

2016 年如东县新天地投资发展有限公司

项目收益债券 2017 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【961】号 01

增信措施：本期债券设置差额补偿增信措施，由如东县东泰社会发展投资有限责任公司按约定对偿债资金专户中的余额不足以支付当期债券本息的差额部分提供差额支付承诺

债券剩余规模：10 亿元

债券到期日期：2023 年 07 月 18 日

债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期内第 3-7 个计息年度末分别偿还本期债券发行总额的 20%

分析师

姓名：
刘玮 罗力

电话：
010-662160006

邮箱：
liuw@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司项目收益类债务融资工具评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

2016 年如东县新天地投资发展有限公司项目收益债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2017 年 06 月 29 日	2016 年 06 月 16 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对如东县新天地投资发展有限公司（以下简称“如东新天地”或“公司”）及 2016 年如东县新天地投资发展有限公司项目收益债券（以下简称“本期债券”）的 2017 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跟踪期内如东县经济实力进一步增强，公司在财政补贴方面得到当地政府有力支持，差额补偿的增信方式为本期债券的安全性提供了一定保障；同时我们也关注到了募投项目收入存在无法足额实现的可能，如东县公共财政收入有所下降，公司资产流动性偏弱，偿债压力加大以及存在较大或有负债风险等风险因素。

正面：

- **如东县经济实力进一步增强。**2016 年，如东县实现地区生产总值 746.69 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.2%。
- **公司在财政补贴方面得到当地政府的有力支持。**2016 年如东沿海经济开发区管理委员会合计向公司拨付专项补助资金 22,460.25 万元；当地政府向公司返还土地出让金并拨付建设资金合计增加公司资本公积 37,819.77 万元。
- **差额补偿的增信方式为本期债券的安全性提供了一定保障。**如东县东泰社会发展投资有限责任公司（以下简称“如东东泰”）是如东县主要的城市基础设施投资、建设主体，2016 年末如东东泰资产总额为 896.64 亿元，所有者权益合计为 432.00 亿元，资产负债率为 51.82%；2016 年度实现营业收入 16.41 亿元，利润总额 3.40

亿元，由其作为本期债券的差额补偿人，为本期债券的安全性提供了一定保障。

关注：

- **募投项目收入存在无法足额实现的可能性。**目前我国经济存在一定下行压力，且三、四线城市房地产市场承压较重，本期债券募投项目的商务办公楼、商铺销售或出租单价存在达不到预期水平以及销售进度不及预期的可能性，运营期营业收入是否能够足额实现存在不确定性。
- **如东县公共财政收入及财政自给能力有所下降。**2016年如东县实现公共财政收入54.41亿元，同比下降7.06%，财政自给率同比下降9.14个百分点至53.26%，财政自给能力一般。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以土地、其他应收款和在建项目为主，2016年末三者占总资产比重合计达77.84%，且受限资产账面价值521,254.32万元，占公司资产总额的比重为38.40%，资产流动性偏弱。
- **公司刚性债务规模快速扩大，偿债压力加大。**公司资产负债率持续攀升，截至2016年末，公司刚性债务规模为463,176.67万元，同比增加77.58%，占负债总额的比重为62.72%，偿债压力加大。
- **公司对外担保规模较大，存在较大的或有负债风险。**截至2016年末，公司对外担保金额合计365,423.86万元，占净资产的比重为59.04%，担保对象以当地企业为主，对外担保规模较大且无反担保措施，存在较大或有负债风险。

截至2016年12月末募投项目投资进度（单位：万元）

预计投资额	拟使用募资额	已投资额	已使用募集资金	投资进度
129,934.32	100,000.00	87,000.00	67,000.00	67%

资料来源：公司提供

发行主体主要财务指标：

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	1,357,478.90	1,178,825.05	930,221.30
所有者权益（万元）	618,991.81	597,173.14	578,644.29
刚性债务（万元）	463,176.67	260,830.91	119,332.68
资产负债率	54.40%	49.34%	37.79%
流动比率	1.75	1.25	0.96
营业收入（万元）	69,266.37	85,463.08	48,572.56

政府补助（万元）	22,460.25	16,957.16	12,938.79
利润总额（万元）	23,321.85	20,057.10	15,491.80
综合毛利率	12.72%	15.00%	13.02%
EBITDA（万元）	45,035.48	40,210.47	15,837.88
EBITDA 利息保障倍数	1.01	2.67	1.60
经营活动现金流净额（万元）	79,047.24	-5,969.78	61,921.28

注：2014 年 EBITDA 利息保障倍数以“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”科目作为全部利息支出计算；

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年07月18日发行7年期10亿元2016年如东县新天地投资发展有限公司项目收益债券，票面利率为4.37%，募集资金全部用于如东沿海经济开发区公租房及配套设建设项目，截至2016年末募集资金已使用6.70亿元。

表 1 截至 2016 年 12 月末募投项目投资进度（单位：万元）

项目名称	预计投资额	拟使用募资额	已投资额	已使用募集资金	投资进度
如东沿海经济开发区公租房及配套设施建设项目	129,934.32	100,000.00	87,000.00	67,000.00	67%

资料来源：公司提供

二、募投项目分析

（一）项目基本情况

本期债券募投项目计划总投资12.99亿元，计划建设工期36个月，已于2015年2月份开工建设。截至2016年12月末，募投项目已投资8.7亿元，正在进行土建工程施工，部分标段已开始室外工程施工阶段。

（二）项目运营情况

根据建业恒安工程管理股份有限公司出具的《如东沿海经济开发区公租房及配套设建设项目可行性研究报告》，募投项目建成后，项目运营收入预计来自于公租房出租，商品房、商务办公楼出售、临街商铺出售以及物业管理。截至2016年末，募投项目尚在施工阶段，预计于2018年投入运营。

表 2 本期债券募投项目预计营业收入计划（单位：万元）

项目建设运营期	公租房出租收入	商品房销售收入	商办楼销售收入	临街商铺出售收入	物业管理收入（住宅）	物业管理收入（商业及办公）	营业收入合计
第 4 年	2,855.36	6,400.00	3,600.00	2,929.50	162.73	15.06	15,962.65
第 5 年	3,212.28	6,400.00	3,600.00	2,929.50	196.51	30.11	16,368.40
第 6 年	3,569.20	6,400.00	3,600.00	2,929.50	230.30	45.17	16,774.16
第 7 年	3,569.20	6,400.00	3,600.00	2,929.50	245.66	60.22	16,804.57
第 8 年	3,569.20	6,005.00	3,607.20	2,929.50	260.07	75.30	16,446.26

第 8-22 年 (每年)	3,569.20	-	-	-	260.07	75.30	3,904.56
合计	70,313.18	31,605.00	18,007.20	14,647.50	4,996.30	1,355.30	140,924.48

注：第 8-22 年预计每年获得公租房出租收入与物业管理收入保持不变

资料来源：《如东沿海经济开发区公租房及配套基础设施建设项目收益及现金流预测审核报告》，鹏元整理

由于本期债券募投项目在建设期无法取得营业收入，2016年和2017年本期债券利息的偿付主要依赖于政府补贴。同时，由于募集资金投资项目的投资规模较大，建设周期长，受政策环境、投资额增加、不可抗拒的自然灾害等多种因素影响，募投项目存在不能按期竣工以及对外出售、出租的风险。其次，目前我国经济存在一定的下行压力，三、四线城市房地产市场承压较重，本期债券募投项目的商务办公楼、商铺销售或出租单价存在达不到预期水平以及销售或出租进度不及预期的可能性，届时募投项目所产生的现金流对本期债券的保障程度将有所下降。此外，关于本期债券现金流以及本息偿付情况的预测基于众多假设条件，若假设条件发生重大不利变化，本期债券的本息按期偿付将存在一定的不确定性。

三、发行主体分析

（一）发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本及合并范围均未发生变更，如东县保利资产管理股份有限公司仍为公司唯一股东，实际控制人仍为如东县人民政府。

截至2016年12月31日，公司资产总额为135.75亿元，所有者权益为61.90亿元，资产负债率为54.40%；2016年度，公司实现营业收入6.93亿元，利润总额2.33亿元，经营活动现金净流入7.90亿元。

（二）区域经济与财政实力

如东县经济保持较快增长，经济实力不断提升

2016如东县全年实现地区生产总值746.69亿元，按可比价格计算，同比增长9.2%，仍保持较快增长。其中第一产业实现增加值67.87亿元，同比增长1.7%；第二产业增加值340.57亿元，同比增长9.3%；第三产业增加值338.25亿元，同比增长10.9%。三次产业结构由2015年的9.7:46.8:43.5调整为2016年的9.1:45.6:45.3，第三产业占比进一步增加。2016年如东县人均生产总值为76,046元，为全国人均生产总值的1.41倍。

2016年如东县实现规模以上工业总产值1,972.03亿元，同比增长3.0%，增速较2015年

下降7.2个百分点。全县完成固定资产投资545.42亿元，同比增长12.0%，全年完成房地产开发投资22.24亿元，同比下降13.1%，商品房施工面积和销售面积分别同比增长17.0%和60.5%。

2016年如东县全县社会消费品零售总额为318.62亿元，同比增长10.9%；全年进出口总额为25.10亿美元，同比增长2.6%，其中出口总额、进口总额分别增长0.7%和5.4%。

整体来看，如东县经济仍保持较快速度增长，经济实力进一步增强。

表 3 如东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2016年		2015年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	746.69	9.2%	672.69	10.0%
第一产业增加值	67.87	1.7%	64.97	3.4%
第二产业增加值	340.57	9.3%	314.83	10.3%
第三产业增加值	338.25	10.9%	292.90	11.3%
规模以上工业总产值	1,972.03	3.0%	1,902.55	10.2%
固定资产投资	545.42	12.0%	486.98	13.8%
社会消费品零售总额	318.62	10.9%	287.40	11.5%
进出口总额（亿美元）	25.10	2.6%	24.46	-26.1%
存款余额	1,027.54	-	859.25	17.4%
贷款余额	495.49	-	421.30	22.1%
人均 GDP（元）	76,046		68,506	
人均 GDP/全国人均 GDP	1.41		1.39	

注：2016年存款余额、贷款余额增速未公告

资料来源：如东县 2015-2016 年统计公报

如东县财政实力较强，但2016年公共财政收入及财政自给能力均有所下降

2016年如东县实现地方综合财力134.31亿元，与2015年基本持平。从地方综合财力构成来看，公共财政收入、上级补助收入及政府性基金收入分别占比40.51%、24.88%和34.61%，公共财政收入仍为地方综合财力的主要来源。

2016年如东县实现公共财政收入54.41亿元，同比下降7.06%，主要系税收收入下降所致，2016年税收收入占公共财政收入的比重为81.68%，公共财政收入质量较好。2016年如东县实现上级补助收入33.41亿元，是财政收入的有益补充。

随着江苏沿海开发战略的实施，如东县经济发展水平和城市化水平快速提高，房地产市场发展较快，受益于此，2016年如东县实现政府性基金收入46.49亿元，同比增长8.19%，由于政府性基金收入以国有土地使用权出让收入为主，易受当地政府出让计划及市场变化影响，未来收入稳定性尚待观察。

从财政支出情况来看，2016年如东县实现公共财政支出102.16亿元，同比增长8.89%，公共财政支出主要为一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生、城乡社区事务、农林水事务及住房保障等支出，存在一定的刚性。2016年如东县财政自给率为53.26%，同比下降9.14个百分点，财政自给能力一般。

表 4 如东县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2016年	2015年
地方综合财力	134.31	134.18
（一）公共财政收入	54.41	58.54
其中：税收收入	44.44	49.34
非税收入	9.96	9.20
（二）上级补助收入	33.41	32.67
其中：返还性收入	2.64	-
一般转移支付收入	21.65	-
专项转移支付收入	9.12	-
（三）政府性基金收入	46.49	42.97
其中：土地出让收入	-	42.30
财政支出	153.63	137.33
（一）公共财政支出	102.16	93.82
（二）政府性基金支出	51.47	43.51
财政自给率	53.26%	62.40%

注 1：地方综合财力=公共财政收入+上级补助收入+政府性基金收入；

注 2：财政支出=公共财政支出+政府性基金支出；

注 3：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出；

注 4：2015 年部分财政数据未获得

资料来源：如东县财政局

（三）经营与竞争

公司是如东沿海经济开发区内重要的基础设施投融资建设主体，主要从事如东沿海经济开发区的基础设施建设，并负责部分区域供水业务。根据项目建设主体不同，2016年公司将工程施工业务调整为项目管理及工程施工业务，当年实现项目管理及工程施工等基础设施建设业务收入合计67,192.27万元，同比下降20.73%，主要系当年工程量较少所致。同时受营业税改征增值税影响，2016年基础设施建设业务毛利率水平有所下降，导致公司综合毛利率同比下降2.28个百分点。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率

项目管理	43,672.18	10.31%	-	-
工程施工	23,520.09	16.18%	84,762.07	15.23%
供水业务	1,534.87	49.33%	450.12	26.93%
其他业务	539.23	-47.75%	250.89	-83.81%
合计	69,266.37	12.72%	85,463.08	15.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年公司确认的项目建设收入有所下降，但公司在建项目规模较大，预计未来业务持续性较好

公司是如东县沿海经济开发区基础设施建设投资主体，公司原和如东沿海经济开发区管委会签订《委托代建合同》，约定如东经开区管委会以工程总概算的15%或23%向公司支付代建管理费。2016年项目委托方调整为南通天元新能源投资有限公司（以下简称“南投公司”），南投公司唯一股东为如东沿海经济开发区服务中心，根据南投公司与公司及子公司如东县沿海旅游投资开发有限公司（以下简称“旅游投资公司”）签订的《委托代建框架合同》，约定公司负责如东沿海经济开发区内的市政道路建设及改造项目建设，南投公司以项目总概算的14.94%向公司支付代建管理费、以项目总概算的23%向旅游投资公司支付代建管理费，代建管理费由南投公司根据项目建设进度支付，具体支付方式为每项工程开工时支付代建费的30%，工程进度达50%时支付代建费的40%，工程竣工审计后支付全部费用的95%，剩余5%在竣工审计后一年支付。在实际操作中，2016年南投公司按公司实际支出确认成本，以成本的114.94%和123.00%向公司确认收入。扣除增值税影响后，2016年公司分别确认项目管理业务和工程施工业务收入43,672.18万元和23,520.09万元。受到营业税改征增值税影响，2016年公司基础设施建设业务毛利率有所下降。

截至2016年末，公司在建项目较多，主要为委托代建项目，包括二期水利工程、绿化工程及本期债券募投项目等，公司主要在建项目计划总投资38.75亿元，截至2016年末已投资规模23.26亿元，尚需投资15.49亿元。公司主要在建项目均与南投公司签订《委托代建合同》，预计未来业务持续性较好，但在建项目尚需投资规模较大，将给公司带来一定资金压力。

表 6 截至 2016 年 12 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
生活配套区	12.00	8.21
二期水利	3.60	2.79
二期道路	3.96	0.28
绿化工程	2.60	0.40
围垦工程	1.80	1.66

二期电力设施	1.80	1.22
如东沿海经济开发区公租房及配套设施建设项目	12.99	8.70
合计	38.75	23.26

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司仍负责如东县小洋口镇生活用水的供水任务，2016年末，公司日供水能力增加至9,000吨，收费标准仍为生活用水2.8元/吨、工业用水3.5元/吨，随着公司售水量增加，2016年公司实现供水业务收入1,534.87万元。

公司在政府补助方面得到当地政府的大力支持

由于公司承担了如东县沿海经济开发区大量基础设施项目建设工作，为支持公司发展，保障项目建设顺利进行，2016年如东沿海经济开发区管理委员会合计向公司拨付专项补助资金22,460.25万元，有效提升了公司的利润水平。

此外，当地政府向公司返还土地出让金并拨付建设资金合计增加公司资本公积37,819.77万元，但由于东国用(2010)第510032号、东国用(2011)第510050号两块土地被收回等原因，当年资本公积减少34,171.92万元，2016年公司资本公积净增加3,647.85万元。

(四)、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2013-2015年三年连审审计报告及2016年审计报告，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内公司合并范围无变化，纳入合并范围的子公司仍为3家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，但以土地、其他应收款和在建项目为主，且受限资产规模较大，资产流动性偏弱

截至2016年末，公司资产总额为1,357,478.90万元，同比增长15.16%，从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2016年末流动资产占总资产的比重为53.97%。

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2016年末公司货币资金规模为245,901.63万元，同比增长89.66%，主要系公司借款规模增长所致，其中包括其他货币资金94,900.00万元，使用受到限制。公司其他应收款主要为与如东县新天地天和资产管理、如东县天顺城乡建设有限公司、如东县沿海旅游经开区管理委员会、洋口镇农

业服务中心、如东县财政局等单位之间的往来款，2016年末规模为114,592.81万元，占公司资产的比重为8.44%，其中账龄在一年之上的占比为80.00%，部分款项账龄较长，对公司资金形成较大占用。公司存货主要为在建项目建设成本及待回购项目，2016年末账面价值为366,328.78万元。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	245,901.63	18.11%	129,651.45	11.00%
其他应收款	114,592.81	8.44%	147,603.81	12.52%
存货	366,328.78	26.99%	270,321.08	22.93%
流动资产合计	732,568.75	53.97%	555,853.86	47.15%
无形资产	575,688.37	42.41%	578,186.57	49.05%
非流动资产合计	624,910.15	46.03%	622,971.19	52.85%
资产总计	1,357,478.90	100.00%	1,178,825.05	100.00%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要为无形资产，2016年末账面价值为575,688.37万元，包括价值573,740.30万元的土地使用权和1,948.08万元的海域使用权，其中账面价值426,354.32万元的土地使用权已用于借款抵押。

整体来看，公司资产规模有所增加，但资产以土地、其他应收款和在建项目为主，三者占总资产比重合计达77.84%，且受限资产账面价值达521,254.32万元，占公司资产总额的比重为38.40%，受限资产规模较大，公司资产流动性偏弱。

盈利能力

公司营业收入有所下降，利润水平对政府补助依赖性大

公司营业收入仍主要来源于基础设施建设业务，但由于工程量有所下降，2016年公司基础设施建设业务合计实现收入67,192.27万元，同比下降20.73%，从而导致2016年公司营业收入同比下降18.95%。盈利能力方面，受到营业税改征增值税影响，公司基础设施建设业务毛利率水平有所下降，2016年公司综合毛利率为12.72%，同比下降2.28个百分点。

受到营业收入及毛利率水平下降影响，2016年公司实现营业利润1,215.34万元，同比减少60.84%。得益于收到政府补贴22,460.25万元，2016年公司实现利润总额23,321.85万元，同比增长16.28%。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业收入	69,266.37	85,463.08
营业利润	1,215.34	3,103.40
补贴收入	22,460.25	16,957.16
利润总额	23,321.85	20,057.10
综合毛利率	12.72%	15.00%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流有所改善，但在建项目尚需投资规模较大导致公司面临一定资金压力

公司业务获现能力较好，2016年收现比为1.03。公司经营活动现金流入主要为公司收到的工程款及水费、收到的往来款及政府补助，经营活动现金流出主要为项目建设产生的现金支出、公司支付的往来款及税金，由于往来款净流入规模较大，2016年公司经营活动现金净流入79,047.24万元，经营活动现金流有所改善。

公司投资活动现金流入主要为处置固定资产收到的现金，投资活动现金流出主要为公司购入土地的支出、在建工程项目建设支出以及购置办公设备等支出。筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入主要为通过借款收到现金210,600.00万元以及通过发行债券收到现金98,510.00万元，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款本息支付的现金，以及支付的银行承兑汇票保证金等。

公司经营活动现金流有所改善，但截至2016年末，公司主要在建项目尚需投资15.49亿元，加之每年还本付息规模较大，公司存在一定资金压力，对外部融资有一定依赖性。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016年	2015年
收现比	1.03	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	71,433.02	85,467.15
收到的其他与经营活动有关的现金	103,429.68	115,648.21
经营活动现金流入小计	174,862.69	201,115.36
购买商品、接受劳务支付的现金	66,126.71	120,200.18
支付的其他与经营活动有关的现金	28,105.02	84,934.84
经营活动现金流出小计	95,815.46	207,085.14
经营活动产生的现金流量净额	79,047.24	-5,969.78
投资活动产生的现金流量净额	-20,972.26	-52,877.89
筹资活动产生的现金流量净额	58,185.20	78,668.87

现金及现金等价物净增加额	116,260.18	19,821.20
--------------	------------	-----------

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平持续攀升，刚性债务规模快速增加，偿债压力加大

截至2016年末，公司负债总额为738,487.09万元，同比增长26.96%，主要系本期债券成功发行以及银行借款规模增加所致。公司负债以流动负债为主，2016年末流动负债占负债总额的比重为56.58%。随着公司利润累积以及政府返还了部分土地出让金同时两块土地被收回，2016年末公司所有者权益合计618,991.81万元，同比增长3.65%，但由于负债规模快速增长，2016年末公司产权比率同比增长21.90个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债总额	738,487.09	581,651.91
其中：流动负债	417,860.41	444,119.49
非流动负债	320,626.68	137,532.43
所有者权益	618,991.81	597,173.14
产权比率	119.30%	97.40%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付利息、其他应付款、和一年内到期的非流动负债构成。2016年末公司短期借款余额53,250.00万元，包括质押借款40,250.00万元、信用借款11,000.00万元和保证借款2,000.00万元。应付票据为应付银行承兑汇票，2016年末余额40,000.00万元，同比增加48.09%，主要系公司票据结算增加所致。公司应付利息主要为应付长期借款及本期债券利息。其他应付款主要为与南通天元新能源投资有限公司、如东县新天利商贸有限公司、南通小洋口旅游服务有限公司、南通洋口综合开发有限公司、如东县洋口化学工业园管理委员会等单位的往来款，2016年末公司其他应付款规模为216,218.74万元，其中账龄在一年以内的占比为82.42%。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，2016年末规模为49,300.00万元。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	53,250.00	7.21%	89,838.48	15.45%

应付票据	40,000.00	5.42%	27,010.00	4.64%
应付利息	35,620.10	4.82%	-	-
其他应付款	216,218.74	29.28%	302,473.39	52.00%
一年内到期的非流动负债	49,300.00	6.68%	6,450.00	1.11%
流动负债合计	417,860.41	56.58%	444,119.49	76.35%
长期借款	195,571.24	26.48%	107,521.24	18.49%
应付债券	98,955.89	13.40%		
长期应付款	26,099.54	3.53%	30,011.18	5.16%
非流动负债合计	320,626.68	43.42%	137,532.43	23.65%
负债合计	738,487.09	100.00%	581,651.91	100.00%
其中：刚性债务	463,176.67	62.72%	260,830.91	44.84%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券及长期应付款。2016年末公司长期借款 195,571.24 万元，同比增长 81.89%，包括抵押和保证借款 107,150.00 万元、保证借款 71,500.00 万元、质押借款 13,771.24 万元和抵押借款 3,150.00 万元。公司应付债券为应付本期债券，经利息调整后，2016年末余额为 98,955.89 万元。公司长期应付款为应付融资租赁款，2016 年末规模为 26,099.54 万元。

截至 2016 年末，公司刚性债务规模为 463,176.67 万元，占公司负债总额的比重为 62.72%，同比增加 77.58%，主要系本期债券成功发行以及公司银行借款规模增加所致，其中公司一年内到期的刚性债务规模为 142,550.00 万元，面临一定的短期偿债压力。

随着工程投入增加，公司融资规模进一步扩大，2016 年公司资产负债率为 54.40%，同比增加 5.06 个百分点。偿债能力指标方面，公司流动比率与速动比率均偏低，2016 年末分别为 1.75 和 0.88，短期偿债能力指标表现仍较弱。随着利润水平提高，2016 年公司 EBITDA 为 45,035.48 万元，同比增加 12.00%，但由于刚性债务规模快速增长，EBITDA 对刚性债务本息保障程度有所下降。整体而言，随着公司刚性债务规模大幅增加，公司偿债压力进一步加大。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	54.40%	49.34%
流动比率	1.75	1.25
速动比率	0.88	0.64
EBITDA（万元）	45,035.48	40,210.47
EBITDA 利息保障倍数	1.01	2.67
刚性债务/EBITDA	10.28	6.49

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

四、增信措施分析

差额补偿制度为本期债券的安全性提供了一定保障

本期债券采用本息差额补偿制度保障债券本息的按时足额兑付。如东东泰为本期债券的差额补偿人，具体本息差额补偿制度如下。

如东东泰作为本期债券的差额补偿人，对本期债券的差额补偿承担连带责任。当债券存续期内每期偿债资金专户内账户余额不能按时足额支付本期债券当期本息时，由如东东泰补足偿债资金专户余额与应付本期债券本息的差额部分。

在债券存续期间，公司应将全部募投项目收入从项目收入归集专户划转至偿债资金专户，作为债券偿债准备金，公司应每年分两次分别在每年6月30日前和12月31日前将募投项目收入归集专户内扣除募投项目运营成本、增值税、城建税、教育及地方附加后剩余的收入全部划入偿债资金专户。如果在每期付息/兑付日前第20个工作日（T-20日，差额补偿通知日）时，偿债资金专户余额不足以支付本期债券当期本息，如东东泰应在付息/兑付日前15个工作日（T-15日，差额补偿划款日）补足偿债账户余额与本期债券应付本息的差额部分。

2016年，如东东泰实际控制人和注册资本均未发生变化，如东东泰实际控制人仍为如东县人民政府，注册资本和实收资本均为8.5亿元。

如东东泰主要从事工程施工、土地整理开发、项目管理、供水、港口经营等业务，随着如东县近年来的经济发展及城市化稳步推进，如东东泰营业收入保持增长。2016年如东东泰土地整理开发收入同比有所下滑，但工程施工业务增幅较大，总体来看如东东泰实现营业收入16.41亿元，较上年增长8.19%。其中工程施工收入为6.17亿元，较上年大幅增长102.59%，占如东东泰营业收入的37.61%；土地开发业务收入为5.88亿元，占营业收入的35.82%。如东东泰其他业务收入主要由广视网络收入、污水处理、管线桥租赁、绿化收入、物业收入和拆迁服务收入等构成，2016年这些收入合计为1.75亿元。毛利率方面，由于毛利率较高的土地整理开发业务和项目管理业务收入规模下降，而毛利率较低的工程施工收入在如东东泰营业收入中的比重有所提升，2016年如东东泰综合毛利率为44.96%，较上年下降6.17个百分点，但仍处于较高的水平。

表 13 如东东泰营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	61,705.67	16.67%	30,457.70	8.81%

土地整理开发	58,776.20	65.42%	68,552.29	61.82%
项目管理业务	14,759.65	100.00%	22,068.40	100.00%
供水业务	11,310.09	47.38%	10,218.58	56.56%
其他业务	17,516.87	27.98%	20,357.41	22.76%
合计	164,068.48	44.96%	151,654.37	51.13%

资料来源：如东东泰 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，如东东泰资产总额为896.64亿元，所有者权益合计为432.00亿元，资产负债率为51.82%。2016年度，如东东泰实现营业收入16.41亿元，利润总额3.40亿元，经营活动产生的现金净流出32.54亿元。

表 14 如东东泰主要财务指标

项目	2016 年	2015 年
总资产（万元）	8,966,399.16	7,823,295.88
所有者权益(万元)	4,319,973.75	3,470,185.65
有息债务（万元）	2,949,550.77	2,195,462.80
资产负债率	51.82%	55.64%
流动比率	2.11	1.18
营业收入（万元）	164,068.48	151,654.37
政府补贴（万元）	71,208.29	58,143.94
利润总额（万元）	34,013.82	40,893.98
综合毛利率	44.96%	51.13%
EBITDA（万元）	133,329.03	128,997.72
EBITDA 利息保障倍数	1.00	0.56
经营活动现金流净额	-325,384.44	237,816.49

资料来源：如东东泰 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

经鹏元评定，如东东泰主体长期信用等级为AA，由其作为本期债券的差额补偿人，为本期债券的安全性提供了一定保障。

五、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保金额合计365,423.86万元，占当期末净资产的比重为59.04%，担保对象以如东县当地地方国企为主，但对外担保规模较大且无反担保措施，存在较大或有负债风险。

表 15 截至 2016 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额
------	------

南通洋口港综合开发有限公司	51,000.00
如东县新天和资产管理有限公司	92,000.00
如东县新天兴基础设施有限公司	15,000.00
南通小洋口旅游服务有限公司	25,000.00
南通天元新能源投资有限公司	16,000.00
如东县新天利商贸有限公司	10,500.00
南通洋口港综合开发有限公司	85,923.86
如东县新天顺城乡建设有限公司	40,000.00
如东县新天时农业发展有限公司	15,000.00
如东县康泰城镇建设有限公司	15,000.00
合计	365,423.86

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

2016年如东县经济实力进一步增强，公司在财政补贴方面得到当地政府有力支持，同时差额补偿的增信方式为本期债券的安全性提供了一定保障。同时我们也关注到募投项目的商务办公楼、商铺销售或出租单价存在达不到预期水平以及销售进度不及预期的可能；如东县公共财政收入有所下降，财政自给能力有所下降；公司但资产以土地、其他应收款和在建项目为主，2016年末三者占总资产比重合计达77.84%，且部分资产使用受限，资产流动性偏弱；刚性债务规模快速增长，偿债压力加大以及对外担保规模较大，存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2016 年	2015 年	2014 年
流动资产：			
货币资金	245,901.63	129,651.45	44,317.13
应收账款	87.08	23.12	16.02
预付款项	5,658.44	8,254.40	6,011.90
其他应收款	114,592.81	147,603.81	56,108.45
存货	366,328.78	270,321.08	210,976.63
其他流动资产	245,901.63	-	1,550.31
流动资产合计	732,568.75	555,853.86	318,980.44
非流动资产：			
长期股权投资	15,521.94	19,452.40	19,739.80
固定资产净额	17,099.49	17,796.25	758.93
在建工程	16,404.49	7,363.38	3,008.28
无形资产	575,688.37	578,186.57	587,438.33
递延所得税资产	195.86	172.59	295.53
非流动资产合计	624,910.15	622,971.19	611,240.86
资产总计	1,357,478.90	1,178,825.05	930,221.30
流动负债：			
短期借款	53,250.00	89,838.48	42,871.21
应付票据	40,000.00	27,010.00	45,700.00
应付账款	11,372.55	14,016.69	21,099.62
预收款项	1.40	0.60	-
应交税费	12,097.62	4,330.32	2,412.14
应付利息	35,620.10	-	-
其他应付款	216,218.74	302,473.39	208,732.57
一年内到期的非流动负债	49,300.00	6,450.00	10,000.00
流动负债合计	417,860.41	444,119.49	330,815.54
非流动负债：			
长期借款	195,571.24	107,521.24	5,000.00
应付债券	98,955.89	-	-
长期应付款	26,099.54	30,011.18	15,761.47
非流动负债合计	320,626.68	137,532.43	20,761.47
负债合计	738,487.09	581,651.91	351,577.01
所有者权益：			
实收资本（股本）	46,000.00	46,000.00	46,000.00

资本公积	484,723.80	481,075.96	481,045.96
盈余公积	8,107.54	6,096.93	5,312.96
未分配利润	80,160.47	64,000.25	46,285.38
归属于母公司所有者权益合计	618,991.81	597,173.14	578,644.29
所有者权益合计	618,991.81	597,173.14	578,644.29
负债和所有者权益总计	1,357,478.90	1,178,825.05	930,221.30

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	69,266.37	85,463.08	48,572.56
减：营业成本	60,457.80	72,644.32	42,247.00
营业税金及附加	490.21	2,069.54	1,589.88
管理费用	3,066.82	3,730.23	3,320.05
财务费用	3,943.09	4,406.25	-479.49
资产减值损失	93.10	-490.67	-664.38
投资收益（损失以“-”号填列）	-	-	-6.42
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	1,215.34	3,103.40	2,553.08
加：营业外收入	22,460.25	16,957.36	12,938.79
减：营业外支出	353.73	3.65	0.07
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	23,321.85	20,057.10	15,491.80
减：所得税费用	5,151.03	1,538.72	682.74
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	18,170.83	18,518.38	14,809.06
五、归属于母公司所有者的净利润	18,170.83	18,518.38	14,809.06

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	71,433.02	85,467.15	48,735.05
收到的税费返还		-	4,218.29
收到其他与经营活动有关的现金	103,429.68	115,648.21	116,366.67
经营活动现金流入小计	174,862.69	201,115.36	169,320.01
购买商品、接受劳务支付的现金	66,126.71	120,200.18	87,005.63
支付给职工以及为职工支付的现金	-	-	170.45
支付的各项税费	1,583.72	1,950.12	9,976.79
支付其他与经营活动有关的现金	28,105.02	84,934.84	10,245.85
经营活动现金流出小计	95,815.46	207,085.14	107,398.73
经营活动产生的现金流量净额	79,047.24	-5,969.78	61,921.28
二、投资活动产生的现金流量：			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	30,241.45	-	-
投资活动现金流入小计	30,241.45	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	51,213.72	36,581.66	225,124.92
投资支付的现金	-	349.74	-
支付的其他与投资有关的现金	-	15,946.49	-
投资活动现金流出小计	51,213.72	52,877.89	225,124.92
投资活动产生的现金流量净额	-20,972.26	-52,877.89	-225,124.92
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	7,578.32	30.00	198,682.88
取得借款收到的现金	210,600.00	209,909.73	17,971.21
收到其他与筹资活动有关的现金	22,510.00	20,207.37	46,545.00
发行债券收到的现金	98,850.00	-	-
筹资活动现金流入小计	339,538.32	230,147.10	263,199.09
偿还债务支付的现金	116,288.48	46,971.21	34,675.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	44,792.46	4,251.02	11,114.49
支付其他与筹资活动有关的现金	120,272.17	100,256.00	45,100.00
筹资活动现金流出小计	281,353.11	151,478.23	90,889.49
筹资活动产生的现金流量净额	58,185.20	78,668.87	172,309.60
四、现金及现金等价物净增加额	116,260.18	19,821.20	9,105.96

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	18,170.83	18,518.38	14,809.06
加：资产减值准备	93.10	-490.67	-664.38
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	717.42	569.76	37.43
无形资产摊销	15,221.72	15,018.56	42.43
财务费用	6,228.87	4,796.05	266.22
投资损失	-	-	6.42
递延所得税资产减少	-23.28	122.67	166.10
存货的减少	-20,451.52	-49,317.97	-49,942.95
经营性应收项目的减少	-24,749.24	-95,561.87	-4,157.53
经营性应付项目的增加	83,839.34	100,375.31	101,358.49
经营活动产生的现金流量净额	79,047.24	-5,969.78	61,921.28

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
刚性债务（万元）	463,176.67	260,830.91	119,332.68
资产负债率	54.40%	49.34%	37.79%
流动比率	1.75	1.25	0.96
速动比率	0.88	0.64	0.33
产权比率	119.30%	97.40%	176.36%
EBITDA（万元）	45,035.48	40,210.47	15,837.88
EBITDA 利息保障倍数	1.01	2.67	1.60
刚性债务/EBITDA	10.28	6.49	7.53
收现比	1.03	1.00	1.00
综合毛利率	12.72%	15.00%	13.02%

资料来源：公司 2013-2015 年三年连审审计报告及 2016 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
如东县新天地供水服务有限公司	11,000.00	100%	供应生活用水；供应工业用水；自来水管网、污水管网建设；建筑材料、钢材、水暖器材、机械设备批发、零售
如东县沿海旅游投资开发有限公司	10,000.00	100%	旅游及相关产业开发、建设；旅游景点经营管理；旅游开发区基础设施、公共工程投资；配套设施开发；物业管理；信息咨询服务；黄金饰品、建筑材料、机械设备及配套销售；旅游产品研发；水利基础设施项目的建设、投资；河道整理疏浚
南通洋口环港投资开发有限公司	10,000.00	100%	港口基础设施建设、投资、开发

资料来源：公司 2016 年审计报告及公开资料

附录六 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*100%
资产负债率	负债总额/资产总额*100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	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

附录七 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。