

2015 年

宜昌高新投资开发有限公司公司债券

信用评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2015 年 9 月 29 日

业务声明

本评级机构对 2015 年宜昌高新投资开发有限公司
公司债券的信用评级作如下声明:

本次债务人信用评级的评级结论是本评级机构以及
评级分析员在履行尽职调查基础上,按照业务主管部门
发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信
用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人
之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影
响评级行为独立、客观、公正的关联关系,并在信用评
级过程中恪守诚信原则,保证出具的评级报告客观、公
正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据债
务人所提供的资料,债务人对其提供资料的合法性、真
实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性,本评级机构将对债务人进
行跟踪评级。在信用等级有效期内,债务人在财务状
况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机
构提供相关资料,本评级机构将按照相关评级业务规范,
进行后续跟踪评级,并保留变更及公告信用等级权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者
持有债务人发行的各类金融产品,以及债权人向债务人
授信、放贷或赊销的建议,也不是对与债务人相关金融
产品或债务定价作出的相应评论。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感
性商业资料,其版权归本评级机构所有,未经授权不得
修改、复制、转载、散发,出售或以其他方式外传。

评级机构:上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015 年 9 月 29 日

分析师

张雪宜
Tel: (021) 63501349-924
E-mail: zxy@shxsj.com

李叶
Tel: (021) 63501349-943
E-mail: liye@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

2015 年宜昌高新投资开发有限公司公司债券信用评级报告

概要

编号：【新世纪债评[2015]010810】

2015 年宜昌高新投资开发有限公司公司债券

主体信用等级：AA

债项信用等级：AA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
金额单位：人民币亿元			
发行人数据及指标：			
总资产	59.16	63.90	83.48
总负债	0.23	2.40	19.58
货币资金	5.00	1.24	3.53
刚性债务	0.00	1.20	14.92
所有者权益	58.93	61.50	63.90
营业收入	2.18	6.16	5.35
净利润	0.47	2.57	2.41
经营性现金净流入量	0.00	-4.74	-2.28
EBITDA	0.64	2.78	2.58
资产负债率[%]	0.38	3.76	23.45
权益资本与刚性债务比率[%]	—	5125.08	428.22
流动比率[%]	25703.23	4824.60	1146.95
现金比率[%]	2210.27	95.27	49.34
利息保障倍数[倍]	—	57.89	4.15
EBITDA/利息支出[倍]	—	58.44	4.20
EBITDA/刚性债务[倍]	—	2.32	0.32
宜昌高新区：			
GDP	460.97	488.26	550.36
GDP/行政面积	1.54	1.63	1.83
[亿元/平方公里]			
一般公共预算收入	31.12	35.32	39.82

注：发行人数据根据宜昌高投经审计的 2012-2014 年财务数据整理、计算。

评级观点

优势：

- 宜昌高新区为国家级高新区，以生物医药、装备制造、精细化工、新材料、现代服务业为主导产业，近年来园区经济总量及财力持续增长，在宜昌市工业发展格局中占有重要地位。
- 宜昌高投是宜昌高新区最重要的基础设施建设主体，可得到政府在业务和资金方面的支持。
- 宜昌高投拥有一定规模的土地资产，可为债务的偿还提供一定支撑。

风险：

- 宜昌高新区税源相对集中，且财政收入对土地出让有一定依赖，财力易受园区主要企业业绩及土地出让市场景气度等因素影响。
- 宜昌高投在道路、安置房建设等方面存在较大投资需求，公司面临较大的投融资压力。
- 宜昌高投因工程建设、房屋销售及资金往来等形成了较大规模的应收款项，大额资金占用易加大公司资金周转压力。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪公司对宜昌高投及其发行的本期债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有宜昌高投发行的金融产品，及债权人向宜昌高投授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由宜昌高投提供，所引用资料的真实性由宜昌高投负责。

2015 年宜昌高新投资开发有限公司公司债券

信用评级报告

释义

宜昌高投，该公司，或公司：宜昌高新投资开发有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：2015 年宜昌高新投资开发有限公司公司债券

一、概况

该公司系经宜昌市人民政府办公室于 2012 年 8 月 16 日出具的宜府办函〔2012〕92 号文件《市人民政府办公室关于同意成立宜昌高新投资开发有限公司的批复》批准、由宜昌市财政经济开发投资公司（简称“宜昌财投”）出资设立的国有独资公司，初始注册资本为 5.00 亿元。2013 年 6 月，公司出资人由宜昌财投变更为宜昌市国有资产监督管理委员会（简称“宜昌市国资委”）。截至 2014 年末，公司注册资本仍为 5.00 亿元，宜昌市国资委为公司唯一股东。

该公司经营范围包括对宜昌国家高新技术产业开发区（简称“宜昌高新区”）中小科技型企业进行投资；土地开发整理；基础设施建设；公共服务平台设施建设；房地产开发（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。公司是宜昌高新区最主要的基础设施建设主体，目前主要从事宜昌高新区范围内的土地征迁、基础设施建设等业务。

截至 2014 年末，该公司经审计的资产总额为 83.48 亿元，所有者权益为 63.90 亿元；2014 年实现营业收入 5.35 亿元，获得政府补助收入 2.00 亿元，实现净利润 2.41 亿元。

二、债券概况

（一）主要条款

本期债券拟发行金额为 20 亿元，期限为 7 年，募集资金拟用于宜昌高新区棚户区改造工程建设。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2015 年宜昌高新投资开发有限公司公司债券
发行规模:	20 亿元人民币
债券期限:	7 年
债券利率:	固定利率
付息方式:	每年付息一次，分次还本。在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末，分别按照债券发行总额的 20% 等额偿还债券本金，当期应付利息随兑付的本金部分一起支付
增级安排:	无

资料来源：宜昌高投

(二) 募集资金用途

该公司拟将本期债券所募集资金用于宜昌高新区棚户区改造工程建设。该项目主要建设内容为保障房及相关配套设施建设，涉及梅花村二期地块、土门村地块、515 生活小区地块和太保场村地块等四个地块，主要包括 92 栋 22 层高层住宅的建设工程，合计新建 8096 套棚户区改造保障性住房，项目规划用地面积 47.76 万平方米，总建筑面积 124.51 万平方米，其中住宅面积 94.30 万平方米，公建面积 0.63 万平方米，商业配套面积 12.25 万平方米，地下车库面积 17.33 万平方米。该项目总投资 31.70 亿元，计划工期 36 个月，建设资金拟使用募集资金 20 亿元，以及由公司自筹 9.70 亿元。根据该项目可行性研究报告，建成后项目可通过住宅、地下车库及配套商铺销售实现资金回笼，以住宅销售均价 3100 元/平方米、地下车库均价 12 万元/个、配套商铺销售均价 6200 元/平方米估算，该项目可实现总销售收入 46.28 亿元，可覆盖投资支出。该项目已获相关部门批准，截至 2015 年 8 月末已完工进度为 14.95%。

三、宜昌市及高新区经济情况

宜昌市为长江经济带覆盖地区，拥有一定区位及资源优势，综合实力位居湖北省第二位。

宜昌市位于湖北省西南部，属长江中游城市，有“世界水电之都”之称，也是我国中部重要的交通枢纽。宜昌是三峡及葛洲坝水利枢纽工程的所在地，此外还有汉宜高速公路、汉宜高速铁路、焦柳铁路、318 国道等过境。宜昌市为长江经济带覆盖地区，综合实力位居湖北省第二

位，仅次于武汉。宜昌市下辖五县三市五区¹，面积为 2.16 万平方公里，其中建成区面积约 150 平方公里，人口 400 多万人，以电力、化工、食品医药、装备制造业为支柱产业。2012-2014 年全市地区生产总值分别为 2508.89 亿元、2818.07 亿元和 3132.21 亿元，三次产业比例由 12.2:60.3:27.5 调整为 11.2:59.3:29.5。

宜昌是湖北省省域副中心城市，海关、边检、金融等机构较健全，同时，凭借资源优势，区域内用地用水用电用气条件优越，综合投资成本相对低廉，为承接产业转移提供了良好条件。在已有的产业基础上，近年来宜昌市政府重点打造宜昌新区、宜昌高新区、三峡枢纽港区和三峡旅游新区四大平台，形成了化工、食品生物医药、装备制造、新材料四大千亿产业，工业在国民经济中占绝对主导地位。在区域分布上，全市工业形成了以宜昌高新区为龙头、12 个县市开发区和 10 大专业园区协调推进的发展格局。

图表 2. 2012-2014 年宜昌市主要经济发展指标

	2012 年	2013 年	2014 年
地区生产总值（亿元）	2508.89	2818.07	3132.21
规模以上工业增加值（亿元）	1298.90	1405.84	1563.29
固定资产投资（亿元）	1620.98	2106.96	2471.04
社会消费品零售总额（亿元）	739.10	860.03	964.53
三次产业结构	12.2:60.3:27.5	11.9:60.1:28.0	11.2:59.3:29.5

资料来源：宜昌市 2012-2014 年国民经济与社会发展统计公报

宜昌高新区为国家级高新区，以生物医药、装备制造、精细化工、新材料、现代服务业为主导产业，近年来园区经济总量持续增长，在宜昌市工业发展格局中占有重要地位。

宜昌高新区成立于 1988 年 12 月，1999 年 12 月经省政府批准为省级高新区，2010 年 11 月经国务院批准为国家级高新区。经过多年发展，宜昌高新区不断扩容，规划面积由建区之初的 11.2 平方公里增至目前的约 300 平方公里，形成了“一区六园”的发展格局，具体包括东山园区、猗亭园区、湖北深圳工业园、白洋工业园、武汉国家生物产业基地宜昌生物产业园、点军电子信息产业园六大核心园区及部分拓展区。从子园区的区位及产业分布看，东山园区紧邻宜昌中心城区，规划面积 11.2 平方公里，主导产业包括生物医药、新材料、光机电一体化、轻工食品等，

¹ 五县分别为远安县、兴山县、秭归县、长阳土家族自治县和五峰土家族自治县；三市分别为宜昌市、当阳市和枝江市；五区分别为夷陵区、西陵区、伍家岗区、点军区、猗亭区。

是宜昌高新技术产业、科研院所和现代服务业的聚集区、自主创新示范区和人才强市的改革实验区，已入驻企业包括贝因美、柏斯音乐集团、人福药业、中船重工海声科技、中南装备制造、黑旋风锯业、南玻精细玻璃等，中船重工七一〇研究所等国家级科研单位 15 家以及三峡大学等综合型院校 3 所；猇亭园区位于宜昌市猇亭区，面积 25 平方公里，区内拥有一类空港——三峡机场及云池深水港，宜黄高速公路、沪蓉高速公路贯穿园区，重点发展精细磷化工、船舶机械制造、新材料等产业，已拥有宜化集团、兴发集团、三新磷化等知名大型磷化工企业；湖北深圳工业园位于宜昌市猇亭区，规划面积 35 平方公里，是承接珠三角等发达地区产业转移的重要平台，正在发展先进装备制造、新能源、汽车和零部件制造、电工电缆等产业，已引进南玻多晶硅材料公司、海底特高压电缆生产企业联邦电缆公司、中兴汽车制造公司等；白洋工业园位于宜昌下辖枝江市境内，紧临长江，京湛铁路纵贯园区，规划面积 156 平方公里，重点发展精细化工、新材料、先进装备制造等产业，已有投资 50 亿元的江苏丰泰谷物油脂深加工项目、投资 35 亿元的三新硅业高纯硅材料精细加工项目、投资 40 亿元的青岛纺机绿色铸造产业园项目和投资 120 亿元的中化化肥精细磷化工等一批项目落户园区；武汉国家生物产业基地宜昌产业园设立于 2010 年，位于宜昌市中心城区东部，规划面积 40 平方公里，目前园区已有三峡制药公司、安琪集团、人福药业等公司入驻；点军电子信息产业园位于宜昌中心城区南部，规划面积 33 平方公里，主要依托 710 研究所国家级实验室重点发展电子、磁电子、金属材料等高新技术产业。总体看，东山园区、猇亭园区、湖北深圳工业园及白洋工业园成立时间较早，区域建设及产业培育相对成熟，而武汉国家生物产业基地宜昌生物产业园和点军电子信息产业园成立时间尚短，基础设施建设及产业发展尚处于初期阶段。

宜昌高新区拥有发改、商务、国土、建设、环保、安监、房产、工商管理 etc 等市级行政许可事项的审批权限，且自成立以来累计投资 100 多亿元进行园区基础设施和功能设施建设，为企业落户、投资项目审批等提供了较便利的基础条件，有利于区域内产业培育与发展。现阶段，宜昌高新区已形成以生物医药、装备制造、精细化工、新材料、现代服务业为主导的产业体系。2012-2014 年宜昌高新区分别实现地区生产总值 460.97 亿元、488.26 亿元和 550.36 亿元，随着主导工业的较快发展，宜昌高新区经济总量增速有所提升；同期区内规模以上工业增加值分别为 415.57 亿元、439.85 亿元和 483.47 亿元。

图表 3. 2012-2014 年宜昌高新区主要经济发展指标

	2012 年	2013 年	2014 年
地区生产总值（亿元）	460.97	488.26	550.36
第一产业增加值（亿元）	0.00	0.00	0.00
第二产业增加值（亿元）	426.89	454.36	500.14
第三产业增加值（亿元）	34.08	48.41	50.22
规模以上工业增加值（亿元）	415.57	439.85	483.47
固定资产投资（亿元）	335	476	582
基本建设投资（亿元）	268.14	387.94	491.79
房地产开发投资（亿元）	66.86	88.06	90.21
社会消费品零售总额（亿元）	64.69	74.36	80.21

资料来源：宜昌高新

四、宜昌市及高新区财政实力

宜昌市财政收入主要来自税收、转移性收入和土地出让，近年全市财力实现较快增长，可对财政支出形成基本覆盖。

宜昌市财政收入主要来自税收、转移性收入和土地出让，近三年区域财力实现较快增长，2012-2014年地方综合财力分别为400.40亿元、530.63亿元和619.65亿元²。宜昌市税源相对集中，主要来自电力和烟酒行业，近三年宜昌市税收实现较快增长，对全市财力的贡献率在30%左右；此外，随着国有资本经营收入和非经营性国有资产出租及处置收入的增加，非税收收入也能为全市财力提供一定补充；转移性收入以一般转移性收入和专项转移性收入为主，近三年维持在较大规模，对财力形成较强支撑；政府性基金收入以土地出让收入为主，近三年存在一定波动，对财力的贡献率为20%左右。

宜昌市财政支出领域主要为一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育等刚性支出。从近三年情况看，宜昌市可支配财力基本可以覆盖财政支出。在社会建设与发展过程中，宜昌市形成了一定规模的政府性债务，截至2014年末宜昌市直接债务余额为266.09亿元、担保债务余额为224.71亿元，债务率为61.07%³，处于可控范围。

² 由全市一般公共预算收入、转移性收入、政府性基金收入、预算外收入加总而得。

³ $(\text{直接债务余额} + \text{担保债务余额} / 2) / \text{地方综合财力} * 100\%$

图表 4. 2012 年以来宜昌市财政收入与支出情况（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年
（一）一般公共预算收入	153.25	206.31	271.51
1、税收收入	120.37	152.25	181.51
2、非税收收入	32.88	54.05	90.00
（二）转移性收入	178.68	177.38	208.21
1、返还性收入	12.12	12.41	12.28
2、一般转移性支付收入	90.44	91.68	106.30
3、专项转移支付收入	76.12	73.28	89.63
（三）政府性基金收入	63.39	145.03	139.93
（四）预算外收入	5.08	1.91	—
地方综合财力	400.40	530.63	619.65
（一）一般公共预算支出	297.45	364.44	439.91
（二）政府性基金支出	68.97	165.17	170.86
（三）预算外支出	5.02	2.12	—
地方财政支出合计	371.44	531.73	610.77

资料来源：宜昌市财政局

宜昌高新区财政收入主要来自税收及土地出让，近年区域财力实现较快增长，可对建设及债务支出形成良好覆盖；近三年随着园区建设的推进，高新区债务压力有所上升，但仍处于可控范围。

为促进园区招商引资及基础设施建设，宜昌高新区所属园区按城区财政体制规定执行。东山园区、生物产业园、白洋工业园的税收收入实际分享部分以 2012 年为基数，2012-2016 年宜昌市实际新增分享部分将全部返还给宜昌高新区；猗亭园区范围内的税收收入实际分享部分以 2012 年为基数，2012-2016 年宜昌市实际新增分享部分将全部返还给猗亭区。

总体看，宜昌高新区财政收入主要来自税收和土地出让，近三年区域财力实现较快增长，2012-2014 年可支配财力⁴年复合增长率为 13.36%。宜昌高新区近三年税收收入实现平稳增长，对可支配财力的贡献率在 50%左右，税收的主要贡献行业为烟酒、医药、化工及建筑施工等，税源相对集中，纳税前十名企业包括稻花香集团、人福药业、葛洲坝集团第五工程公司、宜化集团及三宁化工等，近三年前十名纳税企业的税收占比维持在 50%以上；土地出让对财政收入的贡献率在 40%左

⁴ 一般公共预算收入+返还性收入+一般转移支付收入+专项转移支付收入+其他收入+政府性基金收入。

右，仅从近三年看增幅较大，但其稳定性易受房地产及土地市场景气度的影响。现阶段，宜昌高新区商住用地出让价格为 300-400 万元/亩，工业用地出让价格为 20 万元/亩左右，2012-2014 年土地出让面积分别为 2586.34 亩、2947.74 亩和 3156.53 亩。

宜昌高新区的财政支出主要为建设及债务支出。从近三年情况看，宜昌高新区可支配财力完全可以覆盖财政支出。但随着扩园建设的推进，2014 年宜昌高新区资本性支出大幅增加，政府性债务余额明显扩大。截至 2014 年末，宜昌高新区政府负有偿还责任的债务余额为 7.93 亿元，政府负有担保责任的债务余额为 20.55 亿元，债务率由 2012 年末的 1.73% 增至 21.03%，债务压力有所上升，但仍处于可控范围。

图表 5. 2012 年以来宜昌高新区财政收支与债务情况（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年
（一）一般公共预算收入	31.12	35.32	39.82
1、税收收入	30.06	34.08	38.12
2、非税收收入	1.05	1.25	1.70
（二）返还性收入	0.56	0.19	0.85
（三）一般转移性支付收入	4.92	0.67	0.65
（四）专项转移支付收入	3.81	2.55	3.46
（五）其他收入	0.56	0.00	0.00
（六）政府性基金收入	18.79	27.84	32.01
可支配财力合计	59.76	66.57	76.79
（一）基本建设支出	6.63	6.74	0.45
（二）其他资本性支出	19.75	16.47	35.86
（三）对企事业单位的补贴	2.67	2.24	2.40
（四）债务还本及利息支出	0.93	7.18	3.94
（五）其他支出	2.79	0.01	0.00
建设与债务支出合计	32.77	32.64	42.65
政府性债务余额	1.03	3.97	16.15
债务率	1.73%	5.96%	21.03%

资料来源：宜昌高新区财政局

截至 2014 年末，该公司被纳入财政预算的债务余额为 5.51 亿元，主要是自成立以来，公司进行产业园征迁、土地整理、市政工程及安置房建设形成的债务。

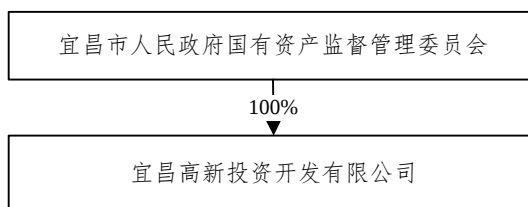
五、公司管理与业务运营

该公司为宜昌市国资委下属企业，是宜昌高新区最主要的基础设施建设主体。公司成立时间尚短，但已建立了相应的组织架构及较健全的管理制度，有助于经营管理的顺利进行。近年来高新区内道路及安置房等建设需求较大，公司面临较大的投融资压力。

（一）公司管理

自成立以来，该公司出资人由宜昌高新区管理委员会下属的宜昌财投变更为宜昌市国资委。截至2014年末，公司为国有独资企业，唯一股东及实际控制人均为宜昌市国资委。

图表 6. 公司与实际控制人关系图



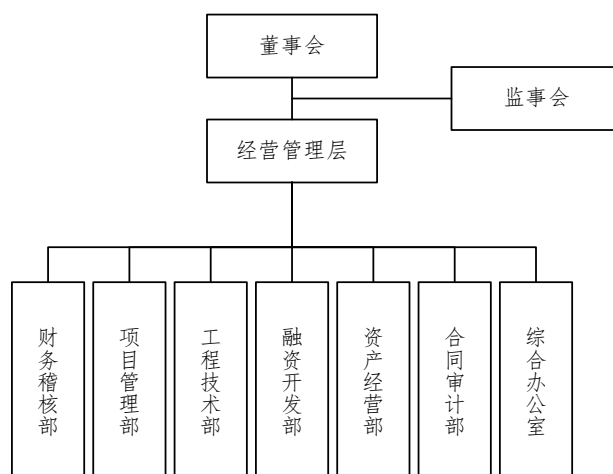
资料来源：宜昌高投（截至2014年末）

该公司不设股东会，由宜昌市国资委行使股东会职权；设有董事会、监事会及经营层等机构。董事会是公司最高决策机构，共3名成员，（含职工董事1名），其中非职工董事由宜昌市国资委委派，职工董事由职工代表大会选举产生，董事长由宜昌市国资委从董事会成员中委任。监事会负责对董事会及公司高级管理人员进行监督，共5名成员（含职工监事2名），其中非职工监事由宜昌市国资委委派，职工监事由职工代表大会选举产生。公司设总经理1名，由董事会聘任，主持公司日常经营事务。

截至2014年末，该公司拥有职工（包括高管）47人，其中本科及以上学历人员为34人，合计12人拥有二级建造师、高级人力资源管理等职业资格。近年来公司不断扩充从业人员队伍，人力资源缺口的缩小及人员素质的提高有利于公司的持续稳定运作。

该公司根据经营管理的需要设置了财务部、融资部、项目部、资产部、工程部等多个职能部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。同时，公司制定了财务管理制度、人力资源管理制度、绩效考核管理制度、合同管理制度和项目工程安全生产管理办法等多项规章，以完善内部管控。

图表 7. 公司组织结构图



资料来源：宜昌高投（截至 2014 年末）

在对外投资方面，该公司制定了项目建议书提交、尽职调查论证、可行性研究报告审议决策等必要环节。在审批方面，公司实行集体决策机制，根据投资额大小（分为50万元以下、50万元以上及1000万元以下、1000万元以上）依次由总经理办公会、董事会、宜昌市国资委审批。

在融资管理方面，该公司实行董事长负总责、总经理具体负责的管理体制，资金的筹措、协调等具体事宜由融资部负责。公司融资综合成本原则上应控制在同期限中国人民银行基准利率上浮30%的范围内，并经总经理办公会讨论通过后由总经理批准实施；融资综合成本超过以上范围，须报董事会批准实施。对于重大经营项目的融资，由总经理召集相关部门提出融资需求和方案，公司在审批该投资项目时一并审批其融资方案；在项目实施阶段，融资方案或融资规模需要改变的，变动数额在董事会授权范围以下的，由总经理审批，超过授权范围的，须报公司董事会批准后办理。

在工程管理方面，该公司以招标方式将工程发包给具有相应资质等级的施工单位，并做好安全管理及工程建设协调工作。此外，公司建立了重点工程关键环节报告制度，尤其是涉及建设过程中可能出现的征地、拆迁、管线迁移等关键环节，项目负责人须向公司提交重点工程关键环节任务落实表，并报送宜昌高新区管委会、建管办、效能办及相关责任单位。

（二）业务运营

该公司主要从事宜昌高新区范围内的土地征迁、基础设施建设等业务。2012-2014 年公司分别实现营业收入 2.18 亿元、6.16 亿元和 5.35 亿

元，其中 2012 年收入全部来自于办公楼房产销售，属偶然性收入；公司于 2013 年 1 月取得宜昌市工商行政管理局颁发的营业执照，并开始实现有基础设施代建（含土地征迁）收入，2013-2014 年该类收入占营业收入的比重分别为 99.82%和 99.59%。

目前，该公司是宜昌高新区最主要的基础设施建设主体，业务主要涉及道路绿化、管线工程、安置房建设以及相关建设区域内的土地征迁等，业务模式主要为委托代建。公司以宜昌高新区内各子园区建设项目为单位，与宜昌高新区管委会签订委托代建合同。对于道路等基础设施建设，公司接受宜昌高新区管委会的委托，负责相关项目的投融资及工程建设，工程竣工验收合格后移交，宜昌高新区管委会按项目投资额（含土地征迁支出）的 1.15 倍向公司支付代建费用。除此外，对于募投项目中的安置房工程，公司将通过销售住宅及其他物业的方式实现资金回笼。

自成立以来，该公司已完工项目集中于东山园区、生物产业园和白洋园区，具体包括东山园区道路绿化、生物产业园一期土石方场平工程、白洋园区安置房工程等，合计总投资 6.74 亿元。截至 2014 年末，公司主要在建项目位于点军电子信息产业园、白洋园区、生物产业园和东山园区，计划总投资 32.01 亿元，已完成投资 8.58 亿元；主要拟建项目包括募投项目宜昌高新区棚户区改造工程宜昌高新区棚户区改造工程、桥边村棚户区改造等，计划总投资 53.49 亿元。宜昌高新区管委会在项目建成后支付代建费用，而公司按照每年发生实际成本的 115%确认当年收入，2012-2014 年公司已累计确认工程建设收入 11.48 亿元，实际收回现金 5.53 亿元。

总体看，宜昌高新区内道路及安置房建设需求大，且项目前期的土地征迁也需一定的资金支出，因此该公司面临较大的投融资压力。

图表 8. 2014 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目	总投资	开工时间	已投资	资金来源
紫云铁路宜昌高新区段建设工程	1.00	2014 年	0.31	自有资金及借款
白洋沙湾路市政工程道路建设	2.60	2013 年	0.30	自有资金及借款
顾家店清水溪居民点配套设施建设	0.70	2014 年	0.04	自有资金及借款
318 国道及排水管网宜昌高新区段建设工程	0.56	2013 年	0.30	自有资金及借款
华强科技公司征迁场平及土建工程	3.00	2014 年	1.00	自有资金及借款
青岛路及三岔河排水箱涵建设工程	0.15	2014 年	0.05	自有资金及借款
生物产业园土地征迁整理工程	11.00	2013 年	3.10	自有资金及借款
点军电子信息产业园土地征迁整理工程	13.00	2013 年	3.48	自有资金及借款
桥边村棚户区改造	11.89	2015 年	0.00	自有资金及借款
车站村棚户区改造	5.17	2015 年	0.00	自有资金及借款
白洋园区沙湾污水处理厂	2.40	2015 年	0.00	自有资金及借款
白洋工业园道路工程（白洋五条路）	2.33	2015 年	0.00	自有资金及借款
宜昌高新区棚户区改造工程	31.70	2015 年	0.00	自有资金及借款
合计	85.50	—	8.58	—

资料来源：宜昌高投

（三）发展战略

作为宜昌高新区的重要建设力量，该公司制定了以基础设施建设为核心、积极发展自营业业务的发展规划。一方面，公司将加快推进园区基础设施建设，完善园区骨架和配套设施，为投资项目的落地创造良好环境；另一方面，依托宜昌高新区的建设和发展，公司将争取高新区范围内的特许经营权，积极开展供水、供气、加油、加汽、广告经营等业务，以加快自营业业务发展，从而逐步建立“融资、投资、建设、经营发展”的良性循环机制。

六、财务分析

随着对基础设施建设投入力度的加大，该公司融资规模迅速扩大，财务杠杆水平持续上升，但目前仍处于合理区间。公司基础设施建设盈利有限，政府补贴为利润实现提供较强支撑。公司资产以土地和基础设施建设项目为主，较充裕的土地资产可为债务偿还提供一定支持。但同时，公司在道路及安置房建设等方面持续投入，应收宜昌高新区财政局等单位的款项规模大，经营性现金流呈净流出状态，若出现长期的大额资金占用，公司资产质量及现金流状况将受负面影响。

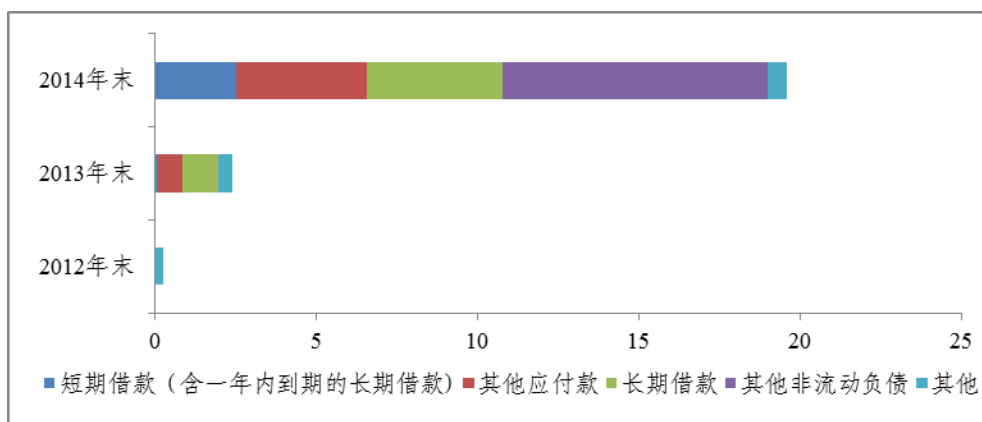
（一）债务分析

1. 债务结构

近年来随着基础设施建设的推进，该公司资金需求上升，负债规模由 2012 年末的 0.23 亿元增至 2014 年末的 19.58 亿元，财务杠杆水平持续上升至 2014 年末的 23.45%，但目前仍处于合理区间。

从负债期限结构看，由于基础设施建设对长期资金的需求较大，该公司负债以非流动负债为主。从具体构成看，2014 年末公司负债主要由银行借款、其他应付款和其他非流动负债构成。公司刚性债务偿付压力主要来自银行借款及向其他机构的借款，近年随着基础设施建设所需融资的增加而有所增加。2014 年末银行借款余额为 6.70 亿元，占负债总额的 34.22%。2014 年末公司其他应付款余额为 4.07 亿元，包括应付宜昌高新区财政局的往来款 1.09 亿元、应付宜昌市城市建设投资开发有限公司和宜昌市房地产投资开发有限公司的征迁款合计 1.99 亿元以及质保金 0.99 亿元；其他非流动负债余额为 8.22 亿元，系公司向高新区土地储备中心的借款，主要用于土地征迁，偿还期限为 3-5 年。

图表 9. 2012-2014 年末公司负债构成情况（单位：亿元）



注：根据宜昌高投经审计的 2012-2014 年财务数据绘制

2. 公司银行借款情况

银行借款是目前该公司最主要的融资方式，其规模随着基础设施建设的不断投入而持续扩张。2014 年末公司银行借款余额增至 6.70 亿元，均以抵押方式获得，其中长期借款⁵占 62.69%。

3. 或有负债

截至 2015 年 8 月末，该公司对外担保余额为 5 亿元，系为宜昌高新区土地储备中心流动资金贷款提供的担保。

⁵ 不含一年内到期的长期借款。

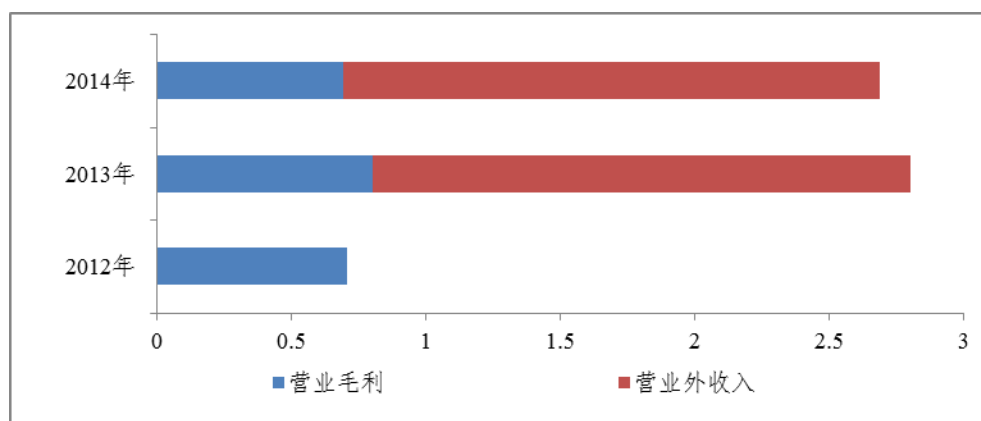
（二）盈利性与现金流分析

该公司基础设施建设业务（含土地征迁）按项目投资额的固定比例收取代建费，该业务毛利率较稳定，近两年维持在 13.04%；2012 年的房产销售毛利率相对较高，达 32.41%，但并非公司经常性业务。总体看，近三年公司可实现一定规模的营业毛利，2012-2014 年分别为 0.71 亿元、0.80 亿元和 0.69 亿元，其中 2012 年毛利由房产销售贡献，2013-2014 年毛利主要由基础设施建设业务贡献。

该公司期间费用主要为管理费用。虽然公司有一定规模的借款，但由于利息全部资本化，账面反映的财务费用为负。2012-2014 年期间费用占营业收入的比重分别为 1.62%、0.37%和 2.15%，2014 年由于城镇土地使用税及项目融资洽谈费等大幅增加，公司管理费用同比增幅较大，使得当年期间费用率有所上升。

自 2013 年起开展基础设施建设业务以来，该公司每年均可获得稳定的政府补助。2012-2014 年政府补助金额分别为 0 亿元、2 亿元和 2 亿元。政府补助是公司营业外收入的最主要构成，在主业基础设施建设盈利有限的情况下，也是利润的重要支撑。由此，2012-2014 年公司分别实现净利润 0.47 亿元、2.57 亿元和 2.41 亿元。

图表 10. 2012-2014 年公司盈利构成情况（单位：亿元）



注：根据宜昌高投经审计的 2012-2014 年财务数据绘制

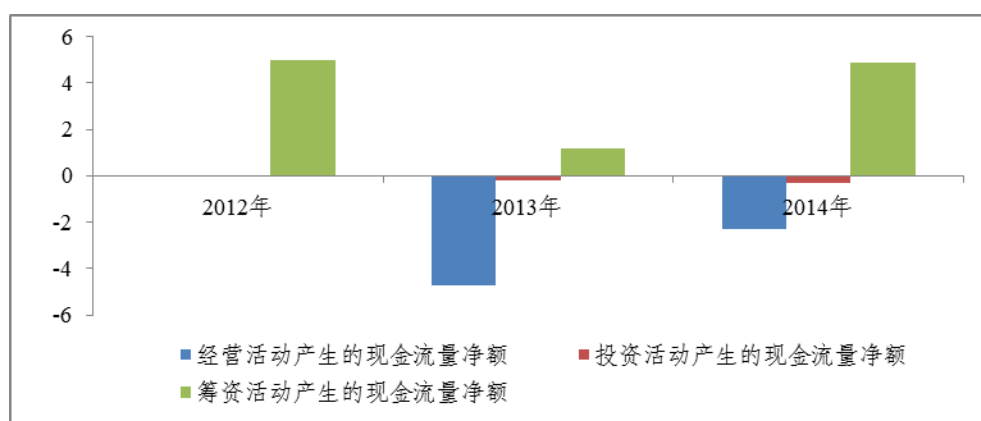
该公司经营环节现金回笼情况主要受宜昌高新区财政对基础设施建设工程款的支付进度以及与政府机构和其他企业间资金往来的影响。自 2013 年开展实质性业务以来，公司基础设施工程回款总体较缓，2012-2014 年公司营业收入现金率分别为 0.00%、72.60%和 19.71%，同期经营活动产生的现金流量净额分别为 0.00 亿元⁶、-4.74 亿元和-2.28 亿元。其中，2013 年虽然政府支付了一定规模的工程款，但公司在道路等

⁶ 17.01 万元。

工程建设方面投入较大，同时资金往来加剧了现金流出，当年经营环节现金呈净流出状态；2014 年虽然公司在基础设施建设方面的投入显著增加，但资金往来形成了大额现金流入，当年经营环节现金缺口较上年有所收窄。

该公司投资活动较少，仅 2014 年因购买湖北三峡农商行股权形成相对大额的现金净流出。2012-2014 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.00 亿元、-0.18 亿元和 -0.30 亿元。随着基础设施投资规模的扩大，公司的融资需求不断上升，主要以吸收投资和银行借款来筹资。2012-2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 5.00 亿元、1.15 亿元和 4.88 亿元。

图表 11. 2012-2014 年公司现金流量总体状况（单位：亿元）



注：根据宜昌高投经审计的 2012-2014 年财务数据绘制

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012-2014 年分别为 0.64 亿元、2.78 亿元和 2.58 亿元。由于刚性债务增长较快，公司 EBITDA 对刚性债务以及利息支出的保障程度呈下降趋势。

图表 12. 2012-2014 年公司 EBITDA 及经营性现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2012 年	2013 年	2014 年
EBITDA/利息支出(倍)	—	58.44	4.20
EBITDA/刚性债务(倍)	—	2.32	0.32
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	0.75	-620.58	-53.93
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	0.75	-360.73	-20.75

注：根据宜昌高投经审计的 2012-2014 年财务数据绘制

（三）资产质量与流动性分析

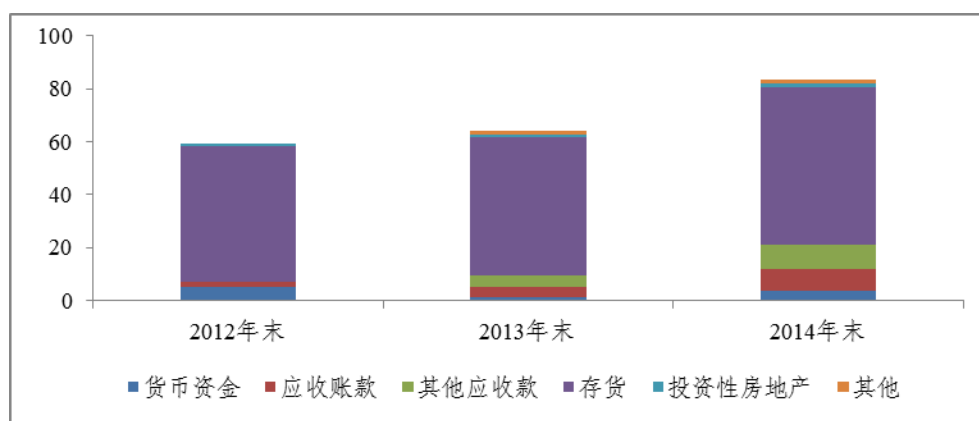
随着自身经营积累，该公司资本实力小幅增强，2012-2014 年末公司所有者权益分别为 58.93 亿元、61.50 亿元和 63.90 亿元。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，2014 年末两者占比分别为 7.82%和

83.66%，其中资本公积主要由政府土地资产的注入形成。

该公司资产以土地、基础设施开发成本及应收款项等为主，近年来规模随基础设施建设推进而较快速扩张。2012-2014 年总资产年复合增长率为 18.79%，2014 年末公司资产总额为 83.48 亿元，其中流动资产占 98.30%。

从具体构成看，2014 年末该公司流动资产主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货。2014 年末货币资金余额为 3.53 亿元，现金比率为 49.34%，公司即期支付能力较强；同期末应收账款余额为 8.59 亿元，分别为应收宜昌高新区财政局的项目回购款 6.41 亿元和应收宜昌市东山实业开发公司的购房款 2.18 亿元，其中账龄在 1 年以上的款项占 44.86%；其他应收款主要是公司与宜昌高新区财政局和土地储备中心的往来款，近三年来呈增长趋势，2014 年末余额为 8.92 亿元，其中应收宜昌高新区财政局的款项为 8.01 亿元，账龄为 1 年以内和 1-2 年，应收土地储备中心的款项为 0.87 亿元，账龄为 1 年以内；存货余额为 59.60 亿元，其中土地资产和工程施工分别为 50.99 亿元和 8.61 亿元，公司土地资产主要为宜昌高新区的商住用地，面积合计 290.52 万平方米。公司非流动资产主要为投资性房地产和可供出售金融资产，2014 年末两者余额分别为 1.12 亿元和 0.30 亿元。其中，投资性房地产包括非住宅房产 0.48 亿元和综合用地 0.64 亿元，系政府划拨取得；可供出售金融资产为湖北三峡农商行股权。

图表 13. 2012-2014 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



注：根据宜昌高投经审计的 2012-2014 年财务数据绘制

七、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 政府支持

该公司是宜昌高新区重要的基础设施建设主体，可获得政府有力的支持。一方面，近年宜昌高新区财力实现较快增长，可对区域建设及债务支出形成良好覆盖；另一方面，自公司开展基础设施建设业务以来，政府持续给予公司财政补助，同时政府向公司划拨了一定规模的土地，有助于提高公司融资能力。

(2) 可变现资产储备

该公司拥有一定规模的土地、房产及银行股权，在必要时可通过土地、房产及股权变现为债务偿付提供一定支撑。

2. 主要风险

(1) 宜昌高新区财力波动风险

宜昌高新区以生物医药、装备制造、精细化工、新材料、现代服务业为主导产业，经济发展及财政收入易受主要产业发展情况影响。高新区税源相对集中，近三年前十名纳税企业的税收占比维持在50%以上，主要来自于烟酒、生物医药、化工及建筑施工等行业。此外，作为宜昌高新区财政收入的重要来源之一，土地出让收益的实现易受房地产及当地土地市场波动影响。

(2) 土地资产价值波动风险

该公司资产中土地占比较高，其易变现性及市场价值受当地土地市场景气度波动的影响较大。同时，区域内土地相关收益获取的进度也受到政府土地出让计划等因素制约。

(3) 投融资压力较大

2013年以来，该公司基础设施建设规模扩大，刚性债务快速增加。未来公司在道路、安置房建设方面仍有较大投资需求，面临较大的投融资压力。

(4) 占款规模较大

该公司应收宜昌高新区政府及下属单位的款项规模较大，2014年末因项目回购、房屋销售及资金往来形成的应收宜昌高新区财政局、宜昌市东山实业开发公司及土地储备中心等款项合计17.51亿元，占公司资产

总额的20.97%。较大额的资金占用易加大公司资金周转压力，若无法按时回收，公司经营活动开展和财务质量均将受到负面影响。

八、本期债券偿付保障分析

（一）政府支持

作为宜昌高新区最主要的基础设施建设主体，该公司在区内道路、安置房建设中地位显著，可获宜昌高新区政府有力的支持。对于公司上缴的税费等，宜昌高新区会将其优先用于支持公司经营；此外，政府多次向公司划拨资产以及提供较稳定的财政补贴，能够为后续利润的实现提供一定保障。

（二）可变现资产储备

截至2014年末，该公司土地账面价值合计51.63亿元，合计面积291.85万平方米；可供出租房产0.89万平方米，账面价值0.48亿元；可供出售金融资产0.30亿元。公司的可变现资产储备可为债务偿付提供一定支撑。

（三）募投项目收益

根据本期债券募投项目的可行性研究报告，建成后募投项目可通过住宅、地下车库及配套商铺销售实现资金回笼，预计可实现总销售收入46.28亿元，占项目计划总投资的145.99%。募投项目的经营收益可为债务偿还提供一定支撑。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额 [亿元]	59.16	63.90	83.48
货币资金 [亿元]	5.00	1.24	3.53
刚性债务[亿元]	0.00	1.20	14.92
所有者权益 [亿元]	58.93	61.50	63.90
营业收入[亿元]	2.18	6.16	5.35
净利润 [亿元]	0.47	2.57	2.41
EBITDA[亿元]	0.64	2.78	2.58
经营性现金净流入量[亿元]	0.00	-4.74	-2.28
投资性现金净流入量[亿元]	—	-0.18	-0.30
资产负债率[%]	0.38	3.76	23.45
长期资本固定化比率[%]	1.69	1.83	1.86
权益资本与刚性债务比率[%]	—	5,125.08	428.22
流动比率[%]	25,703.23	4,824.60	1,146.95
速动比率 [%]	3,171.43	724.32	304.60
现金比率[%]	2,210.27	95.27	49.34
利息保障倍数[倍]	—	57.89	4.15
有形净值债务率[%]	0.38	3.90	30.64
营运资金与非流动负债比率[%]	—	5,586.87	602.96
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	1.00	2.04	0.86
存货周转速度[次]	0.03	0.10	0.08
固定资产周转速度[次]	—	3,985.06	1,600.82
总资产周转速度[次]	0.04	0.10	0.07
毛利率[%]	32.41	12.97	12.87
营业利润率[%]	28.98	12.15	10.26
总资产报酬率[%]	1.07	4.48	3.46
净资产收益率[%]	0.80	4.26	3.85
净资产收益率*[%]	0.80	4.26	3.85
营业收入现金率[%]	—	72.60	19.71
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.75	-620.58	-53.93
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.75	-360.73	-20.75
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.75	-643.71	-61.13
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.75	-374.18	-23.52
EBITDA/利息支出[倍]	—	58.44	4.20
EBITDA/刚性债务[倍]	—	2.32	0.32

注：表中数据依据宜昌高投经审计的 2012-2014 年财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人长期信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投 机 级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	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。
投 机 级	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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本期债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注宜昌高投外部经营环境的变化、影响宜昌高投经营或财务状况的重大事件、宜昌高投履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映宜昌高投的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对宜昌高投的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每1年出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，宜昌高投应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与宜昌高投有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向宜昌高投发出“重大事项跟踪评级告知书”后10个工作日内提出。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向宜昌高投发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向宜昌高投发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具之日后10个工作日内，宜昌高投和本评级机构应在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年9月29日