

2014 年当阳市鑫源投资开发有限责任公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。


中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【11】号 02

债券简称：14 当阳债/PR
当阳债

增信方式：国有土地使用
权抵押

债券剩余规模：4.80 亿元

债券到期日期：2021 年 05
月 23 日

债券偿还方式：
每年付息一次，2017 年至
2021 年每年分别按照债券
发行总额 20%的比例偿还
债券本金

分析师

姓名：
蒋申 董斌

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资
信评估股份有限公司城投
公司信用评级方法，该评
级方法已披露于中证鹏元
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

2014 年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 4 月 08 日	2019 年 6 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对当阳市鑫源投资开发有限责任公司（以下简称“当阳鑫源”或“公司”）及其 2014 年 5 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司基建业务持续性及租金收入稳定性较好且继续得到外部的支持，国有土地使用权抵押的增信方式仍能有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性仍偏弱，面临较大资金压力和一定偿债压力，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。2018 年当阳市地区生产总值为 501.15 亿元，按可比计算，比上年增长 6.5%；2019 年 1-11 月，当阳市规模以上工业增加值、固定资产投资额分别同比增长 10.8%和 12.6%。
- 公司基建业务未来可持续性较好。公司为当阳市重要基础设施建设主体，截至 2019 年末公司已签订委托建设协议的在建项目总投资 29.78 亿元，已投资 15.74 亿元，完工待结算余额 9.62 亿元，可为公司未来收入提供一定保障。
- 公司租赁业务收入持续性较好。截至 2019 年末，公司拥有投资性房地产账面价值为 192,290.85 万元，面积合计 38.64 万平方米，均用于出租，2019 年公司确认租金收入 14,417.49 万元，同比增长 7.93%。

- **公司继续得到外部的支持。**2019 年公司获得当阳市人民政府拨付公司运营资金补贴 9,070.50 万元。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。**公司以评估价值 270,878.40 万元国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，为本期债券剩余规模和一年利息的 5.23 倍，仍能有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司整体资产流动性仍偏弱。**截至 2019 年末，公司应收款项、存货及投资性房地产占总资产分别达 17.54%、60.75%和 18.77%，其中，存货主要由土地使用权及项目建设投入构成，已抵押土地账面价值为 23.21 亿元，占公司存货中土地总价值的 54.66%。
- **公司仍面临较大资金压力。**公司经营性现金流受当地财政资金安排影响存在一定不确定性，2019 年收现比为 0.79，经营活动现金净流出 2,346.56 万元；截至 2019 年末，公司主要在建及拟建工程项目建设尚需投入资金 39.51 亿元，面临较大资金压力。
- **公司仍面临一定偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务 13.68 亿元，现金短期债务比为 0.53，2020 年和 2021 年到期的本息合计分别为 54,957.10 万元和 50,932.36 万元，面临一定偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保规模达 17.82 亿元，主要系对同一实际控制人下的关联方担保，与 2019 年末净资产之比为 0.23，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,024,655.64	1,102,137.56	1,210,390.90
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
有息债务	136,762.43	194,768.05	219,640.00
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%
EBITDA	26,322.37	19,813.95	18,433.34
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
经营活动现金流净额	-2,346.56	-1,154.68	63,150.13
收现比	0.79	0.38	0.97

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年5月23日发行7年期12亿元公司债券，原计划用于当阳市金桥工业园基础设施建设项目。截至2019年末，本期债券募集专项账户余额为121.34万元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变动。截至2020年2月末，公司注册资本和实收资本仍为51,182.17万元，控股股东当阳市建设投资控股集团有限公司持有公司100%股权，实际控制人为当阳市国有资产监督管理委员会。

2019 年公司经营业务仍主要为当阳市范围内基础设施项目建设及国有资产运营。截至 2019 年末，公司仍无纳入合并报表范围子公司。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策强化逆周期调节，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。中证鹏元预计，此次疫情大概率拉低全年经济增长率 0.5 个百分点，2020 年 GDP 增长率为 5.5%。积极的财政政策和稳健的货币政策是宏观调控政策主基调。2020 年，积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出。在政策方向不变和疫情影响下，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法

体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 20%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方

式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

表 1 2019 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
2019 年 3 月	政府工作报告	国务院	继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号）	财政部	切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务；禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益；明确禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 5 月	《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号）	国务院	积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市；从提升开放型经济质量、赋予更大改革自主权、打造现代产业体系、完善对内对外合作平台功能和加强要素保障和资源集约利用五个方面对国家级经开区的发展提出指导意见
2019 年 6 月	《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》	中共中央办公厅、国务院办公厅	合理保障必要在建项目后续融资；在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位；严禁项目单位以任何方式新增隐性债务
2019 年 12 月	《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》	中证协	非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，其中，负面清单包括：地方融资平台公司，所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2018 年以来当阳市固定资产投资及工业产业有所回暖，带动当阳市经济增速回升

2018 年当阳市地区生产总值为 501.15 亿元，按可比计算，比上年增长 6.5%，增速有所回升；三次产业结构由 2017 年的 17.59:53.26:29.15 调整为 15.36:50.67:33.97，第二产业仍为经济发展的主导产业，第三产业占比有所提升。2018 年，当阳市根据户籍人口估算的人均 GDP 水平为 107,404.63 元，为全国人均 GDP 水平的 166.15%。

2018 年当阳市全部工业增加值预计达到 245.1 亿元，同比增长 8.5%，增速较上年提升了 7.8 个百分点。当阳市主要工业产品为磷酸铵、化肥、合成氨等化工产品、水泥、瓷砖及平板玻璃等建材，以及纸制品、软饮料等，2018 年各类产品产量有升有降，其中，化工产品同比降幅达 15%至 20%左右，水泥、瓷砖产量增幅分别扩张至 9.1%和 19.1%，平板玻璃、纸制品、软饮料和纱等产量由跌转升，分别由 2017 年的同比下降 9.4%、8.4%、18.7%和 18.8%，提升至 2018 年的同比上升 3.2%、34.1%、45.9%和 6.9%。

2018 年当阳市全年固定资产(不含农户)投资增速由上年的-21.5%转为 12.1%；其中：房地产开发投资同比增长 15.3%。按产业划分，第一产业投资比上年增长 2,866.2%；第二产业投资比上年增长 18.6%；第三产业投资比上年下降 10.9%，房地产投资回升，但第三产业投资下滑幅度较大。

2018 年当阳市第三产业中，交通运输仓储和邮政业、批发和零售业、房地产业、其他营利性服务业增加值分别增长 11.4%、7.7%、7.6%、3.2%；全年实现社会消费品零售总额 160.19 亿元，比上年增长 11.4%；全市金融机构各项存款余额 273.23 亿元，比年初增加 4.92 亿元；金融机构各项贷款余额 163.56 亿元，比年初增加 0.56 亿元。

2019 年 1-11 月，当阳市规模以上工业增加值、固定资产投资额分别同比增长 10.8%和 12.6%，仍保持较高增速；社会消费品零售总额实现 162.60 亿元，同比增长 12.2%；金融机构各项存款余额 294.47 亿元，同比增长 7.8%，比年初增加 21.24 亿元；金融机构各项贷款余额 179.13 亿元，同比增长 8.2%，比年初增加 15.57 亿元。

表 2 当阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	501.15	6.5%	493.00	1.8%
第一产业增加值	76.99	3.0%	86.73	3.7%
第二产业增加值	253.93	6.4%	262.56	0.6%
第三产业增加值	170.23	8.8%	143.71	3.0%

工业增加值	245.1	8.5%	247.7	0.7%
固定资产投资	-	12.1%	324.50	-21.5%
社会消费品零售总额	160.19	11.4%	143.83	5.4%
存款余额	273.23	1.8%	268.31	10.8%
贷款余额	163.56	0.3%	163.00	35.8%
人均 GDP（元）	107,404.63		105,341.88	
人均 GDP/全国人均 GDP	166.15%		176.57%	

资料来源：当阳市 2017-2018 年统计公报，中证鹏元整理

2018年当阳市实现公共财政收入17.81亿元，比上年增长8.0%，税收收入11.47亿元，下降9.5%，占公共财政收入的64.40%；同期当阳市公共财政支出为42.98亿元，增加9.1%。2019年1-11月，当阳市一般公共预算收入16.50亿元，同比增长1.0%；一般公共预算支出40.43亿元，同比增长16.0%。

新型冠状病毒疫情（COVID-19）2019年底于湖北省武汉市爆发，随后疫情逐步蔓延到全国各省市，在全国各省及直辖市中，以湖北省最为严重。国内疫情于2020年2月底达到高峰后，于2020年3月逐步趋于缓和，但疫情防控仍面临着偶然因素不可预见、潜在问题防不胜防等风险。考虑到疫情爆发以来，在当阳市除防疫工作及国民经济和民生的其他相关企业外均停产停业停工的情况下，将对地区经济产生较大压力，中证鹏元将持续关注后续疫情对其影响情况。

四、经营与竞争

公司承担当阳市范围内的基础设施项目建设及国有资产运营等职责，营业收入主要来源于代建项目工程及房屋租赁收入。2019年公司实现营业收入为31,435.20万元，较上年有所增长；其中，工程结算规模增长使得代建项目收入增长较大，同时，公司实现拟开发土地销售收入5,024.87万元，主要系按土地评估价值将部分土地使用权分别出让给当阳市国资公司及当阳市土地收储中心取得的收入，业务毛利较低，该业务受当地政府土地规划及出让安排影响不确定性较大。2019年公司房屋租赁收入为14,417.49万元，较上年同比增长7.93%。公司出租的房屋采用公允价值计量，故出租业务收入毛利率为100%。2019年，公司综合毛利率较上年下降幅度较大，主要系毛利较高的出租收入占比及工程代建业务结算项目毛利下降影响。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	31,425.58	49.63%	17,266.72	84.83%
其中：工程代建	11,890.90	10.43%	3,650.49	35.90%
房屋租赁	14,417.49	100.00%	13,357.88	100.00%
拟开发土地销售	5,024.87	-0.54%	120.31	-6.72%
房屋销售	92.32	-35.79%	119.99	-25.93%
咨询评审服务	0.00	-	18.07	100.00%
其他业务	9.62	96.23%	2.86	46.57%
合计	31,435.20	49.65%	17,269.58	84.82%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司项目建设业务未来可持续性较好，但已完工项目结算时间存在不确定性且在建项目以自营为主，未来收入存在一定不确定性

公司项目建设模式包括委托建设和自营。其中，委托建设模式下，公司与政府及关联方签订合同，约定公司负责筹资建设，项目完工移交给委托方后，由委托方按照合同约定分期支付工程款，工程款包括工程决算总价及利润，公司根据结算单确认当年结转项目成本及相关收入。自营项目由公司自筹资金建设，完工后由公司负责经营并取得收益。

委托建设项目包括金桥工业园区项目、当阳市创建国家卫生城市重点环卫项目、当阳市创建国家卫生城市重点城建项目、当阳市城建项目和创建国家卫生城市交通基础设施项目。截至 2019 年末，除金桥工业园区项目外，其他项目均已完工，存货中待结算成本合计 9.62 亿元。其中，金桥工业园项目系本期债券募投项目，由当阳市政府委托公司负责筹资建设。其余委托建设项目由公司控股股东当阳建投委托公司自筹资金建设，代建管理费以项目总投资成本乘以代建管理费率（20%或 8%）计算并按照各年项目完工进度进行核算。2019 年公司工程代建收入¹均主要来源于金桥工业园基础设施建设项目。值得注意的是，近年公司委托建设项目回款表现滞后，相关工程款支付安排委托方资金安排的影响，而存在一定的不确定性。

公司主要在建自营项目包括当阳市汽车城建设项目、当阳市棚户区改造工程项目、当阳市城镇棚户区城市新区改造项目和当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目。当阳市汽车城建设项目及当阳市棚户区改造工程项目为“16 当阳债”募投项目，根据相关项目可研报告，当阳市棚户区改造工程项目预计收入来源于商品房、商业建筑及地下车库销售收入；当阳市汽车城建设项目主要来源于租金收入，但由于项目建设计划调整，当阳市棚

¹ 2019 年当阳市人民政府出具的收入结算单未取得。

户区改造工程项目和当阳市汽车城建设项目未来项目建设及进度不确定性较大。

当阳市城镇棚户区城市新区改造项目由公司自筹资金对指定片区进行棚户区拆迁改造、安置及相应的安置房项目建设，完工后通过对外销售取得收入，需关注后续销售及回款情况。

当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目预计采用销售与自营相结合的模式进行开发，根据项目可行性研究报告，预计项目运营期总收入为 202,549.20 万元，但需要关注项目建设进度滞后风险，以及受入驻企业招商引资情况影响，而使得项目销售、出租情况不达预期对该项目预期收益的影响。

截至 2019 年末公司主要在建项目预计总投资 598,831.61 万元，已投资 203,727.77 万元，其中基础设施建设项目已签订相关收益协议，业务持续性较好，但部分自营项目建设进展缓慢，未来收入存在一定不确定性。

表 4 截至 2019 年末公司主要在建的工程项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	业务模式
金桥工业园区	297,800.00	157,369.06	代建
当阳市汽车城建设项目	49,400.00	19,072.54	自营
当阳市棚户区改造工程项目	107,600.00	1,536.99	自营
当阳市城镇棚户区城市新区改造项目工程	38,000.00	25,172.65	自营
双莲工业园标准化厂房项目	106,031.61	576.53	自营
合计	598,831.61	203,727.77	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司房产出租业务系经营利润的主要来源，业务可持续较好，2019 年收入规模有所增长

截至 2019 年末，公司拥有投资性房地产账面价值为 19.23 亿元，主要系 2014 年政府注入的房产，面积合计 38.64 万平方米，其中，房产均为商业用途，包括办公用房及门面资产。2015-2017 年，公司根据各项房产分别与租赁对象签订租赁合同；2018 年以来，公司将上述投资性房地产打包统一与当阳市国有资产经营公司签订房屋租赁合同，并由该公司负责相应租赁资产的维护，2018 年约定年租金为 14,017.00 万元，2019-2021 年约定年租金为 15,138.36 万元。

2019 年公司确认税后租金收入 14,417.49 万元，同比增长 7.93%。由于相应投资性房地产采用公允价值计量，故业务毛利率为 100%，系公司收入及盈利的重要来源。

公司继续获得政府补助等外部支持

为支持公司基础设施项目建设，当阳市政府持续给予公司资金支持。2019 年，公司

收到政府补贴 9,070.50 万元²，计入其他收益。

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告以及经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司无纳入合并范围内的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模小幅下降，主要由应收款项、项目建设成本及土地使用权构成，资产流动性仍偏弱

随着有息债务的持续偿还，2019年末公司资产规模为102.47亿元，较上年小幅下降；其中流动资产占比达80.96%，占比持续下降。

2019年末，公司货币资金为2.49亿元，较2018年末下降了71.47%，主要系偿还到期有息债务所致，无受限资金。公司应收票据及应收账款主要系应收工程款及房屋租金等，规模不断增长。2019年末公司应收账款为3.90亿元，包括应收当阳市国有资产经营公司1.9亿元，应收当阳市住房和城乡建设局1.58亿元和应收当阳市公安局交通警察大队0.30亿元。公司其他应收款主要系应收当阳市政府部门及关联方往来。截至2019年末，公司其他应收款主要包括应收当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司6.04亿元、当阳市非税收入管理局1.35亿元、当阳市土地收购储备中心1.28亿元、应收当枝路建设指挥部1.19亿元，以及应收控股股东当阳建投1.06亿元等；前五大应收对象占比达77.16%。2019年末公司应收款项合计占公司资产总额的17.53%，回收时间具有一定不确定性，对公司资金形成较大占用。

近年公司存货规模随着在建工程项目的投入而小幅增长，2019年末账面价值为62.25亿元，主要包括土地使用权42.46亿元、工程施工14.26亿元及开发产品5.53亿元，其中，工程施工主要为基础设施项目建设投入，开发产品为保障房，暂无处置计划，未来收入存在不确定性；公司土地资产性质均为出让，用途主要为工业及商服用地，已抵押土地面积

² 未取得相关文件。

为432.23万平方米，账面价值为23.21亿元，占公司存货中土地总价值的54.66%，土地资产受限程度偏高。

截至2019年末，公司投资性房地产账面价值为19.23亿元，为2014年政府注入的房产以及2013年公司购买的部分国有相关单位的土地使用权及房产，采用公允价值法计量，评估基准日为2019年12月31日，近年账面价值增长主要来源于公允价值变动。

整体来看，公司资产以应收款项、土地使用权及项目投入成本构成，土地资产受限程度偏高，整体资产流动性偏弱。

表 5 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	24,946.20	2.43%	87,450.50	7.93%
应收票据及应收账款	38,992.10	3.81%	37,760.93	3.43%
其他应收款	140,664.01	13.73%	160,366.90	14.55%
存货	622,476.01	60.75%	614,004.12	55.71%
流动资产合计	829,605.02	80.96%	907,141.31	82.31%
投资性房地产	192,290.85	18.77%	191,971.87	17.42%
非流动资产合计	195,050.62	19.04%	194,996.24	17.69%
资产总计	1,024,655.64	100.00%	1,102,137.56	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入及利润规模较上年大幅增长，盈利对补贴收入仍有一定依赖

2019 年公司实现营业收入 31,435.20 万元，同比增长 82.03%，主要受基础设施建设工程结算规模增长及土地出让影响，其中，房租出租收入较上年小幅增长，可持续较好。公司投资性房地产采用公允价值法计量，出租收入毛利率较高。2019 年受毛利较低的工程代建收入上升、当年结算项目及实现土地出让毛利较低、出租收入占比下降影响，公司综合毛利率由上年的 84.82%下降至 49.65%。截至 2019 年末，公司主要在建项目预计总投资 59.88，已投资 20.37 亿元，其中，自营项目总投资 30.10 亿元，已投资 4.64 亿元，未来计划通过保障房、商品房、商业建筑及地下车库、厂房销售及出租获得收入，但存在较大不确定性。截至 2019 年末，公司已投资待结算的工程建设业务成本合计 9.62 亿元，相关项目均已签订委托建设协议，未来可为公司收入提供一定保障，但结算时间具有一定不确定性。

2019 年公司实现利润总额 25,987.37 万元，同比增长 32.04%，其中，收到政府补助

收入 9,070.50 万元，占比为 34.90%。

表 6 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	31,435.20	17,269.58
其他收益	9,070.50	6,107.44
营业利润	26,056.70	19,725.04
利润总额	25,987.37	19,681.56
综合毛利率	49.65%	84.82%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现持续欠佳，仍面临较大的项目投资压力

2019 年公司经营业务收现比为 0.79，代建业务款回收时间受政府资金安排影响具有较大不确定性。公司购买商品、接受劳务支付的现金主要系项目建设支出款，其他与经营活动有关的现金主要系公司收到的财政补贴、往来款现金收支等，2019 年往来款仍呈净流入状态。受经营回款规模相对较小及项目建设投入支出影响，2019 年公司经营活动产生的现金净流出 2,346.56 万元。值得注意的是，2019 年公司将部分与同一对象的应收及应付款相互抵消，相关现金流收支规模与应收、应付款变动变动规模存在一定差异。

公司投资活动现金流主要系购买理财产品支出及到期回收购买的理财产品到期回款，2019 年净流入 20,168.97 万元，主要为大额定期存单到期影响。2019 年公司未有新增债务融资规模较小，筹资活动现金主要系债务到期本息偿付、利润分配相关现金支出，当年筹资活动现金净流出 69,326.71 万元；考虑到公司工程项目建设未来资金需求较大，公司仍面临较大的资金压力。

表 7 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.79	0.38
销售商品、提供劳务收到的现金	24,990.71	6,532.56
收到的其他与经营活动有关的现金	22,298.81	47,614.38
经营活动现金流入小计	47,289.52	54,146.94
购买商品、接受劳务支付的现金	25,330.04	9,655.45
支付的其他与经营活动有关的现金	19,830.54	44,811.07
经营活动现金流出小计	49,636.08	55,301.62
经营活动产生的现金流量净额	-2,346.56	-1,154.68

投资活动产生的现金流量净额	20,168.97	20,225.92
筹资活动产生的现金流量净额	-69,326.71	-37,207.41
现金及现金等价物净增加额	-51,504.30	-18,136.17

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模持续下降，但仍面临一定偿债压力

2019年有息债务及往来款偿付、抵消使得公司负债总额规模同比下降28.11%至25.15亿元，同时，未分配利润积累推动公司所有者权益增至77.31亿元，受上述因素影响，2019年公司产权比率由上年的46.52%下降至32.53%，所有者权益对债务的保障能力提升。

表 8 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	251,530.11	349,905.96
所有者权益	773,125.53	752,231.60
产权比率	32.53%	46.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司流动负债占比为63.21%，随着非流动负债的逐步到期，公司流动负债占比有所增长。公司应付账款为应付工程款，应交税费主要系应交企业所得税。公司其他应付款以往来款为主，受往来款流入及应收、应付款抵消等影响，规模持续下降。2019年末，公司其他应付款为7.27亿元，其中，应付利息和股利分别为0.97亿元和0.25亿元，其他主要包括应付当阳市土地与房屋征收管理办公室往来款3.40亿元和应付当阳市财政局2.41亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债主要系2019年需偿付的部分债券本金4.60亿元。公司非流动负债主要系长期借款及应付债券，其中长期借款为银行借款；应付债券包括本期债券以及“16当阳债”，剩余本金分别为4.80亿元和8.80亿元，其中，一年内应偿付的本金分别为2.40亿元和2.20亿元。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	10,864.69	4.32%	16,391.73	4.68%
应交税费	28,730.62	11.42%	24,419.80	6.98%
其他应付款	72,669.21	28.89%	111,659.81	31.91%
一年内到期的非流动负债	46,725.00	18.58%	57,190.00	16.34%

流动负债合计	158,997.58	63.21%	209,711.34	59.93%
长期借款	1,550.00	0.62%	2,100.00	0.60%
应付债券	88,487.43	35.18%	135,478.05	38.72%
非流动负债合计	92,532.54	36.79%	140,194.62	40.07%
负债合计	251,530.11	100.00%	349,905.96	100.00%
其中：有息债务	136,762.43	54.37%	194,768.05	55.66%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司有息债务规模为136,762.43万元，主要由长期借款、应付债券及一年内到期的非流动负债构成，同比下降29.78%，2021-2022年需偿债到期本息分别为54,957.10万元和50,932.36万元，面临一定短期偿债压力。2019年末，随着有息债务的到期偿付及应付往来款规模下降，公司资产负债率下降至24.55%，当年EBITDA利息保障倍数提升至2.31，有息债务/EBITDA下降至5.20，但仍面临一定偿债压力。

表 10 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	24.55%	31.75%
现金短期债务比	0.53	1.53
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78
有息债务/EBITDA	5.20	9.83

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性，但公司未按照监管协议对本期债券部分抵押资产的价值进行跟踪评估

为保障本期债券债权人的利益，公司以其拥有的27宗国有土地使用权为本期债券提供抵押担保；土地面积合计366.35万平方米，其中工业用地214.31万平方米，商服用地152.04万平方米。根据抵押合同，在本期债券本息全部清偿完毕前，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金加上一年利息之和的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于1.5倍，若低于1.5倍，本期债券托管银行有权要求公司及时提供其他担保，以保障债券持有人的权利。

公司已办妥抵押资产抵押登记手续。据监管协议，本期债券存续期间，公司应聘请经监管人认可的具备相应资质的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行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首日后三十个工作日。

根据湖北日晟行房地产评估有限公司出具的鄂日晟行土估字【2016】第YC00002号评估报告（估价日期为2016年06月27日），27宗土地使用权的评估总价值为28.75亿元，

2017-2018年，公司未按照监管协议对本期债券抵押资产的价值进行跟踪评估。根据武汉国佳房地产评估有限公司出具的土地估计报告（武汉国佳（2019）估字第TD20191100072号及武汉国佳（2019）估字第TD20191100073号），以2019年1月28日为估价期日，对为本期债券提供抵押担保的27宗国有土地使用权中的15宗国有土地使用权进行了评估，评估总价为120,144.78万元。

截至2020年2月末，为本期债券提供抵押担保的27宗国有土地使用权最新评估总价为270,878.40万元，是本期债券未偿还本金加上未来一年的利息之和的5.23倍。

表 11 截至 2020 年 2 月末本期债券抵质押资产情况（单位：万元）

抵押资产名称	最新评估基准日	最新评估价值	前期评估价值
当阳国用（2011）420582—1 号	2019 年 1 月 28 日	5,298.05	5,918.30
当阳国用（2010）420582—29 号	2019 年 1 月 28 日	7,905.88	9,223.53
当阳国用（2010）420582—30 号	2019 年 1 月 28 日	8,385.04	9,782.55
当阳国用（2010）420582—31 号	2019 年 1 月 28 日	4,219.70	4,922.98
当阳国用（2010）420582—32 号	2019 年 1 月 28 日	5,981.43	6,978.33
当阳国用（2010）420582—33 号	2019 年 1 月 28 日	15,561.48	18,029.85
当阳国用（2010）420582—35 号	2019 年 1 月 28 日	11,351.26	12,632.86
当阳国用（2010）420582—36 号	2019 年 1 月 28 日	12,890.25	14,839.50
当阳国用（2010）420582—37 号	2019 年 1 月 28 日	9,145.78	10,216.50
当阳国用（2010）420582—38 号	2019 年 1 月 28 日	9,444.96	10,617.44
当阳国用（2010）420582—39 号	2019 年 1 月 28 日	3,023.08	3,377.00
当阳国用（2010）420582—41 号	2019 年 1 月 28 日	10,512.86	11,743.64
当阳国用（2010）420582—42 号	2019 年 1 月 28 日	8,856.86	9,893.76
当阳国用（2011）420582—2 号	2019 年 1 月 28 日	4,426.77	4,976.30
当阳国用（2011）420582—4 号	2019 年 1 月 28 日	3,141.38	3,616.42
当阳国用（2010）420582—28 号	2016 年 6 月 27 日	14,098.21	23,781.67
当阳国用（2010）420582—34 号	2016 年 6 月 27 日	22,877.92	13,849.21
当阳国用（2010）420582—40 号	2016 年 6 月 27 日	14,038.15	13,444.38
当阳国用（2011）420582—3 号	2016 年 6 月 27 日	14,821.70	8,705.33
当阳国用（2011）420582—5 号	2016 年 6 月 27 日	8,007.59	4,703.15
当阳国用（2011）420582—6 号	2016 年 6 月 27 日	20,332.55	23,002.42
当阳国用（2011）420582—7 号	2016 年 6 月 27 日	5,575.54	4,665.38
当阳国用（2011）420582—8 号	2016 年 6 月 27 日	2,827.23	2,365.71
当阳国用（2011）420582—9 号	2016 年 6 月 27 日	27,834.63	24,467.13
当阳国用（2011）420582—10 号	2016 年 6 月 27 日	6,125.96	3,692.96
当阳国用（2011）420582—11 号	2016 年 6 月 27 日	5,270.07	2,737.22
当阳国用（2011）420582—12 号	2016 年 6 月 27 日	8,924.07	8,546.61

合计
270,878.40
287,502.58

资料来源：湖北日晟行房地产评估有限公司出具的鄂日晟行土估字【2016】第 YC00002 号评估报告、武汉国佳房地产评估有限公司出具的武汉国佳（2019）估字第 TD20191100072 号、武汉国佳（2019）估字第 TD20191100073 号土地估计报告

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，自2016年1月1日至报告查询日（2019年12月19日）公司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）或有事项分析

公司外对担保规模较大，存在一定或有负债风险

截至2019年末，公司为当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司、当阳市当枝公路建设开发有限公司和当阳市鑫泉产业开发有限公司融资提供担保，上述企业均为当阳市国有企业，担保金额合计17.82亿元，与2019年末净资产之比为0.23，存在一定或有负债风险。

表 12 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
当阳市鑫泉产业开发有限公司	50,000.00	2016/5/26	2033/5/25
	19,000.00	2018/12/3	2028/12/3
	10,000.00	2016/8/12	2026/8/11
	22,000.00	2016/2/3	2028/2/2
当阳市当枝公路建设开发有限公司	35,000.00	2015/12/29	2025/12/31
	15,000.00	2017/3/10	2025/12/31
	5,000.00	2017/5/18	2025/12/31
	3,600.00	2019/1/9	2022/1/9
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司	3,600.00	2015/12/10	2020/3/31
	15,000.00	2015/10/29	2027/10/25
合计	178,200.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

2018年以来，当阳市地区生产总值持续增长，区域经济实力有所增强，为公司发展提供了良好基础；公司项目建设及物业出租业务可持续性较好，且继续得到外部的大力支持，国有土地使用权抵押的增信方式有效的提升了本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到了公司资产以应收款项及土地资产为主，且部分土地资产已抵押，资产流动性偏弱，在建项目尚需投入资金规模较大，面临较大资金压力；同时公司面临一定偿债压力；此外，公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	24,946.20	87,450.50	113,286.66
应收票据及应收账款	38,992.10	37,760.93	34,953.90
其他应收款	140,664.01	160,366.90	253,261.56
存货	622,476.01	614,004.12	587,581.94
其他流动资产	418.71	5,000.00	25,000.00
投资性房地产	192,290.85	191,971.87	190,356.41
资产总计	1,024,655.64	1,102,137.56	1,210,390.90
应付账款	10,864.69	16,391.73	7,000.03
应交税费	28,730.62	24,419.80	20,042.10
其他应付款	72,669.21	111,659.81	224,973.33
一年内到期的非流动负债	46,725.00	57,190.00	24,000.00
长期借款	1,550.00	2,100.00	2,800.00
应付债券	88,487.43	135,478.05	180,900.00
负债合计	251,530.11	349,905.96	472,736.46
有息债务	136,762.43	194,768.05	219,640.00
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
营业利润	26,056.70	19,725.04	18,413.72
利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
经营活动产生的现金流量净额	-2,346.56	-1,154.68	63,150.13
投资活动产生的现金流量净额	20,168.97	20,225.92	5,210.96
筹资活动产生的现金流量净额	-69,326.71	-37,207.41	-65,429.75
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%
收现比	0.79	0.38	0.97
产权比率	32.53%	46.52%	64.09%
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
EBITDA（万元）	26,322.37	19,813.95	18,433.34
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
有息债务/EBITDA	5.20	9.83	11.92

资料来源：公司 2017-2019 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
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债中的有息债务

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。