

2014 年十堰市城市基础设施建设投资有限公司

公司债券 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
【1404】号 01

债券简称：14 十堰城投
债/PR 堰城债

债券剩余规模：12.00 亿
元

债券到期日期：2021 年
08 月 20 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
的第 3、4、5、6、7 年
末按照债券发行总额的
20%逐年偿还本金

分析师

姓名：
刘诗华 董斌

电话：
0755-82879073

邮箱：
lir@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

2014 年十堰市城市基础设施建设投资有限公司公司债券 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
本期债券信用等级	AA	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 07 月 31 日	2017 年 06 月 25 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对十堰市城市基础设施建设投资有限公司（以下简称“十堰城投”或“公司”）及其 2014 年 08 月 19 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性仍然较好，继续得到了股东和当地政府的支持；同时我们也关注到了公司资金大量被占用和资产流动性弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年十堰市实现 GDP1,632.3 亿元，同比增长 10.1%，实现公共财政收入 107.66 亿元，同比增长 11.7%，区域经济和财政保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务在区域内具有垄断性且业务持续性仍然较好。公司主要从事十堰市基础设施建设和土地整理开发业务，主要业务在区域内具有垄断性；截至 2017 年 12 月末，公司已签订回购或回购框架协议的主要在建、拟建项目总投资为 71.21 亿元，未来业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2017 年股东在资本投入等方面给予了公司一定支持，十堰市财政局通过债权转资本方式投入 50.76 亿元，优化了公司的资本结构；此外，2017 年公司获得当地政府 9,631.74 万元的补贴收入。

关注：

- **公司资产以存货为主，且抵押占比较高，应收款项与预付账款规模较大，对资金形成较大占用，且回收时间不确定，整体资产流动性弱。**截至 2017 年末，公司存货余额为 320.88 亿元，其中包括待处置土地资产和委托代建项目分别为 163.23 亿元、147.13 亿元，合计占存货的 96.72%；已抵押土地账面价值 92.04 亿元，占有土地账面价值的 56.39%；公司资产流动性弱。截至 2017 年末，公司预付账款余额为 48.06 亿元，应收款项合计 90.48 亿元，预付账款与应收款项合计占总资产比重为 26.89%，对资金形成较大占用，且回收时间不确定。
- **公司经营活动获取现金能力弱，公司面临较大的资金压力。**2017 年公司经营性现金流量净额为-14.50 亿元，收现比为 0.33，经营活动获取现金能力弱。截至 2017 年底，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金 32.30 亿元，随着十堰市建设的推进，作为十堰市基础设施建设主体，公司还需投入较多的建设资金，公司存在较大的资金支出压力。
- **有息债务规模仍较大，偿债压力较大。**2017 年末公司有息债务为 186.95 亿元，资产负债率为 51.65%，EBITDA 利息保障倍数降至 0.32，有息债务规模仍较大，偿债压力较大。
- **公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 16.77 亿元，占期末公司净资产比重为 6.73%，规模较大，且均无设置反担保措施，需关注其可能产生的或有负债损失风险。

主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	5,152,785.62	5,250,858.12	3,993,234.52
所有者权益（万元）	2,491,418.26	1,949,504.75	1,829,574.07
有息债务（万元）	1,869,533.60	2,237,331.75	1,295,200.26
资产负债率	51.65%	62.87%	54.18%
流动比率	4.97	4.29	2.42
营业收入（万元）	373,732.50	87,628.66	115,981.55
其他收益（万元）	9,118.34	-	-
营业外收入（万元）	851.85	12,553.62	1,720.96
利润总额（万元）	28,221.25	36,122.10	49,244.44
综合毛利率	7.30%	39.75%	47.76%

EBITDA（万元）	35,484.57	54,100.91	63,255.63
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.49	0.80
经营活动现金流净额（万元）	-145,045.16	-277,035.21	-230,787.13

注：2016 年数据采用 2017 年度审计报告期初数或上年同期数。

资料来源：公司 2015 年、2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月19日公开发行15亿元公司债券，发行利率为6.58%。本期债券募集资金用于十堰市火车站北广场棚户区综合改造项目、十堰市张湾区李家湾棚户区综合改造项目。截至2017年12月31日，本期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、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2017年12月31日，公司注册资本和实收资本均为25.13亿元，十堰市财政局持有公司51.73%的股份，国开发展基金有限公司持有公司46.68%的股份，中国农发重点建设基金有限公司持有公司1.59%的股份，公司控股股东及实际控制人仍为十堰市财政局。跟踪期内公司合并范围未发生变化。

截至2017年12月31日，公司资产总额为515.28亿元，所有者权益为249.14亿元，资产负债率为51.65%；2017年度，公司实现营业收入37.37亿元，利润总额2.82亿元，经营活动现金净流出14.50亿元。

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《关于坚决制止地方政府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）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，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》	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目

	知》(财办金[2017]92号)		
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

依托汽车、旅游等支柱产业, 2017年十堰市经济保持较快发展

依托成熟的汽车产业和丰富的旅游资源,十堰市经济保持较快增长。2017年,全市实现生产总值1,632.3亿元,按可比价格计算,增长10.1%,增速有所提升,且高于同期全国经济增速。其中,第一产业增加值182.7亿元,增长4.3%;第二产业增加值783.4亿元,增长12.7%;第三产业增加值666.3亿元,增长8.4%;三次产业结构比由2016年的12.1: 47.7: 40.2调整为2017年的11.2: 48.0: 40.8,第二、第三产业占比均有所上升;2017年三次产业对GDP增长的贡献率分别为4.9%、46.7%、48.4%。截至2017年末,十堰市常住人口341.8万人,以常住人口核算,2017年十堰市人均GDP为47,756元,为全国人均GDP的80.05%。

2017年,全市规模以上工业企业数量达到935家,实现规模以上工业总产值2,191.4亿元,增长19.6%,规模以上工业增加值增长13.6%。十堰市是全国重要的汽车工业基地,2017年十堰市生产汽车62.07万辆,同比增长10.8%,改装车13.22万辆,同比增长7.0%,汽车工业同比增长19.6%,汽车制造产业拉动十堰市工业持续发展。除汽车工业外,十堰市是我国新兴旅游城市,具有较丰富的旅游资源,近年来十堰市旅游产业发展迅速,2017年旅游接待总人数5,557.8万人次,增长18.2%,实现旅游总收入434亿元,比上年增长20.1%,旅游产业逐渐成为十堰市新的经济增长点。

2017年十堰市固定资产投资保持较快增长,全年完成500万元以上固定资产投资1,543.4亿元,比上年增长16.6%。按产业划分,第一产业完成投资61.9亿元,增长27.7%;第二产业完成投资392.4亿元,增长16.2%;第三产业完成投资1,089.1亿元,增长16.2%,完成新建投资1,208.1亿元,增长21.6%;扩建投资79亿元,增长1.5%;改建和技术改造投资165.3亿元,增长39.3%;固定资产投资的稳定增长为十堰市经济增长提供了动力。2017年,十堰市实现社会消费品零售总额818.1亿元,同比增长12.9%。截至2017年末,十堰市金融机构各项存款余额为2,266.3亿元,贷款余额为1,292.3亿元,同比分别增长11.4%和

13.6%。

表2 2016-2017 年十堰市主要经济指标（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（GDP）	1,632.3	10.1%	1,429.15	8.9%
第一产业增加值	182.7	4.3%	173.4	4.0%
第二产业增加值	783.4	12.7%	681.6	9.6%
第三产业增加值	666.3	8.4%	574.2	9.6%
500 万元以上固定资产投资	1,543.4	16.6%	1,323.8	18.0%
社会消费品零售总额	818.1	12.9%	725.0	13.4%
进出口总额（亿美元）	39.8	15.9%	34.4	-11.2%
存款余额	2,266.3	11.4%	2,034.8	10.5%
贷款余额	1,292.3	13.6%	1,137.1	10.1%
人均 GDP（元）	47,756		41,923	
人均 GDP/全国人均 GDP	80.05%		77.66%	

注：地区生产总值增长率按可比价格计算。

资料来源：2016-2017 年十堰市国民经济与社会发展统计公报

十堰市全市和市本级公共财政收入均保持稳步增长，但财政自给能力仍然较弱

随着区域经济的快速发展，十堰市公共财政收入保持稳步增长。从全市来看，2017 年全市实现公共财政收入107.66亿元，较上年增长11.7%，其中税收收入74.21亿元，占公共财政收入的比重为68.93%，公共财政收入的质量尚可。从税收结构上看，2017年十堰市税收主要以增值税、改征增值税、企业所得税、城市维护建设税为主，四者合计占税收收入的比例为47.50%。

从市本级来看，2017年十堰市本级公共财政收入为40.17亿元，同比增长0.50%，占市本级地方综合财力的比重为45.33%，其中税收收入占公共财政收入的比重为63.58%，较上年提升6.36个百分点，市本级公共财政收入的质量和稳定性尚可。2017年，十堰市本级上级补助收入和政府性基金收入合计为48.43亿元，占市本级地方综合财力的比重为54.66%。而政府性基金收入的主要来源为土地出让收入，易受房地产及土地交易市场的影响而波动，进而可能影响地方综合财力的稳定性。

财政支出方面，2017年十堰市全市公共财政支出341.39亿元，其中刚性支出（包括一般公共服务支出、教育支出、社会保障和就业支出以及医疗卫生与计划生育支出）合计176.99亿元，占全年公共财政支出的51.84%，全市公共财政支出灵活性一般。2017年十堰市本级公共财政支出76.50亿元，其中刚性支出合计40.66亿元，占全年公共财政支出的53.15%。从财政自给能力来看，2017年十堰市全市和市本级财政自给率分别仅为31.54%、

52.51%，财政自给能力仍然偏弱。

总体来说，十堰市全市公共财政收入均保持稳步增长，但财政自给能力较弱；从本级看，地方综合财力有所下降，上级补助和政府性基金收入所占比重较高，财政自给能力仍然偏弱。

表3 2016-2017 年十堰市全市及市本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017 年		2016 年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	-	88.61	-	101.73
（一）公共财政收入	107.66	40.17	100.27	39.97
其中：税收收入	74.21	25.54	67.30	22.87
非税收入	33.45	14.63	32.97	17.10
（二）上级补助收入	-	28.48	-	35.68
其中：返还性收入	-	2.17	-	2.68
一般性转移支付收入	-	14.58	-	11.36
专项转移支付收入	-	11.73	-	21.64
（三）政府性基金收入	-	19.95	-	26.05
其中：土地出让收入	-	17.98	-	23.79
（四）国有资本经营收入	-	0.01	-	0.03
财政支出=（一）+（二）+（三）	-	106.37	-	118.19
（一）公共财政支出	341.39	76.50	322.34	83.72
（二）政府性基金支出	-	29.86	-	34.44
（三）国有资本经营支出	-	0.01	-	0.03
财政自给率	31.54%	52.51%	31.11%	47.74%

注：十堰市全市口径财政数据部分未披露；财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：《关于十堰市 2016 年预算执行情况和 2017 年预算草案的报告》、《关于十堰市 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案的报告》，鹏元整理

四、经营与竞争

公司是十堰市基础设施建设投融资主体，其业务在所在区域内具有垄断性，主要包括委托代建业务、土地整理、交通运输、城市水务及广告媒体等。2017年公司实现营业收入37.37亿元，较2016年大幅增长326.50%，主要系公司新增委托代建业务收入所致。2017年公司主要收入来源于委托代建业务、土地整理业务和交通运输业务，分别为29.50亿元、4.49亿元和2.54亿元，公司核心业务由以往的土地整理业务转向委托代建业务，委托代建业务收入占当期营业收入的78.95%，系公司收入的主要来源；土地整理业务实现收入4.49亿元，

同比减少18.32%；交通运输业务实现收入2.54亿元，同比减少6.11%。毛利率方面，公司营业收入毛利率为7.30%，同比下降32.45个百分点，主要系委托代建业务毛利率较低所致；土地整理业务收入毛利率为10.42%，同比减少58.68个百分点，主要系收入确认方式发生变化所致；交通运输业务毛利率继续为负，由于运营成本的提升，导致该业务毛利率由2016年的-24.09%下降为2017年的-42.45%。

表4 2016-2017 年公司营业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
土地整理	44,944.90	10.42%	55,025.73	69.10%
交通运输	25,432.61	-42.45%	27,086.81	-24.09%
城市水务	5,398.24	21.83%	4,673.03	59.92%
广告传媒	-	-	243.44	21.23%
委托代建	295,046.46	10.43%	-	-
其他业务	2,910.29	49.67%	599.64	80.19%
合计	373,732.50	7.30%	87,628.66	39.75%

注：收入均为不含税收入。

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司委托代建收入成为主要收入来源，在建及拟建项目较多，随着项目的持续推进，公司面临较大资金支出压力

公司是十堰市城市基础设施建设的投融资主体，主要职责是负责中心城区重大基础设施建设项目的投融资和开发建设。公司与十堰市政府就具体项目签订委托代建协议，项目建设资金来源于公司自有资金和外部融资，建设完工后由十堰市政府负责回购。十堰市政府根据经审定的投资金额及投资回报率，分期向公司支付项目建设成本以及投资回报。2011年至2016年，公司基础设施建设业务一直未确认收入，主要系公司基础设施代建项目投资规模较大，大量工程竣工结算进度缓慢，存在已完工但尚未完成审计决算的情况，公司主要通过土地整理获取了部分代建项目收益。2017年部分已完工工程经过审计决算之后进行结算，在成本基础上加成15%核算收入，扣除增值税之后，公司确认代建收入29.50亿元，毛利率为10.43%。

表5 2017 年公司委托代建项目收入明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资成本	确认收入
1	张湾区工业新区 A 园基础设施建设项目	86,707.00	99,713.05
2	发展大道道路工程	71,000.00	81,650.00
3	东风商用车联合新工厂（八万辆）基地基础设施	32,294.00	37,138.10

4	林荫大道 2 号线（重庆路立交桥）	18,588.00	21,376.20
5	北京路延长线建设项目	14,447.00	16,614.05
6	机场路建设项目（东段）	12,291.00	14,134.65
7	中岳路道路建设项目	11,084.00	12,746.60
8	京能热电厂平项目	9,831.00	11,305.65
9	京东路	8,017.00	9,219.55
	合计	264,259.00	303,897.85

注：投资成本为经审计局审计之后的成本，与 2017 年审计报告有一定差异；委托代建收入为含税收入。
 资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司主要在建和拟建项目详见表 6。公司就募投项目，包括十堰市火车站北广场棚户户区综合改造项目、十堰市张湾区李家湾棚户户区综合改造项目、十堰市东部城郊新农村建设项目及十堰市（西部）工业新城基础设施一期建设项目、十堰市东风汽车城产业 B 园动力系统基础设施项目（一期）与十堰市政府签订了回购协议，其余在建、拟建项目均未与政府签订回购协议但签订了回购框架协议。

表6 截至 2017 年 12 月 31 日公司主要在建及拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

	项目名称	总投资	已投资	尚需投资
在建项目	十堰市城市地下综合管廊一期工程建设	25.78	14.48	11.30
	土地收储整理项目	14.76	12.15	2.61
	阳光大道建设项目	6.11	2.66	3.45
	高铁十堰北广场	5.28	2.88	2.40
	京能热电项目	4.66	2.80	1.86
	和谐大道建设项目	2.96	0.87	2.09
	京中路建设项目	1.69	0.53	1.16
	石家沟路建设项目	1.56	0.48	1.08
	龙门大道建设项目	1.23	0.54	0.69
	神鹰一路建设项目	0.97	0.31	0.66
	316 国道（林安物流段）建设项目	0.96	0.50	0.46
	自行车漫游系统	0.36	0.20	0.16
	神鹰三路建设项目	0.34	0.05	0.29
	镜潭路建设项目	0.31	0.28	0.03
	园源路建设项目	0.21	0.18	0.03
	小计	67.18	38.91	28.27
拟建项目	江苏路延长线建设项目	1.62	-	1.62
	京东路延长线建设项目	1.36	-	1.36
	重庆路改造工程项目	0.38	-	0.38
	浙江路改造工程项目	0.67	-	0.67

	小计	4.03	0.00	4.03
	合计	71.21	38.91	32.3

资料来源：公司提供

随着十堰市城市规划的不断发展，公司承担的基础设施建设项目规模较大。截至 2017 年底，公司主要在建、拟建项目预计总投资 71.21 亿元，累计已投资 38.91 亿元，仍需投资 32.30 亿元，未来面临的资金需求仍较大。

公司就“12十堰城投债”募投项目与十堰市政府签订了《委托代建（BT）协议》，按协议约定，十堰市政府需按照8%的投资回报率每年支付公司委托代建项目回购款；公司与十堰市人民政府签订的《十堰市东部城郊新农村建设项目委托代建（BT）协议书》及其补充协议约定，市政府对“13十堰城投债”项目分7年期回购，回购价款总额为31.06 亿元，包括建设投资额28.76亿元以及投资回报2.30亿元，自2014年-2020年分期支付。

此外，根据公司与十堰市政府签订的委托代建协议，“14十堰城投债”募投项目火车站北广场棚户区综合改造项目的回购价款为22.47亿元、张湾区李家湾棚户区综合改造项目的回购价款为8.65亿元，上述棚户区综合改造项目的回购起始日期为2015年12月前，项目回购期为7年。

截至目前，十堰市人民政府尚未与公司就上述募投项目进行回购。除上述募投项目由政府回购外，公司存货-开发成本当中的工程项目大多为基础设施项目，这些项目未来何时回收资金，是否能为公司带来收益存在一定的不确定性。

土地整理业务是公司收入的主要来源，2017年土地整理收入下滑，该业务易受房地产及土地市场波动影响

为支持公司的良性循环及长远发展，十堰市政府在土地整理方面给予公司大力支持，以满足公司进行城市基础设施建设的资金需求。2008年，十堰市政府下发《市人民政府关于进一步深化市城投公司体制改革的意见》（十政发【2008】23号），并制定《市城区经营性用地储备供应管理办法》，授权公司负责城区经营性土地的经营；公司负责将土地进行整理并达到出让条件，在各年度依法以“招、拍、挂”的方式进行出让，湖北省国土资源厅下达十堰市的年度用地计划指标，十堰市政府分配给公司的比例基数将不低于25%；将公司开发整理所形成的经营性土地收益纳入公司财政专户，增强公司融资、投资和还贷能力。公司土地出让成本、费用包括：征地拆迁补偿费、新增建设用地有偿使用费、提取“三金”、农业开发费和其他费用。2016年及以前年度土地整理业务收入模式为：公司以全额土地出让金核算收入，以财政按30%比例扣减的土地出让税费核算成本，受到2016年营改增结构税改的影响，2016年土地整理业务毛利率轻微下降，为69.10%。2017年公司

以前期开发支付费用核算成本，以成本基础上加成15%核算收入，扣除增值税影响，当期土地整理毛利率为10.42%，同比减少58.68个百分点，主要系收入确认方式发生变化所致。

受业务模式发生变化的影响，2017年公司土地整理业务实现收入44,944.90万元，同比下降18.32%，明细见下表，土地整理业务收入持续下滑。公司2017年收储办证土地3,882.76亩，其中：收储土地3,203.49亩，受让办证土地679.27亩，土地整理业务具有持续性，但考虑到土地出让受到当地政府调控政策以及房地产市场波动的影响，未来公司土地整理业务收入仍会受到外部环境的影响，易出现波动。

表7 2017年公司土地整理业务收入明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资成本	确认收入
1	林荫大道石家沟 703 亩片区场地平整	7,357.00	8,460.55
2	中岳路沿线山地整理项目	2,825.00	3,248.75
3	机场大道北侧净地整治 112 亩	582.00	669.30
4	张湾区汉江物流园项目	24,983.00	28,730.45
5	天津路山地整理（千亩大盘）	4,508.00	5,184.20
	合计	40,255.00	46,293.25

注：投资成本为经审计局审计之后的成本，与 2017 年审计报告有一定差异；土地整理业务收入为含税收入。

资料来源：公司提供

2017 年公司交通运输业务收入小幅下滑，盈利能力差，较依赖于政府财政补贴

公司交通业务由子公司十堰市城市公交集团有限公司（以下简称“公交集团”）负责经营。公交集团是十堰市城区公共交通服务的主体，截至 2017 年末，公交集团拥有营运车辆 1,309 辆，营运线路 85 条，线路总长度约 7,542.94 万公里，2017 年运营人次共计 2.51 亿人次。公司交通运输业务 2017 年实现收入 25,432.61 万元，同比小幅下降 6.11%。交通运输业务承担了较多的公共服务功能，公交乘车票价受政策定价限制利润空间小，公司车辆更新较快，尤其是近年来增加新能源汽车投入，折旧成本增长较快，2017 年交通运输业务毛利率为-42.45%，较上年减少 18.36 个百分点，亏损有所加剧。公交集团收到政府燃油补贴、线路补贴、纯电动车亏损补贴等合计 5,982.60 万元，交通运输业务仍较依赖于政府财政补贴。

跟踪期公司水务业务收入有所提高

公司水务业务主要由子公司十堰市水务有限公司（以下简称“水务公司”）承担。水务公司主要经营城市自来水供应业务。跟踪期内，水务公司供水能力仍为 15 万吨/日，当期供水量及售水量均有所上升，公司当期漏损率由 19%升高至 26%。2017 年公司供水及售水分别达到 4,633 万吨及 3,422 万吨，同比分别增加 15.54%及 5.39%。

表8 2016-2017 年水务公司经营数据

项目	2017 年	2016 年
水厂（座）	2	2
供水能力（万吨/日）	15	15
服务人口（万人）	25	25
供水量（万吨）	4,633	4,010
售水量（万吨）	3,422	3,247
漏损率	26%	19%
综合水质合格率	99.95%	99.95%

资料来源：公司提供

2017年公司城市水务实现收入5,398.24万元，较上年提升15.52%，主要系当期售水量上升所致，但当期毛利率为21.83%，下降38.09个百分点，主要系水务公司将污水处理资产对外委托运营，2016年公司将该28,504.85万元污水处理资产重分类到其他非流动资产，该等资产委托运营期间已计提资产折旧2,205.76万元，冲减当期营业成本，导致2016年毛利率远高于正常水平，2017年毛利率为正常水平。

公司在资本投入和财政补贴方面获得股东及当地政府持续支持

公司继续得到股东及十堰市政府在财政补贴等方面的大力支持。在资本投入方面，根据十财函[2018]1号文件，2017年十堰市财政局通过债权转资本方式投入50.76亿元，计入其他资本公积，优化了公司的资本结构；2017年，公司获得财政补贴合计9,631.74万元，其中公交集团取得补贴5,982.60万元，提升了公司的营运能力。

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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2016年数据采用的是2017年度审计报告期初数或上年同期数，追溯调整年初科目明细见附录七。2017年公司合并范围有7家子公司，明细见附录五。

资产结构与质量

公司资产规模出现下降，存货及其他应收款占比较大，土地抵押比率较高，整体资产流动性弱

截至2017年末，公司资产规模为515.28亿元，小幅下降1.87%，主要是公司当期偿付有息债务规模较大所致，公司资产仍以流动资产为主。

表9 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
流动资产合计	5,045,926.10	97.93%	5,153,570.98	98.15%
其中：货币资金	449,256.58	8.72%	631,227.93	12.02%
应收账款	265,727.16	5.16%	5,024.28	0.10%
预付款项	480,612.80	9.33%	1,889,799.61	35.99%
其他应收款	639,071.47	12.40%	430,616.34	8.20%
存货	3,208,809.02	62.27%	2,196,396.63	41.83%
非流动资产合计	106,859.52	2.07%	97,287.14	1.85%
资产总计	5,152,785.62	100.00%	5,250,858.12	100.00%

资料来源：公司 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、预付款项、其他应收款及存货构成。公司货币资金余额 44.93 亿元，主要为银行存款，较上年末减少 28.83%，主要是跟踪期内公司偿付有息债务所致，期末公司货币资金不存在使用受限情况。2017 年公司应收账款大幅增加，期末应收账款余额为 26.57 亿元，主要是由于公司部分代建项目完工结算导致对十堰市财政局的应收账款大幅增加，占期末应收账款余额的 98.58%，2017 年公司计提坏账准备 1,316.34 万元。公司其他应收款期末余额为 63.91 亿元，同比增长 48.41%，主要是公司与十堰市经济技术开发区管理委员会（以下简称“十堰经开区管委会”）、张湾区政府、茅箭区政府及十堰市高新技术开发区（以下简称“十堰高新区”）往来款增加所致，前五大欠款方分别为应收十堰经开区管委会 14.85 亿元，应收十堰市张湾区政府 13.77 亿元，应收十堰市茅箭区政府 13.18 亿元，应收十堰市郧阳区政府 8.36 亿元，应收十堰高新区 1.60 亿元，前五大欠款方均为政府机构，所欠金额占比为 80.55%。截至 2017 年末，公司应收款项合计较上年末增长 107.69%。跟踪期内，公司应收款项规模较大且增速较快，对公司资金形成较大占用，且回收时间存在不确定性。

公司预付账款均是未完工待结算在建项目工程款，2017 年预付账款大幅下降，主要系大量预付工程项目竣工结算转入存货所致。截至 2017 年末，公司预付账款为 48.06 亿元，同比下降 74.57%，公司预付账款主要包括预付十堰市火车站北广场棚户户区综合改造项目及红卫花果片区棚改项目等项目。公司工程结算进度慢，结算周期长，大量资金垫付被占用，资金使用效率低。

表10 2017 年末公司预付账款前五大单位构成情况（单位：万元）

单位名称	金额	占预付账款总额的比例
十堰市财政局	57,582.88	11.98%
十堰茂达建设开发有限公司	34,300.00	7.14%
孝感市市政园艺工程总公司	26,000.00	5.41%
十堰市水利水电有限责任公司	25,100.00	5.22%
十堰天正房地产开发有限公司	24,910.00	5.18%
合计	167,892.88	34.93%

资料来源：公司 2017 年审计报告

存货是公司最主要资产，截至 2017 年末，公司存货账面价值 320.88 亿元，占期末总资产的 62.27%，其中主要包括待处置土地资产 163.23 亿元、委托代建项目 147.13 亿元及自营项目 10.47 亿元。期末存货增加较快主要是期初计入预付账款的工程项目完工结算转入开发成本所致。其中已抵押待处置土地资产账面价值 92.04 亿元，抵押比例为 56.39%。

整体来看，公司资产规模出现小幅下降，存货占比较大，土地抵押比率较高，应收款项规模较大且增速较快，对公司资金形成较大占用，资产整体流动性弱。

盈利能力

2017年公司确认委托代建业务收入，营业收入大幅增加，政府补贴对公司的盈利能力形成了补充

2017年公司营业收入为37.37亿元，较2016年末增加28.61亿元，增幅为326.50%，主要系公司确认委托代建业务收入。公司委托代建项目收入为29.50亿元，占公司营业收入的78.95%，为公司主要收入来源。土地整理业务实现收入4.49亿元，同比下降18.32%，该业务易受当地房地产市场及土地市场影响具有波动性。公共交通运输实现收入2.54亿元，受制于公司增加新能源汽车投入，折旧成本增长较快，亏损有所加剧，该业务仍较依赖于政府财政补贴。

2017年公司资产减值损失为2,670.89万元，同比增加2,299.56万元，增加较多，主要为当期确认的坏账损失。投资收益为550.38万元，主要系权益法下长期股权投资取得的投资收益，其中投资十堰新捷天然气有限公司确认278.10万元投资收益和投资十堰市车城通科技有限公司确认100.75万元投资收益。

从公司盈利能力看，2017年公司综合毛利率为7.30%，较之2016年下降32.45%，主要系新增委托代建业务毛利率较低且收入占比较高所致。2017年公司利润总额为2.82亿元，同比下降21.87%，盈利能力有所下降。2017年接受政府补贴为0.96亿元，占当期利润总额

的34.13%，政府补贴对公司的盈利能力形成了补充。

整体来看，跟踪期内，公司新增委托代建业务收入，营业收入规模大幅增加，政府补贴对公司的盈利能力形成了补充。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	373,732.50	87,628.66
资产减值损失	2,670.89	371.33
投资收益	550.38	17.36
其他收益	9,118.34	0.00
营业利润	27,561.65	23,655.36
营业外收入	851.85	12,553.62
利润总额	28,221.25	36,122.10
综合毛利率	7.30%	39.75%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司主业收现情况表现较差，且经营活动现金流仍净流出，新增融资规模大幅减少，未来工程项目建设资金需求较大，资金压力较大

跟踪期内，公司主业收现情况表现较差，2017 年收现比为 0.33，由于大量基础设施建设工程未完成结算且当期公司支付其他与经营活动有关的现金规模较大，2017 年公司经营活动现金流为-14.50 亿元，连续四年持续大额净流出。公司目前主要在建、拟建项目后续仍需投资 32.30 亿元，未来项目建设资金需求将加大，面临较大的资金压力。

从公司投资活动产生的现金流情况看，2017 年公司投资活动现金流入较少，其产生的投资活动现金流出均为公司购建固定资产支付现金所致，全年投资活动现金流净额为-7.76 亿元。

从公司筹资活动产生的现金流情况来看，2017 年公司筹资活动现金流呈现持续净流入，净流入金额为 4.06 亿元，公司净融资规模大幅下降。公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金 39.98 亿元，另外公司收到其他与筹资活动有关的现金 0.16 亿元是收到资金拆借借款利息；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支出现金 25.93 亿元，支付利息支出 11.53 亿元，筹资活动流出金额为 37.96 亿元。

综合而言，公司主业收现情况表现较差，且经营活动现金流仍为净流出，在建工程数量多、规模较大，委托代建项目经营将加大经营活动资金需求，公司新增融资规模大幅减少，公司后续资金压力较大。

表12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.33	2.39
销售商品、提供劳务收到的现金	123,959.30	209,135.18
收到的其他与经营活动有关的现金	212,933.76	58,835.95
经营活动现金流入小计	336,893.06	267,972.41
购买商品、接受劳务支付的现金	190,618.23	329,114.95
支付的其他与经营活动有关的现金	265,793.99	194,580.92
经营活动现金流出小计	481,938.22	545,007.62
经营活动产生的现金流量净额	-145,045.16	-277,035.21
投资活动产生的现金流量净额	-77,559.65	-220,237.67
筹资活动产生的现金流量净额	40,633.46	864,951.73
现金及现金等价物净增加额	-181,971.35	367,678.85

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债总额及有息债务规模均出现下降，但偿债压力仍较大

2017年公司负债总额出现下降，截至2017年末，公司负债总额为266.14亿元，同比下降64.00亿元。截至2017年末，公司所有者权益为249.14亿元，同比增长27.80%，主要是十堰市财政局债权转资本投入50.76亿元，计入其他资本公积所致。综合因素下，产权比率出现下降，所有者权益对负债保障程度有所好转。

表13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	2,661,367.35	3,301,353.37
所有者权益	2,491,418.26	1,949,504.75
产权比率	106.82%	169.34%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要是应付账款、其他应付款及一年内到期的长期负债构成。应付账款主要是公司应付工程款，2017年末公司应付账款余额为7.42亿元，较上年末同比增长5.62亿元，新增主要是应付张湾区城市建设用地整理指挥部3.06亿元及东风设计研究院有限公司1.03亿元等。跟踪期内公司其他应付款规模大幅下降，其中，应付十堰市盈森贸易有限公司10.08亿元、应付股东十堰市财政局10.05亿元、十堰利路达公路建设有限公司9.10亿元、湖北拓瑞工贸有限公司8.08亿元及十堰市鑫磊鑫工贸有限公司7.42亿元等。一年内到的长期负债余额为24.27亿元，包括应付一年内到期的长期借款15.67亿元及一年内到期的应付债券

8.60亿元，一年内到期的应付债券分别是“12十堰城投债”2.40亿元、“13十堰城投债”3.20亿元、“14十堰城投债”3.00亿元。

公司负债以非流动负债为主。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至2017年末，公司长期借款余额129.17亿元，同比下降22.37%，主要是当期偿还各类信用借款、抵押借款等长期借款。2017年末，公司应付债券32.80亿元包括现有四期债券，均为7年期固定利率债券，每年付息一次，其中“12十堰城投债”将于2019年4月20日到期（明细见表15）。

表14 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
流动负债合计	1,016,269.54	38.19%	1,202,430.13	36.42%
应付账款	74,198.70	2.79%	17,981.26	0.54%
其他应付款	642,625.35	24.15%	982,261.41	29.75%
一年内到期的长期负债	242,710.00	9.12%	148,488.00	4.50%
非流动负债合计	1,645,097.81	61.81%	2,098,923.24	63.58%
其中：长期借款	1,291,705.83	48.54%	1,663,843.75	50.40%
应付债券	328,000.00	12.32%	414,000.00	12.54%
长期应付款	7,365.24	0.28%	3,052.73	0.09%
负债总额	2,661,367.35	100.00%	3,301,353.37	100.00%
有息债务	1,869,533.60	70.25%	2,237,331.75	67.77%

注：有息债务=短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款（财政局债转贷资金）。

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

表15 截至2017年末公司应付债券情况（单位：万元）

项目	期初余额	2018 年需兑付本金	期末余额	到期日
12 十堰城投债	48,000.00	24,000.00	24,000.00	2019 年 4 月 20 日
13 十堰城投债	96,000.00	32,000.00	64,000.00	2020 年 10 月 11 日
14 十堰城投债	120,000.00	30,000.00	90,000.00	2021 年 8 月 20 日
16 十堰管廊债	150,000.00	0.00	150,000.00	2026 年 1 月 11 日
合计	414,000.00	86,000.00	328,000.00	-

资料来源：公司2017年审计报告

跟踪期内公司有息债务规模下降，由2016年末的223.73亿元下降至186.95亿元。2018年3月十堰城投子公司十堰城市发展投资经营有限公司向兴业银行股份有限公司十堰分行、中国建设银行股份有限公司十堰分行、中国农业银行股份有限公司十堰分行、中国邮政储蓄股份有限公司十堰市分行借款39.60亿元，增加了公司有息债务压力。截至2017年

末公司有息债务偿还分布如下表所示。近三年公司每年偿还借款本息均在40亿元左右，公司存在较大的偿债压力。

表16 截至 2017 年 12 月 31 日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
本金	291,247.60	331,772.60	218,969.60	1,027,543.80
利息	109,067.10	95,806.17	141,969.60	-
合计	400,314.70	427,578.77	360,939.20	-

资料来源：公司提供

偿债能力方面，跟踪期内公司融资活动放缓且有息债务规模下降，2017年末公司资产负债率下降至51.65%，较上年末下降11.22个百分点。流动比率及速动比率分别为4.97及1.81，短期偿债压力仍较大。EBITDA利息保障倍数由2016年的0.49进一步下降至2017年的0.32，EBITDA对利息保障程度很弱。从公司融资能力来看，公司资产主要以存货及应收款项为主，其中待处置土地抵押比率较高，公司整体资产的流动性弱，一定程度限制了公司的财务弹性。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	51.65%	62.87%
流动比率	4.97	4.29
速动比率	1.81	2.46
EBITDA（万元）	35,484.57	54,100.91
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.49
有息债务/EBITDA	52.69	41.35

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

公司对外担保余额较大，且均无反担保措施，存在一定或有负债风险

截至2017年12月31日，公司为对外提供担保余额为16.77亿元，被担保方均为国有企业，但公司均未设置反担保措施，担保余额占2017年末净资产比重为6.73%，存在一定或有负债风险。

表18 截至2017年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
十堰市茅箭区城市基础设施建设投资有限公司	34,485.23	2035.8.30	否

十堰郧阳惠民住房投资开发有限公司	20,000.00	2035.9.27	否
十堰市茅箭区城市基础设施建设投资有限公司	10,000.00	-	否
十堰市茅箭区城市基础设施建设投资有限公司	10,000.00	-	否
十堰市郧阳区城市投资开发有限公司	20,000.00	-	否
十堰市郧阳区城市投资开发有限公司	36,700.00	2021.6.24	否
十堰市郧阳区城市投资开发有限公司	36,500.00	2023.6.15	否
合计	167,685.23	-	-

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

七、评级结论

2017 年，十堰市经济实力不断提升，公共财政收入有所增加；公司继续得到较大的外部支持；公司在建工程项目较多，业务持续性较好。同时我们也关注到了公司经营活动现金流持续净流出，现金流表现较差，公司资金支出压力较大；公司资产以存货为主，且抵押占比较高，预付账款与应收款项规模较大，对资金形成占用，且回收时间不确定，整体资产流动性弱；公司有息债务规模仍然较大，EBITDA 利息保障倍数持续下滑，偿债压力较大；公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险及公司发行债券募投项目存在未按约定回购的情况等风险因素。

综上所述，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AA，本期债券信用等级维持为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
流动资产：			
货币资金	449,256.58	631,227.93	263,549.07
短期投资	0.00	0.00	1,330.29
应收票据	80.62	192.88	0.00
应收账款	265,727.16	5,024.28	36,384.23
预付款项	480,612.80	1,889,799.61	1,450,046.79
应收利息	0.00	313.32	73.56
其他应收款	639,071.47	430,616.34	325,362.49
存货	3,208,809.02	2,196,396.63	10,392.46
其他流动资产	2,368.46	0.00	0.00
流动资产合计	5,045,926.10	5,153,570.98	2,087,138.89
非流动资产：			
可供出售金融资产	12,887.80	0.00	0.00
长期股权投资	3,021.32	15,467.80	7,780.00
固定资产	38,523.43	30,610.23	53,020.80
在建工程	11,693.44	11,580.67	8,791.70
无形资产	9,459.77	7,985.93	7,133.83
长期待摊费用（递延资产）	2,720.92	3,137.65	2,674.17
其他非流动资产	28,552.77	28,504.85	1,826,695.13
非流动资产合计	106,859.52	97,287.14	1,836,503.13
资产总计	5,152,785.62	5,250,858.12	3,993,234.52
流动负债：			
短期借款	0.00	8,000.00	4,000.00
应付票据	117.77	0.00	0.00
应付账款	74,198.70	17,981.26	20,927.21
预收款项	3,521.32	3,641.10	3,681.02
应付职工薪酬	3,645.36	3,207.31	3,133.44
应交税费	30,454.50	17,697.68	16,418.49
应付利息	18,996.54	21,153.37	0.00
其他应付款	642,625.35	982,261.41	794,250.48
预提费用	0.00	0.00	13,781.25
一年内到期的长期负债	242,710.00	148,488.00	5,300.00
流动负债合计	1,016,269.54	1,202,430.13	861,491.88
非流动负债：			

长期借款	1,291,705.83	1,663,843.75	879,900.26
应付债券	328,000.00	414,000.00	406,000.00
长期应付款	7,365.24	3,052.73	241.57
递延收益	18,026.75	18,026.75	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	16,026.75
非流动负债合计	1,645,097.81	2,098,923.24	1,302,168.58
负债合计	2,661,367.35	3,301,353.37	2,163,660.46
所有者权益（或股东权益）：			
实收资本（股本）	251,300.00	251,300.00	171,900.00
资本公积	1,904,253.32	1,392,424.52	1,389,314.28
盈余公积	33,359.26	30,047.94	26,765.80
未分配利润	289,188.74	264,245.28	231,415.64
归属于母公司所有者权益合计	2,478,101.32	1,938,017.74	1,819,395.73
少数股东权益	13,316.94	11,487.01	10,178.34
所有者权益合计	2,491,418.26	1,949,504.75	1,829,574.07
负债和所有者权益总计	5,152,785.62	5,250,858.12	3,993,234.52

注：2016 年数据采用 2017 年度审计报告期初数或上年同期数。

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、营业收入	373,732.50	87,628.66	115,981.55
营业成本	346,439.84	52,799.01	60,592.79
营业税金及附加	1,453.60	344.82	3,122.97
销售费用	1,419.65	1,315.53	1,392.56
管理费用	6,154.21	5,392.83	7,701.18
财务费用	-2,298.61	3,767.14	3,535.77
资产减值损失	2,670.89	371.33	0.00
投资收益（损失以“-”号填列）	550.38	17.36	0.00
其他收益	9,118.34	0.00	0.00
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	27,561.65	23,655.36	41,457.37
加：营业外收入	851.85	12,553.62	1,720.96
投资收益	-	-	21.21
补贴收入	-	-	6,311.63
减：营业外支出	192.24	86.89	266.74
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	28,221.25	36,122.10	49,244.44
减：所得税费用	129.95	20.90	20.96
四、净利润（净亏损以“-”号填列）	28,091.30	36,101.21	49,336.68
减：少数股东损益	-163.48	-10.57	-113.20
五、归属于母公司所有者的净利润	28,254.78	36,111.77	0.00

注：2016 年数据采用 2017 年度审计报告期初数或上年同期数。

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	123,959.30	209,135.18	46,473.62
收到的税费返还	0.00	1.28	1.39
收到其他与经营活动有关的现金	212,933.76	58,835.95	158,038.29
经营活动现金流入小计	336,893.06	267,972.41	204,513.30
购买商品、接受劳务支付的现金	190,618.23	329,114.95	393,755.32
支付给职工以及为职工支付的现金	23,815.24	19,631.90	16,907.80
支付的各项税费	1,710.76	1,679.85	1,059.68
支付其他与经营活动有关的现金	265,793.99	194,580.92	23,577.63
经营活动现金流出小计	481,938.22	545,007.62	435,300.43
经营活动产生的现金流量净额	-145,045.16	-277,035.21	-230,787.13
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	0.00	2,275.00	250.00
取得投资收益收到的现金	189.05	47.65	16.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	9.88	17.99	9.01
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	21.96
投资活动现金流入小计	198.94	2,340.64	297.93
购建固定资产、无形资产和其他长期资产	77,678.59	213,905.51	13,987.69
投资支付的现金	80.00	8,662.80	1,350.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	10.00	0.00
投资活动现金流出小计	77,758.59	222,578.31	15,337.69
投资活动产生的现金流量净额	-77,559.65	-220,237.67	-15,039.76
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	232.00	79,432.00	48,532.00
取得借款收到的现金	399,755.00	983,296.00	409,476.19
收到其他与筹资活动有关的现金	20,218.69	1,553.76	1,666.20
筹资活动现金流入小计	420,205.69	1,064,281.76	459,674.39
偿还债务支付的现金	259,282.71	99,313.37	70,620.59
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	115,289.52	100,016.65	78,083.21
支付其他与筹资活动有关的现金	5,000.00	0.00	2,000.00
筹资活动现金流出小计	379,572.23	199,330.02	150,703.80
筹资活动产生的现金流量净额	40,633.46	864,951.73	308,970.59
四、现金及现金等价物净增加额	-181,971.35	367,678.85	63,143.70

注：2016 年数据采用 2017 年度审计报告期初数或上年同期数。

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	28,254.78	36,111.77	49,336.68
加：少数股东损益	-163.48	-10.57	-113.20
资产减值准备	2,670.89	371.33	521.16
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,996.52	5,770.70	8,138.55
无形资产摊销	477.50	443.68	315.32
长期待摊费用摊销	416.73	1,284.08	852.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-96.95	-6.97	-962.24
财务费用（收益以“-”号填列）	372.57	10,511.26	4,489.58
投资损失（收益以“-”号填列）	-550.38	-17.36	-21.21
存货的减少（增加以“-”号填列）	-13,753.83	-38,868.71	-6,825.42
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	94,631.74	-550,680.59	-547,167.53
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-263,301.26	258,056.17	261,221.55
其他	0.00	0.00	-572.90
经营活动产生的现金流量净额	-145,045.16	-277,035.21	-230,787.13

注：2016 年数据采用 2017 年度审计报告期初数或上年同期数。

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	7.30%	39.75%	47.76%
产权比率	106.82%	169.34%	118.26%
资产负债率	51.65%	62.87%	54.18%
流动比率	4.97	4.29	2.42
速动比率	1.81	2.46	2.41
EBITDA（万元）	35,484.57	54,100.91	63,255.63
EBITDA 利息保障倍数	0.32	0.49	0.80
有息债务/EBITDA	52.69	41.35	20.48

注：2016 年数据采用 2017 年度审计报告期初数或上年同期数。

资料来源：公司 2015、2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本(万元)	持股比例	主营业务
十堰市城市公交集团有限公司	6,000.00	100%	城市公交车营运
十堰市水务有限公司	8,329.90	100%	自来水生产、供应、销售
十堰武当山乙旅游投资股份有限公司	36,000.00	60%	旅游资源、旅游项目、土地项目的开发
十堰市城投置业有限公司	15,700.00	100%	房地产开发、销售
十堰城投传媒有限公司	200.00	100%	设计、制作、发布国内各类广告业务
十堰滨江建设开发有限公司	50,000.00	70%	城市基础设施建设及投资
十堰城市发展投资经营有限公司	12,000.00	70%	城市基础设施建设投资及经营；铁路建设及投资经营

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/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+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款（财政局债转贷资金）

附录七 2017年审计报告追溯调整年初科目明细（单位：元）

报表名称	原使用科目	2017 年使用科目	年初余额
合并资产负债表	其他长期资产-待处置土地资产	存货-开发成本	15,829,493,216.58
	其他长期资产-委托代建项目	存货-开发成本	5,513,236,161.28
合并利润表	管理费用-坏账准备	资产减值损失	3,713,280.32

资料来源：公司2017年审计报告

附录八 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。