

2015 年咸宁市荣盛投资发展有限公司

公司债券 2019 年跟踪  
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评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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: 0755-82872897  
传真: 0755-82872090 邮编: 518040 网址: [www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【354】号 02

债券简称：15 咸宁荣盛  
债/PR 咸荣投

增信方式：土地使用权  
抵押

债券剩余规模：  
8.40 亿元

债券到期日期：  
2022 年 02 月 10 日

债券偿还方式：

按年付息，在本期债券  
存续期内的第 3、第 4、  
第 5、第 6、第 7 个计息  
年度，每年分别偿付债券  
发行总额的 20%。

分析师

姓名：  
汪永乐 梁瓒  
电话：  
0755-82879719  
邮箱：  
wangyl@cspengyuan.co  
m

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)

## 2015 年咸宁市荣盛投资发展有限公司<sup>1</sup>公司债券 2019 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  2019 年 06 月 22 日

2018 年 06 月 25 日

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”）对咸宁高新投资集团有限公司（以下简称“咸宁高新投”或“公司”）及其 2015 年 2 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 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，为其发展提供良好基础，公司土地整理和综合开发建设业务具有持续性，继续得到了外部的大力支持，并且公司以其合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，依然有效地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土地已抵押规模较大，资金压力和偿债压力较大，有息负债持续增长，2018 年公司未对本期债券抵押资产进行年度评估等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年咸宁市实现地区生产总值 1,362.42 亿元，同比增长 8.5%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司土地整理和综合开发建设业务具有持续性。公司主要负责咸宁高新区内的基础设施建设以及土地开发业务，2018 年实现综合开发建设业务收入 7.28 亿元，同比增长 68.27%。截至 2019 年 4 月末，公司主要在整理土地 1,646.63 亩，总投资额合计为 4.55 亿元；主要代建项目预计总投资 70.74 亿元，累计已投入金额为 17.27

<sup>1</sup> 公司名称于 2016 年 2 月由“咸宁市荣盛投资发展有限公司”变为“咸宁高新投资集团有限公司”。

亿元，未来土地整理和综合开发建设业务仍具有持续性。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2018 年公司获得政府补助 1.75 亿元，进一步提升了公司的盈利水平。
- **公司以其合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，依然有效地提升了本期债券的信用水平。**截至 2019 年 5 月末，公司为本期债券提供抵押担保的国有土地使用权面积合计为 1,463.86 亩，根据 2016 年开元资产评估有限公司出具的评估报告，评估基准日为 2015 年 12 月至 2016 年 6 月，评估价值合计为 22.04 亿元，对本期债券剩余本金的覆盖倍数为 2.62 倍，仍能为本期债券的本息偿付提供一定保障。

### 关注：

- **公司土地已抵押规模较大，应收款项占用资金较多，流动性较弱。**截至 2018 年末，公司存货为 134.95 亿元，占总资产的 58.09%，存货以土地使用权为主，2018 年末公司土地账面价值合计为 101.56 亿元，其中已抵押的土地账面价值为 43.60 亿元；应收账款和其他应收款合计 46.41 亿元，占总资产的 19.98%，且回收时间不确定，整体资产流动性较弱。
- **公司主要在建项目尚需投入较大，存在较大的资金压力。**截至 2019 年 4 月末，公司主要在整理土地尚需投资 1.14 亿元，主要在建项目尚需投入 76.41 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模持续增长，偿债压力较大。**2018 年末公司有息债务为 90.73 亿元，同比增长 21.81%，EBITDA 利息保障倍数为 0.70，2019-2021 年，公司需分别偿还有息债务 30.07 亿元、13.62 亿元和 17.43 亿元，面临较大的刚性债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额 15.59 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 12.42%，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。
- **2018 年公司未对本期债券抵押资产进行年度评估。**根据《资产抵押协议》约定，公司应在本期债券存续期内每年的 4 月 30 日前聘请资产评估机构对抵押资产进行跟踪评估、出具相应的资产评估文件，2018 年公司未对抵押资产进行年度评估。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	2,323,129.55	2,101,991.60	1,933,783.90
所有者权益	1,254,584.05	1,227,446.65	1,210,085.02
有息债务	907,341.67	744,866.52	587,243.46
资产负债率	46.00%	41.61%	37.42%
流动比率	5.17	9.68	10.41
营业收入	86,614.24	53,025.95	62,723.40
其他收益	17,493.72	16,336.00	0.00
营业外收入	63.01	33.37	16,819.95
利润总额	31,608.06	25,220.94	23,789.41
综合毛利率	20.69%	24.17%	13.85%
EBITDA	32,511.12	26,030.10	24,281.85
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.68	0.90
经营活动现金流净额	-46,779.23	-65,079.47	6,082.54

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

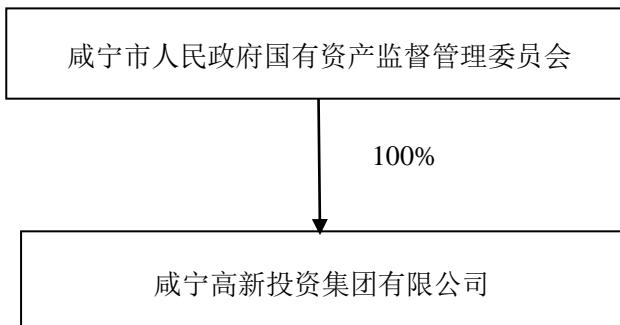
## 一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2846号文件批准,公司于2015年2月10日发行14亿元公司债券,期限为7年,票面利率为6.29%,募集资金用于咸宁经济开发区公租房(二期)、咸宁市横沟新城及配套基础设施建设、咸宁经济开发区环保产业园建设等项目,截至2019年3月末,本期债券募集资金账户余额为7.64万元。

## 二、发行主体概况

2018年,公司注册资本、实收资本、股权结构及实际控制人均未发生变化,截至2019年3月末,公司注册资本和实收资本仍均为100,000万元,控股股东和实际控制人仍为咸宁市人民政府国有资产监督管理委员会,持股比例为100%。2018年10月24日,咸宁高新投资集团有限公司董事、监事、董事长及总经理发生变动,公司董事会成员调整为张建群、胡广宏、程帅、倪九红、陈敬明、黎倩倩、胡海艳,其中张建群为董事长;公司监事会成员调整为廖炎军、张乐宏、石小钰、邓社辉、魏苏北。胡广宏担任公司总经理。

图1 截至2019年3月31日公司产权及实际控制关系



资料来源：公开网站查询，中证鹏元整理

2018年度公司合并范围新增子公司1家,为咸宁高泰创业投资基金有限公司。截至2018年末,公司纳入合并范围的子公司共有10家,具体明细见表1。

表1 截至2018年末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	取得方式
咸宁市荣盛置业有限责任公司	15,000.00	100.00	资产管理、房地产开发	设立

咸宁景秀园林绿化工程有限公司	200.00	100.00	绿化工程	设立
湖北桂冠投资控股有限公司	40,000.00	100.00	投资管理	设立
湖北永盛融资租赁有限公司	17,000.00	100.00	融资租赁	设立
咸宁市高新广告传媒有限公司	10,000.00	100.00	广告传媒	设立
湖北桂冠资产管理有限公司	25,000.00	100.00	项目投资与管理	设立
咸宁高新重资产投资有限公司	20,000.00	100.00	资产收购、管理	设立
咸宁高新管廊投资管理有限公司	10,000.00	100.00	地下空间及综合管廊投资	设立
咸宁地下工程管理有限公司	500.00	100.00	地下空间及综合管廊的投资	设立
咸宁高泰创业投资基金有限公司	250,000.00	100.00	创业投资	设立

资料来源：公司2018年度审计报告

### 三、外部运营环境

#### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴服务业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万

亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，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)，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)，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。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公

司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 2 2018 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
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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
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)	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的意见》(财库[2018]61 号)	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，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

## （二）区域环境

**2018年咸宁市经济总量保持增长，固定资产投资增速仍较快，为公司发展提供良好外部环境**

2018年咸宁市实现地区生产总值1,362.42亿元，按可比价格计算，同比增长8.5%；其中第一产业增加值186.88亿元，同比增长2.9%；第二产业增加值662.83亿元，同比增长8.8%；第三产业增加值512.71亿元，同比增长10.6%；三次产业结构比例由2017年的15.6: 48.4: 36.0调整为13.7: 48.7: 37.6，第三产业比重有所提升。2018年咸宁市地区人均GDP/全国人均GDP为83.00%，整体发展水平低于全国平均水平。

2018年咸宁市工业继续保持增长，全年工业增加值590.37亿元，按可比价计算，同比增长8.5%，其中规模以上工业增加值增长8.5%；在规模以上工业中，采矿业同比增长11.8%，制造业同比增长7.7%，电力、燃气及水的生产和供应业同比增长15.1%。2018年咸宁市固定资产投资同比增长11.3%，其中一、二、三次产业投资分别同比增长-16.5%、17.8%和9.1%，基础设施、制造业和房地产等重点领域投资分别同比增长14.6%、11.0%和5.0%。2018年咸宁市商品房施工面积1,185.89万平方米，同比增长2.5%；商品房销售面积453.08万平方米，同比增长22.2%；商品房销售额191.79亿元，同比增长52.4%

**表3 咸宁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,362.42	8.5%	1,234.86	8.1%
第一产业增加值	186.88	2.9%	193.45	4.2%
第二产业增加值	662.83	8.8%	597.41	7.6%
第三产业增加值	512.71	10.6%	444.00	10.6%
工业增加值	590.37	8.5%	535.55	7.8%
固定资产投资	-	11.3%	1,676.07	16.5%
社会消费品零售总额	556.18	11.9%	497.24	12.4%
进出口总额	36.72	7.5%	5.64	-
存款余额	1,499.10	7.9%	1,389.88	15.5%
贷款余额	960.96	13.4%	847.62	17.6%
人均GDP（元）		53,655		48,798
人均GDP/全国人均GDP		83.00%		81.79%

注：2017年进出口总额单位为亿美元。

资料来源：咸宁市2017-2018年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《咸宁市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年咸宁市实现公共财政收入91.32亿元，同比增长12.1%，其中税收收入62.17亿元，同比增长14.7%，占公共财政收入比重为68.1%；同期咸宁市公共财政支出为247.67亿元，同比增长9.1%，财政自给率为36.87%，公共财政收入对支出的保障程度不高。

咸宁国家高新技术产业园区（以下简称“咸宁高新区”）目前已形成生命健康产业园、

军民融合产业园、高新技术综合产业园、先进制造产业园、中国光谷咸宁产业园五大特色专业园区，规划面积100平方公里，2018年高新技术企业增加值完成27亿元。2018年咸宁高新区公共财政收入13.24亿元，同比增长5.12%，其中税收收入11.77亿元，占公共财政收入比重为88.85%。

## 四、经营与竞争

2018年公司主营业务未发生重大变化。公司仍是咸宁市从事基础设施建设和地方政府投融资主体之一，目前主要负责咸宁经济开发区（现更名为“咸宁高新区”）内的基础设施建设以及土地开发业务。2018年公司实现营业收入86,614.24万元，同比增长63.34%，其中综合开发建设收入72,783.83万元，仍是公司主要的收入来源。土地整理业务收入保持稳定，公司的其他收入主要包括房屋租赁、融资租赁、绿化养护、广告和车辆租赁，收入规模较小。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为20.69%，同比略有下降，其中综合开发建设业务的毛利率为8.75%，由于新老项目适用税率不同导致毛利率略低于上年；土地整理业务方面，根据公司与咸宁高新区管委会签订的《咸宁高新技术产业园区土地开发整理和综合投资建设委托协议书》，征地拆迁类政府投资项目以投资回报确认为收入，因此2018年公司土地开发业务只把土地开发投资额的15%确认收入，导致土地开发业务毛利率为100.00%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	8,578.86	100.00%	8,566.74	100.00%
综合投资建设业务	72,783.83	8.75%	43,253.14	9.22%
其他	5,251.54	56.68%	1,206.07	21.43%
合计	86,614.24	20.69%	53,025.95	24.17%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

**2018年公司土地开发业务收入相对稳定，在整理土地规模较大，未来业务具有一定的持续性，但受政府规划及资金安排等影响，未来土地开发业务收入规模可能存在波动性**

公司从事咸宁市土地开发业务，2017年起主要是根据公司与咸宁高新区管委会签订的《咸宁高新技术产业园区土地开发整理和综合投资建设委托协议书》相关约定的结算方式来确认土地整理开发收入，协议规定，公司负责高新区范围内的土地开发整理，高新区管委会应全额支付公司开展项目过程中产生的投资成本及确认的投资回报，征地拆迁类政府

投资项目以投资回报确认为收入。2018年公司实现土地开发收入8,578.86万元，收入规模相对稳定；由于2018年公司仍仅以项目投资回报部分确认收入，毛利率为100.00%。

**表5 2018年公司整理完成并确认收入的土地明细（单位：万元）**

位置	土地面积（亩）	规划用途	投资金额	确认收入
咸宁高新区内	706.00	商住	24,998.73	1,930.34
高新区三期小榄四路南侧	75.22	工业	1,739.35	134.31
高新区横二路南侧与青龙路西侧交叉处	34.12	工业	788.97	60.92
旗鼓大道与十六潭路交叉处	744.00	商住	20,832.00	1,608.60
香城大道与横五路交叉处南侧	134.00	工业	1,644.61	126.99
高新区锦龙路东侧地块	46.80	工业	4,000.00	308.87
光谷南二路与横沟桥六路交叉处东南侧	222.00	住宅	8,300.00	640.91
高新区三期横二路与西园九路交叉	700.00	工业	10,000.00	772.18
香城大道与横五路交叉处南侧	135.00	商住	15,000.00	1,158.27
长江发展大道与纬二十路交叉口西南	53.00	商住	3,180.00	245.55
高新区横一路与贺胜路	178.00	工业	2,200.00	169.88
工业大道与107国道交叉东北	87.00	商住	5,000.00	386.09
青龙路与工业大道交叉口东南侧	49.00	商住	3,000.00	231.65
金桂路与旗鼓大道交叉处东南侧	136.00	商住	3,808.00	294.04
旗鼓大道与十六潭路交叉处东北侧	36.00	商住	1,008.00	77.84
贺胜路与金桂路交叉处西侧	200.00	商住	5,600.00	432.42
<b>合计</b>	<b>3,536.14</b>	<b>-</b>	<b>111,099.66</b>	<b>8,578.86</b>

注：表中项目总投资额部分为2018年以前投入。

资料来源：公司提供

截至2018年末公司主要在整理土地19宗，面积合计为1,646.63亩，总投资额合计为4.55亿元，随着开发区基础设施建设的不断完善，未来公司土地开发业务具有一定的持续性。但受政府规划及资金安排等影响，未来土地开发业务收入可能存在波动性。

**表6 截至2019年4月末公司主要在开发土地情况（单位：万元）**

编号	位置	土地面积（亩）	规划用途	总投资额	已投资额	2019年投资
1	高新区三期	200.00	商住	5,600.00	4,200.00	1,400.00
2	金桂大道南侧	9.00	商住	252.00	189.00	63.00
3	金桂大道南侧（原联通用地）	11.00	商住	308.00	231.00	77.00
4	贺胜路与青龙路交叉东南侧	49.00	商住	1,372.00	1,029.00	343.00
5	官埠大道北侧	36.00	商住	1,008.00	756.00	252.00
6	渡普镇烟墩村	179.00	商住	5,012.00	3,759.00	1,253.00
7	金桂路与旗鼓大道交叉处东南侧	175.00	商住	4,900.00	3,675.00	1,225.00

8	太乙大道与嫦娥大道交叉口东侧	38.00	商服	1,064.00	798.00	266.00
9	横三路与青龙路交汇处东南侧	21.87	商住	1,055.00	791.25	263.75
10	咸宁高新区金桂大道与旗鼓大道交汇处东南侧	133.65	商服	16,751.00	12,563.25	4,187.75
11	贺胜路与横一路交汇处西南侧	178.88	工业	2,080.00	1,560.00	520.00
12	咸宁高新区横二路与西园七路之间	25.06	工业	200.00	150.00	50.00
13	高新区香城大道与横五路交汇处南侧	138.97	工业	1,752.00	1,314.00	438.00
14	咸宁高新区三期横二路与小榄二路交汇处南侧	133.01	工业	1,068.00	801.00	267.00
15	高新区(三期)武咸快速路东侧(津晶城产业园内)	12.00	工业	140.00	105.00	35.00
16	咸宁高新区工业大道与龟山路交叉处	88.48	工业	1,130.00	847.50	282.50
17	高新区(三期)小榄一路与小榄四路交汇处南侧	130.81	工业	1,056.00	792.00	264.00
18	咸宁高新区永安东路与横二路交汇处南侧	35.03	工业	290.00	217.50	72.50
19	咸宁高新区横一路南侧与永安东路东侧交汇处	51.87	工业	430.00	322.50	107.50
合 计		1,646.63	-	45,468.00	34,101.00	11,367.00

资料来源：公司提供

**2018年公司综合开发建设收入大幅增长，随着在建项目推进，未来综合开发建设业务具有持续性，但后续面临着较大的资金压力**

公司主要为咸宁高新区管委会提供咸宁高新区基础设施建设的综合开发及土地整理服务，2017年度起主要根据公司与咸宁高新区管委会签订的《咸宁高新技术产业园区土地开发整理和综合投资建设委托协议书》相关约定的结算方式来确认综合投资建设收入，协议规定，公司负责高新区范围内综合投资建设，高新区管委会应全额支付公司开展项目过程中产生的投资成本及确认的投资回报，其中工程建设类政府投资项目以投资成本及投资回报确认收入，投资回报按照公司实际支付成本的15%确认，实际支付成本是指项目实际支付的资金和每年支付的融资资金成本。

2018年公司实现综合开发建设收入72,783.83万元，由于工程进度加快较上年大幅增长68.27%，结算项目包括横二路、纵一路、污水处理厂等。值得关注的是，尽管公司每年会确认较大规模的综合开发建设业务收入，但高新区管委会管理费和回购款支付相对滞后，每年向公司支付的资金量与公司实际完成的投资额差距较大，项目投资资金主要来自公司自有资金或对外筹集。

截至2019年4月末，公司主要在建的代建项目包括咸宁高新区棚户区改造工程、咸宁

高新区“光谷南”产业生态示范新城等，上述项目预计总投资70.74亿元，累计已投入金额为17.27亿元，随着项目推进，未来综合开发建设业务具有持续性。此外，咸宁市高新区科技企业孵化器改扩建项目为17咸双创债募投项目，项目建成后收入主要来源于建筑物的销售及租金收入，根据湖北省工程咨询公司于2015年12月出具的可行性研究报告，预计销售物业可实现收入3.81亿元，租赁收入6.63亿元，该项目预计于2020年完工。截至2019年4月末，公司主要在建项目尚需投入76.41亿元，存在较大的资金压力。

**表7 截至2019年4月30日公司主要在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	是否代建
咸宁高新区棚户区改造工程	38.13	9.16	28.97	是
咸宁高新区“光谷南”产业生态示范新城	23.70	4.56	19.14	是
高新区一、二期基础设施升级改造	8.91	3.55	5.36	是
金融信息港	22.00	2.82	19.18	否
咸宁市高新区科技企业孵化器改扩建项目*	7.30	3.54	3.76	否
<b>合计</b>	<b>100.04</b>	<b>23.63</b>	<b>76.41</b>	-

注：带\*为17咸双创债募投项目。

资料来源：公司提供

### 2018年公司获得的外部支持力度仍较大

公司作为咸宁市从事基础设施建设和地方政府投融资的重要主体，咸宁市政府在补贴方面继续给予公司支持。2018年公司获得政府补助1.75亿元，占公司利润总额比重为55.51%，进一步提升了公司的盈利水平。

**表8 2018年公司获得的政府补助明细（单位：万元）**

补助项目	金额	补贴单位
政府补助	15,632.00	高新区管委会
园区棚改项目	1,861.72	高新区管委会
企业债券融资奖励	53.00	省财政厅
<b>合计</b>	<b>17,546.72</b>	-

资料来源：公司提供

## 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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2017年审计报告、经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018合并范围新增子公司1家，截

至2018年末，公司纳入合并范围的子公司共有10家，具体明细见表1。

## 资产结构与质量

**公司资产规模持续增长，存货占比高，且已抵押土地资产规模较大，应收款项占用资金较多，整体资产流动性较弱**

随着基础设施建设投资力度加大，公司资产规模持续增长。截至2018年末，公司总资产为232.31亿元，同比增长10.52%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。

公司的流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款以及存货构成。截至2018年末，公司货币资金34.22亿元，同比增长31.16%，其中5.00亿元银行定期存单用于质押，受限货币资金占比14.61%。2018年末，公司应收账款规模为33.09亿元，同比增长21.53%，其中应收咸宁高新技术产业开发区财政局工程款33.08亿元，占应收账款总额比重为99.97%，账期主要集中在1-3年，回收时间存在不确定性。公司其他应收款13.32亿元，主要系往来款，主要应收对象为咸宁高新技术产业开发区财政局，占比57.00%，部分账龄在3年以上。

截至2018年末，公司存货为134.95亿元，占总资产的58.09%，其中开发成本和国资委注入土地分别为42.28亿元和92.11亿元。公司存货中的开发成本为土地开发支出（包括代建基础设施项目的开发成本）及部分公司购入的土地；咸宁市国资委注入的土地资产账面价值92.11亿元，较上年无变化。此外，公司无形资产中土地使用权账面价值为0.9亿元。2018年公司通过招拍挂取得土地24宗，面积合计为136.19万平方米，账面价值合计4.83亿元，包括住宅和商业用地、工业用地等。截至2018年末，公司土地面积合计为788.46万平方米，账面价值合计为101.56亿元，使用权类型以出让为主，划拨土地有1宗，面积为11.98万平方米，入账价值为1.26亿元。截至2018年末公司已抵押土地账面价值合计43.60亿元，占全部土地比重为42.93%，主要用于“13咸宁荣盛债”、“15咸宁荣盛债”以及交通银行和农发行的贷款。

公司非流动资产主要体现为在建工程和无形资产。2018年末，公司在建工程规模为7.05亿元，主要为代建的基础设施建设项目，同比减少26.47%，主要是由于污水处理厂等项目2018年结转收入导致，该类资产未来完工后将由咸宁高新区管委会回购，但回购的时点尚不确定。

**表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比

货币资金	342,207.28	14.73%	260,898.66	12.41%
应收账款	330,887.52	14.24%	272,275.26	12.95%
其他应收款	133,239.12	5.74%	117,189.39	5.58%
存货	1,349,493.72	58.09%	1,292,905.89	61.51%
<b>流动资产合计</b>	<b>2,171,337.88</b>	<b>93.47%</b>	<b>1,961,027.29</b>	<b>93.29%</b>
在建工程	70,523.32	3.04%	95,905.87	4.56%
无形资产	9,219.69	0.40%	4,010.85	0.19%
<b>非流动资产合计</b>	<b>151,791.67</b>	<b>6.53%</b>	<b>140,964.31</b>	<b>6.71%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,323,129.55</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,101,991.60</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

**公司营业收入大幅增长，土地整理和综合投资建设业务持续性较好，政府补助对公司利润贡献较大**

2018年公司实现营业收入8.66亿元，由于工程建设及结转进度加快同比增长63.34%，其中综合开发建设是主要的收入来源。2018年公司综合毛利率为20.69%，同比略有下降，系综合开发建设业务毛利率下降导致。截至2019年4月末，公司主要在整理土地1,646.63亩，总投资额合计为4.55亿元；公司主要代建项目预计总投资70.74亿元，累计已投入金额为17.27亿元，目前在建项目和在整理土地较多，未来公司土地整理和综合开发建设业务收入具有一定的持续性。

此外，政府补助收入对公司的利润贡献大，2018年公司获得政府补助收入为1.75亿元，占当期利润总额的55.51%，政府补助对公司利润贡献较大。

**表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业收入	86,614.24	53,025.95
其他收益	17,493.72	16,336.00
营业利润	31,610.33	25,455.24
利润总额	31,608.06	25,220.94
综合毛利率	20.69%	24.17%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**2018年公司经营活动现金流表现较差，主要在建及拟建项目投资规模仍较大，未来存在较大的资金压力**

2018年公司收现比为0.68，较上年有所好转，但仍处于较低水平。随着咸宁高新区开发力度的加大，项目建设及土地整理支出加大，购买商品、接受劳务支付的现金为12.17亿元，导致经营活动现金流表现不佳，2018年经营活动现金净流出4.68亿元。

投资活动方面，2018年公司投资支付现金1.16亿元，主要用于对咸宁香城新兴产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）、湖北宏泰香城产业发展基金合伙企业（有限合伙）、湖北宏泰香城产业发展基金合伙企业（有限合伙）等企业的权益性投资；此外，2018年公司收到和支付非关联方暂借款规模较大，综上导致2018年公司投资活动现金净流出1.56亿元。截至2019年4月末，公司主要在整理土地尚需投资1.14亿元，主要在建项目预计尚需投入76.41亿元，存在较大的资金压力。

为缓解公司面临的资金压力，公司主要依靠银行借款、发行债券等方式来满足资金需求，2018年公司发行两期短期融资券合计16.00亿元、一期中期票据6.00亿元、一期债权融资计划5,000.00万元，公司筹资活动产生的现金流量净流入14.37亿元，考虑到目前在建项目、在整理土地规模仍较大，预计公司未来的外部筹资力度仍将加大。

**表 11 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.68	0.42
销售商品、提供劳务收到的现金	58,703.73	22,009.79
收到其他与经营活动有关的现金	20,976.47	37,773.08
经营活动现金流入小计	79,680.19	59,782.87
购买商品、接受劳务支付的现金	121,714.69	83,370.86
支付其他与经营活动有关的现金	2,606.07	33,129.19
经营活动现金流出小计	126,459.43	124,862.34
经营活动产生的现金流量净额	<b>-46,779.23</b>	<b>-65,079.47</b>
投资活动产生的现金流量净额	<b>-15,601.90</b>	<b>-12,331.65</b>
筹资活动产生的现金流量净额	<b>143,689.76</b>	<b>118,171.99</b>
现金及现金等价物净增加额	81,308.62	40,760.87

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模持续增长，债务压力加大

作为咸宁市主要的基础设施项目投融资主体，公司承担了较多土地开发、基础设施建设等业务，资金投入量较大，且大部分资金是通过债务融资取得。2018年末，公司负债总额为106.85亿元，同比增长22.18%。受负债规模增速较快的影响，2018年末公司负债与所

所有者权益比率上升至85.17%，较上年增长13.92个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所削弱。2018年末公司负债以非流动负债为主。

**表 12 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,068,545.51	874,544.95
所有者权益	1,254,584.05	1,227,446.65
产权比率	85.17%	71.25%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司的流动负债主要由应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司应付账款均为应付工程款，截至2018年末，公司应付账款为1.33亿元，较上年减少40.10%，其中应付湖北工程建筑总承包公司6,003.89万元。截至2018年末，公司其他应付款为4.01亿元，由于与高新区管委会、高新区财政局的往来款增加导致其他应付款同比增长112.65%，期末余额主要是施工单位的保证金及与湖北时泉投资担保有限公司、高新区管委会、高新区财政局等单位的往来款。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款2.47亿元、应付债券5.80亿元、长期应付款600.00万元、其他非流动负债5.74亿元。其他流动负债为2018年发行的两期短期融资券，发行金额合计16.00亿元。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、专项应付款和其他非流动负债。为匹配建设项目周期，公司借款主要为长期借款，截至2018年末，公司长期借款26.42亿元，主要是抵质押借款和保证借款；应付债券为公司分别于2013年、2015、2017年和2018年发行的债券，即“13咸宁荣盛债”、“15咸宁荣盛债”、“17咸双创债”和“18咸宁高新MTN001”等，截至2019年6月10日，上述债券余额分别为3.00亿元、8.40亿元、10.00亿元、6.00亿元，其中，“13咸宁荣盛债”需在2016-2020年分别偿还债券本金的20%（即3.00亿元），“15咸宁荣盛债”需在2018-2022年分别偿还债券本金的20%（即2.80亿元），“17咸双创债”需在2020-2023年末分别偿还债券本金的15%（即1.50亿元）。长期应付款为保障性住房专项资金、公租房的专项资金和棚改项目资本金，其中棚改项目资本金5,000.00万元为有息债务。

公司其他非流动负债4.20亿元，其中一笔为公司2016年通过与光大银行签订委托债权投资协议融资5亿元，用于咸宁高新区棚户区改造项目，协议期限为3年，公司以棚户区改造项目政府购买服务项下形成的应收账款质押保证，子公司咸宁荣盛置业有限责任公司以信用保证的形式提供担保；第二笔为子公司湖北桂冠投资控股有限公司通过与光大保德信资产管理有限公司（代表“光大保德信光大武汉盈通10号资产管理计划”）签订定期存单

收益权转让及回购合同，合计融资4,9350.00万元，协议期限为3年，湖北桂冠投资控股有限公司以合计面值5亿元的定期存单以质押的形式提供担保。其中一年内到期的部分合计为5.74亿元。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	13,338.80	1.25%	22,269.86	2.55%
其他应付款	40,082.55	3.75%	18,849.16	2.16%
一年内到期的非流动负债	140,650.00	13.16%	105,963.00	12.12%
其他流动负债	163,328.70	15.29%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>419,959.79</b>	<b>39.30%</b>	<b>202,555.90</b>	<b>23.16%</b>
长期借款	264,170.00	24.72%	251,082.00	28.71%
应付债券	292,192.96	27.34%	283,471.52	32.41%
长期应付款	35,135.98	3.29%	28,737.03	3.29%
其他非流动负债	42,000.00	3.93%	99,350.00	11.36%
<b>非流动负债合计</b>	<b>648,585.72</b>	<b>60.70%</b>	<b>671,989.05</b>	<b>76.84%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,068,545.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>874,544.95</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	907,341.67	84.91%	744,866.52	85.17%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司有息债务规模较大，合计90.73亿元，同比增长21.81%，有息负债规模较大且持续增长，公司面临较大的偿债压力。2019-2021年，公司需分别偿还有息债务30.07亿元、13.62亿元和17.43亿元，面临较大的刚性债务压力。

表 14 公司未来三年有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年
偿还金额	300,650.00	136,150.00	174,320.00
<b>合计</b>	<b>300,650.00</b>	<b>136,150.00</b>	<b>174,320.00</b>

资料来源：公司提供

2018年末公司资产负债率有所上升，期末为46.00%。由于2018年发行两期短期融资券，公司流动负债上升较快，导致流动比率和速动比率均显著下降；2018年末公司EBITDA利息保障倍数仅为0.70，盈利对利息的偿还能力较弱。同时中证鹏元也关注到，公司后续面临着较大的投资资金压力，而主营业务产生现金流能力较弱，外部融资需求将加大，预计债务水平仍将持续上升。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	46.00%	41.61%

流动比率	5.17	9.68
速动比率	1.96	3.30
EBITDA（万元）	32,511.12	26,030.10
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.68
有息债务/EBITDA	27.91	28.62

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，有效提升了本期债券的安全性，值得关注的是2018年公司未对抵押资产进行年度评估**

公司将自身合法持有的国有土地使用权为本期债券提供抵押，抵押资产的担保范围包括本次所发行债券的本金和利息以及办理抵押登记的全部费用、违约金、损害赔偿金、管理抵押资产和实现债权的一切费用。

根据公司与中国建设银行股份有限公司咸宁潜山支行（以下简称“建行潜山支行”）签订了《资产抵押协议》以及《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金及当期利息的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于1.5，并且在抵押比率不低于1.6的前提下，公司可以向建行潜山支行申请解除部分抵押资产的抵押。

公司应在募集说明书约定的本期债券存续期内每年的4月30日前聘请资产评估机构对抵押资产进行跟踪评估、出具相应的资产评估文件，2018年公司未按照约定对抵押资产进行年度评估。

本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形时，公司因此获得相关补偿，均视同为抵押资产，本期债券持有人享有优先受偿权，如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，公司应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保。

抵押资产的替代和追加应经公司与建行潜山支行协商同意或经本期债券持有人会议决议。替代和追加的资产应按照《资产抵押协议》规定进行价值评估，如需办理登记手续，由公司负责。

截至2019年5月31日，公司抵押土地资产面积合计1,463.86亩，根据2016年开元资产评估有限公司出具的评估报告，评估基准日为2015年12月至2016年6月，上述抵押土地资产评估价值合计为22.04亿元，抵押比率为2.62（抵押比率=本期债券抵押土地资产评估价值/本期债券剩余本金），具体情况如表16所示。

表 16 截至 2019 年 5 月 31 日用于本期债券抵押增信的土地明细（单位：亩、万元）

序号	土地证号	用途	土地面 积	评估价 值	性质	期限
1	咸国用(2016)第003号	商住	31.97	4,941.17	出让	2015/2/10-2022/2/10
2	咸国用(2016)第004号	商住	200.00	30,833.42	出让	2015/2/10-2022/2/10
3	咸国用(2016)第005号	商住	131.93	20,387.83	出让	2015/2/10-2022/2/10
4	咸国用(2016)第006号	商住	108.42	16,754.62	出让	2015/2/10-2022/2/10
5	咸国用(2016)第007号	商住	69.18	10,691.38	出让	2015/2/10-2022/2/10
6	咸国用(2016)第008号	商住	50.00	7,726.66	出让	2015/2/10-2022/2/10
7	咸国用(2016)第009号	商住	97.64	15,088.28	出让	2015/2/10-2022/2/10
8	咸国用(2015)第026号	商住	45.00	7,109.66	出让	2015/2/10-2022/2/10
9	咸国用(2015)第027号	商住	68.30	10,336.49	出让	2015/2/10-2022/2/10
10	咸国用(2016)第016号	商住	52.97	7,733.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
11	咸国用(2016)第017号	商住	58.72	8,573.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
12	咸国用(2016)第018号	商住	51.30	7,490.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
13	咸国用(2015)第012号	商住	24.41	3,564.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
14	咸国用(2015)第013号	商住	31.90	4,658.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
15	鄂(2016)咸宁市不动产权第00000010号	商住	87.87	12,829.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
16	鄂(2016)咸宁市不动产权第00000011号	商住	120.00	17,520.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
17	鄂(2016)咸宁市不动产权第00000012号	商住	100.00	14,600.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
18	鄂(2016)咸宁市不动产权第0000009号	商住	134.25	19,600.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
合计			1,463.86	220,436.51		

注：1、2016年底公司对部分抵押土地进行了置换；

2、表中土地评估价值依据的评估报告包括开元评报字【2016】009号、开元评报字【2016】007号、开元评报字【2015】614、开元评报字【2016】360号等。

资料来源：公司提供

## 七、其他事项分析

### (一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月6日）公司本部、子公司咸宁市荣盛置业有限责任公司、湖北桂冠投资控股有限公司、湖北桂冠资产管理有限公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## （二）或有事项分析

### 公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2018年末，公司对外担保金额为15.59亿元，占期末净资产的比重为12.42%，被担保方实际控制人为咸宁市人民政府国有资产监督管理委员会。公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

**表 17 截至 2018 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	担保到期日	是否有反担保
咸宁市城市资产经营有限公司	155,879.00	2016/1/28-2036/1/27	否
合计	<b>155,879.00</b>	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告

## 八、评级结论

2018年咸宁市地区生产总值保持较快增速，公司面临的发展环境依然较好；公司主要在建项目和在整理土地规模较大，未来土地整理和综合开发建设业务仍具有持续性，且公司继续得到了外部的大力支持；此外，国有土地使用权抵押的增信方式继续有效提升了本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到公司土地已抵押规模较大，应收款项占用资金较多，整体资产流动性较弱；公司主要在建基础设施工程项目和在整理土地尚需投入77.55亿元，存在较大的资金压力；2018-2020年，公司需分别偿还有息债务30.07亿元、13.62亿元和17.43亿元，面临较大的刚性债务压力；截至2018年末，公司对外担保余额占期末净资产的比重为12.42%，存在一定的或有负债风险。2018年公司未对抵押资产进行年度评估。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标 (合并口径)

财务数据 (单位: 万元)	2018年	2017年	2016年
货币资金	342,207.28	260,898.66	220,137.79
应收账款	330,887.52	272,275.26	187,870.55
其他应收款	133,239.12	117,189.39	94,306.20
存货	1,349,493.72	1,292,905.89	1,122,265.06
流动资产合计	2,171,337.88	1,961,027.29	1,652,532.42
在建工程	70,523.32	95,905.87	240,945.85
非流动资产合计	151,791.67	140,964.31	281,251.48
资产总计	2,323,129.55	2,101,991.60	1,933,783.90
应付账款	13,338.80	22,269.86	29,265.58
其他流动负债	163,328.70	0.00	0.00
其他应付款	40,082.55	18,849.16	23,448.04
一年内到期的非流动负债	140,650.00	105,963.00	47,275.00
流动负债合计	419,959.79	202,555.90	158,813.93
长期借款	264,170.00	251,082.00	196,145.00
应付债券	292,192.96	283,471.52	239,473.46
长期应付款	35,135.98	28,737.03	20,568.00
其他非流动负债	42,000.00	99,350.00	99,350.00
非流动负债合计	648,585.72	671,989.05	564,884.96
负债合计	1,068,545.51	874,544.95	723,698.88
有息债务	907,341.67	744,866.52	587,243.46
所有者权益	1,254,584.05	1,227,446.65	1,210,085.02
营业收入	86,614.24	53,025.95	62,723.40
营业利润	31,610.33	25,455.24	6,988.39
利润总额	31,608.06	25,220.94	23,789.41
净利润	27,937.40	23,252.44	21,941.07
经营活动产生的现金流量净额	-46,779.23	-65,079.47	6,082.54
投资活动产生的现金流量净额	-15,601.90	-12,331.65	-37,243.41
筹资活动产生的现金流量净额	143,689.76	118,171.99	195,850.00
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	20.69%	24.17%	13.85%
收现比	0.68	0.42	0.19
产权比率	85.17%	71.25%	59.81%
资产负债率	46.00%	41.61%	37.42%
流动比率	5.17	9.68	10.41

速动比率	1.96	3.30	3.34
EBITDA (万元)	32,511.12	26,030.10	24,281.85
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.68	0.90
有息债务/EBITDA	27.91	28.62	24.18

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×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	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
有息债务	短期借款+1年内到期的长期有息债务+其他流动负债+长期借款+应付债券+专项应付款有息部分+其他非流动负债

## 附录三 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
<b>AAA</b>	债务安全性极高, 违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高, 违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高, 违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般, 违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低, 违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低, 违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低, 违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低, 违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小, 基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素, 未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定, 未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素, 未来信用等级可能降低。