

武穴市城市建设投资开发有限公司

# 2019 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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员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员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。

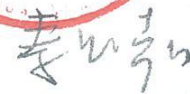
本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

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等级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



## 武穴市城市建设投资开发有限公司 2019 年公司债券信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】第 Z  
【26】号 01

分析师

姓名：  
熊冲 宋根南

电话：  
0755-82872123

邮箱：  
xiongch@cspengyuan.co  
m

本期债券信用等级：AAA

发行规模：10.8 亿元

债券期限：7 年

担保主体：重庆三峡融资担保集团股份有限公司

债券偿还方式：按年付息，分次还本，在债券存续期的第 3 年末起至第 7 年末分别按照  
债券发行总额 20% 的比例分期偿还本金

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

评级日期：  
2019 年 1 月 23 日

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股份  
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.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对武穴市城市建设投资开发有限公司（以下简称“武穴城投”或“公司”）本次拟发行总额 10.8 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好基础；公司代建项目较多，业务持续性较好；且持续获得较大的外部支持；重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）为本期债券提供全额的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。同时，中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，未来面临的资金支出压力较大；有息负债规模持续攀升，偿债压力较大以及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。近年来，武穴市经济保持快速增长，2015-2017 年分别实现 GDP241.87 亿元、260.78 亿元和 290.29 亿元，增速分别为 9.4%、8.0%和 7.9%，均高于全国平均 GDP 增速，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司代建项目较多，业务可持续性较好。公司为武穴市重要的投融资主体，截至 2017 年末，公司已签订委托代建框架协议协议的在建项目预计总投资 57.45 亿元，尚未结转成本 30.78 亿元，后续至少需投资 20.58 亿元，未来综合开发项目业务持续

性较好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**股东在资产注入等方面给予了公司较大支持，近三年注入扶持资本和资产合计 10.07 亿元。且公司 2015-2017 年分别获得了当地政府 3,100.00 万元、3,000.00 万元、3,590.00 万元的补贴收入。
- **第三方提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**三峡担保经营状况稳定，经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

### 关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司主要资产为应收账款、其他应收款及存货，应收款项主要为政府回购款及与政府往来款，合计占资产总额的 17.49%，回收时间具有较大不确定性。存货账面价值为 424,295.00 万元，占资产总额的比重为 69.18%，其中已抵押土地的账面价值占存货中土地资产的比重为 76.16%，资产流动性较弱。
- **公司存在较大的资金支出压力。**2015-2017 年公司经营活动产生的现金分别净流出 58,339.22 万元、123,769.03 万元和 80,981.79 万元，经营活动现金流表现不佳；截至 2017 年末，公司综合开发项目尚需投入 205,755.21 万元，本期债券募投项目，公司尚需投入 102,435.05 万元（扣除公司 2018 年已投入的 60,200.00 万元项目建设资金及土地出让金），共计 308,190.26 万元，资金支出压力较大。
- **有息负债持续攀升，偿债压力较大。**截至 2017 年末，公司有息债务规模为 258,885.21 万元，占负债总额的比重为 92.77%，2015 年至 2017 年三年复合增长率为 49.38%，偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外提供担保金额为 63,999.00 万元，占期末净资产比例为 19.14%，且对武穴世联工业园开发有限公司的担保债务已逾期违约，虽然截至 2018 年末公司已履行代偿责任，但剩余担保规模仍较大，且主要以民企为主，仍面临一定的代偿风险。

### 主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	613,353.90	500,975.15	428,459.54
所有者权益合计（万元）	334,306.34	303,383.85	245,524.11

有息债务（万元）	258,885.21	182,509.19	116,011.50
资产负债率	45.50%	39.44%	42.70%
流动比率	10.47	6.30	2.95
营业收入（万元）	44,671.72	31,260.78	29,426.71
营业外收入（万元）	3,612.00	3,023.62	3,118.00
利润总额（万元）	11,107.94	8,783.74	7,890.11
综合毛利率	16.72%	16.83%	16.75%
EBITDA（万元）	11,161.77	8,814.16	7,920.72
EBITDA 利息保障倍数	0.62	1.03	1.31
经营活动现金流净额（万元）	-80,981.79	-123,769.03	-58,339.22

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

### 三峡担保主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益合计（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
当期担保发生额（万元）*	3,039,484.48	6,047,279.67	4,171,959.32
融资担保在保责任余额（万元）*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率*	1.52%	1.67%	1.53%

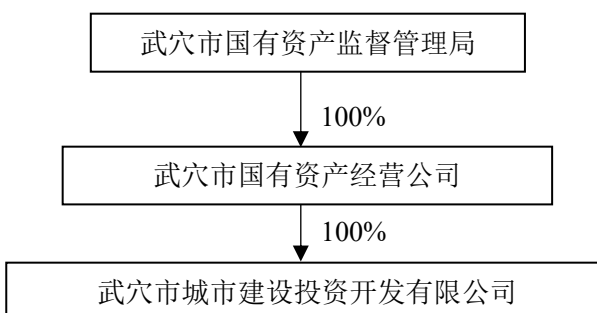
注：“\*”表示数据为母公司口径；2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数（上年数）。

资料来源：三峡担保 2015 和 2017 年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司是根据《武穴市建设局关于申请划拨国有股资金筹建武穴市城市建设投资开发有限公司的请示》的批示于2004年12月由武穴市国有资产经营公司（以下简称“武穴国资”）和武穴市自来水公司共同出资设立，初始注册资本为510万元，其中武穴国资出资500万元，持股98.07%；武穴市自来水公司出资10.00万元，持股1.93%。后经多次增资及股权转让，截至2018年6月30日，公司注册资本和实收资本均为100,000.00万元，由武穴国资100%出资控股。武穴国资为公司控股股东，实际控制人为武穴市人民政府，公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是武穴市城市开发的重要投融资和建设主体，主要承担武穴市城市基础设施建设、土地整理、保障房建设等项目的投融资及建设任务。

截至2017年12月31日，纳入公司合并范围的子公司4家，具体如下表所示。

表 1 截至 2017 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
武穴市东晟广告传媒有限公司	100.00	100.00%	广告业务
武穴市安捷机动车安全环保检测有限公司	200.00	100.00%	机动车安全环保检测
武穴市刊江村镇投资有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施投资建设
武穴市建瓴发展置业有限公司	10,000.00	100.00%	工程施工

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

截至2017年12月31日，公司资产总额为61.34亿元，所有者权益合计为33.43亿元，资产负债率为45.50%；2017年度，公司实现营业收入4.47亿元，利润总额1.11亿元，经营活动现金净流出8.10亿元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2019年武穴市城市建设投资开发有限公司公司债券；

**发行总额：**10.8亿元；

**债券期限和利率：**7年期固定利率；

**还本付息方式：**每年付息一次，在债券存续期内的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金；

**增信方式：**三峡担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额10.8亿元，募集资金投向明细如下：

表 2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
武穴市 2017 年棚户区改造项目（一期）工程	162,635.05	66,000.00	40.58%
补充营运资金	-	42,000.00	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>108,000.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （1）项目概况

武穴市2017年棚户区改造项目（一期）工程项目的选址地点主要位于刊江大道南侧、玉湖路西侧（下关村），建设内容是主要对武穴市一期五处棚户区即长江大桥安置小区（余祥、刘桂）、吴谷英幸福小区、市政府人大栖贤路地块、樟树下大三角、东西两港沿线等五个棚户区进行征收改造和安置。该项目涉及棚户区居民2,384户，征收棚户区居民房屋面积403,000.00平方米，其中：长江大桥安置小区（余祥、刘桂）棚户区拆迁面积87,000.00平方米，户数435户；吴谷英幸福小区棚户区片区拆迁面积43,000.00平方米，户数239户；市政府人大栖贤路地块棚户区片区拆迁面积62,600平方米，户数409户；樟树下大三角棚户区片区拆迁面积49,800.00平方米，户数289户，东西两港沿线棚户区片区拆迁面积160,600平方米，户数1012户。

该项目拟建安置小区1个，用地面积合计335.94亩，总建筑面积590,117.00平方米，其中：住宅建筑面积443,800.00平方米，总套数3,729套；配套商业服务建筑面积54,144.00平方米，公建设施建筑面积3,617.00平方米，架空层、地下人防及车库工程88,556.00平方米。

安置房小区配套建设停车位(车库)3,011个。安置还建比1:1.1; 配套完成小区内道路绿化、消防、变配电、给排水管网、安防弱电、燃气管网等辅助设施建设。

#### (2) 项目资金来源及建设进度

项目计划总投资为162,635.05万元。项目建设期预计为24个月, 项目已于2017年11月正式开工建设。截至2018年末, 公司已投入约6.02亿元资金用于项目建设及土地出让金缴纳, 该笔款项为2018年支付, 2017年审计报告无体现。

#### (3) 项目审批情况

项目已经武穴市发展和改革委员会“武发改【2017】107号”文件批复以及“武发改【2016】247号”对武穴市2017年棚户区改造项目(一期)工程节能评估报告的审查意见; 已取得武穴市国土资源局出具的《关于武穴市2017年棚户区改造项目(一期)用地预审意见》(武土资预审函【2017】12号)的批复; 经武穴市环境保护局“武环建【2017】20号”批复同意; 已取得武穴市城乡规划局“武规执【2017】2号”和“武规执【2017】3号”《关于武穴市2017年棚户区改造项目(一期)的选址意见》和《关于武穴市2017年棚户区改造项目(一期)的规划意见》; 已取得武穴市维护稳定工作领导小组办公室出具的《关于武穴市2017年棚户区改造项目(一期)社会稳定风险评估的复函》(武稳办函【2017】5号):

#### (4) 项目收益情况

根据《武穴市2017年棚户区改造项目(一期)工程可行性研究报告》, 拆迁居民有权优先购买该项目安置房, 剩余配套建设的商服设施、车库由公司自行市场销售。根据建设情况, 计划第3年(运营期第一年)开始出售, 其中: 住宅区, 第3年销售总面积的24%, 第4年销售总面积的24%, 第5年销售总面积的20%, 第6年销售总面积的17%, 第7年销售总面积的15%; 商铺, 第3年销售总面积的24%, 第4年销售总面积的24%, 第5年销售总面积的20%, 第6年销售总面积的17%, 第7年销售总面积的15%。

该项目由公司负责运营, 将通过住宅、商铺及车库销售实现销售收入, 其中住宅面积为443,800平方米, 预计实现销售收入为153,111.00万元; 用于销售的安置区车库2,400个, 预计实现销售收入为19,200.00万元; 配套商业54,144平方米, 预计实现销售收入为43,315.20万元, 共计预计可实现收入215,626.20万元。但受当地经济发展等因素影响, 该项目竣工后车库及配套商铺未来租赁及出售价格以及出租率能否达预期具有不确定性。

**表 3 武穴市 2017 年棚户区改造项目(一期)工程销售收入(单位: 平方米(个)、元/平方米(个)、万元)**

项目名称	销售面积	销售价格	运营期第一年	运营期第二年	运营期第三年	运营期第四年	运营期第五年	合计
------	------	------	--------	--------	--------	--------	--------	----



住宅销售收入	443,800	3,450	36,746.64	36,746.64	30,622.20	26,028.87	22,966.65	<b>153,111.00</b>
商业用房销售收入	54,144	8,000	10,395.65	10,395.65	8,663.04	7,363.58	6,497.28	<b>43,315.20</b>
车库销售收入	2,400	80,000	4,608.00	4,608.00	3,840.00	3,264.00	2,880.00	<b>19,200.00</b>
<b>合计</b>	-	-	<b>51,750.29</b>	<b>51,750.29</b>	<b>43,125.24</b>	<b>36,656.45</b>	<b>32,343.93</b>	<b>215,626.20</b>

注：根据《武穴市 2017 年棚户区改造项目（一期）工程可行性研究报告》，公司住宅、商铺以及车库的销售价格分别为当地市场价格的 81.80%、72.16% 和 63.36%

资料来源：《武穴市 2017 年棚户区改造项目（一期）工程可行性研究报告》，中证鹏元整理

## 四、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

美元强势周期叠加贸易摩擦升级使我国经济外部环境不确定因素增加；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行保持稳定态势，但随着贸易摩擦的不断升级，未来经济下行压力仍较大

近年来，全球经济基本摆脱了2008年金融危机的阴影，整体呈现逐步复苏的态势，但2018年以来全球复苏的阶段性压力逐渐显现，全球经济遇到的风险和困难逐步增多。从主要经济体来看，美国经济增长较为平稳，美联储保持了渐进加息的态势，美元处于强势周期，全球资本回流美国的态势较为显著。欧洲经济逐渐复苏但复苏动能有所减弱，政治风险有所缓解。日本经济维持温和增长，货币政策维持宽松，紧缩步伐放缓。新兴经济体表现参差不齐，受美联储加息及强势美元影响，部分新兴市场资本流出，货币大幅贬值，金融市场持续动荡。此外，美国推行的贸易保护主义使地区间贸易摩擦升级，特朗普政府行为的不确定性等因素不利于经济形势和金融市场的稳定。

近年来，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力创新和完善宏观调控，经济运行整体上保持稳定态势。2015-2017年，国内生产总值（GDP）从68.91万亿元增长至82.71万亿元，增长率分别为6.9%、6.7%和6.9%，2018年上半年国内生产总值（GDP）同比增长6.8%。经济结构出现重大变革，2015-2017年，最终消费对经济增长的平均贡献率超过60.0%，服务业占GDP比重均超过50%，经济增长实现从主要依靠工业带动转为工业和服务业共同带动，从主要依靠投资拉动转为消费和投资一起拉动。产业结构优化升级，服务业成为支撑经济稳定增长的主动力量，新兴产业不断壮大，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。投资增速逐年放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善。进出口总额在2015年、2016年连续下降的情况下，2017年增速由负转正，实现回稳向好。居民消

费价格指数（CPI）温和上涨，2015-2017年年均上涨1.7%，保持较低水平；2015-2017年，工业生产者出厂价格指数（PPI）增速分别为-5.2%、-1.4%和6.3%，2017年结束了自2012年以来连续5年的下降态势。

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。在财政收支矛盾较大情况下，我国实施减税降费，分步骤全面推开营改增。加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换。调整财政支出结构，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，财政赤字率一直控制在3%以内。2015-2017年，我国一般公共预算收入逐年上升，分别为15.22万亿元、15.96万亿元和17.26万亿元，一般公共预算支出分别为17.56万亿元、18.78万亿元和20.33万亿元，逐年增长，财政赤字率均控制在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。

2018年上半年，我国经济形势整体保持稳健，经济增长、通胀水平和就业较为平稳，供给侧改革扎实推进。目前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。在供给侧结构性改革、简政放权和创新战略的驱动下，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作，推动质量变革、效率变革、动力变革。积极的财政政策更加积极，加大减税降费力度，优化财政支出结构，通过加快地方专项债券发行、稳定融资平台贷款来源等有效保障在建项目融资需求，加大基础设施建设投资力度；稳健的货币政策松紧适度，社会融资规模保持适度，结构性降准为实体经济融资提供便利。但是，我国经济外部环境不确定因素增加，中美贸易摩擦不断升级，美元强周期下人民币存在贬值压力，抢出口导致出口数据大增，但未来出口下行压力较大，补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，基建投资仍是稳定经济增长的主要手段，未来投资增速有望回升。

**自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推动城投公司深化改革。2017年以来，城投行业监管政策密集发布，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**

2014年10月，国务院发布《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”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位

进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。自43号文出台以来，城投行业相关政策依旧延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。

2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策层一定程度上放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017年，城投行业监管政策密集出台，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，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，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。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年以来，城投行业监管政策依旧密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、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。3月，财政部发布《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号文），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号，以下简称“61号文”），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。61号文的出台意味着在今年地方政府债务强监管形势下，财政部在封堵灰色融资渠道的同时加大地方政府债券融资力度，解决地方经济发展融资需求。

**表 4 近年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
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年3月底、4月初	《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《战略性新兴产业专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》	发展改革委	加大企业债券对城市地下综合管廊建设、战略性新兴产业、养老产业和城市停车场建设领域的支持力度，以引导和鼓励社会投入
2015年5月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等

2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年3月	《关于2016年深化经济体制改革重点工作的意见》(国发[2016]21号)	发展改革委	规范地方政府债务管理,鼓励融资平台市场化转型改制,支持开展基础设施资产证券化试点
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运作,鼓励发展直接融资
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、发行机制和监督监管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)	发展改革委、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,严禁党政机关工作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
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号文)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地

的意见》(财库  
[2018]61号)

方政府债券投资主体多元化, 要求加强债券资金管理

资料来源: 各政府部门网站, 中证鹏元整理

从宏观需求来看, 国内宏观经济下行压力仍然存在, 固定资产投资成为拉动经济增长的重要因素, 其中城投公司作为基础设施建设的重要主体之一, 外部运营环境总体较好, 短期内城投公司地位不可取代。但随着政策的逐步规范, 未来城投公司可获得的政府隐性支持将逐步减弱, 城投公司信用将加快与政府信用脱钩。从融资机制来看, 城投公司举债机制将日益规范化, 地方政府债务与城投公司债务的切割进一步加强。城投公司转型压力增大, 去政府化及市场化转型进程将进一步加快。

## (二) 区域环境

### 近年武穴市经济发展水平不断提高, 但总体经济规模偏小, 经济增速有所放缓

武穴市前身为广济县, 属于湖北省黄冈市代管的县级市, 是长江中游港口城市。县境位于长江中游北岸, 大别山南麓, 鄂东边缘, 地扼吴头楚尾, 历来是鄂、皖、赣毗连地段的“三省七县通衢”, 总面积为1,200.35平方公里。截至2017年末, 全市下辖4个街道办事处和8镇, 总人口为81.93万人, 人均GDP为44,134元, 为全国人均GDP的73.98%。

武穴市素有“三省七县通衢”、“鄂东门户”和“入楚第一港”之称, 地理位置优越。武穴市水陆交通便捷, 长江航道、京九铁路、沪蓉高速公路贯穿境内; 境内还有两座火车站, 两个高速公路互通口, 69个货运码头, 其中武穴港是长江十大深水良港之一, 素有“小汉口”之誉。此外, 武穴长江大桥、麻阳高速武穴段、麻武高速公路正在建设之中, 完工后有望进一步完善境内交通网络。武穴还位于在庐山、黄山、九华山、天柱山旅游圈中, 处在全国梯度经济开发的交汇点上, 发展优势明显。

近年来武穴市经济增长有所放缓。GDP年均增长速度均高于全国同期水平, 但受到宏观经济环境影响, 增速逐年放缓。2017年, 武穴市实现地区生产总值290.29亿元, 近三年增速分别为9.4%、8.0%、7.9%, 三次产业结构由2015年的21.1:48.7:30.2调整至19.3:47.7:33.0, 以第二产业为主, 第三产业占比不断提升, 产业结构有所优化。

产业发展方面, 2017年全年全市规模以上工业企业完成总产值435.1亿元, 同比增长14.9%, 工业增加值可比价增速为8.5%, 工业用电量14.67亿千瓦时, 同比增长10.8%, 总量继续稳居黄冈市各县市区之首, 在全市涉及到的29个行业中有25个行业总产值实现增长, 三个重点行业产值占全市总产值比重达54.34%, 其中: 化学原料和化学制品制造业同比增长20.6%, 医药制造业同比增长19.2%, 非金属矿物制品业同比增长15.4%。全年实现高新技术产业增加值61亿元, 同比增长29.8%, 高新技术企业达38家。高新技术产业增加值占

GDP比重达到21%，位居黄冈市第一。

2017年武穴市实现固定资产投资270.12亿元，同比增长1.7%，全市本年施工项目336个，其中亿元以上项目73个，新开工亿元项目36个，固定资产投资对经济增长的拉动作减弱；2017年社会消费品零售总额为142.79亿元，增速为11.5%。总的来看，近年来武穴市除固定资产投资外各项经济指标均保持了良好的增长态势，经济实力得以不断增强，但总体经济规模偏小，经济增速有所放缓。

**表 5 2015-2017 武穴市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	290.29	7.90%	260.78	8.00%	241.87	9.40%
第一产业增加值（亿元）	56.03	4.10%	53.03	3.90%	51	4.20%
第二产业增加值（亿元）	138.56	8.30%	124.28	7.80%	117.78	9.70%
第三产业增加值（亿元）	95.7	9.60%	83.47	11.20%	73.08	12.80%
全年固定资产投资（亿元）	270.12	1.70%	271.29	19.40%	247.3	19.20%
全社会消费品零售总额（亿元）	142.79	11.50%	128.07	11.10%	115.28	12.60%
外贸出口总额（亿美元）	1.9	11.76%	1.7	10.20%	1.54	21.30%
存款余额（亿元）	305.67	15.30%	265.04	15.10%	230.37	17.40%
贷款余额（亿元）	134.01	22.90%	109.03	9.93%	99.18	20.70%
人均 GDP（元）	44,134		39,784		-	
人均 GDP/全国人均 GDP	73.98%		73.70%		-	

注：生产总值、各产业增加值绝对数按现行价格计算，增长速度按可比价格计算

资料来源：武穴市 2015-2016 年统计公报，武穴市 2017 年国民经济和社会发展统计公报

2017年武穴市实现公共财政收入18.62亿元，同比增长11.56%。其中税收收入11.54亿元，占公共财政收入比重为61.98%。2017年，武穴市实现政府性基金收入8.29亿元，同比增长32.85%。同期武穴市公共财政支出为43.73亿元，同比增长4.52%，财政自给率为42.58%

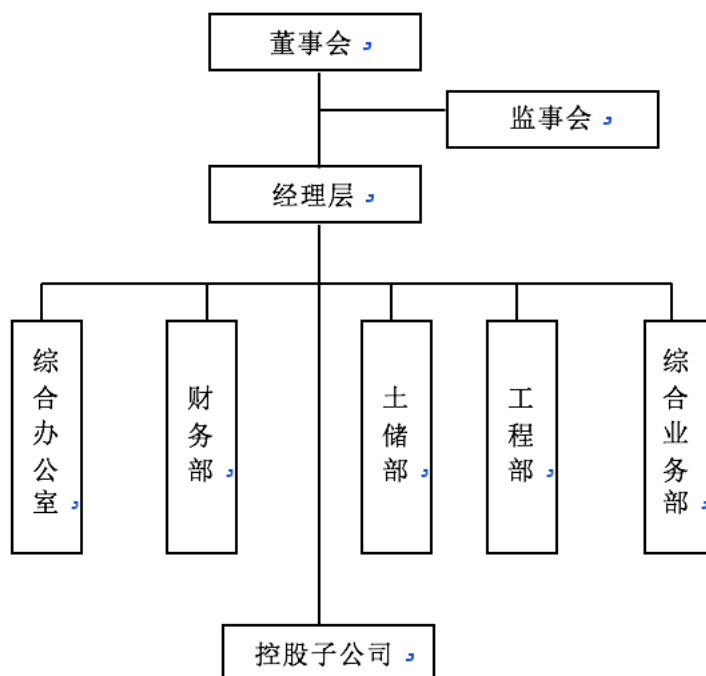
## 五、公司治理与管理

公司是经武穴市人民政府批准成立的有限公司。公司设立了董事会、监事会和经营管理机构。公司根据《公司法》和《企业国有资产法》等有关法律，制定了《武穴市城市建设投资开发有限公司章程》，按照现代企业制度建立并逐步完善法人治理结构。公司不设股东会，公司董事会是公司的最高经营决策机构，对股东会负责，董事会由5名董事组成，其中职工董事1名，由职工大会或职工代表大会选举产生，其余董事按照有关规定委派。公司设总经理1名，实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责。公司监事会由7位成员组成，其中2名监事由职工代表出任，监事会设主席1名，按照有关规定在监

事会成员中指定。

公司在组织机构设置方面，根据公司定位、业务特点及业务需要设置综合办公室、财务部、土储部、工程部、综合业务部等职能部门。公司目前的组织结构如图2所示。

图2 截至2018年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

根据公司提供的资料，公司不存在党政机关公务人员未经批准在公司兼职（任职）的情况。

## 六、经营与竞争

公司是武穴市重要的投融资和建设主体，主要承担武穴市的城市基础设施建设、土地整理和安置房等综合开发项目的投融资和建设任务。2015-2017年公司分别取得营业收入29,426.71万元、31,260.78万元和44,671.72万元，三年复合增长率为23.21%，其中综合开发项目业务收入占比均在99.77%以上，是公司收入的重要来源。由于公司综合开发项目采用成本加成方式核算收入，且加成比例均为20%，故近年公司综合开发项目毛利率较为稳定，



为16.67%。其他收入主要为停车场收入，整体规模较小。

**表 6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
综合开发项目	44,629.22	16.67%	31,189.52	16.67%	29,396.71	16.67%
其他	42.50	80.26%	71.26	90.06%	30.00	93.77%
<b>合计</b>	<b>44,671.72</b>	<b>16.72%</b>	<b>31,260.78</b>	<b>16.83%</b>	<b>29,426.71</b>	<b>16.75%</b>

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告，中证鹏元整理

**公司综合开发项目业务量充足，但在建及拟建项目投资金额较大，存在较大的资金压力**

公司综合开发项目分为基础设施建设和土地整理两部分业务，公司也是武穴市重要的基础设施建设和土地整理业务实施主体。公司自成立以来承担了污水处理厂工程项目、火车站工业园基础设施、龙潭港涵洞项目、环城路维修改造项目和刊江大道绿化硬化等项目，在武穴市城市基础设施建设中具有重要地位。

公司综合开发建设项目模式主要采取与武穴市人民政府签订《综合开发建设协议》（以下简称“协议”）的方式，政府对协议范围内的征地拆迁、市政配套设施等建设项目以委托方式交由公司实施，并根据项目进度需求提供建设资金，公司按照与政府确定的投入成本加成一定比例确认项目产值，2015-2017年的加成比例均为20%，根据需要，公司每年末向武穴市人民政府申报项目产值，武穴市政府委托审计部门审计认定相关费用，审定完成后武穴市人民政府与公司签署综合开发项目产值确认函，公司依据综合开发项目产值确认函确认综合开发建设收入并结转相应成本。2015-2017年，公司已结算并确认收入的基础设施和土地整理项目有21号路工程项目、火车站工业园开发项目和田镇马口化工产业园开发项目等，已确认综合开发项目收入分别为29,396.71万元、31,189.52万元和44,629.22万元。

**表 7 2015-2017 年公司主要工程项目收入成本明细（单位：万元）**

项目	2017 年确认收入	2017 年确认成本
21 号路工程项目	1,337.90	1,114.92
胡垅社区项目	1,147.84	956.53
火车站工业园开发项目	6,151.90	5,126.58
田镇马口化工产业园开发项目	6,151.28	5,126.07
石佛寺农产品加工园开发项目	1,955.67	1,629.73
信用社地块开发项目	2,295.81	1,913.18
其他项目	25,588.82	21,324.02
<b>合计</b>	<b>44,629.22</b>	<b>37,191.02</b>

项目	2016 年确认收入	2016 年确认成本
18 号路工程	1,086.51	905.43
21 号路工程项目	2,866.36	2,388.63
污水处理主管网项目	1,478.95	1,232.46
武山水治理项目	1,629.45	1,357.88
胡垅社区项目	1,666.46	1,388.72
火车站工业园开发项目	1,296.09	1,080.08
田镇马口化工产业园开发项目	2,736.17	2,280.14
石佛寺农产品加工园开发项目	1,679.26	1,399.38
信用社地块开发项目	4,058.56	3,382.13
其他项目	12,691.71	10,576.42
<b>合计</b>	<b>31,189.52</b>	<b>25,991.27</b>
项目	2015 年确认收入	2015 年确认成本
5 号路及市政管网项目	1,129.88	941.57
21 号路工程项目	1,375.80	1,146.50
污水处理主管网项目	1,508.79	1,257.33
武穴行政中心项目	1,043.03	869.19
武山水治理项目	1,745.67	1,454.73
胡垅社区项目	1,067.42	889.52
火车站工业园开发项目	1,275.64	1,063.03
田镇马口化工产业园开发项目	1,300.46	1,083.72
信用社地块开发项目	4,309.40	3,591.17
兴达车桥开发项目	1,128.64	940.53
其他项目	13,511.98	11,259.97
<b>合计</b>	<b>29,396.71</b>	<b>24,497.26</b>

注：2017 年工程收入与审计报告数据不一致系税费“营改增”后，会计收入确认方法改变。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司主要在建基础设施建设及土地整理项目包括21号路工程项目、污水处理主管网项目、胡垅社区项目等项目，预计总投资574,455.22万元，业务量较为充足，且公司当前在建项目均与武穴市人民政府签订了代建协议，未来收入较有保证。但我们注意到，加上本期募投项目在内，公司在建项目预计总投资约737,090.27万元，当前已完成在建综合开发项目投资376,148.61万元及截止2018年末已经投入的建设资金和土地出让金60,200.00万元，公司后续至少需投入205,755.21万元于当前在建基础设施建设及土地整理项目及102,435.05万元于募投项目，共计308,190.26 万元，未来公司面临较大的资金压力。

**表 8 截至 2017 年末公司在建基础设施建设及土地整理项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	累计已投资	尚需投资
------	-----	-------	------

城东新区西安航母	12,000.00	9,715.24	2,284.76
5号路及市政管网项目	15,000.00	16,646.15	-
21号路工程项目	32,500.00	31,394.19	1,105.81
广济大道工程项目	14,000.00	10,550.09	3,449.91
污水处理主管网项目	20,000.00	22,156.33	-
刊江大道工程项目	12,150.00	10,071.18	2,078.82
龙港路项目	14,000.00	1,846.55	12,153.45
武穴行政中心项目	10,675.00	12,468.98	-
外滩整治项目	16,000.00	12,396.92	3,603.08
武山湖水治理项目	17,081.65	18,933.77	-
沿湖大道项目	28,227.00	339.73	27,887.27
胡垅社区项目	22,476.91	22,406.32	70.59
火车站工业园开发项目	32,000.00	21,949.77	10,050.23
石佛寺农产品加工园开发项目	20,000.00	12,594.47	7,405.53
田镇马口化工产业园开发项目	30,000.00	22,134.02	7,865.98
信用社地块开发项目	35,000.00	30,439.23	4,560.77
零星项目	243,344.66	120,105.65	123,239.01
<b>总计</b>	<b>574,455.22</b>	<b>376,148.59</b>	<b>205,755.21</b>

注：由于在建项目数量较多，将总投资 10,000 万元以下的在建项目合并为零星项目；5 号路及市政管网项目、污水处理主管网项目和武穴行政中心项目由于立项金额较小导致后期投入超出，因此尚需投资金额与累计投资总额之和大于总投资金额；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

另外，公司还承担武穴市的保障房建设任务，负责本期债券募投项目武穴市2017棚户区改造项目（一期）工程建设，根据《武穴市2017年棚户区改造项目（一期）工程可行性研究报告》，项目建成后将通过住宅、商铺及车库销售实现销售收入，预计债券存续期内共可实现销售收入215,626.20万元。未来随着本期债券募投项目的推进，可丰富公司的业务结构，但考虑到本期债券募投项目经营收入易受当地经济发展及房地产市场景气度等因素影响，预期收益能否达成存在一定不确定性。

#### 公司持续获得较大力度的外部支持

公司是武穴市城市开发的重要投融资主体，在武穴市的开发建设中发挥着重大作用，根据近三年《关于武穴市城市建设投资开发有限公司债务置换的说明》、《关于政府拨款使用的说明》等文件，武穴市政府在资产划拨和资金方面也给予了公司较大力度的支持，增强了公司资本实力和持续发展能力。

在资产和资本金注入方面：（1）2015年公司将武穴市财政局拨付的款项及债务置换的资金共计31,819.40万元作为对公司的资本注入，计入资本公积。（2）2016年公司将武穴市财政局通过政府债务置换方式获取的资金共计49,076.00万元，作为资本注入，计入资本公

积。(3) 2017年公司将武穴市财政局拨付的款项及债务置换的资金共计19,814.55万元作为对公司的资本注入，计入资本公积。

同时，公司还得到了武穴市政府持续的政府补贴。公司于2015-2017年分别获得政府补贴款3,100.00万元、3,000.00万元和3,590.00万元，有效提升了公司利润水平。

**表 9 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）**

1、资产注入		
资产类别	金额/账面价值	依据文件
债务置换、拨付款项	31,819.40	《关于武穴市城市建设投资开发有限公司债务置换的说明》、《关于政府拨款使用的说明》等
债务置换	49,076.00	《关于武穴市城市建设投资开发有限公司债务置换的说明》等
债务置换、拨付款项	19,814.55	《关于武穴市城市建设投资开发有限公司债务置换的说明》、《关于财政款项对武穴市刊江村镇投资有限公司资本金投入的批复》等
合计	100,709.95	-
2、财政补贴		
时间	补贴金额	依据文件
2015年	3,100.00	《关于明确财政补贴的批复》
2016年	3,000.00	《关于明确财政补贴的批复》
2017年	3,590.00	《关于明确财政补贴的批复》

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 七、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2017年三年连审审计报告，公司财务报表采用新会计准则编制。截至2017年末，公司纳入财务报表合并范围的子公司共4家，2015-2017年，仅2017年新增武穴市安捷机动车安全环保检测有限公司1家，合并报表范围情况参见表1。

### 资产结构与质量

公司资产规模逐年稳步增长，其中土地资产、土地整理和和工程施工、各往来款项规模较大且土地资产大部分已抵押，各往来款回收时间不确定，整体资产流动性较弱

随着资产注入以及业务规模的不断拓展，公司近年资产规模逐年稳步增长，截至2017

年末，公司总资产规模达613,353.90万元，近三年复合增长率为19.65%，资产规模稳步增长。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至2017年末流动资产占比96.80%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。由于近两年银行借款增加，截至2017年末公司货币资金规模为46,053.03万元，三年复合增长120.13%，其中3,000万元定期存单使用受限。近年来公司应收账款持续大幅增加，2017年末余额为64,231.56万元，全部为应收武穴市财政局的代建项目回购款，未计提坏账准备。其他应收款主要是与武穴市财政局等政府部门、国有企业的往来款，2017年末账面价值为43,036.07万元，同比大幅下降46.33%，主要系公司与武穴市财政局及武穴世联工业园开发有限公司往来款大幅减少所致。2017年末，公司前五大其他应收款对象分别为武穴市振航件杂货码头服务有限公司、武穴市财政局、武穴市土地储备供应中心、武穴世联工业园开发有限公司和武穴市交通局，应收款合计占比为52.17%；账龄主要集中在1年以上，账龄较长，占用公司较多资金，回收风险不大，但回款时间存在不确定性。

近年随着土地资产及建设工程规模的增加，公司存货规模持续增长。截至2017年末，存货规模为424,295.00万元，主要为土地资产、土地整理和工程施工，占比分别为27.45%、25.66%和46.89%，其中土地成本为公司招拍挂购买、政府注入或作价出资的土地使用权，土地性质大部分为商业及商服用地，面积合计1,698.25亩，账面价值合计116,466.90万元，明细详见附录五；公司土地资产中用于抵押的账面价值为88,697.95万元，占存货中土地成本的比重为76.16%，受限比例较高。此外，2017年末存货中的土地整理为108,890.37万元，主要为武穴市政府委托所承担的部分土地开发整理成本；工程施工为198,937.73万元，主要为武穴市政府委托所承担的公共基础设施项目建设成本，未来将由武穴市政府按成本上浮20%的标准向公司支付费用。

**表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46,053.03	7.51%	26,092.83	5.21%	9,504.13	2.22%
应收账款	64,231.56	10.47%	26,602.34	5.31%	13,047.37	3.05%
其他应收款	43,036.07	7.02%	80,185.28	16.01%	72,994.70	17.04%
存货	424,295.00	69.18%	348,760.73	69.62%	321,778.15	75.10%
<b>流动资产合计</b>	<b>593,748.68</b>	<b>96.80%</b>	<b>494,191.49</b>	<b>98.65%</b>	<b>421,662.54</b>	<b>98.41%</b>
可供出售金融资产	18,142.04	2.96%	5,902.04	1.18%	5,902.04	1.38%
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,605.22</b>	<b>3.20%</b>	<b>6,783.67</b>	<b>1.35%</b>	<b>6,797.00</b>	<b>1.59%</b>
<b>资产总计</b>	<b>613,353.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>500,975.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>428,459.54</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

非流动资产主要以可供出售金融资产为主，2017年同比大幅增长207.39%，主要系新增对湖北银行股份有限公司的9,240.00万元的投资，持股0.78%；其余分别为对湖北祥云（集团）化工股份有限公司，持股6%；武穴市振航件杂货码头服务有限公司，持股56.12%；武穴海嘉建设有限公司等公司的投资，持股均为10%，2017年末账面价值为18,142.04万元，近三年未产生损益。

综合而言，随着资产注入及业务规模的不断拓展，公司资产规模逐年稳步增长，其中土地资产、土地整理和基础设施建设项目资产占总资产比重较大，且大部分土地资产已用于抵押，各往来款项回收时间不确定，整体资产流动性较弱。

### 盈利能力

**近年公司收入保持增长，且尚未确认收入的代建项目规模较大，后续收入较有保障；政府补助有效提升了公司利润水平**

公司收入主要来源于土地整理开发及代建基础设施收入，近三年公司完成了21号公路、污水处理厂工程项目、火车站工业园基础设施等项目，2015-2017年分别实现营业收入29,426.71万元、31,260.78万元和44,671.72万元，呈现增长趋势。目前公司作为武穴市城市基础设施建设主体，承担的在建项目较多，且主要的在建项目尚未结转的成本规模为307,828.10万元，未来综合开发项目收入较有保障。

2015-2017年，公司盈利能力表现稳定，综合毛利率均维持在16.70%以上，主要系受公司业务模式影响。公司代建的基础设施及土地整理项目均在实际投入的成本之上加成20%确认综合开发业务收入。

公司作为武穴市重要的投融资和建设主体，受到当地政府的大力支持，2015-2017年武穴市财政局拨付的政府补助分别为3,000.00万元、3,100.00万元和3,590.00万元，是公司利润总额的重要来源。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
营业收入（万元）	44,671.72	31,260.78	29,426.71
营业利润（万元）	7,508.94	5,770.27	4,789.22
营业外收入（万元）	3,612.00	3,023.62	3,118.00
利润总额（万元）	11,107.94	8,783.74	7,890.11
净利润（万元）	11,107.94	8,783.74	7,890.11
综合毛利率	16.72%	16.83%	16.75%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流表现不佳；在建项目后续资金需求较大，面临较大的资金压力**

公司销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金主要为进行土地整理、市政工程建设等业务发生的资金收付，收到与支付的其他与经营活动有关的现金主要为与武穴市财政局等单位的往来款，2017年公司支付往来款同比大幅减少，使得公司经营活动现金流净流出规模同比有所减少；此外，公司主营业务回款能力持续走弱，2015-2017年收现比分别为0.80、0.60、0.16，导致经营活动现金净流出分别为58,339.22万元、123,769.03万元和80,981.79万元。

投资活动方面，2015-2017年公司无投资活动现金流入，投资活动现金流持续净流出，且2017年投资活动流出规模大幅增加，主要系2017年公司对湖北银行股份有限公司等公司投资所支付的现金。

筹资活动方面，由于公司资金需求量较大，近年筹资活动现金流均为净流入，公司资金来源主要为政府注资以及银行借款，2015-2017年公司合计收到武穴市财政拨付的100,709.95万元资本金，筹资活动现金净流入合计312,460.68万元。

目前，公司资金需求主要依赖于借款及政府注资，截至2017年末，公司综合开发等项目后续至少需投资205,755.21万元，加上本期债券募投项目，还需投入102,435.05万元（2018年已投入的6.02亿元已经扣除），共计308,190.26万元，规模较大，未来公司仍面临较大的资金压力。

**表 12 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.16	0.60	0.80
销售商品、提供劳务收到的现金	7,042.50	18,805.27	23,423.00
收到其他与经营活动有关的现金	27,270.35	44,381.12	14,867.37
购买商品、接受劳务支付的现金	59,206.18	52,632.09	59,188.72
支付其他与经营活动有关的现金	56,020.93	134,258.19	35,840.16
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-80,981.79</b>	<b>-123,769.03</b>	<b>-58,339.22</b>
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-15,875.39</b>	<b>-14.44</b>	<b>-29.00</b>
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>113,817.38</b>	<b>140,372.17</b>	<b>58,271.13</b>
现金及现金等价物净增加额	16,960.20	16,588.70	-97.09

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息负债规模持续攀升，偿债压力较大

近年得益于政府资本注入及公司自身经营积累，公司所有者权益持续增长。截至2017年末，公司所有者权益合计33.43亿元，较2015年末增长36.17%。随着公司经营规模扩大对资金需求的增加，近年来公司负债总额也呈逐年上升趋势，2017年末公司负债总额为27.90亿元，较2015年末增长52.54%。截至2017年末，公司产权比率为83.47%，权益对负债的覆盖程度较低。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017年	2016年	2015年
负债总额	279,047.56	197,591.30	182,935.43
所有者权益	334,306.34	303,383.85	245,524.11
负债与所有者权益比率	83.47%	65.13%	74.51%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。近年公司短期借款规模存在一定波动，截至2017年末公司短期借款为5,000.00万元，全部为保证借款。其他应付款主要为与武穴市财政局及其他单位的往来款和借款，2015-2017年公司其他应付款连续出现较大幅度下降，2017年末为29,383.82万元，相比2015年大幅下降78.22%，主要系偿还了借款及往来款所致。截至2017年末，公司一年内到期的非流动流动负债规模为18,410.00万元，三年复合增长率为191.94%，主要系长期借款转入所致。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5,000.00	1.79%	17,000.00	8.60%	2,000.00	1.09%
其他应付款	29,383.82	10.53%	44,917.75	22.73%	134,889.43	73.74%
一年内到期的非流动流动负债	18,410.00	6.60%	11,410.00	5.77%	2,160.00	1.18%
<b>流动负债合计</b>	<b>56,699.28</b>	<b>20.32%</b>	<b>78,433.21</b>	<b>39.69%</b>	<b>143,055.43</b>	<b>78.20%</b>
长期借款	153,840.00	55.13%	95,470.00	48.32%	39,880.00	21.80%
长期应付款	68,508.29	24.55%	23,688.09	11.99%	-	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>222,348.29</b>	<b>79.68%</b>	<b>119,158.09</b>	<b>60.31%</b>	<b>39,880.00</b>	<b>21.80%</b>
<b>负债合计</b>	<b>279,047.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>197,591.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>182,935.43</b>	<b>100.00%</b>
有息债务合计	258,885.21	92.77%	182,509.19	92.37%	116,011.50	63.42%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款组成。随着公司工程投入对资金需求增



大，截至2017年末公司长期借款为153,840.00万元，三年复合增长率为96.41%。2017年末，公司长期应付款为68,508.29万元，同比大幅增长189.21%，主要为融资租赁款，具体情况见表15。

**表 15 截至 2017 年 12 月 31 日公司长期应付款明细**

序号	长期应付款对象	应付款类型	规模 (亿元)	利率	期限
1	中航国际租赁有限公司	融资租赁	0.82	8.88%	5 年
2	江苏金融租赁股份有限公司	融资租赁	0.78	8.58%	5 年
3	中民国际融资租赁股份有限公司	融资租赁	0.91	8.00%	5 年
4	平安国际融资租赁有限公司	融资租赁	0.83	8.00%	5 年
5	长江联合金融租赁有限公司	融资租赁	0.91	8.00%	5 年
6	平安国际融资租赁有限公司	融资租赁	0.28	8.96%	4 年
7	武穴市教育投资有限责任公司	借款	0.33	5.88%	15 年
8	远东国际租赁有限公司	融资租赁	1.00	8.56%	5 年
9	远东国际租赁有限公司	融资租赁	1.00	9.00%	5 年
	<b>合计</b>		<b>6.86</b>		

注：合计规模数据与报表不一致系不同单位下四舍五入后产生的误差。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2017年末，公司包括短期借款、其他应付款中的借款、一年内到期的非流动流动负债、长期借款和长期应付款在内的有息负债总额为258,885.21万元，占总负债的比重为92.77%，公司2018年度已经偿还本息和51,273.45万元，未来有息负债偿还期限较为平均，但考虑到目前公司存货中的土地资产大部分已用于抵押，未来公司融资弹性较小，公司偿债压力仍较大。

**表 16 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务本息偿还计划表（单位：万元）**

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年-2026 年
本息和	48,384.41	45,459.75	36,737.56	90,340.43

资料来源：公司提供、中证鹏元整理

近年公司负债水平有所波动，2015-2017年资产负债率分别为42.70%、39.44%和45.50%。此外，公司流动资产增长较快，流动比率表现较好，但流动资产以存货为主，速动比率指标相对较弱。由于利润总额的不断提升，2015-2017年，公司EBITDA分别为7,920.72万元、8,814.16万元和11,161.77万元；由于借款规模逐年增加，资本化利息持续攀升，导致EBITDA利息保障倍数持续下降，由2015年末的1.31下降至2017年末的0.62，EBITDA对利息的保障程度较低。

**表 17 公司偿债能力指标**

指标名称	2017年	2016年	2015年
资产负债率	45.50%	39.44%	42.70%
流动比率	10.47	6.30	2.95
速动比率	2.99	1.85	0.70
EBITDA（万元）	11,161.77	8,814.16	7,920.72
EBITDA 利息保障倍数	0.62	1.03	1.31
有息债务/EBITDA	23.19	20.71	14.65

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，本期债券募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。本期债券募投项目主要通过所建成的还建小区安置住房、配套商铺和车库，实现销售收入。根据项目的可行性研究报告，该项目建成后可提供住宅、商铺和车库三种商品用于销售，在债券存续期内预计可实现收入215,626.20万元。但募投项目在施工阶段的项目施工进度、项目质量控制等方面，存在一定的不确定性；同时，竣工后配套商铺、车库的未来销售价格以及销售率是否达预期具有不确定性。

其次，公司经营活动实现的收入及现金流入是本期债券按时还本付息的重要保障。2015-2017年公司分别实现营业收入29,426.71万元、31,260.78万元和44,671.72万元，合计实现营业收入利润18,068.43万元。2015-2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入分别为23,423.00万元、18,805.27万元和7,042.50万元，合计流入49,270.77万元。截至2017年末，公司仍有多个在建项目，公司未来收入来源有一定的保障。但近几年公司经营活动产生的现金持续净流出，经营活动现金流表现不佳，回款能力欠佳，公司在建项目仍存在较大的资金压力。

最后，资产变现是本期债券按时还本付息的有益补充。截至2017年末，存货中土地使用权账面价值116,466.90万元，必要时通过资产出让或者用于抵押进行融资的方式，能够为公司提供一定的流动性支持。但公司存货中有88,697.95万元的土地已经抵押，仅有27,768.95万元的土地具备出让及融资的条件，规模较小，无法为本期债券还本付息提供较大有益补充。

### （二）本期债券保障措施分析

## 三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

三峡担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

三峡担保成立于2006年9月，原名为“重庆市三峡库区产业信用担保有限公司”，初始注册资本5亿元，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司出资设立；2010年1月更名为“重庆市三峡担保集团有限公司”，2015年5月更名为“重庆三峡担保集团股份有限公司”，2018年6月变更为现名。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，合计转增股本10.50亿元；截至2018年3月31日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为重庆渝富资产经营管理集团有限公司，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年3月31日，三峡担保股权结构如表18所示。

**表 18 截至 2018 年 3 月 31 日三峡担保股权结构情况**

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
<b>合计</b>	<b>465,000.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事间接融资担保、直接融资担保、非融资担保、小额贷款、投资咨询及财务顾问等业务，其中非融资担保主要为工程履约担保、投标担保、诉讼保全担保等，整体规模较小。近年三峡担保主要收入来源为担保业务、贷款业务（含委托贷款和小额贷款）和投资业务，2017年三峡担保实现营业收入12.38亿元，其中已赚担保费占比为59.90%，担保业务仍是三峡担保最主要收入来源。近年三峡担保的担保业务规模有所下滑，2017年当期担保发生额为303.95亿元，同比下降49.74%，主要是大幅压减间接融资担保规模的所致；截至2017年末，在保余额为938.98亿元，同比下降13.41%，主要是保本基金担保规模大幅下降所致。但三峡担保的直接融资担保业务发展良好，市场竞争力强，截至2017年末直接融资担保余额为491.32亿元，同比增长54.50%，债券担保市场份额全国排名前列，Wind数据显示，在融资担保公司中，2017年三峡担保当期债券担保金额位居全国第二。

截至2017年12月31日，三峡担保资产总额为123.12亿元，所有者权益合计为66.14亿元，资产负债率为46.28%；2017年度，三峡担保实现营业收入12.38亿元，利润总额4.89

亿元，经营活动现金净流入1.49亿元。截至2017年末，三峡担保融资担保在保责任余额253.27亿元，融资担保净资产放大倍数为4.53倍。此外，三峡担保与银行建立了良好的合作关系，业务发展基础较好。截至2018年3月末，三峡担保与43家银行建立了合作关系，获得融资担保授信额度合计约400.20亿元，剩余授信额度约327.68亿元。

三峡担保持续完善风险控制制度，风险准备金计提充分，截至2017年末担保风险准备金余额为26.60亿元，同比增长8.56%，风险准备金覆盖率同比上升2.99个百分点至10.50%，拨备覆盖率同比提升18.70个百分点至274.98%。代偿方面，得益于业务结构的调整，近年三峡担保担保代偿情况有所好转，2017当期担保代偿额为5.20亿元，同比下降4.34%；当期担保代偿率为1.16%，同比下降0.98个百分点；2017年末累计担保代偿率为1.52%，同比下降0.15个百分点。

**表19 2015-2017年三峡担保主要财务数据**

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	1,231,190.51	1,112,662.33	1,011,512.83
所有者权益合计（万元）	661,430.73	645,880.57	609,797.49
资产负债率	46.28%	41.95%	39.71%
营业收入（万元）	123,776.37	149,555.53	164,751.65
利润总额（万元）	48,870.92	72,959.24	71,475.65
综合毛利率	39.62%	46.28%	42.54%
净资产收益率	6.12%	9.60%	10.83%
经营活动净现金流（万元）	14,860.05	-10,393.77	77,795.69
当期担保发生额（万元）*	3,039,484.48	6,047,279.67	4,171,959.32
融资担保在保责任余额（万元）*	2,532,665.80	3,262,135.72	3,732,657.12
担保风险准备金（万元）*	265,974.32	245,006.61	213,387.61
融资担保净资产放大倍数*	4.53	5.93	7.11
累计担保代偿率*	1.52%	1.67%	1.53%
累计代偿回收率*	44.23%	44.78%	31.83%

注：（1）“\*”表示数据为母公司口径；（2）2016年财务数据采用2017年审计报告期初数（上年数）。资料来源：三峡担保2015和2017年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

## 九、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司为外部单位提供担保金额合计63,999.00万元，占净资产的比重为19.14%，其中除武穴市土地储备供应中心外均为民营企业，且对武穴世联工业园开

发有限公司担保的40,000万元已逾期。截至2018年末，公司已代偿该笔对外担保共计本息4.34亿元。总体来看，虽然公司已履行代偿义务，但剩余民企担保规模仍较大，仍存在一定的或有负债风险。

**表 20 截至 2017 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保期限	担保方式	反担保措施
湖北神顺市政建设工程有限公司	11,999.00	2016.4.1-2020.4.1	信用担保	无
武穴市土地储备供应中心	10,000.00	2015.9.29-2018.9.28	抵押物担保	无
湖北省升腾商贸有限公司	1,000.00	2016.11.30-2019.11.30	信用担保	无
湖北省升腾商贸有限公司	1,000.00	2017.1.19-2020.1.19	信用担保	无
武穴世联工业园开发有限公司	40,000.00	2015.12.31-2019.12.31	信用担保	无
<b>合计</b>	<b>63,999.00</b>		-	-

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 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	46,053.03	26,092.83	9,504.13
应收票据	3,000.00	-	-
应收账款	64,231.56	26,602.34	13,047.37
预付款项	11,133.33	10,550.60	2,338.50
其他应收款	43,036.07	80,185.28	72,994.70
存货	424,295.00	348,760.73	321,778.15
其他流动资产	1,999.70	1,999.70	1,999.70
<b>流动资产合计</b>	<b>593,748.68</b>	<b>494,191.49</b>	<b>421,662.54</b>
可供出售金融资产	18,142.04	5,902.04	5,902.04
固定资产	707.90	141.63	154.96
在建工程	15.28	-	-
其他非流动资产	740.00	740.00	740.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>19,605.22</b>	<b>6,783.67</b>	<b>6,797.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>613,353.90</b>	<b>500,975.15</b>	<b>428,459.54</b>
短期借款	5,000.00	17,000.00	2,000.00
预收款项	3,905.46	5,105.46	4,006.00
其他应付款	29,383.82	44,917.75	134,889.43
一年内到期的非流动负债	18,410.00	11,410.00	2,160.00
<b>流动负债合计</b>	<b>56,699.28</b>	<b>78,433.21</b>	<b>143,055.43</b>
长期借款	153,840.00	95,470.00	39,880.00
长期应付款	68,508.29	23,688.09	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>222,348.29</b>	<b>119,158.09</b>	<b>39,880.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>279,047.56</b>	<b>197,591.30</b>	<b>182,935.43</b>
实收资本	100,000.00	100,000.00	100,000.00
资本公积	195,907.38	176,092.83	127,016.83
盈余公积	4,647.84	3,545.58	2,676.50
未分配利润	33,751.12	23,745.44	15,830.79
归属于母公司所有者权益合计	303,383.85	303,383.85	245,524.11
<b>所有者权益合计</b>	<b>334,306.34</b>	<b>303,383.85</b>	<b>245,524.11</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>613,353.90</b>	<b>500,975.15</b>	<b>428,459.54</b>

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

## 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	44,671.72	31,260.78	29,426.71
二、营业成本	37,199.40	25,998.35	24,499.13
税金及附加	2.74	4.05	1.18
管理费用	147.23	159.90	162.62
财务费用	-130.88	-281.35	-155.98
资产减值损失	-55.71	-5.28	135.22
投资收益（损失以“-”号填列）	0.00	385.16	4.69
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>7,508.94</b>	<b>5,770.27</b>	<b>4,789.22</b>
加：营业外收入	3,612.00	3,023.62	3,118.00
减：营业外支出	13.00	10.15	17.11
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>11,107.94</b>	<b>8,783.74</b>	<b>7,890.11</b>
减：所得税费用	-	-	-
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>11,107.94</b>	<b>8,783.74</b>	<b>7,890.11</b>

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	7,042.50	18,805.27	23,423.00
收到的其他与经营活动有关的现金	27,270.35	44,381.12	14,867.37
经营活动现金流入小计	34,312.85	63,186.39	38,290.37
购买商品、接受劳务支付的现金	59,206.18	52,632.09	59,188.72
支付给职工以及为职工支付的现金	64.78	61.10	79.54
支付的各项税费	2.74	4.05	1,521.17
支付的其他与经营活动有关的现金	56,020.93	134,258.19	35,840.16
经营活动现金流出小计	115,294.63	186,955.42	96,629.59
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-80,981.79</b>	<b>-123,769.03</b>	<b>-58,339.22</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
投资支付的现金	12,240.00	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	3,000.00	-	-
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	635.39	14.44	29.00
投资活动现金流出小计	15,875.39	-14.44	-29.00
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,875.39</b>	<b>-14.44</b>	<b>-29.00</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
吸收投资收到的现金	12,340.00	50,076.00	31,819.40
取得借款收到的现金	97,000.00	105,563.09	7,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	59,864.75		27,000.00
筹资活动现金流入小计	169,204.75	155,639.09	65,819.40
偿还债务支付的现金	18,405.43	6,160.00	160.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17,931.58	8,560.95	6,062.28
支付其他与筹资活动有关的现金	19,050.37	545.98	1,325.99
筹资活动现金流出小计	55,387.37	15,266.92	7,548.27
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>113,817.38</b>	<b>140,372.17</b>	<b>58,271.13</b>
<b>四、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>16,960.20</b>	<b>16,588.70</b>	<b>-97.09</b>
加：期初现金及现金等价物余额	26,092.83	9,504.13	9,601.22
<b>五、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>43,053.03</b>	<b>26,092.83</b>	<b>9,504.13</b>

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告



### 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	11,107.94	8,783.74	7,890.11
加：资产减值准备	-55.71	-5.28	135.22
固定资产折旧、投资性房地产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	53.84	30.42	30.61
财务费用（收益以“-”号填列）	-	-	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	-55,067.59	-18,421.64	-36,589.49
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-8,187.09	-28,952.37	-40,191.61
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-28,833.17	-85,203.89	10,385.94
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-80,981.79</b>	<b>-123,769.03</b>	<b>-58,339.22</b>

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	258,885.21	182,509.19	116,011.50
资产负债率	45.50%	39.44%	42.70%
流动比率	10.47	6.30	2.95
速动比率	2.99	1.85	0.70
EBITDA（万元）	11,161.77	8,814.16	7,920.72
EBITDA 利息保障倍数	0.62	1.03	1.31
综合毛利率	16.72%	16.83%	16.75%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 截至2017年末公司土地资产明细（单位：亩、万元）

序号	权证编号	用途	类型	面积	账面价值	是否抵押
1	武穴国用（2011）第 010025615-2	商服	出让	16.18	530.97	否
2	武穴国用（2011）第 010025616-2	商服	出让	19.43	641.29	否
3	武穴国用（2008）第 03090027-1	工业	国有	75.60	1,305.89	否
4	武穴国用（2006）第 080001436	商业	出让	184.56	1,822.13	否
5	武穴国用（2006）第 080001437	商业	出让	115.44	1,139.67	否
6	武穴国用（2010）第 010005223	文体娱乐	出让	102.87	18,089.97	是
7	武穴国用（2013）第 020312014	商业用地/城镇住宅用地	出让	346.61	34,887.98	是
8	鄂（2017）武穴市不动产权第 0000027 号	城镇住宅用地	出让	53.44	3,180.00	否
9	鄂（2017）武穴市不动产权第 0000026 号	城镇住宅用地	出让	21.00	1,240.00	是
10	武穴国用（2013）第 020312016 号	商业用地/城镇住宅用地	出让	43.18	1,326.00	否
11	武穴国用（2013）第 020312017 号	商业用地/城镇住宅用地	出让	25.02	738.00	否
12	武穴国用（2013）第 020312019 号	商业用地/城镇住宅用地	出让	42.42	1,250.00	否
13	武穴国用（2013）第 020312020 号	商业用地/城镇住宅用地	出让	75.90	2,447.00	否
14	武穴国用（2016）第 0100240452 号	商服用地	出让	120.58	7,900.00	是
15	武穴国用（2016）第 0100240453 号	商服用地	出让	109.66	7,100.00	是
16	武穴国用（2016）第 0100240454 号	商服用地	出让	66.13	4,400.00	是
17	鄂 2017 武穴市不动产权第 0000021 号	城镇住宅用地	出让	65.49	6,070.00	是
18	鄂 2017 武穴市不动产权第 0000024 号	城镇住宅用地	出让	17.24	1,550.00	是
19	鄂 2017 武穴市不动产权第 0000025 号	城镇住宅用地	出让	42.15	4,130.00	是
20	鄂 2017 武穴市不动产权第 0000022 号	城镇住宅用地	出让	33.95	3,330.00	是
21	鄂（2018）武穴市不动产权第 0000361 号	城镇住宅用地	出让	121.40	13,388.00	否
	<b>合计</b>	-	-	<b>1,698.25</b>	<b>116,466.90</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
负债与所有者权益比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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
有息债务	短期借款+其他应付款中的借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款

## 附录七 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。