

2014 年天门市城市建设投资有限公司

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

评级总监：

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪  
第【625】号 01

债券简称: 14 天门债/P  
R 天门债

增信方式: 土地使用权  
抵押担保

债券剩余规模:  
6.00 亿元

债券到期日期: 2021 年  
08 月 28 日

债券偿还方式: 每年付  
息一次, 从第三个计息  
年度开始至第七个计息  
年度分别逐年偿还本期  
债券发行总额的 20%,  
当期利息随本金一起支  
付

分析师

姓名:  
杨慧 刘伟强  
电话:  
0755-82871605  
邮箱:  
yangh@cspengyuan.com

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

## 2014 年天门市城市建设投资有限公司公司债券 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 6 月 25 日	2018 年 6 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”)对天门市城市建设投资有限公司(以下简称“天门城投”或“公司”)及其 2014 年 8 月 28 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外部环境较好, 为公司发展提供了较好的外部环境, 公司业务持续性较好, 继续获得外部的支持, 同时, 国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。但我们也关注到, 公司资产流动性较差, 面临较大的资金压力和偿债压力, 存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面:

- 外部环境较好, 为公司发展提供了较好的外部环境。2018 年天门市经济持续稳步增长, 全年实现地区生产总值 591.15 亿元, 增长 8.2%。
- 公司业务持续性较好。公司承建的基础设施项目和安置房项目较多, 截至 2018 年末, 公司主要在建及拟建工程项目总投资为 64.60 亿元, 未来业务持续性较好。
- 公司继续获得外部的支持。2018 年天门市国有资产监督管理委员会办公室(以下简称“天门市国资办”)给予公司北湖综合改造项目补贴、天门市重点项目经费补贴合计 850.68 万元, 继续得到外部的支持。
- 土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。公司 2018 年对抵押土地进行了重新评估, 根据湖北玖誉房地产评估有限公司基于评估基准日 2018 年 9 月 7 日出具的评估报告, 2 宗土地评估价值合计为 120,398.62 万元, 国有土地使用权

抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。

### 关注：

- **公司资产以土地使用权为主，且部分已抵押；应收账款规模较大且回款时间不确定，资产流动性较差。**截至 2018 年末，存货中土地使用权账面价值合计 46.61 亿元，土地资产中已有价值 35.66 亿元办理了抵押，占土地资产账面价值的 76.52%。公司 2018 年底总计 37.48 亿元资产（包括 35.66 亿元的存货和 1.82 亿元的应收账款）使用受限，占总资产比重为 24.05%。截至 2018 年末公司因承担市政工程项目形成了对天门市人民政府的应收款项合计 32.88 亿元，占总资产比例为 21.10%，资金被占用现象严重，未来还款时间存在一定不确定性。整体来看，公司资产流动性较差。
- **公司经营性现金流量表现较差，面临较大的资金压力。**公司 2018 年收现比为 0.43，经营活动现金净流出 4.25 亿元，表现较差；截至 2018 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资 30.17 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 56.95 亿元，同比增长 26.59%，占总负债比重为 86.86%；2018 年末公司资产负债率上升至 42.07%，流动负债的大幅增加使得流动比率和速动比率均有所下降，流动资产实际变现能力较差，EBITDA 利息保障倍数有所下降，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年 12 月末，公司对外担保金额合计 4.41 亿元，占同期末净资产的比重为 4.88%，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	1,558,661.66	1,405,558.00	1,458,994.21
所有者权益	902,960.59	882,497.65	868,192.64
有息债务	569,533.78	449,888.10	421,588.27
资产负债率	42.07%	37.21%	40.49%
流动比率	10.20	14.16	7.60
营业收入	151,450.07	105,124.31	31,069.20
其他收益	850.68	5,410.00	0.00
营业外收入	44.34	0.01	15,805.85
利润总额	21,052.94	20,880.20	18,450.33
综合毛利率	15.35%	22.07%	15.04%
EBITDA	23,947.56	23,552.02	19,306.42
EBITDA 利息保障倍数	1.08	1.79	1.15
经营活动现金流净额	-42,497.33	-61,848.04	-51,650.62

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月发行10亿元公司债券，票面利率为8.2%，募集资金原计划用于天门市棚户区改造项目、天门市北湖区域改造工程建设项目、天门市城区水环境综合治理项目和天门河水环境综合治理项目的建设。截至2019年6月14日，本期债券募集资金专项账户余额为80.82万元。

## 二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、实收资本无变化。截至2018年底，公司注册资本为26.78亿元、实收资本为20亿元。其中，天门市国资办出资20亿元，持股74.68%，国开发展基金有限公司出资6.78亿元，持股25.32%。公司控股股东及实际控制人仍为天门市国资办。

截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共12家，2018年新增2家子公司纳入合并范围，具体情况见表1。

表1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
天门永佳物业管理有限公司	100%	100.00	物业管理	设立
天门市天城水务有限公司	100%	10,000.00	房地产开发	设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

## 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%。新旧动能持续转换，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，战略性新兴产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年天门市经济总量继续增长，固定资产投资对经济拉动作用明显

2018年天门市经济持续稳步增长，全年实现地区生产总值591.15亿元，增长8.2%。2018年按常住人口计算的全市人均GDP为46,419.32元，人均GDP与全国人均GDP的比值为71.81%，同比有所上升但经济发展水平仍有待提高。

其中，第一产业实现增加值80.44亿元，增长2.80%；第二产业增加值302.85亿元，增长8.20%，增速有所下滑；第三产业增加值207.86亿元，增长10.70%。第三产业中，交通运输仓储和邮政业、金融业、房地产业增加值分别同比增长37.2%、6.6%、7.1%。2018年全市规模以上工业增加值增长8.0%，建筑业总产值121.01亿元，同比增长21.0%。房屋施工面积517.08万平方米，增长29.2%；竣工面积51.53万平方米，增长2.4%。

2018年全社会固定资产投资427.92亿元，增速较快，同比增长11.3%，固定资产投资是拉动天门市经济增长的主要因素。其中私营经济及其他投资主体完成339.34亿元，占比为93.3%。分投资领域来看，第一、二、三产业分别完成投资9.99亿元、266.89亿元和151.04亿元，分别同比增长-33.3%、8.9%、21.4%。商品房销售相对活跃，全年各类商品房销售面积达到128.32万平米，同比增长14.8%。2018年天门市社会消费品零售总额为359.55亿元，同比增长11.6%。

表3 2017-2018年天门市主要经济发展指标（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）	591.15	8.2%	528.25	8.0%
第一产业增加值	80.44	2.8%	75.66	2.8%
第二产业增加值	302.85	8.2%	267.23	8.4%
第三产业增加值	207.86	10.7%	185.36	10.0%
工业增加值	-	8.0%	237.53	7.5%
固定资产投资	427.92	11.3%	468.72	16.4%
社会消费品零售总额	359.55	11.6%	322.07	11.4%
进出口总额	8.9	6.4%	-	-

存款余额	627.18	-	575.89	10.8%
贷款余额	230.41	-	185.84	20.9%
人均 GDP（元）	46,419.32		41,156.99	
人均 GDP/全国人均 GDP	71.81%		68.99%	

注：“-”数据未公开披露。

资料来源：2017-2018年天门市国民经济与社会发展统计公报

2018年天门市全市实现公共财政收入20.40亿元，可比增长12.3%。其中税收收入15.51亿元，占公共财政收入比重为76.03%。2018年天门市全市实现政府性基金收入34.79亿元，其中国有土地使用权出让收入32.75亿元。同期天门市全市公共财政支出为78.38亿元，同比增长5.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为26.03%。

#### 四、经营与竞争

公司是天门市基础设施建设和地方政府投融资主体，主要负责天门市的基础设施建设、拆迁安置房项目以及土地开发等业务。2018年公司营业收入同比增长44.07%，主要是拆迁安置房项目收入大幅增长，其占公司营业收入的55.04%。公司2018年综合毛利率15.35%，同比有所下降，主要系基础设施建设项目及土地转让业务毛利均不同程度下降所致。污水处理收入及其他业务收入对公司营业收入形成一定补充。

表4 公司 2017-2018 年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
拆迁安置房项目	83,351.80	17.51%	8,526.57	16.65%
土地转让	45,196.84	12.36%	76,554.74	21.26%
基础设施建设项目	21,432.37	15.21%	18,975.83	28.81%
污水处理	1,380.00	-18.38%	850.00	-12.29%
主营业务合计	<b>151,361.01</b>	<b>15.32%</b>	<b>104,907.14</b>	<b>21.98%</b>
其他业务	89.06	62.01%	217.18	64.04%
合计	<b>151,450.07</b>	<b>15.35%</b>	<b>105,124.31</b>	<b>22.07%</b>

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

**2018年公司拆迁安置房项目和基础设施项目收入大幅增长，公司目前承建的基础设施工程和安置房项目较多，业务持续性较好，但也面临较大的资金压力**

公司受天门市人民政府委托，承担天门市投资基础设施建设项目、拆迁安置房项目建设，所承担工程项目的合同金额，在公司发包给各基建项目具体施工单位的施工合同总额的基础上，上浮一定比例确定（比例一般为20%、18%、15%）。对于委托代建的建设项目，公司与天门市人民政府分别签订合同，天门市人民政府依合同条款分别回购，公司按

施工进度确认收入。

2018年政府回购基础设施项目主要包括杨家新沟河道改造及沿岸配套设施建设项目，和政府签合同价为20,364.52万元，收益率为20%。2018年公司实现基础设施建设收入2.14亿元，同比增长12.95%；2018年基础设施建设毛利率下降幅度较大，主要系项目收益率与项目发包总价款相关，上年项目概算总投资较大，发包总价款较高，上年度回购项目平均收益率较高。

2018年公司实现安置房业务收入8.34亿元，同比大幅增长877.55%。2018年政府回购的安置房项目主要包括为2017棚户区改造-文昌阁、高新园棚户区改造-候口安置房，按20%比例确定项目收益。

**表5 公司2018年确认收入的主要项目明细（单位：万元）**

<b>1、基础设施项目</b>	
<b>工程名称</b>	<b>收入金额</b>
杨家新沟河道改造及沿岸配套设施建设项目	9,819.93
汇侨大道东延工程	120.82
科技馆及青少年宫	1,925.81
岳口污水处理厂污水收集管网系统	1,369.29
陆羽大道（东湖至汉北）	1,390.32
天门河截污工程（第二期）	1,169.78
华侨大道中段（广沟路-西湖路）	1,070.81
<b>合计</b>	<b>16,866.77</b>
<b>2、拆迁安置房</b>	
<b>工程名称</b>	<b>收入金额</b>
老政府大院还建（前壕棚户区）	12,760.01
2017棚户区改造-文昌阁	27,770.87
高新园棚户区改造-候口安置房	19,462.65
南湖片区第一期棚改	14,282.85
北湖小区（15年棚改）	4,123.98
<b>合计</b>	<b>78,400.36</b>

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司在建及拟建项目较多，其中天门城区公交停保场项目和天门市综合养老服务中心建设项目为“16天门债”的募投项目，天门城区公交停保场项目收入主要来源为天门市公交公司向公司支付的公交停保场内各类生产生活区域租金、设备租金，天门市综合养老服务中心建设项目收入主要来源为特护中心收入、养老院收入、福利院收入、医疗养护中心收入，以上两个项目合计总投资11.51亿元，投资规模相对较大且未来收入实现情况存在一定不确定性。

天门市棚户区改造项目、天门河水环境综合治理项目、天门城区水环境综合治理项目和天门市北湖区域改造工程等四个项目为“14天门债”募投项目。天门市北湖区域改造工程建设项目、天门市城区水环境综合治理项目、天门河水环境综合治理项目将由天门市政府以规划的北湖商贸城（二）地块858亩土地的土地出让净收入进行资金平衡。值得注意的是，由于土地出让收入易受当地一级土地出让市场景气度及政府土地出让规划的影响，上述土地的土地出让时间和出让价格具有一定的不确定性。

天门市人民政府就“14天门债”募投项目中天门市棚户区改造项目与公司签订了《委托投资建设协议书》，协议约定在双方认定的合同委托建设投资额150,016.82万元之外，加计15%的委托建设管理费用22,502.52万元，以总计172,519.34万元作为该项目的委托建设投资款项，委托建设投资款项将分年进行支付。2015-2018年天门市人民政府未按照计划支付回购款，需持续关注回款进度。

根据天门市人民政府于2018年出具的相关文件，天门市人民政府承诺将在2018年至2022年期间每半年末偿还31,040.67万元，由天门市财政局逐年分期支付公司代垫的工程款，但是能否按期回收仍存在不确定性。

**表6 天门市棚户区改造项目天门市政府向公司承诺的偿付安排（单位：万元）**

时间	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2020年
金额	10,000	10,000	30,000	30,000	30,000	30,000	30,000	2,519.34

资料来源：公司提供

公司目前承建的基础设施项目和安置房项目较多，未来业务来源持续性较好。截至2018年末，公司主要在建及拟建项目总投资预计达到64.60亿元，项目累计已投资金额约为34.93亿元，尚需投资30.17亿元，公司面临较大的资金压力。

**表7 截至2018年末公司主要在建及拟建基础设施、安置房项目情况（单位：万元）**

分类	项目名称	总投资	已投资	尚需投入
在建项目	天门市棚户区改造项目	150,017.00	117,206.50	32,810.50
	天门河水环境综合治理项目	55,312.00	18,325.00	36,987.00
	天门市城区水环境综合治理项目	12,472.11	17,500.00	0
	天门市北湖区域改造工程	32,309.00	31,813.00	496.00
	天门城区公交停车场项目	32,078.00	13,950.04	18,127.96
	天门市综合养老服务中心建设项目	83,017.00	46,049.96	36,967.04
	天门市杨家新沟河道改造及沿岸配套工程	9,899.89	1,191.77	8,708.12
	南洋大道（接官路-西环路）改造工程	4,966.70	3,212.07	1,754.63
	前壕小区棚改1-3楼及地下室工程	6,452.03	5,000.00	1,452.03
	南湖片区棚改1-4楼及地下室工程	11,712.64	10,000.00	1,712.64

	东湖三期城中村棚改项目	125,815.00	45,530.31	80,284.69
	文昌阁棚改项目	57,621.00	35,000.00	22,621.00
	江汉养老服务中心建设项目	2,925.00	1,500.00	1,425.00
	芯创电子信息产业园（一期）	8,611.10	3,000.00	5,611.10
	<b>小计</b>	<b>593,208.47</b>	<b>349,278.65</b>	<b>248,957.71</b>
拟建项目	二水厂改扩建工程	52,789.90	0	52,789.90
	<b>小计</b>	<b>52,789.90</b>	<b>0</b>	<b>52,789.90</b>
<b>合计</b>		<b>645,998.37</b>	<b>349,278.65</b>	<b>301,747.61</b>

注：1）部分超过总投资的工程基本已完工；2）天门市城区水环境综合治理项目已完工。

资料来源：公司提供

### 2018年土地转让收入规模及毛利率均有所下滑

土地转让业务系市政府根据开发规划及用地需求，由土地收储部门以不低于公司土地账面价值的合理价款，收购公司存量土地的行为，其盈利主要为出让土地的利润分成。

2017-2018年由天门市土地储备中心（以下简称“土储中心”）向公司收储土地，收入规模同比下降40.96%，被收购的国有土地使用权采用协议方式收购及定价，待土储中心将该宗地公开处置后，根据市政府签批意见支付给公司。2018年土地转让业务毛利率同比下降主要系当年土储中心定价下降所致。

**表8 2018年公司主要转让的土地明细（单位：万元）**

项目名称	收入
天国用（2013）第1216号北湖旅游度假山庄	1,419.09
天国用（2013）第1217号北湖旅游度假山庄	18,654.95
农业局（位于钟惺大道，面积49亩）	37.47
东湖花园（位于竟东路，面积280.06亩）	6,170.32
景天一（2015）062号-018地块（面积66199.89平方米）	9,361.38
景天二（2015）056-033地块（面积67569.63平方米）	9,553.62
<b>合计</b>	<b>45,196.84</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司污水处理业务对营业收入形成了一定的补充，但规模较小

公司污水处理业务由两家子公司运营，分别为子公司天门市黄金污水处理有限公司（服务范围为天门市城区）和天门市岳口潭湖污水处理有限公司（于2015年12月建成投资，服务范围为岳口镇区）。

2018年共完成污水处理量2,022.63万吨（其中黄金污水处理厂处理1,795万吨，岳口潭湖污水处理厂处理227.63万吨），同比2017年1,804.46万吨增长12.09%。2018年公司实现污水处理收入1,380.00万元，较上年增长62.35%，但毛利率继续下滑至-18.38%，主要系污

水处理公司运营成本持续增加所致。

#### 公司继续获得外部的支持

公司作为天门市基础设施建设和地方政府投融资主体，2018年天门市国资办给予公司北湖综合改造项目补贴、天门市重点项目经费补贴合计850.68万元，公司继续得到外部的支持。

## 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中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留审计意见的2016-2018年三年连审审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2018年公司合并范围新增2家子公司，具体情况见表1。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，以土地和应收款项为主，资金被占用规模较大且大部分土地已被抵押，整体资产流动性较弱

公司资产规模有所增长，截至2018年末，公司资产总额为155.87亿元，同比增长10.89%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2018年末其占比为92.18%。

表9 2017-2018年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	265,684.45	17.05%	222,837.93	15.85%
应收账款	315,472.88	20.24%	231,582.48	16.48%
其他应收款	72,631.01	4.66%	95,610.63	6.80%
存货	716,829.75	45.99%	665,904.24	47.38%
其他流动资产	42,967.12	2.76%	45,987.73	3.27%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,436,712.23</b>	<b>92.18%</b>	<b>1,287,826.08</b>	<b>91.62%</b>
无形资产	49,886.16	3.20%	49,886.16	3.55%
非流动资产合计	121,949.43	7.82%	117,731.92	8.38%
<b>资产总计</b>	<b>1,558,661.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,405,558.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货等构成。截至2018年末货币资金账面价值为26.57亿元，同比增长19.23%，主要系新增银行借款较多，无使用受限情况。截至

2018年末公司应收账款账面价值为31.55亿元，同比增长36.22%，主要包括应收天门市人民政府基础设施建设款31.37亿元。截至2018年末，天门市人民政府欠款占应收账款期末余额的99.13%，占资产总额的比重为20.13%，对公司资金形成了较大占用。

根据2018年5月天门市人民政府出具的《市人民政府关于向天门市城市建设投资有限公司支付项目投资款项的计划书》，天门市人民政府承诺将在2018年至2022年期间每半年末支付31,040.67万元。天门市人民政府承诺用土地出让收益逐年偿还公司垫付的投资项目工程款项，若土地出让金收益不足以偿还，天门市人民政府用等价值的规划商业用地支付剩余价款，但能否按期回收仍存在不确定性。

截至2018年末公司其他应收款账面价值为7.26亿元，同比减少24.03%，从款项性质来看，对前五大应收对象的应收款项为4.92亿元，占其他应收款期末余额67.39%。从账龄来看，其他应收款中22.69%为应收天门市交通重点工程项目建设管理处（武荆项目）款项1.66亿元；20.66%为应收天门市人民政府款项1.51亿元，账龄在5年以上金额为1.12亿元。公司其他应收款主要为与政府部门的往来款，部分账龄偏长，对公司资金形成较大占用，回收时间存在不确定性。其他应收款中另有对海力菊糖公司、湖北天湖化工有限公司、天门市食品公司合计250万元的款项预计无法收回，已全额计提坏账准备。

截至2018年末公司存货账面价值为71.68亿元，同比增长7.65%，占总资产的比重为45.99%，是公司资产的主要构成。存货中土地使用权账面价值合计46.61亿元，包括80宗商业、住宅、商服、城镇住宅和综合用地，其中土地性质为出让的账面价值合计46.02亿元。土地资产中已有价值35.66亿元办理了抵押，占土地资产总账面价值的76.52%，抵押占比较高。存货中另有开发成本24.73亿元，主要是公司在建的基础设施项目和安置房项目。

截至2018年末公司其他流动资产账面价值为4.30亿元，同比减少6.57%，主要是公司土地整理业务的成本，系政府委托公司承担天门市内储备土地的开发垫付的资金，开发整理的土地使用权不属于公司，公司按开发总成本的一定比例确认收益，但近年均未实现收入，未来投资能否收回存在一定风险。

从非流动资产来看，公司的非流动资产主要是无形资产。

截至2018年末公司无形资产账面价值为4.99亿元，同比无变化，主要是沉湖林业科技示范区的14宗总面积为8,314.96亩林地的使用权，为政府划拨用地，未来暂无处置计划。

截至2018年末公司总计37.48亿元资产（包括35.66亿元的存货和1.82亿元的应收账款）使用受限，占总资产比重为24.05%，受限资产比重较高。总体来看，2018年公司资产规模有所增长，公司资产仍主要以土地资产和应收政府部门款项为主。公司应收款项合计占总

资产比例为24.90%，资金被占用规模较大，且大部分土地已被抵押，整体资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 2018年公司收入规模大幅增加，营业利润较为稳定

2018年公司营业收入同比增长44.07%，主要是拆迁安置房项目收入大幅增长，占公司营业收入的55.04%。公司2018年综合毛利率15.35%，同比有所下降，主要系基础设施建设项目及土地转让业务毛利均不同程度下降所致。公司污水处理收入规模不大但基本稳定，2018年该业务收入为1,380.00万元，对公司营业收入有一定的补充。考虑到公司后续承建的工程项目总投资规模较大，未来收入持续性较好。

2018年公司获得的政府补助收入850.68万元，占公司利润总额的4.04%，当地政府对公司的支持给予了一定的支持。

**表10 2017-2018年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
营业收入	151,450.07	105,124.31
其他收益	850.68	5,410.00
营业利润	21,657.34	21,053.37
营业外收入	44.34	0.01
利润总额	21,052.94	20,880.20
综合毛利率	15.35%	22.07%

资料来源：公司 2016-2018 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较差，未来在建及拟建项目尚需资金较多，公司依然存在较大的资金压力**

公司2018年收现比由2017年的0.18上升至0.43，公司主业现金回笼有所改善但仍表现较差。公司收到的其他与经营活动有关的现金、支付的其他与经营活动有关的现金主要均为往来款。受较大规模的项目工程款支出影响，2018年经营活动现金净流出4.25亿元。

公司2018年投资活动现金净流出1.19亿元，主要系购置资产的投资支出，净流出规模同比上年缩减。

筹资活动方面，为缓解公司面临的较大规模的工程项目款支出及投资资金缺口，对外部融资需求较大。2018年公司筹资活动现金流入16.36亿元，主要系新增较大规模的长期质押借款所致。

截至2018年末，公司主要在建及拟建项目预计尚需投资约30.17亿元，从公司目前的现金流状况以及政府回购和垫付资金偿还安排来看，公司存在较大的资金压力。

**表11 2017-2018年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2018年	2017年
收现比	0.43	0.18
销售商品、提供劳务收到的现金	65,394.41	18,744.44
收到其他与经营活动有关的现金	144,858.10	142,262.23
经营活动现金流入小计	210,252.51	161,006.67
购买商品、接受劳务支付的现金	163,750.68	58,468.48
支付的其他与经营活动有关的现金	88,257.36	163,830.12
经营活动现金流出小计	252,749.85	222,854.71
经营活动产生的现金流量净额	-42,497.33	-61,848.04
投资活动产生的现金流量净额	-11,922.15	-33,243.97
筹资活动产生的现金流量净额	97,266.01	75,243.09
现金及现金等价物净增加额	42,846.53	-19,848.93

资料来源：公司2016-2018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

### 公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力

受益于利润累积，公司所有者权益规模略有增加。2018年公司负债规模持续增加，截至2018年末，公司负债规模为65.57亿元，较2017年末同比增长25.36%。负债结构方面，目前公司仍以非流动负债为主，2018年末其占比为78.52%。2018年末公司所有者权益为90.30亿元，较2017年末增加2.32%，负债规模的上升使得权益对债务的覆盖程度有所下降。

**表12 2017-2018年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018年	2017年
负债总额	655,701.07	523,060.36
所有者权益	902,960.59	882,497.65
产权比率	72.62%	59.27%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要为其他应付款、一年内到期的非流动负债。截至2018年末公司其他应付款账面价值为4.07亿元，同比增长13.61%，主要为资金往来款，其中应付天门市财政局债务科置换债务3.32亿元。截至2018年末公司一年内到期的非流动负债账面价值为6.47亿元，同比增长60.95%，主要包括一年内到期的长期借款2.40亿元、一年内到期的应付债券3.20亿元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款。截至2018年末公司长期借款账面价值为36.31亿元，同比增长59.60%，主要系2018年新增较大规模的质押借款，公司长期借款全部用于天门市市政基础设施工程项目、天门市市政路网建设项目及非经营性农村土地整理。应付债券为2014年8月发行的10亿元“14天门债”和2016年11月发行的6亿元“16天门债”。截至2018年末公司应付债券账面价值为8.76亿元，同比减少26.62%，主要系偿还部分本金及转入一年内到期所致。长期应付款主要为国开发展基金有限公司的投资款，截至2018年末公司长期应付款账面价值为5.43亿元，同比减少13.75%，2018年度公司已按协议偿还国开发展基金有限公司投资的高端环锭纺关键设备与综合控制系统项目1,500万，100,000吨功能性复合纺织材料生产项目900万元，天门河城区段综合整治一期工程专款1,000万，现代农业科技园一二三产业融合发展项目500万元，共计3,900万元。

**表13 2017-2018年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
其他应付款	40,728.95	6.21%	35,849.18	6.85%
一年内到期的非流动负债	64,650.00	9.86%	40,167.10	7.68%
<b>流动负债合计</b>	<b>140,817.29</b>	<b>21.48%</b>	<b>90,946.27</b>	<b>17.39%</b>
长期借款	363,070.00	55.37%	227,490.33	43.49%
应付债券	87,563.78	13.35%	119,330.67	22.81%
长期应付款	54,250.00	8.27%	62,900.00	12.03%
<b>非流动负债合计</b>	<b>514,883.78</b>	<b>78.52%</b>	<b>432,114.09</b>	<b>82.61%</b>
<b>负债合计</b>	<b>655,701.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>523,060.36</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	569,533.78	86.86%	449,888.10	86.01%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要包括一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款。截至2018年底余额为56.95亿元，同比上年增长26.59%，有息债务规模较大。从期限结构来看主要为长期有息债务，面临较大的偿债压力。

**表14 截至2018年末公司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
本金	96,624.10	100,553.33	110,690.00

资料来源：公司提供

公司资产负债率由2017年的37.21%上升至2018年末的42.07%，从偿债指标来看，流动负债的大幅增加使得流动比率和速动比率均有所下降，流动资产实际变现能力较差。2018年末公司的有息债务规模较大，债务压力较大。EBITDA较上年变化不大，EBITDA利息保障倍数有所下降。

**表15 2017-2018年公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	42.07%	37.21%
流动比率	10.20	14.16
速动比率	5.11	6.84
EBITDA（万元）	23,947.56	23,552.02
EBITDA 利息保障倍数	1.08	1.79
有息债务/EBITDA	23.78	19.10

注：2018年 EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性

公司以其合法取得并有权处分的15宗国有土地使用权作为本期债券的抵押资产。根据公司与本期债券抵押权代理人及抵押资产监管人天风证券股份有限公司签订的《土地使用权抵押协议》和《抵押资产监管协议》，抵押担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。

根据《土地使用权抵押协议》和《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，公司将持续聘请具备证券从业资格或土地A级评估资质的资产评估机构对抵押资产的价值按年进行评估，并出具年度评估报告，年度评估报告的出具日期不应迟于本期债券当年付息日后的30个工作日。

根据公司2018年9月27日公告，公司对本期债券抵押的13宗抵押土地进行释放。根据《2014年天门市城市建设投资有限公司公司债券募集说明书》的约定，抵押总资产价值与本期债券未偿还本金的比率不得低于2.0。截至2018年9月16日，本期债券余额6亿元，释放资产前抵押资产价值与本期债券未偿还本金的比率为8.61，释放后抵押资产价值与本期未偿还本金的比率为2.01，高于2.00。

**表16 2018年9月本期债券释放抵押土地资产基本情况（单位：平方米、万元）**

土地权证编号	土地性质	土地用途	面积	2018年9月评估价值	2017年12月评估价值	估价报告编号
天国用（2013）第009023号	出让	商住	103,098.44	48,435.65	23,898.22	湖北玖誉（2018）天土估咨字第003号
天国用（2013）第001065号	出让	商住	52,112.18	19,932.91	12,100.45	湖北玖誉（2018）天土估咨字第007号

天国用（2013）第004726号	出让	商住	37,021.44	17,877.65	16,111.73	湖北玖誉（2018）天土估咨字第001号
天国用（2013）第006738号	出让	商住	22,485.10	7,094.05	6,932.16	湖北玖誉（2018）天土估咨字第006号
天国用（2013）第009385号	出让	商住	174,010.25	54,969.84	53,334.14	湖北玖誉（2018）天土估咨字第004号
天国用（2013）第009637号	出让	商住	51,827.30	19,823.94	12,013.57	湖北玖誉（2018）天土估咨字第005号
天国用（2013）第009847号	出让	商住	75,332.79	28,746.99	17,462.14	湖北玖誉（2018）天土估咨字第008号
天国用（2013）第009848号	出让	商住	104,025.52	39,696.14	24,113.12	湖北玖誉（2018）天土估咨字第009号
天国用（2013）第009849号	出让	商住	29,196.54	11,141.40	6,767.76	湖北玖誉（2018）天土估咨字第010号
鄂（2016）天门市不动产权第0006165号	出让	商业	97,889.22	27,878.85	10,885.28	湖北玖誉（2018）天土估咨字第011号
鄂（2016）天门市不动产权第0006124号	出让	商业	133,282.42	47,368.57	17,913.16	湖北玖誉（2018）天土估咨字第015号
鄂（2016）天门市不动产权第0006146号	出让	商业	156,351.78	53,847.55	24,015.63	湖北玖誉（2018）天土估咨字第012号
鄂（2016）天门市不动产权第0006119号	出让	商业	54,731.58	19,484.44	9,884.52	湖北玖誉（2018）天土估咨字第013号
<b>合计</b>	-	-	<b>1,091,364.56</b>	<b>396,297.98</b>	<b>235,431.88</b>	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2018年9月公司对本期债券的抵押资产进行了重新评估。根据湖北玖誉房地产评估有限公司基于评估时点2018年9月7日出具的评估报告，评估编号为湖北玖誉（2018）天土估咨字第002、014号，2宗土地评估值合计为120,398.62万元，抵押倍数（抵押倍数是指抵押资产的价值与本期债券未偿还本金的比值）为2.01，国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。

**表17 本期债券抵押土地资产基本情况（单位：平方米、万元）**

土地权证编号	土地性质	土地用途	面积	2018年9月评估价值	2017年12月评估价值	估价报告编号
--------	------	------	----	-------------	--------------	--------

天国用(2013)第008938号	出让	商住	29,832.30	9,289.78	9,197.30	湖北玖誉(2018)天土估咨字第002号
天国用(2013)第007624号	出让	商住	1,348,408.30	111,108.84	91,017.56	湖北玖誉(2018)天土估咨字第014号
<b>合计</b>	-	-	<b>1,378,240.60</b>	<b>120,398.62</b>	<b>100,214.86</b>	-

资料来源：湖北玖誉(2018)天土估咨字第002、014号，中证鹏元整理

## 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，公司本部从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月31日）、子公司天门市三乡置业有限公司从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月6日）、子公司天门市天城置业有限公司从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月6日）、子公司天门市高新投资建设开发有限公司从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月18日）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

截至2018年12月末，公司对外担保金额合计4.41亿元，占同期末公司净资产的比重为4.88%，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

湖北天琪交通投资有限责任公司成立于2009年，注册资本1.20亿元，是天门市交通运输局的全资子公司，主要从事天门市公路、水运交通基础设施建设投资，湖北天琪交通投资有限责任公司于2016年6月向中国农业发展银行天门市支行借款3.25亿元，公司为其提供保障担保，担保期限20年。

天门市宏大建设投资有限公司成立于2009年，注册资本1.24亿元，控股股东为湖北天门经济开发区管理委员会。天门市宏大建设投资有限公司于2017年4月向中国银行天门市支行借款1.16亿元，公司为其提供保证担保。

**表18 截至2018年12月末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保单位	担保金额	担保期限	担保方式	是否有反担保
湖北天琪交通投资有限责任公司	32,500.00	2016.6.22-2036.6.22	保证担保	否
天门市宏大建设投资有限公司	11,550.00	2017.4.26-2026.5.15	保证担保	否
<b>合计</b>	<b>44,050.00</b>	-	-	-

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

2018 年天门市经济持续稳步增长，全年实现地区生产总值 591.15 亿元，同比增长 8.2%。截至 2018 年末，公司主要在建及拟建工程项目总投资 64.60 亿元，基础设施建设及安置房项目未来业务持续性较好。2018 年，公司继续获得外部的支持。公司的土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。

同时我们也注意到，截至 2018 年末公司总计 37.48 亿元资产（包括 35.66 亿元的存货和 1.82 亿元的应收账款）使用受限，占总资产比重为 24.05%，受限资产比重较高。截至 2018 年末，公司应收款项合计占总资产比例为 24.90%，资金被占用现象严重，未来还款时间存在一定不确定性。整体来看，公司资产流动性较差。

截至 2018 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资 30.17 亿元，公司面临较大的资金压力。2018 年末公司有息债务规模的增长使得偿债压力进一步增加，公司对外担保金额合计占同期净资产的比重为 4.88%，均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

基于以上情况，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	265,684.45	222,837.93	242,686.86
存货	716,829.75	665,904.24	695,528.27
资产总计	1,558,661.66	1,405,558.00	1,458,994.21
短期借款	0	0	0
其他应付款	0.00	35,849.18	124,895.52
一年内到期的非流动负债	64,650.00	40,167.10	29,979.14
长期借款	363,070.00	227,490.33	175,734.86
应付债券	87,563.78	119,330.67	139,074.27
长期应付款	54,250.00	62,900.00	76,800.00
负债合计	655,701.07	523,060.36	590,801.57
有息债务	569,533.78	449,888.10	421,588.27
所有者权益合计	902,960.59	882,497.65	868,192.64
营业收入	151,450.07	105,124.31	31,069.20
营业利润	21,657.34	21,053.37	2,791.24
营业外收入	44.34	0.01	15,805.85
利润总额	21,052.94	20,880.20	18,450.33
经营活动产生的现金流量净额	-42,497.33	-61,848.04	-51,650.62
投资活动产生的现金流量净额	-11,922.15	-33,243.97	-29.82
筹资活动产生的现金流量净额	97,266.01	75,243.09	178,061.69
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	15.35%	22.07%	15.04%
收现比	0.43	0.18	0.33
产权比率	72.62%	59.27%	68.05%
资产负债率	42.07%	37.21%	40.49%
流动比率	10.20	14.16	7.60
速动比率	5.11	6.84	3.68
EBITDA	23,947.56	23,552.02	19,306.42
EBITDA 利息保障倍数	1.08	1.79	1.15
有息债务/EBITDA	23.78	19.10	21.84

注：2018年 EBITDA 利息保障倍数= EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金  
 资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/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	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

## 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
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。