

2012 年如东县东泰社会发展投资有限责任公司

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：

2012 年如东县东泰社会发展投资有限责任公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【544】号 01

债券简称：12 如东东泰
债/PR 如东投

债券剩余规模：1.60 亿
元

债券到期日期：2019 年
9 月 24 日

债券偿还方式：每年付
息一次，存续期第 3-7
年度分别偿付本金的
20%

	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 26 日	2018 年 06 月 20 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”）对如东县东泰社会发展投资有限责任公司（以下简称“如东东泰”或“公司”）及其 2012 年 9 月 24 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。本次评级结果是考虑到：外部市场环境较好，为公司发展提供良好基础；公司主业多元化程度高，部分业务具备较强的区域垄断性，业务持续性好；营业收入和利润保持良好增长势头，新增安置房与商品房销售业务；土地储备资源丰富；作为如东县核心的基础设施建设与土地整理开发主体，公司获得的外部支持力度较大。同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，在建工程存在较大资金需求，面临一定的资金支出压力，有息债务规模较大以及存在一定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 年如东县实现地区生产总值（GDP）952.29 亿元，较上年增长 7.50%，高于全国增速水平，经济总量继续增加，为公司发展提供了良好基础。
- 公司主业多元化程度高，部分业务具备较强的区域垄断性，业务持续性好。公司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，业务多元化程度高；公司供水业务、污水处理、管线桥租赁、港务港杂收入等具有较强的区域垄断优势，业务较为稳定。截至 2018 年末，公司待整理土地面积总计约为

分析师

姓名：
徐宁怡 田珊

电话：
021-51035670

邮箱：
xuny@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

12.00 平方公里，在建的项目主要为代建项目，计划总投资 55.65 亿元，尚需投资 28.48 亿元，公司业务持续性好。

- **营业收入和利润保持良好增长势头，新增安置房与商品房销售业务。**2018 年公司实现营业收入 27.05 亿元，较上年增长 30.66%，其中新增安置房与商品房销售收入共计 3.90 亿元。2018 年公司实现利润总额 4.71 亿元，同比增长 5.64%。
- **土地储备资源丰富。**截至 2018 年末，公司存货、投资性房地产和无形资产中土地所有权总计账面价值为 347.41 亿元，其中出让用地占比为 97.06%。公司所有土地中用于抵押的土地使用权账面价值为 149.42 亿元，尚可用于抵押的土地使用权账面价值为 197.99 亿元，占总体土地资产比重为 56.99%，丰富的土地储备增加了公司融资弹性。
- **作为如东县核心的基础设施建设与土地整理开发主体，公司获得的外部支持力度较大。**近年地方政府在资产注入和财政补贴方面给予公司较大支持。资产注入方面，2018 年度，财政拨土地征收及拆迁安置款项增加资本公积 1.70 亿元；政府调拨资产增加资本公积 2.96 亿元；财政拨款增加资本公积 1.86 亿元。在财政补贴方面，如东县财政局为了支持公司及下属控股公司基础设施建设，每年会给予一定的财政补贴，2018 年公司获得补贴收入 2.84 亿元，其中包括基础设施专项补助 2.81 亿元、县区自来水经营补助 0.02 亿元等经营补助，增强了公司盈利能力。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司其他应收款、存货、投资性房地产、无形资产合计占公司资产总额的 77.60%。其中其他应收款 234.35 亿元，主要为公司与政府下属单位的往来款，其回收时间存在不确定性；此外公司存货、投资性房地产和无形资产中的土地资产已抵押部分账面价值为 149.42 亿元，占公司资产总额的 15.33%。整体来看，公司资产流动性较弱。
- **公司在建工程存在较大资金需求，面临一定的资金支出压力。**截至 2018 年末，公司在建工程计划总投资 55.65 亿元，已投资 27.17 亿元，未来尚需投资 28.48 亿元，待整理土地面积总计约为 12.00 平方公里，面临一定的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，存在较大的偿债压力。**随着银行借款和债券融资的增加，公司有息债务规模增长较快，2018 年末有息债务规模达到 361.25 亿元，同比增长 10.36%，占总负债的 67.01%，其中 2019 年需偿付的有息债务规模为 84.02 亿元，

考虑到 2018 年末公司资产负债率为 55.30%，处于较高水平，且 EBITDA 利息保障倍数下降为 0.68，处于较低水平，存在较大的偿债压力。

- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外提供的担保总额为 174.34 亿元，占同期所有者权益的 40.01%。其中包括部分对民营企业的担保，对外担保总规模较大且大部分未设置反担保措施，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	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	55.30%	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
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	55,331.69	-308,549.44	-325,384.44

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2012年9月24日发行7年期8亿元公司债券，募集资金原计划用于砖瓦厂周边1号地块如东县保障性住房建设项目、如东县长沙镇太阳岛基础设施建设二期工程和如东县引江区域供水二期工程项目。截至2019年6月12日，本期债券募集资金专项账户余额为470,825.72元。

二、发行主体概况

截至2019年5月末，公司实际控制人和注册资本均未发生变化，注册资本和实收资本仍为8.5亿元，控股股东仍为如东县投资管理办公室，公司实际控制人仍为如东县人民政府。2018年公司合并范围新增1家子公司，减少1家子公司，详情见下表。2018年度公司主营业务范围新增经适房、安置房销售业务与商品、其他房产销售业务，截至2018年末，公司主要业务范围包括土地整理开发、转让土地、工程施工、项目管理、供水、港口经营等业务。

图1 截至2019年5月末公司股权结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2018年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南通北坎海鲜商贸有限公司	100.00%	1,000.00	水产品、禽蛋、干鲜蔬菜、干鲜果品、家禽、粮食、鲜活海产品、初级农产品、	投资设立
2、2018年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
南通港瑞投资开发有限公司	100.00%	20,000.00	医疗、康复疗养项目投资、管理；基础设施建设投资、开发；旅游项目开	注销，不再经营

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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。

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	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

	能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)		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年如东县地区生产总值稳步增长,但增速有所回落,规模工业产值增速有所提升

2018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 952.29 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.5%,增速较上年略有下降。其中第一产业增加值 75.22 亿元,同比增长 2.9%;第二产业增加值 439.13 亿元,同比增长 7.2%;第三产业增加值 437.94 亿元,同比增长 8.6%,三次产业结构由上年的 8.4: 45.9: 45.7 调整为 7.9: 46.1: 46.0。第二和第三产业在地方经济中的比重进一步上升,截至 2018 年末,如东全县常住人口 97.85 万人,照此计算人均 GDP 达到 97,232 元,是全国人均生产总值的 150.41%。

工业方面，2018年如东县规模以上工业总产值增长15.8%，其中，轻重工业分别同比增长15.3%和16.2%。全县规模以上高新技术产业产值增长17.0%，占规模以上工业总产值比重为43.61%，占比同比提升0.29个百分点；全县规模以上工业企业主营业务收入1,991.87亿元，比上年同比增长14.9%；利润总额159.34亿元，同比增长15.1%。2018年如东县完成固定资产投资同比增长8.00%，其中，工业投资同比增长7.7%，服务业投资同比增长8.4%。2018年如东县社会消费品零售总额377.66亿元，同比增长9.10%，是经济增长的重要支撑。此外，2018年如东县进出口总额58.76亿美元，同比增长54.8%，其中，出口总值136.12亿元，增长13.8%；进口总值267.91亿元，同比增长89.5%。

表3 2017-2018年如东县主要经济指标及同比变化情况（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	952.29	7.50%	852.5	7.90%
第一产业增加值	75.22	2.90%	71.37	3.10%
第二产业增加值	439.13	7.20%	391.21	7.90%
第三产业增加值	437.94	8.60%	389.92	8.80%
规模以上工业总产值	-	15.80%	2,161.45	12.00%
固定资产投资	-	8.00%	563.33	9.10%
社会消费品零售总额	377.66	9.10%	347.45	9.10%
进出口总额（亿美元）	58.76	54.80%	38.62	53.80%
本外币存款余额	1,192.69	-	1,136.02	10.56%
本外币贷款余额	698.82	-	570.78	15.20%
人均GDP（元）	97,232		86,897	
人均GDP/全国人均GDP	150.41%		145.65%	

注：进出口总额按2018年12月31日美元汇率折算

资料来源：2017-2018年如东县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，比上年增长3.6%，其中税收收入48.05亿元，同比增长4.8%，税收占比达83.41%，公共财政收入质量较好。实现政府性基金收入43.24亿元，同比减少1.8%。同期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（公共财政收入/公共财政支出）为48.29%，财政自给能力一般。

四、经营与竞争

公司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。近年公司营业收入保持增长，2018年公司实现营业收入27.05亿元，较上年增长30.66%，主要系公司当年新增安置房销售以及商品房销售业务所致。2018年公司转让土

地业务收入大幅增长 76.25%，贡献营业收入 9.53 亿元，主要系当年如东县土地需求扩大，土地转让较多所致；2018 年土地整理开发业务、工程施工业务和项目管理业务较上年均有所下降，分别贡献收入 4.54 亿元、3.87 亿元和 1.50 亿元；供水业务略有上升，贡献收入 1.52 亿元；公司其他业务收入主要由港务港杂收入、管线桥租赁、污水处理、技术劳务服务和材料销售收入等构成，2018 年上述其他业务项目收入合计为 2.19 亿元；2018 年公司开始出售新光安置区二期项目（鑫城苑）等安置房，实现安置房销售收入 2.83 亿元；2018 年公司开始出售人才公寓、长南公寓与长南统建房等商品房，实现商品房销售收入 1.07 亿元。

毛利率方面，由于 2018 年收入规模最大的转让土地业务的协议价格相对不高，导致该业务毛利率有所下降；土地整理业务当年结转成本较多；新增安置房与商品房销售的业务毛利率均远低于公司毛利率平均水平，综合影响下，2018 年公司综合毛利率降至 40.99%，较上年下降 14.50 个百分点。

表4 公司 2017-2018 年营业收入明细情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
转让土地	95,253.96	46.75%	54,044.38	61.00%
土地整理开发	45,426.31	37.81%	58,972.58	81.52%
工程施工	38,665.58	14.39%	48,204.80	13.33%
供水业务	15,216.04	50.95%	14,154.39	49.65%
项目管理业务	14,977.35	100.00%	17,203.82	100.00%
其他业务	21,934.36	44.47%	14,456.45	22.02%
安置房销售	28,330.42	31.80%	-	-
商品房销售	10,718.01	19.82%	-	-
合计	270,522.01	40.99%	207,036.42	55.49%

资料来源：公司 2017-2018 审计报告，中证鹏元整理

公司转让土地规模大幅增加，未来收入存在一定的不确定性

公司转让土地业务系 2017 年新增业务，该业务收入主要为公司对外转让公司持有开发待出售的土地，均为公司原收录在存货科目内持有所有权证的土地。公司与受让方签订资产转让协议，协议约定转让土地使用权价款、价款支付时限、税费缴纳及合同双方义务等。转让土地业务成本主要为土地购置成本和持有期间产生的使用税费。因单项业务涉及金额较大，受让公司议价能力等情况有所差异，单笔合同的转让价款由协议确定，无固定加成模式，故每单转让土地业务的毛利率水平略有波动。2018 年受让方主要为如东县民泰城乡建设工程有限公司和如东洋口港绿化工程有限公司。

2018 年公司实现转让土地收入合计 9.53 亿元，较上年大幅增长 76.25%，主要系当年

如东县土地需求扩大，土地转让较多所致，毛利率大幅下降至 46.75%。因公司转让土地业务受当地土地需求影响较大，且公司尚未有具体的土地转让计划，未来收入存在一定的不确定性。截至 2018 年末，公司存货中共有土地使用权 102.78 亿元可供转让，该业务具有一定的可持续性。

表5 2018年公司转让土地业务项目及收入情况（单位：万元）

受让方	地块名称	收入确认	成本确认
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□□□2012□□510025□	21,556.47	11,592.08
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□□□2015□□510021□	13,454.40	3,990.46
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□□□2012□□510009□	20,534.94	11,750.28
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□□□2013□□510003□	11,783.71	3,696.89
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□□□2014□□720024□	27,924.44	19,690.65
□□	-	95,253.96	50,720.36

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司土地整理收入有所下降，毛利率大幅下降

公司土地整理开发收入全部来自子公司江苏洋口港建设发展集团有限公司（以下简称“洋口港建发”），洋口港建发负责临港工业区的土地整理、围填海和基础设施建设项目。临港工业区经过前期围海造地形成生地后，需通过七通一平等整理形成熟地，通过招拍挂形式出让给入驻企业。根据洋口港建发与如东县土地储备中心签订的《委托土地开发协议》，洋口港建发负责对洋口港经济开发区规划范围内的土地进行整理，达到净地条件后，交由如东县土地储备中心进行出让，土地整理收入在扣除公司垫付后的开发费用及各项规费后的净收益，由如东县土地储备中心与公司按比例分成，若土地不需要实施拆迁安置，分成比例为 8:2，需实施拆迁安置，分成比例为 5:5。在确认收入的同时，公司将整理土地的工程成本、管理成本、整理成本、规划涉及成本等与土地整理相关的支出确认为成本。

2018 年公司实现土地开发收入 4.54 亿元，较上年下降 22.97%，因当年结转的间接成本较多，业务毛利率有所下降，2018 年该项业务毛利率为 37.81%，较上年大幅下降 43.71 个百分点。

表6 2018 年土地整理业务主要收入情况（单位：万元）

项目名称	确认收入
□□□□95,678.80□□□□□□□□□□□□□□	961.57
□□□□40,002.00□□□□□□□□□□□□□□	732.03
□□□□13,085.00□□□□□□□□□□□□□□□□	131.50
□□□□133,222.00□□□□□□□□□□□□□□	1,338.88
□□□□102,628.30□□□□□□□□□□□□□□	1,031.41

348,990.43	6,386.49
312,309.00	4,075.61
002	27,922.45

注：土地整理业务收入除本表中列式的项目外，还包括收取民泰城乡文体中心项目征收服务费、结算市政项目征收服务费以及收民泰城乡市政项目征收服务费开票。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司在整理的地块主要包括临港一期、二期、三期的部分地块，目前一期工程（约 17 平方公里）约 98%的土地已基本完工，二期工程（约 12 平方公里）约 70%的土地和三期工程（约 10 平方公里）约 40%的土地已完成整理，公司待整理土地面积总计约为 12.00 平方公里，公司土地整理业务收入存在一定的持续性。

公司工程施工和项目管理收入主要来自基础设施建设工程，业务持续性好；目前公司在建项目较多，面临一定的资金支出压力

公司工程施工收入主要来自洋口港建发，该公司利用岸线和航道资源实施海域吹填、航道清淤、港池建设、码头施工等港口开发工程，参与开发区内路网工程、管线桥工程、水利工程、工业厂房等工程的招投标和建设，并按照合同价款确认收入。政府通过如东洋口港产业控股有限公司与洋口港建发签订委托代建框架合同，公司通过《建设项目结算确认书》确认当年的收入与成本。公司工程施工业务每年的施工量受到当地规划和招商引资的影响，因此工程施工收入呈现出一定波动。2018 年公司实现工程施工收入 3.87 亿元，较上年下降 19.79%。2018 年工程施工业务毛利率为 14.39%，同比略有上升，主要系 2018 年新增项目合同的加成比例较上年有所变化所致。

表7 2018 年公司主要的工程施工业务收入情况（单位：万元）

项目名称	确认成本	确认收入
独立水系工程	1,409.60	1,573.82
临港一期和阳光岛污水收集点	211.44	243.39
阳光岛综合服务中心改扩建土建及装饰	353.66	407.10
洋口港特勤消防站	368.15	423.78
洋口港临港工业区荒料堆场	2,758.94	3,175.86
洋口港保税物流中心（A）型项目	37.74	47.17
洋口港临港工业区与 G328 连接线新建工程 G328-YKGLJX 标段项目	39.70	49.63
洋口港经济开发区人才公寓二期项目	54.34	67.92
港城港口学校	16,680.98	19,063.98
新城启动区建设	2,544.90	2,908.46
新城区商务大厦建设	1,791.01	2,046.87
港城社区长东长南安置点	1,369.66	1,565.33
横十五路项目	403.61	475.11

洋口港口岸商务区	397.89	468.38
新城区道路	2,414.73	2,842.49
洋口港港城中心市场	310.44	365.44
长沙路南伸北延	194.68	229.17
西气东输进户工程	73.33	86.32
洋口运河项目	44.21	52.04
长堤安置点配套工程	48.25	56.80
洋口港港城客运站	32.22	37.92
交通绿化工程	1,645.36	1,936.82

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司项目管理收入主要来自子公司如东县兴东交通建设投资有限公司、如东通海水务开发有限公司和如东县开泰城建投资有限公司（以下简称“开泰公司”）。根据 2012 年 1 月如东县财政局出具东财基[2012]18 号文件，文件规定对于公司承建的非经营性基础设施建设项目，承建主体作为产权主体并享有资产权益，同时按年度工程投资增加额，财政给予公司 20%的管理费，公司按照管理费金额计入业务收入。2018 年政府为公司确认收入的项目包括口岸商务区四栋楼、综合服务中心改扩建工程和石材产业园等工程，获得项目管理费收入 1.50 亿元，较上年下降 12.94%，其毛利率仍为 100%。

公司在建工程主要为公司自建的码头、管道与医院等项目，未来完工后将转入固定资产，由公司自持自营。截至 2018 年末，公司主要在建项目包括洋口港区 15 万吨级航道工程、金牛岛工程、人工岛三期及洋口港医院等项目，计划总投资 55.65 亿元，已投资 27.17 亿元，未来尚需投资 28.48 亿元，随着在建项目陆续完工投入使用，将来会形成较大规模的业务收入，业务持续性好。同时考虑到，目前公司在建项目较多，面临一定的资金压力。

表8 截至 2018 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	预计完工时间
□□□□□	8.50	7.75	2019
□□□□□	2.50	2.29	2019
□□□□□□	0.40	0.30	2021
□□□□□□□□□□□□□□	1.50	0.30	2022
□□□□□	4.50	1.15	2019
□□□□□	10.00	0.26	2025
□□□□□□□□□□□□□□□□□□	1.00	0.75	2020
洋口港区 15 万吨级航道工程	11.70	5.76	2020
管廊项目	2.00	1.03	2020
供水管网改造迁移工程	5.00	4.00	2020
水系工程	1.50	1.24	2019

农村管网改造	0.80	0.42	2019
农村饮水工程	0.45	0.36	2019
供热管网工程	0.80	0.27	2020
物流园区	5.00	1.29	2023
合计	55.65	27.17	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供水业务具有较强的区域垄断性，能为公司提供较稳定的现金流入

公司供水业务由全资子公司如东县自来水公司（以下简称“如东自来水”）运营，如东自来水承担着如东县城区生活用水和工业用水的供水任务，具有较强的区域垄断优势，能为公司提供较稳定的现金流入。2018 年公司供水面积、服务人口和供水能力与上年持平，但年供水量有所上升，2018 年公司实现供水收入 1.52 亿元，同比增长 7.50%。随着如东县各乡镇特别是港城供水系统的完工，自来水业务相关收入将有较好的增长空间。

表9 2017-2018 公司自来水主要供水情况

项目	2018 年	2017 年
供水面积（平方公里）	1,531	1,531
服务人口（万人）	104	104
供水能力（万立方米/日）	35	35
供水量（万立方米/年）	6,954	6,734
售水量（万立方米/年）	6,798	6,480
水质管网综合合格率	99.90%	99.80%
管网压力合格率	99.00%	98.80%
漏损率	2.24%	3.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年公司新增安置房和商品房销售业务，对公司利润水平形成一定的补充

2018 年公司新增安置房销售业务，主要系子公司如东县鑫源城房地产开发有限公司出售经济适用房和安置房的销售。2018 年售出项目为新光安置区二期项目（鑫城苑）、民生银河湾、爱民花园安置房和砖瓦厂 1 号地块政府保障房（阳光家园），合计销售收入为 2.83 亿元，毛利率为 31.80%。

2018 年公司新增商品房销售业务，主要系子公司南通洋口港港城开发有限公司出售商品房和其他房产。2018 年售出项目为人才公寓、长南公寓与长南统建房，合计销售收入为 1.07 亿元，毛利率为 19.82%。整体来看，新增安置房和商品房销售收入对公司利润水平形成一定的补充。

截至 2018 年末，公司的安置房与商品房项目均已完工，合计总投资与已投资金额为 13.57 亿元，实现销售并结转成本 2.79 亿元，预计未来可实现较为稳定的现金流入。

表10 截至2019年5月末公司主要安置房与商品房项目情况（单位：万元）

项目名称	建筑面积	总投资	已投资
如东县爱民路北侧阳光家园安置房建设项目	85,030.11	25,000.00	25,000.00
如东县县城长江路北侧、井冈山路西侧安置小区1、2、3号地块	168,912.88	45,398.66	45,398.66
鑫和苑（如东县城爱民路南侧、生产路东侧）	75,296.44	25,000.00	25,000.00
如东县城人民路西侧、掘苴河南侧1#地块安置房项目	112,550.38	40,318.63	40,318.63
□□	441,789.81	135,717.29	135,717.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在资本支持、财政补贴等方面继续获得较大力度的外部支持

为保证城市建设的顺利实施，提升公司的融资能力，如东县政府对公司的支持力度相对较大。2018年度，财政拨土地征收及拆迁安置款项增加资本公积1.70亿元；政府调拨资产增加资本公积2.96亿元；财政拨款增加资本公积1.86亿元。在财政补贴方面，如东县财政局为了支持公司及下属控股公司基础设施建设，每年会给予一定的财政补贴，2018年公司获得补贴收入2.84亿元，其中包括基础设施专项补助2.81亿元、县区自来水经营补助0.02亿元等经营补助。整体来看，如东县政府通过资本金注入、财政补贴等多种形式，提升了公司整体实力和可持续发展能力。

公司是如东县核心的基础设施建设与土地整理开发主体，具备很高的重要性，承接业务方面能够获得如东县政府单位的支持，有利于保障公司经营平稳发展。

表11 2018年公司获得的外部支持情况（单位：亿元）

1、资产注入	
项目	增加资本公积金额
财政拨土地征收及拆迁安置款项	1.70
政府调拨资产	2.96
财政拨款	1.86
2、政府补助	
项目	金额
基础设施专项补助	2.81
开发区劳务运营补助	0.02
2017年度中央财政旅游发展基金补助地方项目一期项目补贴	0.02
3、其他	
项目	减少资本公积金额
土地收回	10.66
退还财政局债券置换资金	0.79
南通港瑞投资开发有限公司注销过程中管委会不归还的土地	1.58
转由财政承担的利息	0.47

归还土地返还款	0.05
凯泉（南通）污水处理有限公司少收取的部分资本溢价	0.02

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

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 年审计报告，报告采用新会计准则编制。公司合并范围 2018 年新增 1 家子公司，减少 1 家子公司，详情见表 1。

资产结构与质量

公司土地使用权、往来款和投资性房地产规模较大，且存货中在建项目变现能力不强，整体资产流动性较弱，土地储备资源丰富，土地资产质量较好

随着债务扩张与收益结存，截至 2018 年末，公司总资产规模达到 974.91 亿元，较上年增长 5.60%。截至 2018 年末，公司资产中流动资产和非流动资产的比重略有变化，分别占资产的 63.48%和 36.52%。

2018 年末，公司流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主。公司 2018 年末货币资金账面价值与上年基本持平，规模为 86.54 亿元，其中使用受限资金为 38.46 亿元，主要是公司担保保证金、定期存款和质押存单等，在货币资金中占比 44.44%。其他应收款规模较大，2018 年末账面价值为 234.35 亿元，较上年上升 18.74%，占公司资产总额的 24.04%。其中占比较大的是应收如东县财政局、江苏省洋口港经济开发区管理委员会、南通瑞鑫绿化园林有限公司、如东县沿海宏业投资开发有限公司和如东县协城教育装备实业公司等单位的往来款，前五位其他应收款债务人的欠款金额占其他应收款 2018 年末余额的 54.19%。公司其他应收账款规模较大，回款时间存在一定不确定性，对公司资金形成较大的占用。公司存货主要是洋口港建发的土地整理项目、工程施工项目、安置房与商品房项目以及账面上土地构成，2018 年存货账面价值有所增加，同比增长 7.98%。截至 2018 年末，公司存货账面价值为 269.04 亿元，其中土地使用权 102.78 亿元，较上年有所减少，主要系政府回收土地、公司转让土地业务及围海造地业务所致，截至 2018 年末公司存货中的土地有 31.07 亿元已用于抵押，占公司存货中土地账面价值的 30.23%。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和

无形资产。公司可供出售金融资产主要为公司购入的理财产品，截至 2018 年末，账面价值为 20.01 亿元，较上年上升 7.43%，其中包括部分信托计划的次级产品，存在一定的回收风险。截至 2018 年末，公司投资性房地产的账面价值合计为 137.93 亿元，较上年下降 4.62%，主要系公司处置部分资产所致，性质主要为商业和住宅，用于抵押的部分价值 77.77 亿元，在投资性房地产中占比 56.38%。公司固定资产主要由房屋建筑物、管网设备和港口设施等构成，公司 2018 年固定资产较上年末略有上升，达到 39.86 亿元。截至 2018 年末，公司在建工程账面价值为 26.63 亿元，较上年下降 12.23%，主要是在建的基础设施建设项目，如道路及港口工程等，未来将由公司自持自营。无形资产主要由各子公司的土地使用权构成，截至 2018 年末，公司无形资产账面价值为 115.20 亿元，其中土地使用权账面价值为 106.70 亿元，较上年略有下降，主要系公司处置部分土地所致，用于抵押受限的土地使用权为 40.57 亿元。

总体来看，公司资产规模持续增长，但其中土地使用权、往来款和投资性房地产规模较大，部分土地使用权已用于抵押，且存货中土地整理开发的成本投入变现能力不强，在建工程的结算安排与款项支付时间不确定，整体流动性较弱。

截至 2018 年末，公司存货、投资性房地产和无形资产中土地所有权总计账面价值为 347.41 亿元，其中出让用地占比为 97.06%。公司所有土地中用于抵押的土地使用权账面价值为 149.42 亿元，尚可用于抵押的土地使用权账面价值为 197.99 亿元，占总体土地资产比重为 56.99%，丰富的土地储备增加了公司融资弹性。

表12 2017-2018 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	865,375.57	8.88%	860,225.53	9.32%
其他应收款	2,343,533.26	24.04%	1,972,488.19	21.37%
存货	2,690,384.96	27.60%	2,491,589.08	26.99%
流动资产合计	6,188,514.33	63.48%	5,523,756.64	59.83%
可供出售金融资产	200,110.70	2.05%	186,274.10	2.02%
投资性房地产	1,379,320.66	14.15%	1,446,164.99	15.67%
固定资产	398,616.15	4.09%	382,810.21	4.15%
在建工程	266,328.13	2.73%	303,438.82	3.29%
无形资产	1,152,018.58	11.82%	1,177,454.50	12.75%
非流动资产合计	3,560,546.78	36.52%	3,707,902.66	40.17%
资产总计	9,749,061.11	100.00%	9,231,659.30	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018 年公司营业收入大幅增长，但毛利率有所下降，利润主要来自政府补助

2018 年公司实现营业收入 27.05 亿元，收入规模较大且较上年大幅增长 30.66%，主要系新增当年公司新增经适房、安置房销售与商品、其他房产销售业务所致。毛利率方面，由于公司新增业务的毛利率较低，2018 年公司综合毛利率为 40.99%，较上年下降 14.50 个百分点。2018 年公司实现利润总额 4.71 亿元，其中公允价值变动收益和政府补助有较大贡献。2018 年公司年投资性房地产公允价值变动收益为 0.77 亿元；为了增强公司的项目承建能力，政府通过融资补助和经费补贴等形式给予公司较大的资金支持，2018 年政府补助为 2.84 亿元。

表13 2017-2018 公司收入及盈利变动情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	270,522.01	207,036.42
营业利润	47,576.13	36,508.59
公允价值变动收益	7,676.11	11,986.99
其他收益	28,408.15	25,240.27
利润总额	47,094.65	44,579.42
综合毛利率	40.99%	55.49%

资料来源：公司 2017-2018 审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流转为净流入，但公司项目投资规模较大，存在一定的资金压力

2018 年公司收现情况一般，收现比为 0.65，较上年略有下降。公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 24.72%，因当年支付往来款规模有所减少，2018 年公司经营活动现金流净额由净流出转为净流入，净流入规模为 5.53 亿元。

由于 2018 年公司收回理财产品收到的现金较上年大幅下降，投资活动现金流入由去年的 33.65 亿元降至 5.20 亿元，投资活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，2018 年净流出 9.17 亿元。由于项目投资规模较大，公司经营活动产生的现金流不能满足其投资支出的需要，主要通过银行借款和发行债券等方式来筹集资金，2018 年公司吸收投资收到现金 3.43 亿元，较上年大幅减少，主要是如东县各级政府向公司及子公司的资金投入，较大程度上缓解了公司的资金压力。截至 2018 年末，公司在建工程计划总投资 55.65 亿元，已投资 27.17 亿元，未来尚需投资 28.48 亿元，待整理土地面积总计约为 12.00 平方公里，面临一定的资金压力。

表14 2017-2018 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.65	0.68
销售商品、提供劳务收到的现金	174,939.29	140,260.52
收到其他与经营活动有关的现金	341,162.50	501,786.68
经营活动现金流入小计	516,101.79	642,047.20
购买商品、接受劳务支付的现金	207,677.09	315,310.89
支付其他与经营活动有关的现金	205,329.33	575,739.91
经营活动现金流出小计	460,770.11	950,596.64
经营活动产生的现金流量净额	55,331.69	-308,549.44
投资活动产生的现金流量净额	-91,718.25	83,211.34
筹资活动产生的现金流量净额	-66,694.39	-2,831.55
现金及现金等价物净增加额	-103,080.96	-228,169.65

资料来源：公司 2017-2018 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，且 EBITDA 利息保障倍数较低，存在较大的偿债压力

由于公司外部融资规模的增加，负债规模增长较快，2018 年末为 539.12 亿元，较上年增长 11.48%。2018 年末所有者权益达到 435.79 亿元，较上年略有下降，主要系政府收回部分土地所致。2018 年末产权比率为 123.71%，公司净资产对负债的保障程度有所下降，总体保障水平较低。

表15 2017-2018 公司资本结构（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
负债合计	5,391,191.47	4,836,025.90
所有者权益合计	4,357,869.65	4,395,633.40
产权比率	123.71%	110.02%

资料来源：公司 2017-2018 审计报告，中证鹏元整理

2018 年末公司负债中流动负债占比有所上升，为 46.58%，非流动负债占 53.42%。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。短期借款主要是保证借款、信用借款、质押借款和保证及抵押借款，2018 年末余额为 17.33 亿元，较上年增长 63.12%，主要公司 2018 年为了应付偿债压力和流动资金周转，增加了较多短期保证借款所致。公司应付票据主要为公司应付的银行承兑汇票和商业承兑汇票，截至 2018 年末达到 27.57 亿元，同比大幅增加 150.41%。公司其他应付款账龄主要分布在近三年内，主要是与如东县兴路交通建设投资有限公司、如东县信鑫贸易有限公司、如东

三益鸿生污水处理有限公司、如东县金鑫交通工程建设投资有限公司和如东县欣荣城镇开发建设有限公司等企业的往来款，2018年末为152.74亿元，较上年增加20.84%。

2018年公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和长期应付款，规模较上年略有下降。2018年末公司长期借款余额为146.54亿元，同比下降6.88%。近年来，随着公司债券融资的增加，应付债券规模也呈上升状态，2018年末公司应付债券余额为92.79亿元。截至2018年末，公司长期应付款规模为41.10亿元，主要为应付融资租入固定资产款。

随着银行借款和债券融资的增加，公司有息债务规模增长较快，2018年末有息债务规模达到361.25亿元，同比增长10.36%，占总负债的67.01%。公司有息负债规模持续攀升，其中2019年需偿付的有息债务规模为84.02亿元。

表16 2017-2018 公司负债构成（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	173,320.00	3.21%	106,250.00	2.20%
应付票据	275,700.00	5.11%	110,100.00	2.28%
其他应付款	1,527,444.53	28.33%	1,237,271.63	25.58%
一年内到期的非流动负债	391,138.53	7.26%	265,136.88	5.48%
流动负债合计	2,511,151.74	46.58%	1,917,881.76	39.66%
长期借款	1,465,431.15	27.18%	1,573,632.26	32.54%
应付债券	927,859.52	17.21%	862,816.64	17.84%
长期应付款	411,018.73	7.62%	355,468.03	7.35%
非流动负债合计	2,880,039.73	53.42%	2,918,144.14	60.34%
负债合计	5,391,191.47	100.00%	4,836,025.90	100.00%
有息债务	3,612,524.00	67.01%	3,273,403.80	67.69%

资料来源：公司 2017-2018 审计报告，中证鹏元整理

表17 截至 2018 年末公司及子公司已发行债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行日期	债券期限	规模
12如东东泰债	2012/9/24	7□	8
14如东东泰债	2014/6/20	7□	11
15东泰债	2016/1/15	5□	20
17东泰债	2017/3/10	5□	17
16东泰01	2016/12/2	5□	5
16如东棚改项目债	2016/1/8	7□	12
17如东开泰PPN001	2017/9/7	5□	2
如东县东泰社会发展投资有限责任公司2017年度第一期债权融资计划	2017/2/16	5□	4

(17苏东社发展ZR001)			
15洋口港债	2015/4/10	7□	9
18洋口债01	2018/4/3	7□	9
18洋口债02	2018/8/17	7□	9
□□	-	-	106

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

由于公司新增负债规模较大，2018 年末公司资产负债率增至 55.30%，负债水平较高，2018 年公司流动比率降至 2.46，考虑到公司流动资产以土地、基础设施开发成本、其他应收款为主，同时受限资产规模较大，弱化了公司实际短期偿债能力。2018 年公司无形资产摊销大幅下降，因此 EBITDA 较上年有所下降，且利息总支出增加较多，EBITDA 利息保障倍数下降为 0.68，处于较低水平。考虑到 2018 年末有息债务规模达到 361.25 亿元，规模较大，资产负债率为 55.30%，负债水平较高，且 EBITDA 利息保障倍数下降为 0.68，处于较低水平，存在较大的偿债压力。

表18 2017-2018 公司偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	55.30%	52.39%
流动比率	2.46	2.88
EBITDA（万元）	112,935.86	141,774.89
EBITDA利息保障倍数	0.68	0.89
有息债务/EBITDA	31.99	23.09

资料来源：公司2017-2018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，自2016年1月1日至报告查询日（2019年4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12月31日，公司对外提供的担保总额为174.34亿元（详见附录三），较上年减少113.95亿元对外担保，占同期所有者权益的40.01%。被担保单位中，如南通洋口港供水服务有限公司、仁衡融资租赁（上海）有限公司等企业为民营企业，公司对民营企业的担保均设置反担保措施。除此之外，公司对外担保对象均为国有企业，均未设置反担保

措施。总体看来，公司对外担保对象以国有企业为主，规模较大且大部分未设置反担保措施，面临一定的或有负债风险。

七、评级结论

2018年如东县经济实力保持增长，增速高于全国增速水平，经济总量继续增加；公司主业多元化程度高，部分业务具备较强的区域垄断性，业务持续性好；营业收入和利润保持良好增长势头，新增安置房与商品房销售业务；土地储备资源丰富丰富的土地储备增加了公司融资弹性；作为如东县核心的基础设施建设与土地整理开发主体，公司获得的外部支持力度较大。

同时，中证鹏元也关注到了截至2018年末，公司其他应收款、存货、投资性房地产、无形资产合计占公司资产总额的77.60%，土地资产部分抵押且其他应收款回收时间不确定，因此整体资产流动性较弱；公司在建项目未来仍有较大的资金需求，面临一定的资金支出压力；公司有息负债规模较大，存在较大的偿债压力；2018年末公司对外担保金额较大，其中大部分担保对象为国有企业，但仍存在一定或有负债风险。

基于以上情况，经综合评定，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，本期债券信用等级维持为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）	2018年	2017年	2016年
货币资金	865,375.57	860,225.53	1,141,526.13
其他应收款	2,343,533.26	1,973,649.22	1,626,606.84
存货	2,690,384.96	2,491,589.08	1,707,295.44
投资性房地产	1,379,320.66	1,446,164.99	1,092,556.11
总资产	9,749,061.11	9,231,659.30	8,966,399.16
短期借款	173,320.00	106,250.00	67,909.00
其他应付款	1,527,444.53	1,264,040.27	1,414,301.35
一年内到期的非流动负债	391,138.53	265,136.88	285,656.71
长期借款	1,465,431.15	1,573,632.26	1,476,422.06
应付债券	927,859.52	862,816.64	706,933.97
长期应付款	411,018.73	401,025.19	205,840.56
总负债	5,391,191.47	4,836,025.90	4,646,425.40
其中：有息债务	3,612,524.00	3,273,403.80	2,949,550.78
营业收入	270,522.01	207,036.42	164,068.48
营业利润	47,576.13	36,508.59	-37,503.28
营业外收入	924.28	9,033.89	71,860.63
净利润	38,451.79	27,703.28	24,116.49
经营活动产生的现金流量净额	55,331.69	-308,549.44	-325,384.44
投资活动产生的现金流量净额	-91,718.25	83,211.34	-405,720.01
筹资活动产生的现金流量净额	-66,694.39	-2,831.55	1,184,326.70
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	40.99%	55.49%	44.96%
收现比	0.65	0.68	0.80
产权比率	123.71%	110.02%	107.56%
资产负债率	55.30%	52.39%	51.82%
流动比率	2.46	2.88	2.11
速动比率	1.39	1.58	1.32
EBITDA（万元）	112,935.86	141,774.89	133,329.03
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.89	1.00
有息债务/EBITDA	31.99	23.09	22.12

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12月31日纳入合并范围的子公司

序号	公司名称	注册资本 (万元)	持股比 例	主营业务
1	江苏洋口港股份有限公司	70,000.00	100%	港口基础设施建设、投资、开发；港口投资、管理；普通机械制造、销售；建材的销售；污水处理
2	如东县洋口港综合服务有限公司	200.00	100%	会务展览服务；保洁服务；园林绿化工程设计、施工等
3	南通洋口港劳务服务有限公司	200.00	100%	劳务派遣；物业管理
4	江苏洋口港石材产业发展有限公司	10,000.00	100%	石材产业投资、建设、管理；物业管理等
5	凯泉（南通）污水处理有限公司	4,443.00	100%	污水处理厂的建设、运营；膜工艺的技术咨询、服务
6	南通洋口港港城开发有限公司	80,000.00	100%	对洋口港新城区、园区进行投资、开发、建设等
7	江苏洋口港海鲜商贸有限公司	1,000.00	100%	上市商品：水产品、禽蛋、干鲜蔬菜、干鲜果品、家禽、粮食等
8	南通洋口港供水服务有限公司	9,500.00	100%	供应生活饮用水；供应工业用水；自来水管网、污水管网建设、维护；建筑材料、钢材、水暖器材、机械设备批发、零售
9	江苏洋口港港务有限公司	20,000.00	100%	港口设施建设；港口管理咨询服务；航道清障服务等
10	江苏洋口港投资开发有限公司	20,000 万 美元	80.10%	滩涂围垦、港口、码头、桥梁、公路等配套基础设施及其配套工程的投资、开发、建设等
11	南通振港建设工程有限公司	2,200.00	100%	市政工程、房屋建筑工程、水利工程等
12	江苏兴港供热有限公司	1,200.00	100%	外购蒸汽、热水的供应、销售等
13	江苏洋口港航空产业园有限公司	10,000.00	100.00%	航空产业园建设、管理；航空旅客运输、航空货物运输等
14	南通明浩码头建设有限公司	26,700.00	100.00%	油品、液化品码头及油库、液化品库投资、建设；对国家产业政策允许的行业投资及管理
15	江苏长治融资租赁有限公司	5,000 万美 元	51.00%	融资租赁业务，租赁业务，向国内外购买租赁财产，租赁财产的残值处理及维修等
16	如东贝恩置业有限公司	50.00	100.00%	房地产开发、经营；物业管理服务
17	江苏洋口港检验认证有限公司	1,000.00	100.00%	提供商品检验检疫技术服务；出入境及内贸商品的委托检测、检疫、防疫等
18	江苏洋口港建设发展集团有限公司	100,393.00	100.00%	对港口建设项目进行投资、管理；房地产开发等
19	如东方圆城建投资有限公司	10,000.00	100%	为城市基础建设投资、开发、服务等
20	如东通海水务开发有限公司	5,000.00	100%	基础设施建设筹资、投资、开发服务
21	如东县古城建设发展有限公司	35,000.00	100%	房地产开发；房屋征收劳务服务；市政道路工程施工等
22	如东县广视网络传媒有限公司	1,000.00	100%	广播电视传输网络建设、改造、经营、维护和管理；广播电视的频道集成及传输等

23	如东县开泰城建投资有限公司	100,000.00	100%	房地产开发经营；为城市基础建设投资、开发、服务；建材销售等
24	如东县康泰城镇建设有限公司	25,200.00	100%	城镇基础设施开发、建设等
25	如东县日泰投资管理有限公司	98,700.00	100%	市政、交通、水利和港口等基础设施建设的投资及资产经营；水利基础设施建设；水利工程施工；建筑设备、风电设备、钢材、建筑材料批发、零售
26	如东县瑞泰城镇建设有限公司	24,000.00	100%	城镇基础设施开发、建设等
27	如东县祥泰城镇建设有限公司	24,000.00	100%	城镇基础设施开发、建设；资产管理等
28	如东县鑫泰建材科技有限公司	5,000.00	100%	新型建材研发；承接动力和室内外道路照明等
29	如东县鑫源城投房地产开发有限公司	62,000.00	100%	房地产开发经营（含拆迁安置房、经济适用房、廉租住房开发）
30	如东县鑫源城投绿化有限公司	5,000.00	100%	苗木、花卉种植、销售；园林设计、绿化管护、绿化工程施工
31	如东县鑫源建材贸易有限公司	5,000.00	100%	建筑材料、钢材、水暖器材、机械设备、电器批发、零售；物业管理；物业专业技术咨询服务；停车场服务
32	如东县鑫源投资发展集团有限公司	20,000.00	100%	为城乡基础建设投资、开发、服务；建材销售；污水处理；自来水、污水管网、水利基础设施建设；水利工程投资、施工
33	如东县鑫源土地开发有限公司	11,000.00	100%	土地开发；城市基础设施、水利基础设施投资建设；房屋征收服务；房屋拆除；建材销售
34	如东县兴东交通建设投资有限公司	561,953.52	50.95%	交通基础设施投资
35	如东县沿海水务开发投资有限公司	16,000.00	75%	水务基础设施建设；资产管理
36	如东县自来水公司	46,427.60	100%	自来水生产；生活饮用水供应；自来水管道的安装、给排水器材零售
37	南通北坎海鲜商贸有限公司	1,000.00	100.00%	水产品、禽蛋、干鲜蔬菜、干鲜果品、家禽、粮食、鲜活海产品、初级农产品等

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	36,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	25,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	29,400.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	12,880.00
□□□□□□	□□	-	6,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	3,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	50,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	34,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	16,501.80
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	60,001.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2014□□100054 □	13,980.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□2014□400008□□ □□□2014□300010□	6,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	25,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	9,800.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	8,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	7,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	5,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	5,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	4,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	1,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	22,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	9,700.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	18,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	50,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	43,220.99
□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2014□□100330 □	5,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	34,044.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	30,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	3,000.00
□□□□□□□□□□	□□	-	27,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	30,000.00

□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	30,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	
□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2012□□510012 □	28,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	30,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	4,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	4,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	28,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	20,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	18,800.00
□□□□□□□□□□	□□	-	15,916.60
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	28,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	20,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,845.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	15,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	2,285.59
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	5,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	5,920.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	6,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	4,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	3,300.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	3,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2012□□500009 □□□□□□2012□□500 011□	18,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	
□□□□□□□□□□	□□	□□□□2015□□600010 □	6,750.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2015□□600011 □	6,000.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2011□□510041 □□□□□□2011□□510 043□	
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	57,900.00
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	
□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	

□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2012□□810048 □□□□□□2013□□700 011□	
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2012□□700017 □	8,000.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2011□□500019 □	23,500.00
□□□□□□□□□□	□□	-	
□□□□□□□□□□	□□	□□□□2008□□810012 □	16,990.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	6,000.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	18,000.00
□□□□□□(□□)□□□□	□□	□□□□2014□□720012 □	16,448.28
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	11,000.00
□□□□□□□□□□□□	□□	-	8,000.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	6,000.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	13,900.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2013□□720045 □	17,104.21
□□□□□□(□□)□□□□	□□	□□□□2013□□720071 □	16,220.10
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	60,000.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	10,000.00
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	-	7,000.00
□□□□□□(□□)□□□□	□□	□□□□2013□□720006 □	13,885.46
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□□□2013□□720041 □□□□□□2013□□720 042□	4,321.53
□□□□□□(□□)□□□□	□□	□□2016□□□□□□□□□□ □0000144□	3,650.56
□□□□□□□□□□□□□□□□	□□	□□2016□□□□□□□□□□ □0004149□	2,072.75
合计	-	-	1,743,446.21

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	负债总额/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+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
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

附录五 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。