

黄石市国有资产经营有限公司

# 2019 年绿色债券信用评级报告



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  
【408】号 02

分析师

姓名：  
王强 刘伟强  
电话：  
0755-8287 1651  
邮箱：  
wangq@cspengyuan.com

评级日期：  
2019年08月28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

## 黄石市国有资产经营有限公司 2019年绿色债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+ 发行主体长期信用等级：AA  
发行规模：6.5亿元 评级展望：稳定  
债券期限：7年 增信方式：保证担保  
担保主体：武汉信用风险管理有限公司  
债券偿还方式：单利按年计息，每年付息一次，在第3至第7个计息年度末每年分别偿  
还本期债券发行总额的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”）对黄石市国有资产经营有限公司（以下简称“公司”或“黄石国资”）拟发行的6.5亿元绿色债券（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公司外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司营业收入稳定增长，部分业务具有一定区域垄断性，得到的外部支持力度较大，同时武汉信用风险管理有限公司（以下简称“武汉信用”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，贸易业务盈利情况存在较大不确定性，股权投资业绩存一定波动性，面临较大的偿债压力和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年黄石市地区生产总值分别为1,305.55亿元、1,479.40亿元和1,587.33亿元，同比增速分别为7.2%、7.7%和7.8%。
- 公司业务多元化程度较高，营业收入稳定增长，部分业务具有一定区域垄断性。公司作为黄石市支持产业发展投资的平台，其业务涉及矿业、港务、传媒、金融、物业以及服务业等，业务多元化程度较高；2016-2018年，公司分别实现营业收入10.61亿元、10.70亿元和11.72亿元，收入规模稳定增长；其中报社业务、粮储业务等业务具有一定区域垄断性。

- **公司得到的外部支持力度较大。**公司自成立以来在资产注入和财政补贴等方面获得较大的支持。资产注入方面，2016-2018年，政府注入公司股权、国有资产、债权等资产，使得公司资本公积分别增加 4.29 亿元、0.58 亿元和 10.17 亿元；政府补助方面，2016-2018 年，公司分别收到政府补助 0.27 亿元、0.22 亿元和 0.25 亿元。
- **武汉信用提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**武汉信用实力雄厚，业务发展情况良好。经中证鹏元综合评定，武汉信用的主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

#### 关注：

- **公司资产中长期股权投资和土地资产占比较大，部分资产已用作抵押，整体资产流动性偏弱。**2018 年末公司资产中长期股权投资和土地资产账面价值分别为 34.82 亿元和 22.08 亿元，分别占总资产比重为 23.31% 和 14.79%；土地资产中 0.91 亿元土地未办证，且有 1.50 亿元土地已被抵押，整体资产流动性偏弱。
- **近年贸易业务收入波动较大，未来盈利情况存在较大不确定性。**公司贸易业务主要经营品种为铜矿石、金矿石和银矿石，2016-2018 年贸易业务收入分别为 7.03 亿元、6.85 亿元和 6.64 亿元，毛利率分别为 3.11%、6.97% 和 3.90%。考虑到该业务受外部经济及市场行情影响较大，未来盈利情况存在较大不确定性。
- **公司利润主要来自投资收益，但股权投资业绩受区域及市场影响仍存在一定的波动性。**2016-2018 年公司分别实现投资收益 1.42 亿元、4.29 亿元和 9.03 亿元，对利润总额的贡献程度分别为 138.85%、113.35% 和 118.27%。公司股权投资对象为部分优质金融企业及黄石市本地企业，地域集中度较高，且投资收益主要来自华新水泥股份有限公司，股权投资业绩受区域及市场的影响仍存在一定的波动性。
- **公司债务水平较高，其中有息债务占比较大，存在较大的偿债压力。**截至 2018 年末，负债总额增加至 88.53 亿元，资产负债率为 59.27%，其中有息债务金额为 47.10 亿元，占总负债的 53.21%，2019 年需偿还的有息债务本金达 19.29 亿元，公司面临较大的偿债压力。
- **存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额 20.40 亿元，与当期末净资产之比为 33.53%，其中 7.70 亿元对外担保未提供反担保措施，公司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	1,493,637.46	1,342,345.42	963,559.13
所有者权益	608,360.39	440,651.99	399,422.67
有息债务	471,038.00	354,115.00	249,978.00
资产负债率	59.27%	67.17%	58.55%
流动比率	1.49	1.48	1.75
营业收入	117,247.66	107,002.95	106,123.91
利润总额	76,317.30	37,889.45	10,261.00
综合毛利率	26.55%	20.16%	14.73%
EBITDA	110,764.71	55,063.3	21,049.45
EBITDA 利息保障倍数	3.94	4.65	3.42
经营活动现金流净额	-96,074.59	-12,223.01	-8,495.06

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

**武汉信用主要财务指标（单位：万元）**

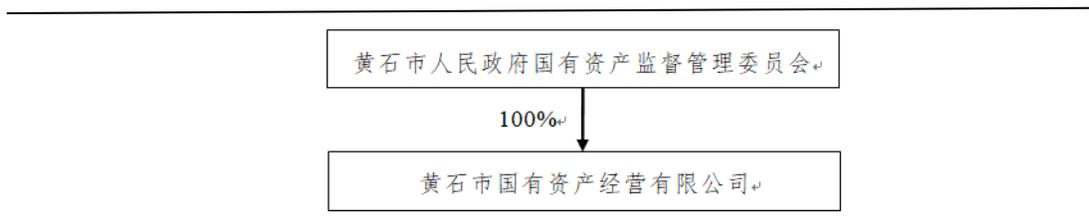
项目	2018年	2017年	2016年
总资产	3,967,273.55	3,791,157.27	3,581,993.91
所有者权益合计	1,393,438.18	1,296,093.75	1,143,880.51
现金类资产	165,066.55	148,270.20	377,164.67
营业收入	304,834.11	274,993.84	250,539.38
担保收入	5,974.31	15,403.65	27,589.57
委托贷款收入	294,215.25	234,130.40	179,348.92
投资收益	12,955.13	4,197.42	11,606.21
利润总额	83,928.77	83,808.01	76,272.63
净资产收益率	4.73%	5.33%	5.70%
担保余额（亿元）	-	58.65	116.51
当期担保发生额（亿元）	-	34.49	86.98
拨备覆盖率	-	235.82%	353.54%
准备金覆盖率	-	2.69%	3.00%
融资担保放大倍数	-	0.45	1.02
当期担保代偿率	-	1.47%	1.54%
累计代偿回收率	-	90.76%	83.19%

资料来源：武汉信用 2016-2018 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

黄石国资成立于2002年12月，经湖北省人民政府鄂政办函[2002]27号文、黄石市人民政府黄政发[2002]29号文件批准设立，是湖北省政府较早批准设立的市管综合性国有独资公司，初始注册资本为3.00亿元，股东为黄石市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“黄石市国资委”）。2017年8月，黄石市国资委将公司资本公积转增注册资本，使得公司注册资本和实收资本均增加至15亿元，截至2019年6月末，公司注册资本为15亿元，黄石市国资委为公司唯一股东，是公司实际控制人。

图1 截至2019年6月末公司的股权及控制关系图



资料来源：公司提供

公司是一家以产权管理及交易、资本运作及投融资为主业的资本运营公司，主要集中于矿业类、实业类、金融业、服务业以及物业等板块投资，此外还包括工程代建类业务。截至2018年末，公司共有70家子公司纳入并表范围，其中二级子公司18家，三级以下（含）子公司52家，具体明细见附录二。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2019年黄石市国有资产经营有限公司绿色债券；

**发行总额：**6.5亿元；

**债券期限和利率：**7年期固定利率债券；

**还本付息方式：**本期债券为7年期固定利率债券，附本金提前偿还条款，在债券存续期的第3、4、5、6、7年末逐年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：**本期债券由武汉信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

## 三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金为6.5亿元，其中4.5亿元拟用于光伏电站项目建设，2亿元拟用于补充营运资金。具体使用安排如表1所示。

**表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）**

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
光伏电站项目	11.19	4.50	40.21%
补充营运资金	-	2.00	-
<b>合计</b>	<b>11.19</b>	<b>6.50</b>	-

资料来源：公司提供

本期债券募投项目的实施主体为子公司黄石晶贝新能源有限公司（以下简称“晶贝公司”），项目建设总投资11.19亿元，其中拟使用本期债券募集资金4.50亿元，其余资金公司自筹。募投项目拟建设晶贝黄石新港50MWP渔光互补光伏电站项目、东贝武穴花桥50MWP渔光互补光伏电站、晶贝阳新5MWP分布式光伏电站产业扶贫项目等11个光伏电站项目，具体建设内容包括光伏发电系统、光伏阵列、汇流及逆变系统；光伏升压系统、升压变压器、集电线路工程、升压站等；光伏送出工程、光伏送出线路工程、对侧间隔改造等。募投项目建设期初步计划为12个月，但因资金问题等原因，未按期完工，截至2018年末，募投项目建设及进展情况如下表2所示。

**表2 截至2018年末募投项目建设及进展情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	开工日期	计划完工日期	项目进度
晶贝黄石新港 50MWP 渔光互补光伏电站项目	3.86	2017年3月12日	2019年12月30日	50%
东贝武穴花桥 50MWP 渔光互补光伏电站	3.86	2017年2月15日	2019年12月30日	60%
晶贝阳新 5MWP 分布式光伏电站	0.39	2017年1月10日	2019年12月30日	100%
晶贝罗田 5MW 分布式光伏发电项目	0.39	2017年2月13日	2019年12月30日	100%
黄石晶贝新能源有限公司 1164.8KW 分布式光伏发电并网项目	0.09	2016年6月22日	2019年12月30日	100%
黄石晶贝新能源有限公司 二期 2160KW 分布式光伏并网发电项目	0.17	2016年8月18日	2019年12月30日	100%
黄石晶贝新能源有限公司 东贝新能源 620KW 分布式光伏并网发电项目	0.05	2016年10月18日	2019年12月30日	100%
东贝电股铁山工业区屋顶及附属场所 10MWp 光伏发电项目	0.82	正在开展前期工作，尚未开工	2019年12月30日	0%
艾博大冶罗桥 5.28MW 屋顶分布式光伏发电项目	0.41	正在开展前期工作，尚未开工	2019年12月30日	0%

铸造大冶罗桥 10.57MW 屋顶分布式光伏发电项目	0.82	正在开展前期工作，尚未开工	2019 年 12 月 30 日	0%
阳新金陵农林 5.8MW 分布式光伏发电	0.41	正在开展前期工作，尚未开工	2019 年 12 月 30 日	0%

资料来源：《黄石晶贝新能源 2017 年 160MWp 光伏电站项目可行性研究报告》及公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，本期债券募投项目相关审批手续已基本完成，审批情况见附录三。

### 3、项目经济效益

根据《黄石晶贝新能源2017年160MWp光伏电站项目可行性研究报告》和公司及可研机构湖南湘能电力勘测设计有限公司关于光伏新政执行情况的说明进行测算，本期债券募投项目建设期12个月，生产运营期25年。该项目建成后，债券存续期内，上网电量销售总收入为82,063.20万元<sup>1</sup>，可实现经营性净收益合计为73,582.29万元，对本期债券偿还形成较好的保障。

中证鹏元注意到，本期债券募投项目具有投资规模大、涉及范围广的特点，而且项目建成后收入来源于上网电量销售收入，未来经济下行、单位上网电价变化以及当地政策调整均会使得项目未来收益存在不确定性。

## 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%。

<sup>1</sup>晶贝新能源浠水县兰溪镇15MW渔光互补光伏电站项目、东贝电股铁山工业区屋顶及附属场所10MWp光伏发电项目、艾博大冶罗桥5.28MW屋顶分布式光伏发电项目、铸造大冶罗桥10.57MW屋顶分布式光伏发电项目、阳新金陵农林5.8MW分布式光伏项目等5个项目由于未在政策有效期内完成并网发电，预计已无法取得0.32元/Kwh的国家补贴，已在项目收益测算中扣除该部分收入；此外，原申报募投项目中的晶贝新能源浠水县兰溪镇15MW渔光互补光伏电站项目备案证已过期，因此对该项目进行了扣除。

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动，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3 近年城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015年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	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

	[2017]87号)		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,中证中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 黄石市经济规模保持增长,固定资产投资对经济的拉动力明显

黄石市为湖北省地级市,位于湖北省东南部,是武汉城市圈副中心城市,华中地区重要的原材料工业基地,全国资源枯竭转型试点城市,也是国务院批准的沿江开放城市。黄石市境内有武九铁路贯穿,并有大广、沪渝、福银、杭瑞四条高速公路交汇,还拥有国家一类水运口岸。

2016-2018年黄石市分别实现地区生产总值1,305.55亿元、1,479.40亿元和1,587.33亿元,同比增速分别为7.2%、7.7%和7.8%。2018年黄石市第一、二、三产业增加值同比增速分别为2.9%、8.3%和8.0%,三次产业结构由2016年的8.74:55.26:36.00调整为2018年的6.00:58.60:35.40。工业经济方面,2018年黄石市规模以上工业总产值同比增长12.4%。其中,采矿业增长4.3%,制造业增长13.1%,电力、热力燃气及水的生产和供应业增长17.8%。规

模以上工业增加值同比增长9%。2018年资质以上建筑企业完成产值443.88亿元，增长12.1%；房屋建筑施工面积2,783.21万平方米，增长18.0%；房屋建筑竣工面积1,592.61万平方米，增长16.1%。全社会建筑业增加值112.38亿元，增长12.5%。近年黄石市固定资产投资保持了较高的增长速度，是推动经济增长的主要动力，2016年和2017年固定资产投资总额分别为1,350.83亿元和1,539.64亿元，2018年固定资产投资同比增速为11.1%。2018年度，在固定资产投资中，第一产业投资下降3.2%；第二产业投资增长12.3%；第三产业投资增长11.0%。工业投资增长19.3%。消费方面，2016-2018年，黄石市社会消费品零售总额增速均在11%以上，2018年全市社会消费品零售总额803.27亿元，增长11.1%。

总体来看，黄石市经济规模保持增长，固定资产投资对经济的拉动力明显。

**表4 2016-2018年黄石市主要经济指标及同比变化情况（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	1,587.33	7.8%	1,479.40	7.7%	1,305.55	7.2%
其中：第一产业增加值	95.64	2.9%	120.98	4.2%	114.07	3.9%
第二产业增加值	929.54	8.3%	843.47	8.2%	721.47	7.5%
第三产业增加值	562.15	8.0%	514.95	7.7%	470.01	7.6%
规模以上工业增加值	-	9%	566.17	8.2%	501.11	8.2%
固定资产投资	-	11.1%	1,539.64	14.0%	1,350.83	10.2%
社会消费品零售总额	803.27	11.1%	723.28	11.3%	649.59	11.5%
进出口总额（亿美元）	37.85	10.9%	33.73	38.3%	24.29	-19.3%
存款余额	1,732.04	5.5%	1,641.64	7.5%	1,527.04	13.8%
贷款余额	1,213.73	10.1%	1,102.12	9.9%	1,003.05	8.2%
三次产业结构	6.00:58.60:35.40		8.20:57.00:34.80		8.74:55.26:36.00	
人均GDP（元）	64,249		59,943		53,033	
人均GDP/全国人均GDP	99.39%		101.15%		98.25%	

注：“-”表示数据未公开。

资料来源：2016-2018年黄石市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年黄石市全市实现公共财政收入117.02亿元，同比增长5.3%，其中税收收入82.03亿元，占公共财政收入比重为70.10%；同期黄石市公共财政支出为336.96亿元，同比增长10.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为34.73%。

## 五、公司治理与管理

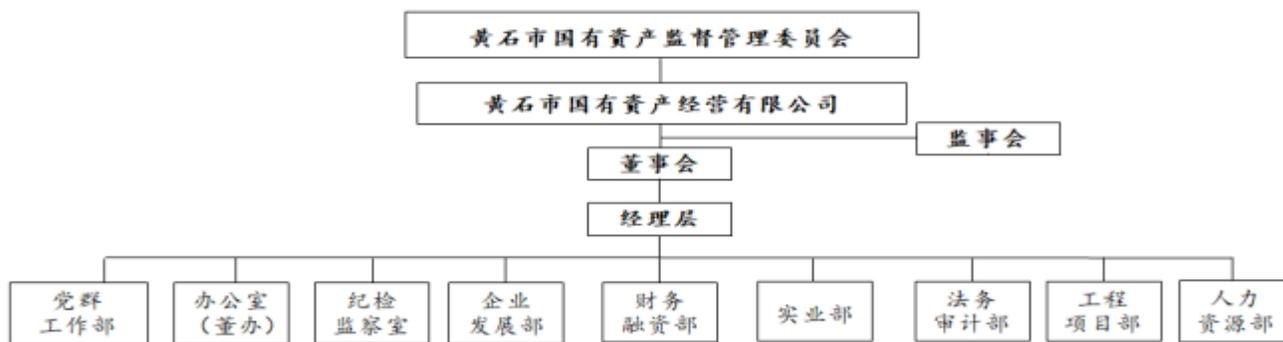
公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》和《企业国有资产监督管理暂行条例》制定了公司章程，规定了股东权利，并设立了包括董事会、

监事会、经营管理机构在内的法人治理机构。

公司设董事会，成员为5名，其中职工董事2名。董事会中除职工董事外的董事成员由股东委派，职工董事由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长1名，由股东在董事会中指定。公司设监事会，监事会由5名监事组成，其中职工监事2名，职工监事由公司职工代表大会选举产生，其他监事由股东委派。监事会设监事会主席1名，由股东从监事会成员中指定。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事每届任期三年，任期届满，职工监事可连选连任。公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责，并接受监事会监督。

此外，公司在组织机构设置方面，根据业务特点及需要下设了党群工作部、纪检监察室、企业发展部及财务融资部等9个职能部门。截至2019年6月末，公司的组织结构如下图所示：

**图2 截至2019年6月末公司组织架构图**



资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

公司作为黄石市支持产业发展投资的平台，业务主要分为实业运营和投资两大板块，涉及矿业、港务、传媒、金融、物业以及服务业等。2016-2018年，公司分别实现营业收入10.61亿元、10.70亿元和11.72亿元。公司收入主要由贸易业务收入、报社业务收入、港口业务收入、粮储业务收入和电力业务收入构成，其中贸易业务收入为营业收入的主要来源。此外，物业经营、汽车监测及工程代建等其他收入对公司营业收入水平形成较好补充，2018年较上年的增长部分主要来自工程代建业务。毛利率方面，受贸易、港口及粮储等业务的收入占比变化及其毛利率波动的影响，公司综合毛利率有所波动，2016-2018年分别为

14.73%、20.16%和26.55%。

**表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

业务板块	2018年		2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
贸易业务	66,368.57	3.90%	68,488.10	6.97%	70,338.91	3.11%
报社业务	10,801.42	74.23%	11,047.36	66.29%	9,659.47	59.02%
港口业务	8,182.59	25.07%	6,924.48	25.08%	7,749.89	22.51%
粮储业务	3,090.93	2.01%	8,397.87	0.53%	7,660.63	-3.55%
电力业务	8,913.55	63.29%	3,842.12	71.76%	-	-
押运业务	-	-	-	-	2,819.89	38.32%
其他	19,890.62	64.18%	8,303.02	59.44%	7,895.12	65.75%
<b>合计</b>	<b>117,247.66</b>	<b>26.55%</b>	<b>107,002.95</b>	<b>20.16%</b>	<b>106,123.91</b>	<b>14.73%</b>

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

#### 公司近年贸易业务收入波动较大，未来盈利情况存在较大不确定性

公司贸易业务即矿业贸易，主要由湖北鄂东矿业投资有限公司（以下简称“鄂东矿业”）负责经营。鄂东矿业成立于2015年2月，注册资本1亿元，由公司（占股55%）、大冶市国有资产经营有限公司（占股15%）、阳新县城镇建设投资有限公司（占股15%）、湖北省鄂东南基础工程公司（占股15%）四个股东共同出资组建。鄂东矿业主要依靠出售或者租赁矿业权经营、矿产资源开发、矿产品贸易盈利。

矿产品贸易方面，近年来鄂东矿业矿产品贸易业务发展迅速，经营品种主要是铜矿石、金矿石和银矿石，贸易模式为公司从供应商购进精铜矿砂等，并在适当的时机将其售出。公司在采购与销售精铜矿时，检测机构会对矿砂成分进行检测，公司根据检测结果，按照铜、金、银的含量对精铜矿进行定价。购进结算方式为货到付款，销售结算方式为货到结算80%，化验合格后结余款。公司矿石的采购和销售区域主要集中在黄石和大冶等地，2016年公司与湖北三鑫金铜股份有限公司达成战略合作协议，整合了黄石地区的市场资源，推动2016年度业务扩张，并于2017年、2018年保持相对稳定。2016-2018年，公司分别实现矿业贸易收入7.03亿元、6.85亿元和6.64亿元；2018年度前五大销售客户的销售额为6.10亿元，占总销售收入的91.86%，销售对象较为集中。考虑到该业务受市场行情影响较大，毛利率不稳定，未来该业务盈利情况存在较大不确定性。

**表6 2018年矿业贸易主要供应商及客户情况（单位：万元）**

供应商名称	2018年	
	采购额	占采购总额比例
大冶金晨矿业有限公司	13,973.22	23.20%
湖北三鑫金铜股份有限公司	7,900.09	13.00%

大冶市梓桐矿业有限公司	957.23	1.60%
陕西东岭物资有限责任公司	391.44	0.60%
<b>合计</b>	<b>23,221.98</b>	<b>38.40%</b>
<b>客户名称</b>	<b>销售额</b>	<b>占销售总额比例</b>
黄石晟祥铜业有限公司	25,546.34	38.49%
大冶有色金属有限责任公司	23,838.87	35.92%
大冶市攀宇实业公司	6,313.64	9.51%
湖北金晨矿业有限公司	2,927.83	4.41%
大冶市联胜贸易有限公司	2,338.91	3.52%
<b>合计</b>	<b>60,965.59</b>	<b>91.86%</b>

资料来源：公司提供

此外，鄂东矿业按照市场配置矿产资源的要求，建立矿产资源勘查开发投融资平台，经营管理收储的矿产地和矿业权，参与矿产资源勘查开发、矿产资源整合和矿山企业兼并重组。在黄石市政府的统筹安排下，鄂东矿业正对黄石市区域范围内的矿产资源进行勘察筛选，公司共申报设置探矿权、采矿权32个，所勘探的矿产品种包括铜矿、石灰岩矿和地热资源矿、大理岩矿、方解石矿、玉石矿、金矿、多金属矿，其中第一批13个矿业权于2015年5月19日市国土资源委员会批准投放；2016年11月17日市政府第136次常务会批准非金属露天试点（采石场）5个，2017年6月18日黄石露天采石场专项整治指挥部批准11家非金属露天矿山（采石场）。截至2019年5月末，公司已从16家露天矿山中筛选8家采矿权，正在准备申报资料。截至2018年末，该业务暂未产生相应收入。

#### 公司业务多元化程度较高，报社业务、粮储业务等具有一定的区域垄断性，港口业务和电力业务发展较好

公司报社业务主要由黄石东楚传媒集团有限公司以及旗下的12家子公司共同运营，分别主要负责报纸零批、信息服务、发布广告活动、户外广告制作、制作印刷品广告、企业及个人形象策划以及发布报刊广告。公司旗下共五份报纸和两份杂志；报纸分别为：《黄石日报》、《东楚晚报》、《今日大冶》、《今日阳新》、《大江报》；两份杂志分别为《东楚传媒》和《新黄石》；其中《黄石日报》为共黄石市委机关报、《今日大冶》代行大冶市委机关报职能。公司报社业务具有一定垄断性，其盈利模式为：通过发布报刊获得订阅量，从而获得订阅报刊的收入和报刊广告带来的收入。2016-2018年，公司报社业务分别实现收入0.97亿元、1.10亿元和1.08亿元，该业务毛利率保持较高水平。

公司港口业务主要由黄石港务集团有限责任公司（以下简称“港务集团”）负责经营管理。港务集团成立于2000年4月，是黄石港口的经营主体，也是黄石市国资委出资的市属国有独资港口企业。港务集团现有主要生产码头5座，码头泊位总长度1,050米，9个生产泊位，码头最大靠泊能力5,000吨级，实际季节性可靠泊1.8万吨级船舶，码头最大起吊能

力40吨，库场总面积10万平米，港口年综合通过能力1,000万吨。公司主要经营黄石港口物资装卸、仓储服务、起重救捞等。水路货物装卸业务是港务集团的主要收入来源和利润来源，其盈利模式是通过给港口辐射范围内的企业提供各种装卸及相关作业（包括整宗货物和散货）并收取劳务费和相关费用来获得营业收入。港务集团主要服务对象为大冶有色集团、华电黄石热电厂等。此外，港务集团还为湖北新冶钢有限公司的2个码头提供装卸劳务，年作业量在400万吨左右。2016-2018年，公司港口业务收入分别为0.77亿元、0.69亿元和0.82亿元。

**表7 港务集团主要生产码头分布情况**

码头	泊位情况	主要作业
海关山码头	1,500 吨级泊位 1 个, 1,500 吨兼顾 3000 吨级泊位 2 个	黄石热电厂进口煤炭服务
外贸码头	5,000 吨级泊位 2 个	大冶有色、新兴管业、宝钢黄石涂渡板公司、湖北新冶钢、大冶铁矿等黄石市骨干企业的进出口件杂货及散货装卸作业
集装箱码头	3,000 吨兼顾 5,000 吨级泊位 1 个	2017 年 4 月已取消集装箱业务，目前已零星散货作业为主
卸矿机码头	1,500 吨级泊位 1 个	以华新集团的进口煤作业为主
西塞山码头	1,500 吨级泊位 1 个, 3,000 吨泊位 1 个	主要为黄砂装卸业务

资料来源：公司提供

粮储业务板块是由子公司黄石市粮食储备公司（以下简称“粮储公司”）负责经营，该公司与湖北黄石国家粮食储备库采取“一套班子、两块牌子”的管理模式，主要承担中央、省、市三级粮食储备任务，是黄石市唯一的储粮库点。业务经营模式分为两种，一种是自营购销业务，另一种是政策性储备粮轮换业务。

粮储公司担负着部分中央和地方政策性粮食储备及代理轮换职能，是黄石市唯一的储粮库点。由于该业务为政策性业务，政府补贴成为该项业务主要的利润来源。黄石市储备粮规模总量由黄石市政府确定，由黄石市粮食局负责拟定规模总量、品种结构、储存布局、购销及轮换计划和动用方案并组织实施。2016-2018年，粮储公司承担的中央和地方粮食储备情况见表8所示。

**表8 近年粮储公司粮食储备情况（单位：吨）**

类别		2018 年	2017 年	2016 年
中央储备粮	稻谷	36,957	44,334	45,529
省级储备粮	稻谷	7,000	7,000	7,000
	小麦	10,000	10,000	10,000
市级储备粮	稻谷	16,000	16,000	16,000
	小麦	14,000	14,000	14,000

资料来源：公司提供

由于粮储业务为政策性业务，基本无盈利空间，粮储公司凭借能够及时了解国家粮油政策及定价情况的优势，同时开展了粮油自营购销业务。粮储轮换和购销业务结合，不仅能够降低自身经营风险，而且参加与政策性业务相配合的托市拍卖和调运业务，也可降低采购成本，扩大盈利空间。粮储公司稻谷和小麦的采购区域主要包括鄂州、阳新等地，销售区域主要集中在鄂州、安徽等地，购进结算方式为货到付款，销售结算方式为款到发货。上游采购方面，2016-2018年，公司稻谷的采购量分别为24,901吨、27,190吨和8,423吨；小麦的采购量分别为5,000吨、15,735吨和3,036吨。总体来看，近年采购的均价较为平稳，波动性较小。下游销售方面，2016-2018年，公司稻谷的销售量分别为22,177吨、16,407吨和9,896吨；2016-2018年，小麦的销售量分别为4,985吨、15,730吨和125吨。总体而言，稻谷和小麦的购销业务基本是随行就市，受市场行情的影响从而出现一定波动。

**表9 粮储业务采购和销售情况（单位：吨、元/吨）**

产品	2018年		2017年		2016年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
稻谷	8,423	2,506	27,190	2,698	24,901	2,720
小麦	3,036	2,517	15,735	2,518	5,000	2,360

产品	2018年		2017年		2016年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
稻谷	9,896	2,290	16,407	2,749	22,177	2,674
小麦	125	2,157	15,730	2,342	4,985	2,150

注：粮储公司的厂房租金收入计入粮储业务收入核算，使得销售收入合计数低于粮储业务收入。

资料来源：公司提供

根据上述两种不同的经营模式，公司粮储业务收入分为补贴收入和非补贴收入。补贴收入来自于政策性储备粮业务，根据国家和黄石市出台的相关补贴政策，粮储公司的粮食储备业务补贴标准为粮食保管费每年每公斤0.10元，轮换费用收入每3年每公斤0.20元。2016-2018年，粮储公司获得的补贴收入分别为1,775.72万元、1,560.00万元和1,771.00万元。非补贴收入来自于自营购销业务，2016-2018年，粮储公司自营购销业务取得的收入分别为7,660.63万元、8,397.87万元和3,090.93万元；2018年较2017年同比减少63.19%，主要系2018年粮储业务未到轮换期，对外稻谷和小麦的销售量均大幅下降所致。

**表10 粮储公司2016-2018年营业收入构成情况（单位：万元）**

类别	2018年	2017年	2016年
补贴收入	1,771.00	1,560.00	1,775.72
非补贴收入	3,090.93	8,397.87	7,660.63
<b>合计</b>	<b>4,861.93</b>	<b>9,957.87</b>	<b>9,436.35</b>

资料来源：公司提供

公司电力业务由晶贝公司运营，其中本期债券募投项目晶贝黄石新港50MWp渔光互补

光伏电站项目和东贝武穴花桥50MWp渔光互补光伏电站属于大型渔光互补式光伏电站，其他属于分布式光伏电站。随着供电设施的逐渐完善，2018年公司供电量达到12,033.34万千瓦时，电力收入增长至8,913.55万元，同比增长132.00%，均为光伏发电。公司所运营的光伏电站暂时不参与市场竞争，除少数光伏电站项目的经营模式为“自发自用，余电上网”外，其余项目发电量均全额上网，未来随着供电设施的基本完善，预计供电业务收入有一定保障。

**表11 2018年电力业务供电情况（单位：万千瓦时）**

客户名称	2018年		2017年	
	供电量	占比	供电量	占比
国网湖北省电力有限公司武穴市供电公司	10,429.34	86.67%	2,356.00	50.07%
国网湖北省电力有限公司黄石市供电公司	39.24	0.33%	1,416.00	30.10%
黄石沪士电子有限公司	187.97	1.56%	403.00	8.57%
国网湖北省电力有限公司阳新县供电公司	555.99	4.62%	307.00	6.52%
国网湖北省电力有限公司罗田县供电公司	423.63	3.52%	186.00	3.95%
黄石东贝制冷有限公司	289.59	2.41%	37.00	0.79%
黄石赛福摩擦有限公司	107.58	0.89%	0.00	0.00%
<b>合计</b>	<b>12,033.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,705.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

押运业务由黄石市金安押运护卫保安服务有限公司运营，该公司2005年2月经湖北省公安厅批准成立，由黄石市公安局组建经营。2014年9月与市公安局脱钩改制，移交给黄石市国资委，由黄石市国资委履行出资人职责；2015年10月黄石市国资委将金安押运划转给黄石金安投资集团有限公司。2017年，公司以全资子公司黄石市金安押运护卫保安服务有限公司100%股权出资与广州广电银通安保安投资有限公司共同设立联营企业黄石金通智慧金融外包服务有限公司（以下简称“金通公司”），公司持股比例为40%，此后押运业务收入以权益法在长期股权投资中核算，2017-2018年，公司按权益法确认金通公司的投资收益为181.85万元和264.35万元。

**公司工程代建业务具有一定持续性，物业经营、汽车监测等其他收入对公司整体收入水平形成较好补充**

公司其他业务还包括工程代建、物业经营及汽车监测等。子公司黄石汇达资产经营有限公司（以下简称“汇达公司”）于2016年无偿划转至公司，注册资本1.65亿元，主要负责工程代建业务板块。根据汇达公司与政府签订《委托代建协议》：由政府开展征收征迁工作，汇达公司自行组织资金垫付项目资金，并负责项目建设过程中的管理、协调等工作，

项目完成后由政府收回，汇达公司按完工百分比提取管理费用。实际操作中，政府根据实际情况进行资金的调度安排，使得企业未按原协议约定提取管理费用。2017-2018年，汇达公司提取的委托代建管理费分别为31.96万元和8,368.70万元，2018年该项业务的收入增长主要来自西塞山青龙阁地块棚户区改造项目完工后确认的管理费用。截至2018年末，存货中工程代建项目的账面价值合计为61,845.99万元，工程代建业务具有一定持续性。

**表12 截至2018年末工程代建项目明细情况（单位：万元）**

序号	项目名称	是否代建	项目类型	账面价值
1	工矿废弃地复垦利用项目	是	土地复垦	18,633.81
2	夏浴湖治理及土地征收项目	是	土地拆迁	4,329.12
3	中富地块回收项目	是	土地拆迁	657.83
4	模具材料产业园建设项目	是	土地拆迁	12,324.90
5	河西污水处理厂征地项目	是	污水处理	1,500.00
6	湖北三冶重工科技项目征地项目	是	土地拆迁	25.18
7	华奕机动车检测项目征地项目	是	土地拆迁	128.26
8	西塞还建楼项目	是	棚改房	963.33
9	黄荆山森林公园旅游景点建设工程项目	是	工程	3,205.23
10	西塞山工业园区防洪排渍项目	是	防洪	13,588.16
11	鼎磁项目	是	土地拆迁	308.69
12	鼎丰闸泵站建设项目	是	土地拆迁	1,310.00
13	豪特气体项目	是	土地拆迁	232.42
14	河口大道项目	是	道路工程	100.00
15	黄石市河口片区棚户区改造项目	是	棚改房	2,883.50
16	力丰科技项目	是	土地拆迁	321.00
17	尚荣电子项目	是	土地拆迁	250.87
18	新村路项目	是	土地拆迁	68.79
19	园区建设工程	是	土地拆迁	889.29
20	众邦“筑谷”产业园解约项目	是	土地征收	125.61
合计		-	-	<b>61,845.99</b>

注：上述项目均已签订代建协议；建设和管理项目所投入的建设成本均计入存货-开发成本核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

物业经营主要集中于黄石市无偿划转的门面及土地。2015年2月，黄石市政府将行政事业单位经营性门面资产全部划转至公司，共34户，面积18,684平方米。2016年，黄石市政府将广电传媒有限公司、鄂东市场发展有限公司和汇达公司经营性门面划转至公司。物业经营盈利模式主要采取公开拍租的方式，依靠收取门面租金收入。截至2018年末，公司共收到划转门面10.7万平方米和土地5,037亩。2018年实现物业收入2,007万元。汽车检测业务主要由三级子公司黄石市金安机动车安全技术检测有限公司（以下简称“金安检测”）经营管理，承担着全市机动车安全性能检测和尾气检测任务。2016-2018年，物业经营、汽车

监测及工程代建等其他收入分别为7,895.12万元、8,303.02万元和19,890.62万元，对整体收入水平形成较好补充。

近年公司加大股权投资力度，投资收益变动对公司利润影响较大，目前公司主要投资对象相对优质，但其业绩受区域及市场影响仍存在一定的波动性

投资板块主要为股权投资，公司均不参与经营管理。根据相关会计准则，公司将股权投资分别计入可供出售金融资产和长期股权投资。可供出售金融资产方面，截至2018年末，公司以公允价值计量的股权投资主要是持有交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”，股票代码“601328”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”，股票代码“601601”）2家以及其他5家上市公司的部分流通股股票，账面价值合计15,597.22万元。2018年公司获得交通银行、中国太保和三角轮胎现金红利合计742.66万元。

**表13 截至2018年末以公允价值计量的股权投资（单位：万元）**

被投资单位	投资成本	账面价值	持股数量(股)	2018年现金红利
交通银行	8,198.06	14,340.41	24,767,542	707.36
中国太保	776.46	1,252.11	440,419	35.23
三角轮胎	2.21	1.11	1,000	0.03
其他	2.47	3.59	2,000.00	0.03
<b>合计</b>	<b>8,979.18</b>	<b>15,597.22</b>	<b>25,210,961</b>	<b>742.66</b>

注：部分数据因“四舍五入”调整与合计数有差别。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司可供出售金融资产中以成本计量的股权投资主要是对黄石市担保集团有限公司（以下简称“黄石担保”）、湖北银行股份有限公司（以下简称“湖北银行”）、鄂东矿业（阳新县）大林山矿业有限公司、大冶有色金属集团控股有限公司等18家企业的股权投资，账面价值合计118,105.23万元。2018年上述投资获得现金红利合计1,733.27万元。

**表14 截至2018年末以成本计量的股权投资（单位：万元）**

被投资单位	账面价值	持股比例(%)
黄石市担保集团有限公司	39,090.00	45.05
湖北银行股份有限公司	10,445.66	1.89
鄂东矿业（阳新县）大林山矿业有限公司	8,000.00	20.00
大冶有色金属集团控股有限公司	6,030.02	0.69
湖北省联合发展投资集团有限公司	5,000.00	1.16
黄石融科创新投资基金中心（有限合伙）	4,000.00	26.67
阿拉山口东贝洁能有限公司	3,236.00	20.00
黄石经投产业投资基金中心（有限合伙）	4,300.00	24.50
黄石新港开发有限公司	12,550.00	51.00
湖北大江环保科技股份有限公司	2,425.00	9.69
黄石市级投融资公司过桥资金池	2,000.00	14.29

湖北荆楚粮油黄石有限公司	100.00	20.00
黄石北斗城市运营股份有限公司	500.00	10.87
黄石农村商业银行股份有限公司	375.00	1.01
黄石港龙物流有限责任公司	36.00	20.00
黄石市海观山文化传播有限责任公司	10.00	16.67
黄石华新商贸公司	2.55	1.52
黄石市恒信担保有限责任公司	500.00	5.00
代持交投债券—汇泽 18 号	19,500.00	-
黄石春翼商务咨询有限公司	5.00	0.62
<b>合计</b>	<b>118,105.23</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

长期股权投资方面，截至2018年末，公司长期股权投资主要是对华新水泥股份有限公司（以下简称“华新水泥”，股票代码“600801”）、湖北三鑫金铜股份有限公司（以下简称“三鑫金铜”）、宝钢股份黄石涂镀板有限公司（以下简称“涂镀板公司”）、中铝华中铜业有限公司、黄石远卓产业投资基金中心（有限合伙）等14家企业的股权投资，账面价值合计354,034.38万元。2018年公司投资收益主要来自华新水泥、三鑫金铜，分别实现收益83,274.88万元和7,803.02万元。截至2019年3月末，公司通过二级子公司华新集团有限公司（以下简称“华新集团”）直接持有华新水泥总股本比例的16.01%。华新水泥近年来的经营较好，使得华新集团的投资收益增长较快。2016-2018年，华新集团分别获得投资收益1,281.09万元、33,696.51万元和83,274.88万元。三鑫金铜成立于1999年10月12日，主要由中金黄金股份有限公司和黄石国资合资成立，注册资本20,000万元，公司持股23.01%。三鑫金铜主要从事金、铜矿勘探与采选，化工涂料生产与销售等业务，2016-2018年，公司分别获得三鑫金铜的投资收益4,658.00万元、8,205.16万元和7,803.02万元。

总体来看，公司股权投资对象为部分优质金融企业及黄石市本地企业，地域集中度较高，主要投资对象质量较高，能获得较好的投资收益，且投资收益变动对公司利润影响较大。目前公司主要投资对象相对优质，但其业绩受区域及市场影响仍存在一定的波动性。

**表15 截至2018年末公司长期股权投资情况（单位：万元）**

被投资单位	账面价值	2018年投资收益
华新水泥股份有限公司	273,797.54	83,274.88
湖北三鑫金铜股份有限公司	27,128.03	7,803.02
宝钢股份黄石涂镀板有限公司	14,079.34	277.42
中铝华中铜业有限公司	16,947.46	-4,844.32
黄石远卓产业投资基金中心（有限合伙）	5,996.20	-5.33
黄石金通智慧金融外包服务有限公司	4,495.68	264.35
黄石东楚金桥担保有限公司	3,615.35	44.54

黄石市东园建设开发有限公司	3,184.23	189.94
黄石工矿（集团）有限责任公司 <sup>2</sup>	2,346.84	-
黄石华新残福工贸有限公司	1,247.73	137.40
黄石城市传媒文化发展有限公司	556.02	199.71
黄石市宏博有色金属贸易有限公司	177.28	-90.29
武汉光谷联合产权交易所黄石产权交易有限公司	262.68	68.45
中节能（湖北）大地生态环境有限公司	200.00	-
<b>合计</b>	<b>354,034.38</b>	<b>87,319.76</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司在资产注入和财政补贴等方面获得较大的支持

公司自成立以来，在资产注入和财政补贴等方面得到较大的外部支持，经营规模和资本实力不断壮大。资产注入方面，2016年-2018年，政府注入公司股权、国有资产、债权等资产使得公司资本公积分别增加4.29亿元、0.58亿元和10.17亿元，具体政府文件见表16；政府补助方面，2016-2018年，公司分别收到政府补助0.27亿元、0.22亿元和0.25亿元。

**表16 政府对公司的支持性文件**

时间	文件名称	内容	调整会计科目
2016年	股权划转协议	政府无偿划转黄石汇达资产经营有限公司100%股权、黄石市铁山区国有资产经营有限公司100%股权	增加资本公积4.29亿元
	国有产权无偿划转协议	政府无偿划转黄石市脉源档案事务所依法注销后的剩余国有资产	
2017年	资产移交协议	政府将原黄石市市场发展管理中心的全部债权债务转入公司	增加资本公积0.58亿元
2018年	西塞山区人民政府关于黄汇发<2018>50号的批复	将2013-2018年间拨付的资金作为权益资金入账	增加资本公积10.17亿元
	关于新港物流园现场办公会的会议纪要、关于新港物流园借款调账的请示	将对政府的借款转为公司物流园区的资金投入	

注：根据《市国资委关于对<关于资本公积转增注册资本的请示>的批复》，2017年公司资本公积转增实收资本12.00亿元。

资料来源：公司提供

## 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2016-2018年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。2016-2018年公司

<sup>2</sup> 公司对黄石工矿（集团）有限责任公司持股比例为88.29%，由于企业长期处于关停状态且无营业收入，因此并未纳入合并范围。

新纳入合并范围的子公司（包括二级和三级）分别为12家、21家和8家，不再纳入的子公司分别为1家、1家和0家；截至2018年末，公司共有70家子公司纳入并表范围，其中二级子公司18家，三级以下（含）子公司52家，具体情况见附录二。

**表17 2016-2018年公司合并范围的变动情况（单位：家）**

合并范围变动	2018年	2017年	2016年
增加	8	21	12
减少	0	1	1
合并范围合计	70	62	42

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 资产结构与质量

公司近年资产规模增长较快，其中长期股权投资和土地资产占比较大，整体资产流动性偏弱

受益于政府的资产注入和经营积累，近年公司总资产规模快速增长，截至2018年末，公司资产总额为1,493,637.46万元，2016-2018年复合增长率为24.50%；从资产结构来看，公司资产结构以非流动资产为主，2018年其占资产总额的比例为59.16%。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金余额为109,208.60万元，不存在使用受限的情况。随着公司项目规模的扩大，公司预付账款增加较快，由2016年末的29,187.89万元增长至2018年末的168,420.42万元，2018年末预付款项中账龄在1年以内的占比达85.02%，主要包括预付湖北西塞山工业园区管理委员会的工程款、预付黄石飞云生态旅游开发有限公司和湖北东贝新能源有限公司的工程款以及预付大冶市景盛贸易有限公司的货款等。近年公司其他应收款主要系与政府部门及其他企业的往来款项和借款，2016-2018年其复合增长率达32.76%，主要受公司业务规模扩大、工程垫付款增加及合并报表范围扩大影响所致；主要应收对象为黄石市河口片区棚户区改造工作总指挥部、黄石市财政局、湖北绿创电子有限公司、黄石东贝冷机实业有限公司和黄石城市建设投资开发有限责任公司等，公司其他应收款项规模较大，且部分款项账龄偏长，对流动资金形成一定占用。

公司存货由原材料、库存商品、开发成本和低值易耗品四部分构成。开发成本主要对应项目包括西塞山青龙阁地块棚户区改造项目和工矿废弃地复垦项目。2017年末存货较2016年增长了40.04%，主要系鄂东矿业矿产品以及汇达公司开发成本增加所致；2018年末公司存货账面价值为90,393.20万元，规模有所减少，主要系汇达公司结转代建项目成本所致。截至2018年末，开发成本账面价值为61,845.99万元，为存货的主要构成部分。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、无形资产以及固定资产。公司可供出售金融资产规模近年来逐渐扩大，2018年末其账面价值133,702.45万元，主要为湖北银行股权和交通银行股票等；2017年末较2016年的增加，主要系交通银行和中国太保股票价格上涨，以及增加对黄石经投产业投资基金中心（有限合伙）和黄石新港开发有限公司的投资所致。2017-2018年增长的部分来自公司对黄石新港开发有限公司追加投资款以及代持交投债券—汇泽18号所致。公司长期股权投资规模也在稳步增长，主要是对华新水泥、三鑫金铜、涂镀板公司等企业的投资，2018年末长期股权投资占总资产比重为23.31%，较2017年末增加26.61%，主要系华新水泥等单位确认投资收益所致。公司固定资产由2016年的41,708.55万元增长到2018年末的125,577.61万元，年复合增长率为73.52%，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输设备等资产；2017年增长主要系晶贝新能源光伏电站项目等在建工程转入以及购建房屋建筑物和机器设备所致，2018年增长主要系粮储仓库建设油脂公司油罐建设及市军粮供应综合保障中心、物流综合体以及晶贝新能源光伏电站从在建工程科目转入所致。截至2018年末，固定资产中有账面价值为1,392.46万元房屋被抵押，使用受限。公司无形资产主要是土地使用权、软件和非专利技术，2017年增加主要系合并范围增加，同时2017年公司购入13宗土地所致。2018年末，无形资产较2017年末大幅减少主要系将已缴纳土地出让金但尚未获得土地证的10宗地由政府收回所致。截至2018年末，公司土地资产中共有46宗，面积合计6,814.22亩，账面价值合计220,837.61万元，占资产总额的比重为14.79%，其中14,979.05万元土地已被抵押，使用受限；此外账面价值为9,098.64万元的17宗地的土地证尚未办理产权证。公司土地资产兼有划拨和出让地，土地性质包括商服、住宅等。

**表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	109,208.60	7.31%	160,605.76	11.96%	113,893.58	11.82%
预付款项	168,420.42	11.28%	82,502.99	6.15%	29,187.89	3.03%
其他应收款	204,820.32	13.71%	142,749.80	10.63%	116,200.23	12.06%
存货	90,393.20	6.05%	101,424.62	7.56%	72,426.04	7.52%
<b>流动资产合计</b>	<b>610,065.61</b>	<b>40.84%</b>	<b>523,293.93</b>	<b>38.98%</b>	<b>420,238.98</b>	<b>43.61%</b>
可供出售金融资产	133,702.45	8.95%	100,492.12	7.49%	93,862.51	9.74%
长期股权投资	348,221.71	23.31%	275,034.87	20.49%	241,960.21	25.11%
固定资产	125,577.61	8.41%	96,469.04	7.19%	41,708.55	4.33%
无形资产	220,983.65	14.79%	309,387.21	23.05%	142,617.49	14.80%
<b>非流动资产合计</b>	<b>883,571.85</b>	<b>59.16%</b>	<b>819,051.48</b>	<b>61.02%</b>	<b>543,320.16</b>	<b>56.39%</b>

<b>资产总计</b>	<b>1,493,637.46</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,342,345.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>963,559.13</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

整体来看，公司近年资产规模增长较快，其中长期股权投资和土地资产占比较大，且部分资产已用作抵押，整体资产流动性偏弱。

## 盈利能力

近年公司营业收入稳定增长，投资收益对利润的贡献程度较高，未来存在波动的可能性较大

2016-2018年，公司分别实现营业收入10.61亿元、10.70亿元和11.72亿元。公司收入主要由贸易业务收入、报社业务收入、港口业务收入、粮储业务收入和电力业务收入构成，其中贸易业务收入为公司主要收入来源。毛利率方面，受贸易、港口及粮储等业务的收入占比变化及其毛利率波动的影响，公司综合毛利率有所波动，2016-2018年分别为14.73%、20.16%和26.55%。

2016-2018年公司分别实现投资收益1.42亿元、4.29亿元和9.03亿元，对利润总额的贡献程度分别为138.85%、113.35%和118.27%。公司对外投资主要为股权投资，均不参与经营管理，按照持有目的分别计入可供出售金融资产和长期股权投资，2018年公司投资收益主要来自华新水泥、三鑫金铜，分别实现收益8.33亿元和0.78亿元。

整体来看，近年公司营业收入有所增长，投资收益对利润的贡献程度较高，未来存在波动的可能性较大。

**表19 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	117,247.66	107,002.95	106,123.91
投资收益	90,262.52	42,949.35	14,246.97
营业利润	76,302.12	37,516.61	7,524.98
利润总额	76,317.30	37,889.45	10,261.00
净利润	75,625.93	37,206.94	10,035.41
综合毛利率	26.55%	20.16%	14.73%

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

近年公司主营业务收现情况较好，投资活动现金流受股权投资较多的影响而呈现持续净流出状态，资金缺口主要依赖筹资活动弥补，未来仍面临一定的资金压力

近三年公司收现比均在1.00以上，2018年收现比上升至1.29，整体收现情况持续改善。2016-2018年，公司经营活动净现金流分别为-0.85亿元、-1.22亿元和-9.61亿元。随着公司业务的发展以及拆借款的资金流动，公司经营活动现金流入和流出规模均呈增长趋势，2018年往来款项规模有所扩大，使得经营活动现金净流出进一步增加。

投资活动方面，2016-2018年，公司投资活动净现金流分别为-9.82亿元、-2.86亿元和-4.04亿元。投资活动现金流入主要为取得的投资收益，投资活动现金流出主要为对子公司及联营公司的持续投入。2017年公司投资活动现金流出较2016年支出较多，主要系2017年购入13宗土地所致。筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要为长短期借款所得，筹资活动现金流出主要为支付其他与筹资活动有关的现金和偿还债务、支付利息等。2016-2018年，公司筹资活动净现金流分别为10.78亿元、8.75亿元和8.51亿元，未来随着公司业务规模持续扩大以及募投项目的投入加大，资金缺口主要依赖筹资活动弥补，公司整体面临一定的资金压力。

总体来看，近年公司主营业务收现情况较好，投资活动现金流受股权投资较多的影响而呈现持续净流出状态，资金缺口主要依赖筹资活动弥补，未来仍面临一定的资金压力。

**表20 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.29	1.15	1.08
销售商品、提供劳务收到的现金	150,953.08	122,690.65	114,838.93
收到其他与经营活动有关的现金	89,423.48	66,043.04	42,274.37
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>240,376.56</b>	<b>188,733.68</b>	<b>157,113.30</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	193,670.66	133,799.46	122,874.25
支付其他与经营活动有关的现金	119,721.18	49,668.47	26,996.74
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>336,451.15</b>	<b>200,956.69</b>	<b>165,608.36</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-96,074.59</b>	<b>-12,223.01</b>	<b>-8,495.06</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-40,394.83</b>	<b>-28,608.33</b>	<b>-98,203.41</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>85,072.25</b>	<b>87,543.52</b>	<b>107,780.65</b>
现金及现金等价物净增加额	-51,397.17	46,712.18	1,082.18

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

公司债务水平较高，其中有息债务占比较大，存在较大的偿债压力

受益于政府注资、合并范围的扩大以及经营积累，公司所有者权益由2016年末的399,422.67万元增加到2018年末的608,360.39万元，三年复合增长率达23.41%。近年公司负

债规模有所波动，截至2018年末，公司负债总额为885,277.07万元，以非流动负债为主。2018年末公司产权比率为145.52%，权益对债务的覆盖程度有所弱化。

**表21 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
负债总额	885,277.07	901,693.43	564,136.46
所有者权益	608,360.39	440,651.99	399,422.67
产权比率	145.52%	204.63%	141.24%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款和其他应付款。短期借款主要为保证借款和信用借款，2017年末较上年2016年末增加38.84%，主要系公司扩大融资所致。2018年末随着部分短期借款到期归还，短期借款账面价值减少至61,196.00万元。公司其他应付款主要包括财政局计划回收的专项资金款和拆借款等。2017年主要新增与湖北章山星城高新技术发展有限公司12,011.35万元、河口片区棚户区改造工作总指挥部10,000.00万元、黄石市城市建设投资开发有限责任公司10,000.00万元和石市西塞山区财政局5,000.00万元往来款；2018年末，其他应付款减少至133,900.87万元，主要系晶贝公司应付材料款减少以及汇达公司归还政府及往来单位款项所致。截至2018年末，一年内到期的非流动负债包括72,500.00万元的一年内到期的长期借款和60,000.00万元的一年内到期的应付债券。

公司非流动负债主要为长期借款、专项应付款和其他非流动负债。长期借款主要包括质押借款、保证借款、抵押质押借款等；2018年末长期借款账面价值为262,342.00万元，2016-2018年复合增长率达50.06%，主要系业务规模扩张以及各类工程建设的推进导致长期资金需求增加所致。公司于2016年4月19日发行的30,000.00万元3年期中期票据“16黄石国资MTN001”已于2019年4月到期摘牌。截至2018年末专项应付款主要包括棚改及拆迁资金、县域经济及市级产业发展引导基金和园博园建设项目资金，2017年末专项应付款较上年末的增长主要系公司收到城市及棚户区改造资金和汇达公司收到湖北省黄石市环磁湖老工业区公共服务站建设项目所致。2018年末专项应付款减少至107,642.35万元，主要系偿还城市建设及棚户区改造资金、县域经济、市级产业发展引导基金所致。公司其他非流动负债主要为政府向公司拨入房产土地使用权并提供的部分资金支持，公司未来需要偿还政府相应资金所对应的负债。2017年末，公司其他非流动负债较上年末增长84.28%，主要系西塞山工业园区V区项目收到与资产相关的政府补助56,401.05万元所致；2018年随着上述资金返还，年末其他非流动负债减少至69,267.94万元。

**表22 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	61,196.00	6.91%	87,995.00	9.76%	63,378.00	11.23%
其他应付款	133,900.87	15.13%	178,418.21	19.79%	116,575.59	20.66%
一年内到期的非流动负债	132,500.00	14.97%	31,420.00	3.48%	28,100.00	4.98%
<b>流动负债合计</b>	<b>409,442.56</b>	<b>46.25%</b>	<b>352,773.02</b>	<b>39.12%</b>	<b>239,755.16</b>	<b>42.50%</b>
长期借款	262,342.00	29.63%	192,700.00	21.37%	116,500.00	20.65%
应付债券	0.00	0.00%	30,000.00	3.33%	30,000.00	5.32%
专项应付款	107,642.35	12.16%	185,031.41	20.52%	103,153.84	18.29%
其他非流动负债	69,267.94	7.82%	123,639.76	13.71%	67,092.31	11.89%
<b>非流动负债合计</b>	<b>475,834.51</b>	<b>53.75%</b>	<b>548,920.41</b>	<b>60.88%</b>	<b>324,381.30</b>	<b>57.50%</b>
<b>负债合计</b>	<b>885,277.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>901,693.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>564,136.46</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	471,038.00	53.21%	354,115.00	39.27%	249,978.00	44.31%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

**表23 截至2018年末公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）**

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
本金	19.29	5.39	2.28	20.14

资料来源：公司提供

2018 年末有息债务达 47.10 亿元，占总负债的 53.21%。从偿债能力来看，近年公司资产负债率水平持续提高，2018 年末为 59.27%，流动比率和速动比率表现尚可。公司近年有息债务的迅速增长使得 EBITDA 利息保障倍数整体弱化，考虑到公司近年业务规模和举债规模均不断增加，公司面临较大的偿债压力。

**表24 公司偿债能力指标**

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	59.27%	67.17%	58.55%
流动比率	1.49	1.48	1.75
速动比率	1.27	1.20	1.45
EBITDA（万元）	110,764.71	55,063.30	21,049.45
EBITDA 利息保障倍数	3.94	4.65	3.42
有息债务/EBITDA	4.25	6.43	11.88

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

### （一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

**1、募投项目产生的投资收益：**本期债券募投项目产生的经营性收益是本期债券本息按期足额偿付的重要来源。根据《黄石晶贝新能源2017年160MWp光伏电站项目可行性研究报告》及公司和可研机构关于光伏新政执行情况的说明进行测算，该项目建成后，在债券存续期内，上网电量销售收入合计为82,063.20万元，可实现经营性净收益为73,582.29万元，对本期债券本息偿付有一定的保障。同时中证鹏元考虑到，本期债券募投项目具有投资规模大、涉及范围广的特点，项目建成后收入来源于上网电量销售收入，未来经济下行、单位上网电价变化以及当地政策调整均会使得项目未来收益存在不确定性。

**2、公司自身经营产生的收入与现金流：**2016-2018年，公司分别实现营业收入106,123.91万元、107,002.95万元和117,247.66万元，分别实现净利润10,035.41万元、37,206.94万元和75,625.93万元，同期销售商品、提供劳务收到的现金流入为114,838.93万元、122,690.65万元和150,953.08万元。公司收入主要由贸易业务收入、报社业务收入、港口业务收入、粮储业务收入和电力业务收入构成，其中贸易业务收入为公司主要收入来源。但应关注到，公司贸易业务盈利情况存在较大不确定性，以及股权投资业绩存在一定波动性。此外，公司面临较大的偿债压力和一定资金压力，未来现金流对本期债券的覆盖能力存在一定不确定性。

**3、资产变现：**截至2018年末，公司拥有账面价值220,837.61万元的土地使用权，其中14,979.05万元土地已被抵押，剩余的未被抵押且已有土地证的土地资产合计196,759.91万元，上述土地可通过出让或者抵押等方式进行融资，能够为公司提供一定的财务弹性。但应注意到，土地短期内集中变现难度较大，可能存在一定的不确定性。

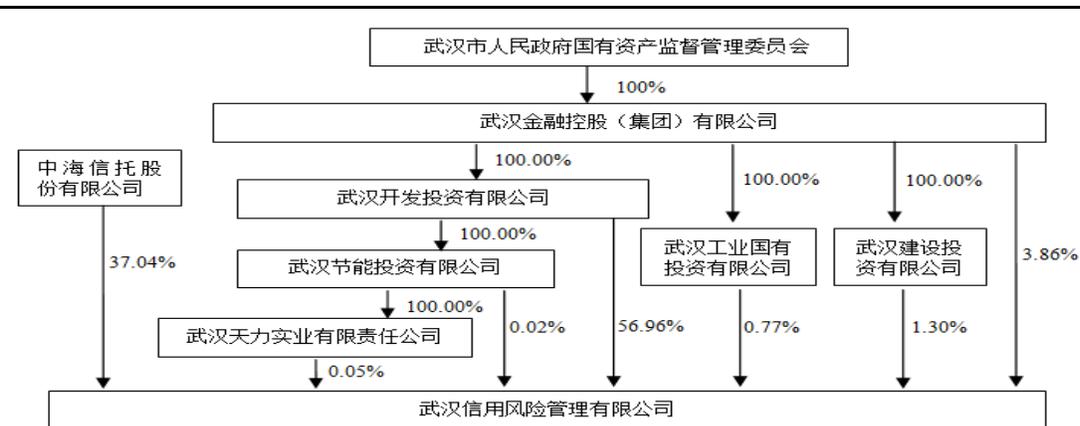
## （二）本期债券偿还保障分析

**武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平**

根据武汉信用出具的担保函，本期债券由武汉信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

武汉信用成立于1998年，是武汉市市属国有企业。截至2018年末，武汉信用实收资本为81亿元，控股股东仍为武汉开发投资有限公司，直接持股比例为56.96%，实际控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会，武汉信用股权结构如图3所示。

图3 截至2018年末武汉信用股权结构图



资料来源：武汉信用提供

作为武汉市市属国有综合金融服务平台，武汉信用形成了以委托贷款、企业融资担保业务为核心，小额贷款和征信等协同发展的业务结构。2016-2018年，武汉信用营业收入规模持续增长，其中委托贷款收入占比不断提升，已处于很高水平。

表25 2016-2018年武汉信用收入构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
委托贷款收入	294,215.25	96.52%	234,130.40	85.14%	179,348.92	71.59%
金融服务收入	0.00	0.00%	24,411.92	8.88%	42,497.23	16.96%
担保费收入	5,974.31	1.96%	15,403.65	5.60%	27,589.57	11.01%
其他	4,644.55	1.52%	1,047.87	0.38%	1,103.66	0.44%
<b>合计</b>	<b>304,834.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>274,993.84</b>	<b>100.00%</b>	<b>250,539.38</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：武汉信用 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，武汉信用资产总额为3,967,273.55万元，所有者权益合计为1,393,438.18万元，2018年利润总额为83,928.77万元。近年武汉信用主要财务指标如表26所示。

表26 近年武汉信用主要财务数据

项目	2018年	2017年	2016年
总资产（万元）	3,967,273.55	3,791,157.27	3,581,993.91
所有者权益合计（万元）	1,393,438.18	1,296,093.75	1,143,880.51
现金类资产（万元）	165,066.55	148,270.20	377,164.67
营业总收入（万元）	304,834.11	274,993.84	250,539.38
担保收入（万元）	5,974.31	15,403.65	27,589.57
委托贷款收入（万元）	294,215.25	234,130.40	179,348.92
投资收益（万元）	12,955.13	4,197.42	11,606.21
利润总额（万元）	83,928.77	83,808.01	76,272.63

净资产收益率	4.73%	5.33%	5.70%
担保余额（亿元）	-	58.65	116.51
当期担保发生额（亿元）	-	34.49	86.98
拨备覆盖率	-	235.82%	353.54%
准备金覆盖率	-	2.69%	3.00%
融资担保放大倍数	-	0.45	1.02
当期担保代偿率	-	1.47%	1.54%
累计代偿回收率	-	90.76%	83.19%

资料来源：武汉信用 2016-2018 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

综合来看，武汉信用实力雄厚，业务发展情况良好。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

## 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，自2016年1月1日至报告查询日（2019年6月14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，无逾期未偿付或逾期偿付情况；自2016年1月1日至报告查询日（2019年7月1日）子公司鄂东矿业不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况；自2016年1月1日至报告查询日（2019年7月2日）子公司晶贝能源不存在未结清不良类信贷记录，各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### （二）或有事项分析

截至2018年末，公司对外提供担保金额合计为20.40亿元，与当期末净资产之比为33.53%，其中对黄石新港开发有限公司的合计12.70亿元担保，被担保方提供了反担保措施，其他对外担保（金额合计7.70亿元）均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

**表27 截至2018年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保主体	担保金额	担保期限
黄石新港开发有限公司	54,000.00	2017/04/14-2037/04/13
黄石新港开发有限公司	3,000.00	2016/12/23-2026/12/22
黄石新港开发有限公司	97,000.00	2016/12/01-2025/02/01
黄石市诚信资产经营管理有限公司	9,968.00	2017/12/27-2019/12/27
黄石市铁山投资发展有限公司	13,000.00	2017/05/22-2027/05/21
<b>合计</b>	<b>203,968.00</b>	

资料来源：公司2016-2018年三年连审报告，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	109,208.60	160,605.76	113,893.58
应收账款	19,756.93	16,744.38	15,827.42
预付款项	168,420.42	82,502.99	29,187.89
其他应收款	204,820.32	142,749.80	116,200.23
存货	90,393.20	101,424.62	72,426.04
其他流动资产	16,187.00	17,926.74	72,115.06
可供出售金融资产	133,702.45	100,492.12	93,862.51
长期股权投资	348,221.71	275,034.87	241,960.21
固定资产	125,577.61	96,469.04	41,708.55
在建工程	51,234.66	35,420.98	21,326.23
无形资产	220,983.65	309,387.21	142,617.49
<b>资产总计</b>	<b>1,493,637.46</b>	<b>1,342,345.42</b>	<b>963,559.13</b>
短期借款	61,196.00	87,995.00	63,378.00
应付账款	40,070.31	30,241.64	3,393.92
预收款项	34,561.46	15,437.51	17,168.69
其他应付款	133,900.87	178,418.21	116,575.59
一年内到期的非流动负债	132,500.00	31,420.00	28,100.00
长期借款	262,342.00	192,700.00	116,500.00
应付债券	0.00	30,000.00	30,000.00
长期应付款	34,927.72	15,490.86	6,000.00
专项应付款	107,642.35	185,031.41	103,153.84
其他非流动负债	69,267.94	123,639.76	67,092.31
<b>负债合计</b>	<b>885,277.07</b>	<b>901,693.43</b>	<b>564,136.46</b>
有息债务	471,038.00	354,115.00	249,978.00
所有者权益	608,360.39	440,651.99	399,422.67
营业收入	117,247.66	107,002.95	106,123.91
营业利润	76,302.12	37,516.61	7,524.98
净利润	75,625.93	37,206.94	10,035.41
经营活动产生的现金流量净额	-96,074.59	-12,223.01	-8,495.06
投资活动产生的现金流量净额	-40,394.83	-28,608.33	-98,203.41
筹资活动产生的现金流量净额	85,072.25	87,543.52	107,780.65
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	26.55%	20.16%	14.73%
收现比	1.29	1.15	1.08
产权比率	145.52%	204.63%	141.24%

资产负债率	59.27%	67.17%	58.55%
流动比率	1.49	1.48	1.75
速动比率	1.27	1.20	1.45
EBITDA（万元）	110,764.71	55,063.3	21,049.45
EBITDA 利息保障倍数	3.94	4.65	3.42
有息债务/EBITDA	4.25	6.43	11.88

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 截至2018年末纳入合并范围的二级子公司情况

子公司	注册资本（万元）	出资比例	设立方式
黄石市粮食储备公司	2,637.00	100%	无偿划转
黄石港务集团有限责任公司	12,000.00	100%	无偿划转
黄石市油脂有限公司	3,000.00	100%	无偿划转
华新集团有限公司	34,000.00	100%	无偿划转
黄石东楚传媒集团有限公司	1,000.00	100%	无偿划转
黄石市兴瑞智能输送装备产业园有限公司	1,000.00	60%	投资设立
湖北鄂东矿业投资有限公司	10,000.00	55%	投资设立
黄石金安投资集团有限公司	5,000.00	60%	投资设立
黄石市绿创环保科技有限公司	300.00	100%	投资设立
黄石市脉源通档案管理有限公司	200.00	100%	投资设立
黄石市大数据信息发展有限公司	2,000.00	100%	投资设立
黄石汇达资产经营有限公司	16,500.00	100%	无偿划转
黄石市铁山区国有资产经营有限公司	10,000.00	100%	无偿划转
黄石广电传媒集团有限公司	3,000.00	100%	无偿划转
黄石晶贝新能源有限公司	10,000.00	51%	投资设立
湖北鄂东市场发展经营有限公司	10,000.00	100%	投资设立
湖北国安检测认证集团有限公司	10,000.00	100.00%	投资设立
黄石市高新技术产业投资有限公司	55,000.00	54.55%	投资设立

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告

### 附录三 本期债券募投项目审批文件基本情况

项目名称	文件名称（文号）	审批单位	审批时间	
晶贝黄石新港 50MWp 渔光 互补光伏电站 项目	关于黄石新港光伏发电有限公司晶贝黄石新港 50MWp 渔光互补光伏电站建设项目环境影响报告表的批复（阳环函[2017]8 号）	阳新县环境保护局	2017 年 3 月 29 日	
	关于晶贝黄石新港 50MWp 渔光互补光伏电站项目水土保持方案的批复（阳水保发[2017]5 号）	阳新县水土保持局	2017 年 4 月 7 日	
	湖北省安全生产技术协会关于印发晶贝黄石新港 50MWp 渔光互补光伏电站项目安全预评价报告评审意见的函	湖北省安全生产技术协会	2017 年 2 月 22 日	
	关于对晶贝黄石新港 50MWp 渔光互补光伏电站项目社会稳定风险评估工作予以备案的函	阳新县维护稳定工作领导小组办公室	2017 年 3 月 6 日	
	使用林地审核同意书	湖北省林业厅	2017 年 3 月 30 日	
	项目选址意见书	阳新县规划局新港(物流)工业园区规划分局	2017 年 4 月 20 日	
	建设用地规划许可证	阳新县规划局新港(物流)工业园区规划分局	2017 年 4 月 20 日	
	国网湖北省电力公司关于印发晶贝黄石新港渔光互补光伏电站接入系统方案审查意见的通知	国网湖北省电力公司	2017 年 3 月 6 日	
	关于晶贝黄石新港 50MW 渔光互补光伏电站项目的情况说明	黄石市发展和改革委员会	2016 年 10 月 14 日	
	关于晶贝黄石新港 50MW 渔光互补光伏电站项目的意见函	黄石市国土资源局	2016 年 10 月 14 日	
	关于晶贝黄石新港 50MW 渔光互补光伏电站项目的意见函	黄石市水利水产局	2016 年 10 月 14 日	
	关于晶贝黄石新港 50MW 渔光互补光伏电站项目的意见函	阳新县国土资源局新港(物流)工业园区国土分局	2016 年 5 月 5 日	
	关于晶贝黄石新港 50MW 渔光互补光伏电站项目的意见函	黄石新港(物流)工业园区社会发展局	2016 年 5 月 5 日	
	关于晶贝黄石新港 50MW 渔光互补光伏电站项目的意见函	黄石新港(物流)工业园区规划局	2016 年 5 月 5 日	
	关于晶贝黄石新港 50MW 渔光互补光伏电站项目的意见函	黄石新港(物流)工业园区经济发展局	2016 年 5 月 5 日	
	土地租赁合同	阳新县韦源口镇新港村民委员会	2016 年 6 月 28 日	
	土地租赁合同	黄石新港(物流)工业园区管委会	2017 年 2 月 1 日	
	湖北省企业投资项目备案证	阳新县发展和改革局	2016 年 11 月 14 日	
	东贝武穴花桥 50MWp 渔光 互补光伏电站	武穴市水利局关于《东贝武穴市花桥镇 50MWp 渔光互补光伏电站项目防洪评价报告》的批复（武水[2017]52 号）	武穴市水利局	2017 年 4 月 13 日
		关于武穴济鑫新能源有限公司东贝武	武穴市环境保护局	2017 年 3 月 28 日

	穴花桥 50MWp 渔光互补光伏电站项目环境影响报告表的批复（武环审[2017]7号）		
	武穴市水利局关于《东贝武穴市 50MWp 渔光互补光伏电站项目水土保持方案报告书》的批复（武水[2017]51号）	武穴市水利局	2017年4月13日
	湖北省安全生产技术协会关于印发东贝武穴花桥 50MWp 渔光互补光伏电站项目安全预评价报告评审意见的函（鄂安协函[2017]15号）	湖北省安全生产技术协会	2017年3月9日
	关于东贝武穴花桥 50MWp 渔光互补光伏电站项目社会稳定风险评估的复函（武稳办函[2017]3号）	武穴市维护稳定工作领导小组办公室	2017年4月14日
	国网湖北省电力公司关于印发东贝武穴花桥渔光互补光伏电站接入系统方案审查意见的通知（鄂电司发展[2017]77号）	国网湖北省电力公司	2017年3月8日
	关于东贝武穴 50MWp 渔光互补光伏电站项目基地用地的规划选址意见函	武穴市城乡规划局	2016年2月25日
	武穴市国土资源局关于对武穴济鑫新能源有限公司光伏项目用地的意见	武穴市国土资源局	2016年2月25日
	国网黄冈供电公司关于东贝武穴花桥 50MWp 渔光互补光伏电站项目接入电网初步意见的函	国网湖北省电力公司黄冈供电公司	2016年3月11日
	关于武穴济鑫新能源有限公司东贝武穴 50MWp 渔光互补光伏电站项目有关意见的复函（武林函[2016]04号）	武穴市林业局	2016年2月25日
	关于东贝武穴花桥 50MWp 渔光互补光伏电站项目的复函	武穴市水利局	2016年2月24日
	100MWp 光伏农业产业园项目投资协议书	武穴市人民政府	2016年2月16日
	农户承包经营权流转合同书	武穴市花桥镇陈巷社区居民委员会	2016年2月25日
	农户承包经营权流转合同书	武穴市花桥镇赤湖桥村村民委员会	2016年2月25日
	农户承包经营权流转合同书	武穴市花桥镇胡曹坊村村民委员会	2016年2月25日
	农户承包经营权流转合同书	武穴市花桥镇上屋何村村民委员会	2016年2月25日
	湖北省企业投资项目备案证（2016-421182-44-03-332880）	武穴市发展和改革委员会	2016年11月11日
晶贝阳新 5MWp 分布式光伏电站产业扶贫项目	关于阳新晶贝新能源有限公司晶贝阳新 5MWp 分布式光伏电站建设项目环境影响报告表的批复（阳环函[2017]14号）	阳新县环境保护局	2017年4月17日
	阳新晶贝 5MWp 农光互补光伏产业扶贫项目投资协议	阳新县人民政府	2016年9月12日
	阳新县白沙镇同斗村村委会农户承包经营权流转合同书	阳新县白沙镇同斗村民委员会	2016年8月12日

	湖北省企业投资项目备案证 (2016-420222-44-03-326100)	阳新县发展和改革局	2016年9月13日
晶贝罗田 5MW 分布式 光伏发电项目	晶贝罗田 5MWp 分布式光伏发电项目 投资协议书	匡河镇人民政府	2016年11月3日
	厂房屋顶使用协议	湖北金贝农业有限公司	2016年11月2日
	湖北省企业投资项目备案证 (2016-421123-44-03-332610)	罗田县发展和改革局	2016年11月10日
	建设项目环境影响登记表	-	2017年11月23日
黄石晶贝新能 源有限公司 1164.8KW 分 布式光伏发电 并网项目	光伏并网发电系统能源管理合同	黄石沪士电子有限公司	2016年8月5日
	分布式光伏发电项目合作协议	黄石沪士电子有限公司	2016年7月22日
	湖北省企业投资项目备案证 (B201642020644151001)	黄石经济技术开发区经济 发展局	2016年8月30日
	建设项目环境影响登记表	-	2017年11月22日
黄石晶贝新能 源有限公司二 期 2160KW 分 布式光伏并网 发电项目	光伏并网发电系统能源管理合同	黄石沪士电子有限公司	2016年9月2日
	分布式光伏发电项目合作协议(2期)	黄石沪士电子有限公司	2016年8月16日
	湖北省企业投资项目备案证 (2016-420206-44-03-328152)	黄石经济技术开发区经济 发展局	2016年10月18日
	建设项目环境影响登记表	-	2017年11月22日
黄石晶贝新能 源有限公司东 贝新能源 620KW 分布 式光伏并网发 电项目	光伏并网发电系统能源管理合同	湖北东贝新能源有限公司	2016年8月16日
	厂房屋顶使用协议	黄石东贝电器股份有限公 司	2016年8月19日
	湖北省企业投资项目备案证 (2016-420205-44-03-327914)	黄石市铁山区发展改革物 价局	2016年9月28日
	建设项目环境影响登记表	-	2017年11月22日
东贝电股铁山 工业区屋顶及 附属场所 10MWp 光伏 发电项目	分布式光伏发电项目合作协议	黄石东贝电器股份有限公 司	2017年4月
	湖北省企业投资项目备案证 (2017-420205-41-03-100188)	黄石市铁山区发展改革物 价局	2017年4月27日
	建设项目环境影响登记表	-	2017年11月23日
艾博大冶罗桥 5.28MW 屋顶 分布式光伏发 电项目	分布式光伏发电项目合作协议	黄石艾博科技发展有限公司	2017年4月
	湖北省企业投资项目备案证 (2017-420281-44-03-100933)	大冶市发展和改革局	2017年5月2日
	建设项目环境影响登记表		2017年11月23日
铸造大冶罗桥 10.57MW 屋顶 分布式光伏发 电项目	分布式光伏发电项目合作协议	黄石东贝铸造有限公司	2017年4月
	湖北省企业投资项目备案证 (2017-420281-44-03-100928)	大冶市发展和改革局	2017年5月2日
	建设项目环境影响登记表		2017年11月23日
阳新金陵农林 5.8MW 分布式 光伏发电	分布式光伏发电项目合作协议	湖北金陵精细农林阳新有 限公司	2017年4月
	湖北省企业投资项目备案证 (2017-420222-44-03-103098)	阳新县发展和改革局	2017年5月11日
	建设项目环境影响登记表		2017年11月23日

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 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	长期借款+应付债券+短期借款+1年内到期的非流动负债+专项应付款（有息部分）

## 附录五 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。