



2014年如东县东泰社会发展投资有限责 任公司公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：





2014年如东县东泰社会发展投资有限责任公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-06-18	2020-06-28

债券概况

债券简称: PR 如东债/14 如东东泰债

债券剩余规模: 2.2 亿元

债券到期日期: 2021-06-20

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%

增信方式: 保证担保

担保主体: 中国投融资担保股份有限公司

联系方式

项目负责人: 党雨曦
dangyx@cspengyuan.com

项目组成员: 徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 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 2014 年 6 月 20 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，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，为公司发展提供了良好基础，公司业务多元化程度高，且具有持续性，外部持续给予公司支持，中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，面临一定的资金压力，有息债务规模较大，存在较大的债务压力，供气业务及商品销售业务占公司收入比重较大，但盈利水平很弱，公司利润主要来自公允价值变动收益，存在一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，公司在区域内为重要的基础设施建设主体，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	1,129.08	1,107.09	974.91
所有者权益	504.83	468.12	435.79
总债务	435.13	350.98	323.34
资产负债率	55.29%	57.72%	55.30%
现金短期债务比	0.58	0.89	1.03
营业收入	51.60	32.60	27.05
其他收益	1.81	2.75	2.84
利润总额	7.51	9.07	4.71
销售毛利率	8.39%	19.87%	40.99%
EBITDA	13.86	14.88	11.29
EBITDA 利息保障倍数	0.53	1.61	0.68
经营活动现金流净额	6.15	1.51	5.53
收现比	1.03	0.84	0.65

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **外部环境仍较好，为公司发展提供了良好基础。**如东县县域经济基本竞争力在 2020 年度全国百强县市中排第 45 位，已形成以新能源、新材料、生物技术和新医药、智能装备、智能传感、节能环保等为主的六大新兴产业板块，2020 年如东县实现 GDP 1,155.11 亿元，较上年增长 5.9%，为公司发展提供了良好的基础。
- **公司业务多元化程度高，且具有持续性。**公司主要从事如东县内的土地整理开发、工程施工、供气、房产销售和商品销售等业务，多元化程度高，2020 年公司营业收入规模继续高增。公司剩余待整理土地较多，供水和供气业务在区域内具有较强的垄断性，未来业务具有持续性。
- **公司仍能获得外部支持。**公司作为如东县重要的国有资产运营主体之一，政府在资产注入和财政补助等方面继续给予公司一定的支持。2020 年公司仍收到大额资产注入和政府补助，有效提升了公司的利润水平。
- **中投保提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。**经中证鹏元评定，中投保主体长期信用等级为 AAA，由其提供的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信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**2020 年公司资产中土地使用权和投资性房地产占比较大，且受限资产占比较高。其他应收款主要为公司与政府及区域内其他国企的往来款，对公司运营资金形成较大占用且回收时间存在不确定性。公司存货中投入成本变现时间存在较大不确定性，整体资产流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建工程代建项目预计总投资 50.30 亿元，尚需投资金额较大，且待整理土地未来还将存在一定规模的资金投入，面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，存在较大的债务压力。**2020 年公司有息债务规模较上年继续扩张，且短期有息债务占比上升较快，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱，存在较大的债务压力。
- **供气业务及商品销售业务占公司收入比重较大，但盈利水平很弱，公司利润主要来自公允价值变动收益。**2020 年公司供气 and 商品销售业务收入规模增长较快，为公司营收的重要组成部分，但这两项业务盈利水平很弱。2020 年公司获得营业利润 75,178.70 万元，利润主要依赖公允价值变动收益。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司合并口径对外担保余额为 180.84 亿元，占同期净资产的比重为 35.82%，其中包括少部分对民营企业的担保，对国有企业担保规模较大且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年6月20日发行7年期11亿元公司债券，募集资金原计划用于如东县城新光安置小区项目、江苏洋口港临港工业三期匡围及基础设施配套工程项目、江苏省洋口港经济开发区一期污水处理排海工程项目、南通港洋口港区长沙作业区5,000吨级液体化工码头工程项目和如东县村级广播电视网络双向数字化建设项目。截至2021年5月31日，本期债券募集资金账户余额为15.24万元。

三、发行主体概况

2020年，公司控股股东、实际控制人和主营业务均未发生变化，控股股东仍为如东县投资管理办公室（以下简称“如东投资办”），公司实际控制人仍为如东县财政局。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本仍为8.50亿元。

公司是如东县重要的国有资产经营与管理主体之一，主要从事如东县的土地整理开发、工程施工、项目管理、供水和港口经营等业务。2020年纳入公司合并报表范围的子公司共42家，比上期增加5家，具体变化详见表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内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
南通洋口港嘉通物流有限公司	100.00%	5,000.00	内河运输服务；内河港及其附属设施的建设与运营；仓储及输送设施的建设与运营	投资设立
南通鲜润贸易有限公司	100.00%	3,000.00	生鲜乳、粮食收购；活禽销售；餐饮服务	投资设立
南通臻远仓储物流有限公司	100.00%	2,000.00	仓储服务；运输货物打包服务；国内货物运输代理；铁路运输辅助活动	投资设立
江苏洋口港港航工程有限公司	51.00%	1,000.00	航务工程施工及相关技术咨询；港口与航道工程建设；水利水电工程施工等	投资设立
如东恒鑫置业有限公司	100.00%	2,000.00	房地产开发经营；物业管理；住房租赁；非住房地产租赁等	投资设立

资料来源：公司2020年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9%和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020 年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021 年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

如东县经济持续稳定增长，但增速有所放缓；新兴产业快速发展对区域经济的拉动作用较为显著

2020年，如东县经济持续稳定增长，全市完成地区生产总值（GDP）1,155.11亿元，按可比价计算，较上年增长5.9%，增速有所放缓。其中，第一产业增加值90.81亿元，增长2.7%；第二产业增加值561.06亿元，增长5.1%；第三产业增加值503.24亿元，增长7.5%；三次产业结构比从2019年的8.0:49.7:42.3调整为7.9:48.6:43.6，第三产业占比有所提高。2020年如东县人均GDP为114,667元，为全国人均GDP的158.28%。

2020年如东县规模以上工业增加值增长9.6%，其中，轻重工业分别增长1.4%和15.2%。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持续快速发展，2020年规模以上高新技术产业产值增长14.7%，占规模以上工业总产值比重为47.7%；战略性新兴产业产值增长11.7%，占规模以上工业总产值比重为30.2%。2020年如东县固定资产投资增速有所回升，全年投资增长10.3%，比上年提高2.5个百分点，其中，工业投资增长13.0%，服务业投资增长5.5%，高新技术产业投资增长13.0%，民间投资增长25.3%。房地产市场快速发展，全年地产开发投资42.75亿元，增长19.2%。

其中，商品房施工面积300.80万平方米，增长24.2%；商品房竣工面积44.59万平方米，增长319.1%；商品房销售面积111.87万平方米，增长39.8%。2020年受疫情影响，如东县实现社会消费品零售总额406.95亿元，增速下滑至0.6%。对外贸易方面，2020年如东县完成进出口总额395.31亿元，较上年增长4.7%。如东县金融信贷规模不断扩大，年末金融机构人民币存款余额1,593.49亿元，比上年增长15.1%；金融机构人民币贷款余额1,004.31亿元，比上年增长23.5%。

表2 2019-2020年如东县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,155.11	5.9%	1,053.42	6.7%
第一产业增加值	90.81	2.7%	84.64	3.5%
第二产业增加值	561.06	5.1%	523.03	8.8%
第三产业增加值	503.24	7.5%	445.75	4.8%
规模以上工业增加值	-	9.6%	-	8.9%
固定资产投资	-	10.3%	-	7.8%
社会消费品零售总额	406.95	0.6%	397.30	5.2%
进出口总额	395.31	4.7%	377.19	-6.6%
存款余额	1,593.49	15.1%	1,384.65	192.0%
贷款余额	1,004.31	23.5%	813.15	114.3%
人均GDP（元）		114,667		107,717
人均GDP/全国人均GDP		158.28%		151.95%

资料来源：如东县2019-2020年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年如东县实现一般公共预算收入60.02亿元，同比增长4.0%，其中税收收入50.55亿元，占一般公共预算收入的比重为84.2%；同期一般公共预算支出134.83亿元，同比增长1.7%，财政自给率为44.51%，财政自给水平一般。

五、经营与竞争

公司主要从事土地整理开发、工程施工、供气、房产销售和商品销售等业务，多元化程度高。2020年公司营业收入规模同比增长58.31%，主要系当年供气业务及商品销售业务大幅增加所致。2020年公司房产销售业务收入大幅下降，公司土地转让业务2020年未获得收入。公司其他业务收入主要由港务港杂收入、污水处理、物业劳务运营服务和租赁收入等构成，规模偏小。公司各主营业务收入受项目进度及政府规划影响波动较大，未来需关注各业务取得收入的时间。

毛利率方面，2020年公司综合毛利率大幅下降至8.39%，同比下降11.48个百分点，主要系盈利能力较弱的供气业务和商品销售业务收入规模大幅增加，拖累公司整体毛利率水平。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	76,245.28	14.16%	63,296.71	14.18%
土地整理开发	31,133.83	39.31%	34,615.13	26.21%
房产销售	66,813.28	9.53%	94,438.94	9.71%
供气业务	158,015.28	0.13%	16,437.70	0.64%
商品销售	145,800.76	0.03%	508.90	5.80%
转让土地	0.00	-	77,778.06	30.64%
供水、供热业务	18,739.26	45.71%	18,854.69	42.27%
其他业务	19,260.83	26.45%	20,024.41	27.99%
合计	516,008.52	8.39%	325,954.54	19.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

工程施工业务为公司主要利润来源之一，公司在建项目较多，但也存在一定的资金支出压力

公司工程施工收入主要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”），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。2020年公司实现工程施工收入76,245.28万元，较上年增长20.46%，业务毛利率保持稳定。

表4 2020年公司主要的工程施工业务收入情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本	截至2020年末 已回款金额
港城中通道	24,271.94	20,835.75	4,927.37
2008年一期交通基础设施	16,619.64	14,265.19	16,619.64
2005年度绿化工程	12,423.62	10,663.60	12,423.63
尾水排海工程	7,526.08	6,459.88	7,526.08
太行山路	4,732.96	4,062.46	4,732.96
武夷山路	4,411.41	3,786.46	4,411.41
南环路	2,946.76	2,529.31	2,946.76
三元世纪城	2,935.31	2,519.48	2,935.31
弹琴路（桥）	202.82	174.09	202.82
黄海路	174.73	149.98	174.73
合计	76,245.28	65,446.20	56,900.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2020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、人工岛三期及物流园区等项目，计划总投资50.30亿元，已投资29.62亿元，未来尚需投资20.68亿元，目前公司在建项目较多，面临一定的资金压力。

表5 截至 2020 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
人工岛三期	8.50	6.58
液化品码头	2.50	2.69
接岛引堤工程	0.40	0.40
石材产业园标准厂房（二期）工程	1.50	0.57
金牛岛工程	10.00	0.31
洋口港医院	4.50	1.56
江苏省洋口港经济开发区污水处理厂改造项目	1.00	0.77
物流园区	5.00	2.03
洋口港区 15 万吨级航道工程	11.70	9.88
管廊项目	2.00	1.93
洋口运河贯通工程	1.70	1.66
水系工程	1.50	1.24
合计	50.30	29.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地整理开发业务收入规模有所下滑；公司待整理土地较多，未来业务持续性较好，但需关注业务收入取得的时间

公司土地整理开发收入主要来自围海造地及土地一级开发业务，分别由子公司洋口港建发及如东县鑫源土地开发有限公司（以下简称“鑫源开发”）负责。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。洋口港建发在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，通过招拍挂形式将土地出让给入驻企业。公司已向国家购买开发范围内2,993公顷的海域使用权，整体土地开发及基础设施建设计划分三期进行。

鑫源开发负责如东县城范围内的征迁地块整理，达到净地条件后，交由如东县土地储备中心进行出让。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。每块地块分别与政府约定土地整理收益，故不同地块收益略有不同。公司在土地移交政府后与政府结算相关地块的成本及收益。

2020年公司实现土地整理开发收入为31,133.83万元，同比下降10.06%；受益于洋口港围海造地业务毛利率较高，2020年该项业务毛利率较上年增长13.10个百分点。截至2020年末，公司土地使用权账面价值为66.99亿元，海域使用权账面价值为8.18亿元，其中尚有较多待整理开发土地资产，剩余待开发土

地主要为临港工业区二期和三期部分地块，预计未来业务持续性较好。公司土地整理开发业务受当地土地开发计划影响较大，需关注业务收入取得的时间。

表6 2019-2020年土地整理开发业务主要收入情况（单位：平方米、万元）

年份	项目名称	确认收入
2020年	市政工程项目	164.69
	昌河繁华苑安置房	12,381.44
	临港一期（污水项目）	56.42
	临港一期（永丞汉邦项目）	1,099.85
	临港一期（南边融资用地项目）	265.90
	临港一期（北边融资用地项目）	299.91
	临港一期（万博新材料项目）	16,665.02
	临港二期（石材展示中心）	208.24
	临港三期（融资用地项目）	-7.65
	合计	31,133.83
2019年	临港一期（中广核危废项目）	454.66
	临港一期（桐昆项目）	2,024.48
	临港一期（桐昆项目）	5,771.11
	临港一期（桐昆项目）	6,506.35
	临港二期石材园四宗地土地	1,500.44
	临港二期文创项目（盛迈思）	63.00
	临港二期宏雅项目	215.97
	临港二期金光项目	1,884.56
	临港三期中广核项目	127.50
	临港三期金光项目	936.92
	临港二期石材园六宗地	1,745.23
	临港二期标准厂房一期	181.47
	临港二期停车场项目	560.75
	临港二期保税物流、石材展示中心土地	121.51
	临港二期物流园地块	3,049.92
	临港二期东盛项目二期	463.92
	临港二期路面、河道土地收储收入调冲	-6,286.65
	临港二期十六宗地	5,516.08
	临港二期二宗地	8,010.58
	临港二期标准厂房二期、博物馆、荒料堆场	1,274.10
临港二期春广秸秆	493.23	
合计	34,615.13	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房地产销售业务为公司收入提供有益补充，但盈利水平一般

公司房地产业务分为保障房及商品房业务。公司保障房业务主要由子公司如东县鑫源城投房地产开发有限公司（以下简称“鑫源房地产”）负责。鑫源房地产系如东县保障房建设业务主要为自营模式，少量保障房项目采用委托代建。

自营模式主要系鑫源房地产根据政府下达的保障房建设任务和具体规划，通过市场招拍挂方式取得保障房建设用地，并取得项目相关合法合规性文件。鑫源房地产保障房项目建设资金主要来源为自有资金和外部融资。项目整体竣工且验收后，鑫源房地产按照政府制定的销售价格定向销售至安置户，公司据此确认收入。

委托代建模式主要系鑫源房地产根据政府下达的保障房建设任务和具体规划，与委托方如东住改办签订《委托实施政府保障性住房集中建设项目协议书》，项目建设资金自筹解决；其次通过市场招拍挂方式取得保障房建设用地，并取得项目相关合法合规性文件。待项目整体竣工且验收后，鑫源房地产与委托方进行结算，工程款为项目建设成本加成一定比例。

表7 截至 2020 年末公司主要保障房情况（单位：平方米、万元）

项目名称	建筑面积	拟定投资	已投资
鑫城苑	17.00	51,000.00	55,252.04
爱民花园安置房、鑫和苑	6.10	25,000.00	38,440.45
阳光家园	8.50	30,000.00	25,903.01
锦瑞花苑	9.00	55,000.00	70,375.62
合计	40.60	161,000.00	189,971.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年，公司主要销售房地产项目包括鑫城苑、鑫和苑和阳光家园等项目，获得销售收入6.55亿元，较上年有所下降，主要系公司安置房销售面积同比减少，销售进入尾声。公司安置房销售占房地产销售的比重较高，盈利水平一般。

2020年末，公司已完工商品房项目已投资7.00亿元，已确认收入1.85亿元；公司尚有在建房地产项目，拟投资5.73亿元，目前已投资金额已大于拟定投资额。公司房地产业务未来收入较有保障，但收入实现的时间具有一定的不确定性。

表8 截至 2020 年末公司主要已完工商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	拟定投资	已投资	已确认收入
职工公寓（人才公寓一期）	4.82	2.10	2.98	0.18
长南公寓	2.38	0.63	1.00	0.37
长东长南统建房	7.20	3.00	3.02	1.30
合计	14.4	5.73	7.00	1.85

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 截至 2020 年末公司主要在建商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	拟定投资	已投资	规划建设期
人才公寓二期	4.33	2.40	1.65	2018.06-2021.12
合计	4.33	2.40	1.65	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供气、商品销售业务为公司收入重要组成部分，但盈利水平很弱；2020年公司未确认转让土地收入，该业务受政府安排等因素影响较大

公司天然气贸易业务由南通港润能源发展有限公司负责，自2019年8月起开展液化天然气（LNG）等贸易业务。供气业务的上游供应商主要为江苏威名石化有限公司、华港集团（上海）石油天然气有限公司和江苏洋口港能源有限公司等，下游客户主要为洋口港腹地（南通地区）用气的需求方。采购方面，发行人和供应商签订采购合同后，供应商依据合同，将货物交付至约定地址并交由发行人验收。双方事先约定交货点，货物到达交货点前，货物风险和相关费用由供应商承担，货物到达交货点后，货物风险和相关费用由发行人承担。发行人若对货物有异议，需在提货内30日内提出，否则视为验收通过。销售方面，发行人依据销售合同，将货物交付至约定地址并交由客户验收。双方事先约定交货点，货物到达交货点前，货物风险和相关费用由发行人承担，货物到达交货点后，货物风险和相关费用由客户承担。客户若对货物有异议，需在提货内30日内提出，否则视为验收通过。随着港口落户企业逐步增加，2020年公司实现供气收入15.80亿元，为公司收入重要组成部分，但毛利率仅为0.13%，盈利能力很弱，且客户及供应商的集中度很高。

表10 2020 年公司供气业务主要供应商情况（单位：万元）

供应商名称	采购金额	产品名称
江苏洋口港九洲石化有限公司	100,956.64	丙烯腈
江苏洋口港能源有限公司	25,801.28	天然气
江苏威名石化有限公司	23,012.39	丙烯腈
乌鲁木齐工投供应链管理公司	7,239.38	天然气和粗白油
江苏宸荣能源有限公司	796.46	异戊烷和戊烷发泡剂
合计	157,806.15	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 2020 年公司供气业务主要客户情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	产品名称
威华（如东）贸易有限公司	123,969.03	丙烯腈
江苏宸荣能源有限公司	15,987.53	天然气和粗白油
九洲能源南通有限公司	10,650.35	丙烯腈
江苏汇程新能源有限公司	7,408.38	天然气和粗白油
合计	158,015.28	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品销售业务主要由子公司如东县鑫泰建材科技有限公司和如东县鑫源建材贸易有限公司负责，产品以辐射松原木为主，公司在确定下游客户的需求后，积极寻找供应商，经过协商询价，分别和上下游商家签订采购、销售合同，约定以现款现货结算为主。原木供应商主要为上海慨奈贸易有限公司、航天长城贸易有限公司等民营企业，下游客户以如东县顺鑫交通工程养护有限公司、如东县民泰绿化工程有限公司等辖区内国有企业为主。受益于政府统一安排，由辖区内国有企业集中采购施工用木材，公司2020年商品销售收入大幅增长至145,800.76万元，但毛利率仅为0.03%，基本处于不盈利状态。

公司转让土地业务主要为公司对外转让公司持有开发待出售的土地，均拥有土地所有权证。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。2020年公司未确认土地转让收入，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。

公司在资本支持、财政补贴等方面获得一定的政府支持

为保证城市建设的顺利实施，提升公司的融资能力，如东县政府给予公司一定的支持。2020年公司收到财政拨入的扶持资金198,534.99万元，计入资本公积；同时政府拨付公司18,074.95万元财政补贴，一定程度上提升了公司的利润水平。

六、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2019-2020年财务报表审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司投资设立南通洋口港嘉通物流有限公司、南通鲜润贸易有限公司等5家子公司，并纳入合并报表范围。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共42家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模较大，但土地使用权和投资性房地产占比较大，受限资产比重较高；往来款对资金形成较大占用，存货中投入成本变现时间存在较大的不确定性，整体资产流动性较弱

2020年末公司总资产为1,129.08亿元，较上年末小幅增长1.99%，资产规模较为平稳，仍以流动资产为主，占总资产的比重较上年小幅下降1.32个百分点。

流动资产方面，截至2020年末公司货币资金余额为100.03亿元，其中用于存单质押和汇票保证金，使用受限的资金为50.94亿元，占货币资金总额的50.92%，公司货币资金受限比重偏高。其他应收款主

要为与政府机构及其下属国有企业的往来款，2020年末账面价值同比下降9.11%，应收对象主要为如东县财政局（35.17亿元）、如东县东财商贸有限公司（25.02亿元）、江苏省洋口港经济开发区管委会（22.89亿元）等，其中前五大应收对象合计金额为107.20亿元，占其他应收款总额的40.77%，集中度较高且规模较大，对公司营运资金形成较大占用，但主要应收对象均为政府机构及国有企业，回收风险较低。公司存货主要是由开发产品和开发成本构成，另有小部分商品销售业务相关的原材料和周转材料。开发产品主要是洋口港临港造地工程一期、二期等项目；开发成本主要是代建工程及洋口港临海三期等未完工工程。2020年末公司存货账面价值同比小幅增加2.48%，基本保持稳定，未计提存货跌价准备。公司存货中54.25亿元资产用于抵押，占存货的17.39%，占用较多，流动性受到一定限制。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,000,307.34	8.86%	1,005,595.48	9.08%
其他应收款	2,613,302.70	23.15%	2,875,322.30	25.97%
存货	3,119,381.24	27.63%	3,043,772.04	27.49%
流动资产合计	7,348,153.87	65.08%	7,350,663.71	66.40%
投资性房地产	2,301,250.70	20.38%	1,954,745.49	17.66%
固定资产	402,549.27	3.57%	401,330.73	3.63%
在建工程	349,029.30	3.09%	322,279.04	2.91%
无形资产	752,312.37	6.66%	914,446.36	8.26%
非流动资产合计	3,942,598.09	34.92%	3,720,267.26	33.60%
资产总计	11,290,751.96	100.00%	11,070,930.96	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司投资性房地产主要为土地使用权，2020 年末余额同比增加 17.73%，主要系从存货、无形资产转入所致。2020 年末投资性房地产中 105.00 亿元资产用于抵押，占投资性房地产的 45.63%，流动性受到较大限制。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 2020 年固定资产较上年末略有上升，其中账面价值的 0.26% 已用于抵押。2020 年末，公司在建工程账面价值同比增加 8.30%，主要是在建的基础设施建设项目，如道路及港口工程等，未来拟由公司自持自营，其中账面价值的 1.41% 已用于抵押。无形资产主要由各子公司的土地使用权构成，2020 年末，公司无形资产账面价值同比下降 17.73%，主要系转入固定资产及处置部分土地所致。公司无形资产的 34.49% 已用于抵押，流动性受到了一定限制。

总体来看，公司资产规模较大，但其中土地使用权和投资性房地产规模较大，用于抵质押的受限资产占比较高，且其他应收款项规模较大，对公司资金形成较大占用，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。

收入质量与盈利能力

公司供气业务和商品销售业务规模大幅增长，营业收入增长较快，但盈利水平大幅降低；公司利润总额均来自政府补助及公允价值变动损益

2020年公司实现营业收入516,008.52万元，同比增加58.31%，主要系供气业务和商品销售业务收入大幅增长所致；同时公司工程施工业务略有增长。2020年公司综合毛利率大幅下降，主要系收入规模大幅增加的供气业务和商品销售业务盈利水平很弱。

公司利润总额较上年下降17.13%，主要系2020年未确认高毛利的土地转让收入所致。公司承担较多基础设施建设及供水、供热及供气业务，2020年政府拨付公司18,074.95万元政府补贴，以支持公司日常经营，占公司利润总额的24.06%，有效提升了公司利润水平。此外，2020年公允价值变动收益70,861.21万元，系投资性房地产评估增值，大幅提升公司利润水平，需关注后续的公允价值波动情况且公允价值变动收益的持续性。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

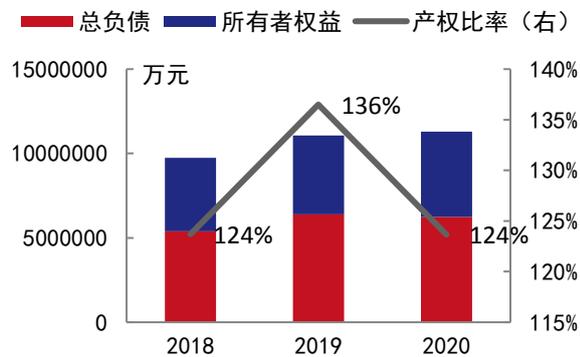
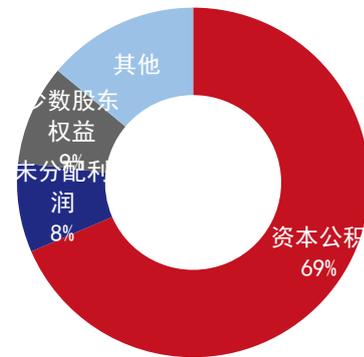
项目	2020年	2019年
营业收入	516,008.52	325,954.54
收现比	1.03	0.84
营业利润	75,178.70	93,167.28
其他收益	18,074.95	27,468.48
利润总额	75,136.03	90,671.75
销售毛利率	8.39%	19.87%
公允价值变动损益	70,861.21	80,184.11

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息债务规模继续扩张，面临较大的偿债压力

2020年公司总负债较上年小幅下降2.31%至624.24亿元，负债规模波动不大。随着政府持续给予支持，资本公积和未分配利润所有增加，2020年末公司所有者权益同比增长7.84%。综合影响下，公司产权比率下降至123.65%，公司所有者权益对债务的保障能力有所提升，但绝对水平仍较弱。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年 12 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年公司流动负债占比下降。2020 年末公司短期借款同比增长 14.37%，主要为保证借款、质押借款和抵押借款，其中保证借款占短期借款总额的 34.01%。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，2020 年末余额同比增加 16.68%。公司其他应付款较上年大幅减少，主要系公司结算往来款所致。截至 2020 年末公司前五大其他应付款余额为 30.09 亿元，占其他应付款总额的 38.32%，主要为公司与东县兴路交通建设投资有限公司、如东县鑫鑫水务设施建设有限公司等如东县辖区内国有企业的往来款。公司一年内到期的非流动负债同比增长 116.77%，主要系一年内到期的应付债券大幅增长所致。

公司长期借款主要为保证、抵押和质押借款，2020 年末余额同比增长 19.88%。公司 2020 年应付债券规模较上年有所缩减，余额为 98.05 亿元，2020 年新增债券发行金额为 56.12 亿元。长期应付款主要为应付融资租入固定资产款和专项应付款，2020 年末余额同比减少 10.37%。

表14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	297,391.23	4.76%	260,025.00	4.07%
应付票据	476,750.00	7.64%	408,580.00	6.39%
其他应付款	785,152.48	12.58%	2,005,243.59	31.38%
一年内到期的非流动负债	1,013,035.30	16.23%	467,322.90	7.31%
流动负债合计	2,973,998.06	47.64%	3,315,143.33	51.88%
长期借款	1,583,543.30	25.37%	1,320,977.59	20.67%
应付债券	980,530.91	15.71%	1,052,887.86	16.48%
长期应付款	447,171.94	7.16%	498,919.50	7.81%
非流动负债合计	3,268,424.35	52.36%	3,074,623.31	48.12%
负债合计	6,242,422.41	100.00%	6,389,766.64	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年公司有息债务规模为 435.13 亿元，同比增长 23.97%，规模有所扩张，占负债总额的比重为 69.71%。其中，公司短期有息债务规模持续攀升，规模达 178.72 亿元，公司短期偿债压力较大。

图 3 公司债务占负债比重

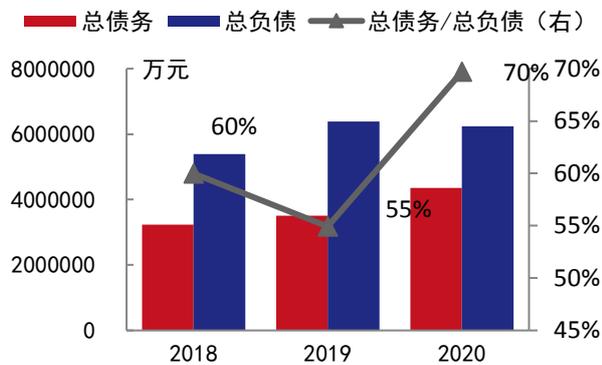
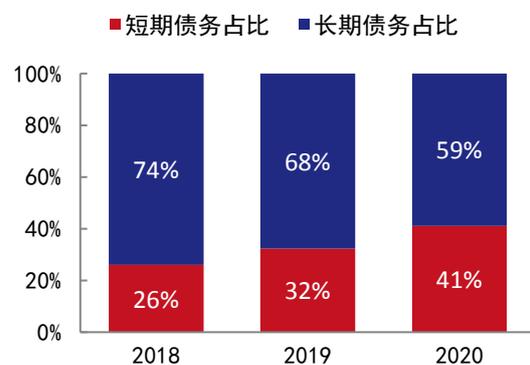


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020 年末公司资产负债率为 55.29%，现金短期债务比降至 0.58，且货币资金受限规模较大，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数降至 0.53，对利息支出的保障水平较弱。整体而言，公司面临的债务压力较大。

表 15 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	55.29%	57.72%
现金短期债务比	0.58	0.89
EBITDA 利息保障倍数	0.53	1.61

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2021 年 5 月 25 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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2020 年 12 月末，公司对外担保余额为 180.84 亿元，占同期期末净资产的比重为 35.82%，公司对外担保对象中有江苏合众融资租赁有限公司、仁衡融资租赁（上海）有限公司民营企业，主要担保事项为公司子公司资金使用，均设置反担保措施。此外，对于地方国有企业的担保，公司均未设置反担保措施。总体来看，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，存在一定

的或有负债风险，详见附录五。

八、本期债券偿还保障分析

中投保提供的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信用水平

中投保为本期债券的到期兑付提供无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年内。

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）是目前国内成立时间最早、业务规模最大、产品种类和客户资源最为丰富、综合实力最强的担保机构之一，经过长期的发展和业务实践，已形成了跨货币市场、股票市场、债券市场的业务线，致力打造“担保增信、资管投资、金融科技”一体两翼的业务架构。截至2021年3月末，中投保注册资本和总股本均为45.00亿元，国家开发投资集团有限公司（以下简称“国投集团”）为其控股股东，持有中投保48.93%的股份，国投集团雄厚的综合实力有利于强化中投保在担保行业的地位并为其提供强有力的资金支持。

表 16 截至 2021 年 3 月末中投保前五大股东情况（单位：万股）

股东名称	持股数量	持股比例
国家开发投资集团有限公司	220,168.80	48.93%
中信资本担保投资有限公司	50,130.00	11.14%
建银国际金鼎投资（天津）有限公司	49,730.65	11.05%
鼎辉嘉德（中国）有限公司	44,999.95	10.00%
新政泰达投资有限公司	34,269.20	7.62%
合计	399,298.60	88.74%

资料来源：中投保2021年第一季度报告，中证鹏元整理

2020年中投保积极推进担保业务市场的开拓，开发新的业务品种并增加业务储备，新增担保业务规模显著上升，2020年实现担保业务收入2.16亿元，同比增长21.04%。长期以来，投资收益为中投保的重要收入和利润来源，2020年中投保结合市场情况对投资项目进行退出，取得了良好的投资收益。2020年投资收益的同比大幅增长也导致了营业收入同比明显增长，2020年确认投资收益29.97亿元，同比增长71.23%，带动营业收入实现了同比明显上升。

表17 中投保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	3,240.41	8.16%	21,593.76	5.54%	17,839.79	7.77%

减：分出保费	35.98	0.09%	580.49	0.15%	656.20	0.29%
减：提取未到期责任准备金	-4,161.83	-10.47%	-7,839.80	-2.01%	-17,830.34	-7.76%
已赚保费	7,366.26	18.54%	28,853.07	7.41%	35,013.93	15.25%
投资收益	15,286.68	38.47%	299,670.01	76.94%	175,012.36	76.21%
其他收益	2.62	0.01%	202.97	0.05%	546.02	0.24%
公允价值变动损益	514.38	1.29%	31,415.57	8.07%	956.92	0.42%
汇兑收益	11,437.08	28.79%	-7,122.85	-1.83%	568.80	0.25%
其他业务收入	4,617.40	11.62%	35,843.40	9.20%	17,341.12	7.55%
资产处置收益	507.55	1.28%	635.10	0.16%	216.82	0.09%
营业收入合计	39,731.98	100.00%	389,497.26	100.00%	229,655.97	100.00%

数据来源：中投保 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2021年3月末，中投保资产总额为258.44亿元，所有者权益合计为117.57亿元；2020年度，中投保实现净利润8.34亿元。

表18 近年中投保主要经营财务数据（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
资产总额	258.44	258.52	265.13	204.53
所有者权益合计	117.57	116.42	106.67	101.27
营业收入	3.97	38.95	22.97	28.74
担保业务收入	0.32	2.16	1.78	3.13
净利润	1.63	8.34	8.31	18.61
净资产收益率	1.53%	3.82%	8.95%	22.92%
融资担保责任余额	375.83	368.98	336.29	419.11
融资担保放大倍数	3.70	3.67	3.24	4.25
当期担保代偿率	0.00%	0.15%	0.28%	0.00%

注：净资产收益率为中投保年报披露的加权平均净资产收益率数据

资料来源：中投保 2018-2020 年审计报告、未经审计的 2021 年第一季度报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中投保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、结论

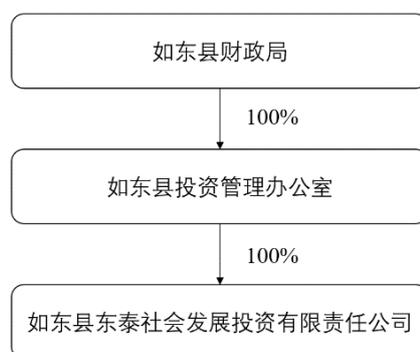
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）（单位：万元）

财务数据	2020年	2019年	2018年
货币资金	1,000,307.34	1,005,595.48	865,375.57
其他应收款	2,613,302.70	2,875,322.30	2,343,533.26
存货	3,119,381.24	3,043,772.04	2,690,384.96
流动资产合计	7,348,153.87	7,350,663.71	6,188,514.33
投资性房地产	2,301,250.70	1,954,745.49	1,379,320.66
非流动资产合计	3,942,598.09	3,720,267.26	3,560,546.78
资产总计	11,290,751.96	11,070,930.96	9,749,061.11
短期借款	297,391.23	260,025.00	173,320.00
其他应付款	785,152.48	2,005,243.59	1,527,444.53
一年内到期的非流动负债	1,013,035.30	467,322.90	391,138.53
流动负债合计	2,973,998.06	3,315,143.33	2,511,151.74
长期借款	1,583,543.30	1,320,977.59	1,465,431.15
应付债券	980,530.91	1,052,887.86	927,859.52
长期应付款	384,605.34	446,927.99	379,074.80
非流动负债合计	3,268,424.35	3,074,623.31	2,880,039.73
负债合计	6,242,422.41	6,389,766.64	5,391,191.47
总债务	4,351,250.74	3,509,793.35	3,233,449.20
所有者权益	5,048,329.55	4,681,164.32	4,357,869.65
营业收入	516,008.52	325,954.54	270,522.01
营业利润	75,178.70	93,167.28	47,576.13
其他收益	18,074.95	27,468.48	28,408.15
利润总额	75,136.03	90,671.75	47,094.65
经营活动产生的现金流量净额	61,538.64	15,108.68	55,331.69
投资活动产生的现金流量净额	-20,055.09	-83,013.22	-91,718.25
筹资活动产生的现金流量净额	51,479.31	-14,900.55	-66,694.39
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	8.39%	19.87%	40.99%
收现比	1.03	0.84	0.65
资产负债率	55.29%	57.72%	55.30%
现金短期债务比	0.58	0.89	1.03
EBITDA（亿元）	13.86	14.88	11.29
EBITDA 利息保障倍数	0.53	1.61	0.68

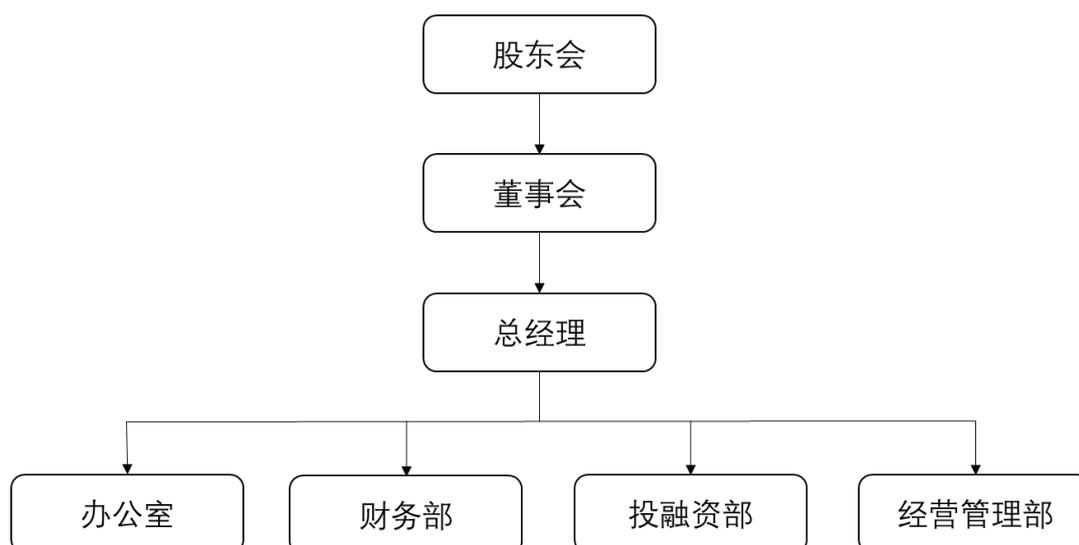
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江苏洋口港股份有限公司	70,000.00	100.00%	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
如东县洋口港综合服务有限公司	2000.00	100.00%	会务展览服务；保洁服务；园林绿化工程设计、施工；物业管理；路灯设施（受电设施除外）施工、维护；消防器材、花卉、苗木销售；国内旅游经营服务；住宿服务；餐饮服务。
南通洋口港劳务服务有限公司	200.00	100.00%	劳务派遣；物业管理
江苏洋口港石材产业发展有限公司	10,000.00	100.00%	石材产业投资、建设、管理；物业管理；物流服务；会展服务；石材、石材制品、建筑装饰材料、金属材料、五金交电、电线电缆销售；石材设计；矿山机械、石材机械、工程机械、起重机机械设计、生产、销售、安装、维修、租赁；石材仓储；标准厂房租赁；组织文化艺术交流活动；石材产业信息咨询；自营和代理各类商品及技术的进出口业务
凯泉（南通）污水处理有限公司	4,443.00	100.00%	污水处理厂的建设、运营；膜工艺的技术咨询、服务
南通洋口港港城开发有限公司	80,000.00	100.00%	对洋口港新城区、园区进行投资、开发、建设；房地产开发；市政工程、水利工程建设；土地整理；房屋征收服务；节能技术研发、技术咨询；建筑节能改造；集中供冷、供热设施的建设、运营与技术服务；合同能源管理；医疗、康复疗养项目投资、管理；基础设施建设投资、开发；旅游项目开发；物业管理
江苏洋口港海鲜商贸有限公司	1,000.00	100.00%	上市商品：水产品、禽蛋、干鲜蔬菜、干鲜果品、家禽、粮食；初级农产品、鲜活海产品、纺织品、服装、日用品、机械设备、五金电器、电子产品批发、零售；市场设施租赁、市场内管理服务；停车场服务
南通洋口港供水服务有限公司	9,500.00	100.00%	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
江苏洋口港港务有限公司	20,000.00	100.00%	港口设施建设；港口管理咨询服务；航道清障服务；港口经营（普通货物道路运输、仓储服务；自营和代理各类商品及技术的进出口业务；石材加工机械销售
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、公路等配套设施及其配套工程的投资、开发、建设；建材、机电设备、港口设备批发

南通振港建设工程有限公司	2,200.00	100.00%	市政工程、房屋建筑工程、水利工程、公路桥梁工程、园林绿化工程、建筑智能化工程、建筑装饰工程、室内水电安装工程施工；机械设备租赁；广告制作、发布、代理；展览展示；房屋租赁；房屋非爆破拆除；工程项目管理服务；建材销售；投资与资产管理；物业管理
江苏兴港供热有限公司	1,200.00	100.00%	外购蒸汽、热水的供应、销售；供热设施维护管理；管网租赁；基础设施建设、投资、开发；建材批发
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、其他航空运输辅助活动；机场建设；机场管理；房地产开发经营、物业管理、自有房地产经营活动；场地设备租赁、房屋厂房租赁；航空咨询服务；民用航空器制造、民用航空相关设备制造；民用航空器修理
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
江苏长治融资租赁有限公司	5,000 万美元	51%	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，租赁交易咨询和担保，信息咨询服务，资产管理
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
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；货物计重、残损鉴定；非学历非职业技能培训
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；港口基础工程设施建设施工；项目咨询、认证、研究、开发；房屋、汽车、设备租赁；资产经营与管理；对国家产业政策允许的行业及市政、交通、港口等基础设施的投资、建设；土地复垦、土地整理、土地开发经营；建筑材料、机电设备、风电设备批发、零售；普通货物仓储、装卸、货物运输代理服务
如东方圆城建投资有限公司	10,000.00	100.00%	为城市基础建设投资、开发、服务；自来水管网建设、安装、维护；污水处理设施、环保工程基础设施投资、建设；房屋租赁服务；水利工程投资；水利基础设施建设；水利工程施工
如东通海水务开发有限公司	5,000.00	100.00%	基础设施建设筹资、投资、开发服务
如东县古城建设发展有限公司	35,000.00	100.00%	房地产开发；房屋征收劳务服务；市政道路工程施工；土地整理、市政设施管理、物业管理服务；旅游景点经营管理；旅游开发区基础设施、公用工程投资；建筑材料、五金、纺织品、机械设备销售

如东县广视网络传媒有限公司	1,000.00	100.00%	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；广播电视及信息网络技术开发、咨询、服务；广播电视设备及信息设备代理、销售及租赁；对广播、电影、信息、传媒产业进行投资、融资及管理
如东县开泰城建投资有限公司	100,000.00	100.00%	房地产开发经营；为城市基础建设投资、开发、服务；建材销售；水利工程投资；水利基础设施建设；水利工程施工
如东县康泰城镇建设有限公司	25,200.00	100.00%	城镇基础设施开发、建设；土地整理；土地复垦；房屋拆迁服务；农业项目开发、建设；道路、桥梁建设；雨水、污水、垃圾、禽畜粪便处理；园林绿化工程、智能化工程施工
如东县日泰投资管理有限公司	98,700.00	100.00%	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
如东县瑞泰城镇建设有限公司	24,000.00	100.00%	城镇基础设施开发、建设；资产管理；物业管理；土地整理；土地复垦；房屋征收劳务服务；农业项目开发、建设；停车场管理服务；道路、桥梁建设；雨水、污水、垃圾、畜禽粪便处理；园林绿化工程、智能化工程施工
如东县祥泰城镇建设有限公司	24,000.00	100.00%	城镇基础设施开发、建设；资产管理；物业管理；房屋征收劳务服务；土地整理；房屋建设工程施工；道路、桥梁建设；雨水、污水、垃圾、畜禽粪便处理；园林绿化工程、智能化工程施工
如东县鑫泰建材科技有限公司	5,000.00	100.00%	新型建材研发；承接动力和室内外道路照明、建筑照明（供电设施、受电设施除外）设计、施工和维修；照明灯具、路灯器材、路灯自动监控仪器加工、制作；混凝土、建材销售；建筑信息咨询服务
如东县鑫源城投房地产开发有限公司	62,000.00	100.00%	房地产开发经营
如东县鑫源城投绿化有限公司	5,000.00	100.00%	苗木、花卉种植、销售；园林设计、绿化管护、绿化工程施工
如东县鑫源建材贸易有限公司	5,000.00	100.00%	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
如东县鑫源投资发展集团有限公司	20,000.00	100.00%	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
如东县鑫源土地开发有限公司	11,000.00	100.00%	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
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
如东县自来水公司	46,427.60	100.00%	自来水生产；生活饮用水供应；自来水管道安装、给排水器材零售

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、纺织品、服装、日用品、机械设备、五金电器、电子产品批发、零售；市场设施租赁、市场内管理服务；停车场服务。
南通鲜润贸易有限公司	3,000.00	100.00%	生鲜乳收购；粮食收购；活禽销售；食用农产品批发；食用农产品零售；农副产品批发；水产品批发；信息咨询服务；水产品收购；初级农产品收购；鲜肉批发；鲜肉零售
南通臻远仓储物流有限公司	2,000.00	100.00%	仓储服务；运输货物打包服务；国内货物运输代理；铁路运输辅助活动；信息咨询服务；国内贸易代理；装卸搬运
南通洋口港嘉通物流有限公司	1,000.00	100.00%	内河运输服务；内河港及其附属设施的建设与运营；仓储及输送设施的建设与运营
江苏洋口港港航工程有限公司	1,000.00	51.00%	航务工程施工及相关技术咨询；港口与航道工程建设；水利水电工程施工；河湖整治工程施工；围堤吹沙工程施工；水上、水下施工作业安全维护服务；建筑劳务分包；航运信息咨询；港航科技服务；港口拖轮业务；海上拖带、海上救助；船舶物资供应；港口供水、供电服务
如东恒鑫置业有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发经营；物业管理；住房租赁；非居住房地产租赁
南通港润能源发展有限公司	10,000.00	100.00%	对港口建设项目进行投资、管理；房地产开发；港口基础工程设施建设施工等

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
如东县鑫鑫水务设施建设有限公司	27,950.00	2021.04.02	否
		2021.06.22	否
	15,200.00	2026.09.10	否
	12,456.28	2024.01.10	否
	9,200.00	2022.11.11	否
	15,200.00	2026.09.10	否
	8,700.00	2022.10.20	否
	8,000.00	2021.03.19	否
	6,000.00	2021.07.02	否
	6,900.00	2026.12.17	否
		2025.03.27	否
		14,000.00	2021.09.27
		2021.03.27	否
如东县民泰城乡建设工程有限公司	26,300.00	2027.11.21	否
	46,195.69	2032.12.31	否
	14,500.00	2022.06.11	否
	10,000.00	2024.10.14	否
	10,000.00	2025.03.02	否
		2025.03.05	否
	5,000.00	2021.03.19	否
	25,000.00	2029.12.04	否
如东县金鑫交通工程建设投资有限公司	22,000.00	2025.09.25	否
	20,000.00	2021.06.28	否
	16,000.00	2024.07.29	否
	17,460.00	2028.11.21	否
	29,100.00	2028.08.01	否
	13,750.00	2021.11.09	否
	10,000.00	2021.10.10	否
	20,000.00	2021.11.27	否
	5,280.00	2022.03.20	否
		2021.12.25	否
26,250.00	2022.12.25	否	
	2023.06.25	否	
如东三益鸿生污水处理有限公司	17,000.00	2021.02.25	否
	23,000.00	2025.06.30	否
	1,000.00	2021.03.04	否

	1,000.00	2021.02.20	否
	9,500.00	2021.11.26	否
	4,000.00	2021.04.15	否
	7,200.00	2024.11.11	否
		2023.12.18	否
		2023.09.18	否
		2023.06.18	否
		2023.03.18	否
		2022.12.18	否
	12,000.00	2022.09.18	否
		2022.06.18	否
		2022.03.18	否
		2021.12.18	否
		2021.09.18	否
		2021.06.18	否
		2021.03.18	否
	23,900.00	2024.02.27	否
	18,000.00	2028.12.25	否
	36,700.00	2025.11.21	否
	48,000.00	2027.12.17	否
如东县方泰城乡建设工程有限公司	9,360.00	2022.07.30	否
	9,000.00	2022.06.24	否
	48,380.00	2033.12.06	否
	26,000.00	2025.12.12	否
如东滨城供水有限公司	19,000.00	2024.11.21	否
	11,000.00	2023.12.05	否
	6,000.00	2021.09.29	否
	9,550.00	2022.06.30	否
		2022.09.08	否
	1,000.00	2021.04.09	否
如东县苏港建设工程有限公司	18,000.00	2026.11.21	否
	5,760.00	2024.12.20	否
如东县鼎清水利建设有限公司	17,460.00	2028.11.21	否
如东县黄海河道治理建设工程有限公司	12,348.00	2026.05.21	否
	10,000.00	2023.06.24	否
如东县海川交通建设工程有限公司	8,800.00	2021.03.17	否
	1,900.00	2021.12.10	否
如东县临海交通投资发展有限公司	8,000.00	2021.06.24	否
	33,700.00	2028.10.18	否

	5,900.00	2023.06.28	否
如东县丰清绿化园林有限公司	3,500.00	2022.03.15	否
	500.00	2021.04.16	否
	5,000.00	2021.03.26	否
江苏洋口港港务有限公司	5,000.00	2035.08.24	否
如东县顺鑫交通工程养护有限公司	5,000.00	2023.12.11	否
如东县民泰绿化工程有限公司	4,900.00	2023.06.29	否
南通瑞鑫绿化园林有限公司	4,500.00	2025.05.04	否
	3,000.00	2021.03.19	否
	18,500.00	2028.12.20	否
如东县新天地供水服务有限公司		2021.03.11	否
		2021.06.11	否
	15,057.37	2021.12.11	否
		2022.03.11	否
		2022.06.11	否
		2022.12.11	否
如东县强盛体育投资有限公司	24,100.00	2026.02.23	否
如东县鼎盛文化投资有限公司	25,650.00	2026.02.23	否
如东县鼎泰城建开发有限公司		2021.06.23	否
	30,643.00	2023.12.23	否
		2024.06.23	否
		2028.12.23	否
江苏天一农贸集团有限公司	14,500.00	2024.09.16	否
如东县新益交通建设投资有限公司		2032.09.16	否
	8,484.00	2021.12.12	否
如东县兴路交通建设投资有限公司	2,023.00	2021.12.09	否
	1,305.00	2021.12.02	否
如东县绿丰园林绿化有限公司	700.00	2021.09.05	否
	17,456.00	2026.05.24	否
如东洋口港产业控股有限公司	5,000.00	2027.12.18	否
	10,100.00	2026.06.14	否
	3,000.00	2022.03.20	否
如东县信鑫贸易有限公司	3,800.00	2021.11.20	否
南通盛鑫交通设备有限公司	3,500.00	2022.03.12	否
江苏合众融资租赁有限公司	17,550.00	2021.12.29	是
		2022.10.09	是
仁衡融资租赁（上海）有限公司	20,000.00	2022.11.01	是
		2022.12.09	是
南通明珠港口物流有限公司	4,300.00	2021.09.10	否

	8,000.00	2023.12.31	否
	3,500.00	2021.09.28	否
江苏通洋工业供水有限公司	1,950.00	2021.06.27	否
南通畅洋仓储有限公司	1,000.00	2021.06.23	否
南通洋农贸易有限公司	1,000.00	2021.06.23	否
如东洋口港现代农业投资开发有限公司	800.00	2021.03.31	否
	2,700.00	2023.01.10	否
如东洋口港绿化工程有限公司	1,950.00	2023.06.30	否
	3,000.00	2023.08.27	否
	20,000.00	2022.01.20	否
如东金海岸绿色产业发展有限公司	15,000.00	2022.12.20	否
如东县通泰投资集团有限公司	7,000.00	2023.12.21	否
如东县天一建设开发有限公司	9,000.00	2023.12.29	否
	22,600.00	2023.01.22	否
如东县新天地投资发展有限公司	12,000.00	2028.09.28	否
	28,000.00	2028.06.30	否
如东县东清水利建设工程有限公司	4,000.00	2022.12.30	否
	10,000.00	2023.04.06	否
	4,000.00	2021.10.22	否
如东县通达路网建设有限公司	4,000.00	2022.12.28	否
	3,000.00	2021.06.24	否
	3,000.00	2021.06.24	否
如东县安泰水利建设有限公司	11,100.00	2023.12.08	否
	21,000.00	2022.08.26	否
	4,900.00	2023.07.03	否
	2,000.00	2021.12.11	否
	5,000.00	2021.07.22	否
	21,000.00	2022.08.26	否
	10,000.00	2021.06.24	否
如东县联丰农业资源开发有限公司	27,360.00	2026.01.09	否
	14,000.00	2022.12.17	否
	15,250.00	2023.11.05	否
如东县海韵文化投资有限公司	69.00	2022.12.17	否
	100,000.00	2027.12.20	否
	12,599.00	2027.12.20	否
如东县欣荣城镇开发建设有限公司	11,250.00	2022.01.20	否
	22,000.00	2022.12.17	否
	12,599.00	2023.11.05	否
	6,900.00	2027.05.30	否

	25,000.00	2024.03.06	否
如东县康泰城镇建设有限公司	8,700.00	2028.12.13	否
如东县清灵水利建设有限公司	6,640.00	2025.03.20	否
	4,000.00	2021.09.20	否
如东县东进建设有限公司	3,000.00	2021.12.29	否
	5,000.00	2021.09.26	否
如东县宜居环境建设有限公司	3,000.00	2021.12.29	否
南通开元建设开发有限公司	42,690.00	2025.12.20	否
如东县鸿马自来水有限公司	9,000.00	2021.06.22	否
	980.00	2021.04.16	否
如东县双源农业资产开发有限公司	6,000.00	2022.12.31	否
如东县岔河污水处理有限公司	5,000.00	2021.03.10	否
江苏豫泉投资开发有限公司	36,920.00	2025.12.01	否
南通东扬薄板有限公司	4,800.00	2022.10.28	否
如东县甜水供水服务有限公司	4,800.00	2023.07.03	否
如东县新河供水服务有限公司	4,800.00	2023.07.03	否
如东县利丰服务有限公司	4,800.00	2023.07.03	否
如东县燕川供水服务有限公司	4,800.00	2023.07.03	否
如东县双石供水服务有限公司	4,900.00	2023.07.03	否
合计	1,808,375.34		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。