

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【684】号 01

债券简称: 16 如东公租
项目债/PR 新天地

增信方式: 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: 8 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:

顾春霞 杨培峰

电话:

021-51035670

邮箱:

guchx@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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

2016 年如东县新天地投资发展有限公司项目收益债券 2020 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	2020 年 6 月 28 日	2019 年 6 月 25 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”）及其 2016 年 7 月 18 日发行的项目收益债券（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 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，工程施工业务收入较有保障，获得一定的外部支持，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”或“差额补偿人”）提供的差额补偿措施仍有效提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了募投项目实现的收入远低于预期，公司资产流动性较弱，面临一定的资金压力和较大的偿债压力以及存在较大的或有负债等风险因素。

正面:

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**如东县在 2019 年度在全国县域经济百强县市中排第 44 位，新能源、新材料、生物技术和新医药等新兴工业产业的快速发展带动区域经济增长，2019 年如东县完成地区生产总值 1,053.42 亿元，较上年增长 6.7%，为公司发展提供了良好基础。
- **公司工程施工业务收入较有保障。**截至 2019 年末，公司共有 35.26 亿元的开发成本尚未结转收入，未来随着开发成本的结转，公司工程施工业务收入较有保障。
- **公司获得一定的外部支持。**公司作为如东县沿海经济开发区（以下简称“如东沿海经开区”）内重要的基础设施投融资建设主体，在资金拨付及财政补助等方面

获得了地方政府的支持。2019 年公司收到如东沿海经开区财政局拨付的资金 14,438.22 万元，计入资本公积，一定程度提升了公司资本实力。此外，2019 年公司收到财政补助 12,000 万元，有效的提升了公司利润水平。

- **如东东泰提供的差额补偿措施仍有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，如东东泰主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的差额补偿措施仍有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **募投项目实现的收入远低于预期。**2019 年募投项目共实现收入 1,044.50 万元，仅完成预计营业收入的 6.38%，募投项目实现的收入远低于预期。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以其他应收款、存货和无形资产为主，2019 年末三者合计占总资产比重达 64.50%，其中其他应收款账面余额为 20.96 亿元，其回收时间具有一定的不确定性；存货账面价值为 46.25 亿元，主要为项目开发成本，其变现依赖于项目结算进度，无形资产主要为土地使用权，无形资产中土地资产账面价值为 41.73 亿元，短期内难以集中变现，且已有 16.13 亿元土地用于抵押，公司资产流动性较弱。
- **公司面临一定资金压力。**2019 年公司收现比为 0.64，业务收入回款情况较差，2019 年公司经营活动现金净流出 10.15 亿元，净流出规模较大。此外，截至 2019 年末，公司主要在建项目（含代建和自营）尚需投入资金 9.72 亿元，随着在建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。
- **有息债务规模持续攀升且规模较大，公司面临较大的偿债压力。**2019 年末，公司资产负债率为 62.95%，较上年末提高 6.09 个百分点，公司负债水平有所提高；负债中有息债务规模为 67.73 亿元，同比增长 37.86%，占负债总额的比重为 63.71%，有息债务规模持续攀升且规模较大，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计 53.80 亿元，占同期末净资产的 85.97%，被担保企业均为地方国有企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,688,939.80	1,538,390.60	1,425,500.38

所有者权益	625,819.59	663,716.91	635,105.78
有息债务	677,320.35	491,298.52	443,165.02
资产负债率	62.95%	56.86%	55.45%
现金短期债务比	1.66	1.56	2.99
营业收入	61,948.11	63,319.52	72,456.29
其他收益	12,000.00	2,965.67	19,964.00
利润总额	22,956.87	21,849.95	17,307.31
综合毛利率	15.79%	11.72%	11.18%
EBITDA	33,888.49	35,269.63	38,384.21
EBITDA 利息保障倍数	0.97	0.95	1.65
经营活动现金流净额	-101,507.18	623.39	-7,482.51
收现比	0.64	0.26	0.32

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

差额补偿人主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	11,070,930.96	9,749,061.11	9,231,659.30
归属于母公司所有者权益	4,269,030.92	3,985,781.45	4,025,327.74
资产负债率	57.72%	54.96%	52.39%
营业收入	325,954.54	270,522.01	207,036.42
净利润	70,228.80	38,451.79	27,703.28
经营活动现金流净额	15,108.68	55,331.69	-308,549.44

资料来源：如东东泰2017-2019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2016年7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，募集资金计划用于如东沿海经济开发区公租房及配套设施建设项目，截至2020年5月22日，本期债券募集资金专项账户余额为226.16万元。

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2019年末，募投项目仍处于试运营阶段，配套设施仍需完善。

（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施建设项目可行性研究报告》（以下简称“《可研报告》”），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2019年末，募投项目仍处于试运营阶段，2019年募投项目共实现收入1,044.50万元，仅完成预计营业收入的6.38%，募投项目实现的收入远低于预期。

表 1 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	商品房出售收入	商办楼出售收入	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设施建设项目收益及现金流预测审核报告》，中证鹏元整理

根据如东县人大常委会《关于同意如东县新天地投资发展有限公司发行项目收益债券

专项用于如东沿海经济开发区公租房及配套设施建设项目并予以安排财政专项资金的决定》，该募投项目2016-2022年分别可获得如东县政府拨付的专项财政补贴0.8亿元、0.8亿元、1.2亿元、1.1亿元、1亿元、0.9亿元、0.8亿元，公司于2020年6月23日收到2019年专项财政补助资金。

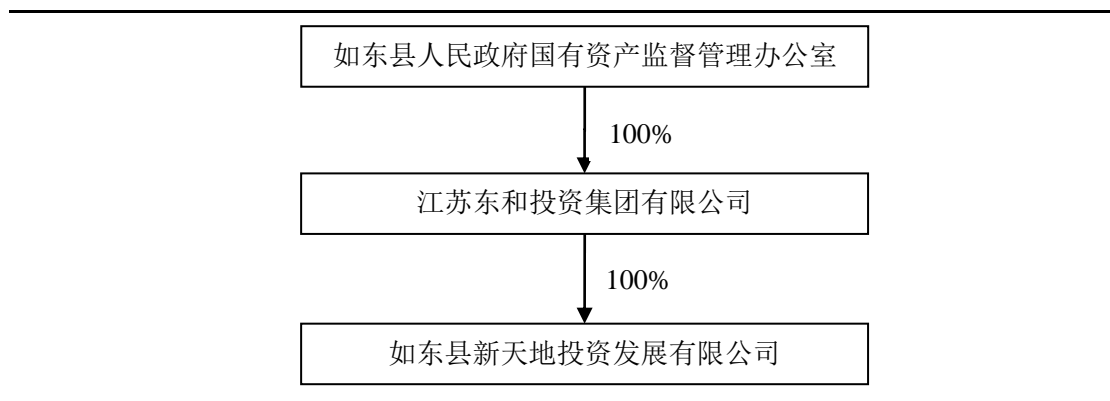
值得关注的是，募投项目仍处于试运营阶段，2019年实现的收入仅为预计营业收入的6.38%，远低于预期，2020年度本期债券还本付息金额合计2.35亿元，募投项目收入及专项财政补助资金较当期还本付息金额存在缺口，缺口部分资金由公司日常经营形成的收入和现金流入进行偿还，若公司自有资金无法偿还债券本息，将启动差额补偿机制，由差额补偿人对偿债资金专户中的余额不足以支付当期债券本息的差额部分提供差额支付。

三、发行主体概况

（一）发行主体基本情况

跟踪期内，公司名称、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5月末，公司注册资本及实收资本均为46,000万元，控股股东仍为江苏东和投资集团有限公司（原名为如东县保利资产投资管理有限公司，以下简称“东和投资”），持股比例为100%，实际控制人仍为如东县人民政府。2020年4月，公司法定代表人、董监高人员及经营范围进行了变更¹，其中公司法定代表人变更为缪柏华，经营范围新增花卉种植等业务。2019年，公司合并范围未发生变更。

图 1 截至 2020 年 5 月末公司股权结构



¹ 公司 2020 年 4 月 2 日公布《关于缪柏华等同志任职的通知》（东新投[2020]3 号），对公司法定代表人、董监高人员及经营范围进行了变更，张婷不再担任公司法定代表人；张婷、于小梅、倪小华、王辉、张德军不再担任董事职务，沈坚、冯爱群、朱春霞、冯焱越、顾春兵不再担任监事职务，张婷和李艳萍不再担任高级管理人员职务。新任法定代表人为缪柏华；新任董事包括缪伯华、徐小东、冯峰、姜红英、翟建华；新任监事为卢智兵、桑惠通、沈庆庆、吴万峰、许金娟；新任高级管理人员为缪柏华和翟建华。

资料来源：公司提供

（二）外部运营环境

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；战略性新兴产业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步升高。

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、土储等领域，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稳步推进，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，但严禁新增隐性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方式新增隐性债务，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。

区域环境

如东县系全国县域经济百强县，2019年如东县地区生产总值稳步增长，工业经济保持良好发展势头

如东县在2019年度全国县域经济百强县市中排第44位，2019年如东县经济继续保持稳

定增长，经济实力进一步增强，全年完成地区生产总值1,053.42亿元，按可比价格计算，比上年增长6.7%，增速较上年略有下降，其中第一产业84.64亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值523.03亿元，同比增长8.8%，第三产业增加值445.75亿元，同比增长4.8%，三次产业结构由上年的7.9:46.1:46.0调整为8.0:49.7:42.3。截至2019年末，按常住人口计算，如东县人均GDP为107,717元，是全国人均生产总值的1.52倍，地方经济发展水平较好。

得益于新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备、智能传感、节能环保等六大新兴产业的发展，如东县工业经济保持良好发展势头，2019年如东县规模以上工业增加值同比增长9.2%，规模以上工业总产值实现1,132.50亿元，同比增长8.9%，工业应税销售额1,661.33亿元，同比增长15.9%，工业入库税金52.32亿元，同比增长11.38%，新增规模以上工业企业100家。

2019年如东县固定资产投资增速为7.8%，其中工业投资同比增长7.5%，第三产业投资同比增长7.5%。消费方面，2019年如东县社会消费品零售总额为397.30亿元，同比增长5.2%。

表 2 2018-2019 年如东县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）	1,053.42	6.7%	952.29	7.5%
第一产业增加值	84.64	3.5%	75.22	2.9%
第二产业增加值	523.03	8.8%	439.13	7.2%
第三产业增加值	445.75	4.8%	437.94	8.6%
规模以上工业增加值	-	9.2%	-	8.5%
固定资产投资	-	7.8%	-	8.0%
社会消费品零售总额	397.30	5.2%	377.66	9.1%
进出口总额（亿美元）	54.81	-10.2%	58.76	54.8%
存款余额	1,384.65	16.09%	1,192.69	4.99%
贷款余额	813.15	16.36%	698.82	22.43%
人均 GDP（元）	107,717		97,232	
人均 GDP/全国人均 GDP	151.95%		150.41%	

资料来源：如东县2018年国民经济和社会发展统计公报及2019年12月统计月报，如东县人民政府网站，中证鹏元整理

2019年如东县实现公共财政收入57.70亿元，同比增长0.3%；实现政府性基金收入68.71亿元，同比增长58.9%；实现上级补助收入17.21亿元。2019年如东县公共财政支出为116.67亿元，同比下降2.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为49.46%。

（三）经营与竞争

公司主要从事如东沿海经开区的基础设施建设和供水业务，此外还负责公租房项目运营业务。2019年公司实现营业收入6.19亿元，较上年小幅下滑，其中工程施工业务收入为5.56亿元，占营业收入的比重为89.69%。毛利率方面，随着公司代建费率的提高，2019年公司工程施工业务毛利率较上年有所提高，为14.17%；供水业务毛利率为31.96%，较上年有所提高，受益于工程施工及供水业务毛利率的提高，2019年公司综合毛利率较上年有所提高，为15.79%。

表 3 2018-2019 年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
工程施工	55,561.89	14.17%	56,968.26	10.43%
供水业务	5,316.89	31.96%	4,967.23	18.25%
自来水工程	24.83	6.06%	0.00	-
其他业务	1,044.50	20.27%	1,384.04	41.34%
合计	61,948.11	15.79%	63,319.52	11.72%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司待结转收入的开发成本规模较大，未来工程施工业务收入较有保障，同时随着在建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力

公司是如东沿海经开区基础设施建设投资主体，2019年南通天元新能源投资有限公司（以下简称“天元投资”，控股股东为如东沿海经济开发区服务中心）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》，约定公司及旅游投资公司负责如东沿海经开区内的市政道路建设及改造项目建设，天元投资以项目总概算的20%向公司及旅游投资公司支付代建管理费，代建管理费率较上年的15%有所提高，代建管理费由天元投资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。而在实际操作中，公司项目款项收到时间将主要取决于开发区财政安排，资金回笼进度存在一定的不确定性。

2019年公司确认收入的工程施工项目包括生态廊道建设、商业街回购、匡河整治工程等项目，实现工程施工收入5.56亿元，较上年下降2.47%，业务毛利率为14.17%，较上年有所提高，系代建费率提高所致。

表 4 2019 年公司工程施工业务收入明细情况（单位：万元）

项目名称	成本	收入
生态廊道建设	16,956.09	19,754.66
商业街回购	9,324.26	10,863.22

匡河整治工程	10,880.66	12,676.50
零星工程	3,853.71	4,489.76
土地整理收储	6,675.90	7,777.75
合计	47,690.62	55,561.89

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司共有35.26亿元的开发成本²尚未结转收入，未来随着开发成本的结转，公司工程施工业务收入较有保障，但需要注意的是，公司基础设施代建业务板块收入受项目建设进度和回购计划影响较大，未来收入实现时间以及资金回笼情况存在不确定性。

截至2019年末，公司主要在建代建项目计划总投资10.40亿元，已投资7.43亿元，此外，公司还有部分自营性物业，包括本期债券的募投项目和沿海风电厂房项目，其中沿海风电厂房项目计划总投资10.65亿元，2019年末已投资3.90亿元。截至2019年末，公司主要在建项目（含代建和自营）尚需投资9.72亿元，随着在建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

类型	项目名称	计划总投资	已投资
代建	镇区开发	5.40	5.32
	土地收储	2.00	0.67
	商业街回购	2.00	1.05
	旅游区金蛤路西侧	1.00	0.39
	小计	10.40	7.43
自营	江苏省如东沿海经济开发区风电产业园标准厂房建设项目	10.65	3.90
	小计	10.65	3.90
合计		21.05	11.33

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供水业务为公司营业收入提供了有效补充，自营项目实现的收入远低于预期

公司负责如东县小洋口镇生活用水的供水任务，公司日供水能力仍为3.3万吨，收费标准仍为生活用水3.07元/吨、工业用水4.32元/吨。2019年公司实现供水业务收入0.53亿元，供水业务毛利率为31.96%，较上年有所提高，供水业务为公司营业收入提供了有效补充。

其他业务主要为公租房运营业务，由于公租房项目仍处于试运营阶段，配套设施仍需完善，2019年募投项目共实现收入1,044.50万元，仅完成预计营业收入的6.38%，公司自营项目实现的收入远低于预期。

公司获得一定的外部支持力度

² 开发成本中的“生活配套区”项目为自营项目，账面开发成本为10.97亿元

公司作为如东沿海经开区重要的基础设施投融资建设主体，在资金拨付及财政补助等方面获得了地方政府的支持。2019年公司收到如东沿海经开区财政局拨付的资金14,438.22万元，并计入资本公积³，一定程度提升了公司资本实力。此外，2019年公司收到财政补助12,000万元，有效提升了公司利润水平。

（四）财务分析

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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年度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，但资产流动性较弱

截至2019年末，公司资产总额为168.89亿元，同比增长9.79%，从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比重为67.74%。

流动资产方面，2019年末公司货币资金账面余额为22.09亿元，其中使用受到限制的货币资金为11.70亿元，占货币资金账面余额的52.95%，受限占比较高，主要为定期存单、银行汇票保证金等。2019年末公司应收账款账面余额为11.18亿元，主要为应收天元投资的工程施工款11.16亿元，占比应收账款总额的99.77%；预付款项主要为预付的土地购置款，2019年末账面余额为4.75亿元，其中预付给如东县财政局4.55亿元，占预付款项总额的95.72%；公司其他应收款主要为与其他单位的往来款，2019年末其他应收款账面余额为20.96亿元，前五大应收对象分别南通金蛤岛投资发展有限公司、如东县新天兴基础设施有限公司、南通小洋口旅游服务有限公司、洋口镇农业服务中心和南通洋通建设工程有限公司⁴，合计16.68亿元，占其他应收款总额的79.25%，公司其他应收款规模较大，且回款时间具有一定的不确定性，对公司营运资金形成较大占用，部分应收对象为民营企业，需关注其他应收款回收风险。公司存货均为项目开发成本，2019年末账面价值为46.25亿元，同比增长16.84%。其他流动资产主要为结构性存款及购买的理财产品，2019年末账面价值为9.18亿元。

³ 2019年公司东国用(2012)第510044号、东国用(2012)第510046号、东国用(2012)第510047号、东国用(2012)第510048号、东国用(2012)第510049号、东国用(2012)第510051号、东国用(2015)第510046号被无偿收回，资本公积减少73,142.66万元。

⁴ 南通洋通建设工程有限公司股东为2个自然人

表 6 2018-2019 年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	220,886.78	13.08%	107,056.41	6.96%
应收账款	111,839.85	6.62%	89,198.18	5.80%
预付款项	47,505.65	2.81%	3,575.15	0.23%
其他应收款	209,611.51	12.41%	231,065.85	15.02%
存货	462,500.32	27.38%	395,854.82	25.73%
其他流动资产	91,790.00	5.43%	84,133.00	5.47%
流动资产合计	1,144,134.11	67.74%	911,118.41	59.23%
长期股权投资	14,964.10	0.89%	15,315.77	1.00%
固定资产	28,929.89	1.71%	29,940.05	1.95%
在建工程	80,868.23	4.79%	56,138.09	3.65%
无形资产	417,342.51	24.71%	523,869.85	34.05%
非流动资产合计	544,805.69	32.26%	627,272.19	40.77%
资产总计	1,688,939.80	100.00%	1,538,390.60	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，截至2019年末，公司长期股权投资账面价值为1.50亿元，主要是对江苏洋通开发投资有限公司的投资款；固定资产账面价值2.89亿元，主要为房屋建筑物资产；随着公司在建自营项目的投入，公司在建工程规模有所增加，2019年末在建工程账面价值8.09亿元，同比增长44.05%，主要在建项目包括综合下海通道工程、重装设备成套基地工程、供水管网连通工程等。无形资产主要为土地使用权，截至2019年末，公司无形资产中土地使用权为54宗，均为通过“招拍挂”程序获得的出让地，土地面积合计234.82万平方米，账面价值为41.73亿元，较上年末下降20.33%，主要系部分土地被政府无偿收回及处置所致，土地抵押方面，公司无形资产中已有16.13亿元土地资产用于抵押，占无形资产中土地资产的38.64%。

整体来看，公司资产规模有所增加，但资产主要为其他应收款、存货和无形资产，其他应收款回款时间具有一定不确定性，存货主要为项目开发成本，其变现依赖于项目结算进度，无形资产主要为土地使用权，短期内难以集中变现，且部分土地已抵押，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入小幅下滑，综合毛利率有所提高，盈利依赖于政府补助及资产处置收益

2019年公司实现营业收入6.19亿元，较上年小幅下滑。毛利率方面，受益于工程施工

及供水业务毛利率的提高，2019年公司综合毛利率较上年有所提高，为15.79%。截至2019年末，公司共有35.26亿元的开发成本尚未结转收入，未来公司工程施工业务收入较有保障。

2019年公司实现利润总额2.30亿元，其中收到政府补助1.20亿元，并计入其他收益，同时公司处置土地资产获得收益0.73亿元，公司盈利依赖于政府补助及资产处置收益。需要注意的是，未来政府补助的金额受当地政府财政实力及资金支出计划影响，具有一定的不确定性，资产处置收益不可持续，需关注政府补贴和资产处置收益变动对公司盈利的影响。

表 7 2018-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	61,948.11	63,319.52
其他收益	12,000.00	2,965.67
资产处置收益	7,320.13	31,139.96
营业利润	22,957.18	21,863.10
利润总额	22,956.87	21,849.95
综合毛利率	15.79%	11.72%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金净流出规模较大，且随着在建项目的陆续投入，公司面临一定资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要来源于工程施工及供水业务收入，2019年公司收现比为0.64，较上年有所提升，但业务收入回款情况仍较差。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收到的往来款、利息收入及政府补助。现金流出方面，公司经营活动现金流出主要为项目建设及往来款的现金支出，受公司项目建设支出及支付的往来款规模大幅增长的影响，2019年公司经营活动现金净流出10.15亿元。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要为理财产品到期赎回所收到的现金；投资活动现金流出主要为购买银行结构性产品及在建自营项目建设所支付现金，2019年公司投资活动现金净流出3.19亿元。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款、发行债券及往来周转拆借资金等方式融资，2019年公司筹资活动现金流入45.13亿元，筹资活动现金流出主要为偿还银行借款本息以及承兑汇票保证金、定期存单所支付的现金，2019年公司筹资活动现金净流入19.14亿元。需要关注的是，截至2019年末，公司主要在建的代建和自营项目尚需投资9.72亿元，随着

在建项目的陆续投入，公司面临一定的资金压力。

表 8 2018-2019 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.64	0.26
销售商品、提供劳务收到的现金	39,431.99	16,581.14
收到的其他与经营活动有关的现金	113,898.43	63,044.60
经营活动现金流入小计	153,330.42	79,625.73
购买商品、接受劳务支付的现金	133,628.54	55,960.24
支付的其他与经营活动有关的现金	119,710.42	9,531.60
经营活动现金流出小计	254,837.60	79,002.34
经营活动产生的现金流量净额	-101,507.18	623.39
投资活动产生的现金流量净额	-31,878.44	-54,394.76
筹资活动产生的现金流量净额	191,350.99	11,046.89
现金及现金等价物净增加额	57,965.36	-42,724.48

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

有息债务规模持续攀升，公司面临较大的偿债压力

截至2019年末，公司负债总额为106.31亿元，同比增长21.54%，主要系债券及融资租赁等融资规模增加所致。受公司土地资产被政府无偿收回的影响，公司所有者权益规模有所减少，2019年末公司所有者权益合计62.58亿元，同比下降5.71%，产权比率为169.88%，较上年提高38.10个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所下滑。

表 9 2018-2019 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,063,120.21	874,673.69
所有者权益	625,819.59	663,716.91
产权比率	169.88%	131.78%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

负债结构方面，随着公司应付债券及长期应付款规模的增加，公司非流动负债比重有所提高，2019年末公司非流动负债占负债总额的比重为51.19%。

流动负债方面，2019年末公司短期借款账面余额为2.83亿元，包括保证借款1.68亿元、保证加质押借款0.52亿元、信用借款0.44亿元和质押借款0.19亿元；应付票据账面余额17.86元，其中应付银行承兑汇票14.63亿元、商业承兑汇票3.23亿元；其他应付款主要为与其他单位的往来款及利息，2019年末账面余额为17.18亿元，较上年末下降20.87%，前五大应付对象分别如东县新天利商贸有限公司、如东县新天顺城乡建设有限公司、如东县新天时

农业发展有限公司、如东县洋口化学工业园管理委员会和如东县新天和资产管理有限公司，合计应付15.71亿元。公司一年内到期的非流动负债规模为10.49亿元，包括一年内到期的长期借款6.75亿元、应付债券1.74亿元及长期应付款2.00亿元。

表 10 2018-2019 年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	28,270.00	2.66%	3,000.00	0.34%
应付票据	178,605.00	16.80%	133,900.00	15.31%
其他应付款	171,797.23	16.16%	217,104.62	24.82%
一年内到期的非流动负债	104,877.16	9.87%	65,545.00	7.49%
流动负债合计	518,947.02	48.81%	451,920.17	51.67%
长期借款	228,453.57	21.49%	224,744.76	25.69%
应付债券	138,742.23	13.05%	84,581.79	9.67%
长期应付款	176,977.39	16.65%	113,426.97	12.97%
非流动负债合计	544,173.19	51.19%	422,753.52	48.33%
负债合计	1,063,120.21	100.00%	874,673.69	100.00%
有息债务	677,320.35	63.71%	491,298.52	56.17%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，2019年末公司长期借款22.85亿元，其中保证借款10.23亿元、保证加抵押借款7.22亿元、保证加抵押质押借款4.10亿元、抵押借款1.01亿元、质押借款0.28亿元。公司应付债券为应付本期债券及19新天地债，账面余额分别为7.97亿元和7.91亿元，其中2.00亿元将于2020年到期，计入一年内到期的非流动负债。公司长期应付款为应付融资租赁款及借款，2019年末账面余额为17.70亿元，同比增长56.03%。

截至2019年末，公司有息债务规模为67.73亿元，同比增长37.86%，占公司负债总额的比重为63.71%。从公司有息债务结构来看，2020-2022年公司需偿还的有息债务规模分别为13.31亿元、21.06亿元和13.10亿元。总体来看，有息债务规模持续攀升，公司面临较大的偿债压力。

表 11 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
合计	13.31	21.06	13.10	20.38

注：上表中有息债务合计数和表10中有息债务规模的差异主要系应付债券摊销所致。

资料来源：公司提供

偿债指标方面，2019年末，公司资产负债率为62.95%，较上年末提高6.09个百分点，负债水平较上年有所提高，现金短期债务比为1.66，考虑到公司受限货币资金规模较大，货币资金对短期债务的保障程度较账面指标更弱。2019年公司EBITDA利息保障倍数为

0.97，公司盈利水平对利息的保障程度较弱。

表 12 2018-2019 年公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	62.95%	56.86%
现金短期债务比	1.66	1.56
EBITDA 利息保障倍数	0.97	0.95
有息债务/EBITDA	19.99	13.93

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

（五）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10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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保余额为53.80亿元，占同期末净资产的85.97%，被担保企业均为地方国有企业，但公司对外担保规模较大，且均未采取反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

表 13 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额
江苏洋口港建设发展集团有限公司	30,000.00
南通金蛤岛投资发展有限公司	4,000.00
南通天元新能源投资有限公司	99,831.71
南通小洋口旅游服务有限公司	29,600.00
南通洋口港综合开发有限公司	63,750.00
如东金海岸绿色产业发展有限公司	15,000.00
如东县通泰投资集团有限公司	15,000.00
如东县新天和资产管理有限公司	76,800.00
如东县新天利商贸有限公司	4,500.00
如东县新天时农业发展有限公司	79,241.17
如东县新天顺城乡建设有限公司	73,300.00
如东县新天兴基础设施有限公司	34,000.00

如东县新天和资产管理有限公司	13,000.00
合计	538,022.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、债券偿还保障分析

如东东泰提供的差额补偿措施仍有效提升了本期债券的安全性

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。

如东东泰成立于2004年1月2日，由如东县39家县属事业单位出资设立，初始注册资本3.00亿元人民币。截至2019年末，如东东泰的注册资本和实收资本均为8.50亿元，控股股东为如东县投资管理办公室，实际控制人为如东县人民政府。

如东东泰是如东县主要的城市基础设施投资、建设主体，主要从事土地整理开发、工程施工、项目管理、供水、港口经营等业务，多元化程度高。近年如东东泰营业收入保持增长，2017-2019年如东东泰分别实现营业收入20.70亿元、27.05亿元和32.60亿元，综合毛利率分别为55.49%、40.99%和19.87%。

表 14 2017-2019 年如东东泰营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理开发	34,615.13	26.21%	45,426.31	37.81%	58,972.58	81.52%
转让土地	77,778.06	30.64%	96,253.96	47.31%	54,044.38	61.00%
工程施工	63,296.71	14.18%	38,665.58	14.39%	48,204.80	13.33%
项目管理业务	0.00	-	14,977.35	100.00%	17,203.82	100.00%
供水、供热、供汽业务	35,292.39	22.88%	15,216.04	50.95%	14,154.39	49.65%
其他业务	114,972.24	12.88%	59,982.78	33.16%	14,456.45	22.02%

合计	325,954.54	19.87%	270,522.01	40.99%	207,036.42	55.49%
----	------------	--------	------------	--------	------------	--------

资料来源：如东东泰 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，如东东泰资产总额为1,107.09亿元，所有者权益合计为468.12亿元，资产负债率为57.72%。2019年度，如东东泰实现营业收入32.60亿元，利润总额9.07亿元，经营活动产生的现金净流入1.51亿元。

表 15 2017-2019 年如东东泰主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	11,070,930.96	9,749,061.11	9,231,659.30
所有者权益	4,681,164.32	4,357,869.65	4,395,633.40
有息债务	3,956,721.33	3,612,524.00	3,273,403.80
资产负债率	57.72%	54.96%	52.39%
流动比率	2.22	2.46	2.88
营业收入	325,954.54	270,522.01	207,036.42
其他收益	27,468.48	28,408.15	25,240.27
利润总额	90,671.75	47,094.65	44,579.42
综合毛利率	19.87%	40.99%	55.49%
EBITDA	148,829.23	112,935.86	141,774.89
EBITDA 利息保障倍数	1.61	0.68	0.89
经营活动现金流净额	15,108.68	55,331.69	-308,549.44

资料来源：如东东泰 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元评定，如东东泰主体长期信用等级为AA+，其为本期债券提供的差额补偿措施仍有效提升了本期债券的安全性。

五、评级结论

2019年如东县完成地区生产总值1,053.42亿元，较上年增长6.7%，为公司发展提供了良好基础；截至2019年末，公司共有35.26亿元的开发成本尚未结转收入，未来随着开发成本的结转，公司工程施工业务收入较有保障；公司获得一定的外部支持；如东东泰为本期债券提供的差额补偿措施仍有效提升了本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到募投项目实现的收入远低于预期；公司资产以存货、其他应收款和无形资产为主，2019年末三者占总资产比重合计达64.50%，且部分资产使用受限，公司资产流动性较弱；公司主要在建项目（含代建和自营）尚需投入资金9.72亿元，面临一定资金压力；有息债务持续攀升且规模较大，公司面临较大的偿债压力；公司存在较大的或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持本期债券信用等级为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	220,886.78	107,056.41	224,180.89
其他应收款	209,611.51	231,065.85	121,666.38
存货	462,500.32	395,854.82	387,294.67
无形资产	417,342.51	523,869.85	554,486.35
总资产	1,688,939.80	1,538,390.60	1,425,500.38
短期借款	28,270.00	3,000.00	39,870.00
应付票据	178,605.00	133,900.00	73,500.00
其他应付款	171,797.23	217,104.62	244,190.17
一年内到期的非流动负债	104,877.16	65,545.00	35,121.24
长期借款	228,453.57	224,744.76	210,750.00
应付债券	138,742.23	84,581.79	101,246.79
长期应付款	176,977.39	113,426.97	56,176.99
总负债	1,063,120.21	874,673.69	790,394.59
有息债务	677,320.35	491,298.52	443,165.02
所有者权益	625,819.59	663,716.91	635,105.78
营业收入	61,948.11	63,319.52	72,456.29
其他收益	12,000.00	2,965.67	19,964.00
营业利润	22,957.18	21,863.10	17,315.78
净利润	20,807.12	18,692.44	16,853.83
经营活动产生的现金流量净额	-101,507.18	623.39	-7,482.51
投资活动产生的现金流量净额	-31,878.44	-54,394.76	-44,463.12
筹资活动产生的现金流量净额	191,350.99	11,046.89	-10,375.10
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	15.79%	11.72%	11.18%
收现比	0.64	0.26	0.32
产权比率	169.88%	131.78%	124.45%
资产负债率	62.95%	56.86%	55.45%
现金短期债务比	1.66	1.56	2.99
EBITDA（万元）	33,888.49	35,269.63	38,384.21
EBITDA 利息保障倍数	0.97	0.95	1.65
有息债务/EBITDA	19.99	13.93	11.55

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司全称	注册资本(万元)	持股比例	主要经营范围
如东县新天地供水服务有限公司	11,000	100.00%	供应生活用水；供应工业用水；自来水管网
如东县沿海旅游投资开发有限公司	10,000	100.00%	旅游及相关产业开发、建设；旅游开发区基础设施
南通洋口环港投资开发有限公司	10,000	100.00%	港口基础设施建设、投资、开发

资料来源：公司 2019 年审计报告，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 $\times 100\%$
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
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+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

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。