22,000.00	2.50
扬州市邗江区人民政府国有资产监督管理办公室	22,000.00	2.50
扬州广陵国有资产投资运营有限公司	22,000.00	2.50
如皋市人民政府	22,000.00	2.50
常州市钟楼新城投资建设有限公司	22,000.00	2.50
扬州经济技术开发区开发总公司	22,000.00	2.50
扬州龙川控股金融投资有限公司	20,000.00	2.26
其他 30 名股东	285,700.94	32.41
合计	881,671.85	100.00

资料来源：江苏再担保 2020 年审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保是江苏省财政厅直接管理的省级再担保机构，承担构建完善江苏省融资担保体系的政策职能，主要在江苏省内经营直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款和典当等业务。担保业务收入、利息收入和融资租赁业务收入是江苏再担保的三大收入来源，2020年分别占营业总收入的52.83%、24.95%和20.09%。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。随着各项业务的发展，近年江苏再担保营业总收入实现较快增长。



表16 2018-2020 年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	113,964.66	52.83%	102,460.75	56.10%	65,680.96	49.36%
其中：直接担保业务收入	95,894.39	44.45%	78,574.04	43.02%	55,802.55	41.93%
再担保业务收入	18,070.27	8.38%	23,886.71	13.08%	9,878.41	7.42%
利息收入	53,821.53	24.95%	42,375.41	23.20%	40,656.03	30.55%
融资租赁业务收入	43,340.23	20.09%	33,428.39	18.30%	21,996.44	16.53%
其他收入	4,606.79	2.14%	4,371.70	2.39%	4,737.44	3.56%
合计	215,733.21	100.00%	182,636.25	100.00%	133,070.87	100.00%

资料来源：江苏再担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，江苏再担保资产总额223.40亿元，所有者权益为136.36亿元，拨备覆盖率为2,031.73%，期末母公司口径担保余额为1,016.37亿元，资产、收入规模和拨备水平均较高。江苏再担保主要财务和业务指标如下表所示。

表17 2018-2020 年江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
资产总额	223.40	172.17	143.93
所有者权益合计	136.36	104.52	75.27
营业收入	21.57	18.26	13.31
担保业务收入	11.40	10.25	6.57
净利润	5.47	4.81	3.78
净资产收益率	4.54%	5.35%	5.15%
担保余额*	1,016.37	1,230.43	1,215.72
融资担保责任余额*	-	664.72	476.60
其中：融资性直接担保责任余额*	-	509.60	452.98
融资性再担保责任余额*	-	155.12	23.62
融资担保放大倍数（合计）*	-	9.00	8.59
其中：融资担保放大倍数（直保）*	-	6.90	8.17
融资担保放大倍数（再保）*	-	2.10	0.43
当期担保代偿率*	-	0.04%	0.04%
拨备覆盖率*	2,031.73%	3,056.72%	651.42%

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：江苏再担保 2018-2020 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

综合来看，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。



九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

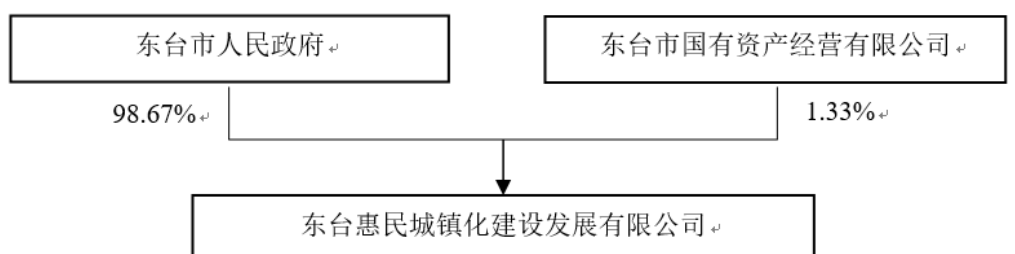


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	9.25	5.58	3.10
应收账款	13.72	11.23	10.05
其他应收款	19.62	7.07	3.92
存货	29.36	28.65	27.46
流动资产合计	72.11	53.37	49.65
在建工程	9.60	6.64	3.25
非流动资产合计	10.10	6.72	3.26
资产总计	82.21	60.09	52.92
短期借款	4.02	3.30	1.69
应付票据	5.25	0.89	2.15
一年内到期的非流动负债	7.63	3.49	2.54
流动负债合计	20.76	11.08	8.33
长期借款	6.19	5.42	8.74
应付债券	17.88	8.82	0.00
长期应付款	3.68	3.52	5.41
非流动负债合计	27.74	17.76	14.15
负债合计	48.50	28.84	22.47
总债务	44.64	25.43	20.52
所有者权益	33.71	31.25	30.44
营业收入	36.49	19.13	3.85
营业利润	1.09	0.80	0.95
其他收益	1.48	0.96	0.75
利润总额	1.09	0.80	0.95
经营活动产生的现金流量净额	-11.03	-1.98	-4.62
投资活动产生的现金流量净额	-2.74	-0.67	-0.55
筹资活动产生的现金流量净额	14.47	4.67	5.05
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	1.56%	1.91%	7.75%
收现比	1.02	1.00	0.79
资产负债率	58.99%	48.00%	42.47%
现金短期债务比	0.55	0.73	0.49
EBITDA（亿元）	1.76	1.14	0.97
EBITDA 利息保障倍数	0.89	0.78	0.72

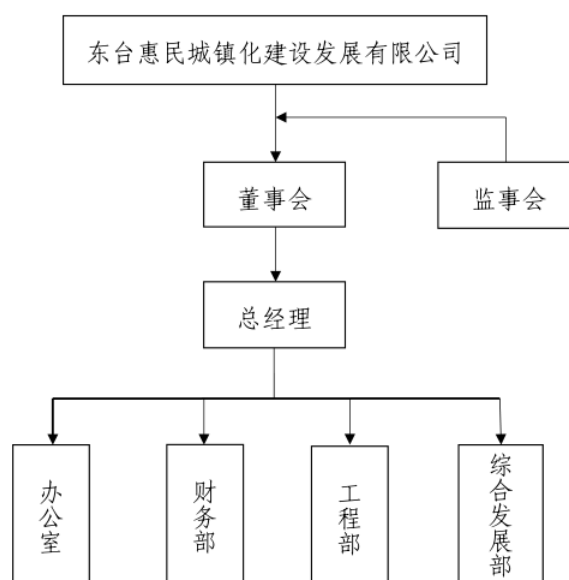
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
东台惠民绿化有限公司	1,000	90.00%	绿化
东台市开博市政工程有限公司	1,008	98.41%	市政施工
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 2020 年审计报告、全国企业信息查询系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。