

信用等级公告

联合[2018] 1181 号

联合资信评估有限公司通过对咸宁市城市建设投资开发有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持咸宁市城市建设投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA,“17 咸宁债/17 咸宁城投债”和“18 咸宁城投 MTN001”的信用等级为 AA,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年六月二十二日



咸宁市城市建设投资开发有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级: AA

上次主体长期信用等级: AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 咸宁债/17 咸宁城投债	13.5 亿元	2027/07/27	AA	AA
18 咸宁城投 MTN001	5 亿元	2023/04/20	AA	AA

本次评级展望: 稳定

上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	19.60	37.85	50.24	50.82
资产总额(亿元)	156.98	194.66	238.84	253.74
所有者权益(亿元)	68.55	81.93	102.69	106.00
短期债务(亿元)	6.29	6.41	4.97	3.78
长期债务(亿元)	32.67	41.63	79.79	89.80
全部债务(亿元)	38.97	48.04	84.76	93.58
营业收入(亿元)	7.74	11.19	8.91	1.47
利润总额(亿元)	2.26	1.23	1.15	-0.46
EBITDA(亿元)	2.45	2.10	1.97	--
经营性净现金流(亿元)	20.59	-5.46	-27.99	-4.04
营业利润率(%)	28.42	21.49	10.19	-2.64
净资产收益率(%)	3.01	1.45	1.10	--
资产负债率(%)	56.33	57.91	57.01	58.22
全部债务资本化比率(%)	36.24	36.96	45.22	46.89
流动比率(%)	201.25	313.10	418.97	420.46
全部债务/EBITDA(倍)	15.87	22.89	42.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.39	0.31	0.21	--
经营现金流流动负债比(%)	40.81	-9.63	-53.11	--

注: 全部债务包括长期应付款中有息部分; 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

厉剑 黄琪融

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内,咸宁市城市建设投资开发有限公司(以下简称“公司”)维持其在咸宁市城区内(不含开发区以及生态新城)土地一级开发和基础设施建设唯一开发主体的地位。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司自身业务上的专营性优势,咸宁市经济的持续增长为公司发展提供了良好的外部环境,以及公司在资产划拨、资本金注入、政府补贴及债务置换等方面获得政府持续有力的支持。同时联合资信关注到,公司债务规模快速增长、未来投资规模大、土地出让进度以及政府拨付效率的不确定性等因素对公司经营发展和偿债能力带来的不利影响。

未来随着公司承接的咸宁市基础设施建设、棚户区改造项目的开展,以及公司土地整理规模的不断扩大,公司未来收入和利润规模将有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA,“17咸宁债/17咸宁城投债”和“18咸宁城投MTN001”的信用等级为AA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为咸宁市城区内唯一的土地一级开发和基础设施建设主体,跟踪期内,咸宁市在资产划拨、资本金注入、政府补贴及债务置换等多方面给予了公司有力支持。
2. 公司经营活动现金流入量对存续债券本金偿付的保障程度好。

关注

1. 公司应收类账款占比较高,对公司资金形成一定占用,公司整体资产质量一般。

2. 跟踪期内，公司土地整理收入受当地房地产市场环境等因素的影响较大，代建业务回款质量一般。
3. 公司债务规模快速增长，未来拟投资规模较大，存在一定的对外筹资压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

咸宁市城市建设投资开发有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用及“17 咸宁债/17 咸宁城投债”和“18 咸宁城投 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 12.30 亿元，股东为咸宁城市发展（集团）有限责任公司（以下简称“咸宁城发”）（持股 78.86%）及国开发展基金有限公司（持股 21.14%），实际控制人为咸宁市国有资产监督管理委员会（以下简称“咸宁市国资委”）。

公司经营范围主要包括：城市基础设施、公用事业、基础产业的建设、运营；政府公共资源的特许经营；土地开发经营；市域内产业、中小企业及项目的融资、投资、委贷、咨询评估（凭有效资质经营）服务。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）

截至 2017 年底，公司资产总额 238.84 亿元，所有者权益 102.69 亿元（包含少数股东权益 0.49 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 8.91 亿元，利润总额 1.14 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 253.74 亿元，所有者权益 106.00 亿元（包含少数股东权益 0.48 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.47 亿元，利润总额-0.46 亿元。

公司注册地址：咸宁大道 45 号；法定代表人：吴胜利。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，由联合资信所评债券为“17 咸宁债/17 咸宁城投债”和“18 咸宁城投 MTN001”，余额合计 18.50 亿元。跟踪期内，上述债券均未到付息日。

表 1 跟踪评级债券基本信息

名 称	余额	到期日	票面利率
17 咸宁债/17 咸宁城投债	13.5 亿元	2027/07/27	5.99%
18 咸宁城投 MTN001	5 亿元	2023/04/20	5.75%

资料来源：联合资信整理

“17 咸宁债/17 咸宁城投债”募集资金中 8.10 亿元用于潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目，5.40 亿元用于补充公司运营资金。截至 2018 年 3 月底，募集资金已按计划使用 4.99 亿元，募投项目已建设完成 43%。

“18 咸宁城投 MTN001”募集资金用于偿还公司到期借款。截至本报告出具日，募集资金已使用 2.50 亿元。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非

制造业 PMI) 均小幅上升; 就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年, 全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元, 支出同比增幅 (7.7%) 和收入同比增幅 (7.4%) 均较 2016 年有所上升, 财政赤字 (3.1 万亿元) 较 2016 年继续扩大, 财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜; 进行税制改革和定向降税, 减轻相关企业负担; 进一步规范地方政府融资行为, 防控地方政府性债务风险; 通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资, 推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年, 央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”, 市场资金面呈紧平衡状态; 利率水平稳中有升; M1、M2 增速均有所放缓; 社会融资规模增幅下降, 其中人民币贷款仍是主要融资方式, 且占全部社会融资规模增量的比重 (71.2%) 也较上年有所提升; 人民币兑美元汇率有所上升, 外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长, 产业结构继续改善。2017 年, 中国农业生产形势较好; 在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下, 中国工业结构得到进一步优化, 工业生产保持较快增速, 工业企业利润快速增长; 服务业保持较快增长, 第三产业对 GDP 增长的贡献率 (58.8%) 较 2016 年小幅上升, 仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年, 全国固定资产投资 (不含农户) 63.2 万亿元, 同比增长 7.2% (实际增长 1.3%), 增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中, 民间投资 (38.2 万亿元) 同比增长 6.0%, 较 2016 年增幅显著, 主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施, 通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力, 推动了民间投资

的增长。具体来看, 由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控, 房地产开发投资增速 (7.0%) 呈趋缓态势; 基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响, 基础设施建设投资增速 (14.9%) 小幅下降; 制造业投资增速 (4.8%) 小幅上升, 且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年, 全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元, 同比增长 10.2%, 较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年, 全国居民人均可支配收入 25974 元, 同比名义增长 9.0%, 扣除价格因素实际增长 7.3%, 居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看, 生活日常类消费, 如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长; 升级类消费品, 如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速; 网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年, 在世界主要经济体持续复苏的带动下, 外部需求较 2016 年明显回暖, 加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年, 中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元, 同比增加 14.2%, 增速较 2016 年大幅增长。具体来看, 出口总值 (15.3 万亿元) 和进口总值 (12.5 万亿元) 同比分别增长 10.8% 和 18.7%, 较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元, 较 2016 年有所减少。从贸易方式来看, 2017 年, 一般贸易进出口占中国进出口总额的比重 (56.3%) 较 2016 年提高 1.3 个百分点, 占比仍然最高。从国别来看, 2017 年, 中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%, 增速较 2016 年大幅提升; 随着“一带一路”战略的深入推进, 中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国

家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公

共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施投资建设过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定

为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行

为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17

个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景

下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018年3月5日，中央政府发布的《2018年政府工作报告》指出，2018年政府将启动新的三年棚改攻坚计划，有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，加强排涝管网、地下综合管廊等建设工作。2018年，中央将安排地方专项债券1.35万亿元，优先支持在建项目平稳建设，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 区域经济

根据《2017年咸宁市国民经济和社会发展统计公报》初步核算，2017年，咸宁市地区生产总值1234.86亿元，按可比价计算，比上年增长8.1%。其中，第一产业增加值193.45亿元，增长4.2%；第二产业增加值597.41亿元，增长7.6%；第三产业增加值444亿元，增长10.6%。三次产业结构比为15.6:48.4:36.0，第三产业增加值比重比同期提高了0.4个百分点。全年人均地区生产总值48798元，增长7.5%。

2017年，咸宁市建筑业增加值62.38亿元，按可比价计算，比上年增长6%。资质以内建筑业企业132家，比上年增加17家；建筑业总产值167.77亿元，增长21.2%；房屋竣工面积627.37万平方米，增长10.7%。

2017年，咸宁市固定资产投资1676.07亿元，比上年增长16.5%。分三次产业看：第一产业135.21亿元，增长34.7%；第二产业767.19亿元，增长16.8%；第三产业773.66亿元，增长13.6%。全年民间固定资产投资1025.29亿元，增长9.6%，占固定资产投资的比重为61.2%。

2017年，咸宁市全年房地产开发投资62.74

亿元，比上年增长10.1%。商品房施工面积1157.49万平方米，下降2.1%；商品房销售面积370.77万平方米，增长20.8%；商品房销售额125.81亿元，增长18.4%。

全年地方财政总收入129.49亿元，比上年增长10.1%。其中，一般公共预算收入87.70亿元，增长8.7%。在一般公共预算收入中，税收收入54.22亿元，增长13.9%，税收收入占一般公共预算收入的比重为61.8%，比同期提高1.8个百分点。全年一般公共预算支出226.10亿元，增长4.6%。

总体看，咸宁市经济持续增长，产业结构持续优化。固定资产投资需求仍较高，为公司经营提供了良好的外部条件，但自身财政实力仍较弱。

六、基础素质分析

公司是咸宁市人民政府授权从事咸宁市城区土地一级开发、城市基础设施及相关配套设施的建设主体，在咸宁市城区范围内的城市基础设施建设及土地一级开发行业领域处于垄断地位。

跟踪期内，政府在债务置换及政府补贴方面持续给予公司有力支持。其中，公司获得政府债务置换额度6.46亿元；根据咸宁市财政局下发的《关于确认资本公积的函》，咸宁市财政局决定将截至2017年底对公司未偿还的市财政借款余额21.03亿元（体现在“长期应付款-财政局”中）作为市政府对公司的资本公积拨入，计入“资本公积”，已在2017年审计报告中体现。公司获得政府补助金额为1.50亿元，体现在“营业外收入”科目中。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2018年5月30日，公司未结清关注类贷款9笔，已结清关注类贷款19笔，另存在2笔欠息记录。

国家开发银行湖北省分行与咸宁农村商业银行营业部已就上述事项出具相关说明文件。

根据文件，关注类贷款的产生均系相关银行系统的五级分类标准所致，欠息记录的产生主要系相关银行未能及时入账公司支付的利息所致。上述两家银行均表示，公司经营正常，所有项目均能按时结息。

总体看，公司作为咸宁市城区内（不含开发区及生态新城）唯一的政府投融资及基础设施建设主体，担负着推进咸宁市城市化进程的重要责任。跟踪期内，公司获得政府补贴，外部支持持续性较好。

七、管理分析

跟踪期内，公司原董事长盛文军因工作变动不再公司任职；由公司原总经理吴胜利担任

董事长兼法人代表、由曾勇担任总经理。

曾勇，出生于 1968 年，本科学历。历任咸宁市发展与改革委员会副主任，现任公司总经理、党委副书记。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为咸宁市城区内唯一的城市基础设施投资建设主体，主要从事咸宁市主城区土地一级开发、城市基础设施项目的投融资建设、城建项目的管理和房地产销售等业务。跟踪期内，公司主营业务构成未发生变化。

表 2 2016~2017 年及 2018 年 1~3 月公司主营业务经营情况（单位：万元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	22492.43	20.30	69.54	6798.20	7.79	6.34	--	--	--
房地产销售	1516.92	1.37	5.01	1507.86	1.73	30.28	--	--	--
出租车业务	905.90	0.82	37.15	848.32	0.97	20.69	177.54	1.22	40.83
广告业务	150.92	0.14	-172.41	179.20	0.21	-25.59	20.52	0.14	-219.87
建筑业务	17571.79	15.86	5.51	18117.32	20.76	3.71	13551.80	92.84	3.05
代建业务	67070.38	60.54	10.71	58145.71	66.64	10.71	--	--	--
房屋出租业务	611.78	0.55	74.96	874.80	1.00	74.77	292.24	2.00	-160.33
其他	459.57	0.41	26.87	785.56	0.90	24.23	555.12	3.80	-2.18
合计	110779.68	100.00	22.14	87256.96	100.00	10.04	14597.22	100.00	-0.28

资料来源：公司提供

2017年，公司实现主营业务收入为8.73亿元，同比下滑21.21%，主要系受当地土地出让规划影响，公司所整理的土地出让宗数少导致其土地整理业务收入的大幅下滑所致。2017年，公司综合毛利率为10.04%，较2016年下降12.10个百分点，主要系当年公司出让地所涉及的安置户较多，拆迁成本大幅提升导致土地整理业务毛利率快速下降所致。

2018年1~3月，公司主营业务收入1.46亿元，为2017年全年主营业务收入的16.72%，规模较小主要系公司土地整理业务以及代建业务均于年底确认收入所致。同期，公司综合毛利率为-0.28%。

2. 业务经营分析

（1）土地整理开发业务

作为咸宁市人民政府下属公司，咸宁市人民政府赋予公司对咸宁市域范围内土地整理的职能，公司按照咸宁市城市发展规划，经市政府批准对相关土地进行一级开发。公司土地整理业务的承做主体为公司本部及子公司宏业公司。

公司本部

业务模式方面，根据公司与咸宁市土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）签订的《委托整理经营协议》，公司对批准开发的土地进行征收、拆迁、补偿、安置，然后对其进行平整、

熟化处理，最后交由咸宁市国土资源局土地交易中心进行“招拍挂”，由竞得人将土地出让收入上缴财政的土地出让金专户，土地拍卖金额扣除城市建设专项资金、土地开发基金以及廉租房建设基金等各项基金后，财政局按一定比例返还给公司。

宏业公司

业务模式方面，根据宏业公司与土储中心签订《土地储备开发整理委托协议书》，土储中心委托宏业公司负责咸宁市165平方公里主城区规划范围内的所有储备中心储备地块的土地整理开发经营、工程项目建设等，主要包括前期征地、房屋征收、青苗补偿、看护控违、“三通一平”、还建房及基础设施建设等工作。

协议约定，储备土地前期开发整理费用全部有土储中心投资，其费用包括①征地、报批及办证费用；②房屋及地上附着物的拆迁补偿安置费用；③储备地块内的土地平整工程、基础设施建设及还建房的工程费用等。

协议确定了宏业公司的收益构成：①对于土储中心制定的土地收储方案，土储中心将拟定前期开发整理的总投资，并以打包的方式将前期开发整理工作全权委托给宏业公司，宏业公司本着节约利用的原则开展工作，结余资金为宏业公司收益；②对于房屋及地面附着物的拆迁、环境、安置、补偿、土地平整及基础设施建设等与所涉及的费用，土储中心按国家现行收费标准打包给宏业公司，结余资金为宏业公司收益；③对于代建项目工程，土储中心安置财评预算造价全额打包给宏业公司，工程竣工后，若实际工程造价低于打包价，结余差价归宏业公司所有，若高于打包价土储中心不予补足；④对于“三通一平”、还建房及基础设施建设等代建管理工作，宏业公司按照工程造价的2%~4%向土储中心计取项目管理费。

近年来，公司合并范围内累计整理土地5912.58亩。2016~2018年3月，公司分别出让土地982.10亩、332.79亩和1.17亩。2016~2017年，公司分别确认土地整理收入2.25亿元和0.68亿元。从回款情况看，2016~2018年3月，公司分

别收到土地出让金返还为1.18亿元、3.17亿元和0.03亿元。

表3 2016~2017年及2018年1~3月土地出让情况
(单位：亩、宗、万元/亩、万元)

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
土地整理面积	1636.66	445.54	--
土地出让面积	982.10	322.79	1.17
土地出让宗数	20	5	1
土地出让单价	69.70	42.19	123.93
土地出让总成交价	68452.37	13620.00	145.00

资料来源：公司提供

从土地储备情况看，截至2018年3月底，公司共有可出让土地储备280亩，主要分布在咸安区范围内。

公司对2018~2020年土地整理及出让情况进行了规划，咸宁市政府将桂乡大道东侧，规划用于商住的土地约2000亩土地及咸宁大道向东延伸两侧范围内规划用于商住的土地共895.3亩配置给公司进行土地整理工作，预计总投资额为15.96亿元，待整理工作完成后该地块将在6年内出让完毕。截至2018年3月底，上述地块已投资3.95亿元。

总体看，公司土地储备充足，未来随着储备地块的开发与逐步出让，公司土地整理收入有望增长；同时，联合资信也关注到，土地开发收入的获得受政府出让规划决策以及房地产市场调控影响大，土地开发收入的实现存在一定的不确定性。

(2) 基础设施建设项目

公司作为咸宁市重要的城市基础设施建设主体，承担着大量市政工程建设等基础设施建设项目建设任务。

业务模式上，依据公司与咸宁市人民政府签订《综合开发建设协议》，约定由咸宁市人民政府制定项目建设计划，将相关征地拆迁、基础设施建设项目以委托方式移交给公司实施；公司负责市政府安排的是主城区基础设施建设项目资金筹措、施工建设和经营管理，工程项目竣工验收后，公司将验收合格的工程移交

城市建设管理部门和有关管理部门，并提交工程项目相关文件。确认收入方面，由市政府委托审计部门对已完成的工程进行审计后，每年按照审计结果对以上工程进行验收，并支付项目建设进度款；协议约定，市政府应支付的相应资金=工程实际造价+投资回报，除双方另有特殊约定外，投资回报率为工程实际造价的10%~25%。

公司近年来完成市政项目累计总投资43.84亿元，其中建设完成的重大项目有新武广客运站配套道路、东南外环道路、桂花中路建设、潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目、潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目、潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目。2016~2017年，公司分别确认代建业务收入6.71亿元和4.77亿元；截至2018年3月底收到回款7.09亿元，代建业务回款质量一般。

在建项目方面，截至2018年3月底，公司重点在建市政项目有10个（详见表4），以上项目涉及的总投资达53.87亿元，已完成投资10.22亿元。

表4 截至2018年3月底在建基础设施建设项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	已投资	计划完工时间
淦河上游水环境综合治理工程	30.88	2.89	2020
龙潭河综合整治工程	3.80	0.18	2020
北部空间基础设施工程	2.50	0.20	2019
肖桥大道项目	0.63	0.45	2018
长安大道、淦河大道路面改造工程	0.57	0.42	2018
长安大道立面综合整治工程	0.17	0.17	2018
市残疾人康复中心建设工程	0.30	0.20	2018
咸宁市妇女儿童活动中心建设工程	0.81	0.41	2018
潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目	11.65	4.99	2019
永安阁景区工程	2.56	0.31	2019
合计	53.87	10.22	--

资料来源：公司提供

拟建项目方面，截至2018年3月底，公司重点拟建项目共4个，具体明细参见表5，拟建项目资金来源主要为自筹资金及外部融资，计划总投资合计15.78亿元。

表5 截至2018年3月底公司拟建市政工程项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	预计总投资	项目建设内容	建设周期
十六潭公园(四期)	0.35	建设十六潭公园全区域水循环治理；征地拆迁，土地流转，苗木补偿，迁坟等。	1年
城区充电桩	0.30	城区设立充电桩、充电站	1年
落雁湖基础设施建设工程	15.00	土地整理；新建市政道路、管网、绿化等配套设施，新建沿湖景观设施及相关水利工程建设	3年
体育中心整体维修改造工程	0.13	体育场内场改造，东西看台的钢罩棚屋盖系统、看台系统、电气系统改造，弱电及智能化系统完善和改造，体育馆室内装修、给排水工程、增设车库中心，暖通空调系统改造，外围围护他系统	1年
合计	15.78	--	--

资料来源：公司提供

棚户区改造项目

公司是咸宁市主城区范围内主要的棚户

区改造项目实施主体，其负责的棚户区改造项目均已纳入咸宁市财政预算。具体如下：

表6 截至2018年3月底公司在建及拟建棚户区改造项目明细 (单位: 亿元)

项目名称	签订协议类型	是否纳入预算	计划投资额	截至2018年3月底已投资	建设工期
在建项目：					
2014年咸宁市第一批棚户区改造	《委托代建协议》	是	14.39	6.23	2014.10~2017.09
2015年咸宁市第一批棚户区改造	《委托代建协议》	是	19.04	6.12	2015.10~2018.09
2015年咸宁市第二批棚户区改造	《委托代建协议》	是	5.70	0.13	2015.11~2018.10
2016年咸宁市第一期棚户区改造	《购买服务协议》	是	38.11	小于0.01	2016.10~2019.10
咸宁市肖桥村、杨下村等五个片区棚户区改造	《购买服务协议》	是	18.30	2.54	2016.10~2019.10

咸宁市大畈村等七个片区棚户区改造	《购买服务协议》	是	18.82	2.00	2017.05~2020.05
咸宁市金桂西路大畈四组等三个片区（城中村）棚户区改造	《购买服务协议》	是	13.33	0.44	2017.09~2018.09
拟建项目：					
咸宁市金叶社区等三个片区（城中村）棚户区改造	《购买服务协议》	是	8.06	--	2018.02~2019.02
合计	--	--	135.75	18.15	--

资料来源：公司提供

注：建设工期系根据公司协议中约定周期。

截至2018年3月底，公司在建及拟建棚户区改造项目计划总投资额为135.75亿元，已投资18.15亿元。

整体看，公司作为咸宁市最重要的基础设施建设及棚户区改造建设主体，在咸宁市城市建设和经济发展中具有重要地位；未来，公司基础设施建设项目及棚户区改造项目投资计划大，存在一定的资本支出压力。

（3）建筑业务

公司建筑业务收入来自子公司南楚公司，主要业务包括公租房项目和其他工业及民用项目施工。

南楚公司建筑资质等级较高，截至2017年底，拥有一级建造师2名，二级建造师7名。资质方面，南楚公司目前已拥有中国建设部颁发的房屋建筑工程施工总承包一级资质、湖北省住房和城乡建设厅颁发的建筑装修装饰工程专业承包二级等多项资质。

南楚公司建筑业务主要采取自营模式，依托公司资源优势，通过公开招投标承接重大建设项目。该业务实施项目经理部制，项目中标后由项目经理对项目进行承包、建设，南楚公司与项目经理部签订内部协议，双方明确权益和利益。在项目施工过程中，南楚公司对各职能部门进行检查和监督。在项目竣工验收后，南楚公司对项目造价送审书进行复核盖章。项目审价结算完毕，在基本收齐除保修金以外的全部工程款项后，南楚公司依据内部协议规定进行分配。

南楚公司建筑业务类别主要分为公建和房建两大类，上述两种施工业务均采用相同的会计处理模式：

①在建造合同的结果能够可靠估计时，根

据完工百分比法确认合同收入和合同费用。南楚公司按照累计实际发生的合同成本占合同预计总成本的比例确定合同完工进度。资产负债表日，按照合同总收入乘以完工进度扣除以前会计期间累计已确认收入后的金额，确认为当期合同收入；同时，按照合同预计总成本乘以完工进度扣除以前会计期间累计已确认费用后的金额，确认为当期合同费用；

②若建造合同的结果不能可靠估计，则合同成本能够收回的，合同收入根据能够收回的实际合同成本予以确认，合同成本在其发生的当期确认为合同费用；合同成本不可能收回的，在发生时立即确认为合同费用，不确认合同收入；合同预计总成本超过合同总收入的，南楚公司将预计损失确认为当期费用。

2015~2017年及2018年1~3月，建筑业务收入分别为3.31亿元、1.76亿元、1.81亿元和1.36亿元，在主营业务收入中的占比较大。受其业务性质以及模式的影响，该板块毛利率处于较低水平，分别为5.61%、5.51%、3.71%和3.05%，2017年毛利率下滑主要系原材料成本上升所致。

近年，南楚公司已建设完成宜园小区1~4号楼、咸宁市实验外国语学校工程、银泉名城、社保小区、南苑小区等39个项目，总建筑面积88.70万平方米，总投资13.23亿元。

表7 截至2018年3月底公司在建及拟建建筑施工项目
(单位：亿元)

项目名称	总投资	已投资	建设期
在建项目：			
东外环杨下棚户区改造项目	1.09	0.50	2017.04~2019.08
拟建项目：			

肖桥棚户区改造项目	1.26	--	2018.05~2019.05
泉塘棚户区改造项目	0.54	--	2018.12~2019.12
合计	3.73	0.50	--

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，南楚公司在建及拟建建筑施工工程项目（如表7所示）预计总投资额为3.73亿元，尚需投资3.23亿元。

3. 未来规划

未来，公司将进一步创新土地经营方式，着力提高土地经营效益。公司将继续以土地经营为核心，加大土地整理力度，为城市建设及平台的可持续发展打下基础；同时加强管理土地资产，不断创新土地经营方式，提高土地经济收益，利用土地储备公司和安居公司参与土地二级市场开发，进一步提升土地经营效益。

进一步扩大城市公共资源经营范围，挖掘经营潜力。充分开发、整合城市户外广告资源，逐步垄断全市户外广告经营权，推动户外广告统一规划、统一管理、统一经营，做大做强广告公司；同时，将城市公共资源经营努力延伸到地下综合管网、地热水经营等领域。

加强子公司建设，着力推进平台的市场化经营。利用政府拥有的资源，继续扩增平台控股的经营性子公司，建立健全对子公司的管控模式。积极进行产业板块布局，全面进入土地置业、空间资源开发、公共资源经营、金融投资等领域，全力推进平台市场化经营和集团化运作。

八、财务分析

公司提供了2017年度年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对以上财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2018年一季度财务数据未经审计。

截至2018年3月底，公司合并范围子公司共8家。2017年公司合并范围新增1家子公司，由于新增子公司规模较小，公司合并报表范围变化对财务数据可比性影响不大。

由于公司三家子公司宏业土地等在2016年接受中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的注资，公司提供的2017年审计报告根据增资协议按明股实债的事实进行还原，对2016年的相关数据（包括存货、应付利息、长期应付款、未分配利润及少数股东权益）进行了追溯调整。本报告中2016年相关数据采用追溯调整后的数据。

截至2017年底，公司资产总额238.84亿元，所有者权益102.69亿元（其中，少数股东权益0.49亿元）；2017年，公司实现营业收入8.91亿元，利润总额1.15亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额253.74亿元，所有者权益106.00亿元（其中，少数股东权益0.48亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入1.47亿元，利润总额-0.46亿元。

1. 资产

2017年底，公司资产总额238.84亿元，同比上升22.72%。从资产构成上看，公司资产总额中流动资产占比92.46%，非流动资产占比7.54%，公司资产仍以流动资产为主。

表8 2016~2018年3月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	37.85	19.44	50.24	21.04	50.82	20.03
其他应收款	21.59	11.09	25.72	10.77	26.73	10.53
存货	109.02	56.11	116.05	48.59	119.87	47.24
流动资产合计	177.44	91.15	220.83	92.46	227.68	89.73
可供出售金融资产	10.04	5.16	10.04	4.20	10.04	3.96

在建工程	0.06	0.31	1.16	0.49	5.15	2.03
其他非流动资产	0.79	0.41	0.79	0.33	1.39	0.55
非流动资产合计	17.22	8.85	18.01	7.54	26.05	10.27
资产总额	194.66	100.00	238.84	100.00	253.74	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产合计220.83亿元，同比增长24.45%，主要来自货币资金及预付款项的增长。2017年底，公司货币资金为50.24亿元，同比上升32.73%，主要由银行存款构成。应收账款账面余额12.08亿元，同比上升55.09%，主要为应收咸宁市财政局的项目结算款（12.06亿元）。其他应收款账面余额为25.72亿元，同比上升19.14%，主要系往来款的增加所致。存货为116.05亿元，同比增长6.45%，主要系土地整理和基础设施建设项目投入的增加所致。

2017年底，公司非流动资产18.01亿元，同比增长4.59%，整体变动不大。2017年底，公司可供出售金融资产为10.04亿元，与上年底保持不变。固定资产为4.34亿元，同比下滑5.77%，主要系折旧的增加所致。在建工程为1.16亿元，主要为“17咸宁城投债/17咸宁债”募投项目潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目的建设成本。

2018年3月底，公司资产总额253.74亿元，较2017年底增长6.24%。从构成看，流动资产占89.73%，非流动资产占10.27%，流动资产构成变动不大。公司非流动资产26.05亿元，较2017年底增长44.67%，主要系咸宁市政府将咸宁市司法局法务中心大楼及咸宁市公积金管理中间丹桂大厦商业用房划入公司所致。在建工程5.15亿元，较2017年底增加3.99亿元，主要为项目建设成本的增长。

受限资产方面，2018年3月底，公司受限资产合计26.39元，主要为土地及房屋建筑物，均用于民生银行及农业发展银行的抵、质押贷款；占公司资产总额的比例为10.40%。

总体看，近年来，公司资产快速增长，资产结构仍以流动资产为主。流动资产中存货及应收类账款占比较高，对资金占用明显，整体

资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

2017年底，公司所有者权益为102.69亿元（包含少数股东权益0.48亿元），同比上升25.33%，主要来自实收资本及资本公积的增长。公司所有者权益的主要构成为实收资本（占11.98%）、资本公积（占77.27%）、未分配利润（占9.08%）和盈余公积（占1.19%）。

2017年底，公司实收资本12.30亿元，同比增长26.80%，主要系公司将国开发展基金于2017年对公司的增资由资本公积转入实收资本所致。资本公积为79.35亿元，同比增长27.43%，主要系咸宁市财政局减免其对公司债券金额所致。

2018年3月底，公司所有者权益规模较2017年底有所上升，为106.00亿元，主司所有者权益（包含少数股东权益0.48亿元）规要由实收资本（占11.60%）、资本公积（占78.42%）、未分配利润（占8.37%）和盈余公积（占1.15%）构成。其中，资本公积83.12亿元，较2017年底增长4.75%，主要子公司城市资产公司收到国开发展基金的注资所致。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益中实收资本与资本公积合计占比高，所有者权益稳定性好。

负债

2017年底，公司负债总额为136.15亿元，同比增长28.75%，其中流动负债和非流动负债分别占38.71%和61.29%，流动负债占比较上年下降14.88个百分点，公司负债结构有所改善。

2017年底，公司流动负债为52.71亿元，同比下降6.99%，主要由应付账款（占20.39%）、

预收账款（占15.22%）、其他应付款（占53.40%）和一年内到期的非流动负债（占9.43%）构成。其中，公司应付账款10.75亿元，同比增长12.83%，主要为预付的土地收储成本。预收款项为8.02亿元，同比上升9.20%，主要为预收土地出让返还款（4.32亿元）以及预收房款（2.25亿元）。其他应付款28.15亿元，同比下降14.42%，主要为应付往来款。一年内到期的非流动负债4.97亿元，同比下降15.21%，主要由一年内到期的长期借款（占45.42%）、一年内到期的应付债券（占30.19%）以及一年内到期的长期应付款（占24.39%）构成。

2017年底，公司非流动负债为83.45亿元，同比上升70.02%，主要来自长期借款及应付债券的增长。其中，公司长期借款为54.72亿元，同比增长29.70亿元，主要由质押借款（占79.43%）及质押、抵押与保证借款（占12.79%）构成。应付债券为13.35亿元，为2017年发行的“17咸宁城投债/17咸宁债”（13.50亿元、10年期）。长期应付款为11.73亿元，同比下降22.42%，主要系咸宁市财政局免去其对公司的债权所致；由于该科目主要由融资租赁款构成，本报告已将此科目中有息部分计入长期债务核算。专项应付款为3.66亿元，同比下降50.90%，主要为收到的公租房建设补贴资金，该资金将随着公租房工程的完工而结转，实际无支付压力。

表9 2016~2018年3月底公司债务情况

（单位：亿元、%）

科目	2016年	2017年	2018年3月
短期债务	6.41	4.97	3.78
长期债务	41.63	79.79	89.80
全部债务	48.04	84.76	93.58
长期债务资本化比率	33.69	43.73	45.86
全部债务资本化比率	36.96	45.22	46.89
资产负债率	57.91	57.01	58.22

资料来源：公司提供

有息债务方面，2017年底，公司全部债务为84.76亿元，同比增长76.42%。公司全部债务

中短期债务占5.86%，长期债务占94.14%，公司债务结构合理。

债务指标方面，2017年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈增长趋势，2017年底分别为45.22%和43.73%，较2016年分别增长8.26个及10.03个百分点；资产负债率为57.01%，较2016年下降0.90个百分点。总体看，公司债务负担处于可控范围内。

2018年3月底，随着公司业务规模的不断扩张，公司负债总额增长至147.73亿元，较2017年底增长8.50%，主要表现为长期借款以及长期应付款的增加。2018年3月底，公司流动资产54.15亿元，各科目变动均不大。非流动资产93.58亿元，较2017年底增长12.15%。长期借款为58.12亿元，较2017年底增长6.23%，主要为新增的棚户区改造项目贷款。长期应付款18.33亿元，较2017年底上升56.32%，主要系融资租赁款的增加所致。

2018年3月底，公司全部债务为93.58亿元。其中长期债务占95.96%。从债务指标看，截至2018年3月底，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为45.86%、46.89%和58.22%，债务负担上升。

跟踪期内，公司负债规模快速增长，债务结构以长期债务为主，有息债务快速增长，整体债务负担上升。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入8.91亿元，较上年下滑20.31%，主要系公司当年确认的土地整理业务大幅下滑所致。同期，公司营业成本为7.89亿元，同比下降9.10%，下降幅度低于收入的跌幅。

表10 利润表主要科目构成（单位：亿元、%）

科目	2016年	2017年
营业收入	11.19	8.91
营业成本	8.68	7.89
利润总额	1.23	1.15
营业利润率	21.49	10.19
总资本收益率	1.25	0.82

净资产收益率	1.45	1.10
--------	------	------

资料来源：审计报告

2017年，公司期间费用为0.80亿元，同比下滑24.08%，主要系公司所获得的贷款大部分为专项贷款，其利息费用资本化比重较高所致。2017年，公司期间费用率为8.94%，较2016年上升1.45个百分点。

2017年，公司利润总额为1.13亿元，较上年下降7.47%。其中，收到政府补助1.50亿元。政府补助为公司利润的总要来源。

从盈利指标来看，2017年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均有所下滑，2017年分别为10.19%、0.82%和1.10%，较2016年分别下滑11.30个百分点、0.37个百分点和0.23个百分点。公司整体盈利能力弱。

2018年1~3月，公司实现营业收入1.47亿元，为2017年全年的16.53%，主要为建筑业务收入；公司营业利润率为-2.64%。2018年1~3月，公司利润总额为-0.46亿元。

跟踪期内，公司收入规模快速下降，期间费用控制能力有所增强，但整体盈利能力弱。

4. 现金流

经营活动现金流入方面，2017年，公司经营活动产生的现金流入量为27.89亿元，同比增长16.87%。其中，受代建项目回款滞后的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为3.75亿元；现金收入比为42.02%，较上年下降10.89个百分点。收到其他与经营活动有关的现金为24.14亿元，主要为收到的往来款23.86亿元。2017年，公司经营活动现金流出量为55.88亿元，同比上升90.60%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金为33.61亿元，主要为基础设施建设项目及棚户区改造项目投入。支付其他与经营活动有关的现金为21.34亿元，主要为支付的往来款21.05亿元。2017年，经营活动现金流呈净流出，为-27.99亿元。公司现金收入实现质量差。

表 11 公司现金流量情况

(单位：亿元、%)

科目	2016年	2017年	2018年 1~3月
经营活动现金流入小计	23.86	27.89	10.43
经营活动现金流出小计	29.32	55.88	14.47
经营活动产生的现金流量净额	-5.46	-27.99	-4.04
投资活动产生的现金流量净额	-1.13	-1.25	--
筹资活动产生的现金流量净额	24.89	41.64	4.62
现金收入比	52.91	42.02	59.20

资料来源：公司提供

投资活动方面，2017年，公司投资活动产生的现金流入量小，为0.02亿元；投资活动现金流出量为1.28亿元，主要表现为购建固定资产、无形资产等支付的现金。当年，投资活动现金流量净额为-1.25亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入量为52.07亿元，较上年增长50.80%。其中，取得借款收到的现金38.73亿元；发行债券收到的现金13.34亿元。2017年，公司筹资活动现金流出量为10.43亿元，主要为偿还债务支付的现金9.99亿元。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为41.64亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-4.04亿元。其中，收到的其他与经营活动有关的现金为9.55亿元，购买商品、接受劳务支付的现金9.51亿元，支付其他与经营活动有关的现金为4.72亿元。公司现金收入比为59.20%。同期，公司投资活动现金流小。从筹资活动看，筹资活动现金流量净额为4.62亿元，其中取得借款收到的现金为7.00亿元，偿还债务支付的现金4.13亿元。

跟踪期内，公司收现质量差，受棚户区改造项目总投资额较大的影响，当期筹资规模明显扩大。未来随着公司主营业务的逐步推进，公司存在较大的外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2017年，公司流动比率及速动比率显著增长，分别为418.97%和198.80%，同比分别上升166.79个百分点和

78.06 个百分点。截至 2018 年 3 月底分别为 420.46%及 199.10%，较 2017 年底分别上升 1.49 个百分点和 0.29 个百分点。公司短期债务规模较小，且现金类资产较为充足，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司EBITDA分别为2.45亿元、2.10亿元和1.97亿元，全部债务/EBITDA分别为15.87倍、22.89倍和42.94倍。考虑到公司作为咸宁市城区内基础设施建设唯一的投融资主体，咸宁市政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司担保余额6.00亿元，担保比率5.66%，系对土储中心提供的担保，由于该公司为政府部门，公司或有负债风险较低。

表 12 截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

(单位：万元)

被担保方	余额	担保到期日
咸宁市土地收购储备中心	30000	2019/12/19
咸宁市土地收购储备中心	12000	2019/04/27
咸宁市土地收购储备中心	6000	2019/04/27
咸宁市土地收购储备中心	12000	2019/04/27
合计	60000	

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 172.42 亿元，已使用金额 89.18 亿元，公司间接融资渠道畅通。

九、公司存续债券偿债能力分析

2017 年，公司 EBITDA 为 1.05 元，分别为“17 咸宁债/17 咸宁城投债”及“18 咸宁城投 MTN001”债券余额（合计 18.50 亿元）的 0.06 倍；经营活动现金流入量为 27.89 亿元，分别为存续债券余额的 1.51 倍。

“17 咸宁债/17 咸宁城投债”设置了分期偿付条款（于第 3~10 年末分别偿还本金的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、

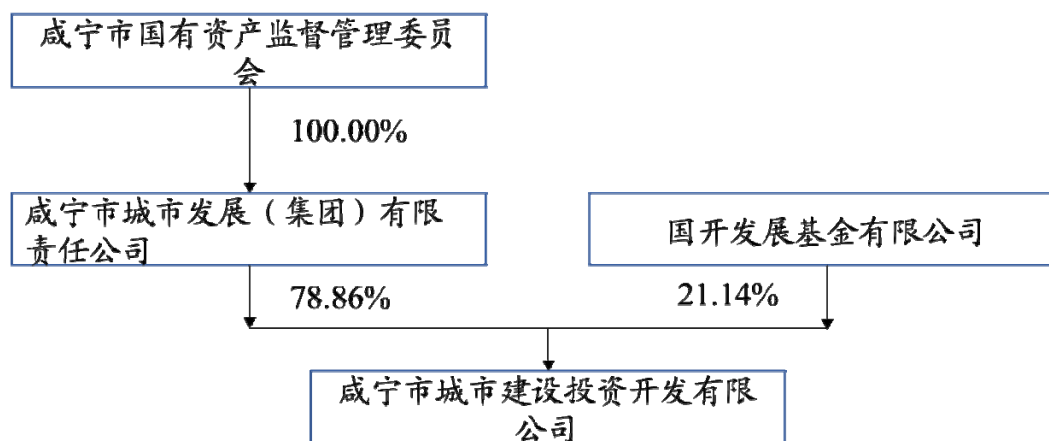
15%），则公司将于 2023 年迎来偿债高峰，当年需偿还金额为 6.35 亿元。公司 EBITDA 及经营活动现金流入量分别为上述偿还金额的 0.17 倍和 4.39 倍。

公司经营活动现金流入量对存续债券本金偿付的保障能力强。

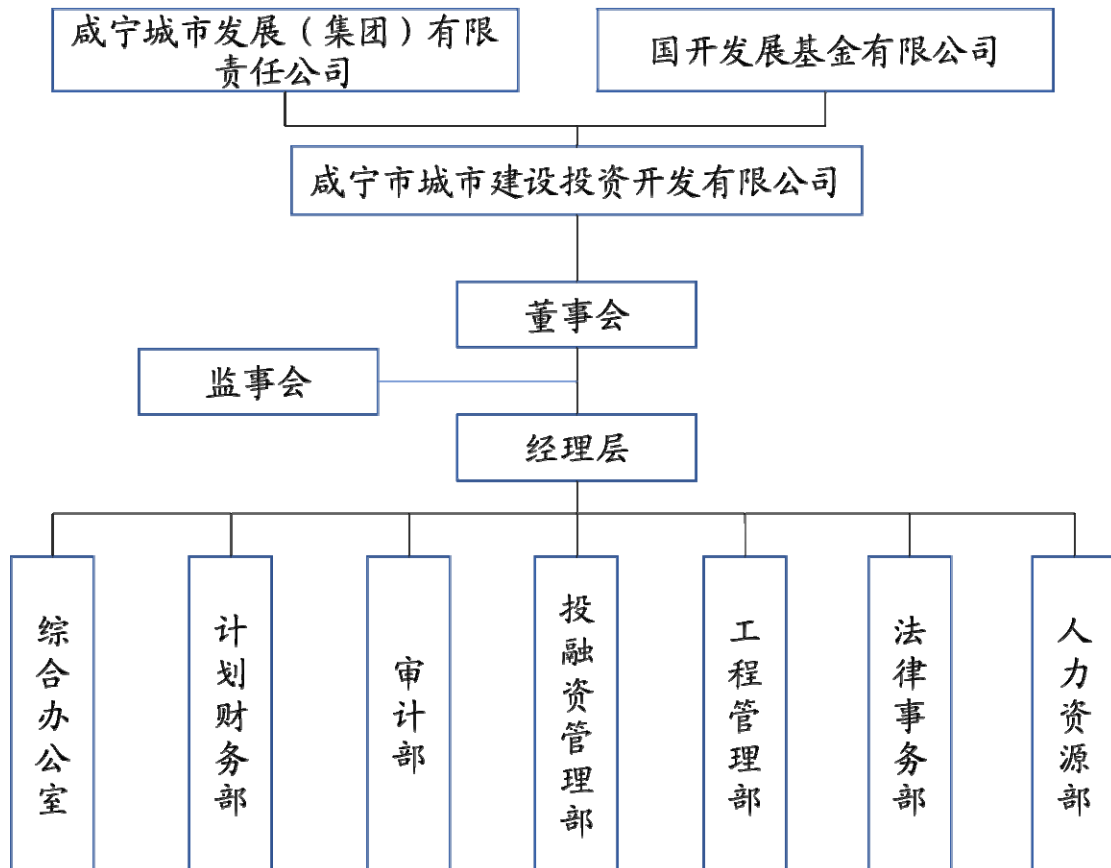
十、结论

综合评估，联合资信维持公司的主体长期信用等级为AA，并维持“17咸宁债/17咸宁城投债”和“18咸宁城投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底公司全资子公司及控股子公司概况

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
咸宁市安居工程开发有限公司	房地产开发等	2000.00	100.00
咸宁市城市广告发展有限公司	广告建设与经营等	10000.00	90.00
咸宁市城市资产经营有限公司	土地开发经营等	58300.00	27.44
咸宁市城顺出租汽车有限公司	出租车经营；体育健身服务	3000.00	80.00
咸宁宏业土地整理经营有限公司	土地整理开发等	53100.00	50.85
湖北南楚建筑工程有限公司	工业与民用建筑施工	35000.00	99.89
湖北香城泉都建设投资有限公司	河背湿地区域内项目投资；土地征用、开发、整理、经营；河背湿地区域内城市基础设施、公益事业工程设计、建设、运营	18000.00	55.56
咸宁市城发市政工程有限公司	市政公用工程施工总承包等	4000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.60	37.85	50.24	50.82
资产总额(亿元)	156.98	194.66	238.84	253.74
所有者权益(亿元)	68.55	81.93	102.69	106.00
短期债务(亿元)	6.29	6.41	4.97	3.78
长期债务(亿元)	32.67	41.63	79.79	89.80
全部债务(亿元)	38.97	48.04	84.76	93.58
营业收入(亿元)	7.74	11.19	8.91	1.47
利润总额(亿元)	2.26	1.23	1.15	-0.46
EBITDA(亿元)	2.45	2.10	1.97	--
经营性净现金流(亿元)	20.59	-5.46	-27.99	-4.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.49	2.23	0.90	--
存货周转次数(次)	0.09	0.10	0.08	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.04	--
现金收入比(%)	55.13	52.91	42.02	59.20
营业利润率(%)	28.42	21.49	10.19	-2.64
总资本收益率(%)	2.16	1.25	0.82	--
净资产收益率(%)	3.01	1.45	1.10	--
长期债务资本化比率(%)	32.28	33.69	43.73	45.86
全部债务资本化比率(%)	36.24	36.96	45.22	46.89
资产负债率(%)	56.33	57.91	57.01	58.22
流动比率(%)	201.25	313.10	418.97	420.46
速动比率(%)	75.11	120.74	198.80	199.10
经营现金流动负债比(%)	40.81	-9.63	-53.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.39	0.31	0.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.87	22.89	42.94	--

注：全部债务包括长期应付款中有息部分；2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
净资产年复合增长率	
营业收入/主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。