如东县通泰投资集团有限公司

2020年农村产业融合发展专项债券信用评级报告

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：

中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼　　电话：0755-82872897
传真：0755-82872090　　邮编：518040　　网址：www.cspengyuan.com

中证鹏元
CSCI Pengyuan

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z【425】号 02

分析师
姓名：
汪永乐　何佳欢
电话：
0755-82879719
邮箱：
wangyl@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 7 月 29 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信用评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司
地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
电话：0755-82872897
网址：
www.cspengyuan.com

如东县通泰投资集团有限公司
2020 年农村产业融合发展专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA　　发行主体长期信用等级：AA
发行规模：6 亿元　　评级展望：稳定
债券期限：7 年　　增信方式：保证担保
担保主体：江苏省信用再担保集团有限公司
债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期的第 3-7 年末每年偿还债券发行总额的 20%

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”）对如东县通泰投资集团有限公司（以下简称“通泰公司”或“公司”）本次拟发行总额 6 亿元农村产业融合发展专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到依托港口及近海资源，近年如东县经济持续发展，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大，此外，江苏省信用再担保集团有限公司（以下简称“江苏再担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到应收款项及其他流动资产对公司资金形成占用，公司面临一定的资金压力和较大的偿债压力，且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。**依托港口及近海资源，近年来如东县经济持续发展，县域经济实力较强，多年连续上榜全国综合实力百强县市，2017-2019 年如东县分别实现地区生产总值 852.50 亿元、952.29 亿元和 1,053.42 万元，增速分别为 7.9%、7.5%和 6.7%。江苏省如东高新技术产业开发区（简称“如东高新区”）位于如东县核心区，近年积极发展生命健康、智能制造和半导体产业等新型科技产业，2018 年全区实现地区生产总值 286.00 亿元。
- **公司业务持续性较好。**公司主要负责如东高新区范围内的基础设施、安置房建设和园区开发。截至 2019 年末，公司已签订委托代建协议的主要在建项目总投资为 31.95 亿元，已投资 21.25 亿元，业务可持续性较好。

- **公司获得的外部支持力度大。**公司在资产注入和财政补助等方面获得的外部支持力度大。2016 年、2018 年如东县投资管理办公室（以下简称“如东投管办”）分别以货币资金形式出资 9.00 亿元、4.50 亿元，增加公司实收资本 13.50 亿元；2013-2017 年公司陆续获得以股权、货币资金和房产等形式投入的资产 31.08 亿元。此外，2017-2019 年公司分别获得 0.25 亿元、0.27 亿元和 0.84 亿元政府补助。
- **保证担保提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为 AAA，江苏再担保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信用水平。

关注：

- **公司应收款项及其他流动资产规模较大，对资金形成占用。**截至 2019 年末，公司应收款项及其他流动资产合计为 62.99 亿元，占总资产的比重为 43.48%，规模较大且回收时间不确定，对公司资金形成占用。
- **公司业务收现能力偏弱，经营活动现金流表现不佳，面临一定的资金压力。**公司工程施工业务回款周期较长，2017-2019 年收现比分别为 0.86、0.38 和 0.67；经营活动净现金流分别为 2.67 亿元、-22.15 亿元和-10.91 亿元。截至 2019 年末，公司在建及拟建的代建项目（剔除已投资大于总投资项目）、自营项目分别尚需投资 11.10 亿元和 8.09 亿元，面临一定的资金压力。
- **公司有息债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务合计 76.24 亿元，2017-2019 年复合增长率为 33.57%，其中短期债务为 23.91 亿元，现金短期债务比下降至 0.67，有息债务规模较大且增长较快。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额合计为 3.35 亿元，占 2019 年末所有者权益的 6.47%，担保对象均为国有企业，均未设置反担保措施，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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,448,624.53	1,403,052.05	1,027,717.10
所有者权益	518,062.69	510,400.08	450,857.56
有息债务	762,425.27	735,334.32	427,357.00
资产负债率	64.24%	63.62%	56.13%
现金短期债务比	0.67	1.07	1.17
营业收入	122,792.47	112,962.37	103,479.87
其他收益	8,384.30	2,650.47	2,530.92
利润总额	15,125.71	19,136.66	21,453.48
综合毛利率	13.60%	21.80%	21.60%
EBITDA	16,971.02	20,654.12	22,050.50
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.84	0.97
经营活动现金流净额	-109,089.86	-221,458.99	26,651.70
收现比	0.67	0.38	0.86

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	172.17	143.93	122.24
所有者权益	104.52	75.27	71.73
担保余额*	1,230.43	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	-	476.60	623.94
准备金覆盖率*	-	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（倍）*	-	8.59	8.70
累计代偿回收率*	-	40.65%	30.81%

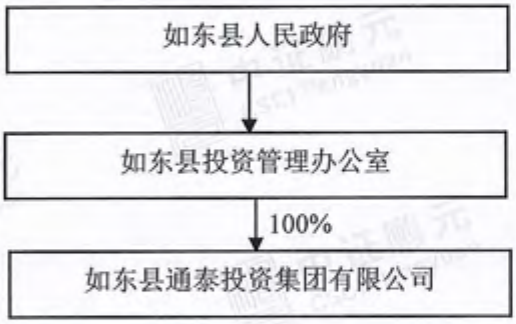
注 1：2016 年和 2017 年财务数据分别采用 2017 年和 2018 年审计报告的上期数。
注 2：“*”表示数据为母公司口径，“-”表示未获取数据。
注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。
资料来源：江苏再担保 2017-2019 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司原名如东县通泰农业发展有限公司，经如东县掘港镇人民政府掘政示【2013】32号文件请示，如东县人民政府办公室（2013）请字732号办文单批示和如东县财政局县级（2013）362号办文单批复，由如东投管办出资组建，于2013年9月7日注册成立，成立时注册资本为0.50亿元，为货币出资。2016年9月、2016年11月和2018年11月公司注册资本和实收资本分别增至4.50亿元、9.50亿元和14.00亿元，均为货币出资。2019年10月28日公司更为现名。

截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为14.00亿元，如东投管办持有公司100%股份，如东县人民政府为公司实际控制人。

图1　截至2019年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要负责如东高新区范围内的基础设施建设、安置房建设和园区开发。截至2019年末，纳入公司合并报表范围的子公司共21家，详见附录二。

二、本期债券概况

债券名称：2020年如东县通泰投资集团有限公司农村产业融合发展专项债券；

发行总额：6亿元；

债券期限和利率：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，在债券存续期内的第3-7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金，到期利息随本金一起支付；

增信方式：江苏再担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为6亿元，资金投向明细如表1所示。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
如东县农村产业融合发展示范园区建设项目	72,031.54	50,000.00	69.41%
补充流动资金	-	10,000.00	-
合计	-	**60,000.00**	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容及进度

根据国家发展改革委、农业部、工业和信息化部、财政部、国土资源部、商务部、国家旅游局于2017年12月30日联合发布的《关于印发首批国家农村产业融合发展示范园创建名单的通知》（发改农经【2017】2301号），本期债券募投项目如东县农村产业融合发展示范园区（以下简称“农村产业融合示范园”）入选首批国家农村产业融合发展示范园创建园区，全国共148家，江苏5家。

农村产业融合示范园总用地面积约12,480亩，主要分为农产品种植区及农产品冷链加工区两部分建设。农产品种植区分别位于如东县农村产业融合发展示范园区内的核心区、精品果蔬种植区和循环农业示范区内，用地面积共约12,400亩，其中精品果蔬种植区蔬菜、瓜果连栋大棚建设5,000亩；循环农业示范区蔬菜、瓜果连栋大棚建设7,000亩；核心区智能温室建设400亩。农产品冷链加工区位于如东高新区芳泉路北侧，具体东至虹南路、南至芳泉路、北至水泥路，用地面积约53,255平方米（约80亩），建筑面积110,579.99平方米，其中厂房109,521.14平方米，辅助用房1,058.85平方米。

该项目计划建设期12个月，截至2020年3月末项目处于前期准备阶段，尚未开工建设。

2、项目的审批、核准或备案情况

截至2019年末，募投项目已获批复情况如下表所示。

表2 如东县农村产业融合发展示范园区建设项目相关批复情况

批复文件名称	文号	发文机关	印发时间
关于如东县农村产业融合发展示范园区建设项目备案的通知	东高投备【2018】162号	江苏省如东高新技术产业开发区	2018/12/5
固定资产投资项目节能承诺表	-	如东道博智能设备有限公司	2019/3/13
关于如东县农村产业融合发展示范园区建设项目环境影响报告表的批复	东高环审【2019】3号	江苏省如东高新技术产业开发区	2019/1/21

建设用地规划许可证	地字第320623201707019 地字第320623201707020 地字第320623201707021	江苏省如东高新技术产业开发区	2017/6/ 27
不动产权证书	（苏2017）如东县不动产权第0006143号 （苏2017）如东县不动产权第0006144号 （苏2017）如东县不动产权第0006145号	如东县国土资源局	2017/6/28
江苏省南通市社会稳定风险评估评审报告表	-	-	2019/1/14

资料来源：公司提供

3、项目收益

根据江苏富华工程造价咨询有限公司编制的《如东县农村产业融合发展示范园区建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），农村产业融合示范园建成后可通过大棚出租收入、智能温室出租收入和冷链加工区租售收入盈利。农村产业融合示范园计算期为11年，其中建设期1年，运营期10年。根据可研报告，运营期内项目实现总收入118,347.20万元，其中债券存续期内可实现经营性收入（不含政府补贴）91,147.20万元，扣除经营成本及税金后，可实现项目净收益（即可偿债资金）75,807.33万元。本项目投资财务内部收益率为6.71%，静态投资回收期为5.93年，动态投资回收期为9.04年。

中证鹏元关注到，募投项目总投资规模较大、建设周期较长，项目实际投资、施工期限有可能发生变动，影响项目按期竣工及正常投入运营。同时，项目建成后，招商引资亦存在不确定性，或影响项目收益的实现。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

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，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，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。2017-2019 年，我国国内生产总值（GDP）从 82.08 万亿元增长至 99.09 万亿元，各年分别增长 6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%，高于同

期工业增加值增长率；战略性新兴服务业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

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。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；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，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，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、发展改革委等六部委发布《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，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，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，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。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。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各

监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（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、新能源和港口物流等主导产业，近年如东县地区生产总值稳步增长，经济发展水平较高

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2019年末，全县常住人口97.71万人。根据《2019年中国中小城市高质量发展指数研究成果发布》，如东县为2019年度全国综合实力百强县市之一，如东县已连续多年上榜全国综合实力百强县市。

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。目前如东县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越与政策红利，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。

依托港口及近海资源，近年来如东县经济持续发展，县域经济实力较强，2017-2019年如东县分别实现地区生产总值852.50亿元、952.29亿元和1,053.42亿元，按可比价格计算，同比增速分别为7.9%、7.5%和6.7%，2019年三次产业结构占比分别为8.0:49.7:42.3。2017-2019年如东县人均GDP分别为86,897元、97,232元和107,717元，是全国人均生产总值的1.46倍、1.50倍和1.52倍，地方经济发展水平较高。

工业方面，2017-2019年如东县规模以上工业总产值同比增速分别为12.0%、15.8%和8.9%，增速有所放缓。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%。

固定资产投资方面，2017-2019年如东县固定资产投资增速分别为9.1%、8.0%和7.8%，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%，对经济增长形成重要支撑。消费方面，2017-2019年如东县社会消费品零售总额分别为347.45亿元、377.66亿元和397.30亿元，增速分别为9.1%、9.1%和5.2%。

房地产投资方面，2018年末如东县全县拥有房地产开发企业29家。全年房地产开发投资31.95亿元，增长28.6%。商品房施工面积242.51万平方米，增长22.2%，其中住宅施工面积193.50万平方米，增长23.4%。全县商品房竣工面积37万平方米，下降10.5%，其中住宅竣工面积33.23万平方米，增长3.1%。商品房销售面积105万平方米，增长64.4%，其中住宅99.75万平方米，增长154.1%。

表3　2017-2019年如东县经济发展情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,053.42	6.7%	952.29	7.5%	852.50	7.9%
第一产业增加值	84.64	3.5%	75.22	2.9%	71.37	3.1%
第二产业增加值	523.03	8.8%	439.13	7.2%	391.21	7.9%
第三产业增加值	445.75	4.8%	437.94	8.6%	389.92	8.8%
规模以上工业总产值	1,132.50	8.9%	-	15.8%	2,161.45	12.0%
固定资产投资	-	7.8%	-	8.0%	563.33	9.1%
社会消费品零售总额	397.30	5.2%	377.66	9.1%	347.45	9.1%
进出口总额	377.19亿元	-6.6%	404.03亿元	54.8%	38.62亿美元	53.8%
存款余额	1,384.65	-	1,192.69	4.99%	1,136.02	10.56%
贷款余额	813.15	-	698.82	22.43%	570.78	15.20%
人均GDP（元）		107,717		97,232		86,897
人均GDP/全国人均GDP		1.52		1.50		1.46

资料来源：如东县2017-2018年国民经济和社会发展统计公报及2019年1-12月如东县统计月报，中证鹏元

整理

2019年如东县实现一般公共预算收入57.70亿元，同比增长0.3%，其中税收收入48.18亿元，占公共财政收入的比重为83.50%；2019年实现政府性基金收入68.71亿元，同比增长58.9%，同年一般公共预算支出为116.67亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为49.46%。

如东高新区区位优势较好，重点发展新型科技产业，持续推进城乡基础设施建设

如东高新区位于如东县城，是全县政治、经济、文化中心。2015年如东县掘港镇撤镇成立城中街道、掘港街道，与如东高新区实行一体化管理。全区下辖16个社区、27个村，现有人口近30万人，其中农村人口11万。如东高新区总面积239平方公里，城区规划面积120平方公里，建成区面积30平方公里。结合县城空间布局，如东高新区形成了南至通洋高速口，北至长江路，东至223线，西至西环路的园区布局总体规划。

如东高新区全区现有工业企业1,000多家，服务业企业800多家。2018年区域内企业爱朋医疗（股票代码：300753.SZ）创业板上市。2018年全区预计实现规模以上工业企业产值396亿元；预计实现服务业亿元项目投入6.4亿元，千万元以上项目投入27.5亿元。引进和实施农业项目21个，预计实现农业总产值11.2亿元。

如东高新区近年重点发展生命健康、智能制造和半导体产业等新型科技产业，2018年生命健康产业园配套进一步完善，半导体产业园，智能机电产业园已有近30个项目落户。2016年、2018年如东高新区分别实现地区生产总值203.38亿元、286.00亿元；2016-2018年全区分别实现一般公共财政预算收入9.3亿元、8.8亿元和8.6亿元。

2018年如东高新区城乡建设配套继续加快，完成“三河六岸”三、四号地块等6个征拆项目，房屋征收总面积116,434平方米，土地征收921亩，征地及附属物清障补偿款约3,593万元；背街小巷道路硬质化19,100平方米，新建生态停车场1,200平方米；新建改建农路177.8公里、农桥12座；投资约1,200万元的陈高村集居点配套工程竣工验收。

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》和其他有关法律、行政法规的规定，制定了《如东县通泰投资集团有限公司章程》。公司股东如东投管办决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，成员4人，其中顾翠华[1]由如东县人民政府委派，张杰、刘骏和施一峰由如东县政府国有资产监督管理办公室委派。公司设监事会，成员5人，其中股东代表3人，职工代表2人。公司设经理1名，副经理若干，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负

[1] 2019年10月28日公司董事长由张勤变更为顾翠华。

责，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案。

根据业务特点及业务需要，公司设置了办公室、资金财务部、项目投资部、工程部和检查考核部5个职能部门。为规范公司治理，公司制定了《财务管理制度》、《关联交易管理制度》、《会计核算制度》、《预算管理制度》和《债券资金使用管理制度》等制度。

六、经营与竞争

公司作为如东高新区重要的基础设施建设平台，收入主要来自工程施工收入，而代建管理费对公司收入及利润形成补充。随着如东高新区城市建设不断推进，公司营业收入持续增长，2017-2019年分别为10.35亿元、11.30亿元和12.28亿元，其中2019年其他收入增长较多，主要系新增租金、环卫及物业和煤炭钢材贸易收入等，但对公司盈利贡献较小。同期，综合毛利率分别为21.60%、21.80%和13.60%，其中2019年综合毛利率下降较多，主要系收入占比较大的工程施工业务毛利率下降所致。

表4　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工	117,817.00	12.80%	110,427.03	20.00%	101,415.07	20.00%
代建管理费收入	2,960.22	100.00%	2,526.31	100.00%	2,052.49	100.00%
其他	2,015.25	-66.74%	9.03	100.00%	12.31	100.00%
合计	**122,792.47**	**13.60%**	**112,962.37**	**21.80%**	**103,479.87**	**21.60%**

资料来源：公司提供

工程施工业务是公司收入的主要来源，近年规模稳定增长，考虑到公司仍有一定规模已签订代建协议的在建项目，未来收入来源较有保障

公司作为如东高新区重要的基础设施建设平台，主要负责如东高新区范围内的安置房建设、基础设施建设和园区开发。具体实施建设的主体为公司子公司如东县宏泰建设有限责任公司（以下简称“宏泰建设”）、如东县天一建设开发有限公司（以下简称“天一建设”）和如东县掘港商贸物流发展有限公司（以下简称“掘港商贸物流”）。具体业务模式为：公司作为建设方与委托方签订《城市基础设施工程项目委托代建合作协议》（以下简称“委托代建协议”），由公司自行筹资进行相关项目的建设，完工后根据成本加成25%向委托方确认收入。委托方包括如东县人民政府、如东县安泰水利建设有限公司[2]（以下简称“安泰水利”）和如东县升泰新农村开发建设有限公司[3]（以下简称“升泰建设”）

[2] 如东投管办持股80%。
[3] 如东投管办持股100%。

等公司。

随着如东高新区城市建设不断推进，近年公司承担了五总安置小区二/三期、园区管网改造升级工程和太行山路等工程项目的投资建设，工程施工收入稳定持续增长，2017-2019年分别为10.14亿元、11.04亿元和11.78亿元。毛利率方面，2017-2018年度，由于工程代建基本均按照成本的25%加成确认收入，该业务毛利率稳定在20.00%。2019年度，由于工程施工核算金额修改为扣税后金额，导致该业务毛利率大幅下滑至12.80%。

表5　公司工程施工收入确认明细（单位：万元）

年份	项目名称	建设方	项目收入	项目成本
2019 年	虹桥安置房三期	宏泰建设	24,304.61	21,193.62
	园区绿化工程提档升级项目		5,160.55	4,500.00
	园区新建道路一标段		10,971.33	9,567.00
	城区园区污水管网及“十个必接”工程		8,754.93	7,634.30
	园区新建道路二标段		5,999.08	5,231.20
	园区新建污水管网工程		6,461.70	5,634.60
	虹桥人才公寓	天一建设	56,164.79	48,975.70
	合计	-	**117,817.00**	**102,736.42**
2018 年	五总安置小区三期	天一建设	39,440.73	31,552.59
	天山路		5,557.42	4,445.93
	金沙江路		3,073.72	2,458.97
	湘江路		2,972.85	2,378.28
	园区管网改造升级工程	宏泰建设	26,242.03	20,993.62
	太行山路		7,429.33	5,943.47
	庐山路		5,530.81	4,424.64
	淮河路		4,649.32	3,719.46
	中心市场职工公寓	掘港商贸物流	15,530.82	12,424.66
	合计	-	**110,427.03**	**88,341.62**
2017 年	裕华苑安置小区	宏泰建设	24,059.62	19,247.69
	五总安置小区二期	天一建设	23,669.44	18,935.55
	港城中通道西段		10,924.53	8,739.62
	洋口港大道		8,777.12	7,021.70
	泰山路		8,072.67	6,458.14
	掘爻路		5,917.36	4,733.89
	渭河路	宏泰建设	7,454.81	5,963.85
	友谊西路		6,610.47	5,288.38
	国信北路		3,016.86	2,413.49
	日晖路		2,912.20	2,329.76

	合计	-	101,415.07	81,132.06

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司在建项目包括虹桥集居点项目、智云湾社区项目、园区片区拆迁等，计划总投资31.95亿元，已投资21.25亿元，剔除已投资大于总投资项目尚需投资11.10亿元。以上项目均已签订委托代建协议，公司未来工程施工收入较有保障。

表6 截至2019年末公司主要的在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	建设方	预计总投资	项目已投资	尚需投资
虹桥集居点项目	宏泰建设	9.60	7.19	2.41
园区市政建设		0.85	0.45	0.40
南河湾公墓项目		0.50	0.14	0.36
园区片区拆迁		7.50	7.90	-
智云湾社区项目	天一建设	9.50	4.79	4.71
新光安置项目		4.00	0.78	3.22
合计	-	31.95	21.25	11.10

资料来源：公司提供

代建管理业务对公司收入形成补充，并通过经营产业园及农贸市场等，公司获得一定规模的租金收入

代建管理方面，公司与江苏省如东高新技术产业开发区管委会（以下简称“高新区管委会”）签订了《工程项目委托建设及管理协议》，由公司负责如东高新区范围内部分农桥农路修建、农村环境整治等工程建设项目的管理，代建管理费按照实际投资额的15%计提，每个会计年度结算一次。2017-2019年公司分别确认代建管理收入0.21亿元、0.25亿元和0.30亿元；毛利率均为100%。

此外，为促进如东高新区产业发展，自2016年下半年以来，公司开始生命健康产业园、智能机电产业园、半导体产业园和汽车零部件及配件制造项目等自营项目的建设。截至2019年末，生命健康产业园、智能机电产业园和半导体产业园已投入使用，招商入驻江苏宏微特斯生物科技有限公司有限公司、江苏柏慧康生物科技有限公司、如东宝联电子科技有限公司、江苏邑文微电子科技有限公司、景焱（江苏）智能装备有限公司、江苏朗拜恩环保科技有限公司等企业。为鼓励企业入驻，推动产业发展，三大产业园均设置了2年的免租期，若按照50%的入驻率预估，免租期过后，三大产业园年租金收入预计约2,000万元。同时，2018年高新区管委会将如东农贸市场、南通天一农副产品批发市场转让给公司，加之公司原有的掘港中心市场，公司一共拥有3处农贸市场。2019年公司实现租金收入1,905.35万元，毛利率水平为-71.81%，公司租金收入规模较小，租金业务成本中折旧和相关管理费用较大，进而导致该业务毛利率水平为负。

截至2019年末，公司自营的汽车零部件及配件制造项目仍在建设中，本期债券募投项目尚未投入建设，以上项目计划总投资8.20亿元，尚需投资8.09亿元。

表 7　截至 2019 年末公司自营项目情况（单位：万元）

已投入使用项目			
项目	项目实际投资	入驻率	项目简介
生命健康产业园	45,079.85	44.35%	拥有 25 万平方米孵化器、加速器和 2000 亩拓展区，建有生物医药研发公共服务平台，科研院所、高等院校生物医药合作支撑平台。
智能电气、机电设备研发生产项目	5,325.60	52.38%	拥有 20 万平方米核心区和 3000 亩拓展区。重点引进机器人关键部件、智能传感、智能化成套装备项目。
自动化控制系统设备研发、生产项目	18,288.16	50.88%	研制高端自动化设备及高端半导体设备
智能机电产业园	226.82	52.38%	拥有 20 万平方米核心区和 3000 亩拓展区。重点引进机器人关键部件、智能传感、智能化成套装备项目。
半导体产业园	1,989.10	50.88%	聚集以研制高端自动化设备、高端半导体设备等产品的高端企业。园区内吸引了宝联电子、景炎科技等 10 多家半导体企业入驻。
合计	**70,909.53**	-	-

在建及拟建项目				
项目	项目总投资	项目已投资	尚需投资	项目简介
汽车零部件及配件制造项目	10,000	1,142.10	8,857.90	新征用地 27 亩，新建生产用房及附属设施，共计建筑面积35000平方米，主要生产包括汽车离合器、法兰等汽车零部件。
如东县农村产业融合发展示范园区建设项目（本期债券募投项目）	72,031.54	0.00	72,031.54	农村产业融合示范园总用地面积约12,480 亩，主要分为农产品种植区及农产品冷链加工区两部分建设。
合计	**82,031.54**	**1,142.10**	**80,889.44**	-

资料来源：公司提供

作为如东高新区重要的基础设施建设主体，近年公司获得的外部支持力度大

作为如东高新区重要的基础设施建设主体，公司在资产注入和财政补助等方面获得的外部支持力度大。2016年、2018年如东县投资管理办公室分别以货币资金形式出资9.00亿元、4.50亿元，增加公司实收资本13.50亿元；2013-2017年公司陆续获得股权、货币资金和房产等形式的资产投入共计31.08亿元，增强了公司资本实力。此外，2019年3月公司无偿划出东国用（2016）第100007号、东国用（2016）第100009号两宗土地，减少资本公积4,639.35万元。

财政补贴方面，2017-2019 年公司分别获得 2,530.92 万元、2,650.47 万元和 8,384.30

万元政府补助，提升了公司的利润水平。

表 8　近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

科目	年份	资产类别	评估价值	投资方
实收资本	2016 年	货币资金	90,000.00	如东县投资管理办公室
	2018 年	货币资金	45,000.00	
合计	-	-	**135,000.00**	-
资本公积	2013 年	天一建设 33.33%股权	10,000.00	如东县投资管理办公室
		货币资金	109,473.42	如东县财政局
	2014 年	货币资金	1,400.04	如东县财政局
	2015 年	货币资金	83,796.30	如东县财政局
	2016 年	天一建设 66.67%股权	20,000.00	如东县投资管理办公室
		江苏如东高新生物科技有限公司 100%股权	5,000.00	
		货币资金	65,612.50	如东县财政局
	2017 年	房产	15,487.25	江苏省如东高新技术产业开发区管理委员会
合计	-	-	**310,769.50**	-

资料来源：公司提供

七、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审华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司2017-2019年三年连审审计报告，审计报告按照新会计准则编制。2017年公司合并江苏如东高新经济发展有限公司等14家子公司，2018年新设中睿技术检测（如东）有限公司、如东生命树创业投资合伙企业（有限合伙）2家子公司，2019年减少合并子公司1家南通普莱德医疗器械科技有限公司。截至2019年末，公司合并范围内共21家子公司，详见附录二。

资产结构与质量

近年公司资产规模不断增长，应收款项及其他流动资产规模较大，对资金形成占用

随着政府注资及公司业务规模不断扩张，截至2019年末公司资产规模为144.86亿元，

2017-2019年复合增长率为18.72%，2019年末流动资产占比为82.26%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	161,182.84	11.13%	275,516.59	19.64%	143,979.07	14.01%
应收账款	247,691.01	17.10%	238,450.35	17.00%	164,699.38	16.03%
其他应收款	235,036.62	16.22%	186,434.14	13.29%	118,757.85	11.56%
存货	400,293.48	27.63%	377,562.49	26.91%	385,136.24	37.47%
其他流动资产	147,199.88	10.16%	125,656.60	8.96%	128,280.43	12.48%
流动资产合计	**1,191,572.38**	**82.26%**	**1,203,980.92**	**85.81%**	**944,626.86**	**91.92%**
投资性房地产	131,664.74	9.09%	94,227.28	6.72%	4,184.58	0.41%
在建工程	26,971.78	1.86%	56,083.74	4.00%	33,310.13	3.24%
其他非流动资产	30,925.50	2.13%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	**257,052.15**	**17.74%**	**199,071.13**	**14.19%**	**83,090.24**	**8.08%**
资产总计	**1,448,624.53**	**100.00%**	**1,403,052.05**	**100.00%**	**1,027,717.10**	**100.00%**

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年公司货币资金规模波动较大，2019年末为16.12亿元，期末受限货币资金9.70亿元，主要为承兑汇票保证金和已质押的定期存单，占总资产的6.70%。近年公司承接了如东高新区范围内安置房、道路等工程项目建设，应收账款规模快速增长，2019年末账面价值为24.77亿元，2017-2019年复合增长率为22.63%，其中应收安泰水利18.12亿元，如东县掘港镇财政分局5.39亿元，升泰建设1.44亿元，高新区管委会0.31亿元。期末应收账款坏账准备为0.50亿元。其他应收款主要为往来款，2019年末账面价值为23.50亿元，近年规模持续上升，其中主要为应收如东县掘港镇财政分局9.73亿元和江苏天一农贸集团有限公司8.35亿元，期限主要在1年以上，期末其他应收款坏账准备为0.64亿元。其他流动资产主要为代垫工程资金（高新区管委会建设，公司负责管理项目）。2019年末应收款项及其他流动资产合计占公司资产的比重为43.48%，对资金形成占用。

截至2019年末，公司存货规模为40.03亿元，主要为拆迁费用和待开发土地，其中拆迁费用主要为虹桥农居点（三期）等项目之前年度累计形成的拆迁成本及开发成本；土地资产为48宗土地，其中已办妥土地使用权证的土地47宗，面积合计54.47万平方米，账面价值18.78亿元，类型均为出让，用途多为批发零售住宅餐饮用地。截至2019年末，40宗账面价值合计13.08亿元、面积合计34.62万平方米的土地使用权用于抵押，使用受限。

2018年高新区管委会为抵偿对公司的债务，用如东农贸市场（评估价值6.28亿元）、南通天一农副产品批发市场（评估价值1.21亿元）抵债，同时公司将掘港中心市场（账面价值1.59亿元）由固定资产转入。截至2019年末，公司投资性房地产较2018年末增加3.74

亿元，增幅39.73%，主要系公司在建工程资产生命健康产业园的转入所致。在建工程主要为公司自建的生命健康产业园、智能机电产业园和半导体产业园等项目，截至2019年末，生命健康产业园、智能机电产业园和半导体产业园已投入使用，汽车零部件及配件制造项目仍在建设中。2019年末公司新增30,925.50万元其他非流动资产，全部为预缴土地出让金。

此外，2019年末公司受限货币资金9.70亿元、存货13.08亿元、投资性房地产0.17亿元和无形资产0.35亿元，合计23.31亿元，占当期末总资产的16.09%。

盈利能力

公司收入规模稳定增长，未来收入来源较有保障，坏账损失对盈利形成侵蚀

公司收入主要来自工程施工收入，代建管理费对公司收入及利润形成补充。随着如东高新区城市建设不断推进，公司营业收入持续增长，2017-2019年分别为10.35亿元、11.30亿元和12.28亿元。2017-2018年综合毛利率维持在21%-22%区间内，波动不大，2019年由于工程施工核算金额修改为扣税后金额，导致公司综合毛利率水平下滑至13.80%。考虑到截至2019年末，公司仍有一定规模已签订代建协议的在建项目，未来收入来源较有保障。同时，经营产业园及农贸市场有望持续给公司带来一定规模的租金收入。

由于应收款项规模较大且回款相对缓慢，2017-2019年公司分别计提资产减值损失1,859.03万元、4,283.16万元和1,670.22万元，对盈利形成侵蚀。外部支持方面，2017-2019年公司分别获得2,530.92万元、2,650.47万元和8,384.30万元政府补助，提升了公司的利润水平。受上述因素影响，近年公司利润总额表现出小幅下滑趋势。

表10　公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
营业收入	122,792.47	112,962.37	103,479.87
营业利润	15,127.39	19,153.07	21,453.18
资产减值损失	1,670.22	4,283.16	1,859.03
其他收益	8,384.30	2,650.47	2,530.92
利润总额	15,125.71	19,136.66	21,453.48
综合毛利率	13.60%	21.80%	21.60%

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司业务收现能力偏弱，经营活动现金流表现不佳，未来面临一定的资金压力

公司代建业务回款周期较长，2017-2019年收现比分别为0.86、0.38和0.67，业务收现能力偏弱。此外，公司与政府单位及关联方资金往来规模较大。受上述因素影响，2017-2019

年公司经营活动净现金流分别为2.67亿元、-22.15亿元和-10.91亿元，整体表现不佳。

公司投资支出主要用于生命健康产业园等自营项目建设、江苏邑文微电子科技有限公司等科技类企业股权投资和固定资产投资等，2017年度投资活动支出还包括部分工程施工项目资金投入，2017-2018年均表现为现金净流出，2019年投资活动现金流量净额为0.36亿元。为弥补经营活动和投资活动的资金缺口，公司近年通过吸收股东投资、银行借款和发行债券等渠道融资，2017-2019年筹资活动现金净流入分别为15.02亿元、28.20亿元和8.81亿元。截至2019年末，公司在建及拟建的代建项目（剔除已投资大于总投资项目）、自营项目分别尚需投资11.10亿元和8.09亿元，公司未来面临一定的资金压力。

表 11　公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	0.67	0.38	0.86
销售商品、提供劳务收到的现金	82,485.30	42,560.54	89,234.76
收到的其他与经营活动有关的现金	327,827.33	303,968.76	276,682.42
经营活动现金流入小计	410,312.63	346,529.30	365,917.18
购买商品、接受劳务支付的现金	123,134.16	49,666.57	105,234.58
支付的其他与经营活动有关的现金	393,535.90	517,425.59	233,253.00
经营活动现金流出小计	519,402.48	567,988.28	339,265.48
经营活动产生的现金流量净额	**-109,089.86**	**-221,458.99**	**26,651.70**
投资活动产生的现金流量净额	**3,553.57**	**-48,722.92**	**-165,272.00**
筹资活动产生的现金流量净额	**88,101.88**	**282,019.42**	**150,161.30**
现金及现金等价物净增加额	-17,433.75	11,837.52	11,540.99

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，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增长较快，面临较大的债务压力

受益于外部支持及自身经营积累，公司所有者权益由2017年末的45.09亿元增至2019年末的51.81亿元。同时，为满足代建及自建项目投资需要，公司不断加大融资力度，2019年末负债总额增至93.06亿元，2017-2019年复合增长率为27.01%。受上述因素影响，公司产权比率由2017年末的127.95%上升至2019年末的179.62%，所有者权益对负债的覆盖程度较弱。从负债结构看，近年非流动负债占负债总额的比重持续上升，2019年末为56.24%。

表 12　公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	930,561.84	892,651.98	576,859.53

所有者权益	518,062.69	510,400.08	450,857.56
产权比率	179.62%	174.89%	127.95%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

短期借款主要为质押借款和保证借款，2019 年末为 5.45 亿元。应付票据全部为银行承兑汇票，2019 年末为 9.90 亿元。应付账款主要为应付工程款，2019 年末为 7.30 亿元，其中超过 1 年的大额应付账款主要为应付南通祥华建筑工程有限公司 3.38 亿元、应付南通万都建设工程有限公司 1.87 亿元。其他应付款主要为往来款，2019 年末为 3.15 亿元。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款。

长期借款主要为抵押借款和保证借款，利率区间4.75%-7.80%，2019年末为28.32亿元。应付债券主要包括18通泰01（发行规模5.00亿元、票面利率7.40%）、18通泰03（发行规模7.00亿元、票面利率7.60%）、18通泰04（发行规模7.00亿元、票面利率7.50%）和19通投01（发行规模2.00亿元、票面利率7.30%），期限均为5年，期末应付债券账面余额20.89亿元。2019年公司新增长期应付款3.12亿元，系融资租赁款及定向融资债务。

截至2019年末，公司有息债务合计76.24亿元，占期末负债总额的81.93%，2017-2019年复合增长率为33.57%，其中短期债务为23.91亿元，有息债务规模较大且增长较快，公司面临较大的债务压力。

表 13　公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	54,500.00	5.86%	47,120.00	5.28%	103,900.00	18.01%
应付票据	99,000.00	10.64%	125,000.00	14.00%	0.00	0.00%
应付账款	73,040.99	7.85%	79,582.43	8.92%	58,375.42	10.12%
其他应付款	31,502.97	3.39%	29,818.78	3.34%	59,697.71	10.35%
一年内到期的非流动负债	85,591.70	9.20%	85,100.00	9.53%	18,666.00	3.24%
流动负债合计	**407,228.27**	**43.76%**	**414,537.66**	**46.44%**	**272,068.53**	**47.16%**
长期借款	283,156.48	30.43%	289,202.51	32.40%	304,791.00	52.84%
应付债券	208,944.28	22.45%	188,911.81	21.16%	0.00	0.00%
长期应付款	31,232.81	3.36%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	**523,333.57**	**56.24%**	**478,114.32**	**53.56%**	**304,791.00**	**52.84%**
负债合计	**930,561.84**	**100.00%**	**892,651.98**	**100.00%**	**576,859.53**	**100.00%**
有息债务	762,425.27	81.93%	735,334.32	82.38%	427,357.00	74.08%

注：1、其他应付款不包括应付利息和应付股利；2、有息债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款。
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

由于近年公司债务规模增长较快，资产负债率上升，2017-2019 年分别为 56.13%、

63.62%和 64.24%。近三年公司现金短期债务比呈持续下降趋势，公司短期偿债能力趋弱。2017-2019 年公司 EBITDA 规模持续下降，有息债务规模持续增长，盈利对有息债务本息的覆盖程度持续下降。

表 14　公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	64.24%	63.62%	56.13%
现金短期债务比	0.67	1.07	1.17
EBITDA（万元）	16,971.02	20,654.12	22,050.50
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.84	0.97
有息债务/EBITDA	44.93	35.60	19.38

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，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

本期债券募投项目获得的资金流入是本期债券按时还本付息资金的主要来源。根据募投项目可研报告，债券存续期内农村产业融合示范园可实现经营性收入（不含政府补贴）91,147.20 万元，扣除经营成本和各项税金后，可实现项目净收益（即可偿债资金）75,807.33 万元。但需关注，募投项目总投资较大、建设周期较长，项目实际投资、施工期限有可能发生变动。同时，项目建成后，招商引资亦存在不确定性，或影响项目收益的实现。

公司经营活动获取的现金流是本期债券按时还本付息资金的另一重要来源。2017-2019 年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 8.92 亿元、4.26 亿元和 8.25 亿元，但经营活动产生的现金流量净额分别为 2.67 亿元、-22.15 亿元和-10.91 亿元，经营活动现金流表现不佳，对本期债券本息的保障能力弱。此外，截至 2019 末，公司主要在建和拟建的代建项目（剔除已投资大于总投资项目）、自营项目分别尚需投资 11.10 亿元和 8.09 亿元，公司仍面临一定的资金压力。

公司资产抵押融资或变现是本期债券按时还本付息资金的重要补充。截至2019年末，公司存货中尚未抵押8宗土地账面价值为5.69亿元，面积合计19.85万平方米，均已缴纳土地出让金，类型均为出让。公司在必要时可通过资产抵押融资或者变现资产来补充偿债资金。但考虑到土地资产及房产转让价格受土地市场及房地产市场行情影响较大，未来能否及时抵押融资及变现存在一定的不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

江苏再担保为本期债券还本付息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信用水平

根据江苏再担保2019年11月出具的担保函，江苏再担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的本金和利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期限为债券存续期及债券到期之日起二年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

江苏再担保原名江苏省信用再担保有限公司，成立于2009年12月，初始注册资本30亿元，是江苏省人民政府牵头组建的省属政策性再担保机构。2018年，江苏再担保分别以资本公积和未分配利润转增资本2.27亿元和3.46亿元，注册资本由57.34亿元增加至63.08亿元。2019年3月，江苏再担保注册资本由63.08亿元增加至72.75亿元；其中，宿迁市人民政府、扬州龙川控股金融投资有限公司、新沂市人民政府、徐州市贾汪城市建设投资有限公司、江苏润城资产经营集团有限公司、江苏裕华投资开发集团有限公司和淮安高新技术产业开发区管理委员会分别增资2.75亿元、2.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元、1.00亿元和0.92亿元。截至2019年末，江苏再担保实收资本为75.13亿元，控股股东和实际控制人为江苏省财政厅，其持股比例为28.32%。

江苏再担保主要从事直接担保、再担保、投资、融资租赁、小额贷款、典当等业务。担保业务收入和利息收入是江苏再担保最主要的收入来源，2019年分别占营业总收入的56.10%和23.20%。江苏再担保的担保业务收入以直接担保业务收入为主，利息收入主要来自信托产品、委托贷款、小额贷款、典当业务等。随着各主要业务的发展，2017-2019年江苏再担保营业总收入持续增长，分别为11.26亿元、13.31亿元和18.26亿元，年均复合增长率为27.38%。

表15　2017-2019年江苏再担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	102,460.75	56.10%	65,680.96	49.36%	55,230.46	49.07%
其中：直接担保业务收入	78,574.04	43.02%	55,802.55	41.93%	50,813.02	45.14%
再担保业务收入	23,886.71	13.08%	9,878.41	7.42%	4,417.44	3.92%
利息收入	42,375.41	23.20%	40,656.03	30.55%	31,731.11	28.19%
融资租赁业务收入	33,428.39	18.30%	21,996.44	16.53%	13,725.66	12.19%
其他收入	4,371.70	2.39%	4,737.44	3.56%	11,876.88	10.55%
合计	182,636.25	100.00%	133,070.87	100.00%	112,564.11	100.00%

注：2017年财务数据采用2018年审计报告的上期数。
资料来源：江苏再担保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年12月31日，江苏再担保资产总额为172.17亿元，所有者权益合计104.52亿元；2019年度，江苏再担保实现营业总收入18.26亿元，利润总额6.40亿元。

表 16　2017-2019 年江苏再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	172.17	143.93	122.24
所有者权益合计	104.52	75.27	71.73
现金类资产	52.75	37.34	23.62
营业总收入	18.26	13.31	11.26
担保业务收入	10.25	6.57	5.52
利息收入	4.24	4.07	3.17
投资收益	0.92	0.56	0.75
利润总额	6.40	5.04	4.41
净资产收益率	5.35%	5.15%	4.51%
担保余额*	1,230.43	1,215.72	1,036.64
融资担保责任余额*	-	476.60	623.94
其中：融资性直接担保责任余额*	-	452.98	452.04
融资性再担保责任余额*	-	23.62	171.90
当期担保发生额*	-	1,021.87	901.56
拨备覆盖率*	-	651.42%	354.56%
准备金覆盖率*	-	3.04%	2.09%
融资担保放大倍数（合计）（倍）*	-	8.59	8.70
其中：融资担保放大倍数（直保）（倍）*	-	8.17	6.30
融资担保放大倍数（再保）（倍）*	-	0.43	2.40
当期担保代偿率*	-	0.04‰	0.97‰
累计代偿回收率*	-	40.65%	30.81%

注 1：2017 年财务数据采用 2018 年审计报告的上期数。
注 2：“*”表示数据为母公司口径，“-”表示未获取数据。
注 3：2018 年融资担保责任余额和融资担保放大倍数按《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。
资料来源：江苏再担保 2018-2019 年审计报告及江苏再担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，江苏再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月27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。

（二）或有事项分析

公司存在一定的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保余额合计为3.35亿元，占2019年末所有者权益的6.47%，担保对象均为国有企业，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 17　截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	是否有反担保
南通天一农副产品批发市场	3,000.00	否
南通天一农副产品批发市场	4,900.00	否
江苏天一农贸集团有限公司	4,592.94	否
江苏天一农贸集团有限公司	16,000.00	否
如东县掘港中心市场有限公司	4,000.00	否
如东县掘港中心市场有限公司	1,000.00	否
合计	**33,492.94**	-

资料来源：公司提供

附录一 公司主要财务数据和财务指标 （合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	161,182.84	275,516.59	143,979.07
应收账款	247,691.01	238,450.35	164,699.38
其他应收款	235,036.62	186,434.14	118,757.85
存货	400,293.48	377,562.49	385,136.24
总资产	1,448,624.53	1,403,052.05	1,027,717.10
短期借款	54,500.00	47,120.00	103,900.00
应付票据	99,000.00	125,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	85,591.70	85,100.00	18,666.00
长期借款	283,156.48	289,202.51	304,791.00
应付债券	208,944.28	188,911.81	0.00
长期应付款	31,232.81	0.00	0.00
总负债	930,561.84	892,651.98	576,859.53
有息债务	762,425.27	735,334.32	427,357.00
所有者权益	518,062.69	510,400.08	450,857.56
营业收入	122,792.47	112,962.37	103,479.87
营业利润	15,127.39	19,153.07	21,453.18
其他收益	8,384.30	2,650.47	2,530.92
利润总额	15,125.71	19,136.66	21,453.48
经营活动产生的现金流量净额	-109,089.86	-221,458.99	26,651.70
投资活动产生的现金流量净额	3,553.57	-48,722.92	-165,272.00
筹资活动产生的现金流量净额	88,101.88	282,019.42	150,161.30
财务指标	**2019 年**	**2018 年**	**2017 年**
综合毛利率	13.60%	21.80%	21.60%
收现比	0.67	0.38	0.86
产权比率	179.62%	174.89%	127.95%
资产负债率	64.24%	63.62%	56.13%
现金短期债务比	0.67	1.07	1.17
EBITDA（万元）	16,971.02	20,654.12	22,050.50
EBITDA 利息保障倍数	0.62	0.84	0.97
有息债务/EBITDA	44.93	35.60	19.38

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二　截至2019年末纳入公司合并范围的子公司（单位：万元、%）

序号	子公司全称	经营范围	注册资本	持股比例
1	如东县宏泰建设有限责任公司	基础设施开发、建设；房屋征收劳务服务；土地整理；土地复垦；苗木种植、批发。	32,000.00	100.00
2	如东县天一建设开发有限公司	房地产开发；土地及基础设施开发、整理；建筑安装工程、水利水电工程、市政工程、装饰装潢工程、土石方工程、地基与基础工程、玻璃幕墙工程、钢结构工程施工。	30,000.00	100.00
3	如东通泰保洁服务有限公司	清洁服务；垃圾装卸；河道、道路、绿化管护；渣土清运；物业管理。	50.00	100.00
4	江苏如东高新生物科技有限公司	生物医药、功能食品、生物医药孵化器技术开发；汽车零配件、针纺织品、农副产品加工、技术开发；房地产开发；物业管理及商务服务。	16,000.00	100.00
5	如东道博智能设备有限公司	智能设备、传感器、电机、电气设备研发、生产、销售；厂房出租、出售；电子专用材料、半导体用介电及绝缘材料研发、生产、销售。	8,500.00	100.00
6	如东县掘港商贸物流发展有限公司	普通货运；房地产开发；物业管理；房屋租赁；企业管理服务；旅游项目开发服务；市场设施租赁、市场内管理服务；会议及展览服务；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；社会经济咨询服务；国内贸易代理服务；普通货物仓储；房屋租赁。	10,000.00	100.00
7	如东福瑞食品科技有限公司	保健食品研发、生产、销售；生物医药研发；软件开发；石油机械加工生产。	3,000.00	100.00
8	江苏如东高新经济发展有限公司	城市基础设施建设、开发；向国家允许的行业投资；资产管理服务；房地产开发。	20,000.00	100.00
9	江苏如东高新创业投资有限公司	创业投资业务；代理其他创业投资企业等机构或个人的创业投资业务；创业投资咨询；为创业企业提供创业管理服务业务；参与设立创业投资企业与创业投资管理顾问机构。	3,000.00	100.00
10	江苏如东高新物业管理服务有限公司	物业管理；房产中介；保洁服务；绿化养护；停车场管理。	300.00	100.00
11	江苏如东高新智能机电有限公司	照明设备、电子产品及元器件、家用电器、电工器材制造、销售；集成电路、软件开发及销售与服务；计算机系统集成服务；企业管理咨询与服务；电力设备、环保设备、通讯设备、机械设备、监控设备、金属制品、仪器仪表生产、销售；自营和代理各类商品及技术进出口业务(国家限定公司经营或进出口的除外)；	10,000.00	100.00
12	如东恒远智能设备有限公司	智能设备、传感器、电机、电气设备研发、生产、销售；自有厂房的建设、出售、租赁。	6,800.00	100.00
13	如东天翔新材料科技有限公司	新材料研发、生产(国家产业政策限制的除外)；半导体设备研发、生产；智能化系统集	3,000.00	100.00

		成开发与应用；智能化设备开发与应用；软件开发。		
14	如东法思特电子科技有限公司	电子产品及元器件、电工器材研发、制造、销售；普通货物仓储；普通货物道路运输；智能化系统集成开发与应用；智能化设备开发与应用；软件开发；石油机械加工生产；汽车零部件及配件制造。	6,000.00	100.00
15	如东科特机电科技有限公司	机电科技研发、转让、服务、咨询、推广；普通货物仓储；智能化系统集成开发与应用；智能化设备开发与应用；软件开发；汽车零部件及配件制造；厂房出租、销售。	7,000.00	100.00
16	如东县掘港汽车城投资发展有限公司	对汽车城基础设施建设、公共设施建设、房地产项目投资、项目招商管理服务；汽车城管理服务；工程建设项目、招标代理服务；汽车、汽车配件、润滑油、橡胶制品销售；二手车销售、经纪服务；汽车租赁；汽车信息咨询服务；代办汽车上牌、过户、年检服务；旅游项目策划服务。	5,000.00	100.00
17	如东县天业房屋拆迁有限公司	房屋拆迁（凭资质经营）	1,000.00	100.00
18	康肾投资管理（上海）有限公司	投资管理,健康管理咨询(不得从事诊疗活动、心理咨询),旅游咨询,电子商务(不得从事增值电信、金融业务),医药科技、医疗器械技术领域内的技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让,一类医疗器械的销售。	1,000.00	100.00
19	江苏鼎洋医药科技有限公司	药品生产技术、生物技术研发、转让、咨询。	2,500.00	100.00
20	中睿技术检测（如东）有限公司	半导体面板及电子相关产品的验证分析；验证设备、冶具的研发、销售与技术咨询；半导体测试、生产、销售；半导体面板及电子相关设备的生产与销售；自营或代理上述商品的进出口业务。	666.70	70.00
21	如东生命树创业投资合伙企业（有限合伙）	创业投资、股权投资、投资管理。	1,000.00	90.90

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告及公开信息，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	（营业收入－营业成本）/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
产权比率	负债总额/所有者权益×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
短期有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债
长期有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款
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	短期有息债务+长期有息债务

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。