

枝江市国有资产经营中心

2016 年第一期、第二期企业债券 2018 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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員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員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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【718】号 01

债券简称：
第一期：16 枝江 01 / 16 枝
江国资债 01
第二期：16 枝江 02 / 16 枝
江国资债 02

债券剩余规模：
第一期：8 亿元
第二期：8 亿元

债券到期日期：
第一期：2023 年 01 月 11
日
第二期：2023 年 03 月 28
日

债券偿还方式：
两期均为每年付息一次，
在本期债券存续期的第
3-7 个计息年度分别按照
债券发行总额 20%的比例
偿还本金。

分析师

姓名：
李君臣 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
lijch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评
估有限公司城投公司主体
长期信用评级方法，该评
级方法已披露于公司官方
网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

枝江市国有资产经营中心

2016 年第一期、第二期企业债券 2018 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|------------------|------------------|
| 债券信用等级 | 第一期：AA；第二期：AA | 第一期：AA；第二期：AA |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 稳定 |
| 评级日期 | 2018 年 06 月 29 日 | 2017 年 06 月 02 日 |

评级观点：

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对枝江市国有资产经营中心(以下简称“公司”)及其 2016 年 01 月 11 日发行的第一期企业债券“16 枝江 01”与 2016 年 3 月 28 日发行的第二期企业债券“16 枝江 02”的 2018 年度跟踪评级结果为：“16 枝江 01”及“16 枝江 02”信用等级均维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司所处外部环境较好，获得的外部支持力度较大；公司业务持续性较有保障。同时我们也关注到公司存在较大的资金压力，担保业务经营存在一定风险，资产流动性较弱，债务规模攀升，以及偿债压力加大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司业务发展提供了良好基础。2017 年枝江市实现地区生产总值 491.60 亿元，同比保持增长。
- 公司经营业务较为多元化，业务持续性较有保障。公司业务涉及工程代建、商品粮油销售、物业租赁、通行收费、担保及供水等业务，2017 年工程建设业务贡献收入 49,345.30 万元，其他主营业务贡献收入 19,141.01 万元。截至 2017 年底，公司主要在建项目计划总投资 492,037.68 万元，尚需投资 236,447.50 万元，公司在建项目较多，未来业务持续性较有保障。
- 公司获得的外部支持力度较大。2017 年公司获得财政补贴 10,864.19 万元，当地政府的较大支持为公司的经营和发展提供了较强的保障。

关注：

- **公司担保业务经营存在一定的风险。**公司担保业务担保对象集中于中小微企业，截至 2017 年底，公司已累计发生代偿 2,306.83 万元，代偿回收额仅 182 万元，尽管公司对外担保均采取了反担保措施，但担保物处置流程复杂，公司担保业务仍存在一定经营风险。
- **公司存在较大的资金压力。**2017 年公司工程建设业务收现较差，经营活动收现比仅 0.15，当年经营活动现金净流出 282,214.82 万元。截至 2017 年底，公司主要在建项目尚需投资 236,447.50 万元，后续投资规模较大，公司面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司应收账款及其他应收款合计 212,243.18 万元，主要应收对象为政府部门，回款时间不确定；2017 年末公司存货规模为 405,332.24 万元，占总资产的比重为 24.78%，存货主要为土地资产，2017 年末 47,863.00 万元的土地已对外抵押。2017 年末公司在建工程为 397,173.21 万元，占总资产的比重为 24.28%。
- **公司偿债压力加大。**截至 2017 年底，公司资产负债率攀升至 63.92%，有息债务同比大幅增长 99.87%至 992,132.48 万元，有息债务占总负债的比重达 94.88%，公司经营活动现金流对负债的保障程度较差，同时 EBITDA 对有息债务的覆盖能力较低，公司后续偿债压力较大。

主要财务指标：

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|---------------|--------------|--------------|------------|
| 总资产（万元） | 1,635,896.30 | 1,227,735.89 | 780,155.58 |
| 所有者权益合计（万元） | 590,267.44 | 569,525.55 | 552,556.14 |
| 有息债务（万元） | 992,132.48 | 496,394.60 | 140,364.60 |
| 资产负债率 | 63.92% | 53.61% | 29.17% |
| 流动比率 | 11.31 | 4.08 | 5.24 |
| 速动比率 | 7.26 | 2.35 | 2.42 |
| 营业收入（万元） | 69,979.28 | 59,300.21 | 78,340.70 |
| 其他收益（万元） | 10,864.19 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外收入（万元） | 55.55 | 15,886.78 | 15,541.44 |
| 利润总额（万元） | 20,602.80 | 17,219.74 | 21,839.07 |
| 综合毛利率 | 19.26% | 13.50% | 15.49% |
| EBITDA（万元） | 27,241.76 | 24,185.31 | 29,727.19 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.28 | 1.11 | 5.11 |

| | | | |
|---------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流净额（万元） | -282,214.82 | 172,852.74 | -31,049.09 |
|---------------|-------------|------------|------------|

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2016年01月11日和2016年3月28日公开发行“16枝江01”与“16枝江02”，发行总额均为8亿元，票面年利率分别为4.78%、4.38%。“16枝江01”与“16枝江02”募集资金均用于建设枝江市城市物流网建设项目、枝江市城乡供水一体化项目及枝江市金湖生态农业观光旅游项目，募投项目计划总投资27.77亿元，截至2017年底已投资19.87亿元，债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人及纳入合并报表范围的一级子公司均未发生变更。截至2017年底，公司注册资本为20,000.00万元，控股股东和实际控制人仍为枝江市财政局，枝江市财政局持有公司的股权比例为100.00%，纳入公司合并范围的一级子公司仍为枝江金润源建设投资控股集团有限公司。2017年，公司在职人员不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职的情况，董事、监事及高级管理人员设置情况符合《公务员法》、《公司法》及《公司章程》的规定。

截至2017年底，公司资产总额为1,635,896.30万元，所有者权益为590,267.44万元，资产负债率为63.92%；2017年度，公司实现营业收入69,979.28万元，利润总额20,602.80万元，经营活动现金净流出282,214.82万元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提

升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，以下简称“50号文”），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，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确

自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年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，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、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。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），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，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表 1 2017 年以来城投行业主要政策梳理

| 发布时间 | 政策文件 | 发布机构 | 主要内容 |
|------------|--|------------------------------|---|
| 2017 年 5 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） | 财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会 | 全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制 |
| 2017 年 5 月 | 《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62 号） | 财政部、国土资源部 | 对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定 |
| 2017 年 6 月 | 《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） | 财政部 | 坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开 |
| 2017 年 7 月 | 《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97 号） | 财政部、交通运输部 | 对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押 |
| 2017 年 7 月 | 《关于加快运用 PPP 模 | 发展改革委 | 推进在建基础设施项目采用 PPP 模式， |

| | | | |
|-------------|---|-----------|--|
| 月 | 式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号) | | 扩大 PPP 存量项目社会资本投入比例 |
| 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) | 财政部 | 严格新 PPP 项目入库标准, 清理已入库 PPP 项目 |
| 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) | 国家发改委、财政部 | 要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度, 严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职 (任职), 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, 严格 PPP 模式适用范围, 严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资 |

资料来源: 各政府部门网站, 鹏元整理

(二) 区域环境¹

枝江市经济规模保持增长, 经济实力得到增强

枝江市经济稳步增长, 综合实力不断增强。2017年枝江市地区生产总值由上年的472.43亿元增长至491.60亿元。2016年枝江市人均生产总值为94,203元, 为同期全国人均生产总值的174.51%。

表 2 枝江市主要经济指标及同比变化情况 (单位: 亿元)

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|-----------------|--------|-----|--------|---------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值 | 491.60 | - | 472.43 | 10.2% |
| 第一产业增加值 | - | - | 80.55 | 3.9% |
| 第二产业增加值 | - | - | 243.08 | 11.4% |
| 第三产业增加值 | - | - | 148.81 | 11.7% |
| 规模工业总产值 | - | - | 960.10 | 14.0% |
| 全年固定资产投资 | - | - | 462.70 | 15.1% |
| 社会消费品零售总额 | - | - | 137.20 | 14.2% |
| 存款余额 | - | - | 269.98 | 15.9% |
| 贷款余额 | - | - | 132.50 | 28.5% |
| 人均 GDP (元) | - | - | - | 94,203 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | - | - | - | 174.51% |

资料来源: 2017 年数据由枝江市财政局提供、2016 年数据由枝江市统计局提供, 鹏元整理

分产业看, 2016年枝江市第一产业实现增加值80.55亿元, 增长3.9%; 第二产业实

¹ 鹏元未获得枝江市 2017 年更多数据

现增加值243.08亿元，增长11.4%；第三产业实现增加值148.81亿元，增长11.7%。2016年三次产业结构由上年的16.9:53.6:29.5调整为17.05:51.45:31.50，枝江市经济以第二产业为主，第三产业增加值占地方生产总值的比重提升2个百分点，第三产业对经济增长的贡献率逐年增加。枝江市2017年全社会固定资产投资目标增长率为16%，固定资产投资对当地经济的拉动作用较大。

2016年枝江市公共财政收入有所减少，土地出让收入大幅下降，地方综合财力明显收缩，上级补助收入在地方财政收入中占比提升

2016年枝江市公共财政收入同比减少3.09亿元，国有土地使用权出让收入同比减少19.29亿元，导致地方综合财力同比下滑27.86%至53.36亿元。

表3 枝江市财政收支情况（单位：亿元）

| 项目 | 2016年 | 2015年 |
|-----------------|---------------|---------------|
| 地方综合财力（一+二+三+四） | 53.36 | 73.97 |
| （一）公共财政收入 | 28.59 | 31.68 |
| 其中：税收收入 | 17.58 | 20.45 |
| 非税收入 | 11.01 | 11.24 |
| （二）上级补助收入 | 19.00 | 17.62 |
| 其中：返还性收入 | 2.00 | 0.93 |
| 一般转移支付收入 | 10.58 | 9.91 |
| 专项转移支付收入 | 6.42 | 6.79 |
| （三）政府性基金收入 | 5.69 | 24.60 |
| 其中：国有土地使用权出让收入 | 5.14 | 24.43 |
| （四）国有资本经营收入 | 0.08 | 0.07 |
| 财政总支出（一+二+三+四） | 56.03 | 78.89 |
| （一）公共财政支出 | 49.51 | 48.97 |
| （二）政府性基金支出 | 6.47 | 26.65 |
| （三）国有资本经营预算支出 | 0.05 | 0.04 |
| （四）上解上级支出 | - | 3.23 |
| 财政自给率 | 57.75% | 64.69% |

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：枝江市财政局，鹏元整理

2016年枝江市公共财政收入为28.59亿元，同比下滑9.75%，下滑主要系地方税收收入缩减所致；2016年公共财政收入占地方综合财力的比重由上年的42.83%提升至53.58%，占比提升主要系政府性基金收入大幅减少所致。公共财政收入中，税收收入为17.58亿元，占公共财政收入的比重为61.49%，税收收入同比下降14.03%，主要系土地出让大幅减少，土地增值税及契税减少所致。枝江市税收收入来源，分行业看，食品

酿造业、化学原料及化学制品业、金融保险业、房地产业等行业税收贡献较大。

2016年枝江市上级补助收入为19.00亿元，同比有所增长，受政府性基金收入大幅减少影响，上级补助收入占地方综合财力的比重由上年的23.82%提升至35.61%，上级补助收入对地方财政收入的贡献增大。上级补助收入中，一般性转移支付收入和专项转移支付收入占比较大，2016年专项转移支付收入占比为33.79%，但专项转移支付收入多为指定用途，使用上存在限制。

2016年枝江市政府性基金收入同比减少76.87%至5.69亿元，占地方综合财力的比重由上年的33.26%下降至10.66%，政府性基金收入对当地综合财力的贡献大幅减弱。从枝江市财政局提供的报表来看，政府性基金收入规模主要取决于国有土地使用权出让情况，2016年政府性基金收入中国有土地使用权出让收入下滑78.96%。考虑到该项收入易受国家宏观政策、土地存量、全市城建规划等外部因素的影响存在较大的不确定性，未来需持续关注枝江市土地出让市场的情况。

枝江市地方财政支出中公共财政支出占比最大，公共财政支出主要用于教育、医疗、社会保障等民生支出。2016年枝江市财政自给率为57.75%，财政自给情况一般。

总体而言，2016年枝江市公共财政收入减少，土地出让收入大幅下滑，地方财政实力减弱，地方公共财政收入不足以覆盖公共财政支出，对上级补助收入较为依赖。

四、经营与竞争

2017年公司主要业务仍为工程建设业务，由于工程建设、商品粮油销售收入增长，同时当年新增车辆通行费收入、委托贷款利息收入等，使得公司主营业务收入同比增长15.50%至68,486.30万元，其中工程建设收入占比72.05%。毛利率方面，收入占比较高的工程建设业务因2017年结转高毛利率项目较多，使得当年工程建设业务毛利率同比增长，公司收入规模较大的商品粮油销售业务、租赁业务毛利率也同比有所增长，加上新增业务通行收费以及委托贷款利息收入毛利率较高，综合带动公司主营业务毛利率同比提升6.5个百分点至19.99%。

表 4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|--------|-----------|--------|-----------|--------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 工程建设收入 | 49,345.30 | 13.83% | 47,362.39 | 11.71% |
| 商品粮油销售 | 8,113.77 | 0.81% | 5,086.74 | -1.75% |
| 租赁 | 3,746.84 | 38.85% | 3,656.76 | 27.71% |

| | | | | |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 车辆通行费收入 | 3,061.77 | 100.00% | - | - |
| 供水相关 | 1,823.65 | 27.13% | 1,853.62 | 21.20% |
| 担保收入 | 749.63 | 100.00% | 973.10 | 100.00% |
| 利息收入 | 720.52 | 98.98% | - | - |
| 旅游服务收入 | 450.75 | 24.08% | 241.53 | 38.20% |
| 汽车检测收入 | 124.34 | 61.20% | 121.82 | 58.68% |
| 检测收入 | 246.69 | 47.85% | - | - |
| 其他 | 103.02 | 26.93% | - | - |
| 合计 | 68,486.30 | 19.99% | 59,295.96 | 13.49% |

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司工程建设收入同比有所增长，仍为主要收入来源；公司在建项目较多，未来业务持续性较有保障，同时也造成公司较大的资金压力

公司主要针对枝江市范围内的项目开展建设，业务具有较强的区域专营性。公司子公司枝江金润源建设投资控股集团有限公司作为代建方，自2015年不再直接与枝江市人民政府签订《项目建设管理服务合作协议》，而是通过与项目委托方枝江市众发投资开发有限责任公司²、枝江路桥工程有限责任公司³和枝江市紫荆投资开发有限责任公司⁴就具体项目签订《项目建设管理服务合作协议》的形式进行项目代建工作。项目建设管理服务合作协议通常约定项目委托方按照工程建设投资额的一定比例向公司支付工程建设管理服务费用，项目委托方支付公司的款项由双方按照协议条款约定每年进行确认，公司将项目建设费及管理服务费确认为工程建设收入，同时将投资成本确认为工程建设成本。公司根据政府规划，筹措、融通基础设施建设工程所需的资金，并负责基础设施的立项申报、实施与建设管理。

2017年公司确认工程建设收入的项目仍分别为枝江市东湖水利综合治理项目、枝江城西新区城镇化建设项目、仙女保障房小区、金湖柳苑安置房项目。其中枝江市东湖水利综合治理项目、枝江城西新区城镇化建设项目，公司按照工程建设投资额的20%提取项目建设管理费；剩余项目按照工程建设投资额的15%提取项目建设管理费。2017年营改增之后公司将提取的项目建设管理费剔除税费后的金额确认为收入，当年结转工程建设成本合计42,522.71万元，确认工程建设收入合计49,345.30万元，同比增长4.19%。

² 该公司股东为枝江市马家店街道办事处七口堰社区居民委员会、马家店街道办事处滕家河村村民委员会、枝江市马家店街道办事处五柳树社区居民委员会、枝江市马家店街道办事处财政所、枝江市马家店街道办事处丰坪巷社区居民委员会、枝江市马家店街道办事处计划社区居民委员会、枝江市马家店街道办事处双寿桥社区居民委员会、枝江市马家店街道办事处拽车社区居民委员会。

³ 该公司股东为枝江市公路管理局和枝江金润源建设投资控股集团有限公司。

⁴ 该公司股东为枝江市安福寺镇财政所和枝江市紫荆岭装卸运输有限公司。

表 5 2017 年公司工程建设收入明细（单位：万元）

| 项目 | 计划总投资 | 代建成本 | 代建收入 |
|---------------|-------------------|------------------|------------------|
| 枝江市东湖水利综合治理项目 | 26,371.74 | 7,133.44 | 8,310.80 |
| 枝江城西新区城镇化建设项目 | 64,173.34 | 31,357.32 | 36,532.80 |
| 仙女保障房小区一期 | 49,931.05 | 2,220.84 | 2,479.58 |
| 金湖柳苑安置房 | 16,000.00 | 1,811.11 | 2,022.11 |
| 合计 | 156,476.13 | 42,522.71 | 49,345.29 |

注：因四舍五入，代建收入合计数存在尾差
 资料来源：公司提供

截至2017年底，公司在建的主要项目枝江市城市物流网建设项目、枝江市金湖生态农业观光旅游项目、枝江市城乡供水一体化项目为“16枝江01”与“16枝江02”募投项目，上述项目主要以其未来自身收益覆盖成本，非代建项目；体育中心、两校一路、“四馆一中心”公建及配套地块开发项目等项目拟采用代建模式，但拟代建项目尚未签订代建协议。截至2017年底，公司主要在建项目计划总投资492,037.68万元，尚需投资236,447.50万元，公司在建项目较多，未来业务持续性较有保障，但同时也造成公司较大的资金压力。

表 6 截至 2017 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 计划总投资 | 已投资 | 是否签订代建协议 |
|--------------------|-------------------|-------------------|----------|
| 枝江市金湖生态农业观光旅游项目 | 136,190.00 | 109,258.72 | 否 |
| 枝江市城市物流网建设项目 | 101,180.45 | 55,928.37 | 否 |
| 枝江市城乡供水一体化项目 | 40,308.36 | 33,546.20 | 否 |
| 体育中心 | 19,801.10 | 15,560.80 | 否 |
| 两校一路项目 | 48,832.41 | 10,446.08 | 否 |
| 仙女一路以南粮食直属库项目 | 10,000.00 | 3,613.62 | 否 |
| 职教中心迁建项目 | 15,517.00 | 12,176.70 | 否 |
| 城西土地整治项目 | 26,508.66 | 8,959.36 | 否 |
| 水务公司在建工程 | 10,155.00 | 2,920.80 | 否 |
| “四馆一中心”公建及配套地块开发项目 | 32,487.00 | 405.76 | 否 |
| 城西新区公建配套项目 | 19,668.00 | 281.95 | 否 |
| 奥林匹克公园项目 | 11,400.00 | 1,968.02 | 否 |
| 城北片区一标段公建及配套地块开发项目 | 10,053.00 | 420.02 | 否 |
| 枝江市丹阳公园、滨江公园（局部）项目 | 9,936.70 | 103.78 | 否 |
| 合计 | 492,037.68 | 255,590.18 | - |

资料来源：公司提供

通行收费、商品粮油销售、租赁、供水、担保等业务丰富了公司收入来源，对公司收入起到了一定的补充作用；但通行收费路段经营不及预期，且担保业务存在一定

的经营风险

公司运营收费路段为318国道万城大桥至云池段，收费里程61.37公里，项目已投资11.74亿元。根据湖北省人民政府文件批复，318国道万城大桥至云池段一级公路自2016年11月16日起开始试运营收费，收费期20年，该路段于2017年11月16日转为正常收费。根据宜昌市交通规划勘察设计院出具的《318国道万城大桥至云池段一级公路改建工程可行性研究报告补充说明》（以下简称“可研报告”）的预测，2017年318国道万城大桥至云池段车流量为15,019辆/日，随后每年车流量以4%-6%速度增加，根据2017-2021年20元/车次计算，2017年全年可实现10,964万元。但从实际情况来看，2017年运营时间内通行车辆149.09万辆，车流量为4,084辆/日，实现通行费收入3,061.77万元，收到政府项目补助573.03万元。通行收费不及预期主要系长途运输货车选择高速公路通行、小型客车和中小型货车绕行导致费源流失所致。

根据枝府函（2011）59号文件，枝江市人民政府于2011年12月20日同意将市区停车位、广告牌收费权注入公司，停车位共计3,164个，广告牌共计92个，由于上述资产分布较广（主要位于枝江市主城区），相关的收费仍由原管理单位城市管理局收取后上缴市财政局，然后再由市财政局拨付到公司确认为收入。同时枝江市人民政府陆续公司注入了部分用于出租的房产。2017年公司停车位收入为2,322.29万元，广告牌收入为131.43万元，对外出租房产获得房屋出租收入1,293.12万元。

表7 公司租赁资产及租赁收入情况（单位：个、平方米、万元）

| 年份 | 租赁资产 | | | 租金收入 | | |
|-------|-------|-----|-----------|----------|--------|----------|
| | 停车位 | 广告牌 | 房产可租面积 | 停车位收入 | 广告牌收入 | 房屋出租收入 |
| 2017年 | 3,164 | 92 | 89,657.28 | 2,322.29 | 131.43 | 1,293.12 |

资料来源：公司提供

公司粮油销售业务主要由孙公司枝江市国家粮食储备有限公司（以下简称“枝江粮储公司”，由枝江市人民政府划拨给公司，2015年11月10日完成工商变更登记）负责运营，2017年粮储公司实现商品粮油销售收入8,113.77万元，同比增长59.51%，主要系2017年枝江粮储公司合并范围新增枝江市天韵米业有限公司所致。2017年公司粮油销售业务毛利率为0.81%，该项业务涉及民生需求带有政策性因素，不以盈利为目的，经营毛利率较低，2017年当地政府给予公司粮油补贴956.51万元。

公司供水业务由孙公司枝江市金润源水务有限公司（以下简称“水务公司”，由枝江市人民政府划拨给公司，2015年8月28日完成工商变更登记）负责经营。截至2017年底，水务公司日均供水能力为6万立方米，服务人口20万人，2017年供水量1,555万立方

米，售水量1,230万立方米，漏损率20.90%，公司供水量有所增加，供水漏损率有所降低。供水价格方面，居民生活用水1.41元/立方米，非居民生活用水1.71元/立方米，特种用水2.81元/立方米。2017年公司实现供水相关收入1,823.65万元，包括水费收入和相关的供水施工安装收入。

表 8 公司供水业务情况（单位：万立方米、万人、万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|--------|---|---|
| 日均供水能力 | 6 | 5 |
| 服务人口 | 20 | 20 |
| 供水量 | 1,555 | 1,458 |
| 售水量 | 1,230 | 1,069 |
| 漏损率 | 20.90% | 26.68% |
| 供水价格 | 居民生活用水 1.41 元/立方米 非居民生活用水 1.71 元/立方米 | 居民生活用水 1.41 元/立方米 非居民生活用水 1.71 元/立方米 |

资料来源：公司提供

公司担保业务由孙公司枝江市金桥投资担保有限责任公司（以下简称“担保公司”）负责经营。截至2017年底，担保公司注册资本20,000万元，公司认缴出资12,900万元，担保公司实收资本和净资产分别为20,000万元和20,731.91万元。担保公司担保对象主要为区域内中小微企业，2017年公司实现担保业务收入749.63万元，在担保余额为42,194.10万元。截至2017年底，公司主要集中于对制造业与建筑业及相关工程类（上述行业在保余额合计占比51.73%）单位银行贷款提供担保；公司单笔保单余额500万以下（含）的户数占比59.2%；同时公司在保余额全部采取了反担保措施。公司担保行业较为集中，但担保对象较为分散，且对外担保均采取了反担保措施（反担保物主要为房产、股权、应收账款、财政资金）。值得注意的是，截至2017年底，公司已累计发生代偿2,306.83万元，且代偿部分收回金额较小，需持续关注公司未来担保风险及代偿回收情况。

表 9 公司担保业务情况（单位：笔、万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|--------------|-----------|--------|
| 期末担保余额 | 42,194.10 | 45,096 |
| 期末在担保笔数 | 132 | 92 |
| 代偿金额 | 1,354.83 | 482 |
| 代偿回收金额 | 182 | 0 |
| 不良金额 | 0 | 0 |
| 解除担保余额 | 56,310 | 40,950 |
| 享有反担保措施的在保余额 | 42,194.10 | 45,096 |

资料来源：公司提供

表 10 公司担保业务行业分布情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|------------------|-----------|---------|--------|---------|
| | 在保余额 | 占比 | 在保余额 | 占比 |
| 制造业 | 13,128.00 | 31.11% | 16,870 | 37.40% |
| 建筑业及相关工程类 | 8,700.00 | 20.62% | 11,200 | 24.80% |
| 电力、热力、燃气及水的生产和供应 | 7,516.10 | 17.81% | 6,326 | 14.00% |
| 教育 | 1,600.00 | 3.79% | 3,600 | 8.00% |
| 农林牧渔业 | 6,400.00 | 15.17% | 3,400 | 7.50% |
| 批发和零售业 | - | - | 2,200 | 4.90% |
| 其他 | 4,850.00 | 11.50% | 1,500 | 3.40% |
| 合计 | 42,194.10 | 100.00% | 45,096 | 100.00% |

资料来源：公司提供

表 11 截至 2017 年底公司担保对象集中度情况（单位：户、万元）

| 分类 | 户数 | 占比 | 金额 | 占比 |
|----------------------|----|---------|-----------|---------|
| 500 万以下（含） | 42 | 59.20% | 12,008.00 | 28.50% |
| 500 万（不含）-1,000 万（含） | 24 | 33.80% | 21,436.10 | 50.80% |
| 1,000 万（不含）-2,000（含） | 5 | 7.00% | 8,750.00 | 20.70% |
| 2,000 万（不含）以上 | 0 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 合计 | 71 | 100.00% | 42,194.10 | 100.00% |

资料来源：公司提供

公司持续获得较大的外部支持

公司作为枝江市重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，获得的外部支持力度较大，2017年公司收到政府补贴收入10,864.19万元，较大程度夯实了公司利润。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年及2017年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司纳入合并报表范围的一级子公司未发生变化。2017年公司主要会计政策发生一定变更，变更影响事项如下。

表 12 公司重要会计政策变更影响事项（单位：万元）

| 会计政策变更的内容和原因 | 受影响的报表项目名称 | 影响金额 |
|--|-------------|------------|
| 2017 年 5 月 10 日，财政部以财会[2017]15 号发布了《企业会计准则第 16 号——政府补助（2017 年修订）》，自 2017 年 6 月 12 日起实施。对于 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助，要求采用未来适用法处理；对 2017 年 1 月 1 日至本准则施行日之间新增的政府 | 2017 年营业外收入 | -10,864.19 |
| | 2017 年其他收益 | 10,864.19 |

| | | |
|--|---------------|-----------|
| 补助根据本准则进行调整。 | | |
| 根据《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》(财会[2017]30号,将原归集于营业外收入、营业外支出的非流动资产处置损益调整至资产处置收益单独列报。2017年度的比较财务报表按新口径追溯调整 | 2017年资产处置收益 | -0.94 |
| | 2017年营业外支出 | -0.94 |
| 2017年4月28日,财政部发布了关于印发《企业会计准则第42号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》的通知(财会[2017]13号),自2017年5月28日起施行,对于施行日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营,采用未来适用法处理。 | 2017年持续经营净利润 | 18,953.91 |
| | 2016年年持续经营净利润 | 16,969.41 |

资料来源:公司2017年审计报告

资产结构与质量

公司资产规模同比快速增长,土地资产和工程项目占比较高,资产流动性较弱

随着项目建设推进,公司逐步发展壮大,截至2017年末,公司总资产为1,635,896.30万元,资产规模同比增长33.24%,公司资产中流动资产占比69.28%。

表 13 公司主要资产构成情况(单位:万元)

| 项目 | 2017年 | | 2016年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 447,532.19 | 27.36% | 332,510.27 | 27.08% |
| 应收账款 | 58,613.15 | 3.58% | 4.87 | 0.00% |
| 其他应收款 | 153,630.03 | 9.39% | 47,002.98 | 3.83% |
| 存货 | 405,332.24 | 24.78% | 309,929.27 | 25.24% |
| 其他流动资产 | 68,059.79 | 4.16% | 43,072.70 | 3.51% |
| 流动资产合计 | 1,133,309.48 | 69.28% | 732,595.51 | 59.67% |
| 投资性房地产 | 42,398.47 | 2.59% | 144,293.68 | 11.75% |
| 在建工程 | 397,173.21 | 24.28% | 296,116.83 | 24.12% |
| 无形资产 | 36,438.49 | 2.23% | 38,034.96 | 3.10% |
| 非流动资产合计 | 502,586.82 | 30.72% | 495,140.38 | 40.33% |
| 资产总计 | 1,635,896.30 | 100.00% | 1,227,735.89 | 100.00% |

资料来源:公司2016年及2017年审计报告,鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产构成。截至2017年末,公司货币资金余额为447,532.19万元,占总资产的比重为27.36%,其中银行存款263,521.64万元,公司资金较为充裕,主要系2017年增加融资较多但尚未使用完毕所致,2017年末公司受限制的货币资金共计32,000.00万元(用于担保的定期存款和各类保证金)。截至2017年末,公司应收账款为58,613.15万元,主要为2017年尚未收回的工程项目代建款。截至2017年末,公司其他应收款为153,630.03万元,主要为应收枝江市财政局、枝江经济开发区管理委员会等政府部门以及湖北江升新材料有限公司、湖

北硕丰建设有限公司等单位的往来款，公司与地方民营企业往来款较多，需关注回收风险。截至2017年末，公司存货规模为405,332.24万元，占总资产的比重为24.78%，主要为拟开发土地及待开发资产，拟开发土地账面价值240,130.11万元，主要因公司2017年解除9块土地使用权导致存货中拟开发土地资产账面价值减少66,566.55万元（挂财政局其他应收款往来款），待开发资产账面价值157,707.07万元，主要系投资性房地产转入99,210.70万元房产和土地，同时公司进行项目开发所致。期末存货科目已对外抵押的土地资产账面价值为47,863.00万元。截至2017年底，公司其他流动资产金额为68,059.79万元，主要为预缴土地增值税、预缴营业税及预缴契税。

公司非流动资产主要包括投资性房地产、在建工程和无形资产。截至2017年末，公司投资性房地产为42,398.47万元，全部为房屋建筑物，因投资性房地产中99,210.70万元资产结转至存货科目，公司投资性房地产规模减少较多。截至2017年末，公司在建工程金额为397,173.21万元，占总资产的比重为24.28%，主要为318国道改建工程、金湖生态农业观光旅游项目和城市物流网电商综合云物流中心项目等。截至2017年末，公司无形资产账面金额为36,438.49万元，其中土地使用权6,105.52万元，政府注入的广告牌和停车位收费权合计30,332.97万元。

总的来看，公司资产规模保持较快增长，土地资产和工程项目占比较高，往来款回款时间不确定，且部分货币资金及土地已用于抵押，公司资产流动性较弱。

盈利能力

2017年公司营业收入回升，部分经营性业务表现较好，综合毛利率有所提升

2017年公司主要业务仍为工程建设业务，由于工程建设、商品粮油销售收入增长，同时当年新增车辆通行费收入、利息收入等，使得公司营业收入同比增长18.01%至69,979.28万元，其中工程建设收入占比70.51%，公司在建工程项目较多，投资规模较大，截至2017年底，公司主要在建项目计划总投资492,037.68万元，尚需投资236,447.50万元，公司在建项目较多，未来业务持续性较有保障。同时商品粮油销售、供水、担保、车辆通行收费等业务也是公司收入的重要补充。

毛利率方面，收入占比较高的工程建设业务因2017年结转高代建费率项目较多当年工程建设业务毛利率同比增长，公司收入规模较大的商品粮油销售业务、租赁业务毛利率也同比有所增长，加之新增业务通行收费以及委托贷款利息收入毛利率较高，带动公司综合毛利率同比提升5.76个百分点至19.26%。公司作为枝江市重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，获得的外部支持力度较大，2017年公司收到政府补贴收入

10,864.19万元，较大程度夯实了公司利润。

总的来看，公司在传统代建业务的基础上，不断涉及经营性业务，2017年部分经营性业务表现较好，公司收入及毛利率提升。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 69,979.28 | 59,300.21 |
| 其他收益 | 10,864.19 | 0.00 |
| 营业利润 | 20,820.93 | 1,398.95 |
| 营业外收入 | 55.55 | 15,886.78 |
| 利润总额 | 20,602.80 | 17,219.74 |
| 综合毛利率 | 19.26% | 13.50% |

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

2017年公司经营活动现金流表现较差，在建项目尚需资金较多，后续存在较大的资金压力

2017年公司经营活动现金流入主要源自经营性业务、收到的政府补助以及与其他单位的往来款等，工程建设业务当年收现较差，同时公司继续推进项目建设工作，当年与地方企业往来款支出也大幅增加，导致公司当年经营活动现金流表现较差，净流出282,214.82万元。

2017年公司投资活动现金流入规模较小，仅1,306.27万元；当年购买土地减少，投资活动现金流出规模也同比大幅收缩，2017年公司投资活动现金净流出24,744.21万元。

2017年公司融资力度依然较大，依靠银行借款、债券融资及融资租赁带动筹资活动现金流入427,749.81万元，公司借款期限相对较长，当年因偿还债务本息筹资活动现金流出仅25,268.85万元，2017年公司筹资活动现金净流入402,480.95万元，当年现金及现金等价物净增加额为95,521.93万元。

截至2017年底，公司主要在建项目合计尚需投资236,447.50万元，后续存在较大的资金压力。

表 15 公司现金流情况表（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------------|-----------|------------|
| 收现比 | 0.15 | 1.18 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 10,689.76 | 70,098.07 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 38,939.70 | 334,306.54 |

| | | |
|----------------------|--------------------|--------------------|
| 经营活动现金流入小计 | 49,629.47 | 404,404.61 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 124,890.12 | 70,145.45 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 178,754.77 | 146,821.97 |
| 经营活动现金流出小计 | 331,844.29 | 231,551.87 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -282,214.82 | 172,852.74 |
| 投资活动现金流入小计 | 1,306.27 | 1,158.16 |
| 投资活动现金流出小计 | 26,050.47 | 257,440.31 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -24,744.21 | -256,282.14 |
| 筹资活动现金流入小计 | 427,749.81 | 400,412.00 |
| 筹资活动现金流出小计 | 25,268.85 | 61,114.13 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 402,480.95 | 339,297.87 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 95,521.93 | 255,868.46 |

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模大幅增长，资产负债率不断攀升，有息债务规模较大，未来公司面临较大偿付压力

截至2017年末，公司负债同比大幅增长58.86%至1,045,628.86万元。但公司所有者权益同比变动不大，为590,267.44万元，2017年末公司产权比率为177.14%，所有者权益对债务的保障程度较弱。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------|--------------|------------|
| 负债总额 | 1,045,628.86 | 658,210.35 |
| 所有者权益 | 590,267.44 | 569,525.55 |
| 产权比率 | 177.14% | 115.57% |

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

由于公司增加长期借款、债券融资及融资租赁借款，公司非流动负债大幅增长，截至2017年末，非流动负债占总负债的比重为90.41%。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|-------------|-----------|-------|------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 3,448.50 | 0.33% | 3,478.50 | 0.53% |
| 应交税费 | 18,450.58 | 1.76% | 14,280.74 | 2.17% |
| 应付账款 | 8,642.62 | 0.83% | 27,273.86 | 4.14% |
| 其他应付款 | 12,453.02 | 1.19% | 112,098.87 | 17.03% |
| 一年内到期的非流动负债 | 43,732.00 | 4.18% | 12,376.00 | 1.88% |

| | | | | |
|----------------|---------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 流动负债合计 | 100,233.56 | 9.59% | 179,670.24 | 27.30% |
| 长期借款 | 445,614.60 | 42.62% | 259,660.10 | 39.45% |
| 应付债券 | 351,589.37 | 33.62% | 160,000.00 | 24.31% |
| 长期应付款 | 147,748.01 | 14.13% | 58,880.00 | 8.95% |
| 非流动负债合计 | 945,395.30 | 90.41% | 478,540.10 | 72.70% |
| 负债合计 | 1,045,628.86 | 100.00% | 658,210.35 | 100.00% |
| 有息债务 | 992,132.48 | 94.88% | 496,394.60 | 75.42% |

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应交税费、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2017年末，公司短期借款3,448.50万元，由信用借款和少量保证借款构成。截至2017年底，应交税费余额18,450.58万元，主要为欠缴土地使用税、增值税及企业所得税。截至2017年末，公司应付账款8,642.62万元，主要为应付工程款。截至2017年末，公司其他应付款12,453.02万元，主要为应付相关单位的往来款。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债为43,732.00万元，为待偿还银行借款。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款构成，截至2017年末，公司长期借款445,614.60万元，占负债总额的42.62%，其中抵质类押借款合计279,198.00万元。截至2017年末，公司应付债券351,589.37万元，占总负债的33.62%。截至2017年末，公司长期应付款147,748.01万元，为融资租赁款。

截至2017年末，公司包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及融资租赁款在内的有息债务为992,132.48万元，有息债务同比大幅增长99.87%。公司有息债务陆续到期，面临较大的偿债压力。

表 18 截至 2017 年底公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年及以后 |
|-------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 短期借款 | 3,448.50 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 一年内到期的非流动负债 | 43,732.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 110,014.00 | 64,519.00 | 271,081.60 |
| 应付债券 | 0.00 | 36,200.00 | 38,300.00 | 277,500.00 |
| 融资租赁款 | 48,720.80 | 40,507.50 | 38,272.96 | 39,665.81 |
| 合计 | 95,901.30 | 186,721.50 | 141,091.96 | 588,247.41 |

资料来源：公司提供

随着公司负债规模的增加，截至2017年末，公司资产负债率上升至63.92%，但流动比率和速动比率有所改善。2017年因公司利润总额增加，公司EBITDA同比有所增长，但EBITDA利息保障倍数仍较低，EBITDA对有息债务的覆盖情况较差。公司债务规模扩张，未来偿债压力加大。

表 19 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 63.92% | 53.61% |
| 流动比率 | 11.31 | 4.08 |
| 速动比率 | 7.26 | 2.35 |
| EBITDA（万元） | 27,241.76 | 24,185.31 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.28 | 1.11 |
| 有息债务/EBITDA | 36.42 | 20.52 |

资料来源：公司 2016 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2017年底，公司对外担保金额合计1,000万元，占公司净资产的比重为0.17%，担保对象为枝江市泉之源供水有限责任公司，对外担保金额较小，未采取反担保措施。

表 20 截至 2017 年底公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保金额 | 担保形式 | 担保期限 | 是否采取反担保措施 |
|----------------|----------|------|------|-----------|
| 枝江市泉之源供水有限责任公司 | 1,000.00 | 单人担保 | 5 年 | 否 |

资料来源：公司 2017 年审计报告

七、评级结论

公司所处外部环境较好，2017年枝江市固定资产投资力度仍较大，地方经济保持增长；公司经营业务较多，在建工程规模较大，未来业务持续性较有保障；同时公司继续获得较大的外部支持。

同时我们也关注到，公司担保业务经营存在一定的风险；公司经营活动现金流表现较差，在建项目较多，资金压力较大；公司应收款项、土地资产及工程项目规模较大，且部分资产使用受限，资产流动性较弱；公司资产负债率大幅攀升，有息债务规模较大，偿债压力加大。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持“16枝江01”与“16枝江02”信用等级均为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|----------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 货币资金 | 447,532.19 | 332,510.27 | 76,641.80 |
| 应收账款 | 58,613.15 | 4.87 | 5,540.99 |
| 预付款项 | 142.09 | 75.43 | 3,300.00 |
| 其他应收款 | 153,630.03 | 47,002.98 | 127,162.89 |
| 存货 | 405,332.24 | 309,929.27 | 290,688.14 |
| 其他流动资产 | 68,059.79 | 43,072.70 | 32,547.61 |
| 流动资产合计 | 1,133,309.48 | 732,595.51 | 540,881.43 |
| 可供出售金融资产 | 9,999.02 | 9,486.02 | 9,486.02 |
| 长期股权投资 | 5,563.63 | 561.91 | 571.76 |
| 投资性房地产 | 42,398.47 | 144,293.68 | 88,621.69 |
| 固定资产 | 8,001.29 | 6,646.98 | 5,476.07 |
| 在建工程 | 397,173.21 | 296,116.83 | 101,438.77 |
| 无形资产 | 36,438.49 | 38,034.96 | 33,679.85 |
| 长期待摊费用 | 3,012.72 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产合计 | 502,586.82 | 495,140.38 | 239,274.16 |
| 资产总计 | 1,635,896.30 | 1,227,735.89 | 780,155.58 |
| 短期借款 | 3,448.50 | 3,478.50 | 3,478.50 |
| 应付票据 | 0.00 | 2,000.00 | 7,000.00 |
| 应付账款 | 8,642.62 | 27,273.86 | 26,403.48 |
| 预收款项 | 156.57 | 350.63 | 88.89 |
| 应付职工薪酬 | 684.37 | 331.09 | 152.64 |
| 应交税费 | 18,450.58 | 14,280.74 | 12,440.05 |
| 应付利息 | 11,944.50 | 6,638.13 | 56.81 |
| 其他应付款 | 12,453.02 | 112,098.87 | 47,689.13 |
| 一年内到期的非流动负债 | 43,732.00 | 12,376.00 | 5,500.00 |
| 其他流动负债 | 721.39 | 842.42 | 403.84 |
| 流动负债合计 | 100,233.56 | 179,670.24 | 103,213.34 |
| 长期借款 | 445,614.60 | 259,660.10 | 124,386.10 |
| 应付债券 | 351,589.37 | 160,000.00 | 0.00 |
| 长期应付款 | 147,748.01 | 58,880.00 | 0.00 |
| 专项应付款 | 443.32 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 945,395.30 | 478,540.10 | 124,386.10 |
| 负债合计 | 1,045,628.86 | 658,210.35 | 227,599.45 |

| | | | |
|-------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 实收资本（股本） | 6,331.00 | 6,331.00 | 0.00 |
| 资本公积 | 483,869.53 | 483,581.55 | 483,581.55 |
| 盈余公积 | 729.59 | 676.61 | 676.61 |
| 未分配利润 | 90,483.06 | 71,783.06 | 54,993.22 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 581,413.18 | 562,372.22 | 545,582.38 |
| 少数股东权益 | 8,854.26 | 7,153.33 | 6,973.76 |
| 所有者权益合计 | 590,267.44 | 569,525.55 | 552,556.14 |
| 负债和所有者权益总计 | 1,635,896.30 | 1,227,735.89 | 780,155.58 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业总收入 | 69,979.28 | 59,300.21 | 78,340.70 |
| 其中：营业收入 | 69,979.28 | 59,300.21 | 78,340.70 |
| 二、营业总成本 | 61,240.53 | 58,883.68 | 72,349.03 |
| 其中：营业成本 | 56,502.75 | 51,297.45 | 66,203.65 |
| 税金及附加 | 1,245.82 | 291.52 | 1,061.18 |
| 销售费用 | 473.87 | 844.88 | 357.42 |
| 管理费用 | 3,040.84 | 6,615.71 | 4,500.00 |
| 财务费用 | -273.92 | -165.89 | 226.78 |
| 资产减值损失 | 251.17 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益（损失以“-”号填列） | 1,217.98 | 982.42 | 338.43 |
| 其他收益 | 10,864.19 | 0.00 | 0.00 |
| 三、营业利润（亏损以“-”号填列） | 20,820.93 | 1,398.95 | 6,330.10 |
| 加：营业外收入 | 55.55 | 15,886.78 | 15,541.44 |
| 减：营业外支出 | 273.69 | 65.99 | 32.47 |
| 四、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 20,602.80 | 17,219.74 | 21,839.07 |
| 减：所得税费用 | 1,648.89 | 250.33 | 1,778.56 |
| 五、净利润（净亏损以“-”号填列） | 18,953.91 | 16,969.41 | 20,060.51 |
| 1.少数股东损益 | 200.93 | 179.57 | -168.91 |
| 2.归属于母公司股东的净利润 | 18,752.98 | 16,789.84 | 20,229.41 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量： | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 10,689.76 | 70,098.07 | 67,520.20 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 38,939.70 | 334,306.54 | 100,446.98 |
| 经营活动现金流入小计 | 49,629.47 | 404,404.61 | 167,967.18 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 124,890.12 | 70,145.45 | 109,502.16 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 2,716.57 | 1,142.67 | 176.31 |
| 支付的各项税费 | 25,482.83 | 13,441.78 | 7,710.88 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 178,754.77 | 146,821.97 | 81,626.93 |
| 经营活动现金流出小计 | 331,844.29 | 231,551.87 | 199,016.28 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -282,214.82 | 172,852.74 | -31,049.09 |
| 二、投资活动产生的现金流量： | | | |
| 收回投资收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 3,600.00 |
| 取得投资收益收到的现金 | 1,306.27 | 992.28 | 384.90 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 165.89 | 0.00 |
| 投资活动现金流入小计 | 1,306.27 | 1,158.16 | 3,984.90 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 20,447.47 | 257,440.31 | 104,868.83 |
| 投资支付的现金 | 5,603.00 | 0.00 | 4,800.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 26,050.47 | 257,440.31 | 109,668.83 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -24,744.21 | -256,282.14 | -105,683.93 |
| 三、筹资活动产生的现金流量 | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 287.98 | 0.00 | 64,150.00 |
| 取得借款收到的现金 | 188,150.50 | 187,150.00 | 133,839.60 |
| 发行债券收到的现金 | 150,000.00 | 153,462.00 | 0.00 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 89,311.33 | 59,800.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 427,749.81 | 400,412.00 | 197,989.60 |
| 偿还债务支付的现金 | 19,667.50 | 45,000.00 | 475.00 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 5,601.35 | 15,194.13 | 321.11 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 920.00 | 0.00 |
| 筹资活动现金流出小计 | 25,268.85 | 61,114.13 | 796.11 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 402,480.95 | 339,297.87 | 197,193.49 |
| 四、现金及现金等价物净增加额 | 95,521.93 | 255,868.46 | 60,460.46 |
| 加：期初现金及现金等价物余额 | 320,010.27 | 64,141.80 | 3,681.34 |
| 五、期末现金及现金等价物余额 | 415,532.19 | 320,010.27 | 64,141.80 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-------------------------|-------------|------------|-------------|
| 净利润 | 18,953.91 | 16,969.41 | 20,060.51 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 689.35 | 4,042.45 | 5,970.54 |
| 无形资产摊销 | 1,596.47 | 1,596.47 | 1,596.47 |
| 财务费用 | 4,353.14 | 1,326.65 | 226.78 |
| 投资损失 | -1,217.98 | -982.42 | -338.43 |
| 存货的减少 | -11,759.28 | -5,455.62 | -4,690.08 |
| 经营性应收项目的减少 | -227,342.95 | 230,550.40 | -187,937.75 |
| 经营性应付项目的增加 | -67,487.48 | -75,194.61 | 133,968.53 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -282,214.82 | 172,852.74 | -31,049.09 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|---------------|------------|------------|------------|
| 综合毛利率 | 19.26% | 13.50% | 15.49% |
| EBITDA（万元） | 27,241.76 | 24,185.31 | 29,727.19 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.28 | 1.11 | 5.11 |
| 资产负债率 | 63.92% | 53.61% | 29.17% |
| 流动比率 | 11.31 | 4.08 | 5.24 |
| 速动比率 | 7.26 | 2.35 | 2.42 |
| 有息债务（万元） | 992,132.48 | 496,394.60 | 140,364.60 |
| 有息债务/EBITDA | 36.42 | 20.52 | 4.72 |
| 收现比 | 0.15 | 1.18 | 0.86 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 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 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$ |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | 短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中融资租赁款 |

附录六 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。 |