

2019 年武穴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：

2019 年武穴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

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【1053】号 01

债券简称：19 武穴债/19
武穴城投债

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡融
资担保集团股份有限公司

债券剩余规模：10.8 亿
元

债券到期日期：2026 年
04 月 12 日

债券偿还方式：每年付
息一次，分次还本，在
债券存续期第 3-7 个计
息年度末分别按照债券
发行总额 20%的比例偿
还债券本金，当期利息
随本金一起支付

分析师

姓名：
钟继鑫 邓艰

电话：
0755-82870859

邮箱：
dengi@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
评级方法和模型，该评
级方法和模型已披露于
中证鹏元官方网站。

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

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AAA	AAA
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 11 月 27 日	2019 年 01 月 23 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”）对武穴市城市建设投资开发有限公司（以下简称“武穴城投”或“公司”）及其 2019 年 4 月 12 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 AAA，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较好，为公司发展提供了良好基础；公司代建项目较多，业务可持续性较好且继续获得较大力度的外部支持，并且第三方保证担保仍能为本期债券本息的偿付提供保障；同时中证鹏元也关注到公司应收款项对资金占用较大，存货占比较大且部分土地资产已用于抵押，公司资产流动性偏弱且收现情况及经营活动现金流表现亦较差，未来存在较大的资金压力；公司有息债务规模大幅增长，偿债压力仍较大及公司对外担保存在大额代偿，面临较大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。2018 年武穴市实现地区生产总值 300.58 亿元，同比增长 7.5%。区域经济持续发展，为公司业务发展提供了良好的环境。
- 公司代建项目较多，业务可持续性较好。公司已签订委托代建框架协议的在建项目预计总投资 60.47 亿元，后续尚需投资 18.52 亿元，尚未结转成本 35.79 亿元，未来综合开发项目业务持续性较好。
- 公司继续获得较大力度的外部支持。2018 年公司子公司获得政府资本金注入

10,200.00 万元；公司取得政府补助 3,602.26 万元，政府补助占 2018 年利润总额的 29.62%，有效提升了公司利润水平。

- **保证担保为本期债券的本息偿还继续提供较好保障。**重庆三峡融资集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）经营状况稳定，经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司应收款项对资金占用较大，存货占比较大且部分土地资产已用于抵押，资产流动性偏弱。**截至 2018 年末，公司应收款项占比为 23.19%，主要为应收政府项目回购款及往来款，对资金占用较大。存货占比为 66.75%，主要为土地资产及土地整理及代建项目投入，土地资产中用于抵押的账面价值为 9.31 亿元，占存货中土地资产的比重为 76.83%，受限比例较高。
- **公司收现情况及经营活动现金流表现较差，未来存在较大的资金压力。**2018 年公司收现比仅为 0.34。经营活动现金流大额净流出 8.21 亿元，连续两年大额净流出，表现较差。截至 2018 年末，公司主要在建项目尚需投资 29.86 亿元，资金压力较大。
- **公司有息债务规模大幅增长，偿债压力仍较大。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 34.09 亿元，同比大幅增长 31.70%，有息债务占负债总额的比重达 94.36%；EBITDA 利息保障倍数为 0.76，公司偿债压力仍较大。
- **公司对外担保存在大额代偿，面临较大的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外提供担保金额为 9.20 亿元，占期末净资产比例为 25.82%，其中，对民营企业的担保金额为 2.20 亿元，规模较大，均无反担保措施。此外，公司作为担保方的武穴世联工业园开发有限公司债务已被代偿，本息合计 4.34 亿元。

发行人主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	717,687.14	613,353.90	500,975.15
所有者权益	356,370.32	334,306.34	303,383.85
有息债务	340,946.74	258,885.21	182,509.19
资产负债率	50.34%	45.50%	39.44%
现金短期债务比	1.15	1.34	0.41
营业收入	46,727.38	44,671.72	31,260.78

营业外收入	3,609.26	3,612.00	3,023.62
利润总额	12,160.93	11,107.94	8,783.74
综合毛利率	16.77%	16.72%	16.83%
EBITDA	12,229.86	11,161.77	8,814.16
EBITDA 利息保障倍数	0.76	0.62	1.03
经营活动现金流净额	-82,136.59	-80,981.79	-123,769.03
收现比	0.34	0.16	0.60

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

三峡担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,170,048.19	1,231,190.51	1,112,662.33
所有者权益	686,503.67	661,430.73	645,880.57
担保余额*	8,071,721.26	9,389,829.58	10,844,110.33
准备金覆盖率*	6.08%	10.50%	7.51%
融资担保放大倍数（倍）*	8.92	4.53	5.93
当期担保代偿率*	1.08%	1.16%	2.14%

资料来源：（1）“*”表示数据为母公司口径。（2）2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。（3）融资担保放大倍数 2016-2017 年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算，2018 年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。

资料来源：三峡担保 2017-2018 年审计报告以及三峡担保提供，中证鹏元整理

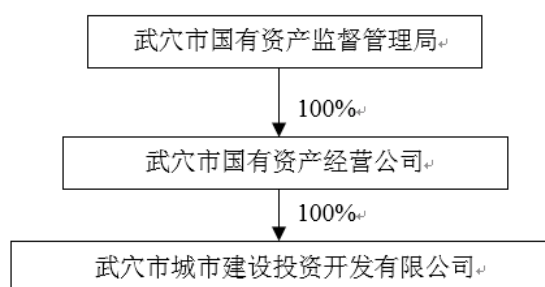
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年4月12日发行7年期10.8亿元公司债券，募集资金原计划用于武穴市2017年棚户区改造项目（一期）工程建设及补充营运资金。截至2019年10月31日，本期债券募集资金专项账户余额为37,487.00万元。

二、发行主体概况

2018年-2019年10月末，公司股权结构、注册资本和实收资本均未发生变化，注册资本和实收资本仍为100,000.00万元。武穴国有资产经营公司（以下简称“武穴国资”）仍为公司控股股东，实际控制人仍为武穴市人民政府。

图1 截至2019年10月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事武穴市城市基础设施建设、土地整理、保障房建设等业务。2018年，公司纳入合并范围的主体无变化。

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年基础设施投资建设有望迎来缓慢复苏

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 1 2018 年以来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	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方

	方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)		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年武穴市区域经济发展水平稳步提升,固定资产投资增速明显改善

武穴是湖北省黄冈市下辖县级市,2018年,武穴市实现生产总值300.58亿元,按不变价格计算增长7.5%,增速较上年下降0.5个百分点。分产业结构来看,第一产业增加值49.87亿元,增速较慢,仅为2.6%;第二产业增加值139.85亿元,同比增长8.2%;第三产业增加值110.86亿元,同比增长9.6%,第一产业增速有所下滑,第二、三产业增速保持稳定。三次产业结构由上年的19.3:47.7:33.0调整为16.6:46.5:36.9,第二产业仍是武穴市的支柱产业。2018年,武穴市人均GDP为45,751元,为全国人均GDP的70.77%。

工业方面,2018年武穴市实现工业总产值270.3亿元,同比增长15.1%,规模以上工业增加值同比增长8.2%,增速略小于去年。分行业来看,轻工业完成总产值73.1亿元,同比增长8.8%,重工业完成总产值197.2亿元,同比增长17.6%。重工业发展仍是武穴市经济发展的重要推动。固定资产投资方面,2018年武穴市固定资产投资同比增长12.0%,增速较上年大幅提高10.3个百分点,对当年经济增长具有较强拉动。其中,国有和集体经济投资同比增速均为负,而私营经济投资同比增长21.14%,当年新开工项目137个,同比增长82.7%,亿元以上项目114个,同比增长56.2%。房地产投资方面,房地产开发投资完成额38.75亿元,同比下降19.1%,商品房施工面积338.07万平方米,同比增长17.8%;销售面积58.05万平方米,同比增长11.2%,房地产市场景气度尚可。

2018年武穴市社会消费品零售总额159.02亿元,同比增长11.4%,其中批发及零售业销售额增长较快。2018年武穴市外贸出口总额2.7亿美元,同比大幅增长28.4%,增速较快。

表 2 2017-2018 年武穴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	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	300.58	7.5%	290.29	7.9%
第一产业增加值	49.87	2.6%	56.03	4.1%
第二产业增加值	139.85	8.2%	138.56	8.3%
第三产业增加值	110.86	9.6%	95.7	9.6%
规模以上工业增加值	-	8.2%	-	8.5%
固定资产投资	-	12.0%	270.12	1.7%
社会消费品零售总额	159.02	11.4%	142.79	11.5%
外贸出口总额（亿美元）	2.7	28.4%	1.9	11.76%
存款余额	340.55	11.4%	305.67	15.3%
贷款余额	154.22	15.1%	134.01	22.9%
人均 GDP（元）		45,751		44,134
人均 GDP/全国人均 GDP		70.77%		73.61%

注：生产总值、各产业增加值和人均生产总值绝对数按现价计算,增长速度按可比价计算。

资料来源：2017-2018 年武穴市国民经济和社会发展统计公报

2018年武穴市实现公共财政收入20.30亿元，同比增长9.02%；实现政府性基金收入9.42亿元，同比增长13.63%；实现上级补助27.14亿元，同比增长4.06%。

四、经营与竞争

2018年公司主营业务无重大变化，仍以武穴市的城市基础设施建设、土地整理业务为主。2018年公司实现营业收入46,727.38万元，同比增长4.60%，其中综合开发项目业务（城市基础设施建设、土地整理业务）收入占比为99.82%，为公司收入的主要来源。其他收入主要为停车场收入，2018年有所增长，但整体规模较小。

毛利率方面，由于公司综合开发项目采用成本加成方式核算收入，且加成比例均为20%，故近年公司综合开发项目毛利率较为稳定，2018年为16.67%。

表 3 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
综合开发项目	46,643.25	16.67%	44,629.22	16.67%
其他	84.13	71.92%	42.50	80.26%
合计	46,727.38	16.77%	44,671.72	16.72%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司综合开发项目业务收入持续性较好，在建项目投资金额较大，存在较大的资金压

力

公司综合开发项目分为基础设施建设和土地整理两部分业务。公司自成立以来承担了污水处理厂工程项目、火车站工业园基础设施、龙潭港涵洞项目、环城路维修改造项目和刊江大道绿化硬化等项目，在武穴市城市基础设施建设中具有重要地位。

公司综合开发建设项目模式主要采取与武穴市人民政府签订《综合开发建设协议》（以下简称“协议”）的方式，政府对协议范围内的征地拆迁、市政配套设施等建设项目以委托方式交由公司实施，并根据项目进度需求提供建设资金，公司按照与政府确定的投入成本加成一定比例确认项目产值，近年的加成比例均为 20%，根据需要，公司每年末向武穴市人民政府申报项目产值，武穴市政府委托审计部门审计认定相关费用，审定完成后武穴市人民政府与公司签署综合开发项目产值确认函，公司依据综合开发项目产值确认函确认综合开发建设收入并结转相应成本。2018 年，公司已结算并确认收入的基础设施和土地整理项目主要有火车站工业园开发项目、田镇马口化工产业园开发项目和信用社地块开发项目等，确认综合开发项目收入 46,643.25 万元。

表 4 2018 年公司工程代建项目结算情况（单位：万元）

项目名称	2018 年确认收入	2018 年确认成本
21 号路工程项目	1,546.20	1,288.50
胡垅社区项目	1,189.73	991.44
火车站工业园开发项目	6,465.82	5,388.18
田镇马口化工产业园开发项目	6,465.99	5,388.32
武穴行政中心项目	1,158.20	965.16
信用社地块开发项目	2,396.19	1,996.82
其他项目	27,421.12	22,850.93
合计	46,643.25	38,869.37

注：收入确认规模在 1,000 万元以下项目归入其他项目。

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建项目预计总投资为76.74亿元，累计已投资额为46.88亿元，尚需投资29.86亿元，资金压力较大。其中，公司在建代建项目总投资60.47亿元，尚需投资18.52亿元，主要包括沿湖大道项目、田镇马口化工产业园开发项目等项目。综合开发业务量较为充足，且公司当前在建项目均与武穴市人民政府签订了代建协议，未来该业务收入持续性较好。

除综合开发业务外，武穴市2017棚户区改造项目（一期）工程为公司本期债券募投项目，截止2018年末，公司已投入部分前期建设资金和土地出让金49,300.00万元。截至2019年9月，该项目已投入资金6.57亿元，整体工程进度为65%。值得注意的是，该项目建成后

将通过住宅、商铺及车库销售实现销售收入，受工程建设进度以及当地房地产市场景气度等多因素影响，亦存在不达预期的可能。

表 5 截至 2018 年末公司在建基础设施建设及土地整理项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	累计已投资	尚需投资
城东新区西安航母	15,000.00	12,845.47	2,154.53
5 号路及市政管网项目	20,000.00	18,588.51	1,411.49
21 号路工程项目	35,000.00	34,865.94	134.06
广济大道工程项目	14,000.00	12,011.19	1,988.81
污水处理主管网项目	25,000.00	22,165.44	2,834.56
刊江大道工程项目	12,150.00	10,284.07	1,865.93
龙港路项目	14,000.00	1,846.55	12,153.45
武穴行政中心项目	20,000.00	19,303.28	696.72
外滩整治项目	16,000.00	13,051.14	2,948.86
武山湖水治理项目	20,000.00	18,933.77	1,066.23
沿湖大道项目	28,227.00	2,118.09	26,108.91
胡垅社区项目	25,000.00	23,104.61	1,895.39
火车站工业园开发项目	32,000.00	22,449.77	9,550.23
石佛寺农产品加工园开发项目	20,000.00	12,594.47	7,405.53
田镇马口化工产业园开发项目	30,000.00	23,426.64	6,573.36
信用社地块开发项目	35,000.00	30,439.23	4,560.77
零星项目	243,344.66	141,456.83	101,887.83
武穴市 2017 棚户区改造项目（一期）工程	162,635.05	49,300.00	113,335.05
合计	767,356.71	468,785.00	298,571.71

注：（1）因统计原因，部分项目总投资数据较上年有所修正（2）由于在建项目数量较多，将总投资 10,000 万元以下的在建项目合并为零星项目；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

当地政府继续在资本金注入和政府补助方面给予公司支持

根据 2018 年 12 月 30 日武穴市人民政府的《武穴市刊江村镇投资有限公司资本金投入的批复》，武穴市人民政府对子公司武穴市刊江村镇投资有限公司注入资本金 10,200.00 万元，计入资本公积。

根据 2018 年 12 月 28 日武穴市财政局的《关于明确财政补贴的批复》，武穴市财政局向公司拨付 3,602.26 万元，作为对公司日常经营活动的财政补贴。

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2018年审计报告，2017年数据采用2018年审计报告期初数，报告均采用新会计准则编制。2018年公司纳入合并范围的主体无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但代建项目和土地资产占比较大且部分已用于抵押，整体流动性偏弱

受银行借款增加的影响，2018年末公司资产总额为71.77亿元，同比大幅增长17.01%。2018年末公司货币资金余额3.85亿元，其中有0.50亿元为定期存款质押，使用受限。截至2018年末，公司应收账款规模为9.50亿元，同比增长47.94%，全部为应收武穴市财政局的代建项目回购款，未计提坏账准备。其他应收款主要是与武穴市住房和城乡建设局等政府部门、国有企业的往来款，2018年末余额为7.14亿元，同比大幅增长65.91%。主要系分别新增对武穴市住房和城乡建设局、武穴市城市投资发展集团有限公司的往来款2.13亿和0.51亿元，前五大应收款方占比为57.47%，且账龄普遍大于1年，占用公司较多资金，回款时间存在一定不确定性。截至2018年末，存货规模为47.90亿元，同比增长12.90%，存货由土地成本、土地整理、工程施工组成，其中土地成本仅因公司回购土地及其附带房源而增加4,649.97万元，但该部分土地尚未办理土地证。随着土地整理收入的确认，土地整理规模也有所下降，而工程施工规模大幅增加7.87亿元，主要系新增代建项目成本投入。此外，公司土地资产中用于抵押的账面价值为9.31亿元，占存货中土地成本的比重为76.83%，受限比例较高。

非流动资产方面，截至2018年末，公司可供出售金融资产规模为2.02亿元，同比增长11.50%，主要系新增对武穴海嘉建设有限公司的追加投资1,785.50万元和对武穴晓清环保有限公司投资的300.00万元，持股均为10%，此外，2018年共获得现金分红506.94万元。2018年，公司新增对两家公司的长期股权投资，分别为对武穴港航发展有限公司投资的300.00万元及湖北誉象建设投资有限责任公司投资的2,900.00万元，当年分别确认投资损益178.33万元及10.19万元。

2018年，公司资产规模有所增长，但应收款项及存货占比较大，应收款项对资金占用较大，且回收时间存在一定不确定性。存货主要为土地资产及土地整理及基础设施代建项目的成本投入，其中用于抵押的土地占全部土地资产的76.83%，受限比例较高，公司整体资产流动性偏弱。

表 6 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	38,512.33	5.37%	46,053.03	7.51%
应收账款	95,025.02	13.24%	64,231.56	10.47%
其他应收款	71,403.04	9.95%	43,036.07	7.02%
存货	479,044.08	66.75%	424,295.00	69.18%
流动资产合计	692,322.48	96.47%	593,748.68	96.80%
可供出售金融资产	20,227.54	2.82%	18,142.04	2.96%
长期股权投资	3,388.52	0.47%	0.00	0.00%
非流动资产合计	25,365.16	3.53%	19,605.22	3.20%
资产总计	717,687.14	100.00%	613,353.90	100.00%

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入稳定增长，未来综合开发业务收入持续性较好，政府补助有效提升了公司利润水平

2018 年公司实现营业收入 46,727.38 万元，同比增长 4.60%，主要来源于土地整理及基础设施代建业务，占当期营业收入的 99.82%。其他收入主要为停车场收入，规模较小。公司作为武穴市城市基础设施建设主体，承担的在建项目较多，目前尚未结转收入的土地整理及基础设施代建项目成本分别为 80,677.76 和 277,249.45 万元，未来综合开发业务收入持续性较好。

公司基础设施代建及土地整理项目均在实际投入的成本之上加成 20% 确认综合开发业务收入，因此公司综合毛利率较稳定，2018 年为 16.77%。2018 年公司获得政府补助 3,602.26 万元，占利润总额的 29.62%，有效提升了公司的利润水平。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	46,727.38	44,671.72
营业利润	8,568.88	7,508.94
营业外收入	3,609.26	3,612.00
利润总额	12,160.93	11,107.94
净利润	12,160.93	11,107.94
综合毛利率	16.77%	16.72%

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，中证鹏元整理

现金流

公司收现情况及经营活动现金流表现较差，在建项目后续资金需求较大，面临较大的资金压力

2018年公司收现情况较差，收现比虽有所增长，但仅为0.34。公司收到及拆出的往来款规模均有所增加，但净额较去年变化不大，均表现为净流出。受此综合影响，2018年公司经营现金流大额净流出8.21亿元，表现较差。

投资活动方面，2018年公司对可供出售金融资产及长期股权的投资规模较上年有明显缩减，使得当期投资活动现金流净流出规模有所减少，仅为4,989.60万元。

2018年公司银行借款及偿还债务及支付利息的规模较去年均小幅上升，但受融资租赁规模下降较多的影响，2018年公司收到其他与筹资活动有关的现金规模大幅减少，使得公司当期筹资活动现金流净流入规模同比减少31.83%，为7.76亿元。截至2018年末，公司主要在建项目尚需投资29.86亿元，资金压力较大。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.34	0.16
销售商品、提供劳务收到的现金	15,915.17	7,042.50
收到的其他与经营活动有关的现金	75,499.51	27,270.35
经营活动现金流入小计	91,414.68	34,312.85
购买商品、接受劳务支付的现金	48,865.37	59,206.18
支付的其他与经营活动有关的现金	124,580.45	56,020.93
经营活动现金流出小计	173,551.26	115,294.63
经营活动产生的现金流量净额	-82,136.59	-80,981.79
投资活动产生的现金流量净额	-4,989.60	-15,875.39
筹资活动产生的现金流量净额	77,585.49	113,817.38
现金及现金等价物净增加额	-9,540.79	16,960.20

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增长，偿债压力较大

受长期借款规模增长的影响，2018年末公司负债总额为36.13亿元，同比大幅增长29.48%；得益于政府的注资及公司自身利润留存，2018年公司所有者权益为35.64亿元，同比小幅增长6.60%，综合影响下公司产权比率上升至101.39%，所有者权益对负债的覆盖程度明显削弱。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	361,317.32	279,047.56
所有者权益	356,370.32	334,306.34
产权比率	101.39%	83.47%

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，截至 2018 年末，非流动负债占比为 85.13%。流动负债方面，2018 年短期借款规模大幅减少至 990.00 万元，系公司为子公司担保的保证借款。2018 年公司新增应付账款，主要系公司当期尚未结清的应付工程款。2018 年公司其他应付款规模为 18,859.83 万元，同比减少 35.82%，主要系应付借款及往来款规模有所下降。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。

截至 2018 年末，公司长期借款规模为 233,080.00 万元，较上年大幅增长 51.51%，其中抵质押借款的抵押及质押物主要为政府购买服务预期收益及土地资产。公司长期应付款主要为融资租赁款，期限主要在 5 年左右，借款利率在 8.00%-9.00%之间。

表 10 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
短期借款	990.00	0.27%	5,000.00	1.79%
应付账款	6,993.08	1.94%	0.00	0.00%
其他应付款	18,859.83	5.22%	29,383.82	10.53%
一年内到期的非流动负债	26,310.00	7.28%	18,410.00	6.60%
流动负债合计	53,734.12	14.87%	56,699.28	20.32%
长期借款	233,080.00	64.51%	153,840.00	55.13%
长期应付款	74,503.19	20.62%	68,508.29	24.55%
非流动负债合计	307,583.19	85.13%	222,348.29	79.68%
负债合计	361,317.32	100.00%	279,047.56	100.00%
其中：有息债务	340,946.74	94.36%	258,885.21	92.77%

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，中证鹏元整理

受长期借款规模大幅增加的影响，2018 年末公司有息债务为 34.09 亿元，同比增长 31.70%，有息债务占负债总额的比例提升至 94.36%，公司刚性偿债压力有所增加。

截至 2018 年末，公司资产负债率为 50.34%，较上年增加 4.84 个百分点。由于公司短期有息债务规模较小，因此货币资金对短期有息债务的覆盖程度尚可，现金短期债务比为 1.15。2018 年公司利润总额有所增长，EBITDA 也随之增长，且当期利息支出小幅下降，因此 EBITDA 利息保障倍数上升至 0.76，但有息债务/EBITDA 进一步上涨至 27.88，长期偿

债压力较大。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	50.34%	45.50%
现金短期债务比	1.15	1.34
EBITDA 利息保障倍数	0.76	0.62
有息债务/EBITDA	27.88	23.19

资料来源：公司 2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月变更为现名。2016年11月，三峡担保以资本公积5.85亿元和未分配利润4.65亿元，转增股本10.50亿元。2018年6月，渝富资管将持有公司50%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2019年4月30日，三峡担保注册资本及实收资本均为46.50亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，三峡担保股权结构如表12所示。

表 12 截至 2019 年 4 月 30 日三峡担保股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	232,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	155,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	77,500.00	16.67%
合计	465,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入为三峡担保最重要收入来源，2018年已赚担保费、投资收益、利息净收入分别占营业收入的52.41%、23.61%和18.02%。受担保业务收入下滑的影响，2018年三峡担保实现营业收入11.39亿元，同比下降7.98%；其中，已赚担保费5.97亿元，同比下降19.48%。三峡担保投资收益主要来自可供出售金融资产持有期间取得的投资收益，2018年实现投资收益2.69亿

元,同比增长40.63%。三峡担保利息收入主要来源于委托贷款、小额贷款和存款利息收入,2018年三峡担保实现利息净收入2.05亿元,同比下降1.2%。受借款类担保和保本基金担保规模下降的影响,三峡担保的担保业务规模有所下降,2018年当期担保发生额为279.86亿元,同比下降7.92%;截至2018年末,担保余额为807.17亿元,同比下降14.04%;融资担保责任余额为471.99亿元,融资担保净资产放大倍数为8.92倍。

三峡担保风险准备金计提充分,截至2018年末担保风险准备金余额为28.72亿元,同比增长7.96%;拨备覆盖率293.50%,同比提升18.52个百分点;准备金覆盖率为6.08%。代偿方面,得益于业务结构的调整,近年三峡担保担保代偿情况有所好转,2018年当期担保代偿额4.44亿元,同比下降14.64%;当期担保代偿率为1.08%,同比下降0.08个百分点;2018年末累计担保代偿率为1.43%,同比下降0.09个百分点。

截至2018年12月31日,三峡担保资产总额为117.00亿元,所有者权益合计为68.65亿元;2018年度,三峡担保实现营业收入11.39亿元,利润总额3.49亿元。

表 13 2016-2018 年三峡担保主要财务指标 (单位: 万元)

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,170,048.19	1,231,190.51	1,112,662.33
所有者权益合计	686,503.67	661,430.73	645,880.57
现金类资产	149,806.92	201,917.41	197,086.14
营业收入	113,903.27	123,776.37	149,555.53
已赚担保费	59,693.62	74,138.87	99,012.31
利息净收入	20,520.16	20,768.37	22,460.46
投资收益	26,896.30	19,125.10	24,165.13
利润总额	34,934.97	48,870.92	72,959.24
净资产收益率	4.46%	6.12%	9.60%
担保余额*	8,071,721.26	9,389,829.58	10,844,110.33
融资担保责任余额*	4,719,862.32	2,532,665.80	3,262,135.72
当期担保发生额*	2,798,614.21	3,039,484.48	6,047,279.67
拨备覆盖率*	293.50%	274.98%	256.28%
准备金覆盖率*	6.08%	10.50%	7.51%
融资担保放大倍数 (倍) *	8.92	4.53	5.93
当期担保代偿率*	1.08%	1.16%	2.14%
累计代偿回收率*	53.91%	44.23%	44.78%

注: (1) “*”表示数据为母公司口径。(2) 2016 年财务数据采用 2017 年审计报告期初数。(3) 融资担保责任余额和融资担保放大倍数 2016-2017 年根据重庆市金融工作办公室出具的《关于重庆三峡担保集团股份有限公司相关请示的复函》计算, 2018 年根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算。资料来源: 三峡担保 2017-2018 年审计报告以及三峡担保提供, 中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定, 三峡担保主体长期信用等级为AAA, 其提供的全额无条件不可

撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

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日起至报告查询日（2019年11月11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。根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日起至报告查询日（2019年11月27日），公司子公司武穴市刊江村镇投资有限公司和武穴市发展置业有限公司均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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）对外担保分析

截至2018年末，公司对外提供担保金额为9.20亿元，占期末净资产比例为25.82%。公司对外担保规模较大，其中湖北神顺市政建设工程有限责任公司和湖北省升腾商贸有限公司均为民营企业，且均无反担保措施，面临一定或有负债风险。

截至2018年末，公司作为担保方的武穴世联工业园开发有限公司债务已被代偿，本息共计4.34亿元。

表 14 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
1	武穴市文化旅游发展投资有限公司	50,000.00	2033.11.28	否
2	湖北神顺市政建设工程有限责任公司	19,999.00	2020.04.01	否
3	武穴市水务有限公司	10,000.00	2023.09.18	否
4	湖北省升腾商贸有限公司	1,000.00	2019.11.30	否
5	湖北省升腾商贸有限公司	1,000.00	2020.01.19	否
6	武穴市土地储备供应中心	10,000.00	2020.04.30	否
	合计	91,999.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年武穴市经济环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司代建项目较多，业务可持续性较好，作为武穴市重要的基础设施建设投融资主体，继续获得较大力度的外部支持。此外，三峡担保经营状况稳定，其提供的保证担保仍能为本期债券本息的偿付提供保

障。

同时我们关注到，公司应收款项对资金占用较大，存货占比较大且部分土地资产已用于抵押，公司资产流动性偏弱。同时，公司收现情况及经营活动现金流表现亦较差，未来存在较大的资金压力。公司有息债务规模大幅增长，偿债压力仍较大，且存在对外担保大额代偿情况，目前对民营企业的担保规模仍较大，面临较大的或有负债风险。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	38,512.33	46,053.03	26,092.83
应收账款	95,025.02	64,231.56	26,602.34
其他应收款	71,403.04	43,036.07	80,185.28
存货	479,044.08	424,295.00	348,760.73
总资产	717,687.14	613,353.90	500,975.15
短期借款	990.00	5,000.00	17,000.00
其他应付款	18,859.83	29,383.82	44,917.75
一年内到期的非流动负债	26,310.00	18,410.00	11,410.00
长期借款	233,080.00	153,840.00	95,470.00
长期应付款	74,503.19	68,508.29	23,688.09
总负债	361,317.32	279,047.56	197,591.30
有息债务	340,946.74	258,885.21	182,509.19
所有者权益	356,370.32	334,306.34	303,383.85
营业收入	46,727.38	44,671.72	31,260.78
营业利润	8,568.88	7,508.94	5,770.27
营业外收入	3,609.26	3,612.00	3,023.62
净利润	12,160.93	11,107.94	8,783.74
经营活动产生的现金流量净额	-82,136.59	-80,981.79	-123,769.03
投资活动产生的现金流量净额	-4,989.60	-15,875.39	-14.44
筹资活动产生的现金流量净额	77,585.49	113,817.38	140,372.17
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	16.77%	16.72%	16.83%
收现比	0.34	0.16	0.60
产权比率	101.39%	83.47%	65.13%
资产负债率	50.34%	45.50%	39.44%
现金短期债务比	1.15	1.34	0.41
EBITDA（万元）	12,229.86	11,161.77	8,814.16
EBITDA 利息保障倍数	0.76	0.62	1.03
有息债务/EBITDA	27.88	23.19	20.71

资料来源：公司 2015-2017 三年连审审计报告、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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{其他应收款的借款部分} + 1 \text{年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{长期应付款}$

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。