

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【290】号 02

分析师

姓名：
范俊根 韩晨皓

电话：
021-51035670

邮箱：
fanjg@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 11 月 26 日

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

如东县新天地投资发展有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：8 亿元（含基础发行额 5 亿元，弹性配售额 3 亿元）

债券期限：7 年

评级展望：稳定

担保主体：如东县东泰社会发展投资有限责任公司 增信措施：保证担保

债券偿还方式：债券存续期内的第 3-7 年末，分别按照债券发行总额的 20% 偿还债券本金

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”）本次拟发行 8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，获得的外部支持力度较大，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”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司自营项目实现的收入不及预期，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一定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。**近年来如东县经济持续发展，2016-2018 年分别实现地区生产总值 746.69 亿元、852.50 亿元和 952.29 亿元，按可比价格计算，增速分别为 9.2%、7.9%和 7.5%，区域经济保持稳定增长，为公司发展提供了良好基础。
- **公司业务持续性较好。**截至 2018 年末，公司存货中共有 29.48 亿元的开发成本尚未结转收入，此外，公司主要在建代建项目计划总投资 13.90 亿元，已投资规模 8.58 亿元，业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**近年来公司在资产注入、政府补贴等方面得到当地政府的较大力度支持，截至 2018 年末，公司资本公积为 49.39 亿元，主要为当

地政府注入的股权、货币等资产，有效提升了公司资本实力。2016-2018 年公司分别获得政府补助收入 2.25 亿元、2.00 亿元和 0.30 亿元，有效提升公司利润水平。

- **如东东泰提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保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全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司自营项目实现的收入不及预期。**公司自营项目如东沿海经济开发区公租房及配套设施建设项目（以下简称“公租房项目”）2018 年仅实现收入 1,371.93 万元，为预计营业收入的 8.59%，公司自营项目实现的收入不及预期。
- **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，2018 年末三者占总资产比重合计达 74.80%，其中其他应收款账面余额为 23.11 亿元，其回收时间具有一定的不确定性；存货账面余额为 39.59 亿元，主要为项目开发成本；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合计 52.20 亿元，短期内难以集中变现，且已有 21.22 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。**截至 2018 年末，公司主要在建的代建和自营项目尚需投入资金 15.47 亿元，随着在建项目的持续投入，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。**2018 年末，公司资产负债率为 56.86%，较 2016 年末有所提高，同时公司有息债务由 2016 年末的 42.32 亿元增长至 2018 年末的 49.13 亿元，占负债总额的 56.17%，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。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 36.57 亿元，占同期末净资产的 55.09%，被担保企业大多为国有企业，但均未采取反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,538,390.60	1,425,500.38	1,357,478.90
所有者权益	663,716.91	635,105.78	618,991.81
有息债务	491,298.52	443,165.02	423,176.68
资产负债率	56.86%	55.45%	54.40%
现金短期债务比	1.56	2.99	2.40

营业收入	63,319.52	72,456.29	69,266.37
其他收益	2,965.67	19,964.00	-
营业外收入	-	-	22,460.25
利润总额	21,849.95	17,307.31	23,321.85
综合毛利率	11.72%	11.18%	12.72%
EBITDA	35,269.63	38,384.21	45,035.48
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.65	1.01
经营活动现金流净额	623.39	-7,482.51	79,047.24

注：2017 年财务数据采用 2018 年审计报告中的期初数。

资料来源：公司 2016 年和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

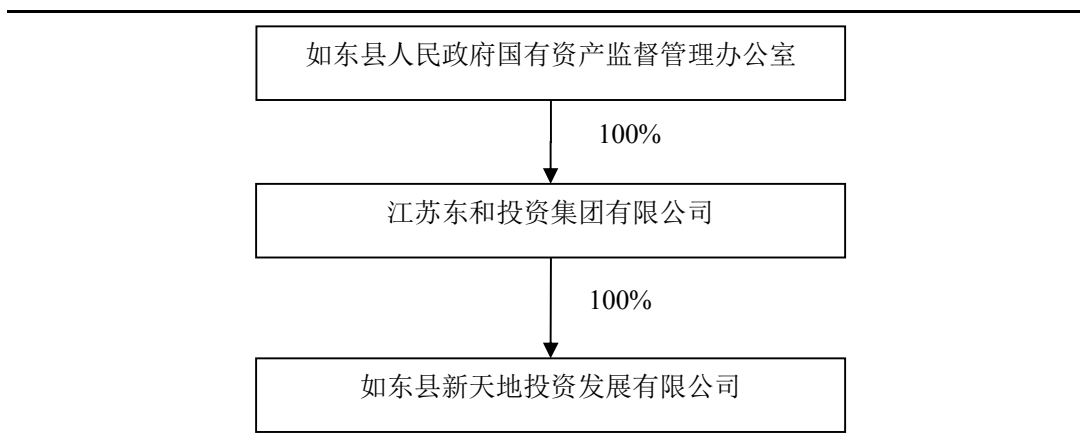
项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	9,749,061.11	9,231,659.30	8,966,399.16
所有者权益	4,357,869.65	4,395,633.40	4,319,973.75
资产负债率	54.96%	52.39%	51.82%
营业收入	270,522.01	207,036.42	164,068.48
净利润	38,451.79	27,703.28	24,116.49
经营活动现金流净额	55,331.69	-308,549.44	-325,384.44

资料来源：如东东泰 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2004年12月，由如东县土地资产储备开发中心（以下简称“如东土储中心”）和如东县洋口化工园管理委员会（以下简称“洋口管委会”）共同出资组建，初始注册资本8,000万元，其中如东土储中心持股12.54%，洋口管委会持股87.46%。2009年3月，洋口管委会增资3.80亿元，同时受让如东土储中心持有的全部公司股权；2015年6月，洋口管委会将持有的100%公司股权无偿划转至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”）。截至2019年4月底，公司注册资本、实收资本均为46,000万元，控股股东为东和投资，实际控制人为如东县人民政府。

图 1 截至 2019 年 4 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

公司目前主要经营江苏省如东沿海经济开发区（以下简称“沿海开发区”）的基础设施项目施工、水务等业务。截至2018年12月31日，公司纳入合并报表范围的子公司3家，具体情况如下表所示：

表 1 截至 2018 年 12 月 31 日公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	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 2018 年审计报告，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2019年如东县新天地投资发展有限公司公司债券；

发行总额：计划发行规模为人民币8亿元（含基础发行额5亿元，弹性配售额3亿元）；

弹性配售选择权：本期债券设置弹性配售选择权，强制触发倍数¹为2倍，此外，若本期债券申购总量已达到8亿元，但未达到强制触发倍数时，公司可与簿记管理人协商后，确定是否启动弹性配售，若启动弹性配售，则本期债券发行总额为8亿元，不启动则本期债券发行总额为5亿元。

债券期限和利率：本期债券为7年期固定利率债券；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，自本期债券存续期第三年末起至第七年末止，分别偿还债券本金金额的20%、20%、20%、20%、20%，每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付；

增信措施：如东东泰提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本次债券募集资金基础发行额为5亿元，其中4亿元用于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（以下简称“沿海风电厂房项目”），1亿元用于补充营运资金；若行使弹性配售选择权，则总发行规模为基础发行额5亿元和弹性配售额3亿元，其中7亿元用于沿海风电厂房项目，1亿元用于补充营运资金。

若募集资金为基础发行额5亿元，则募集资金使用情况如下：

表2 募集资金为基础发行额下本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用金额	募集资金使用占总投资比重
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	4.00	37.56%
补充营运资金	-	1.00	-
合计	10.65	5.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

若行使弹性配售选择权，募集资金总发行规模为基础发行额5亿元和弹性配售额3亿元，则募集资金使用情况如下：

¹ 申购总量超过基础发行额的某一倍数后则必须按照全额启动弹性配售。

表3 募集资金为基础发行额和弹性配售额下本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用金额	募集资金使用占总投资比重
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	7.00	65.73%
补充营运资金	-	1.00	-
合计	10.65	8.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目建设内容

沿海风电厂房项目投资主体为公司本部，项目位于沿海开发区风光大道北侧，通海五路东侧。主要建设内容包括：标准厂房、外来务工人员宿舍等建筑的建筑工程（含装饰装修及设备设施）及供电、供水、道路、广场、排污、排水、绿化等其他配套设施。沿海风电厂房项目用地面积约380,109平方米（约570.17亩），建筑面积389,532平方米，其中，标准厂房366,132平方米，外来务工人员宿舍23,400平方米。项目总容积率1.025，总建筑面积密度约57%，总绿化率13%。

2、项目进度

沿海风电厂房项目建设工期为2年，已完成项目各项审批文件（审批情况如表3所示），并于2017年11月开工建设。截至2018年12月末，项目累计投资约5,000万元。项目土地方面，沿海风电厂房项目用地约570.17亩，目前该地块已平整完毕，如东县国土局已出具该项目用地的预审意见，后续公司将根据如东县国土局的地块出让安排，缴纳土地出让金、契税等相关费用，通过招拍挂的方式分阶段摘牌土地，并办理相关土地权证。

表4 沿海风电厂房项目获得审批情况

时间	部门	审批内容	文号
2017年10月	江苏省如东沿海经济开发区管理委员会	原则同意沿海风电厂房项目可行性研究报告。	东沿管（2017）90号
2017年5月	江苏省如东沿海经济开发区管理委员会	该项目能源消耗和节能措施等符合规定。	东沿管（2017）76号
2017年4月	江苏省如东沿海经济开发区管理委员会	该项目在拟建地址建设可行	东沿管（2017）72号
2017年5月	江苏省如东沿海经济开发区管理委员会	本建设项目符合城乡规划要求。	选字第320623201703003号、选字第320623201703004号、选字第320623201703005号、选字第320623201703006号
2017年10月	如东县国土资源局	该工程项目用地符合相关法律法规和产业政策。	东国土资预（2017）10号
2017年6月	江苏省如东沿海经济开发区管理委员会	该项目不存在强拆强建，为低风险，项目实施可行，风险可控。	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目效益分析

沿海风电厂房项目主要建设风电产业园标准厂房，并配建部分厂区宿舍，其收益模式分为出售和出租两种，其中对大型风电企业的工业用房采取出售的方式，对中小型风电企业的工业用房和外来务工人员宿舍采取出租的方式，项目建设后收益主体为公司本部。

出售方面，根据江苏富华工程造价咨询有限公司出具的《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可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），标准化厂房可用于出售的面积约300,000平方米，假设出售率按每年度20%、分五年对外出售，考虑到如东县市场类似厂房价格约3,500元/平方米至4,000元/平方米，可研报告以3,500元/平方米为基准进行测算，预测正常年可实现销售收入约21,000.00万元，债券存续期内总出售收入为105,000.00万元。

出租方面，沿海风电厂房项目用于出租的标准化厂房面积约66,132平方米，外来务工人员宿舍面积约23,400平方米，合计约89,532平方米。假设出租率第一年达到60%，第二年为80%，第三年起后续每年为100%，在参考如东县市场类似厂房和宿舍出租价格的基础上，可研报告以标准化厂房的出租价格按180元/平方米·年为基准进行测算，外来务工人员宿舍的出租价格按190元/平方米·年为基准进行测算，根据可研报告预测全部出租后正常年可实现厂房出租收入1,190.38万元、宿舍出租收入444.60万元，债券存续期内（五年内）总出租收入为7,193.91万元。

综上，在债券存续期内，沿海风电厂房项目共计可实现收入112,193.91万元，可实现项目净收益107,237.18万元。但需要注意的是，本期债券募投项目未来尚需投资规模较大，可能出现募投项目在建设过程中劳动力成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，导致募投项目实际投资超出预算及项目投资进度未达到预期等情况，募投项目能否如期完工存在一定不确定性。此外，工业房地产市场行情受区域经济环境影响较大，在当前支柱化工产业运行压力加重的背景下，募投项目存在租售进度以及项目收益不及预期的可能性。

四、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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国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。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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。

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积极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。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 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。

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5 近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
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作

2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围, 限定政府出资方式, 引导融资平台市场化运作, 鼓励发展直接融资
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时, 严格限定政府购买服务的范围, 严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资, 并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新 PPP 项目入库标准, 清理已入库 PPP 项目
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, 严禁党政机关工作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

依托港口及近海资源, 如东县已形成了化工新材料、新能源、港口物流等主导产业, 近年如东县地区生产总值稳步增长, 规模以上工业总产值增速持续提升

如东县隶属于江苏省南通市, 南与通州区为邻, 西与如皋市接壤, 西北与海安县毗连, 东面和北面濒临南黄海。如东县总面积1,872平方公里(不包括海域), 其中陆地面积1,702平方公里, 水面面积170平方公里, 下辖12个镇、3个街道, 还有如东县经济开发区、沿海

开发区、洋口港经济开发区等数个产业园区。截至2018年末，全县常住人口97.85万人。

如东县临近黄海，拥有丰富的海洋和滩涂资源，目前可利用土地存量5万多亩，滩涂104万亩，占南通市的二分之一。如东县海岸线全长106公里，占全省的1/9，海域面积六千多平方公里，县域内近海资源丰富，有各种浅水贝类50余种，是全国最大的文蛤和条斑紫菜生产和出口基地。此外，如东县拥有丰富的太阳能、风能、潮汐能、生物质能等绿色能源。

随着洋口港建设推进，如东县交通条件得到改善。洋口港对外实现一类口岸开放，为配合洋口港开发建设，海洋铁路通车、洋口运河竣工、临海高等级公路建成。贯穿全境的五条省道与宁通高速、沿海高速相连。目前正在推进海启高速如东段、省道334线如东东段、国道228线绕城段、洋骑线等重点工程。

如东县历史上以农业立县，海洋渔业经济是其农业经济的特色，改革开放以后得益于地理区位优势与政策红利，工业经济迅速起步，形成了以纺织服装、劳保手套、石油机械、化工医药为代表的传统支柱产业。近年来依托沿海区位和资源优势，如东县利用滩涂围垦形成的土地资源兴起数个工业园区，大力发展化工新材料、新能源、港口物流等主导产业。化工新材料是如东的支柱性产业，化工企业主要集中在如东洋口港经济开发区和沿海开发区。新能源方面，如东县拥有丰沛的风能资源，已先后引进了江苏龙源风力发电有限公司、中水电新能源公司等多家风力发电公司。港口物流方面，如东县已初步形成了以油气和液化品为主、大重件散杂货为辅的港口物流体系。

依托沿海开发的契机，近年来如东县经济持续发展，县域经济实力较强，2016-2018年如东县分别实现地区生产总值746.69亿元、852.50亿元和952.29亿元，按可比价格计算，同比增速分别为9.2%、7.9%和7.5%，三次产业结构由2016年的9.1:45.6:45.3调整为2018年的7.9:46.1:46.0。截至2018年末，如东县常住人口人均GDP达到97,232元，同比增长7.6%，是全国人均生产总值的1.50倍，地方经济发展水平较好。

固定资产投资方面，2016-2018年如东县固定资产投资增速分别为12.00%、9.1%和8.0%，分产业来看，2018年如东县工业、服务业及高新技术产业投资同比增速分别为7.7%、8.4%和19.7%。工业方面，2016-2018年，如东县规模以上工业总产值同比增速分别为3.0%、12.0%和15.8%，呈逐年提升态势。2018年全县规模以上高新技术产业产值同比增长17.0%，占规模以上工业总产值比重为43.61%；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产值同比增长9.6%，占规模以上工业总产值比重为23.60%。消费方面，2018年如东县社会消费品零售总额为377.66亿元，同比增长9.1%，是经济增长的重要支撑。

表 6 2016-2018 年如东县经济发展情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	952.29	7.5%	852.50	7.9%	746.69	9.2%
第一产业增加值	75.22	2.9%	71.37	3.1%	67.87	1.7%
第二产业增加值	439.13	7.2%	391.21	7.9%	340.57	9.3%
第三产业增加值	437.94	8.6%	389.92	8.8%	338.25	10.9%
规模以上工业总产值	-	15.8%	2,161.45	12.0%	1,972.03	3.0%
固定资产投资	-	8.0%	563.33	9.1%	545.42	12.0%
社会消费品零售总额	377.66	9.1%	347.45	9.1%	318.62	10.9%
进出口总额（亿美元）	404.03 亿元	54.8%	38.62	53.8%	25.10	2.6%
存款余额	1,192.69	4.99%	1,136.02	10.56%	1,027.54	19.59%
贷款余额	698.82	22.43%	570.78	15.20%	495.49	17.61%
人均 GDP（元）		97,232		86,897		76,046
人均 GDP/全国人均 GDP		1.50		1.46		1.41

资料来源：如东县2016-2018年国民经济和社会发展统计公报

2018年如东县实现公共财政收入57.55亿元，同比增长3.6%，其中税收收入48.05亿元，占公共财政收入比重为83.5%，实现政府性基金收入43.24亿元，同比下降1.8%；2018年如东县公共财政支出为119.18亿元，同比增长10.3%，财政自给率为48.29%。

沿海开发区凭借化工产业基础，经济实力稳步增长，固定资产投资增速有所下滑

沿海开发区位于南通市如东县小洋口地区，是2012年经如东县政府批复，将小洋口化学工业园、洋口镇和旅游开发区合并成立的县级开发区，是继如东经济开发区（省级开发区，成立于1992年）和洋口港经济开发区（县级开发区，成立于2005年）后成立的如东县内第三个开发区。沿海开发区总面积368平方公里，其中规划工业区26平方公里，区域内拥有海岸线24公里。从园区规模上来看，虽然沿海开发区整合时间较晚，但凭借小洋口化学工业园早期形成的工业基础，现沿海开发区在当地三个开发区中产业规模最大。从功能划分上看，如东经济开发区定位于食品、机械、电子等产业；洋口港经济开发区主要依托洋口港较好的自然条件，重点发展物流业；而沿海开发区重点发展化工、农药等产业，并依托小洋口度假区较好的自然风光发展旅游业。

沿海开发区总体划分为三个板块，即小洋口化学工业园、小洋口旅游度假区和洋口镇，其中小洋口化学工业园为沿海开发区产业发展区，重点农药化工企业均集聚于此；小洋口度假区目前尚处于规划建设期，未形成旅游产业规模；洋口镇承担了区域内主要的居住生活职能，致力于发展旅游及海洋渔业。小洋口化学工业园是南通市危险化学品生产储存区域，主要发展新材料、新医药、新农药和环保产业四大板块，现已入驻企业119家，包括上

市公司及其控股企业33家，其中知名化工企业德国巴斯夫公司在沿海开发区设立了农药制剂生产基地。但是，受环保指标提高、环保监管趋严等影响，区域内农药企业抓紧进行清洁设备升级、产品改良、减少排污等转型升级措施，短期内存在工业运营压力上升、经营效益下滑的风险。

2016-2017年沿海开发区实现地区生产总值分别为61.18亿元和69.45亿元，同比增速分别为8.54%和13.53%。2016-2018年，沿海开发区实现固定资产投资分别为127.00亿元、123.98亿元和90.00亿元，同比增速分别为30.19%、-3.08%和-27.40%。2016-2018年沿海开发区规模以上工业企业总产值分别为315.00亿元、318.00亿元和320.00亿元，增速分别为-14.86%、0.95%和0.60%。

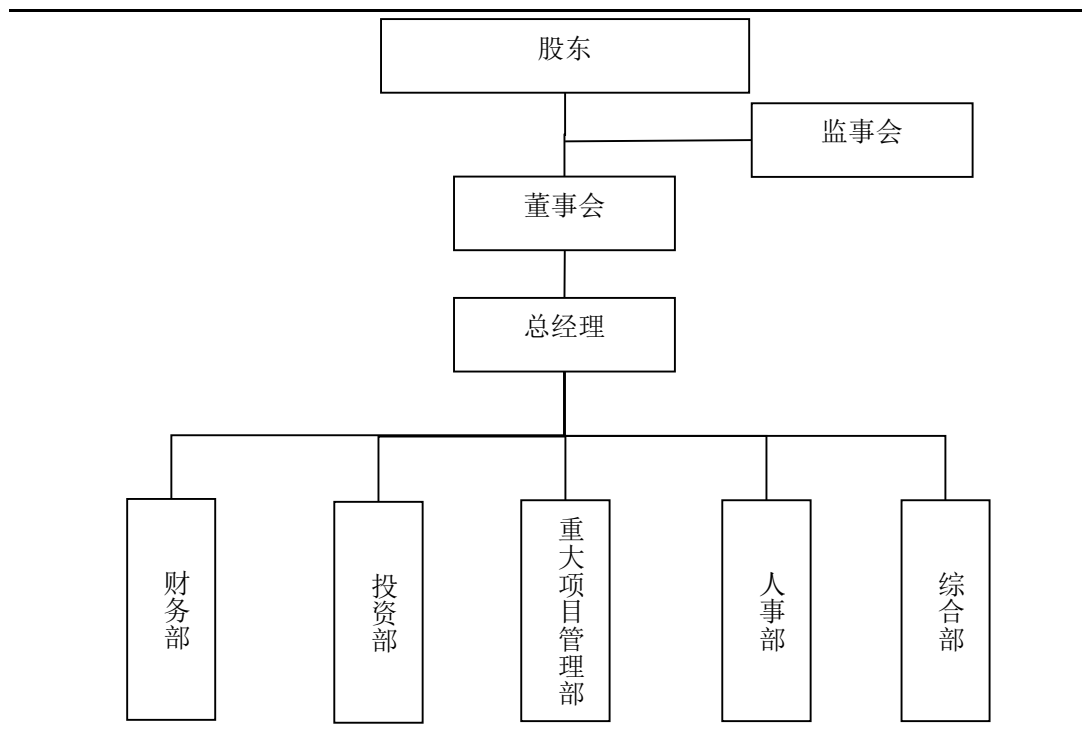
2018年沿海开发区实现公共财政收入8.71亿元，同比增长3.5%，公共财政支出为5.14亿元，财政自给率为169.64%。

五、公司治理与管理

公司建立了董事会、监事会和经理层的公司治理结构，股东行使股东会权利。股东主要决定公司经营方针和投资计划、审核修订公司章程等重大事项。公司董事会由5人组成，设董事长1人，董事会成员由东和投资委派产生，董事每届任期为3年，任期届满可连任。公司监事会共有成员5人，其中股东代表3人，由股东委派产生，公司职工代表2人，由职工代表大会选举产生，监事任期每届三年，任期届满，可连选连任。公司设总经理，由董事会任免，总经理主要负责公司的日常经营管理。

在公司管理方面，公司实行董事领导下的总经理负责制，并由总经理负责管理财务部、投资部、重大项目管理部、人事部、综合部等5个部门，公司组织结构图如下：

图 2 公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要从事如东县沿海开发区内的基础设施项目建设，2016-2018年公司分别实现营业收入6.93亿元、7.25亿元和6.33亿元，其中基础设施建设板块收入（含工程施工业务收入和项目管理收入）为公司主要收入来源，近三年占公司营业收入比重分别为97.01%、92.68%和89.97%；同时，随着公司完成了对开发区内工业供水管道的升级改造，公司具备了工业供水能力，近年来供水业务收入规模有所增长。毛利率方面，基础设施建设业务板块对公司盈利的贡献度高，直接影响公司毛利率水平，2017年公司基础设施建设业务代建费率有所下降，受此影响，公司2017和2018年的综合毛利率较2016年有所下降。2016-2018年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表 7 2016-2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	56,968.26	10.43%	67,153.02	10.43%	23,520.09	16.18%
项目管理	-	-	-	-	43,672.18	10.31%

供水业务	4,967.23	18.25%	4,844.14	37.60%	1,534.87	49.33%
其他业务	1,384.04	41.34%	459.13	-159.31%	539.23	-47.75%
合计	63,319.52	11.72%	72,456.29	11.18%	69,266.37	12.72%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司基础设施代建业务持续性较好，但业务毛利率有所下降，且随着在建项目的资金投入，公司面临一定的资金压力

受如东沿海经济开发区管委会（以下简称“沿海开发区管委会”）委托，公司本部和子公司如东县沿海旅游投资开发有限公司（以下简称“如东旅游”）承担了开发区内大部分城市基础设施建设项目，涉及围垦工程、道路工程和排海管道建设工程等项目。

公司基础设施代建业务板块的实施模式为：公司本部及子公司如东旅游与沿海开发区管委会签订《委托代建框架合同》，约定公司以自有资金和外部融资资金开展沿海开发区内市政道路等基础设施建设项目，开发区管委会以项目总概算的15%向公司本部支付代建管理费、以项目总概算的23%向如东旅游支付代建管理费，并按照项目进度以及结合财政安排分期结算。2016年1月起项目委托方调整为南通天元新能源投资有限公司（简称“天元投资”），天元投资唯一股东为如东沿海经济开发区服务中心。根据天元投资2016年与公司本部签订的《项目管理委托合同》、与如东旅游签订的《委托代建框架合同》，公司本部及如东旅游的基础设施建设项目代建模式不变，但天元投资支付公司本部的项目管理费比例由原来的15%调整为11.49%、支付如东旅游代建管理费比例由原来的23%调整为19.31%。2017年，天元投资与公司本部及如东旅游重新签订《委托代建框架合同》，约定天元投资支付公司本部及如东旅游的代建管理费均为15%，代建项目管理费的支付进度为项目开工时支付30%、工程进度达到50%时累计支付40%、工程竣工验收完成后累计支付95%，剩余5%在竣工后一年内完成支付。但在实际操作中，公司项目款项收到时间将主要取决于开发区财政安排及财力，资金回笼进度存在一定的不确定性。

2016-2018年公司分别实现基础设施代建收入（含工程施工业务收入和项目管理收入）6.72亿元、6.72亿元和5.70亿元，具体结算明细参见附录二。受公司本部和如东旅游所收取的代建费率变动的影响，代建业务毛利率有所下降，2018年公司工程施工业务毛利率为10.43%，较2016年下降5.75个百分点。

截至2018年末，公司共有29.48亿元的开发成本²尚未结转收入，未来基础设施代建业务板块收入较有保障，业务持续性较好，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。

² 开发成本中的“生活配套区”项目为“16如东公租房项目债”的公租房项目，属于自营项目

此外，公司还从事公租房项目的运营，由于公租房项目配套设施暂不完善，业务仍处于开展阶段，2018年公租房项目仅实现收入1,371.93万元，为预计营业收入的8.59%，公司自营项目实现的收入不及预期。

截至2018年末，公司主要在建代建项目包括镇区开发、土地收储、商业街回购、风景区建设等，公司主要在建代建项目计划总投资13.90亿元，已投资规模8.58亿元，此外，公司还有在建的自营项目，主要系本期债券募投项目。本期债券募投项目沿海风电厂房项目于2017年11月开工建设，计划总投资10.65亿元，截至2018年12月末已投资0.5亿元。总体来看，公司主要在建的代建和自营项目计划总投资24.55亿元，截至2018年末尚需投资15.47亿元，随着在建项目的资金投入，公司面临一定的资金压力。

表 8 截至 2018 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	4.76
	土地收储	2.00	0.67
	商业街回购	2.00	0.53
	旅游区金蛤路西侧	1.00	0.37
	匡河整治工程	1.50	1.32
	风景区建设	2.00	0.93
	小计	13.90	8.58
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	0.50
	小计	10.65	0.50
合计		24.55	9.08

注：部分代建项目已完工待结算。

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

公司供水业务由子公司如东县新天地供水服务有限公司（以下“新天地供水”）经营，供水范围包括沿海开发区内的居民及企业，2018年末，公司日供水能力为3.3万吨。2016-2018年新天地供水分别提供生活用水量177.00万吨、204.35万吨和207.42万吨，2016年，新天地供水完成了对沿海开发区内工业供水管道的升级改造，由此具备了工业供水能力，2016-2018年分别提供工业用水227.00万吨、988.67万吨和1,109.66万吨。价格方面，2016和2017年生活用水价格和工业用水价格分别为3.1元/吨和4.35元/吨，2018年生活用水价格和工业用水价格分别调整为3.07元/吨和4.32元/吨，工业供水单价较高。2016-2018年公司供水业务分别实现收入0.15亿元、0.48亿元和0.50亿元，毛利率分别为49.33%、37.60%和18.25%，业务毛利率有所下滑，主要系用水单价下降及管道施工过程中部分用水流失所

致，总体来看，供水业务为公司营业收入提供了有效补充。

表 9 2016-2018 年公司水务业务情况

项目名称	2018 年	2017 年	2016 年
生活用水年供水量（万吨）	207.42	204.35	177
生活用水单价（元/吨）	3.07	3.1	3.1
工业用水年供水量（万吨）	1,109.66	988.67	227
工业用水单价（元/吨）	4.32	4.35	4.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持力度较大

公司作为如东沿海经济开发区内重要的基础设施投融资建设主体，当地政府在资产注入和政府补助等方面给予公司较大的支持。资产注入方面，根据东沿管（2014）176号文件，2014年如东沿海经济开发区管理委员会将如东旅游公司100%股权划拨给公司，此外2014年当地政府还向公司拨付资金19.87亿元，2014及2016年公司资本公积分别增加26.32亿元和0.36亿元，2018年公司收到沿海经开区财政局拨付的资金0.60亿元及江苏省如东小洋口旅游区管理委员会拨付的南通金蛤岛投资发展有限公司的股权投资补偿款0.39亿元，合计0.99亿元计入资本公积，截至2018年末，公司资本公积为49.39亿元，资本实力有所提升。政府补助方面，2016-2018年公司分别获得政府补助收入2.25亿元、2.00亿元和0.30亿元，有效提升公司利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告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2016年和2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。因2018年审计报告对会计科目进行了调整，为保持数据一致性，2017年财务数据采用2018年审计报告中的期初数。2016-2018年公司合并范围无变化。截至2018年末，公司合并范围内共有3家子公司，具体情况参见表1。

资产结构与质量

近年公司资产规模持续增长，整体资产流动性较弱

公司资产总额由2016年末的135.75亿元增长至2018年末的153.84亿元，累计增长13.33%。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金规模为22.42亿元，其中使用受到限制的货币资金为6.11亿元，主要为定期存单、银行汇票保证金等。2018年末公司应收账款账面余额为8.93亿元，主要为应收南通天元新能源投资有限公司的工程施工款8.91亿元，占比应收账款总额的99.76%；公司其他应收款主要为与其他单位的往来款，2018年末其他应收款账面余额为23.11亿元，占公司资产的比重为15.02%，前五大应收对象分别江苏省如东沿海经济开发区财政局、南通金蛤岛投资发展有限公司、如东县沿海旅游经济开发区管理委员会、南通洋通建设工程有限公司³、如东河口城建开发有限公司，合计16.41亿元，占其他应收款总额的70.30%，应收对象主要为政府部门及国有企业，回收风险总体可控，但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。随着基础设施项目的投资建设，公司存货规模持续增长，2018年末账面价值为39.59亿元，占公司资产的比重为25.73%。存货均为在建项目开发成本，短期内难以变现。他流动资产主要为结构性存款，2018年末账面余额为8.41亿元。

表 10 2016-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	107,056.41	6.96%	224,180.89	15.73%	245,901.63	18.11%
应收账款	89,298.18	5.80%	53,675.73	3.77%	87.08	0.01%
其他应收款	231,065.85	15.02%	121,666.38	8.53%	114,592.81	8.44%
存货	395,854.82	25.73%	387,294.67	27.17%	366,328.78	26.99%
其他流动资产	84,133.00	5.47%	-	-	-	-
流动资产合计	911,118.41	59.23%	792,812.24	55.62%	732,568.75	53.97%
长期股权投资	15,315.77	1.00%	15,521.94	1.09%	15,521.94	1.14%
固定资产	29,940.05	1.95%	28,658.86	2.01%	17,099.49	1.26%
在建工程	56,138.09	3.65%	33,766.72	2.37%	16,404.49	1.21%
无形资产	523,869.85	34.05%	554,486.35	38.90%	575,688.37	42.41%
非流动资产合计	627,272.19	40.77%	632,688.14	44.38%	624,910.15	46.03%
资产总计	1,538,390.60	100.00%	1,425,500.38	100.00%	1,357,478.90	100.00%

资料来源：公司 2016 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产，截至2018年末，公司长期股权投资账面余额为1.53亿元，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2.99亿元，主要为房屋建筑物资产；在建工程账面价值5.61亿元，主要为在建的综合下海通道工程、重装设备成套基地工程、供水管网连通工程等。无形资

³ 南通洋通建设工程有限公司股东为 2 个自然人。

产主要为已办理权证的土地使用权和海域使用权，近年公司无形资产账面价值持续下降，主要系土地资产折旧摊销及部分土地资产处置所致。截至2018年末，公司无形资产中土地使用权为63宗，均为通过“招拍挂”程序获得的出让地，63宗土地的总面积为281.87万平方米，账面价值为52.20亿元，其中21.22亿元土地资产已用于抵押，占无形资产土地资产的40.65%；无形资产中海域使用权3宗，账面价值0.44亿元，尚未抵押。

总体来看，近年公司资产规模持续增长，但资产主要为其他应收款、开发成本和土地使用权，其他应收款回款时间具有一定不确定性，开发成本和土地使用权短期内无法集中变现，且公司受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。

盈利能力

近年公司营业收入有所波动，盈利依赖于政府补助及资产处置收益

公司主要从事沿海开发区内的基础设施项目建设，2016-2018年公司分别实现营业收入6.93亿元、7.25亿元和6.33亿元，呈一定波动态势，其中基础设施建设板块收入（含工程施工业务收入和项目管理收入）为公司主要收入来源，近三年占公司营业收入比重分别为97.01%、92.68%和89.97%。毛利率方面，基础设施建设业务板块对公司盈利的贡献度高，直接影响公司毛利率水平，2017年公司基础设施建设业务代建费率有所下降，受此影响，公司2017和2018年的毛利率较2016年有所下降。2016-2018年，公司分别实现利润总额2.33亿元、1.73亿元和2.18亿元，其中政府补助2.25亿元、2.00亿元和0.30亿元，占利润总额的比重分别为96.31%、115.35%和13.57%，2018年公司实现土地资产处置收益3.11亿元，大幅提高了公司盈利水平，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 11 2016-2018 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	63,319.52	72,456.29	69,266.37
其他收益	2,965.67	19,964.00	-
资产处置收益	31,139.96	-28.79	-
营业利润	21,863.10	17,315.78	1,215.34
营业外收入	-	-	22,460.25
利润总额	21,849.95	17,307.31	23,321.85
综合毛利率	11.72%	11.18%	12.72%

资料来源：公司 2016 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现比有所下降，且随着在建项目的资金投入，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基础设施建设项目结算收入，基础设施代建板块业务收入回款主要取决于如东县财政安排，2016年项目结算款到位较为及时，但2017及2018年公司收现比大幅下降，公司业务收入回款效率有所下降。公司收到其他与经营活动有关的现主要为收到与其他单位的往来款及政府补助。购买商品、接受劳务支付的现金主要是用于公司代建基础设施项目的支出。整体来看，2016-2018年公司经营活动产生的现金流量净额分别为7.90亿元、-0.75亿元和0.06亿元。

投资活动方面，近年投资活动现金流均呈现流出状态，2016-2018年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.10亿元、-4.45亿元和-5.44亿元，主要为购建资产的现金流出。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款、发行债券等方式筹措资金，2016-2018年公司筹资活动现金分别流入33.96亿元、30.44亿元和30.13亿元，现金流入规模较大，但与此同时，公司所需偿还债务规模较大，2016-2018年公司筹资活动现金分别流出28.14亿元、31.47亿元和29.03亿元，总体来看，2016-2018年公司筹资活动现金流净额分别为5.82亿元、-1.04亿元和1.10亿元。截至2018年末，公司主要在建的代建和自营项目尚需投资15.47亿元，随着在建项目的资金投入，公司面临一定的资金压力。

表 12 2016-2018 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	0.26	0.32	1.03
销售商品、提供劳务收到的现金	16,581.14	23,097.57	71,433.02
收到的其他与经营活动有关的现金	63,044.60	79,340.21	103,429.68
经营活动现金流入小计	79,625.73	102,437.79	174,862.69
购买商品、接受劳务支付的现金	55,960.24	45,858.82	66,126.71
支付的其他与经营活动有关的现金	9,531.60	57,755.88	28,105.02
经营活动现金流出小计	79,002.34	109,920.30	95,815.46
经营活动产生的现金流量净额	623.39	-7,482.51	79,047.24
投资活动产生的现金流量净额	-54,394.76	-44,463.12	-20,972.26
筹资活动产生的现金流量净额	11,046.89	-10,375.10	58,185.20
现金及现金等价物净增加额	-42,724.48	-62,320.74	116,260.18

资料来源：公司 2016 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，资产负债率持续攀升，公司面临较大的偿债压力

近年来公司负债规模快速增长，2016-2018年末公司负债规模分别为73.85亿元、79.04亿元和87.47亿元。所有者权益方面，得益于持续的经营积累，公司所有者权益持续增长，2016-2018年末公司所有者权益分别为61.90亿元、63.51亿元和66.37亿元。2016-2018年末公司产权比率分别为119.30%、124.45%和131.17%，所有者权益对负债的保障程度持续降低。

表 13 2016-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	874,673.69	790,394.59	738,487.09
所有者权益	663,716.91	635,105.78	618,991.81
产权比率	131.78%	124.45%	119.30%

资料来源：公司 2016 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2018年末流动负债占负债总额的比重为51.67%。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年末公司短期借款余额0.30亿元，较上年大幅下降；应付票据账面余额13.39元，其中应付银行承兑汇票10.11亿元、商业承兑汇票3.28亿元；其他应付款主要为其他单位的往来款及长期借款利息，2018年末，公司账面余额为21.71亿元，占负债总额的比重为24.82%，前五大应付对象分别如东县新天兴基础设施有限公司、如东县新天利商贸有限公司、如东县新天和资产管理有限公司、南通洋口综合开发有限公司和如东县洋口化学工业园管理委员会，合计金额15.04亿元，占其他应付款的69.26%。公司一年内到期的非流动负债规模为6.55亿元，系一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款。

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。2018年末公司长期借款22.47元，同比增长6.64%，其中保证加抵押借款10.99亿元、保证加抵押借款5.10亿元、保证借款4.50亿元、抵押借款1.88亿元。公司应付债券为“16如东公租房项目债”，其中2.00亿元将于2019年到期，已计入一年内到期的非流动负债，2018年末应付债券账面余额为8.46亿元。公司长期应付款为应付融资租赁款及借款，2018年末规模为11.34亿元，较上年显著增长。

表 14 2016-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,000.00	0.34%	39,870.00	5.04%	53,250.00	7.21%
应付票据	133,900.00	15.31%	73,500.00	9.30%	40,000.00	5.42%
应付利息	-	-	-	-	35,620.10	4.82%
其他应付款	217,104.62	24.82%	244,190.17	30.89%	216,218.74	29.28%

一年内到期的非流动负债	65,545.00	7.49%	35,121.24	4.44%	49,300.00	6.68%
流动负债合计	451,920.17	51.67%	422,220.82	53.42%	417,860.41	56.58%
长期借款	224,744.76	25.69%	210,750.00	26.66%	195,571.24	26.48%
应付债券	84,581.79	9.67%	101,246.79	12.81%	98,955.89	13.40%
长期应付款	113,426.97	12.97%	56,176.99	7.11%	26,099.54	3.53%
非流动负债合计	422,753.52	48.33%	368,173.78	46.58%	320,626.68	43.42%
负债合计	874,673.69	100.00%	790,394.59	100.00%	738,487.09	100.00%
有息债务	491,298.52	56.17%	443,165.02	56.07%	423,176.68	57.30%

资料来源：公司 2016 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司项目建设资金需求的增长，公司有息债务规模也有所提高，2016-2018年末公司有息债务总额分别为42.32亿元、44.32亿元和49.13亿元，占同期末负债总额的比重分别为57.30%、56.07%和56.17%。从2018年末公司有息债务偿还期限分布表来看，2019-2021年公司分别需要偿还有息债务7.30亿元、4.70亿元和12.45亿元，公司面临较大的偿债压力。

表 15 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
合计	7.30	4.70	12.45	24.76

注：上表中有息债务合计数与账面余额有所差异主要系应付债券利息摊销所致。

资料来源：公司提供

偿债指标方面，公司资产负债率有所增长，由2016年末的54.40%上升至2018年末的56.86%。2018年末公司现金短期债务比为1.56，公司现金对短期债务的保障程度一般。同时，公司整体有息债务规模相对较高，EBITDA利息保障倍数处于较低水平，公司盈利水平对利息的保障程度较低。

表 16 2016-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	56.86%	55.45%	54.40%
现金短期债务比	1.56	2.99	2.40
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.65	1.01
有息债务/EBITDA	17.73	13.46	10.28

资料来源：公司 2016 年及 2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

募投项目收益是本期债券还本付息资金的主要来源。本期债券计划发行规模人民币8

亿元，募集资金拟用于沿海风电厂房项目建设和补充营运资金。根据项目可研报告，项目建成后，在债券存续期内，沿海风电厂房项目共计可实现收入112,193.91万元，可实现项目净收益107,237.18万元，募投项目的自身收益将作为偿还本期债券的主要资金来源。但我们也关注到，本期债券募投项目未来尚需投资规模较大，可能出现募投项目在建设过程中劳动力成本价格上涨以及其他不可抗拒的自然灾害等问题，导致募投项目实际投资超出预算及项目投资进度未达到预期等情况，募投项目能否如期完工存在一定不确定性。此外，工业房地产市场行情受区域经济环境影响较大，在当前支柱化工产业运行压力加重的背景下，募投项目存在租售进度以及项目收益不及预期的可能性。

公司日常经营形成的收入和现金流入是本期债券还本付息的重要来源。2016-2018年，公司分别实现营业收入6.93亿元、7.25亿元和6.33亿元，分别实现利润总额2.33亿元、1.73亿元和2.18亿元，截至2018年末，公司主要在建代建项目计划总投资13.90亿元，已投资规模8.58亿元，此外，公司共有39.59亿元的开发成本计入存货尚未结转收入，公司基础设施代建业务持续性较好，能为本期债券的按时还本付息提供一定的保障。但值得关注的是，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。

此外，资产变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至2018年末，公司名下共有288.81万平方米土地资产，账面价值为53.30亿元，其中尚有32.08亿元土地资产未用于抵押。如果本期债券因遇到不可预见因素而出现偿债困难，公司可变现所拥有的土地资产以偿还债务。但是，土地资产价值易受土地一级市场影响而产生较大波动，且集中处置可能因政策因素存在一定的难度。

（二）本期债券保障措施分析

如东东泰提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

如东东泰出具了担保函，承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，承诺保证责任的期间为本期债券存续期及债券期限届满之日起二年。

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2018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，2016-2018年如东东泰分别实现营业收入16.41亿元、20.70亿元和27.05亿元，复合增长率为28.41%。从近三年主营业务收入结构来看，土地整理开发收入、转让土地及工程施工收入为其主要构成，此外如东东泰业务收入来源还包括项目管理业务、供水业务等。毛利率方面，2016-2018年如东东泰综合毛利率分别为44.96%、55.49%和40.99%。

表 17 2016-2018 年如东东泰营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理开发	45,426.31	37.81%	58,972.58	81.52%	58,776.20	65.42%
转让土地	96,253.96	47.31%	54,044.38	61.00%	-	-
工程施工	38,665.58	14.39%	48,204.80	13.33%	61,705.67	16.67%
项目管理业务	14,977.35	100.00%	17,203.82	100.00%	14,759.65	100.00%
供水业务	15,216.04	50.95%	14,154.39	49.65%	11,310.09	47.38%
其他业务	59,982.78	33.16%	14,456.45	22.02%	17,516.87	27.98%
合计	270,522.01	40.99%	207,036.42	55.49%	164,068.48	44.96%

资料来源：如东东泰 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，如东东泰资产总额为974.91亿元，所有者权益合计为435.79亿元，资产负债率为54.96%。2018年度，如东东泰实现营业收入27.05亿元，利润总额4.71亿元，经营活动产生的现金净流入5.53亿元。

表 18 2016-2018 年如东东泰主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	9,749,061.11	9,231,659.30	8,966,399.16
所有者权益	4,357,869.65	4,395,633.40	4,319,973.75
有息债务	3,612,524.00	3,273,403.80	2,949,550.77
资产负债率	54.96%	52.39%	51.82%
流动比率	2.46	2.88	2.11
营业收入	270,522.01	207,036.42	164,068.48
其他收益	28,408.15	25,240.27	71,208.29
营业外收入	924.28	9,033.89	652.20
利润总额	47,094.65	44,579.42	34,013.82
综合毛利率	40.99%	55.49%	44.96%
EBITDA	112,935.86	141,774.89	133,329.03
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.89	1.00
经营活动现金流净额（万元）	55,331.69	-308,549.44	-325,384.44

资料来源：如东东泰 2016-2018 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全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

九、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10月8日），公司本部不存在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，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额为36.57亿元，占同期末净资产的55.09%，被担保企业大多为沿海开发区内的平台企业或国有企业，但均未采取反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表 19 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	担保金额
南通天元新能源投资有限公司	3,000.00
南通小洋口旅游服务有限公司	32,000.07
南通洋口港综合开发有限公司	120,123.86
如东县康泰城镇建设有限公司	27,535.66
如东县新天和资产管理有限公司	92,000.00
如东县新天利商贸有限公司	7,000.00
如东县新天时农业发展有限公司	36,000.00
如东县新天兴基础设施有限公司	48,000.00
合计	365,659.59

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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	107,056.41	224,180.89	245,901.63
其他应收款	231,065.85	121,666.38	114,592.81
存货	395,854.82	387,294.67	366,328.78
无形资产	523,869.85	554,486.35	575,688.37
总资产	1,538,390.60	1,425,500.38	1,357,478.90
短期借款	3,000.00	39,870.00	53,250.00
应付票据	133,900.00	73,500.00	40,000.00
其他应付款	217,104.62	244,190.17	216,218.74
一年内到期的非流动负债	65,545.00	35,121.24	49,300.00
长期借款	224,744.76	210,750.00	195,571.24
应付债券	84,581.79	101,246.79	98,955.89
长期应付款	113,426.97	56,176.99	26,099.54
总负债	874,673.69	790,394.59	738,487.09
有息债务	491,298.52	443,165.02	423,176.68
所有者权益	663,716.91	635,105.78	618,991.81
营业收入	63,319.52	72,456.29	69,266.37
其他收益	2,965.67	19,964.00	-
营业利润	21,863.10	17,315.78	1,215.34
营业外收入	-	-	22,460.25
利润总额	21,849.95	17,307.31	23,321.85
经营活动产生的现金流量净额	623.39	-7,482.51	79,047.24
投资活动产生的现金流量净额	-54,394.76	-44,463.12	-20,972.26
筹资活动产生的现金流量净额	11,046.89	-10,375.10	58,185.20
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	11.72%	11.18%	12.72%
收现比	0.26	0.32	1.03
产权比率	131.78%	124.45%	119.30%
资产负债率	56.86%	55.45%	54.40%
现金短期债务比	1.56	2.99	2.40
EBITDA（万元）	35,269.63	38,384.21	45,035.48
EBITDA 利息保障倍数	0.95	1.65	1.01
有息债务/EBITDA	17.73	13.46	10.28

注：2017年财务数据采用2018年审计报告中的期初数。

资料来源：公司2016年及2018年审计报告，中证鹏元整理

附录二-1 2016-2018年公司工程施工业务情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	成本	收入	成本	收入	成本	收入
围垦工程	559.34	643.24	-	-	9,060.76	10,810.39
土地	-	-	375.09	418.80	6,797.55	8,110.15
绿化工程	22,043.74	25,350.30	-	-	1,398.85	1,668.97
镇区开发	16,576.04	19,062.45	-	-	1,123.21	1,340.10
素质教育基地展览馆	-	-	11,498.64	12,847.99	821.47	980.10
风景区建设	-	-	177.73	198.44	286.95	342.36
零星工程及其他	538.95	619.79	-	-	159.51	190.32
海上迪斯科	-	-	-	-	63.56	75.83
金蛤大道	-	-	16,041.56	17,910.48	1.23	1.47
海印寺景观区	-	-	131.14	146.42	0.34	0.40
道路工程	7,256.34	8,344.79	-	-	-	-
明渠护坡工程	28.94	33.28	-	-	-	-
二期道路	51.05	58.70	-	-	-	-
二期水利	246.27	283.21	-	-	-	-
污水处理	3,024.78	3,478.50	-	-	-	-
消防	38.32	44.06	-	-	-	-
二期电力设施	-	-	12,237.71	13,663.46	-	-
二期路灯	5.73	6.58	-	-	-	-
土方工程	-	-	2,159.12	2,410.67	-	-
旅游开发	637.15	732.72	-	-	-	-
供水工程	-	-	2,460.84	2,747.54	-	-
湿地公园	-	-	2,564.59	2,863.38	-	-
办公活动房	-	-	255.74	285.53	-	-
码头及桥梁	-	-	1,033.01	1,153.36	-	-
需安装设备	17.10	19.67	-	-	-	-
金蛤岛护坡及土方工程	-	-	391.47	437.08	-	-
商业街回购	-	-	57.61	64.32	-	-
旗华码头工程	-	-	82.72	92.36	-	-
食品工业园污水收集工程	-	-	213.03	237.84	-	-
涵洞工程	-	-	379.43	413.93	-	-
观海长廊景观区	-	-	1,251.66	1,397.49	-	-
生态廊道建设	-	-	8,834.66	9,863.96	-	-
合计	51,023.74	58,677.30	60,145.75	67,153.02	19,713.43	23,520.09

注：2018年工程施工业务收入为含税收入
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录二-2 2016年公司项目管理收入明细（单位：万元）

项目名称	成本	收入
道路	109.76	122.37
明渠护坡工程	167.73	187.01
围垦工程	111.28	124.08
绿化工程	764.03	851.85
二期道路	553.89	617.55
二期水利	5,494.51	6,126.06
污水处理	3,810.11	4,248.05
消防	456.12	508.55
二期电力设施	2,431.47	2,710.95
二期路灯	874.12	974.59
土方工程	429.57	478.94
旅游开发	580.58	647.31
供水工程	489.60	545.87
洋口农场公租房	1,081.39	1,205.69
码头及桥梁	205.52	229.15
零星工程及其他	457.00	509.53
需安装设备	582.09	649.00
湿地公园	413.70	461.25
海印寺景观区	15.90	17.73
土地竞拍	1,145.81	1,277.51
绿化工程	4,385.72	4,889.82
镇区开发	4,090.11	4,560.24
围垦工程	3,297.89	3,676.96
旗华码头工程	16.46	18.35
匡河整治工程	1,368.15	1,525.41
金蛤大道	1,916.72	2,137.03
食品工业园污水收集工程	25.83	28.80
土地收储	1,267.98	1,413.73
风景区	35.36	39.43
涵洞工程	45.72	50.97
金蛤岛护坡及土方工程	49.68	55.39
素质教育基地展览馆	1,687.12	1,881.05
海上迪斯科	145.76	162.51
生态廊道建设	663.22	739.45

合计	39,169.90	43,672.18
----	-----------	-----------

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
产权比率	负债总额/所有者权益
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+交易性金融资产+应收票据
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+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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。