

2013 年江苏福如东海发展集团有限公司

公司债券 2019 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【414】号 01

债券简称：13 福如东海
债/PR 福东海

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2020 年
09 月 13 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
第 3-7 年末每年分别偿
还本金的 20%

分析师

姓名：
何馨逸 张旻烁

电话：
021-5103 5670

邮箱：
hexy@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
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

2013 年江苏福如东海发展集团有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 25 日	2018 年 06 月 15 日

评级观点：

中证鹏元资信评估有限公司（以下简称“中证鹏元”）对江苏福如东海发展集团有限公司（以下简称“福如东海”或“公司”）及其 2013 年 09 月 13 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，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外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，且公司继续得到较大的外部支持。同时中证鹏元关注到公司资产流动性较弱，面临一定资金压力，有息债务规模持续增加、偿债压力加大，以及存在较大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。2018 年东海县实现地区生产总值 494.42 亿元，按可比价计算，较上年增长 4.9%，经济实力不断增强。
- 公司业务持续性较好。截至 2018 年末，公司主要在建基础设施工程总投资合计为 31.65 亿元，已投资 17.58 亿元，未来收入较有保障。
- 公司继续获得较大的外部支持。作为东海县主要的城乡建设投融资平台和国有资产运营主体，2018 年公司及子公司继续得到东海县政府的较大支持，全年获得财政补助资金合计 2.13 亿元，有效提升了公司的利润水平。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**公司 2018 年末公司货币资金受限比例达 76.57%，应收款项和存货合计占总资产的比重为 37.87%，其他应收款规模较大，且回收时间不确定，对公司资金存在较大占用；存货主要为工程施工成本，其结算时间取决于委托方安排，变现存在不确定性，公司整体资产流动性较弱。
- **公司面临一定资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建项目未来尚需投资 12.29 亿元，规模较大，公司面临一定资金压力。
- **公司有息债务规模持续增长，偿债压力加大。**公司有息债务增长较快，2018 年末有息债务合计 54.72 亿元，较上年末增长 13.68%，年末占总负债的比重为 59.16%，较上年提升 11.54 个百分点，公司整体偿债压力加大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额合计 49.74 亿元，占年末所有者权益的 74.43%，对民营企业 and 个人的担保金额合计 2.04 亿元，但均有反担保措施，对外担保规模较大，存在较大或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）:

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,593,204.38	1,659,135.53	1,666,450.73
所有者权益	668,289.17	648,452.62	696,850.78
有息债务	547,155.02	481,294.89	441,111.82
资产负债率	58.05%	60.92%	58.18%
流动比率	1.50	1.68	0.89
营业收入	69,445.18	57,587.87	122,509.92
其他收益	25,722.09	23,810.22	-
营业外收入	897.10	293.34	25,459.01
利润总额	17,627.81	12,044.19	17,635.78
综合毛利率	20.25%	17.82%	18.68%
EBITDA	31,823.45	24,615.98	33,524.74
EBITDA 利息保障倍数	1.89	1.45	2.01
经营活动现金流净额	113,538.32	37,532.13	68,419.71

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年9月13日公开发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于236省道东海至灌南段改扩建工程东海县段项目和连徐高速公路东海西互通及其连接线工程项目的建设¹。截至2019年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为8,380.46元。

二、发行主体概况

2018年，公司注册资本、控股股东、实际控制人未发生变化，截至2019年5月底，公司注册资本和实收资本仍为7.22亿元，控股股东和实际控制人仍为东海县人民政府，持股比例仍为100.00%。2018年公司主营业务亦未发生变化，主营业务仍主要为基础设施代建、农产品销售、自来水供应、市场租赁及其他等。2018年，公司合并范围新增1家子公司，详见下表。

表1 2018年公司合并报表范围新增子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
东海县东晟商务酒店有限公司	100.00%	100.00	住宿、餐饮服务、保洁服务、会务服务、酒店管理	出资设立

资料来源：公司 2018 年审计报告

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年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，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

¹ 截至 2018 年 12 月末，本期债券募投项目已全部确认收入。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类

型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号）	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金

融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018年东海县经济总量持续增长，产业结构有所优化

2018年东海县经济总量持续增长，全年全县实现地区生产总值494.42亿元，按可比价计算，较上年增长4.9%，增速有所放缓。其中，第一产业增加值73.46亿元，增长2.8%；第二产业增加值207.78亿元，增长1.9%；第三产业增加值213.18亿元，增长8.9%。按常住人口计算，人均地区生产总值为5.09万元，增长4.7%，为全国人均生产总值的78.76%。三次产业结构由上年的14.4：43.8：41.8调整为14.9：42.0：43.1，产业结构有所优化。

工业经济方面，全县50强工业企业产值比上年增长8.7%，高出全县平均水平28.6个百分点，其中有22家增幅超过20%。通用设备制造业、有色金属冶炼和压延加工业、橡胶和塑料制品业、废弃资源综合利用业产值增幅分别为19.2%、91.5%、118.9%和51.9%。非金属矿采选业、造纸和纸制品业、农副食品加工业产值有所下降。

2018年东海县全年规模以上固定资产投资329.40亿元，比上年增长20.0%，是拉动经济增长的重要因素，其中：项目投资304.17亿元，增长21.3%；工业投资252.61亿元，增长34.0%；工业技改投资85.60亿元，增长13.5%；房地产投资25.23亿元，增长5.9%。全年完成房地产投资25.23亿元，比上年增长5.9%，其中住宅投资23.02亿元，增长7.6%。房屋竣工面积13.89万平方米，增长37.3%。商品房销售额51.61亿元，下降12.4%，其中住宅销售额44.67亿元，下降16.4%。待售面积4.29万平方米，下降6.3%。2018年东海县消费品市场平稳运行，实现社会消费品零售总额211.88亿元，比上年增长8.3%。对外贸易方面，2018年东海县全年进出口总额47,314万美元，比上年下降2.6%，其中出口38,913万美元，下降1.4%；进口8,401万美元，下降8.2%。

表3 2017-2018年东海县主要经济指标及变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	494.42	4.9%	483.82	7.3%
第一产业增加值	73.46	2.8%	69.80	2.8%
第二产业增加值	207.78	1.9%	211.63	8.2%

第三产业增加值	213.18	8.9%	202.39	7.9%
固定资产投资	329.40 (规模以上)	20.0%	413.31	25.0%
社会消费品零售总额	211.88	8.3%	196.02	11.4%
进出口总额 (亿美元)	4.73	-2.6%	-	-
人均 GDP (万元)		50,916		49,891
人均 GDP/全国人均 GDP		78.76%		83.63%

资料来源：东海县 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018年东海县一般公共预算收入23.00亿元，较上年增长8.9%，其中税收收入17.76亿元，占一般公共预算收入的比重为77.20%；实现政府性基金收入12.54亿元，同比下降14.64%；同期东海县一般公共预算支出64.40亿元，同比增长4.55%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为35.71%。

四、经营与竞争

公司是东海县主要的城乡建设投融资平台和国有资产运营主体，主营业务包括基础设施代建、农产品销售、自来水供应、商品销售以及市场租赁及其他业务等。2018年，除农产品销售业务小幅缩减外，公司各项业务收入均有所增长，全年实现营业收入6.94亿元，较上年增长20.59%。毛利率方面，公司承接的不同基础设施建设项目毛利率差别较大，农产品销售业务受国家管控影响，毛利率呈现大幅波动，2018年综合毛利率为20.25%，较上年提升2.43个百分点。营业收入及毛利率情况如下表所示。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设	42,800.39	10.48%	37,373.38	12.11%
农产品销售	6,897.04	2.28%	7,472.16	14.72%
自来水	2,911.26	32.12%	1,798.70	44.39%
市场租赁及其他	10,769.90	69.81%	9,208.32	36.39%
商品销售	4,123.03	2.17%	-	-
其他业务	1,943.55	45.01%	1,735.31	27.96%
合计	69,445.18	20.25%	57,587.87	17.82%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司基础设施建设业务收入规模小幅提升，期末在建项目较多，未来收入较有保障，同时存在一定资金压力

公司基础设施建设业务是指公司承担地方城乡基建项目投融资和建设任务，运作模式主要包括政府回购和代建两种模式。政府回购模式是公司按照政府有关文件批复、回购项

目合同以及施工进度等确认收入和成本，政府在年末根据公司实际投入成本确认公司当年度需支付的项目回购款。代建模式是指公司与政府有关部门签订委托代建协议，负责代建项目的投资与建设，收入只确认公司获取的代建服务费，相应的项目投资不确认成本，代建服务费一般为项目总投资额的15%，一般按照工程进度支付。

2018年公司基础设施建设业务实现收入4.28亿元，主要来自于滨河新区项目和西互通工程。截至2018年末，公司主要在建基础设施建设项目包括滨河新区项目、新材料产业基地等，主要在建项目总投资为31.65亿元，已投资17.58亿元，尚需投资12.29亿元，未来将成为公司重要的收入来源。但我们也注意到，主要在建项目尚需投入资金规模较大，公司存在一定的资金压力。

表5 截至2018年12月31日公司主要在建基础设施工程情况²（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	尚需投资
江苏福如东海发展集团有限公司水晶博物馆	23,600.00	6,573.80	-
江苏福如东海发展集团有限公司新材料产业基地	31,461.00	26,597.12	4,863.88
东海县新农村农业投资开发有限公司城乡建设用地增减挂钩复垦项目	12,722.00	12,398.65	323.35
江苏福如东海发展集团有限公司蔷薇河治理工程	85,134.69	84,400.91	-
东海县新农村农业投资开发有限公司滨河新区项目	163,538.10	45,866.97	117,671.13
合计	316,455.79	175,837.45	122,858.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司农产品销售业务受上级计划和管制影响较大，2018年收入规模和毛利率水平均有所下滑

公司粮食业务分为小麦、水稻、花生等粮食的自营买卖和国家粮食收储业务；其中自营买卖指公司自行进行市场化粮食购销，粮食收储则根据上级粮食主管机关和中国储备粮管理总公司江苏分公司下达的粮食收储指标进行粮食收购，公司则按粮食每吨收购价格加成固定的仓储费、保管费确认收入。

截至2018年底，公司粮食储量25万吨，同比有所下滑，由于公司每年根据收储量租赁仓库，2018年末公司粮食仓库合计287个，较上年减少13个。公司每年粮食的收储规模受到上级计划影响较大，且粮食购销差价受到国家政策约束，而粮食仓储费、保管费较为稳定，2018年公司实现农产品销售收入0.69亿元，较上年减少7.70%，由于该项业务

² 江苏福如东海发展集团有限公司水晶博物馆、江苏福如东海发展集团有限公司蔷薇河治理工程项目由于区域统筹投资，后续不再需要公司继续投入

成本支出较为稳定，收入下降使毛利率水平也随之下滑。

租赁、自来水销售等业务收入是公司收入的有益补充

公司租赁及仓储业务主要为商场、商场内的仓库租赁等，目前主要为商场租赁。其中，公司拥有海陵商场、百货商场和东海商城均处于东海县市中心，2018年，三家商场分别实现收入483.95万元、679万元和1,022万元。相比该地段的其他商铺，公司商铺租金较为便宜，主要是因为公司承担着部分老国企下岗职工的生活再就业责任，商铺主要面向此类人员出租，租金费用偏低。另外，下属子公司有较多零散商铺，2018年租赁及其他业务实现总收入1.08亿元，较上年增长16.96%，主要系商场改造后租赁面积增加所致，2018年由于收入增长，但成本中管理维护费用较为固定，租赁业务毛利率提升至69.81%。

子公司东海县自来水公司是东海县唯一的自来水公司，负责东海县城区和农村的民用、商用和工业用自来水的供给和污水处理，城区服务面积约36平方公里、服务人口约24万人。2018年，公司新增2座水厂，1座制水厂，日制水产能提升10万吨，截至2018年末，公司共拥有3座原水厂、2座制水厂，日制水产能15万吨，供水主干管网总长2,651公里，2018年实现自来水销售收入2,911.26万元，较上年大幅增长61.85%，主要系制水产能大幅提升所致。

2018年公司继续获得一定的外部支持

为增强公司可持续经营能力，近年东海县人民政府每年都给予公司一定金额的政府补助。2018年根据东海县财政局文件，东海县财政局分别对公司及子公司东海县新农村农业投资开发有限公司拨付1.60亿元和0.53亿元财政资金作为对公司的基础设施建设补贴，有效提升了公司的盈利水平。

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中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。合并范围方面，2018年纳入合并范围的子公司增加1家。截至2018年末纳入合并范围的子公司共37家，其中一级子公司25家，详见附录二。

资产结构与质量

2018年资产以流动资产为主，但整体资产流动性较弱

2018年末公司资产总额159.32亿元，较上年减少3.97%，主要系存货的减少所致。从资产结构来看，2018公司资产仍以流动资产为主，年末流动资产占资产总额的比重为58.88%。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	244,467.46	15.34%	179,579.07	10.82%
应收账款	69,531.75	4.36%	35,769.95	2.16%
预付款项	89,165.18	5.60%	124,785.58	7.52%
其他应收款	322,256.07	20.23%	275,070.86	16.58%
存货	211,597.03	13.28%	390,962.19	23.56%
流动资产合计	938,112.86	58.88%	1,017,383.53	61.32%
固定资产	48,070.10	3.02%	19,258.88	1.16%
在建工程	13,294.13	0.83%	27,048.44	1.63%
无形资产	441,365.21	27.70%	445,062.70	26.82%
其他非流动资产	117,603.65	7.38%	117,603.65	7.09%
非流动资产合计	655,091.51	41.12%	641,752.00	38.68%
资产总计	1,593,204.38	100.00%	1,659,135.53	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2018年末，公司货币资金余额为24.45亿元，同比增长36.13%，其中使用受限的货币资金合计18.72亿元，受限比例达76.57%，主要为票据保证金和质押的存单。2018年末公司应收账款账面价值6.95亿元，主要是应收东海县财政局的款项，占比达74.05%，应收账款规模较小，主要应收对象为地方政府，整体回收风险较小。预付款项主要系尚未结算的工程款，预付对象主要为东海县牛山镇晶隆城市建设开发有限公司、中国东海水晶博物馆建设工程管理处、连云港雄业实业有限公司等单位，2018年末余额为8.92亿元，同比减少28.55%，系部分工程竣工结算所致。其他应收款主要系应收东海县财政局、东海县城市建设投资发展有限公司、江苏东海水晶产业投资发展有限公司、东海县桃林财政所和东海县教育局等单位的往来款，详见表7，2018年末其他应收款账面价值达32.23亿元，占年末资产的20.23%，其他应收款规模较大，回收对象多为政府和地方国有企业，但回收时间不确定，对公司资金形成了较大的占用。存货主要系工程施工成本、库存商品等，2018年末公司存货账面价值21.16亿元，同比大幅减少45.88%，主要系西互通工程施工项目结算以及农村饮用水工程和沭新渠项目转至东海县牛山镇晶隆城市建设开发有限公司所致。

表7 2018年末余额前五名的其他应收款情况（单位：万元）

债务人名称	欠款金额	欠款年限	占其他应收款总额的比例 (%)
东海县财政局	89,055.79	1年以内；1-2年	26.04
东海县城市建设投资发展有限公司	30,980.10	1年以内；1-2年	9.06
江苏东海水晶产业投资发展有限公司	18,200.00	1年以内	5.32
东海县桃林财政所	10,412.60	1-2年；2-3年；3年以上	3.05
东海县教育局	9,550.00	1年以内；1-2年；2-3年；3年以上	2.79
合计	158,198.49	-	46.26

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。固定资产主要系房屋建筑物、机械设备和运输设备等，2018年末固定资产账面价值4.81亿元，同比大幅增长149.60%，主要系在建工程的房屋建筑物转入固定资产所致。公司在建工程主要为基础设施项目及子公司物业建设项目、设备改造工程等，2018年末账面价值为1.33亿元，主要包括碧水蓝天温泉大酒店、粮食储备库2库3号楼和东海国际农业合作示范区农业旅游综合开发项目，在建工程同比大幅减少50.85%，主要系部分在建工程项目转入固定资产所致。无形资产主要为土地使用权，截至2018年末纳入无形资产核算的土地共85宗，土地面积合计476.53万平方米，土地性质主要为出让，土地用途主要为商住和仓储用地，账面价值合计44.14亿元，同比减少0.83%，主要系摊销所致，年末土地资产中，合计23宗、账面价值20.15亿元的土地被抵押，抵押比率为45.65%。公司其他非流动资产主要为公益性建设项目，2018年末账面价值11.76亿元，较上年未发生变化。

整体来看，2018年公司资产仍以流动资产为主，但货币资金受限比例较大，其他应收款规模较大，且回收时间不确定，对公司资金存在较大占用；存货主要为工程施工成本，其结算时间取决于委托方安排，变现存在不确定性，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

2018年公司营业收入有所增长，其他收益对利润总额的贡献较大

2018年，公司实现营业收入6.94亿元，较上年增长20.59%，主要系工程项目建设业务结算量增长以及租赁收入增多所致。毛利率方面，公司承接的不同基础设施建设项目毛利率差别较大，2017年占营业收入比重较大的基础设施建设业务结转的项目毛利率有所下降，毛利率呈现一定波动，2018年公司综合毛利率为20.25%，较上年提升2.43个百分点。

2018年公司产生资产减值损失-1,618.49万元，系前期部分计提坏账损失转回所致；利润总额1.76亿元，同比增长46.36%，当年公司获得其他收益2.57亿元，主要为财政补助资金2.20亿元和政策性补助0.37亿元，其他收益占利润总额的比重为145.92%，公司其他收益对利润总额的贡献较大。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	69,445.18	57,587.87
营业利润	17,875.58	11,766.97
资产减值损失	-1,618.49	-424.34
利润总额	17,627.81	12,044.19
其他收益	25,722.09	23,810.22
综合毛利率	20.25%	17.82%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流整体表现尚可，但在建项目投资规模较大，存在一定的资金压力

2018年销售商品、提供劳务收到的现金1.70亿元，较上年大幅减少70.96%，使公司收现比由上年的1.02下降至0.24，2018年公司资金回笼情况大幅减弱。但由于2018年公司与业务单位之间的资金往来净流入规模较大，经营活动实现现金净流入11.35亿元，经营活动现金流整体表现尚可。

投资活动方面，2018年投资活动净流出0.39亿元，主要系当年在建工程投资建设等支付现金1.21亿元以及对东海县思源水务工程有限公司等公司追加长期股权投资支付现金0.26亿元，当年投资收回的现金主要为理财产品。

2018年公司主要通过银行借款进行融资，但由于当年公司偿还债务以及支付其他与筹资活动有关的现金规模较大，年末筹资活动现金净流出16.70亿元。此外，截至2018年末，主要在建项目尚需投入12.29亿元，公司未来存在一定的资金压力。

表9 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.24	1.02
销售商品、提供劳务收到的现金	16,984.41	58,487.39
收到其他与经营活动有关的现金	193,431.32	254,778.41
经营活动现金流入小计	210,416.03	314,548.75
购买商品、接受劳务支付的现金	22,454.05	29,038.89
支付其他与经营活动有关的现金	64,926.41	239,538.04

经营活动现金流出小计	96,877.71	277,016.62
经营活动产生的现金流量净额	113,538.32	37,532.13
投资活动产生的现金流量净额	-3,884.34	-157.03
筹资活动产生的现金流量净额	-166,951.89	-14,273.77
现金及现金等价物净增加额	-57,297.91	23,101.32

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司有息债务规模攀升，公司偿债压力仍较大

2018年公司所有者权益为66.83亿元，较上年增长3.06%。2018年末负债规模92.49亿元，较上年减少8.49%，公司负债的减少主要集中在其他应付款。2018年底公司产权比率下降至138.40%，公司所有者权益对负债的保障程度有所改善，但仍然较弱。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	924,915.21	1,010,682.91
所有者权益	668,289.17	648,452.62
产权比率	138.40%	155.86%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构看，公司负债以流动负债为主，2018年末流动负债占总负债的比重为67.78%。近年公司有息债务迅速增长，2018年末有息债务合计54.72亿元，同比增长13.68%，偿债压力持续加大。

公司流动负债以短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主。2018年末，短期借款余额12.29亿元，同比大幅增长121.05%，包括6.78亿元质押借款、3.46亿元保证借款、1.06亿元抵押借款和0.99亿元信用借款。年末应付票据余额10.90亿元，包括8.02亿元银行承兑汇票和2.88亿元商业承兑汇票。其他应付款主要系与东海县牛山镇晶隆城市建设开发有限公司、连云港雄业实业发展有限公司等单位之间的往来款，2018年末账面余额为24.12亿元，同比减少38.67%，主要系公司将存货中的部分项目转至东海县牛山镇晶隆城市建设开发有限公司冲抵部分其他应付款所致。2018年末公司一年内到期的非流动负债主要包含7.84亿元一年内到期的长期借款、2.00亿元一年内到期的应付本期债券和0.12亿元一年内到期的长期应付款。

公司长期负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018年末长期借款余额为19.00亿元，主要包括保证借款、抵押借款、质押借款和信用借款。应付债券系应付本期债券，2018年末应付债券余额为1.99亿元。2018年末长期应付款余额7.86亿元，主要

是 0.58 亿元融资租赁款和 7.28 亿元专项应付款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	122,889.80	13.29%	55,593.26	5.50%
应付票据	109,018.15	11.79%	78,000.00	7.72%
其他应付款	241,216.40	26.08%	393,300.70	38.91%
一年内到期的非流动负债	99,602.07	10.77%	20,900.00	2.07%
流动负债合计	626,911.38	67.78%	604,786.37	59.84%
长期借款	189,998.53	20.54%	267,188.53	26.44%
应付债券	19,863.53	2.15%	59,613.10	5.90%
长期应付款	78,617.83	8.50%	76,466.39	7.57%
非流动负债合计	298,003.83	32.22%	405,896.55	40.16%
负债合计	924,915.21	100.00%	1,010,682.91	100.00%
其中：有息债务	547,155.02	59.16%	481,294.89	47.62%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标看，2018 年公司资产负债率小幅降至 58.05%，但负债水平仍较高，2018 年末流动比率和速动比率分别为 1.50 和 1.16，同比有所下降，考虑到流动资产中存货变现存在不确定性，其他应收款占比较高，收回时间具有较大的不确定性，公司实际短期偿债能力较弱。2018 年公司 EBITDA 规模增至 3.18 亿元，EBITDA 利息保障倍数上升至 1.89，有息债务/EBITDA 降至 17.19，盈利对债务本息偿付的保障程度有所改善，但公司偿债压力仍较大。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	58.05%	60.92%
流动比率	1.50	1.68
速动比率	1.16	1.04
EBITDA（万元）	31,823.45	24,615.98
EBITDA 利息保障倍数	1.89	1.45
有息债务/EBITDA	17.19	19.55

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、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2016年1月1日至报告查询日（2019年4月30日），公司于2018年9月25日新增一笔欠息记录，欠息金额128.61元，根据上海浦东发展银行股份有限公司连云港分行出具的欠息说明，欠息系公司操作失误导致，已于2018年9月27日还清，除此以外，公司本部不存在其他未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无其他到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月31日，公司及子公司对外担保金额合计49.74亿元，占年末所有者权益的74.43%，被担保方主要为政府下属单位或地方国有企业，其中江苏东海水晶产业投资发展有限公司为东海县人民政府控股的企业，对民营企业 and 个人的担保金额合计2.04亿元，但均有反担保措施，公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。

表13 截至2018年12月31日公司及子公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额
江苏东海水晶产业投资发展有限公司	224,037.60
东海县城市建设投资发展有限公司	181,818.00
江苏绿色东海投资发展有限公司	33,039.00
中澳达博东海农牧发展有限公司	12,000.00
东海县辰辉照明工程有限公司	4,000.00
东海县建宏市政工程有限公司	4,000.00
东海县晶城物业管理有限公司	4,000.00
东海县思源水务工程有限公司	4,000.00
东海县牛山镇晶隆城市建设开发有限公司	6,600.00
东海县东大科教投资有限公司	3,000.00
东海县白塔高级中学	4,000.00
连云港雄业实业有限公司	4,000.00
东海县晶峰实业投资有限公司	2,000.00
东海县宏泰机械制造有限公司	680.00
东海县明华实业投资有限公司	1,380.00
朱景强	100.00
东海县石榴镇菜丰蔬菜种植专业合作社	950.00
东海县桔旭水晶销售部	200.00

连云港傲龙服装有限公司	300.00
东海县晶明照明电器有限公司	200.00
戚兴荣	20.00
东海县黄川镇金元草莓专业合作社	400.00
江苏葡之源农业发展有限公司	750.00
连云港庄果商贸有限公司	100.00
东海县建宏市政工程有限公司	2,000.00
连云港旭日照明电器有限公司	350.00
连云港丽虹彩印包装有限公司	60.00
连云港市盛昌照明电器有限公司	150.00
连云港博云机械有限公司	250.00
东海县慧芹蔬菜种植专业合作社	250.00
东海县桃林镇福桃农业发展有限公司	500.00
东海县润豪酒业有限公司	300.00
李成	40.00
连云港市麒麟广告装饰有限公司	80.00
连云港诚成路桥工程有限公司	200.00
江苏亿森牧业有限公司	260.00
英宜军	100.00
许强	100.00
东海县百货商场	500.00
东海县海陵商场	500.00
东海县晶品居珠宝有限公司	200.00
合计	497,414.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年东海县外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。公司经营模式稳定，在建项目较多，主要业务持续性较好，公司继续得到较大的外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司资产中应收款项和存货占比较大，资产流动性较弱；在建项目投资规模较大，公司面临一定资金压力；公司有息债务持续增长，偿债压力加大；公司对外担保规模较大，面临较大的或有负债风险。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级

为AA，维持评级展望为稳定。

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）	2018年	2017年	2016年
货币资金	244,467.46	179,579.07	156,477.75
其他应收款	322,256.07	275,070.86	222,010.41
存货	211,597.05	390,962.19	7,748.85
无形资产	441,365.21	445,062.70	546,866.90
资产总计	1,593,204.39	1,659,135.53	1,666,450.73
短期借款	122,889.81	55,593.26	44,859.00
应付票据	109,018.15	78,000.00	65,000.00
其他应付款	241,216.40	393,300.70	445,422.66
一年内到期的非流动负债	99,602.07	20,900.00	14,250.00
长期借款	189,998.53	267,188.53	237,638.53
应付债券	19,863.53	59,613.10	79,364.29
长期应付款	78,617.83	76,466.39	26,059.50
负债合计	924,915.22	1,010,682.91	969,599.96
有息债务	547,155.02	481,294.89	441,111.82
所有者权益	668,289.17	648,452.62	696,850.78
营业收入	69,445.18	57,587.87	120,793.58
营业利润	17,875.58	11,766.97	-7,789.01
营业外收入	897.10	293.34	25,497.86
净利润	16,443.04	11,900.22	17,739.88
经营活动产生的现金流量净额	113,538.32	37,532.13	68,419.71
投资活动产生的现金流量净额	-3,884.34	-157.03	-26,972.84
筹资活动产生的现金流量净额	-166,951.89	-14,273.77	3,728.30
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	20.25%	17.82%	18.68%
收现比	0.24	1.02	0.27
产权比率	138.40%	155.86%	139.14%
资产负债率	58.05%	60.92%	58.18%
流动比率	1.50	1.68	0.89
速动比率	1.16	1.04	0.87
EBITDA（万元）	31,823.45	24,615.98	33,524.74
EBITDA 利息保障倍数	1.89	1.45	2.01
有息债务/EBITDA	17.19	19.55	13.16

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年末纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

子公司名称	实收资本	持股比例	主营业务
东海县新农村农业投资开发有限公司	50,880.00	100%	农业项目投资开发、城镇基础设施投资
江苏厚德置业有限公司	800.00	100%	房地产开发、销售、租赁
东海吕剧团有限公司	100.00	100%	文化传媒、文艺活动宣传、策划、培训；演艺咨询服务
连云港市厚鼎实业有限公司	10,000.00	100%	建筑、水利工程施工
连云港市晶都拍卖有限公司	200.00	100%	有形资产和无形资产的拍卖
连云港市福禧典当有限公司	3,000.00	100%	动产质押典当业务；财产权利质押典当业务；房地产抵押典当业务
江苏东海国家粮食储备库	1,123.10	100%	粮食、油料收购、储存
江苏省东海食用油库	115.10	100%	食用油脂储存；粮食购销
东海县粮食购销总公司	4,983.70	100%	粮油的收购、储存和销售
东海县粮食局第一粮库	707.00	100%	粮油及其制品仓储、购销
东海县粮食局第二粮库	153.60	100%	粮食调拨、储存
连云港大为物流有限公司	30.00	100%	普通货运
东海县民爆器材专卖公司	550.00	100%	民用爆炸物品销售
连云港晶泉开发建设有限公司	1,600.00	100%	度假区开发建设服务
东海府苑大酒店有限公司	200.00	100%	餐饮服务
江苏晶路达交通投资有限公司	1,000.00	100%	交通基础设施投资、实业投资
东海县福悦商务服务有限公司	100.00	100%	会展服务、礼仪庆典服务
江苏菁华现代农业开发有限公司	1,000.00	100%	农业基础设施建设、农业科技开发
东海县海陵影剧院	43.85	100%	电影放映；戏剧演出
江苏省东海玻璃厂	7,766.00	100%	平板玻璃制造
连云港市东海版画发展有限公司	150.00	100%	版画产业
江苏福如东海农业发展有限公司	10,000.00	95%	城镇基础设施投资等
东海县城镇化建设开发有限公司	10,000.00	100%	基础设施建设、现代农业旅游项目开发
东海县厚博文化教育发展有限公司	10,000.00	100%	教育基础设施建设、教育文化艺术活动策划、企业管理咨询、企业形象策划
江苏东海老淮猪产业发展	8,123.00	51%	生猪屠宰；肉制品加工

有限公司

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息负债

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。