

钟祥市城市建设投资公司

2019 年企业债券信用评级报告



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】第 Z
【317】号 01

分析师

姓名：
阮航 梁璘

电话：
0755-82870012

邮箱：
ruanh@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 06 月 18 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

钟祥市城市建设投资公司 2019 年企业债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 6.00 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年

增信方式：国有土地使用权抵押担保

债券偿还方式：每年付息一次，在本期债券存续期第 3-7 个计息年度末分别偿还债券发
行总额的 20%

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”）对钟祥市城市建设投资公司（以下简称“钟祥城投”或“公司”）本次拟发行总额不超过 6.00 亿元企业债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到近年公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司营业收入持续增长，综合开发业务收入较有保障，公司获得的外部支持力度较大，有效提升了公司的资本实力和利润水平，国有土地使用权抵押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公司资产整体质量一般，房产销售业务成本倒挂，业务可持续性一般，经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力，刚性债务压力逐年加大，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。2016-2018 年钟祥市地区生产总值分别为 418.64 亿元、463.26 亿元和 519.41 亿元，增速分别为 8.5%、7.2%和 8%，钟祥市经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的基础。
- 近年公司营业收入持续增长，综合开发业务收入较有保障。公司系钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体，收入主要源于综合开发业务。2015-2017 年公司分别实现营业收入 3.72 亿元、4.86 亿元和 4.96 亿元，复合增长率为 15.55%。2018 年末公司已签订代建协议的主要在建项目计划总投资 44.26 亿元，累计已投资 10.38 亿元，未来综合开发项目收入较有保障。

- **公司获得的外部支持力度较大，有效提升了公司的资本实力和利润水平。**
2016-2018 年公司股东以货币资金对公司增资 10.00 亿元，向公司注入国有土地使用权及货币资金等资产入账价值合计达 15.50 亿元；2016-2018 年公司获得财政拨付的补贴款项合计达 2.39 亿元。
- **国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。**公司拟以评估价值 14.90 亿元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，系本期债券拟发行规模的 2.48 倍；在本期债券存续期内，抵押资产价值与本期债券剩余本金加一年利息的比率不得低于 1.60，可有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产整体质量一般。**2018 年末公司资产中工程项目、土地资产和应收款项（应收账款和其他应收款）账面价值分别为 34.60 亿元、28.27 亿元和 15.70 亿元，占总资产的比重分别为 36.09%、29.49%和 16.38%，工程项目流动性差，账面价值 11.65 亿元、占土地资产 41.23%的土地未缴纳土地出让金，应收款项对公司资金形成一定的占用，公司整体资产质量一般。
- **公司房产销售业务成本倒挂，业务可持续性一般。**由于安置房的政府指导价低于建造成本价，2018 年公司房产销售业务毛利率为-10.30%，2018 年末暂无在建的房产项目，业务可持续性一般。
- **经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2016-2018 年公司收现比分别为 0.44、0.93 和 0.91，经营收现情况波动较大，三年公司经营活动现金净流出合计 40.14 亿元；2018 年末公司主要在建项目计划总投资 61.06 亿元，尚需投资 45.30 亿元，面临较大的资金压力。
- **有息债务规模持续攀升，刚性债务压力逐年加大。**2016-2018 年末公司有息债务分别为 16.51 亿元、31.00 亿元和 31.30 亿元，年均复合增长率为 37.68%，公司面临的刚性债务压力逐年加大；若本期债券发行成功，公司偿债压力将进一步加大。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计为 20.02 亿元，占净资产的 32.64%，对外担保规模较大，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	958,709.02	913,501.34	555,522.53

所有者权益合计	613,378.59	589,131.51	322,080.36
有息债务	312,957.86	309,978.49	165,100.00
资产负债率	36.02%	35.51%	42.02%
流动比率	18.90	30.86	7.65
营业收入	49,648.39	48,629.95	37,182.07
营业外收入	11,716.29	10,210.53	2,013.95
利润总额	17,947.08	17,450.64	7,006.50
综合毛利率	16.10%	17.19%	17.43%
EBITDA	19,374.21	18,466.75	7,753.70
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.56	2.32
经营活动现金流净额	-87,550.78	-128,800.26	-185,079.10

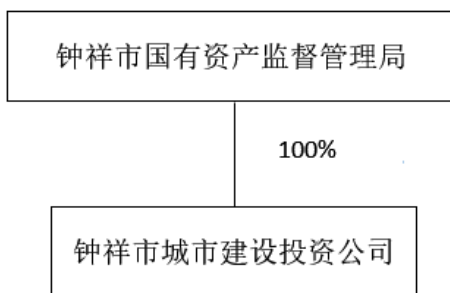
注：2017 年财务数据采用公司 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司经钟祥市政府（钟政函【2001】23号）批准，由钟祥市城乡建设委员会于2001年8月出资组建设立的全民所有制企业，初始注册资本为12,101万元。2005年10月，公司股东变更为钟祥市国有资产监督管理局（以下简称“钟祥市国资局”）。2010年1月，根据钟政办函【2009】67号文，钟祥市国资局以土地使用权对公司增资，并对原用于注资的土地使用权进行置换，本次增资与置换后，公司注册资本增加到100,000.00万元。2017年12月22日，根据钟祥市政府出具的《钟祥市人民政府关于对钟祥市城市建设投资公司增资的决定》，钟祥市国资局以货币资金对公司增资100,000.00万元，公司注册资本增加到200,000.00万元。截至2018年末，公司注册资本与实收资本均为200,000.00万元，控股股东和实际控制人均为钟祥市国资局，持有公司100%的股权。公司产权及控制关系如图1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

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体，主要负责钟祥市范围内的城市基础设施建设，以及国有资产的经营管理等业务。截至2018年末，公司合并报表范围内的子公司共3家，详见表1。

表1 2018年末公司合并报表范围内子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	业务性质	持股比例	表决权	取得方式
钟祥市兴瑞资产经营管理有限公司	5,000	金融业	100%	100%	设立
钟祥市祥瑞旅游开发有限公司	5,000	旅游开发	100%	100%	设立
钟祥厚德建设工程有限公司	6,700	建筑业	100%	100%	设立

注：钟祥厚德建设工程有限公司工商信息显示，中国农发重点建设基金有限公司对其出资1,700.00万元，与注册资本之比为25.37%，期限为十年，利率为1.20%，逐年按季支付，到期一次性还本。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2019年钟祥市城市建设投资公司企业债券（简称“19钟城投债”）；

发行总额：不超过人民币6.00亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：本期债券采用单利按年计息，不计复利；附本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还债券本金；

增信方式：公司以公司及其控股子公司钟祥厚德建设工程有限公司（以下简称“钟祥厚德”）所属的17宗共计88.82万平方米、评估总价为14.90亿元的国有土地使用权为本期债券提供抵押担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过人民币6.00亿元，其中3.00亿元拟用于钟祥市寿乡养老中心建设项目，2.20亿元拟用于钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目，0.80亿元拟用于补充营运资金。

表2 本期债券募集资金用途情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	拟使用募集资金	拟使用募集资金占募投项目总投资的比例
钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目	38,957.65	22,000.00	56.47%
钟祥市寿乡养老中心建设项目	48,963.17	30,000.00	61.27%
补充营运资金	-	8,000.00	-
合计	-	60,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目

1、项目建设内容及进度

根据湖北省工程咨询公司2018年1月出具的《钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目可行性研究报告》（以下简称“新能源可研报告”）显示，钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目总用地面积347,996.52平方米（约522亩），建设厂房26栋，其中22栋单层厂房，4栋双层厂房。该项目投资建设主体为公司，计划总投资38,957.65万元，其中工程投资25,389.58万元，工程建设其他费用10,275.41万元，预备费1,752.66万元，建

设期利息1,540.00万元；公司自筹建设资金16,957.65万元，债券融资22,000.00万元；暂定项目计算期共7年，包括建设期2年和运营期5年。截至2018年末，该项目已支付了4,249.00万元征地款，2019年1月支付了项目建设前期“三通一平”通水项目资金300.00万元，截至2019年5月末，累计已投资4,549.00万元。

2、项目的审批、核准或备案情况

钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 3 钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目审批情况

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2018-03-05	钟祥市住房和城乡建设局	关于钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目的规划意见	[2018]30 号

资料来源：公司提供

3、项目收益

根据新能源可研报告显示，钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目建成后的收入主要为厂房出租和厂房出售收入，项目5年运营期内收入合计为8.76亿元。公司预计每年出售厂房41,224.00平方米，5年共出售厂房206,121.00平方米，厂房出售标准为每平米2,500元，五年运营期厂房出售收入合计51,530.25万元。预计该项目厂房出租率第一年为80%，第二年90%，第三年至第五年为95%，暂定本项目厂房出租单价为每月每平米20元，租金上浮政策根据实际情况具体调整，预计本项目五年运营期厂房出租收入合计8,184.88万元。

表 4 钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目收益情况（单位：万元）

项目	合计	运营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
1. 项目收入合计	87,646.56	11,745.15	11,925.04	12,014.98	12,014.98	39,946.41
1.1 厂房出售收入	51,530.25	10,306.05	10,306.05	10,306.05	10,306.05	10,306.05
1.2 厂房出租收入	8,184.88	1,439.10	1,618.99	1,708.93	1,708.93	1,708.93
2. 经营成本	6,846.74	1,223.79	1,347.39	1,409.19	1,433.19	1,433.19
3. 税费	17,365.64	3,431.14	3,471.49	3,491.67	3,485.67	3,485.67
4. 项目净收入	63,434.20	7,090.22	7,106.16	7,114.13	7,096.13	35,027.56

注：（1）项目净收入=项目收入合计-经营成本-税费；

（2）税费为税金及附加（含增值税）和调整所得税；

（3）运营期第五年项目收入合计包含 27,931.43 万元固定资产余值。

资料来源：《钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

运营期内该项目收入合计8.76亿元，项目净收入合计6.34亿元，所得税后投资回收期6.26年，财务内部收益率为13.36%，累计财务净现值为1.10亿元；但实际厂房出租率及

厂房出租和出售收入规模可能达不到预定目标，使得该项目可能存在无法达到预期收益的风险，同时中证鹏元也关注到该项目实际经营主体尚未确定，公司能否实现预期收益存在一定的不确定性。

（二）钟祥市寿乡养老中心建设项目

1、项目建设内容及进度

根据湖北省工程咨询公司于2018年1月出具的《钟祥市寿乡养老中心建设项目可行性研究报告》（以下简称“养老中心可研报告”），钟祥市寿乡养老中心建设项目规划占地面积128,000平方米（约192亩），总建筑面积114,600平方米，其中地上建筑面积102,600平方米，地下建筑面积12,000平方米。建设内容主要分为医疗康复中心、老年康复楼、老年特色公寓、养老休闲园、老年活动中心、配套建筑六个区域。

公司为钟祥市寿乡养老中心建设项目投资建设主体，计划总投资 48,963.17 万元，其中工程投资 36,890.42 万元，工程建设其他费 7,703.08 万元，预备费 2,269.67 万元，建设期利息 2,100.00 万元；公司计划自筹资金 18,963.17 万元，申请债券融资 30,000.00 万元。钟祥市寿乡养老中心建设项目建设期为 24 个月，截至 2018 年末，该项目已支付了 1,000.00 万元征地及拆迁资金，2019 年 1 月支付拆迁资金 263.77 万元，截至 2019 年 5 月末，累计已投资 1,263.77 万元。

2、项目的审批、核准或备案情况

钟祥市寿乡养老中心建设项目已取得相关政府部门审批、核准文件，具体情况如下：

表 5 钟祥市寿乡养老中心建设项目审批情况

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2018-01-12	钟祥市国土资源局	关于钟祥市寿乡养老中心建设项目用地预审意见	钟土资预审函[2018]6 号
2018-01-12	钟祥市住房和城乡建设局	关于钟祥市寿乡养老中心建设项目的规划意见	[2018]2 号
2018-01-23	钟祥市环境保护局	关于钟祥市城市建设投资公司钟祥市寿乡养老中心建设项目环境影响报告表的批复	钟环函[2018]5 号
2018-01-24	钟祥市人民政府办公室	关于钟祥市寿乡养老中心建设项目社会稳定性风险评估报告的批复	钟政办函[2018]5 号
2018-02-09	钟祥市发展和改革局	关于钟祥市寿乡养老中心建设项目可行性研究报告的批复	钟发改[2018]16 号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益

钟祥市寿乡养老中心建设项目建成后营业收入主要为床位出租收入、商业门面出租收入、子女陪护中心床位出租收入、停车位出租收入、其他收入，项目计算期内年均收入为 11,712.19 万元。此外，根据钟祥市人民政府出具的《钟祥市人民政府关于提请审议将钟祥

市寿乡养老中心建设项目财政补贴资金列入2020年、2021年财政预算的议案》钟政函[2018]19号，钟祥市政府拟对钟祥市寿乡养老中心建设项目进行财政补贴，计划项目建成后运营期第一年（2020年）和第二年（2021年）分别给予财政资金补贴2,000万元和2,500万元，两年共计补贴4,500万元。根据2018年3月30日由钟祥市人民代表大会常务委员会出具的《钟祥市人大常委会关于批准将钟祥市寿乡养老中心建设项目财政补贴资金列入2020年、2021年财政预算的决议》钟常发[2018]4号文件，钟祥市七届人大常委会第10次会议同意钟祥市人民政府将钟祥市寿乡养老中心建设项目财政补贴资金列入2020年、2021年财政预算，项目建成后运营期内，由财政部门分年度安排预算支出。

表 6 钟祥市寿乡养老中心建设项目收益情况（单位：万元）

项目	合计	运营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
1 营业收入合计	58,560.93	9,950.88	11,194.74	11,816.67	12,799.32	12,799.32
1.1 养老院床位收入	47,852.11	8,131.20	9,147.60	9,655.80	10,458.76	10,458.76
1.1.1 全护理床位收入	14,462.98	2,457.60	2,764.80	2,918.40	3,161.09	3,161.09
1.1.2 半护理床位收入	22,089.94	3,753.60	4,222.80	4,457.40	4,828.07	4,828.07
1.1.3 全自理床位收入	7,909.44	1,344.00	1,512.00	1,596.00	1,728.72	1,728.72
1.1.4 休闲养老床位收入	3,389.76	576.00	648.00	684.00	740.88	740.88
1.2 商业配套租金收入	423.72	72.00	81.00	85.50	92.61	92.61
1.3 子女陪护中心租金收入	338.98	57.60	64.80	68.40	74.09	74.09
1.4 康养综合服务收入	6,440.54	1,094.40	1,231.20	1,299.60	1,407.67	1,407.67
1.5 停车收入	3,505.58	595.68	670.14	707.37	766.19	766.19
1.5.1 白天停车收入	2,062.10	350.40	394.20	416.10	450.70	450.70
1.5.2 夜间停车收入	1,443.47	245.28	275.94	291.27	315.49	315.49
2 财政补贴收入	4,500.00	2,000.00	2,500.00	0.00	0.00	0.00
3 项目收入合计	100,925.17	11,950.88	13,694.74	11,816.67	12,799.32	50,663.56
4 经营成本	8,182.99	1,420.81	1,593.69	1,680.13	1,744.18	1,744.18
5 税费	11,172.18	1,841.54	2,113.41	2,249.35	2,483.94	2,483.94
6 项目净收入	81,570.00	8,688.53	9,987.64	7,887.19	8,571.20	46,435.44

注：（1）项目净收入=项目收入合计-经营成本-税费；

（2）税费为税金及附加（含增值税）和调整所得税；

（3）运营期第 5 年项目收入合计包含回收固定资产余值 37,864.24 万元。

资料来源：《钟祥市寿乡养老中心建设项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

运营期内该项目收入合计10.09亿元，项目净收入合计8.16亿元，所得税后投资回收期为6.25年，财务内部收益率为14.17%，累计财务净现值为1.53亿元；但实际生产负荷、养老院床位及康养综合服务收入规模可能达不到预定目标，使得该项目可能存在无法达到

预期收益的风险，同时中证鹏元也关注到该项目实际经营主体尚未确定，公司能否实现预期收益存在一定的不确定性。

四、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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国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。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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积极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。

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，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

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。后续相关政策延续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，政策上一定程度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作，鼓励发展直接融资。

2017年至2018年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持

力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），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各种形式的担保，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），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。2018年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。

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 7 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

	(国发[2014]43号)		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、规范政府和与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)	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

近年钟祥市经济保持较快增长，经济实力不断增强，但对磷化工业和农产品加工业的依赖程度偏高

钟祥市是由湖北省荆门市代管的县级市，位于湖北省中部、汉江平原北端，东连京山、西接荆门、北临宜城及随州、南界天门及沙洋，全市面积为4,488平方公里，辖17个乡镇（办事处）、3个国营农牧场、2个省级经济技术开发区。钟祥市矿产资源丰富，已探明磷矿石、累托石、硫铁矿、铝、硅、重晶石等6类27种，其中磷矿石储量达5.36亿吨，居全国第二位，开采量居全国第一位；累托石矿探明储量744.4万吨，保有储量683.7万吨，居全国之首。钟祥农林资源广博，现有耕地290万亩，其中水稻100万亩、小麦80万亩、油菜50万亩、蔬菜30万亩。

钟祥市资源丰富。钟祥市淡水资源总量510.42亿立方米，汉江自北而南纵贯市境144公里，区域内已建温峡、石门、黄坡三座大型水库，全市水能蕴藏量大于15.7万千瓦。区域内的国家AAAA级旅游景区有明显陵、黄仙洞和彭墩乡村世界，其中明显陵属世界文化遗产；2016-2018年全年共接待国内外游客分别为889万人次、976万人次和1,080万人次，增速分别为18.5%、9.8%和10.0%；实现旅游收入分别为51.0亿元、61.0亿元和74亿元，增速分别为19.7%、19.6%和21.6%，保持增长态势。

近年钟祥市经济保持较快增长，经济实力不断增强。2016-2018年钟祥市地区生产总值分别为418.64亿元、463.26亿元和519.41亿元，同比分别增长8.5%、7.2%和8%，经济增速有所波动；钟祥市的三次产业构成由2016年的15.2:55.4:29.4调整为2018年的14.1:54.4:31.5，第二产业是钟祥市经济的主要支柱，第三产业的比重有所提升。根据《钟祥市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，钟祥市以磷化工和农产品加工为支柱产业，以大健康、电子信息、生物医药、机电及装备制造、新能源开发及利用等五个新兴产业为辅。

2016-2018年钟祥市规模以上工业企业实现营业收入分别为949.79亿元、868.42亿元和860.36亿元，增速分别为5.8%、4.1%和12%，增速有所波动。目前国内磷化工业产品同质化严重，市场仍供大于求，同时受优惠政策取消和当地环保压力加大等因素影响，2016-2018年钟祥市规模以上磷化工企业实现营业收入分别为342.22亿元、203.85亿元和

220.94亿元，增速分别为-4.5%、-9.0%和9.2%，磷化工业市场景气度表现一般；规模以上农产品加工企业实现营业收入393.84亿元、440.46亿元和386.14亿元，增速分别为14.2%、11.3%和13.8%。2018年磷化工企业和农产品加工企业实现的营业收入与规上工业企业总营业收入之比分别为25.68%和44.88%，2016-2018年各年二者合计占比均在70.00%以上，钟祥市经济对磷化工业和农产品加工业两大支柱产业的依赖程度仍很高，二者均属传统产业，市场竞争激烈。

表 8 钟祥市主要经济指标及增速情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	519.41	8%	463.26	7.2%	418.64	8.5%
第一产业增加值	-	2.9%	67.70	3.6%	63.63	4.1%
第二产业增加值	-	8%	253.73	6.3%	231.93	8.5%
第三产业增加值	-	10.4%	141.83	10.8%	123.08	10.8%
规模以上工业增加值	-	8.3%	-	-	-	-
固定资产投资	394.55	11.3%	455.26	16.3%	391.39	19.2%
社会消费品零售总额	207.11	12.4%	184.25	12.2%	164.21	13.8%
出口（亿美元）	1.41	-24.1%	1.87	-20.9%	2.36	-5.7%
存款余额	537.87	8.5%	495.79	16.9%	423.99	11.9%
贷款余额	290.9	19.1%	193.04	23.1%	156.79	23.6%
地区人均 GDP（元）	-	-	45,632.00	10.6%	40,409.27	11.8%
地区人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	76.49%	-	74.86%	-

注：钟祥市的固定资产投资中，2016 年和 2018 年标注“不含农户”；部分数据绝对值小于上年，但增速为正，均按钟祥市统计局提供资料原文披露；“-”表示数据未获得或不适用。

资料来源：钟祥市统计局（2017-2018 年数据）、2016 年钟祥市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

从投资、消费及对外贸易情况来看，钟祥市经济的发展以固定资产投资为主，以社会消费拉动为辅，整体保持较快增长。2016-2018 年钟祥市固定资产投资分别为 391.39 亿元、455.26 亿元和 394.55 亿元，各年增速均高于 11.0%；社会消费品零售总额分别为 164.21 亿元、184.25 亿元和 207.11 亿元，近年增速均在 12.0%以上；出口总额分别为 2.36 亿美元、1.87 亿美元和 1.41 亿美元，规模相对较小且持续萎缩。钟祥市的存贷款余额近年来均保持 8.0%以上的增长，为当地经济的发展提供了较好资金支持。2017 年钟祥市人均 GDP 为 45,632 元，与全国人均 GDP 的比值为 76.49%，低于全国平均水平。

2018年钟祥市实现公共财政收入20.20亿元，同比增长9.2%，其中税收收入13.20亿元，占公共财政收入比重为65.33%；实现政府性基金收入18.34亿元，同比增长19.5%；同期钟祥市公共财政支出为70.14亿元，同比增长5.9%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支

出)为28.80%。

五、公司治理与管理

公司是按照《中华人民共和国全民所有制工业企业法》等有关规定成立的全民所有制企业,实行总经理办公会领导下的总经理负责制,总经理办公会组成人员包括总经理一人、副总经理三人,总经理办公会对公司股东负责。公司总经理由公司股东任命,副总经理由总经理向公司股东提议后,由公司股东任命,副总经理协助分管日常工作,对总经理负责,总经理每届任期三年,任期届满可以连任。公司根据企业定位、业务特点及需要设置了综合办公室、项目管理部、计划财务部、投资发展部、综合管理部等五个职能部门。

政府公务员兼职情况方面,根据大信会计师事务所(特殊普通合伙)2018年1月出具的《钟祥市城市建设投资公司专项核查报告》大信专审[2018]第2-00007号文件,公司不存在政府公务员在公司兼职的情况,不影响公司独立规范运作。公司高级管理人员包括冯道付、廖晓艳、文相云和周移四人,冯道付在公司任职总经理,其他三人为副总经理,均未在其他单位任职;除上述高级管理人员外,公司其他人员未在控股股东及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务,未在控股股东及其控制的其他企业领薪;公司的财务人员未在控股股东及其控制的其他企业兼职。

综合来看,公司已按照《中华人民共和国全民所有制工业企业法》和《钟祥市城市建设投资公司章程》建立了治理结构和治理制度,机构设置基本合理。

六、经营与竞争

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体,主要负责钟祥市范围内的城市基础设施建设等业务。2016-2018年公司营业收入保持增长,分别为3.72亿元、4.86亿元和4.96亿元,复合增长率为15.55%,收入主要来源为综合开发项目收入。2016-2018年公司综合毛利率分别为17.43%、17.19%和16.10%,有所波动主要是安置房毛利率的变动所致,其中2018年房产销售业务成本倒挂系由于政府指导价低于建造成本同时支出较多维修费用所致,2016-2017年房产销售毛利率较高,主要因为宫塘社区居民安置小区建设项目(以下简称“宫塘小区”)前期已售房产已公摊全部建设成本,剩余部分按市场价销售。其他收入主要系物业出租和物业服务收入,规模较小。

表 9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
综合开发项目	48,272.71	16.67%	48,214.17	16.67%	36,781.90	16.67%
房产销售	979.85	-10.30%	405.78	77.66%	358.57	90.85%
其他	395.83	12.19%	10.00	67.27%	41.60	60.81%
合计	49,648.39	16.10%	48,629.95	17.19%	37,182.07	17.43%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体，主要在建项目投资规模较大，综合开发项目收入较有保障，但面临较大的资金压力

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体，钟祥市人民政府（以下简称“钟祥市政府”）每年就当年计划新建项目与公司本部及子公司钟祥厚德签订《综合开发建设协议》，将征地拆迁、市政配套设施等建设项目以委托方式交由公司实施，由公司自筹资金完成工程项目的建设，投资回报为项目投入成本的 20%。工程项目各分项目竣工并由钟祥市人民政府验收合格后，公司将具备移交条件的项目移交给钟祥市人民政府或其指定的第三方，公司按投资成本加成 20%的比例向钟祥市人民政府申报产值，钟祥市人民政府支付项目建设工程款。但综合开发项目收入实际回款情况欠佳，2016-2018 年公司的收现比为 0.44、0.93 和 0.91，2018 年末应收账款达 70,617.49 万元。

公司每年按钟祥市人民政府与公司共同确认的《关于钟祥市城市建设投资公司工程项目产值确认函》中认定的产值确认为综合开发项目收入。2016-2018 年公司实现综合开发项目收入分别为 36,781.90 万元、48,214.17 万元和 48,272.71 万元，复合增长率为 14.56%，毛利率均为 16.67%。

表 10 公司综合开发项目收入中前五大明细情况（单位：万元）

年度	项目	收入	占当年综合开发项目收入的比重
2018 年	汉江公路二桥工程	16,179.10	33.52%
	南出口	9,792.28	20.29%
	城市防洪	4,238.77	8.78%
	纬三路	3,307.28	6.85%
	东出口	1,777.40	3.68%
	合计	35,294.83	73.12%
2017 年	南出口	9,446.84	19.59%
	护城河	9,290.89	19.27%
	跨湖桥	6,496.19	13.47%
	城市防洪	4,089.24	8.48%
	纬三路	2,597.40	5.39%

	合计	31,920.56	66.21%
2016 年	南出口	9,697.38	26.36%
	护城河	9,283.91	25.24%
	城市防洪	4,298.57	11.69%
	跨湖桥	3,910.49	10.63%
	纬三路	1,501.74	4.08%
	合计	28,692.09	78.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018 年末公司已与钟祥市政府签订《综合开发建设协议》的主要在建项目计划总投资 44.26 亿元，累计已投资 10.38 亿元，未来公司综合开发项目收入较有保障，但收入规模易受项目建设进度和验收结算进度影响，未来收入可能面临一定的波动。公司在建项目中钟祥市科技企业产业园建设项目为“17 钟城投债”募投项目，计算期为 12 年，其中建设期为 2 年，营运期 10 年，该项目收入主要来源于销售和出租办公楼、厂房等，营业收入预计合计 126,419.98 万元，2018 年末仍处于建设阶段，尚未实现收益，未来收入主要来源于销售收入和出租收入等，形成的收入归公司所有。

公司主要在建项目钟祥市寿乡养老中心建设项目和钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目系本期债券募投项目，计划总投资合计 8.79 亿元，项目建成后未来通过厂房出租和出售、养老中心床位出租和商业配套出租等方式实现收益。截至 2018 年末公司主要在建项目计划总投资 61.06 亿元，尚需投资 45.30 亿元，项目建设资金需求较大，同时考虑到公司需垫付资金用于工程建设且受结算收入回款滞后的影响，公司整体面临较大的资金压力。

表 11 截至 2018 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否签订协议
嘉靖大道，承天大道，校场路项目	148,408.54	3,228.17	145,180.37	是
钟祥市科技企业产业园建设项目	80,118.92	48,623.57	31,495.35	否
汉江公路二桥工程	68,400.00	30,679.36	37,720.64	是
南湖新区基础设施建设项目	53,800.00	718.32	53,081.68	是
钟祥市寿乡养老中心建设项目	48,963.17	1,000.00	47,963.17	否
钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目	38,957.65	4,249.00	34,708.65	否
鹰胡道路	30,000.00	1,000.00	29,000.00	是
东出口	17,504.00	7,907.10	9,596.90	是
龙山大道	17,000.00	3,239.86	13,760.14	是
城市防洪	12,900.00	12,646.10	253.90	是
经济开发区沿江大道项目	12,605.69	10,443.21	2,162.48	是

纬三路项目	10,998.12	6,172.02	4,826.10	是
郊郢路项目	10,000.00	5,221.61	4,778.39	是
城区总体规划项目	10,000.00	4,290.00	5,710.00	是
石城大道西端征地	10,000.00	2,400.71	7,599.29	是
襄汉路及郊郢路建设项目	8,995.93	7,582.19	1,413.74	是
大柴湖经济开发区项目	8,629.97	5.00	8,624.97	是
金鹰能源二期项目	8,246.36	6,769.81	1,476.55	是
承天大道、校场路电力设施迁入地工程	8,181.08	500.00	7,681.08	是
嘉靖公园项目	6,938.60	979.77	5,958.83	是
合计	610,648.03	157,655.80	452,992.23	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与钟祥市土地储备中心签订《土地一级开发整理协议》，对指定的项目地块进行土地一级开发整理，使开发地块具备招拍挂上市条件。公司负责土地开发整理项目资金的筹措，组织外包工程建设完工验收后移交，根据审计部门的结果确定土地整理成本和投资回报，投资回报为项目投入成本的 18%。截至 2018 年末，公司土地开发整理业务投入的成本为 3.67 亿元，随着公司开发整理的土地出让后，将对公司收入形成一定的补充；但考虑到近三年公司并未实现土地开发收入，且公司土地整理业务易受土地市场及钟祥市整体城市规划等因素影响，未来该业务收入仍存在一定的不确定性。

公司受托建设的安置房项目收入规模相对较小，指导价较低致使 2018 年房产销售业务成本倒挂，2018 年末公司暂无在建的房产项目，房产销售业务可持续性一般

公司受钟祥市人民政府委托建设了宫塘小区和承天西路拆迁安置小区建设项目（以下简称“承天小区”）。宫塘小区总投资 2,156.00 万元，主要建设 4 栋 6+1 安置楼，规划总用地面积 8,040.00 平方米，建筑占地面积 2,396.00 平方米，总建筑面积 15,823.70 平方米；包含 120 套安置房，室外停车位 41 个，架空层停车位 12 个。承天小区总投资 4,313.88 万元，建设 1 栋 18 层和 1 栋 12 层的安置楼，规划总用地面积 4,926.60 平方米，建筑占地面积 2,135.66 平方米，总建筑面积 19,527.35 平方米。两个安置房项目建设完工后，按政府指导价向拆迁户定向销售；由于拆迁户选择货币补偿放弃安置房而造成多余的房屋由公司对外按市场价出售。

2016-2018 年公司实现房产销售收入分别为 358.57 万元、405.78 万元和 979.85 万元，毛利率分别为 90.85%、77.66%和-10.30%，2018 年成本倒挂主要系承天小区安置房的政府指导价低于建造成本价以及支出维修费用较多所致，2016-2017 年房产销售毛利率较高主要系当期宫塘小区已售房产按市场价销售且未公摊安置房的建设成本。截至 2018 年末，宫塘小区已全部销售完毕；承天小区尚未销售商品房 41 套，未售面积为 4,147.00 平方米。

2018 年末公司承天小区已售住房和商铺预收房款金额合计 860.04 万元，随着剩余房屋的交付与销售，公司未来仍可获得一定的收入；但考虑到公司房产销售业务收入规模相对较小，目前暂无在建的房产项目，未来尚未销售房产实际销售情况和价格可能受房地产市场景气度波动等因素影响，公司房产销售业务可持续性一般，未来房产销售收入增长空间不大。

公司获得的外部支持力度较大，有效提升了公司的资本实力和利润水平

近年公司在资本注入和财政补助等方面获得的外部支持力度较大。资本注入方面，2016-2018 年股东以货币资金对公司增资 10.00 亿元，向公司注入国有土地使用权及货币资金等资产入账价值达 15.50 亿元，公司的资本实力明显提升。财政补贴方面，根据 2016-2018 年钟祥市财政局各年出具的《关于明确财政补贴的批复》，公司获得财政拨付的补贴款项合计达 2.39 亿元，有效提升了公司的利润水平。

表 12 近年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入				
出文单位	时间	文件名	注入资产	价值
钟祥市政府	2016 年	《关于政府资本性投入的确认函》	货币资金	53,084.00
钟祥市政府	2017 年	《关于政府资本性投入的确认函》	货币资金	28,000.00
钟祥市政府	2017 年	《钟祥市人民政府关于对钟祥市城市投资建设公司增资的决定》	货币资金	100,000.00
钟祥市政府	2017 年	《钟祥市人民政府关于对钟祥市城市建设投资公司资本性投入的决定》	货币资金	12,000.00
钟祥市政府	2017 年	《钟祥市国有资产监督管理局关于将市交通投资有限公司所属八宗土地划入市城市建设投资公司的批复》钟国资[2017]26 号	土地资产 6 宗	35,655.79
钟祥市政府	2017 年	《钟祥市人民政府关于财政款项对钟祥市城市建设投资公司资本金投入的批复》[2017]166 号	货币资金	20,000.00
-	2018 年	-	货币资金	6,300.00
合计	-	-	-	255,039.79
2、财政补贴				
时间	补贴金额	依据文件		
2016 年	2,000.00	钟祥市财政局《关于明确财政补贴的批复》		
2017 年	960.00	钟祥市财政局《关于明确财政补贴的批复》		
2017 年	9,250.00	钟祥市财政局《关于明确财政补贴的批复》		
2018 年	900.00	钟祥市财政局《关于明确财政补贴的批复》		
2018 年	10,816.00	钟祥市财政局《关于明确财政补贴的批复》		
合计	23,926.00	-		

注：（1）2017 年根据《钟祥市国有资产监督管理局关于将市交通投资有限公司所属八宗土地划入市城市建设投资公司的批复》文件，实际划入公司的土地资产为 6 宗；

（2）2017 年划入的土地资产价值未评估。

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年三年连审和2018年审计报告，财务报表均按照新会计准则编制；由于公司根据财会[2018]15号规定的财务报表格式及相关解读采用追溯调整法对财务报表的列报进行了调整，以下分析中2017年财务数据采用公司2018年审计报告期初数。

2016年公司合并报表范围内减少1家子公司，系划转子公司给钟祥市国资局；2017年公司新增1家子公司，系投资设立，2018年公司合并范围无变化。截至2018年末，公司合并报表范围内的子公司共3家，详见表1。

表 13 2016-2018 年公司报表合并范围变动情况

年度	变动	子公司名称	变动原因
2016 年	减少	钟祥致诚建设工程有限公司	划转给钟祥市国资局
2017 年	新增	钟祥市兴瑞资产经营管理有限公司	投资设立
2018 年	无	-	-

注：2016 年钟祥市国资局接收管理公司子公司，根据其 2016 年 6 月 30 日的净资产价值安排财政资金补偿给公司 2,528.65 万元。

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年来公司资产规模持续增长，但整体资产质量一般，应收款项对公司资金形成一定占用

近年随着政府注入资产以及在建项目投资规模的扩大，公司资产规模持续快速增长，2018年末公司资产总计为95.87亿元，三年复合增长率为31.37%。2018年末公司资产以工程项目、土地资产和应收款项（应收账款和其他应收款）为主，账面价值分别为34.60亿元、28.27亿元、15.70亿元，占总资产的比重分别为36.09%、29.49%和16.38%，工程项目流动性差，账面价值11.65亿元、占土地资产41.23%的土地未缴纳土地出让金，应收款项对公司资金形成一定的占用，公司整体资产质量一般。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51,025.57	5.32%	141,049.67	15.44%	38,611.70	6.95%
应收账款	70,617.49	7.37%	66,632.53	7.29%	63,298.36	11.39%
其他应收款	86,413.46	9.01%	78,498.51	8.59%	124,379.05	22.39%

存货	628,723.20	65.58%	501,737.26	54.92%	304,588.78	54.83%
流动资产合计	839,979.72	87.62%	793,417.96	86.85%	530,877.89	95.56%
可供出售金融资产	78,856.27	8.23%	78,856.27	8.63%	4,350.00	0.78%
固定资产	39,814.86	4.15%	41,227.10	4.51%	20,294.64	3.65%
非流动资产合计	118,729.30	12.38%	120,083.37	13.15%	24,644.64	4.44%
资产总计	958,709.02	100.00%	913,501.34	100.00%	555,522.53	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要为银行存款，随着近年来公司投融资规模变动呈现较大波动，2018年末公司货币资金为5.10亿元，同比减少63.82%，主要系当期购入土地资产及工程项目投入增加所致。

公司应收账款主要为应收的综合开发项目工程结算款，近年公司综合开发业务回款情况欠佳，使得应收账款规模逐年增长，2018年末公司应收账款为7.06亿元，三年复合增长率为5.62%，考虑到应收对象为钟祥市财政局等政府部门及地方国有企业，坏账风险不大，但未来回收时间存在一定不确定性。

公司其他应收款主要系公司与政府单位、关联公司和工程建设公司的往来款，2018年末公司其他应收款为8.64亿元，较2016年末减少30.52%，其他应收款中应收政府部门和当地政府平台公司的往来款占比较高，该部分款项坏账风险不大，但回收时间易受政府资金调配影响而具有一定的不确定性，对公司资金形成一定的占用。2018年末公司其他应收款坏账准备余额923.11万元，存在一定的回收风险。

随着公司招拍挂新增土地，以及公司在建项目投资规模的扩大，2018 年末公司存货账面价值 62.87 亿元，三年复合增长率为 43.67%；存货中工程施工 30.75 亿元，主要包括重资产产业园项目、汉江公路二桥工程、钟祥市科技企业产业园建设项目等。2018 年末存货中土地资产合计 47 宗，总面积 257.12 万平方米，账面价值 28.27 亿元，其中 1 宗价值 2.22 亿元土地性质为划拨，其余土地性质均为出让；公司土地主要用途为商业、商服和住宅用地，截至 2018 年末，账面价值 11.65 亿元、占土地资产 41.23%的土地资产未缴纳土地出让金，主要通过政府注入方式获得，采用评估法入账。存货中开发成本主要系土地开发整理项目。2018 年末存货中受限资产合计 1.68 亿元，已用于抵押借款。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产和固定资产。2018 年末公司可供出售金融资产规模为 7.89 亿元，主要系 2017 年公司购入的湖北钟瑞祥投资有限责任公司（以下简称“钟瑞祥”）及钟祥市群益房屋建设投资有限公司（以下简称“群益房建”）各 49.00%的股权，2018 年公司可供出售金融资产未实现现金红利和投资收益。

2018 年末公司固定资产为 3.98 亿元，较 2016 年末增长 96.18%，2017 年固定资产增

幅较大主要系根据钟祥市人民政府 2017 年 11 月 30 日出具的《关于将明显陵游客中心划拨至钟祥市城市建设投资公司的函》，将明显陵游客中心划拨至公司，其净资产价值为 2.19 亿元，2018 年末明显陵游客中心房产证尚未办理；其他房屋资产的用途主要为非住宅的综合用房，大部分为空置状态，少量出租中。截至 2018 年末，公司 1.86 亿元固定资产已抵押，属受限资产。截至 2018 年末，公司受限资产合计 35,366.44 万元，占总资产的 3.69%。

盈利能力

近年来公司营业收入持续增长，政府补助有效提升了公司的利润水平

随着基础设施项目投资规模的扩大，公司综合开发项目收入保持增长，2018 年公司实现营业收入 49,648.39 万元，三年复合增长率为 15.55%，近三年综合开发项目收入占总收入比重均在 95%以上。2018 年末公司已签订代建协议的主要在建项目计划总投资 44.26 亿元，累计已投资 10.38 亿元，未来公司综合开发项目收入较有保障。2016-2018 年公司综合毛利率分别为 17.43%、17.19%和 16.10%，有所波动主要是安置房毛利率的变动所致；由于政府指导价低于建造成本同时支出较多维修费用，2018 年房产销售业务成本倒挂，业务可持续性一般。

2018 年受新增明显陵游客中心折旧等费用增长影响，公司管理费用同比增长 60.56%至 2,227.47 万元，对公司利润形成一定的侵蚀，当期公司实现营业利润 6,230.91 万元，同比减少 13.94%。2016-2018 年公司获得财政拨付的补贴款项合计达 2.39 亿元，有效提升了公司的利润水平。综合影响下，2016-2018 年公司利润总额和净利润均保持增长。

表 15 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	49,648.39	48,629.95	37,182.07
营业利润	6,230.91	7,240.11	4,992.55
营业外收入	11,716.29	10,210.53	2,013.95
利润总额	17,947.08	17,450.64	7,006.50
净利润	17,947.08	17,444.96	7,006.30
综合毛利率	16.10%	17.19%	17.43%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年来公司经营活动现金流表现较差，主要在建项目的投资规模较大，公司面临较大的资金压力

近年来公司受工程项目结算收入回款较为滞后的影响，2016-2018 年公司收现比分别为 0.44、0.93 和 0.91，经营收现表现一般；近年工程建设资金支出规模持续大幅增长，同时公司购入土地较多，致使 2016-2018 年公司经营活动现金净流出合计 40.14 亿元，持续净流出，经营活动现金流表现较差。

2016 年公司投资活动方面的资金流入和流出规模相对较小，2017 年公司购入钟瑞祥和群益房建的部分股权，投资支付的现金大幅增长，致使当期公司投资活动产生的现金净流出 7.56 亿元；2018 年公司赎回全部理财产品，当期投资活动现金净流入 5,564.84 万元。

2016 年公司筹资活动方面的资金流入主要系政府注入货币资金 5.31 亿元以及公司新增借款 13.84 亿元；2017 年筹资活动方面的资金流入保持增长态势，主要是当期政府以货币形式增资 10.00 亿元、注入货币资金 6.00 亿元、公司借款 8.98 亿元以及发行债券取得 7.96 亿元；由于偿还有息债务及利息较多，2018 年公司筹资活动现金净流出 8,038.16 万元。2018 年末公司主要在建项目计划总投资 61.06 亿元，尚需投资 45.30 亿元，项目建设资金需求较大，考虑到公司经营活动现金流表现较差，工程项目投资资金需求较大，预计未来公司对筹资活动将持续依赖。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	0.91	0.93	0.44
销售商品、提供劳务收到的现金	45,394.30	45,234.58	16,507.59
收到其他与经营活动有关的现金	116,526.88	190,224.61	7,225.71
经营活动现金流入小计	161,921.18	235,459.19	23,733.31
购买商品、接受劳务支付的现金	146,947.33	240,875.17	87,681.25
支付其他与经营活动有关的现金	102,247.36	123,185.74	121,013.92
经营活动现金流出小计	249,471.97	364,259.46	208,812.40
经营活动产生的现金流量净额	-87,550.78	-128,800.26	-185,079.10
投资活动产生的现金流量净额	5,564.84	-75,555.78	6,205.10
筹资活动产生的现金流量净额	-8,038.16	306,794.02	191,125.71
现金及现金等价物净增加额	-90,024.10	102,437.97	12,251.71

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年公司资本实力持续增强，目前整体债务水平尚可，但有息债务规模持续上升，公司面临的刚性债务压力逐年加大

近年来受益于政府注入土地资产和资本金，公司的资本实力持续增强，2018 年末公司所有者权益为 613,378.59 万元，三年复合增长率为 38.00%。近年为满足工程建设项目不断

扩大的资金需求，公司加大融资力度，致使负债总额逐年上升，2018年末负债总额增至345,330.43万元，三年复合增长率为21.63%。公司产权比率从2016年末的72.48%降至2018年末的56.30%，权益对负债的保障程度有所改善，产权比率不高，所有者权益对负债的保障程度良好。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
负债合计	345,330.43	324,369.83	233,442.17
所有者权益合计	613,378.59	589,131.51	322,080.36
产权比率	56.30%	55.06%	72.48%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年末公司流动负债主要为应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。应付账款主要为应付工程施工公司的工程款，受项目建设资金筹措和工程款支付计划影响，近年公司应付账款规模存在一定的波动。其他应付款以应付往来款和应付利息为主。一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款，2018年末规模为31,982.50万元。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券、长期应付款。长期借款以银行借款为主，近年随着公司融资力度的加大，长期借款规模有所增长，2018年末长期借款196,130.00万元，较2016年末增长38.18%，融资成本区间为4.90%至5.75%。应付债券为2017年公司发行的“17钟城投债”，期限为7年，利率为6.50%，2018年末账面余额为79,651.57万元。2018年末长期应付款余额25,103.93万元，其中钟祥市易地扶贫搬迁项目和钟祥市第二污水处理厂建设项目的借款合计5,193.79万元，利率区间在1.20%-4.90%，属有息债务；专项应付款主要系财政拨付项目款等，存较大波动主要系部分专项应付款与应收钟祥市财政局款项相抵消以及新增财政拨款所致，无实际偿付压力。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年末		2017 年末		2016 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	20,000.00	8.57%
应付账款	5,274.92	1.53%	4,609.71	1.42%	18,606.39	7.97%
其他应付款	5,945.71	1.72%	3,930.47	1.21%	27,768.00	11.90%
一年内到期的非流动负债	31,982.50	9.26%	15,846.00	4.89%	1,467.00	0.63%
流动负债合计	44,444.93	12.87%	25,711.67	7.93%	69,380.16	29.72%
长期借款	196,130.00	56.79%	203,976.00	62.88%	141,933.00	60.80%
应付债券	79,651.57	23.07%	79,576.20	24.53%	0.00	0.00%
长期应付款	25,103.93	7.27%	15,105.96	4.66%	1,700.00	0.73%
非流动负债合计	300,885.50	87.13%	298,658.16	92.07%	164,062.01	70.28%

负债合计	345,330.43	100.00%	324,369.83	100.00%	233,442.17	100.00%
其中：有息债务	312,957.86	90.63%	309,978.49	95.56%	165,100.00	70.72%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、长期借款、一年内到期的非流动负债、应付债券和部分长期应付款构成。2016-2018 年末公司有息债务分别为 16.51 亿元、31.00 亿元和 31.30 亿元，年均复合增长率为 37.68%，公司面临的刚性债务压力逐年加大；2018 年末公司有息债务规模占公司总负债的 90.63%。从 2018 年末公司主要有息债务偿还期限分布来看，2019-2021 年公司需偿还主要有息债务本息分别为 49,090.86 万元、76,337.47 万元和 59,349.08 万元，2020 年公司偿付压力相对较大。若本期债券发行成功，公司偿债压力将进一步加大。

表 19 2018 年末公司主要有息债务偿还分布情况（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
借款本金	31,982.50	44,646.00	31,136.00
借款利息	11,908.36	10,491.47	8,053.08
小计	43,890.86	55,137.47	39,189.08
应付债券本金	0.00	16,000.00	16,000.00
应付债券利息	5,200.00	5,200.00	4,160.00
小计	5,200.00	21,200.00	20,160.00
合计	49,090.86	76,337.47	59,349.08

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2018 年末公司资产负债率为 36.02%，整体债务水平较 2016 年末略有下降。2018 年末公司流动比率和速动比率分别为 18.90 和 4.75，鉴于年末公司货币资金尚存 51,025.57 万元，公司短期压力尚可；但中证鹏元也关注到，公司流动资产中工程项目、应收款项及未缴纳土地出让金的土地规模较大，一定程度上削弱了公司短期偿债能力。随着利润的增长，2016-2018 年公司 EBITDA 保持增长，但有息债务规模持续扩大致使利息支出增速相对较快，致使 EBITDA 利息保障倍数从 2016 年的 2.32 下滑至 2018 年的 1.12；2018 年末公司有息债务与 EBITDA 的比值为 16.15，有所下降，但仍处于偏高水平。随着本期债券的发行，公司未来债务压力将进一步加大。

表 20 公司主要偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	36.02%	35.51%	42.02%
流动比率	18.90	30.86	7.65
速动比率	4.75	11.34	3.26
EBITDA（万元）	19,374.21	18,466.75	7,753.70

EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.56	2.32
有息债务/EBITDA	16.15	16.79	21.29

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 2018 年审计报告，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

1、募投项目获得的资金流入是本期债券本息偿付资金的重要来源

根据新能源可研报告和养老中心可研报告，钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目运营期内项目收入合计 8.76 亿元，项目净收入合计 6.34 亿元；钟祥市寿乡养老中心建设项目建成后运营期内预计实现项目收入合计 10.09 亿元，项目净收入合计 8.16 亿元；募投项目获得的现金流入是本期债券本息偿付资金的重要来源。但募投项目实际运营主体尚不确定，其实际厂房出租率和出售价格、商业配套出租的价格、停车费及养老院床位等收入规模可能达不到预定目标，使得募投项目可能存在无法达到预期收益的风险，从而影响本期债券的本息偿付。

2、公司自身经营所产生的现金流入是本期债券本息偿付资金的主要来源

公司自身经营所产生的现金流入是本期债券本息偿付资金的主要来源。2016-2018 年公司实现营业收入分别为 37,182.07 万元、48,629.95 万元和 49,648.39 万元，实现利润总额分别为 7,006.50 万元、17,450.64 万元和 17,947.08 万元，销售商品、提供劳务收到的现金分别为 16,507.59 万元、45,234.58 万元和 45,394.30 万元，但近年来公司受工程项目结算收入回款较为滞后的影响，2016-2018 年公司经营活动现金净流出合计 40.14 亿元，经营活动现金流表现较差。公司主要在建项目投资规模较大，随着项目的陆续完工并验收及回款，将为公司提供债务本息偿付的资金来源。同时中证鹏元也关注到，2018 年末公司主要在建项目计划总投资 61.06 亿元，尚需投资 45.30 亿元，公司面临较大的资金压力；未来收入受工程进度推进的影响可能面临一定的波动，且公司营业收入的回款存在滞后性的风险。

3、公司资产抵押融资或变现是本期债券还本付息资金的保障

2018 年末公司土地资产账面价值 28.27 亿元，未抵押土地账面价值 26.60 亿元，包括拟用于本期债券抵押的评估价值为 14.90 亿元的土地，通过土地使用权的抵押融资或变现可为公司本期债券的还本付息提供进一步保障。但是，受房地产市场景气度的影响，公司土地使用权价值可能面临一定的波动，且较难集中变现。

（二）本期债券保障措施分析

国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平，但在极端情况下相关资产能否及时变现以及变现金额的规模存在不确定性

1、资产抵押概况

本期债券拟抵押资产为 17 宗国有土地使用权，土地面积为 888,193.75 平方米，土地用途多为住宅、商服用地，土地性质均为出让；其中 15 宗土地权属人为公司本部，2 宗土地权属人为公司控股子公司钟祥厚德。根据中京民信（北京）资产评估有限公司 2018 年 7 月出具的《钟祥市城市建设投资公司拟融资增信涉及的钟祥市城市建设投资公司及钟祥厚德建设工程有限公司部分土地使用权价值资产评估报告》（京信评报字（2018）第 274 号）（估价基准日为 2018 年 7 月 18 日），本期债券拟抵押资产评估价值为 14.90 亿元，为本期债券拟发行规模的 2.48 倍。

表 21 拟用于本期债券抵押的土地明细（单位：平方米、万元）

序号	权属人	宗地位置	土地使用证编号	性质	用途	土地面积	评估总价	2018 年末账面价值
1	公司本部	国营钟祥市南湖棉花原种场	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007325 号	出让	住宅、商服	69,822.00	7,589.65	-
2	公司本部	国营钟祥市南湖棉花原种场	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007332 号	出让	住宅、商服	69,962.00	7,541.90	-
3	公司本部	国营钟祥市南湖棉花原种场	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007335 号	出让	住宅、商服	69,279.00	7,544.48	-
4	公司本部	国营钟祥市南湖棉花原种场	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007336 号	出让	住宅、商服	68,444.00	6,830.71	-
5	公司本部	西环三路东侧	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007328 号	出让	住宅、商服	60,000.10	9,282.02	-
6	公司本部	西环三路东侧	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007327 号	出让	商服	50,780.10	5,814.32	5,060.00
7	公司本部	显王路北侧以内	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007329 号	出让	住宅、商服	62,848.50	9,747.80	8,480.00
8	公司本部	西环三路南侧	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007326 号	出让	住宅、商服	17,295.60	2,251.89	1,960.00
9	公司本部	皇庄社区	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002695 号	出让	住宅	67,662.00	15,122.46	14,997.88
10	公司本部	董家巷社区	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002702 号	出让	住宅、商服	50,683.00	20,394.84	20,221.89
11	公司本部	董家巷社区	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002701 号	出让	住宅、商服	68,648.00	20,786.61	20,606.93
12	公司本部	高庙社区	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002699 号	出让	住宅	14,710.00	1,247.41	1,238.85
13	公司本部	高庙社区	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002698 号	出让	住宅	25,264.00	2,149.97	2,134.04
14	公司本部	钟祥市承天东路南侧	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007331 号	出让	住宅、商服	22,121.66	4,269.48	3,650.00
15	公司本部	钟祥市承天东路南侧	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007330 号	出让	住宅、商服	33,902.79	6,505.95	5,610.00

16	钟祥厚德	董家巷社区	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002703 号	出让	住宅、商服	68,712.00	11,021.40	10,929.04
17	钟祥厚德	皇庄社区	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002697 号	出让	住宅、商服	68,059.00	10,916.66	10,824.95
合计	-	-	-	-	-	888,193.75	149,017.55	-

注：“-”代表数据未提供或不适用；序号 1-4 土地属于账面价值 35.66 亿的六宗土地，无子项账面价值明细；根据公司提供的《关于土地证不在账内问题说明》，序号 5 鄂 2017 钟祥市不动产权 0007328 号土地相关手续均合法齐全，该项土地因 2019 年初审计时，公司拟将该地块包装作为招商引资项目，进行协商时将该证取出，因此不在审计统计范围内，目前该项目已终止，将土地证取回用于抵押，由于发债额度变化，公司拟在发行后释放多余抵押土地时，将该证优先释放；除序号 5 土地外，拟抵押土地评估价值合计 13.97 亿元，为本期债券拟发行规模的 2.33 倍。

资料来源：《钟祥市城市建设投资公司拟融资增信涉及的钟祥市城市建设投资公司及钟祥厚德建设工程有限公司部分土地使用权价值资产评估报告》、公司提供，中证鹏元整理

2、抵押相关法律手续及抵押资产的监管

根据公司与湖北钟祥农村商业银行股份有限公司（以下简称“抵押权人”）签订的《钟祥市城市建设投资公司企业债券国有土地使用权抵押协议》（以下简称“抵押协议”）和《2018 年钟祥市城市建设投资公司企业债券抵押资产监管协议》（以下简称“监管协议”），抵押人应在本期债券发行首日前 5 个工作日内完成抵押资产登记手续，并在登记即将到期前 10 个工作日及时续办，以确保抵押权始终处于有效状态直至公司完全偿还本期债券本息。抵押协议所担保的范围包括全体债券持有人因持有公司公开发行的本期债券而享有的债权（包括债券本金、利息）、违约金、损害赔偿金和实现债权、抵押权的一切合理费用（包括法律服务费用）。在本期债券发行完毕后 30 个工作日内，公司应向抵押权人移交抵押资产办理抵押登记的各项权利凭证或其他证明材料。

抵押资产的总价值与本期债券剩余本金及一年利息的比率初始值不低于 1.60，本期债券存续期间，抵押资产的总价值与本期债券剩余本金及一年利息的比率不得低于 1.60。在本期债券存续期间，公司应聘请经抵押权人认可的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，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息日后的三十个工作日。抵押权人有合理的理由认为需要对抵押资产的价值进行重新评估的，抵押人应当聘请经抵押权人认可的具备相应资质的资产评估机构对抵押资产的价值进行评估并出具资产评估报告。包括但不限于以下情形：（1）抵押资产已经发生重大损毁；（2）抵押资产市场行情发生显著贬值；（3）其他可能导致抵押资产价值发生显著贬值的情形。

3、抵押资产的追加、释放及置换

在本期债券存续期间，抵押比率低于 1.60 时，抵押权人应在三个工作日内制作《追加抵押资产通知书》送达公司，公司和抵押权人协商同意或经债券持有会议同意追加抵押资产的，公司应在收到《追加抵押资产通知书》后 50 个工作日内完成追加的抵押资产价

值评估，并办理抵押登记。在抵押比率不低于 1.60 时，公司可以向抵押权人申请解除部分抵押资产的抵押。公司可以根据需要并经主承销商书面同意后方向抵押权人申请对抵押资产进行置换，拟用于置入资产的价值应不低于置出资产的价值，用于置换的上述资产应经具备相应资质的资产评估机构进行评估并出具资产评估报告，并以评估值作为价值认定依据。

综上所述，评估总价为 14.90 亿元的国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。但由于抵押的国有土地使用权资产规模相对较大，能否集中变现且变现金额的规模具有不确定性，存在一定的集中处置风险。

九、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 15 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

公司存在一定的或有负债风险

截至 2018 年末，公司对外担保金额合计为 20.02 亿元，占当期公司净资产的 32.64%。公司对外担保的 5 家公司均为钟祥市国资局的下属企业。公司对外担保规模较大，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 22 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保性质	担保金额	期限	企业性质
钟祥市交通投资有限公司	保证担保	45,740.00	2016/03/14-2032/12/21	国企
钟祥市瑞城基础建设有限公司	最高额保证担保	43,000.00	2017/03/15-2031/03/14	国企
钟祥市群益房屋建设投资有限公司	保证担保	42,932.00	2017/02/24-2039/02/23	国企
湖北大柴湖现代农业发展有限公司	保证担保	34,564.00	2016/09/19-2030/09/18	国企
钟祥市群益房屋建设投资有限公司	保证担保	5,000.00	2017/10/18-2035/10/17	国企
钟祥市长寿园投资有限责任公司	保证担保	29,000.00	2017/06/22-2028/12/31	国企
合计	-	200,236.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	51,025.57	141,049.67	38,611.70
应收账款	70,617.49	66,632.53	63,298.36
其他应收款	86,413.46	78,498.51	124,379.05
存货	628,723.20	501,737.26	304,588.78
流动资产合计	839,979.72	793,417.96	530,877.89
可供出售金融资产	78,856.27	78,856.27	4,350.00
固定资产	39,814.86	41,227.10	20,294.64
非流动资产合计	118,729.30	120,083.37	24,644.64
资产总计	958,709.02	913,501.34	555,522.53
短期借款	0.00	0.00	20,000.00
一年内到期的非流动负债	31,982.50	15,846.00	1,467.00
流动负债合计	44,444.93	25,711.67	69,380.16
长期借款	196,130.00	203,976.00	141,933.00
应付债券	79,651.57	79,576.20	0.00
长期应付款	25,103.93	15,105.96	1,700.00
非流动负债合计	300,885.50	298,658.16	164,062.01
负债合计	345,330.43	324,369.83	233,442.17
实收资本（或股本）	200,000.00	200,000.00	100,000.00
资本公积	347,713.74	341,413.74	191,807.54
未分配利润	59,111.52	42,883.10	27,182.73
所有者权益合计	613,378.59	589,131.51	322,080.36
有息债务	312,957.86	309,978.49	165,100.00
营业收入	49,648.39	48,629.95	37,182.07
营业利润	6,230.91	7,240.11	4,992.55
营业外收入	11,716.00	10,210.00	2,013.95
净利润	17,947.08	17,444.96	7,006.30
经营活动产生的现金流量净额	-87,550.78	-128,800.26	-185,079.10
投资活动产生的现金流量净额	5,564.84	-75,555.78	6,205.10
筹资活动产生的现金流量净额	-8,038.16	306,794.02	191,125.71
财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	16.10%	17.19%	17.43%
收现比	0.91	0.93	0.44
产权比率	56.30%	55.06%	72.48%
资产负债率	36.02%	35.51%	42.02%

流动比率	18.90	30.86	7.65
速动比率	4.75	11.34	3.26
EBITDA（万元）	19,374.21	18,466.75	7,753.70
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.56	2.32
有息债务/EBITDA	16.15	16.79	21.29

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审和 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+部分长期应付款

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。

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。