

2014 年潜江市城市建设投资开发有限公司

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【524】号 01

债券简称：14 潜江城投
债/PR 潜城投

增信方式：国有土地使
用权抵押+银行流动性
支持

债券剩余规模：6 亿元

债券到期日期：2021 年
4 月 22 日

债券偿还方式：按年付
息，分次还本，从 2017
年至 2021 年每年偿还本
期债券本金的 20%

分析师

姓名：
肖旅菲 蒋申

电话：
0755-8287 1612

邮箱：
xiaolf@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 年潜江市城市建设投资开发有限公司 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 06 月 27 日	2018 年 06 月 26 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”）对潜江市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）及其 2014 年 04 月 22 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，为其发展提供了良好基础，公司业务较有保障，继续获得一定外部支持，并且国有土地使用权抵押的增信方式仍能有效的提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，面临较大资金支出压力及偿债压力及抵押资产未进行跟踪评估等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年潜江市实现 GDP 755.78 亿元，同比增长 8.30%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司待结转的工程项目及土地整理支出规模较大，业务较有保障。公司主要从事潜江市基础设施建设和土地整理开发业务，截至 2018 年末公司主要在建项目预计总投资 66.55 亿元，已投资 29.30 亿元，此外存货中待结转的工程项目及土地整理规模分别为 90.37 亿元、6.77 亿元，未来业务较有保障。
- 公司继续获得一定外部支持。2018 年公司获得市政基础设施建设补贴 1.11 亿元，计入营业外收入，一定程度上提高了公司盈利水平。
- 土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券安全性。公司以评估价值 33.31 亿元（评估基准日：2017 年 07 月 31 日）国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，

为本期债券剩余本金和一年利息之和的 5.12 倍，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司存货中土地资产和代建项目成本账面价值分别为 95.84 亿元、90.37 亿元，合计占当期资产的 69.14%，其中已抵押土地资产账面价值为 64.75 亿元，占总资产的 24.05%，资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，存在较大的资金支出压力。**2018 年公司经营活动现金净流出 22.20 亿元，此外主要在建项目尚需投入资金 37.25 亿元，资金支出压力较大。
- **有息债务持续增长且规模较大，面临较大债务偿还压力。**2018 年末公司有息债务规模为 132.25 亿元，同比增长 14.86%，占总负债的 94.34%；EBITDA 利息保障倍数由上年的 0.69 下滑至 0.58，有息债务/EBITDA 为 30.86，仍居于较高水平，面临较大的债务偿还压力。
- **公司未按照约定对抵押资产进行后续跟踪评估。**按照抵押资产监管协议约定，公司应按年对抵押资产进行后续跟踪评估，2018 年至今公司尚未进行相关评估。公司所抵押的土地资产价值可能存在波动，未来集中变现能力存在一定的不确定性。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,693,054.40	2,476,705.13	1,993,567.23
所有者权益	1,291,166.37	1,275,351.79	1,257,598.26
有息债务	1,322,497.70	1,151,399.05	677,522.08
资产负债率	52.06%	48.51%	36.92%
流动比率	8.80	14.10	16.93
营业收入	107,989.34	102,254.84	79,301.46
营业外收入	11,089.55	7,726.84	28,501.43
利润总额	30,419.73	26,636.94	39,972.31
综合毛利率	31.34%	26.15%	23.59%
EBITDA	42,860.28	37,162.72	47,343.10
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.69	1.44
经营活动现金流净额	-221,951.04	-169,088.34	-50,500.45

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

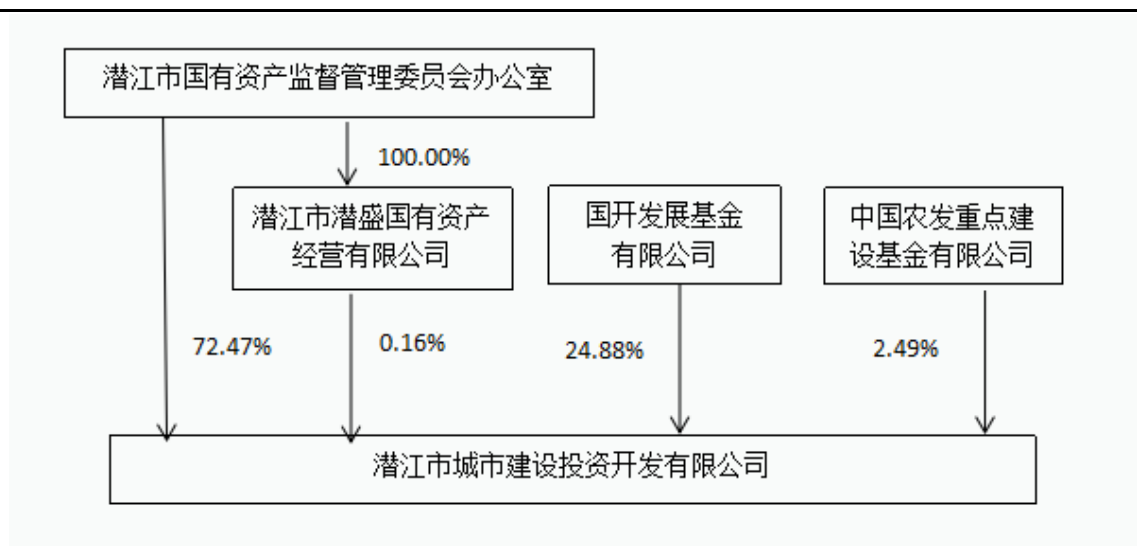
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年4月22日发行7年期15亿元公司债券，募集资金计划用于潜江市保障性住房建设项目及潜江市水环境综合性治理建设项目。截至2019年05月30日，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2018年，公司名称、主营业务、控股股东及实际控制人无变化。2018年度潜江市国有资产监督管理委员会（以下简称“潜江市国资委”）回购国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）投资额9,805.00万元，回购完成后，潜江市国资委和国开基金持股比例分别为72.63%、24.88%。截至2019年3月末，公司实际控制人仍为潜江市国资委，国开基金和中国农发重点建设基金有限公司持股比例分别为24.88%、2.49%，均不参与公司的经营管理，对修改公司章程、公司的合并、分立、重组和注册资本变动等重大事项拥有表决权，并要求获得1.2%的年收益率¹。最新股权结构如图1所示。

图1 截至2019年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

根据公司公告，2018年公司总支书记、董事长陈尚文变更为章华，董事成员陈尚文变更为张劲，监事王良军变更为刘道兵；聘任关洪波为副总经理，免去关洪波总经理助理职

¹ 投资收益由各投资项目实际建设方支付，公司代收代付。

务；聘任王良军为董事会秘书，免去宋文武董事会秘书职务；聘任卢胜军为总经济师、免去董事长助理职务，免去雷俊总经济师职务；免去黄衍斌总会计师职务。

2018年公司合并范围新增2家子公司，主要是投资设立潜江市晟源资产经营管理有限公司、潜江市水乡园林投资有限公司，无减少的子公司，具体情况如表1所示。

表 1 2018 年度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
潜江市晟源资产经营管理有限公司	100.00%	5,000.00	资产管理等	投资设立
潜江市水乡园林投资有限公司	100.00%	50,000.00	市政建设等	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 年潜江市经济持续增长，整体实力稳步提升

近年潜江市经济发展速度较快，2018 年全市实现地区生产总值 755.78 亿元，增长 8.30%，其中，第一产业增加值 5.29 亿元，增长 3.0%，第二产业实现增加值 398.09 亿元，增长 8.1%，第三产业实现增加值 282.40 亿元，增长 10.2%，三次产业结构比从去年的 10.9:52.4:36.7 调整为 10.0:52.6:37.4。2018 年潜江人均 GDP 增长至 7.82 万元，占全国人均 GDP 的比重为 121.03%，较上年下滑 4.15 个百分点，但仍高出全国平均水平。

工业方面，2018 年实现规模以上工业增加值增长 7.9%，其中轻工业增加值增长 9.5%，重工业增加值增长 8.0%。随着居民生活水平的提高，全年全市实现社会消费品零售总额 260.11 亿元，同比增长 12.0%。此外，存贷款余额稳定增长，区域信贷环境良好。

表 3 2017-2018 年潜江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	同比增长
地区生产总值（GDP）	755.78	8.30%	671.86	6.90%
第一产业增加值	5.29	3.00%	73.41	4.30%
第二产业增加值	398.09	8.10%	351.97	5.30%
第三产业增加值	282.40	10.20%	246.48	10.10%
规模以上工业增加值	-	7.90%	352.58	6.60%
固定资产投资	-	11.30%	539.53	16.70%
社会消费品零售总额	260.11	12.00%	232.31	11.40%
存款余额	659.11	7.45%	613.44	12.31%
贷款余额	264.83	13.49%	233.35	30.12%
人均 GDP（万元）	7.82		6.97	
人均 GDP/全国人均 GDP	121.03%		116.88%	

注：人均 GDP 由当期 GDP 除以当年年末常住人口计算得到。

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

2018年潜江市全市实现公共财政收入25.84亿元，同比增长9.6%，其中税收收入18.68亿元，占公共财政收入比为72.30%；全市实现政府性基金收入23.91亿元；同期潜江市公共财政支出70.10亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为36.87%，区域财政自给能力较弱。

四、经营与竞争

公司主要从事潜江市基础设施及保障房建设和土地整理开发业务，2018年上述业务收入分别占营业总收入比重为70.11%、29.28%，是公司主要收入来源。2018年公司实现营业收入10.80亿元，同比增长5.61%，其中工程建设收入7.57亿元，同比增长21.80%，主要是当期工程项目回购规模较大；同期实现土地整理收入3.17亿元，同比下降19.60%，主要系

当期土地出让规模下滑所致。其他业务收入主要是公司自营项目曹禺大剧院收益、报亭租金及托管土地租金等，收入规模较小。

从毛利率角度来看，工程建设项目约定固定收益率，毛利率维持在13.04%；受土地储备时间及土地位置差异影响，土地整理业务毛利率具一定波动性，2018年该业务毛利率大幅提升至75.35%，进而带动公司综合毛利率提升5.19个百分点至31.34%。

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
工程建设项目	75,713.72	13.04%	62,161.84	13.04%
土地整理	31,619.05	75.35%	39,324.76	46.50%
其他	656.57	22.04%	768.24	44.58%
合计	107,989.34	31.34%	102,254.84	26.15%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年工程建设收入小幅增长，未来业务较有保障，但存在较大资金支出压力

2008年8月公司与潜江市财政局（以下简称“市财政局”）签订《委托代建与项目回购协议书》，约定公司将根据潜江市政府规划，承担市内基建项目的委托代建工作。建设期间的费用部分由潜江市财政局拨付公司项目工程款，其余部分由公司自筹。待工程竣工决算后，确定项目的实际投入成本，潜江市财政局以公司实际投入成本加成15%拨付给公司，支付期限不超过五年。公司已完工未结算的基建项目每年都会有维护支出，由公司根据实际支出上报，政府拨付相应款项。公司每年根据完工进度确认相应的基建成本。2018年公司确认工程项目建设收入7.57亿元，同比增长21.80%，毛利率为13.04%，与上年持平。

表5 2018年公司工程建设项目收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入
城南新区新型城镇化项目	16,277.04
东环大道南延工程	713.47
火车站配套（潜监线）工程	161.33
潜江市工业园区基础设施建设项目	3,010.93
潜江市西外环路网建设	86.60
杨市工业园建设	9,446.35
章华南路综合整治工程(汉宜高速杨市立交桥至刘杨路)	2.65
紫月路道路工程	1,332.20
紫月路西延工程	296.47
兴隆河水域综合治理建设项目	44,386.67
合计	75,713.72

资料来源：公司提供

截至2018年末，本期债券募投项目（潜江市保障性住房建设项目及潜江市水环境综合

性治理建设项目）已完工，公司在建工程项目主要包括棚户区改造项目、潜江市排水改造工程、潜阳路改造工程及潜江市龙虾科普教育中心等项目，主要在建项目预计总投资66.55亿元，已投资29.30亿元，尚需投资37.25亿元，此外截至2018年末，公司待结转的工程项目建设成本规模达90.37亿元，未来业务较有保障，但该部分业务收入受政府审计决算进度影响较大，且主要在建项目尚需一定规模资金投入，存在较大资金支出压力。

表6 截至2018年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	计划总投资	已投资	尚需投资
2015年第一批棚户区改造项目	代建	7.94	7.50	0.44
2016年棚户区改造项目	代建	13.99	6.40	7.59
潜江市排水改造工程	代建	13.05	4.70	8.35
潜阳路改造工程（老城区水毁项目）	代建	12.37	4.30	8.07
潜江市中心医院整体搬迁工程	代建	8.00	2.00	6.00
潜江市龙虾科普教育中心	代建	6.20	3.40	2.80
潜江市文化中心	代建	5.00	1.00	4.00
合计	-	66.55	29.30	37.25

资料来源：公司提供

2018年公司土地整理业务收入略有下滑，短期收入较有保障，但易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响，稳定性较弱

公司受潜江市人民政府（以下简称“市政府”）委托承担潜江市土地整理与开发（包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整等），具有较强的区域专营性。公司以自有资金及外部融资对土地进行征迁和整理工作，整理开发完成后公司将其交由潜江市土储中心进行出让。土地出让收入在扣除国家规定的基金费用后，由潜江市财政局将剩余土地出让金返还至公司，公司将其确认土地开发整理收入，并结转存货中土地整理费用。

2018年公司整理后出让土地宗数1宗，出让面积128.39亩，实现土地整理和开发收入3.16亿元，同比下降19.60%，受土地储备时间及土地位置差异影响，土地整理业务毛利率具一定波动性，2018年该业务毛利率为75.35%，较上年提升28.85个百分点。截至2018年末，公司尚有6.77亿元待结转土地整理支出，短期收入较有保障，但该业务收入的稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响，未来如出现土地一级市场不景气的状况会对公司土地整理业务产生不利影响，土地整理业务存在一定不确定性。

表7 2017-2018年公司土地整理业务情况表

项目	2018年	2017年
土地出让宗数（宗）	1	23
土地出让面积（亩）	128.39	1,371.37

土地出让单价（万元/亩）	246.27	28.68
土地整理和开发收入（万元）	31,619.05	39,324.76

资料来源：公司提供

公司持续获得在财政补贴方面的支持

作为潜江市重要基础设施及保障房建设主体，公司持续获得当地政府的支持。2018年公司获得市政基础设施建设补贴1.11亿元，计入营业外收入，一定程度上提高了公司盈利水平。

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2017-2018年审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。2018年，公司新增2家纳入合并范围的全资子公司，具体情况如表1所示。截至2018年末，公司纳入合并范围子公司共9家（见附录二）。

资产结构与质量

公司资产中以土地资产及工程项目建设成本为主的存货占比较高，且较大规模土地资产已用于抵质押，资产流动性较弱

截至2018年末，公司资产总额269.31亿元，同比增长8.74%，其中流动资产占总资产的89.35%，仍是公司资产主要构成。

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，其中存货占流动资产比重为80.20%。受项目建设投入规模较大影响，2018年末货币资金账面余额为42.82亿元，同比下降20.69%，其中1.49亿元货币资金用于贷款保证金，使用受限，受限比例较小。

应收账款主要是日常经营产生的应收基础设施结算款及土地款返还款，2018年末应收账款账面余额0.20亿元，同比下降97.33%，其中应收潜江市财政局款项占应收账款的92.20%，集中度较高，该部分未计提坏账，考虑到潜江市财政局为政府部门，发生坏账的风险不大，但回收时间存在不确定性。2018年末其他应收款账面余额4.62亿元，同比增长27.06%，主要包含应收潜江市国资委1.54亿元回购款（回购国开基金的基金投资款）、应收湖北省国营总口农场0.73亿元往来借款，应收金澳科技（湖北）化工有限公司0.66亿元代收代付款、应收潜江市汇桥投资担保有限公司0.56亿元担保保证金及应收湖北润泽投资

开发有限公司0.56亿元往来借款，2018年末应收上述对象款项合计占其他应收款的84.04%，集中度较高，账龄较短集中在两年以内。

2018年公司通过土地招拍挂，使得土地资产的增加，加之随着工程建设项目的不断投入，2018年末公司存货账面余额192.98亿元，同比增长25.01%。其中土地使用权账面价值为95.84亿元，面积合计为791.63万平方米，以住宅及批发零售用地为主，期末已抵押土地账面价值合计64.75亿元，占土地资产账面价值的67.56%，受限规模较大，其中为长期借款提供抵押的土地使用权入账价值12.83亿元，为“14潜江城投债”提供抵押的土地使用权入账价值31.54亿元，为“15潜江城投债”提供抵押的土地使用权入账价值20.38亿元；代建项目开发成本90.37亿元，主要为棚户区改造项目等项目的建设成本以及为工程项目专门借款和发行债券支付的资本化利息；此外尚有6.77亿元待结转的土地整理支出。

表 8 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	428,162.74	15.90%	539,836.79	21.80%
应收账款	1,993.49	0.07%	74,686.05	3.02%
其他应收款	46,195.66	1.72%	36,358.39	1.47%
存货	1,929,809.16	71.66%	1,543,708.63	62.33%
流动资产合计	2,406,244.12	89.35%	2,194,589.86	88.61%
固定资产	155,339.65	5.77%	110,267.41	4.45%
其他非流动资产	85,970.96	3.19%	98,465.17	3.98%
非流动资产合计	286,810.29	10.65%	282,115.27	11.39%
资产总计	2,693,054.40	100.00%	2,476,705.13	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产构成。固定资产主要是房屋建筑物和运输设备，受曹禺大剧院项目完工转入固定资产影响，期末固定资产账面价值为15.54亿元，同比增长40.88%。非流动资产主要为对潜江市兴城投资开发有限公司、潜江市职业教育中心、潜江市楚道交投公司和潜江市妇幼保健院等单位的借款，借款期限均在5年以上，期末账面余额为8.60亿元，考虑到主要借款对象为政府部门及事业单位，发生坏账的风险不大，但占用公司流动资金，未来能否及时收回存在一定不确定性。

截至2018年末，公司受限资产规模66.24亿元，占资产总额的比重为24.60%，受限资产规模较大。总体来看，公司资产中以土地使用权及工程项目开发成本为主的存货规模较大，且较大规模土地资产已用于抵押，资产整体流动性较弱。

盈利能力

2018年公司收入规模小幅增长，短期收入较有保障，政府补贴收入对公司利润贡献较大

公司营业收入主要来自工程项目建设业务收入及土地整理业务收入，2018年以上两项目收入分别占营业收入比重为70.11%、29.28%，是公司收入的主要构成。2018年公司营业收入10.80亿元，同比增长5.61%，主要来自工程建设项目收入增长，当期实现工程建设收入7.57亿元，同比增长21.80%。同期受土地出让规模大幅下滑影响，公司实现土地整理收入3.17亿元，同比下降19.60%。截至2018年末，公司待结转的工程项目及土地整理成本规模分别为90.37亿元、6.77亿元，短期收入较有保障，但受政府审计决算进度影响较大，且土地整理和开发业务稳定性易受国家政策调控以及当地房地产市场波动的影响，未来收入规模存在波动可能性。

从毛利率角度来看，公司工程建设项目约定了固定收益率，毛利率保持在13.04%；受土地储备时间及土地位置差异影响，土地整理业务毛利率具一定波动性，2018年该业务毛利率大幅提升至75.35%，进而推动当期综合毛利率增长5.19个百分点至31.34%。

营业外收入均为政府补助，2018年度公司收到政府补贴1.11亿元，占当期利润总额的36.52%，提升了公司整体盈利水平。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	107,989.34	102,254.84
营业利润	19,330.19	18,913.37
营业外收入	11,089.55	7,726.84
利润总额	30,419.73	26,636.94
综合毛利率	31.34%	26.15%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务收现能力有所好转，在建项目尚需一定资金投入，面临较大资金压力

2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金为20.07亿元，为2017年的7.09倍，收现比大幅提升至1.86，主营业务收现能力提升。2018年公司项目投资支出规模较大，使得当期经营活动活动现金净流出22.20亿元，同比增长31.26%。

投资现金流方面，2018年公司对外投资活动放缓，加之收回1.4亿元定期存款，推动投资活动现金流由负转正，净流入0.46亿元。公司筹资活动流入主要来自外部借款，2018年公司通过外部借款取得现金31.66亿元，但当期偿还债务支付现金规模较大，筹资活动

现金流净流入11.96亿元。截至2018年末，公司主要在建工程项目尚需投资37.25亿元，存在较大资金支出压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.86	0.28
销售商品、提供劳务收到的现金	200,701.38	28,297.42
收到的其他与经营活动有关的现金	16,024.95	12,567.29
经营活动现金流入小计	216,726.33	40,864.72
购买商品、接受劳务支付的现金	419,636.30	194,300.14
支付的其他与经营活动有关的现金	18,064.98	15,077.46
经营活动现金流出小计	438,677.37	209,953.06
经营活动产生的现金流量净额	-221,951.04	-169,088.34
投资活动产生的现金流量净额	4,630.60	-14,144.32
筹资活动产生的现金流量净额	119,646.39	404,589.41
现金及现金等价物净增加额	-97,674.04	221,356.75

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

公司债务持续增长，有息债务规模较大，面临较大的债务偿还压力

受新增较大规模外部借款影响，2018年末公司负债总额为140.19亿元，同比增长16.69%，同期所有者权益规模为129.17亿元，较上年变动不大，产权比率自2017年94.20%上升至108.58%，净资产对负债保障程度较差。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	1,401,888.04	1,201,353.34
所有者权益	1,291,166.37	1,275,351.79
产权比率	108.58%	94.20%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2018年末非流动负债占总负债的80.50%，仍是公司负债的主要构成。流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。受往来借款增加影响，2018年末其他应付款同比增长59.24%至7.92亿元，主要为应付湖北恒畅养护建设有限公司、潜江市自来水公司等国有企业借款以及融资专项经费，存在一定支付弹性。一年内到期的非流动负债主要为11.11亿元一年内到期的长期借款、6.40亿元一年内到期的应付债券及1.89亿元一年内到期的长期应付款。

非流动负债由长期借款、应付债券和长期应付款构成。受新增外部借款影响，2018年末长期借款余额为92.43亿元，同比增长13.85%，主要包含42.21亿元以公司承建代建项目下收益权为质押物的质押借款、12.83亿元以土地资产作为抵押物的抵押借款、16.55亿元信用借款以及0.39亿元保证借款，其中8.37亿元信用借款为委托贷款²，实际借款方为湖北省投资公司。

应付债券主要是2014年4月发行的7年期债券（即本期债券）及2015年12月发行的7年期债券（15潜江城投债），本期债券从2017年开始支付本金，每年支付本金的20%；15潜江城投债在2018年-2022年间每年偿付债券本金的20%，公司以账面价值合计51.92亿元的土地资产为上述债券提供抵押。截至2018年末，公司尚未偿付的应付债券规模为22.51亿元，同比下降21.89%。长期应付款为应付国银金融租赁股份有限公司、青岛城乡建设融资租赁有限公司、上海络银融资租赁有限公司及远东宏信（天津）融资租赁有限公司等公司的融资租赁款，2018末账面价值为4.31亿元。

表 12 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	79,215.91	5.65%	49,747.24	4.14%
一年内到期的非流动负债	194,039.12	13.84%	105,710.00	8.80%
流动负债合计	273,429.46	19.50%	155,664.29	12.96%
长期借款	924,301.02	65.93%	811,849.11	67.58%
应付债券	161,075.94	11.49%	224,489.94	18.69%
长期应付款	43,081.62	3.07%	9,350.00	0.78%
非流动负债合计	1,128,458.58	80.50%	1,045,689.05	87.04%
负债合计	1,401,888.04	100.00%	1,201,353.34	100.00%
其中：有息债务	1,322,497.70	94.34%	1,151,399.05	95.84%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从有息债务规模来看，受新增借款影响，2018年末有息债务规模达132.25亿元，同比增长14.86%，占总负债的94.34%，考虑到公司在建工程项目尚需一定规模资金投入，公司有息债务规模或将进一步上升。从债务期限分布来看，公司有息债务偿还期限主要集中在2022年及以后，长期偿债压力较大。

表 13 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后	合计
金额	194,039.12	195,099.65	196,632.84	736,726.09	1,322,497.70
占比	14.67%	14.75%	14.87%	55.71%	100.00%

资料来源：公司提供

² 公司不从中获得收益。

从偿债能力指标来看，2018年公司资产负债率52.06%，较上年提升3.55个百分点。公司资产以流动资产为主，流动比率居于较高水平，但流动资产中存货占比较高，致使速动比率表现相对较弱。考虑到公司资产主要由土地资产及工程项目建设成本构成，且较大规模土地资产用于抵质押，实际流动性受限，一定程度上影响了公司的短期偿债能力。

2018年公司EBITDA同比增长15.33%，EBITDA利息保障倍数因有息债务的增加自2017年的0.69下滑至0.58，有息债务/EBITDA为30.86，仍居于较高水平，公司债务利息负担较重，存在较大的还本付息压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	52.06%	48.51%
流动比率	8.80	14.10
速动比率	1.74	4.18
EBITDA（万元）	42,860.28	37,162.72
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.69
有息债务/EBITDA	30.86	30.98

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，依然有效提升了本期债券的信用水平，但2018年至今公司尚未按照抵押资产监管协议对抵押资产进行后续跟踪评估

公司将自身合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押，根据公司与天风证券股份有限公司（本期债券债权代理人，以下简称“天风证券”）签订的《2013年潜江市城市建设投资开发有限公司公司债券国有土地使用权抵押合同》（以下简称“抵押合同”），公司以其拥有的位于潜江市的3宗土地使用权设定抵押，抵押的土地使用权面积为1,670,105.82平方米，用途为住宅和商业，使用权类型为出让。湖北众联资产评估有限公司于2017年7月31日评估上述资产价值为333,066.06万元，是本期债券余额及一年利息合计数的5.12倍，为本期债券的兑付提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平。

需关注的是根据公司签订的债券抵押资产监管协议，在债券存续期间，公司应聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，且年度评估报告的出具时间不迟于初次评估报告基准日后的二十个工作日。2018年至今公司尚未对抵押资产进行跟踪评估，公司所抵押的土地资产价值可能存在波动，未来集中变现能力存在一定的不确定性。

表15 公司抵押土地情况（单位：平方米，万元）

他项权证号	土地证号	宗地位置	用途	抵押面积	本期评估价值	上期评估价值 ³
潜他项（2014）第 501 号	潜国用（2010）第 3030 号	周矶办事处田关河以北	住宅	204,481.39	28,852.32	21,556.22
潜他项（2014）第 502 号	潜国用（2011）第 3015 号	广泽大道以南	商业	326,317.16	58,465.16	73,192.61
潜他项（2014）第 503 号	潜国用（2012）第 3013 号	王场镇施场村	住宅	1,139,307.27	245,748.58	237,010.09
合计				1,670,105.82	333,066.06	331,758.92

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（即2019年05月29日）公司本部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

对外担保规模较大，且未设置反担保措施，存在一定或有负债风险

截至2018年末，公司对外担保金额合计5.80亿元，占公司2018年末净资产的4.49%，担保对象为湖北返湾湖湿地公园开发有限公司、潜江市自来水公司、潜江市荆渝公共交通工程投资有限公司等国有企业，均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

八、评级结论

公司所处的外部环境良好，区域经济保持稳定增长，继续为公司发展提供了良好基础；截至2018年末，公司待结转的工程项目及土地整理成本规模分别为90.37亿元、6.77亿元，未来短期收入较有保障；公司持续获得政府在财政补贴方面的支持，此外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，依然有效提升本期债券的信用水平。

同时，中证鹏元也注意到，公司资产中土地资产及项目建设成本占比较高，且较大规模土地资产已抵质押，整体流动性较弱；主要在建项目尚需一定资金投入，存在较大资金压力；有息债务持续增长，EBITDA利息保障倍数下滑，有息债务/EBITDA居于较高水平，

³上期评估为北方亚事资产评估有限责任公司于2014年5月5日评估结果。

公司面临较大债务偿还压力，同时2018年度公司未按照抵押资产监管协议约定对抵押资产进行后续跟踪评估等风险因素。

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-，维持评级展望为稳定。

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	428,162.74	539,836.79	303,580.04
存货	1,929,809.16	1,543,708.63	1,364,977.75
非流动资产合计	286,810.29	282,115.27	260,067.21
资产总计	2,693,054.40	2,476,705.13	1,993,567.23
短期借款	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	194,039.12	105,710.00	43,923.00
流动负债合计	273,429.46	155,664.29	102,369.88
长期借款	924,301.02	811,849.11	345,630.35
应付债券	161,075.94	224,489.94	287,968.73
长期应付款	43,081.62	9,350.00	0.00
非流动负债合计	1,128,458.58	1,045,689.05	633,599.08
负债合计	1,401,888.04	1,201,353.34	735,968.97
有息债务	1,322,497.70	1,151,399.05	677,522.08
所有者权益	1,291,166.37	1,275,351.79	1,257,598.26
营业收入	107,989.34	102,254.84	79,301.46
营业利润	19,330.19	18,913.37	11,470.88
营业外收入	11,089.55	7,726.84	28,501.43
净利润	20,909.90	19,390.88	29,475.17
经营活动产生的现金流量净额	-221,951.04	-169,088.34	-50,500.45
投资活动产生的现金流量净额	4,630.60	-14,144.32	-6,812.48
筹资活动产生的现金流量净额	119,646.39	404,589.41	146,974.60
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	31.34%	26.15%	23.59%
收现比	1.86	0.28	1.39
产权比率	108.58%	94.20%	58.52%
资产负债率	52.06%	48.51%	36.92%
流动比率	8.80	14.10	16.93
速动比率	1.74	4.18	3.60
EBITDA（万元）	42,860.28	37,162.72	47,343.10
EBITDA 利息保障倍数	0.58	0.69	1.44
有息债务/EBITDA	30.86	30.98	24.32

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
潜江市城投置业有限公司	19,000.00	100.00%	房地产开发等
潜江市潜绿园林绿化工程有限公司	10,000.00	100.00%	园林绿化等
潜江市潜锦建设投资有限公司	30,000.00	100.00%	工程建设等
潜江市斯普润市政工程投资有限公司 ⁴	75,000.00	41.00%	市政建设、污水处理等
潜江市盟润水利工程建设投资有限公司	30,000.00	100.00%	水利工程建设
潜江市众鼎道路工程建设投资有限公司	30,000.00	100.00%	道路建设
潜江市荆汉建材有限公司	1,000.00	51.00%	工程服务、建材零售等
潜江市晟源资产经营管理有限公司	5,000.00	100.00%	资产管理等
潜江市水乡园林投资有限公司	50,000.00	100.00%	市政建设等

资料来源：公司 2018 年审计报告，注册资本来自 Wind

⁴ 将公司持股比例为 41.00%的潜江市斯普润市政工程投资有限公司纳入合并报表范围的原因为该子公司的另一股东（持股 39%）潜江市国有资产监督管理委员会办公室委托本公司对该子公司经营管理负责。

附录三 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
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	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

附录四 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。