



大公国际资信评估有限公司  
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

## 跟踪评级公告

大公报 SD【2015】227 号

大公国际资信评估有限公司通过对襄阳市建设投资经营有限公司及“10 襄投债”、“12 襄投债/PR 襄投债”和“13 襄建投债/13 襄建投”的信用状况进行跟踪评级，确定襄阳市建设投资经营有限公司的主体长期信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定，“10 襄投债”、“12 襄投债/PR 襄投债”和“13 襄建投债/13 襄建投”的信用等级调整为 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年六月二十四日





# 襄阳市建设投资经营有限公司

## 主体与相关债项 2015 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2015】227 号

### 主体信用

跟踪评级结果：**AA+** 评级展望：稳定  
上次评级结果：**AA** 评级展望：稳定

### 债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
10 襄投债	10	8	AA+	AA
12 襄投债/PR 襄投债	15	7	AA+	AA
13 襄建投债/13 襄建投	15	7	AA+	AA

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项 目	新准则		旧准则
	2014	2013	2012
总资产	387.76	321.69	256.93
所有者权益	200.37	185.47	155.71
营业收入	21.97	34.52	-
主营业务收入	-	-	28.38
利润总额	14.33	25.34	9.53
经营性净现金流	5.14	11.53	10.39
资产负债率(%)	48.33	42.35	39.28
债务资本比率(%)	40.38	38.55	33.39
毛利率(%)	39.21	38.44	-
主营业务毛利率(%)	-	-	32.96
总资产报酬率(%)	3.75	7.94	3.80
净资产收益率(%)	7.15	13.66	6.04
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	0.62	1.83	1.91
经营性净现金流/总负债(%)	3.18	9.73	20.60

注：公司财务报表自 2013 年起按照新会计准则编制，2013 年数为追溯调整数。

评级小组负责人：谷蕾洁  
评级小组成员：徐 律  
联系电话：010-51087768  
客服电话：4008-84-4008  
传真：010-84583355  
Email：rating@dagongcredit.com

### 跟踪评级观点

襄阳市建设投资经营有限公司（以下简称“襄阳建投”或“公司”）原名为襄樊市建设投资经营有限公司，主要从事襄阳市基础设施投资建设、国有资产经营以及城市土地整理等业务。评级结果反映了 2014 年襄阳市经济总量和财政收入保持快速增长，公司在襄阳市城市建设中仍具有重要地位，得到政府的有力支持等有利因素；同时也反映了襄阳市本级政府债务规模仍较大、公司收入和盈利来源单一，应收账款质押操作流程仍不规范等不利因素。公司以其合法拥有的对襄阳市财政局的应收账款为“10 襄投债”提供质押担保，具有一定的增信作用。

综合分析，大公对公司“10 襄投债”、“12 襄投债/PR 襄投债”和“13 襄建投债/13 襄建投”的信用等级调整为 AA+，主体信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定。

### 有利因素

- 公司仍是襄阳市重要的基础设施建设和土地整理主体，在襄阳市城市建设中具有重要地位；
- 2014 年，在投资的拉动作用下，襄阳市经济继续保持快速增长，公共财政预算收入连续两年增速超过 30%，地方财政实力获得较快提升；
- 2014 年，公司继续得到襄阳市政府在财政补贴等方面的有力支持，偿债能力获得相应提升；
- 公司以其合法拥有的对襄阳市财政局的应收账款为“10 襄投债”提供抵押担保，具有一定的增信作用。

### 不利因素

- 襄阳市本级政府债务规模仍较大，债务负担较重；
- 公司收入和盈利对土地整理业务的依赖度仍很高，收入来源单一，稳定性较弱；
- 2015 年，襄阳市财政局向监管账户支付应收账款时间晚于利息支付日，应收账款质押操作流程仍不规范。

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、在本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 跟踪评级说明

根据大公承做的襄阳建投存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

## 发债主体

襄阳建投原名为襄樊市建设投资经营有限公司，成立于 2003 年 9 月，是根据襄樊市人民政府（以下简称“襄阳市政府”或“市政府”）襄樊政办函【2003】24 号文件批准，由襄樊市人民政府国有资产监督管理委员会出资成立的国有独资公司，初始注册资本 3.53 亿元人民币。2010 年 11 月 26 日，经国务院批准，襄樊市更名为襄阳市；2011 年 1 月 24 日，公司更为现名，出资人变更为襄阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“襄阳市国资委”）。后经数次增资，截至 2014 年末，公司注册资本 30.00 亿元人民币，襄阳市国资委为公司唯一出资人和实际控制人。

公司是襄阳市重要的城市基础设施投融资建设和土地一级开发主体，负责襄阳市城建资金的投融资业务以及城建投资项目的过程管理，并受襄阳市土地储备供应中心委托进行市区范围内的土地整理，对下属国有资产行使所有者职权。截至 2014 年末，公司纳入合并范围子公司共 15 家，较 2013 年末增加襄阳市三水庞公建设投资发展有限公司等 4 家子公司。

大公承做的襄阳建投存续债券共 3 期（详见表 1），根据公司反馈资料，募集资金均已按要求使用。

表 1 目前大公承做的襄阳建投存续期债券及募集资金概况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
10 襄投债	10 亿元	2010.05.19~ 2018.05.19	襄阳市内环线工程	募集资金已按要求使用，项目已于 2013 年 9 月 30 日全线贯通。
12 襄投债/PR 襄投债	15 亿元	2012.01.12~ 2019.01.12	襄阳市内环线工程	募集资金已按要求使用，项目已于 2013 年 9 月 30 日全线贯通。
13 襄建投债 /13 襄建投	15 亿元	2013.11.11~ 2020.11.11	深圳工业园二期基础设施 及公共租赁房建设项目	募集资金已按要求使用，截至 2014 年末，项目已基本完工。

数据来源：根据公司提供资料整理



## 宏观经济和政策环境

**近年来我国经济保持平稳运行，但经济增速逐步回落，未来短期内我国经济有望继续保持平稳发展但下行压力仍较大，长期来看经济运行面临较多的风险因素**

近年来我国经济保持平稳运行，但主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。按照可比价格计算，2012~2014 年，我国 GDP 同比增速分别为 7.8%、7.7%和 7.4%，增速逐年放缓。经济增长的放缓制约财政收支规模的扩大，近年来我国财政收入同比增速持续收窄，2014 年公共财政预算收入增速仅为 8.6%，政府性基金收入仅为 3.5%。2015 年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 7.0%，同比同期下降 0.4 个百分点；全国公共财政预算收入 3.64 万亿元，同比增长 3.90%；政府性基金预算收入为 0.87 万亿元，同比下降 33.30%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，近年来国家加大货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，推动自贸区等领域的发展，在基础设施建设和房地产开发领域加大投资力度。预计未来短期内，我国经济将继续保持平稳运行但经济下行压力增大，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

## 行业及区域经济环境

**随着新型城镇化战略的实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务管理、城建融资模式方面的政策调整对地方投融资平台运作模式产生深刻影响**

2011 年以来我国全社会固定资产投资保持较快增长，基础设施建设不断推进，未来随着城镇化战略的推进，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。地方政府投融资平台在我国城市建设领域发挥重要作用，其开展投融资业务所形成的债务是地方政府性债务的重要组成部分，截至 2013 年 6 月末融资平台债务占地方政府三类债务合计的 39%。2014 年以来国务院、财政部等在地方政府债务管理、平台融资模式等方面进行多次政策调整，调整城市建设投融资模式，推进地方政府债务甄别，明确融资平台各类债务的偿债主体，长期来看投融资平台面临整体的转型压力，转型过程中面临一定的风险分化，但由于融资平台在以往的经营过程中积累了大量的资源且具备良好的运行基础，过渡期内仍将发挥一定的投融资职能，融资平台债务整体仍将维持较高的安全度。



### 2014年,襄阳市固定资产投资增速仍较快,在投资的拉动作用下,襄阳市经济和财政继续保持快速增长

2014年,襄阳市产业集聚效应持续增强,投资对经济的拉动作用明显,当年招商引资到位资金同比增长21.7%,引进6家世界500强企业,实施亿元以上投资项目1,103个,全社会固定资产投资增速达到22%,继续保持较快增长。襄阳市全年实现地区生产总值3,129.3亿元,同比增长9.8%;财政总收入367.8亿元,同比增长20.9%,财政实力显著增强。

表2 2012~2014年襄阳市经济主要指标(单位:亿元、%)

主要指标	2014年		2013年		2012年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	3,129.3	9.8	2,814.0	11.4	2,502.0	12.5
人均地区生产总值(元)	-	-	50,330.9	11.67	45,072.2	16.84
财政总收入	367.8	20.9	304.1	21.1	251.0	32.5
规模以上工业增加值	-	11.2	1,372.7	13.8	1,233.3	16.7
全社会固定资产投资	2,553.5	22.4	2,086.6	30.4	1,600.1	39.3
社会消费品零售总额	1,030.6	13.4	925.5	14.9	800.1	16.1
进出口总额(亿美元)	19.7	21.5	16.2	28.8	12.6	25.4

数据来源:2012~2014年襄阳市国民经济和社会发展统计公报

襄阳市经济和公共财政预算收入在湖北省地级市中位居第三位,经济实力仍较强。

表3 2014年湖北省主要地级市主要经济指标(单位:亿元、%)

城市	GDP			公共财政预算收入		
	数值	增速	排名	数值	增速	排名
武汉市	10,069.48	9.70	1	1,101.02	15.60	1
宜昌市	3,132.21	9.80	2	271.51	31.60	2
<b>襄阳市</b>	<b>3,129.30</b>	<b>9.80</b>	<b>3</b>	<b>249.20</b>	<b>30.10</b>	<b>3</b>
荆州市	1,480.49	9.80	4	88.17	22.50	7
黄冈市	1,477.15	9.70	5	96.04	20.10	5
孝感市	1,354.72	9.70	6	107.32	20.50	4
荆门市	1,310.59	9.90	7	69.83	20.30	10
黄石市	1,207.00	8.70	8	89.38	14.10	6

数据来源:根据2014年湖北省各地级市国民经济和社会发展统计公报整理,黄石市数据取自《2015年黄石市政府工作报告》

2014年,襄阳市汽车产业实现产值1,695.1亿元,增长12.4%,成为全国产业集群区域品牌建设(汽车产业)试点地区、国家新能源汽车零部件创新集群示范基地,装备制造、医药化工、电子信息、新能源新材料、新能源汽车产业分别实现产值821.8亿元、531.1亿元、





402.7 亿元、200.7 亿元和 30.1 亿元，支柱产业发展良好，对经济的贡献程度仍很突出。

根据襄阳市统计局数据，2015 年 1~3 月，襄阳全市规模以上工业增加值同比增长 8.5%，增速高于全省平均水平 0.1 个百分点，规模以上工业实现总产值 1,154.9 亿元，同比增长 4.5%，全市完成固定资产投资 403.1 亿元，同比增长 19.2%，全市地方公共财政总收入 96.8 亿元，同比增长 21.3%；地方公共财政预算收入 64.9 亿元，同比增长 27.0%。

总体来看，2014 年以来，在投资的带动下，襄阳市经济和财政指标均保持较快增长，地区经济实力进一步增强，公司发展仍面临着良好的外部环境。

## 地方政府财政分析

### 财政收入分析

**2014 年，襄阳市财政收入保持快速增长，公共财政预算收入连续两年增速超过 30%，地方财政实力获得较快提升，财政收入结构较好**

2014 年，随着地区经济的持续较快发展，襄阳市财政收入继续较快增长，襄阳市财政本年收入由 2013 年的 534.31 亿元增至 644.14 亿元，主要是由于一般预算收入的增长。地方财政收入在财政本年收入中的占比为 62.80%，占比有所提高，财政收入结构较好，襄阳市地区财政实力仍较强。

表 4 2012~2014 年襄阳市地方财政本年收入表（单位：亿元）

项 目		全市			市本级		
		2014 年	2013 年	2012 年	2014 年	2013 年	2012 年
财政本年收入	本年收入合计	644.14	534.31	448.53	237.18	188.18	145.89
	地方财政收入	404.50	322.21	240.85	184.75	135.46	98.65
	一般预算	249.23	191.53	139.85	86.40	63.43	47.30
	其中：税收收入	177.55	141.38	107.15	58.78	47.15	38.29
	基金预算	152.93	128.08	93.85	96.19	69.81	46.19
	预算外	2.34	2.60	7.14	2.16	2.22	5.15
	转移性收入	239.64	212.10	207.68	52.43	52.72	47.24
财政本年支出	本年支出合计	645.37	538.14	447.75	232.08	184.81	149.15
	地方财政支出	606.63	506.25	422.07	233.81	180.47	145.36
	一般预算	437.93	364.87	313.97	136.87	107.41	93.48
	基金预算	165.11	138.47	101.85	93.53	70.78	47.42
	预算外	3.59	2.92	6.26	3.41	2.28	4.46
	转移性支出	38.74	31.89	25.67	-1.73	4.34	3.79
本年收支净额		-1.22	0.78	-3.84	5.10	0.78	-3.26

数据来源：根据襄阳市财政局提供资料整理



襄阳市地方财政收入以一般预算收入为主。2014 年襄阳市一般预算收入为 249.23 亿元，持续保持快速增长，2013 年和 2014 年分别同比增长 36.95%和 30.13%，增速较快。其中税收收入占比较高，达到 71.21%，有利于一般预算收入的稳定增长。襄阳市前十大税源企业集中于烟草、汽车、电力和房地产等行业，较为稳定。

2014 年襄阳市基金预算收入为 152.93 亿元，持续保持增长。基金预算收入以土地出让金为主，仍具有一定的不确定性。同期襄阳市预算外收入为 2.34 亿元，为行政事业收费收入。

2014 年，襄阳市市本级财政本年收入在全市财政本年收入中的占比为 36.82%，并持续保持较快增长。市本级财政收入结构中，地方财政收入在财政本年收入中的占比为 77.89%。

总体来看，2014 年，襄阳市地方政府财政收入继续保持快速增长态势，财政收入结构较好，地区财政实力仍较强。

## 财政支出及政府债务

### 2014 年，襄阳市财政支出增速较快，刚性支出占比变动不大；襄阳市市本级债务规模仍较大

2014 年，随着财政实力的提升，襄阳市政府在教育医疗、社会保障、基础设施建设等方面的投入不断加大，全市财政支出规模相应快速增长，由 2013 年的 538.14 亿元增至 645.37 亿元。财政本年支出仍以一般预算支出为主，由 2013 年的 364.87 亿元增加至 437.93 亿元。一般预算支出中，刚性支出比重变动不大，其中用于教育的支出占比最大。

根据襄阳市财政局提供的资料，截至 2014 年末，襄阳市全市地方政府债务余额为 475.56 亿元，其中政府负有偿还责任的债务为 343.91 亿元，襄阳市政府债务率为 73.83%；市本级地方政府债务余额为 250.54 亿元，其中政府负有偿还责任的债务为 199.35 亿元，襄阳市本级政府债务率为 105.63%，襄阳市市本级债务规模仍较大。

预计未来 1~2 年，随着襄阳市基础设施建设的持续进行，地方财政支出将会进一步增长。

## 经营与政府支持

### 公司收入和盈利对土地整理业务的依赖度仍很高，收入和盈利来源单一，稳定性较弱

公司仍是襄阳市重要的城市基础设施投融资建设和土地整理主体。土地整理业务是公司最重要的收入和利润来源，2014 年，经公司整理后招拍挂出让土地数量相对较少，公司土地整理业务收入减少，使得公司营业收入同比下降较大。





表 5 2012~2014 年公司主营业务收入和毛利润情况（单位：万元、%）

业务类型	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	219,743	100.00	345,181	100.00	-	-
主营业务收入	218,357	99.37	344,445	99.79	283,752	100.00
土地整理业务	211,399	96.20	327,222	94.80	228,202	80.42
煤销售业务	4,023	1.83	13,326	3.86	52,609	18.54
水务	1,591	0.72	2,240	0.65	2,007	0.71
工程业务	926	0.42	1,094	0.32	97	0.03
供电业务	125	0.06	98	0.03	113	0.04
其他业务	1,680	0.76	1,201	0.35	724	0.26
毛利润	86,166	100.00	132,694	100.00	-	-
主营业务毛利润	85,301	99.00	132,031	99.50	93,529	100
土地整理业务	84,559	98.14	130,889	98.64	91,281	97.6
煤销售业务	68	0.08	-2	0.00	1,312	1.4
水务	205	0.24	777	0.59	583	0.62
工程业务	330	0.38	307	0.23	43	0.05
供电业务	-78	-0.09	-185	-0.14	-134	
其他业务	1,081	1.25	908	0.68	445	0.48
毛利率	39.21		38.44		-	
主营业务毛利率	39.06		38.33		32.96	
土地整理业务	40.00		40.00		40.00	
煤销售业务	1.68		0.00		2.49	
水务	12.90		34.69		29.05	
工程业务	35.65		28.06		44.33	
供电业务	-62.29		-188.78		-118.58	
其他业务	64.37		52.69		61.46	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司煤炭销售业务仍由子公司湖北汉源电力开发有限公司负责，2014 年公司煤炭销售收入持续下降，且毛利率水平很低。

公司水务收入来自子公司襄阳市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）负责的污水处理收入。2013 年 3 月水务集团与中环水务建设有限公司合作成立襄阳中环水务有限公司，负责襄阳市自来水供应业务，水务集团持股 50%，襄阳中环水务有限公司不纳入水务集团合并范围，公司不再计入自来水供应业务收入，因此 2013 年水务收入除污水处理业务外还包括 3 个月的自来水供应，2014 年无相关自来水供应业务，因此水务业务收入有所下降。受成本增加影响，2014 年毛利率水平有所下降。公司工程业务和供电业务均由子公司负责，规模较小。

综合来看，公司营业收入对土地整理业务的依赖程度很大，而土



地整理业务受政府土地出让计划、土地市场供求关系、土地所处位置和开发成本等多种因素影响较大，稳定性较弱。

**2014 年，公司继续承担襄阳市城市建设和保障房建设任务，在襄阳市仍具有重要地位；公司在建拟建项目投资金额较大，存在一定的资本支出压力**

公司仍是襄阳市重要的城市建设和保障房建设主体，继续承担较多的城市建设任务。2014 年，公司开工建设 17 个关键性城建项目，完成襄樊大道部分项目、深南大道部分项目、长虹路改造项目、南渠防洪综合整治工程、南渠干渠及支渠桥涵工程、南北轴线道路工程、岷山文化广场、深圳工业园等工程，项目建设任务仍较重。截至 2014 年末，公司主要在建项目情况见表 6。

**表 6 截至 2014 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）**

项目	总投资额	已完成投资额
城区路网	33.00	22.89
襄樊大道	3.20	2.90
深南大道	3.70	3.62
南渠防洪综合整治工程	1.07	0.87
轴线道路	2.88	2.01
内环线	6.45	6.28
中环线	6.20	3.32
襄南景观大道	4.04	4.04
黄龙沟	0.47	0.39
襄城截污干管	0.86	0.86
岷山风景区	2.77	2.04
王家大沟	0.33	0.33
机场改扩建工程	8.37	0.10
合计	73.32	49.65

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2014 年末，公司主要在建工程总投资额合计 73.32 亿元，已完成投资额合计 49.65 亿元，尚有 23.67 亿元需要投资。公司拟建项目有观音阁还建房、庞公还建房、鱼梁洲路桥连通工程、人民路大庆路航空路综合改造工程、星光大道等项目，预计投资金额为 42.02 亿元，工期均为 1~2 年，公司投资金额较大，存在一定的资金压力。

**作为襄阳市重要的城市基础设施建设投融资平台，2014 年公司继续得到襄阳市政府在财政补贴等方面的支持，偿债能力获得相应提升**

公司仍是襄阳市政府重要的城市基础设施建设投融资平台，负责襄阳市内主要的基础设施建设工作。

2014 年公司继续得到临襄阳市政府在财政补贴方面的支持。根据



襄阳市人民政府宜政秘【2008】136 号文规定，自 2008 年起襄阳市政府每年都给予公司财政补贴支持。2014 年，公司共收到各项政府补助共计 6.94 亿元，财政补贴支持力度仍然较大。

预计未来 1~2 年，公司仍将承担较多的城市建设任务，仍将继续得到襄阳市政府的大力支持。

## 公司治理与管理

2014 年以来，公司的股权结构未发生变化，襄阳市国资委仍为公司控股股东和实际控制人，持有公司 100%的股权，公司管理及治理体制较为稳定。

2015 年，公司将进一步加强国有经营性资产分类管理，全力配合住建委等相关单位做好项目建设工作，顺应城建投融资体制变化，理顺公司与各方关系，为公司做实、做强、做优创造条件，实现全面战略转型发展。综合来看，公司作为襄阳市城市基础设施建设投融资主体，在城市建设中仍具有重要地位，并得到襄阳市政府的有力支持，具有很强的抗风险能力。

## 财务分析

公司提供了 2014 年财务报表，大信会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2014 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2012 年财务报表按照旧会计准则编制，2013 年公司开始执行新会计准则编制财务报表。根据 2014 年财政部颁布的新会计准则，公司调整 2014 年期初数据，将长期股权投资由 18.20 亿元调整至 4.08 亿元，可供出售金融资产由 0 元调整为 14.12 亿元。本评级报告将公司追溯调整后的 2014 年财务报表期初数作为 2013 年财务报表的期末数。2014 年公司财务报表合并范围新增 4 家子公司。

### 资产质量

#### 2014 年公司资产规模继续保持较快增长，仍以在建工程为主，资产流动性较好

2014 年随着公司项目进行及土地资产的增加，资产规模继续保持快速增长，2014 年末，公司总资产合计 387.76 亿元，同比增长 20.54%。资产结构仍以非流动资产为主，占比为 77.52%。

公司流动资产仍主要由存货、货币资金和其他应收款组成。2014 年末公司货币资金为 16.47 亿元，同比变化不大，仍以银行存款为主，占比超过 90%，其中受限货币资金为 1.31 亿元，用于银行承兑汇票保证金。同期其他应收款为 42.68 亿元，同比增加 13 亿元，主要为公司应收三和友信公司的贷款 9.15 亿元，其余主要为公司应收工程暂借款，公司其他应收款主要集中于一年以内到期。公司存货为 25.22 亿元，





同比增加 17.59 亿元, 主要因为 2014 年公司通过招拍挂方式取得 12.93 亿元的土地。

表 7 2012~2014 年末公司资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.47	4.25	18.98	5.90	9.68	3.77
其他应收款	42.68	11.01	29.68	9.23	18.36	7.15
存货	25.22	6.50	7.63	2.37	3.07	1.19
流动资产合计	87.15	22.48	65.92	20.49	37.95	14.77
固定资产	25.22	6.50	26.03	8.09	23.54	9.16
在建工程	170.74	44.03	126.57	39.34	93.56	36.41
无形资产	84.98	21.91	84.98	26.42	84.91	33.05
非流动资产合计	300.61	77.52	255.77	79.51	-	-
总资产	387.76	100.00	321.69	100.00	256.93	100.00

公司非流动资产仍主要包括固定资产、在建工程 and 无形资产。公司固定资产仍以襄阳市政府划拨给公司的市政路桥基础设施、房产、机械设备和运输设备为主, 2014 年末变化不大。同期, 在建工程增加较大, 主要是内外环线、深圳工业园和城区路网等项目增加投资所致。公司无形资产仍为土地使用权, 2014 年无新增土地。

截至 2014 年末, 公司所有权或使用权受到限制的资产总额为 22.63 亿元, 占总资产的 5.84%, 受限原因为用于银行承兑汇票保证金或银行借款抵押。其中, 受限货币资金为 1.31 亿元, 受限存货和投资性房地产分别为 20.20 亿元和 1.12 亿元。

总体来看, 2014 年公司资产继续保持较快增长, 仍以非流动资产为主。预计未来 1~2 年, 随着襄阳市城市建设的进行, 公司项目建设仍将持续进行, 资产仍将继续增长。

## 资本结构

### 2014 年, 公司负债增长较快, 资产负债率有所上升, 有息负债占比有所下降

2014 年公司负债总额为 187.39 亿元, 增长较大, 主要因为预收款项和应付财政局往来款项增加, 负债结构仍以非流动负债为主, 占比为 69.35%。2014 年末, 公司的资产负债率为 48.33%, 同比提高 4.98 个百分点。

公司流动负债主要由预收账款和其他应付款构成。2014 年末, 公司预收账款为 16.57 亿元, 同比大幅增加, 主要由于公司预收襄阳市土地储备中心的土地储备款大幅增加导致。同期公司其他应付款为 31.48 亿元, 同比增长 91.85%, 主要是新增应付襄阳市财政局往来款项。



表 8 2012~2014 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2014 年末		2013 年末		2012 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债合计	57.43	30.65	31.25	22.94	31.88	31.59
长期负债合计	-	-	-	-	69.04	68.41
非流动负债合计	129.97	69.35	104.98	77.06	-	-
负债总额	187.39	100.00	136.22	100.00	100.92	100.00
有息债务合计	135.70	72.42	116.38	85.42	78.20	77.49
短期借款	1.29	0.69	1.92	1.41	2.70	2.68
应付票据	1.31	0.70	0.25	0.18	0.04	0.04
一年内到期的长期负债	-	-	-	-	6.98	6.91
一年内到期的非流动负债	4.26	2.27	9.68	7.10	-	-
长期借款	89.11	47.55	64.87	47.62	42.22	41.83
应付债券	39.74	21.21	39.66	29.11	26.26	26.02

公司非流动负债仍主要由长期借款和应付债券构成。2014 年末，公司长期借款为 89.11 亿元，增长较快，主要是新增部分信用借款。长期借款中，抵押借款为 47.67 亿元，占比为 53.49%，信用借款为 21.33 亿元，占比为 23.94%。公司应付债券仍为已发行的 3 期企业债券，2014 年末无变化。

2014 年末，公司有息负债余额为 135.70 亿元，持续增加，在负债总额中的占比为 72.42%，同比下降。从期限结构来看，有息负债分布较为分散，债务压力较为平均。

表 9 截至 2014 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	(3, 4] 年	(4, 5] 年	>5 年	合计
金额	17.26	10.03	22.92	28.99	12.98	43.52	135.70
占比	12.72	7.39	16.89	21.36	9.57	32.07	100.00

2014 年末，公司所有者权益为 200.37 亿元，同比增加 14.90 亿元，主要由于未分配利润的增长。

截至 2014 年末，公司对外担保余额 5.21 亿元，担保比率为 2.60%，为公司对襄阳市秦川汉江三桥投资有限公司和襄阳中交路桥投资有限公司的贷款担保，担保金额分别为 2.66 亿元和 2.55 亿元。

总体来看，2014 年公司负债持续保持增长，有息债务占比有所下降。预计未来 1~2 年，随着公司基础设施建设投入的加大，有息负债将会进一步提高。



## 盈利能力

### 2014 年公司营业收入及营业利润均有所下降，政府补贴仍是公司利润的有益构成

公司营业收入绝大部分来自于土地整理业务收入，2014 年土地整理业务下降较大，导致营业收入随之下降。同期公司毛利率为 39.21%，仍保持较高水平。

公司期间费用仍以管理费用为主，2014 年管理费用为 0.93 亿元，增长较大，主要是由于 2014 年公司计提坏账准备金和缴纳房产税及土地使用税所致。

2014 年公司营业利润为 7.71 亿元，同比下降较大，主要是营业收入下降的原因。同期公司本期收到政府补贴资金 6.94 亿元，实现利润总额为 14.33 亿元，政府财政补贴仍是公司利润的有益构成。

2014 年，公司总资产报酬率为 3.75%，净资产收益率为 7.15%，同比均下降较大，主要是由于公司净利润下降较多。

总体来看，2014 年公司营业收入有所下降，受此影响，营业利润同比下降，政府补贴仍是公司利润的有益构成。

## 现金流

### 2014 年，受净利润下降和存货增加影响，公司经营性净现金流下降较大，对债务的保障能力随之下降

2014 年公司经营性净现金流为 5.14 亿元，同比减少 6.39 亿元，主要是由于收入减少导致净利润大幅下降，加之存货增加，使得经营性净现金流下降，同期经营性净现金流对债务的保障能力随之下降。

表 10 2012~2014 年公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流	5.14	11.53	10.39
投资性净现金流	-22.46	-38.56	-22.03
筹资性净现金流	13.82	36.91	13.65
经营性净现金流/总负债	3.18	9.73	20.60
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	0.62	1.83	1.99

2014 年，公司投资性净现金流为 -22.46 亿元，持续为净流出状态，公司在建工程规模较大，近年来持续加大投资，投资性净现金流持续表现为净流出。同期，公司筹资性净现金流为 13.82 亿元，同比下降。

## 偿债能力

2014 年以来，随着承建项目的推进，公司资产和负债的规模均呈上升趋势。从短期偿债指标来看，公司流动资产对流动负债的保障程度较好。2014 年末公司的流动比率和速动比率分别为 1.52 倍和 1.08





倍，同比下降，主要是由于公司流动负债的增加，但仍保持较好水平。公司经营性现金流受净利润下降影响随之下降较大，对债务的保障有所下降。公司营业收入和利润主要来自于土地开发业务，受国家政策的影响较大，存在一定的不确定性。

另一方面，作为襄阳市重要的城市基础设施投融资建设和土地一级开发主体，公司得到襄阳市政府在资产划拨、土地整理收益、税收返还和财政补贴等方面的有力支持，成为公司偿债的重要来源。综合来看，公司偿债能力很强。

## 担保分析

公司以其对襄阳市财政局的应收账款为“10 襄投债”提供质押，2015年，襄阳市财政局向监管账户支付应收账款时间晚于利息支付日，应收账款质押操作流程仍不规范

“10 襄投债”采用应收账款质押担保形式，公司以其合法拥有的对襄阳市财政局的 80.7525 亿元应收账款为“10 襄投债”还本付息提供质押担保。

2015年5月，公司对“10襄投债”进行回售并转售41,801手，注销0手，“10襄投债”余额仍为10亿元。

表 11 “10 襄投债” 应收账款质押比率测算（单位：万元、倍）

现金流入			现金流出			覆盖倍率	质押比率	
应收账款支付日	当期应收账款支付金额(A)	应收账款余额(B)	债券还本付息日	债券本息偿还额(C)	债券本息余额(D)	A/C	B/(C+D)	B/D
2010年	-	807,525	2010.05.19	-	145,600	-	-	5.55
2011年	8,701	798,824	2011.05.19	5,700	139,900	1.53	5.49	5.71
2012年	17,402	781,422	2012.05.19	5,700	134,200	3.05	5.59	5.82
2013年	26,103	755,318	2013.05.19	5,700	128,500	4.58	5.63	5.88
2014年	30,454	724,864	2014.05.19	5,700	122,800	5.34	5.64	5.9
2015年	107,374	617,490	2015.05.19	5,700	117,100	18.84	5.03	5.27
2016年	102,790	514,700	2016.05.19	5,700	111,400	18.03	4.40	4.62
2017年	98,222	416,478	2017.05.19	5,700	105,700	17.23	3.74	3.94
2018年	119,288	297,190	2018.05.19	105,700	0	1.13	2.81	-
2019年	113,197	183,993	2019.05.19	-	0	-	-	-
2020年	184,010	-17	-	-	0	-	-	-

注1：“10 襄投债”发行利率为5.70%；

注2：质押比率 B/(C+D) 是指应收账款余额对已偿付债券本息余额的保障程度，质押比率 B/D 是指应收账款余额对未偿付债券本息余额的保障程度；

注3：现金流覆盖倍率 A/C 是指应收账款流入现金对债券偿还本息现金流出的保障程度。



根据公司提供的银行对账单，襄阳市财政局分别于 2015 年 5 月 8 日和 2015 年 6 月 4 日向“10 襄投债”监管账户支付 0.57 亿元和 10.1658 亿元，合计为 10.7374 亿元，超过《回购协议书》应支付的 10.7358 亿元，多支付 16 万元，并且支付时间比约定时间晚 23 天，且晚于利息支付日。2015 年 5 月 14 日，公司通过“10 襄投债”监管账户向偿债账户支付 5,700 万元，2015 年 5 月 19 日，公司支付“10 襄投债”当年利息。综合来看，应收账款质押操作流程不规范

## 债务履约情况

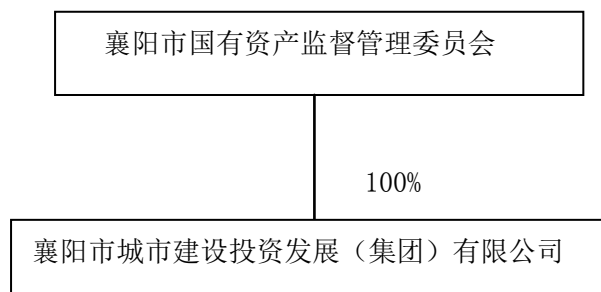
根据公司提供的中国人民银行信用信息报告，截至 2015 年 5 月 8 日，公司有 2 笔已结清的关注类信贷记录；截至本报告出具日，公司共发行过 3 期债券，利息均已按期支付。2015 年 5 月，公司对“10 襄投债”进行回售并转售 41,801 手，注销 0 手，“10 襄投债”余额仍为 10 亿元。“12 襄投债/PR 襄投债”于 2015 年开始分期偿还本金，2015 年 1 月 12 日，“12 襄投债/PR 襄投债”偿还 3 亿元本金，债券余额为 12 亿元。

## 结论

2014 年以来襄阳市经济和财政收入继续保持增长，公司未来发展仍面临较好的外部环境。作为襄阳市最主要的基础设施建设投融资主体，公司继续得到地方政府的有力支持。但襄阳市本级政府债务余额较大，公司收入和盈利对土地整理收入的依赖度很大。2015 年，襄阳市财政局监管账户打款时间晚于利息支付日，应收账款质押操作流程仍不规范。

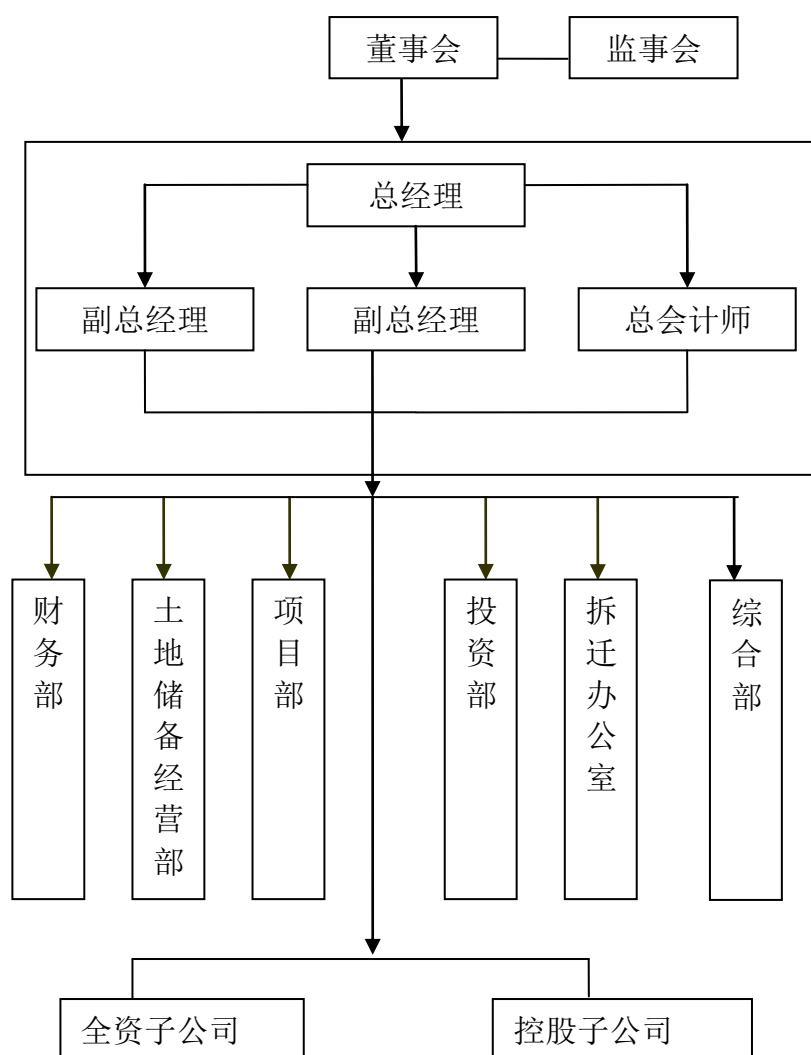
综合分析，大公对公司“10 襄投债”、“12 襄投债/PR 襄投债”和“13 襄建投债/13 襄建投”信用等级调整为 AA+，主体信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定。

## 附件 1 截至 2014 年末襄阳市建设投资经营有限公司股权结构图





## 附件 2 截至 2014 年末襄阳市建设投资经营有限公司组织结构图



**附件 3 襄阳市建设投资经营有限公司主要财务指标**

单位：万元

年份	新准则		旧准则
	2014 年	2013 年 (追溯调整)	2012 年
<b>资产类</b>			
货币资金	164,651	189,842	96,798
应收账款	6,999	72,315	56,733
其他应收款	426,815	296,789	183,595
存货	252,225	76,261	30,654
流动资产合计	871,544	659,179	379,513
可供出售金融资产	139,121	141,208	—
长期股权投资	46,365	40,789	169,553
固定资产	252,189	260,269	235,352
在建工程	1,707,378	1,265,658	935,578
无形资产	849,781	849,808	849,128
非流动资产合计	3,006,092	2,557,733	2,189,773
总资产	3,877,636	3,216,912	2,569,286
<b>占资产总额比 (%)</b>			
货币资金	4.25	5.90	3.77
应收账款	0.18	2.25	2.21
其他应收款	11.01	9.23	7.15
存货	6.50	2.37	1.19
流动资产合计	22.48	20.49	14.77
可供出售金融资产	3.59	4.39	0.00
长期股权投资	1.20	1.27	6.60
固定资产	6.50	8.09	9.16
在建工程	44.03	39.34	36.41
无形资产	21.91	26.42	33.05
非流动资产合计	77.52	79.51	85.23
<b>负债类</b>			
短期借款	12,901	19,183	27,000
应付票据	13,050	2,500	400
应付账款	6,708	10,604	12,525
预收款项（预收账款）	165,680	960	3,251
其他应付款	314,785	164,078	204,188
一年内到期的非流动负债	42,550	96,761	69,770

**附件 3 襄阳市建设投资经营有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年份	新准则		旧准则
	2014 年	2013 年 (追溯调整)	2012 年
流动负债合计	574,272	312,452	318,850
长期借款	891,118	648,695	422,156
应付债券	397,408	396,557	262,627
长期负债合计	—	—	690,355
非流动负债合计	1,299,660	1,049,761	—
负债合计	1,873,932	1,362,213	1,009,205
占负债总额比 (%)			
短期借款	0.69	1.41	2.68
应付票据	0.70	0.18	0.04
应付账款	0.36	0.78	1.24
预收款项（预收账款）	8.84	0.07	0.32
其他应付款	16.80	12.04	20.23
一年内到期的非流动负债	2.27	7.10	6.91
流动负债合计	30.65	22.94	31.59
长期借款	47.55	47.62	41.83
应付债券	21.21	29.11	26.02
长期负债合计	—	—	68.41
非流动负债合计	69.35	77.06	—
权益类			
少数股东权益	4,962	3,044	2,998
实收资本（股本）	300,000	300,000	186,605
资本公积	930,240	925,411	997,950
盈余公积	75,989	61,125	35,911
未分配利润	692,512	565,118	336,616
归属母公司所有者权益合计	1,998,741	1,851,655	—
所有者权益合计	2,003,703	1,854,699	1,557,083
损益类			
营业收入	219,743	345,181	—
主营业务收入	—	—	283,752
营业成本	133,577	212,487	—
主营业务成本	—	—	190,223
主营业务利润	—	—	93,368
管理费用	9,308	3,116	6,929



**附件 3 襄阳市建设投资经营有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年份	新准则		旧准则
	2014 年	2013 年 (追溯调整)	2012 年
财务费用	1,703	1,048	1,086
投资收益	3,106	1,215	2,125
营业利润	77,125	128,826	86,456
营业外收支净额	66,190	124,618	6,705
利润总额	143,315	253,444	95,287
归属于母公司所有者的净利润	143,458	253,499	—
净利润	-210	-88	-19
占营业收入比 (%) <sup>1</sup>			
营业成本	60.79	61.56	—
主营业务成本	—	—	67.04
主营业务利润	—	—	32.90
管理费用	4.24	0.90	2.44
财务费用	0.77	0.30	0.38
投资收益	1.41	0.35	0.75
营业利润	35.10	37.32	30.47
营业外收支净额	30.12	36.10	2.36
利润总额	65.22	73.42	33.58
归属于母公司所有者的净利润	65.28	73.44	—
净利润	-0.10	-0.03	-0.01
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	51,432	115,342	103,946
投资活动产生的现金流量净额	-224,604	-385,593	-220,252
筹资活动产生的现金流量净额	138,222	369,125	136,461
财务指标			
EBIT	145,560	255,517	95,287
EBITDA	146,387	256,457	96,468
总有息负债	1,357,027	1,163,696	781,953
毛利率 (%)	39.21	38.44	—
主营业务毛利率 (%)	—	—	32.96
营业利润率 (%)	35.10	37.32	30.47
总资产报酬率 (%)	3.75	7.94	3.71

<sup>1</sup> 旧准则下为占主营业务收入比

### 附件 3 襄阳市建设投资经营有限公司主要财务指标（续表 3）

年份	新准则		旧准则
	2014 年	2013 年 (追溯调整)	2012 年
净资产收益率 (%)	7.15	13.66	6.04
资产负债率 (%)	48.33	42.35	39.28
债务资本比率 (%)	40.38	38.55	33.39
长期资产适合率 (%)	109.89	113.56	102.77
流动比率 (倍)	1.52	2.11	1.19
速动比率 (倍)	1.08	1.87	1.09
保守速动比率 (倍)	0.29	0.61	0.31
存货周转天数 (天)	442.65	90.57	29.01
应收账款周转天数 (天)	64.97	37.71	35.99
经营性净现金流/流动负债 (%)	11.60	36.54	65.20
经营性净现金流/总负债 (%)	3.18	9.73	20.60
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.62	1.83	1.99
EBIT 利息保障倍数 (倍)	1.75	4.06	1.83
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	1.76	4.07	1.85
现金比率 (%)	28.67	60.76	30.36
现金回笼率 (%)	108.49	52.87	47.16
担保比率 (%)	2.60	3.35	2.70



## 附件 4 各项指标的计算公式<sup>2</sup>

1. 主营业务毛利率 (%) =  $(1 - \text{主营业务成本} / \text{主营业务收入净额}) \times 100\%$
2. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
3. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{主营业务收入净额} \times 100\%$
4. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
5. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
6. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
7. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
8. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{少数股东权益} + \text{长期负债}) / (\text{固定资产} + \text{长期股权投资} + \text{无形及递延资产}) \times 100\%$
10. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
11. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
12. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的长期债务 + 其他应付款 (付息项)
13. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
14. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益 + 少数股东权益
15. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
16. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
17. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{短期投资}) / \text{流动负债}$

<sup>2</sup>因新会计准则施行，2013 年以来的部分计算公式变动如下：

营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$   
 长期资产适合率 =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产}$   
 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益  
 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$   
 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$   
 存货周转天数 =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$   
 应收账款周转天数 =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$   
 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$   
 担保比率 (%) =  $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$



18. 现金比率 (%) = (货币资金 + 短期投资) / 流动负债 × 100%
19. 存货周转天数 = 360 / (主营业务成本 / 年初末平均存货)
20. 应收账款周转天数 = 360 / (主营业务收入净额 / 年初末平均应收账款)
21. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额 × 100%
22. EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT / 利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
23. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = EBITDA / 利息支出 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
24. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = 经营性现金流量净额 / 利息支出 = 经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
25. 担保比率 (%) = 担保余额 / (所有者权益 + 少数股东权益) × 100%
26. 经营性净现金流/流动负债 (%) = 经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] × 100%
27. 经营性净现金流/总负债 (%) = 经营性现金流量净额 / [(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] × 100%



## 附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

**AAA** 级：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** 级：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** 级：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** 级：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** 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

**B** 级：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** 级：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** 级：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** 级：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。

### 大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

## 附件 6 短期债券信用等级符号和定义

**A-1 级：**为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

**A-2 级：**还本付息能力较强，安全性较高。

**A-3 级：**还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

**B 级：**还本付息能力较低，有一定的违约风险。

**C 级：**还本付息能力很低，违约风险较高。

**D 级：**不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。