

仙桃市城市建设投资开发有限公司

2020 年公司债券信用评级报告



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
【591】号 02

分析师

姓名：
邓凌宇 蒋申

电话：
0755-82872940

邮箱：
dengly@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 2 月 21 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

仙桃市城市建设投资开发有限公司 2020 年公司债券信用评级报告

| | |
|---|---------------|
| 本期债券信用等级：AAA | 发行主体长期信用等级：AA |
| 发行规模：不超过 10 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：重庆兴农融资担保集团有限公司 | |
| 债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 年末逐年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金 | |

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”）对仙桃市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）本次拟发行总额不超过 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，业务可持续性较好，得到的外部支持力度很大，重庆兴农融资担保集团有限公司（以下简称“兴农担保”）提供的保证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流动性偏弱，经营活动现金流表现不佳，面临较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年来仙桃市经济保持快速增长，2018 年实现地区生产总值 800.13 亿元，2016-2018 年地区生产总值增速分别为 8.2%、7.8% 和 8.3%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务可持续性较好，且城市供水和污水处理业务在仙桃市内具有垄断性，相关收入来源较有保障。公司主要从事仙桃市内基础设施建设和土地开发经营业务，截至 2018 年末，公司主要在建市政工程项目总投资 98.59 亿元，已投资 30.99 亿元，业务可持续性较好；同时公司承担了仙桃市城市供水和污水处理业务，具有区域垄断性，未来收入来源较有保障。
- 公司获得的外部支持力度很大。2018 年仙桃市财政局将 21.88 亿元转贷款项作为政府对公司的资本性投入，并对公司子公司增资 3 亿元，同时股东无偿划拨 5 家

子公司股权至公司，使公司合计增加资本公积 24.01 亿元。

- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**兴农担保实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元综合评定，兴农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有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性偏弱。**截至 2018 年末，公司资产中存货、应收款项账面价值分别为 115.68 亿元和 30.77 亿元，合计占期末总资产 58.61%，存货主要为土地资产和项目建设成本，已抵押的存货账面价值达 35.40 亿元，占总资产的 14.17%，资产整体流动性偏弱。
- **公司经营活动现金流表现不佳，面临较大的资金支出压力。**2016-2018 年公司经营活动现金流量净额分别为 1,648.08 万元、852.05 万元、-91,454.81 万元；截至 2018 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资 82.69 亿元，资金支出压力较大。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末公司有息债务为 106.61 亿元，占总负债的 81.73%，资产负债率为 52.20%，2018 年的 EBITDA 利息保障倍数由上年的 1.56 降至 0.90，2019-2021 年的债务到期规模为 45.50 亿元，偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 2,498,740.52 | 2,232,645.32 | 1,883,190.81 |
| 所有者权益 | 1,194,329.30 | 865,854.04 | 810,534.43 |
| 有息债务 | 1,066,076.94 | 1,186,405.34 | 958,965.04 |
| 资产负债率 | 52.20% | 61.22% | 56.96% |
| 流动比率 | 8.05 | 6.55 | 8.61 |
| 营业收入 | 123,579.81 | 122,387.31 | 81,401.03 |
| 其他收益 | 25.34 | 25.34 | 0.00 |
| 营业外收入 | 7.81 | 3,574.80 | 351.78 |
| 利润总额 | 47,187.25 | 67,680.18 | 18,534.64 |
| 综合毛利率 | 41.70% | 64.46% | 33.08% |
| EBITDA | 52,832.18 | 76,137.72 | 23,219.22 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.90 | 1.56 | 0.75 |

| | | | |
|-----------|------------|--------|----------|
| 经营活动现金流净额 | -91,454.81 | 852.05 | 1,648.08 |
|-----------|------------|--------|----------|

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

兴农担保主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 2,296,342.94 | 2,210,991.14 | 1,563,081.01 |
| 所有者权益 | 984,177.85 | 950,572.30 | 874,526.19 |
| 期末在保余额 | 5,557,969.92 | 3,842,860.09 | 2,512,302.47 |
| 担保风险准备金 | 177,893.51 | 159,466.35 | 136,121.65 |
| 净资产放大倍数 | 5.65 | 4.04 | 2.87 |
| 融资担保放大倍数 | 4.89 | - | - |
| 当期担保代偿率 | 7.77% | 1.88% | 3.20% |
| 累计代偿回收率 | 28.75%- | 17.38% | 0.00% |

注：1、2017 年财务数据来源于兴农担保 2018 年审计报告期初数（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

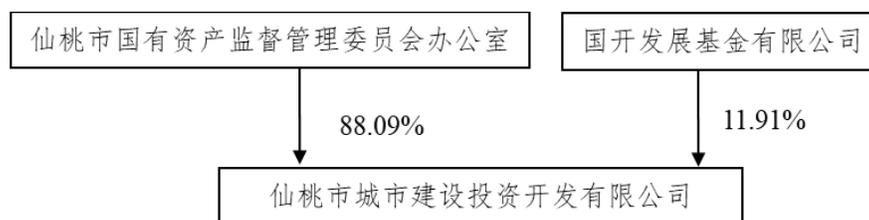
资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2002年，前身是由仙桃市国有资产监督管理委员会办公室（以下简称“仙桃市国资委”）以城建系统国有固定资产合计6.31亿元投资设立的全民所有制企业。2007年，仙桃市国资委将原作为出资划入的流潭公园、园林局、房管所、仙下河等公益性资产剥离，并将仙桃市自来水公司、仙桃市污水处理公司等部分资产及土地使用权作为置换资产重新注入。2016年6月，公司由全民所有制改制为有限责任公司，注册资本由6.31亿元变更为65.59亿元，其中53.49亿元为公司资本公积、盈余公积和未分配利润转增的资本金，5.79亿元为国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）的现金出资。2017年12月15日，国开基金增加现金出资2.41亿元，同时向仙桃市国资委转让1,000万股权，公司注册资本由65.59亿元变更为68.00亿元。

截至2019年6月末，公司的注册资本为679,980万元，实收资本为598,000万元¹，仙桃市国资委持股88.09%，国开基金持股11.91%。

图1 截至2019年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司是仙桃市基础设施建设的主要投融资主体，承担了仙桃市基础设施建设项目和国有资产的运营管理工作，主要业务为城市基础设施建设、土地开发经营、城市水务及保障性住房建设。截至2018年末，纳入公司合并范围的子公司合计20家，详见附件三。

二、本期债券概况

债券名称：2020年湖北省仙桃市城市建设投资开发有限公司公司债券；

发行总额：不超过10亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

¹ 国开基金的出资额 81,980.00 万元在审计报告中计入“其他权益工具”，未计入“实收资本”。国开基金与公司的投资合同中约定国开基金每年可取得投资收益 1.2%/年，增资款用于投资多个项目，投资期限为 5-20 年不等，且项目建设期届满后，国开基金有权按约定条件选择退出。

还本付息方式：每年付息一次，在债券存续期的第3-7年末逐年分别按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金；

增信方式：由重庆兴农融资担保集团有限公司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总额为不超过10.00亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

| 项目名称 | 项目总投资 | 募集资金使用规模 | 占项目总投资比例 |
|--------------------------|------------|-------------------|----------|
| 仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目 | 101,590.00 | 40,000.00 | 39.37% |
| 补充营运资金 | - | 16,000.00 | - |
| 偿还公司 2020 年内到期的企业债券本金及利息 | - | 44,000.00 | - |
| 合计 | - | 100,000.00 | - |

资料来源：公司提供

1、项目概况

仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目（以下简称“募投项目”）的建设主体为公司，项目位于仙桃市长埠口镇仙桃高新技术产业开发区，总用地面积 471.61 亩，总建筑面积 47.16 万平方米，其中：物流仓储区总建筑面积 40.80 万平方米，主要建设仓储库房 19.58 万平方米，标准化厂房 12.47 万平方米，交易及配送中心 8.76 万平方米；综合服务区总建筑面积 6.36 万平方米，主要建设综合办公楼 2.88 万平方米，配套服务用房 3.48 万平方米；并辅助完成产业园内道路、停车位、给排水管网、供配电线路、消防、绿化、堆场等配套设施建设。募投项目总投资 101,590.00 万元，建设期 24 个月，截至 2019 年 8 月末，该项目累计已完成投资 15,238.50 万元。

2、项目审批情况

仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目已获得的批复情况如下表所示。

表2 募投项目批复情况表

| 核准日期 | 核准部门 | 核准内容 | 核准文号 |
|-----------------|------------------|----------------------------------|------------------|
| 2018 年 6 月 22 日 | 仙桃市规划局 | 建设项目选址意见书 | 选字第镇【2018】022 号 |
| 2018 年 6 月 26 日 | 仙桃市国土资源局 | 关于仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目用地预审意见的复函 | 仙土资预审函【2018】31 号 |
| 2018 年 7 月 5 日 | 仙桃市维护社会稳定领导小组办公室 | 关于仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目社会稳定风险评估报告 | 仙稳办发【2018】6 号 |

| | | | |
|------------|-------------|----------------------------------|----------------------------|
| | | 的批复 | |
| 2018年7月6日 | 仙桃市发展和改革委员会 | 关于仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目可行性研究报告的批复 | 仙发改财贸【2018】140号 |
| 2018年7月19日 | 仙桃市环境保护局 | 建设项目环境影响登记表 | 备案号： 201842900400000163 |

资料来源：公司提供

3、项目收益情况

根据中弘楚通（武汉）工程咨询有限公司出具的《仙桃市城市建设投资开发有限公司仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目可行性研究报告》（报告编号 ZHZ18-KY-35），该项目由公司自主经营，收入主要来源于库房、厂房、办公楼及配套商铺的租售，计划在建成后的5年内销售建筑面积的75%，租赁面积按建筑面积的15%计算，15年计算期内总收入累计达136,435.32万元。其中：仓储库房建筑面积19.58万平方米，综合收入44,720.45万元；标准化厂房建筑面积12.47万平方米，综合收入28,480.15万元；交易及配送中心建筑面积8.76万平方米，综合收入20,003.29万元；综合办公楼建筑面积2.88万平方米，综合收入10,285.45万元；配套服务用房建筑面积3.48万平方米，综合收入24,363.38万元；物业管理费以实时管理面积为依据分年收取，收入8,582.60万元。计算期15年内，扣除投资成本、经营成本、折旧费、摊销费、利息支出等各项成本费用后，项目单位可实现累计净利润20,269.81万元，项目所得税后财务内部收益率7.45%，所得税后动态投资回收期6.39年（含建设期2年）；总投资净利润率1.53%。

在本期债券存续期内，募投项目综合收入合计121,308.03万元，扣除经营成本、税金及附加后净收益为115,156.58万元²，可覆盖项目使用债券资金的本息。但需要注意的是，募投项目存在不能按计划竣工并投入使用的可能性，同时项目收益主要来源于库房、厂房、办公楼及配套商铺的租售，易受到当地整体经济、物流业和房地产业发展情况的影响，收入的实现存在不确定性。

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

² 该收益未考虑投资成本分摊、折旧费和摊销费等支出，扣除的经营成本主要为水电、人员工资、广告费用、管理及其他费用。

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 | 财政部、国土资源部、中国人民银行、银 | 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]4号) | 监会 | |
| 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

仙桃市近年经济持续增长, 工业基础较好, 但固定资产投资增速有所放缓

仙桃市是湖北省直管县级市, 位于湖北省中南部的江汉平原腹地, 面积2,538平方公里, 截至2018年末, 仙桃市辖3个街道、15个镇, 总人口154.30万人。仙桃市是武汉城市圈核心成员, 距武汉机场、码头、火车站均在一小时车程内, 乘高铁和城际铁路到武汉仅

需半小时。市内沪渝高速、沪渝高铁、武汉城市圈环线高速穿境而过，汉江水道绕城汇入长江，区位优势，交通便利。2018年仙桃市入选中国社会科学院年度县域经济100强。

近年仙桃市经济发展势头良好，2018年地区生产总值达到800.13亿元，2016-2018年增长率分别为8.2%、7.8%、8.3%。分产业看，2018年第一产业增加值86.92亿元，第二产业增加值413.25亿元，第三产业增加值299.96亿元，三次产业构成由2016年的13.5: 53.0: 33.5调整为2018年的10.9: 51.6: 37.5，第二产业是主要的经济成分，同时第三产业占比持续上升。2018年全市人均地区生产总值70,156元，为全国人均GDP的108.53%。

仙桃市以轻结构、外向型为产业特色，已经形成以纺织、服装、无纺布及卫材制品、食品加工、医药化工、机械电子为主导的产业体系。2018年完成规模以上工业总产值1,004.63亿元，2016-2018年增长率分别为11.5%、12.3%、12.9%。其中，2018年六大板块产值完成826.01亿元，其中，非织造布产业完成263.72亿元，增长13.56%；电子电气行业完成54.01亿元，增长3.81%；纺织服装产业完成93.19亿元，增长5.16%；食品加工产业完成179.12亿元，增长10.77%；新材料及医药制造完成119.87亿元，增长19.24%；机械及汽车零部件行业完成116.11亿元，增长13.08%。高新技术企业发展到78家，高新技术产业增加值增长14.2%。

2016-2018年仙桃市全年固定资产投资完成额分别增长18.8%、16.9%、11.9%，增速有所放缓，其中，2018年第二产业投资完成额占全市投资的59.6%。2016-2018年全市房地产开发投资分别增长-15.1%、86.5%、10.7%；商品房销售面积分别增长35.8%、30.5%、15.4%；商品房销售额分别增长46.3%、53.4%、54.9%。2016-2018年全市社会消费品零售总额增速分别为11.7%、11.9%、12.2%，消费保持较快增长。近年对外贸易保持增长，其中2018年进出口总额同比增长30.5%至10.22亿美元。

表4 2016-2018年仙桃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（GDP） | 800.13 | 8.3% | 718.66 | 7.8% | 647.55 | 8.2% |
| 第一产业增加值 | 86.92 | 3.0% | 89.67 | 4.2% | 87.94 | 4.1% |
| 第二产业增加值 | 413.25 | 8.3% | 386.46 | 7.7% | 342.94 | 8.8% |
| 第三产业增加值 | 299.96 | 10.5% | 242.53 | 9.5% | 216.67 | 9.0% |
| 规模以上工业总产值 | 1,004.63 | 12.9% | 1,057.23 | 12.3% | 1,104.99 | 11.5% |
| 固定资产投资 | - | 11.9% | 565.80 | 16.9% | 483.90 | 18.8% |
| 社会消费品零售总额 | 373.15 | 12.2% | 332.55 | 11.9% | 297.19 | 11.7% |
| 进出口总额（亿美元） | 10.22 | 30.5% | 7.84 | 0.2% | 7.79 | 0.2% |

| | | | | | | |
|-----------------|---------|------|---------|-------|---------|-------|
| 存款余额 | 688.75 | 7.0% | 643.64 | 11.0% | 579.69 | 18.7% |
| 贷款余额 | 293.94 | 9.5% | 268.45 | 20.5% | 222.76 | 22.2% |
| 人均 GDP（元） | 70,156 | | 62,985 | | 56,407 | |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 108.53% | | 105.58% | | 104.48% | |

资料来源：仙桃市 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018年仙桃市实现公共财政收入33.35亿元，税收收入为27.30亿元，税收收入占比为81.86%；同期，政府性基金收入为20.45亿元，由于房地产和土地市场景气度上行，2018年国有土地使用权出让收入大幅增长。2018年仙桃市公共财政支出为90.67亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为36.78%。

五、公司治理与管理

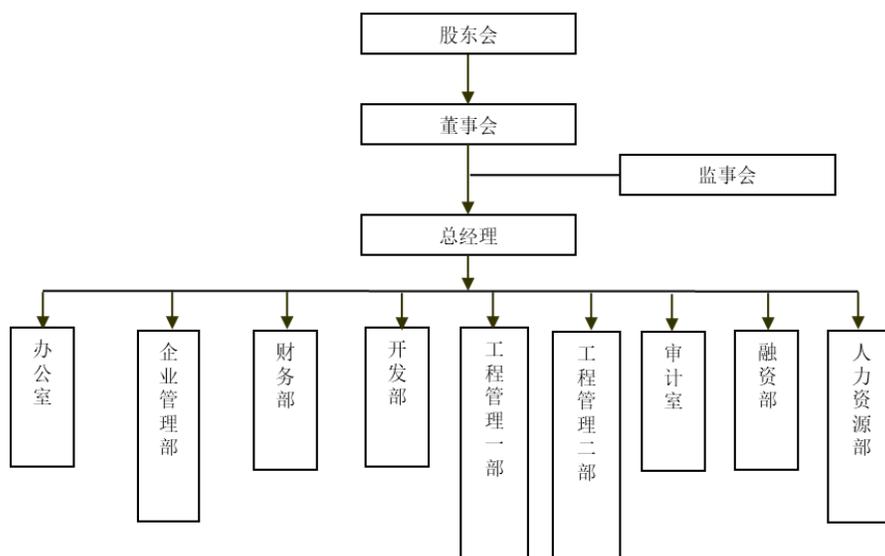
公司根据《中华人民共和国公司法》等有关规定制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了公司法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。股东会议由董事会召集，董事长主持。股东会议应对所议事项作出决议，股东会的表决涉及重大事项时，须经全体股东所持表决权三分之二以上决议通过，其他事项由全体股东所持表决权二分之一。公司设董事会，由5名董事组成，由仙桃市国资委任命董事长1名、副董事长1名、其他董事1名，由职工代表大会选举职工董事2名，董事长对股东会负责。公司设监事会，为公司的监督机构，成员3名，其中2名由仙桃市国资委委派，另外1名职工监事由职工代表大会选举产生。公司设总经理1名，由董事会聘任或者解聘，总经理负责公司日常经营管理工作，对董事会负责。

2019年4月18日，公司原总经理张野涉嫌严重职务违法接受监察调查，截至2019年8月末审查和调查工作仍在进行中，公司总经理已由刘成鹏担任。中证鹏元将持续关注上述事项对公司日常经营的后续影响。

为保证公司有效运行，公司设立了办公室、企业管理部、财务部、开发部、工程管理部、审计室、融资部和人力资源部，分别负责公司日常经营中的各项工作。

图2 截至2019年6月末的公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司业务涵盖仙桃市城市基础设施建设、土地开发与经营、城市水务及保障性住房建设等，2018年仙桃市市政建设总公司（以下简称“市政总公司”）纳入公司合并范围，公司新增建造合同业务。土地开发经营收入、市政工程收入和建造合同收入是公司主要的收入来源，2018年分别占当期营业收入的38.72%、24.67%、26.55%，供水和污水处理亦贡献了一定收入。2016-2018年公司分别实现营业收入81,401.03万元、122,387.31万元和123,579.81万元，年复合增长率为23.21%。其中，土地开发经营收入受每年政府的土地出让计划和房地产市场景气度影响、市政建设工程的收入确认主要受项目进度的影响，均存在波动。其他业务主要为设计咨询收入和少量租金，2018年设计咨询费收入为3,050.79万元。

从毛利率来看，由于每年业务结构、结算项目差异较大，2016-2018年公司综合毛利率分别为33.08%、64.46%、41.70%，波动幅度较大。其中，土地出让规模和位置的差异导致土地开发经营业务毛利率和收入占比波动较大，对综合毛利率影响较为明显；市政工程业务毛利率受当期结算的项目类型影响存在波动性；水务方面，供水业务毛利率较为稳定，但污水处理受折旧影响毛利率为负。

表5 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 | |
|-----------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 土地开发经营收入 | 47,854.91 | 87.06% | 84,060.75 | 92.35% | 31,101.34 | 71.46% |
| 市政工程收入 | 30,485.47 | 12.00% | 29,766.98 | 6.19% | 40,007.82 | 13.32% |
| 建造合同收入 | 32,805.73 | 15.75% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 供水收入 | 6,484.96 | 18.33% | 5,781.70 | 19.55% | 5,181.15 | 16.56% |
| 污水处理费 | 2,868.00 | -73.69% | 2,723.00 | -54.84% | 2,518.40 | -63.89% |
| 其他 | 3,080.74 | 63.98% | 54.88 | -404.88% | 2,592.32 | 4.84% |
| 合计 | 123,579.81 | 41.70% | 122,387.31 | 64.46% | 81,401.03 | 33.08% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地开发经营业务可持续性较好，但易受当地政府土地出让计划和房地产市场景气度等因素影响，收入波动较大

公司主要负责仙桃市区的土地开发整理，主要由公司本部负责。根据2010年仙桃市人民政府专题会议纪要（23）号文件，公司完成政府指定地块的开发整理并使土地达到可出让状态后交由仙桃市国土资源局开展“招拍挂”，取得的土地出让金原则上按照3:7在仙桃市财政局和公司之间进行分配，公司收到的分成用于偿债、支付村级以下征地补偿、省级以上报批费用和土地整理费，上述土地收入款由仙桃市财政局负责支付，相关收入根据土地出让价格而定。

2016年公司与仙桃市土地储备中心（以下简称“土储中心”）签订了土地开发整理合作协议，约定双方合作区域为仙桃市城区、城郊，由土储中心提供合作区域的土地资源，公司负责实施相关的拆迁安置补偿工作并负责所需资金，公司投资区域土地整理收益采取成本加成方式确定。但从2016-2018年的实际情况来看，收益分配上仍以合作区域内土地出让收入的70%支付给公司。

表6 2016-2018年公司土地开发经营业务收入明细

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|--------------|------------|------------|------------|
| 转让土地面积（平方米） | 103,993.46 | 607,224.04 | 381,222.90 |
| 转让土地成本（万元） | 6,193.93 | 6,428.47 | 8,875.65 |
| 土地开发经营收入（万元） | 47,854.91 | 84,060.75 | 31,101.34 |

资料来源：公司提供

2016-2018年，公司整理后出让的土地面积分别为381,222.90平方米、607,224.04平方米和103,993.46平方米，实现的收入分别为31,101.34万元、84,060.75万元、47,854.91万元。受所出让土地的计划位置和具体位置影响，历年的土地出让面积和平均出让价格存在较大差异，导致收入波动较大。2017年土地出让收入较高，主要系当年房地产和土地市场景气度较高，出让面积和出让价格均有上升；2018年公司仅出让了一块位于南城新区的土地，

但该地块周边配套较好、出让总价较高。

整体而言，公司土地开发经营业务模式较为成熟，与土储中心的合作方式以及土地出让的收益分配方式较为明确，当地待整理开发的土地较为充足，业务可持续性较好，但易受国家宏观调控、当地政府土地出让计划和房地产市场景气度等因素影响，收入规模波动较大。

公司是仙桃市重要基础设施建设的主体，市政工程业务收入较有保障，但存在较大的资金支出压力

作为仙桃市城乡基础设施建设主体，公司负责仙桃市市政工程、安置房、棚户区改造等项目的建设，经营模式主要为委托代建。根据仙桃市政府与公司签订的《仙桃市基础设施建设项目工程建设总协议》，仙桃市政府将辖区内共59个主要基础设施建设项目委托给公司，公司通过公开招标等方式选择工程设计院、承包商、监理方等具体实施主体，公司以自有资金垫付。仙桃市政府应支付的工程建设资金为工程实际造价加上代建管理费，代建管理费为工程完工程度的10-20%，其中，代建管理费按照工程完工程度每年支付，工程实际造价部分于工程项目完工并经验收后支付。公司根据仙桃市政府出具的工程项目产值确认函确定当年的市政工程成本结算及收入规模。2016-2018年，公司分别实现市政工程收入40,007.82万元、29,766.98万元和30,485.47万元，收入主要来源于南城新区东平台项目、水系一期工程项目、水利排灌工程建设项目、城西基础设施配套工程、仙桃市新型城镇化等项目，明细如表7所示。值得注意的是，相关收入结算资金回收时间不确定，每年回款情况差异较大。

表7 2016-2018年项目产值明细（单位：万元）

| 时间 | 项目 | 项目成本 | 项目产值 | 加成比例 |
|-------|------------|-----------|-----------|--------|
| 2016年 | 南城新区东平台等项目 | 34,677.32 | 40,007.82 | 13.32% |
| 2017年 | 水系一期工程等项目 | 27,923.01 | 29,766.98 | 6.19% |
| 2018年 | 水利排灌工程建设项目 | 16,589.33 | 18,851.51 | 12.00% |
| | 城西基础设施配套工程 | 5,263.40 | 5,981.13 | 12.00% |
| | 仙桃市新型城镇化 | 4,974.49 | 5,652.83 | 12.00% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司主要在建项目包括2017年第一批棚户区改造项目、乡村振兴项目、老城区改造项目等，主要在建项目预计总投资98.59亿元，已投资30.99亿元，尚需投资67.60亿元，同期存货中市政工程建设成本规模较大，且大部分已签订代建协议，未来收入来源较有保障，但收入确认受项目建设进度及政府审计决算进度影响较大，且主要在建项目尚需较大规模资金投入，存在较大资金支出压力。本期债券募投项目总投资10.16亿元，建成后将为公司带来物流产业园运营收入，但投入建设后将增加公司的资金压力。

表8 截至 2018 年末公司主要在建的市政工程项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 是否为政府代建 | 预计总投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|------------------|----------|--------------|--------------|--------------|
| 2017 年第一批棚户区改造项目 | 是 | 35.06 | 0.01 | 35.05 |
| 安置房项目 | 是 | 15.28 | 13.72 | 1.56 |
| 老城区改造项目 | 是 | 15.38 | 12.01 | 3.37 |
| 城区道路改造工程 | 是 | 3.15 | 2.60 | 0.55 |
| 乡村振兴项目 | 是 | 20.00 | 0.48 | 19.52 |
| 仙桃市文化中心项目 | 是 | 1.66 | 0.30 | 1.36 |
| 排湖风景区建设项目 | 是 | 8.06 | 1.87 | 6.19 |
| 合计 | - | 98.59 | 30.99 | 67.60 |

资料来源：公司提供

建造合同业务丰富了公司的收入和利润来源，业务具有可持续性

根据仙改组发[2018]7号文件，政府将市政总公司无偿划转至公司，于2018年8月纳入合并范围，公司新增建造合同业务，该业务的模式是市政总公司作为施工方给业主/发包方提供施工服务，发包方主要是仙桃市住房和城乡建设局、仙桃市水利和湖泊局等政府单位，项目主要通过招标取得，市政总公司按发包人提供的图纸和招标文件进行施工，发包人按照合同约定期限和方式支付合同价款。

近年，市政总公司完成的项目主要为仙桃市内市政道路、水务、河道整治、园林广场等各类工程，2016-2018年实现收入分别为1.23亿元、2.31亿元、4.12亿元，净利润分别为0.17亿元、0.38亿元、0.12亿元；其中，2018年8-12月确认成本2.76亿元，确认收入3.28亿元，毛利率为15.75%，占公司2018年营业收入的26.55%，是当期公司收入的重要构成部分。2019年市政总公司在手合同主要包括乡村振兴项目的各个子项目、市内道路工程、给排水管网工程等，发包业主主要包括公司本部、仙桃市住房与城乡建设局以及各乡镇人民政府，项目较为充足，业务具有可持续性。

供水、污水处理业务具有区域垄断性优势，对公司收入形成了较好补充，但尚处于亏损状态

公司承担整个仙桃市的城市供水和污水处理业务，具有区域垄断性优势，其中城市供水价格、污水处理价格均依据仙桃市物价局文件确定。供水业务主要由子公司仙桃市自来水公司负责，截至2018年末，公司共有新一水厂、城区二水厂、第三水厂及第四水厂4家水厂投入运营，总供水能力为30万吨/日，供水管网长度949.87公里，城市供水面积覆盖城区及近郊邻镇长埇口、胡场、三伏潭、张沟、西流河、彭场等部分农村，供水面积合计约91.53万平方米。2016-2018年，公司分别实现供水收入5,181.15万元、5,781.70万元和6,484.96万元，呈逐年增长的趋势，毛利率主要在16%-20%范围内。2016-2018年仙桃市自来水公

司分别净亏损724.45万元、4,123.22万元、1,862.03万元。

表9 2016-2018年公司供水业务主要数据

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|----------------|----------|----------|----------|
| 设计供水能力(万吨/日) | 30 | 30 | 20 |
| 实际供水量(万吨) | 7,549.00 | 6,591.35 | 6,045.02 |
| 实际售水量(万吨) | 5,276.00 | 4,291.23 | 3,936.25 |
| 售水价格: | | | |
| 其中:居民用水(元/立方米) | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 非居民用水(元/立方米) | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 特种用水(元/立方米) | 2.5 | 2.5 | 2.5 |

资料来源:公司提供

污水处理业务主要由子公司仙桃市污水处理有限公司负责,目前有四座污水处理厂已投入运营,分别为城东污水处理厂、仙下河污水处理厂、城西污水处理厂和仙苑污水处理厂,城南污水处理厂目前已暂停运行,处于升级改造中,完成后将作为城东污水处理厂的尾水强化处理系统,使排放水质达到地表V类水标准。截至2018年末,公司污水日处理能力为16.70万吨。

2016-2018年公司分别处理污水1,677.00万吨、2,848.00万吨和4,804.65万吨,实现污水处理收入2,518.40万元、2,723.00万元和2,868.00万元,污水处理费由仙桃市财政局代收并拨付给公司本部,受益于污水处理能力提升和政府加强环保监测,污水处理收入持续增长。政府对部分本地入驻企业提供了污水处理费用减免政策,使污水处理收入增幅低于处理量增幅。毛利率方面,因污水业务具有一定公益性,每年维护和折旧成本较高,加之工业污水处理量占比增加,该业务处于亏损状态。

表10 2016-2018年公司污水处理业务明细(单位:万吨)

| 项目 | 城东污水处理厂 | 仙下河污水处理厂 | 城西污水处理厂 | 仙苑污水处理厂 | 合计 |
|----------|----------|----------|---------|---------|----------|
| 日处理能力 | 12.00 | 3.00 | 1.50 | 0.20 | 16.70 |
| 2016年处理量 | 1,455.00 | 191.00 | 20.00 | 11.00 | 1,677.00 |
| 2017年处理量 | 2,034.83 | 677.78 | 111.78 | 23.61 | 2,848.00 |
| 2018年处理量 | 3,585.59 | 736.18 | 448.25 | 34.63 | 4,804.65 |

资料来源:公司提供

截至2018年末,公司仍在进行供水厂和污水处理厂的扩建及改造工程,总投资15.71亿元,已投资10.78亿元,尚需投资4.93亿元,建成后供水和污水处理收入将进一步扩大。

表11 2018年末公司主要的在建供水及污水处理项目(单位:亿元)

| 项目 | 预计总投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|----------|-------|------|------|
| 农村安全供水项目 | 4.79 | 4.32 | 0.47 |

| | | | |
|----------------|--------------|--------------|-------------|
| 第四水厂给水工程 | 2.70 | 2.64 | 0.06 |
| 新一水厂给水工程 | 4.71 | 2.72 | 1.99 |
| 应急水源工程 | 2.21 | 0.32 | 1.89 |
| 城西污水处理厂扩建及改造工程 | 1.30 | 0.78 | 0.52 |
| 合计 | 15.71 | 10.78 | 4.93 |

资料来源：公司提供

近年公司得到了当地政府在资产注入、政府补贴等方面的很大支持，增强了公司的资本实力和利润水平

作为仙桃市基础设施建设开发的主体，当地政府持续为公司提供支持，公司获得的支持主要为资产注入和政府补助。2013年，仙桃市政府将44.35万平方米的出让商住用地注入公司，增加公司资本公积9.19亿元。2018年，根据《关于仙桃市城市建设投资开发有限公司地方政府债券作为政府资本性投入事项的决定》，仙桃市财政局将其于2014-2017年期间转贷给公司的21.88亿元款项（原计入长期借款）作为政府对公司的资本性投入，并相应增加资本公积21.88亿元；仙桃市财政局2018年对公司子公司仙桃市水乡田园投资建设有限公司投入资本金3亿元，公司持有60%股份即享有1.8亿元的资本公积增加；根据仙国资[2018]33号和仙桃市人民政府专题会议纪要（第3号）文件，仙桃国资委将市政总公司（含下属子公司两家）、仙桃市规划建筑设计研究院、仙桃市勘测设计院股权无偿划拨至公司，以划拨时点账面净资产作为对公司的投入，相应增加资本公积0.33亿元。上述2018年变动使公司当年合计增加资本公积24.01亿元，资本实力大幅提升。

此外，2016-2018年公司分别获得政府补贴收入325.00万元、3,595.34万元和25.34万元，使公司利润水平得到一定提升。

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2016-2018年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况见下表。

表12 2016-2018年公司合并范围变化情况

| 企业名称 | 持股比例 | 变动时间 | 变动原因 |
|-----------------|---------|-------|------|
| 仙桃市高新技术产业投资有限公司 | 60.00% | 2016年 | 投资 |
| 仙桃市文化旅游产业投资有限公司 | 60.00% | | 投资 |
| 仙桃市文泉自来水有限公司 | 100.00% | | 新设 |

| | | | |
|---------------------------|---------|-------|------|
| 仙桃市洁净水务有限公司 | - | | 注销 |
| 仙桃市林业投资有限公司（二级子公司） | 51.00% | 2017年 | 投资 |
| 仙桃市规划建筑设计研究院 | 100.00% | 2018年 | 政府划拨 |
| 仙桃市勘测设计院 | 100.00% | | 政府划拨 |
| 仙桃市市政建设总公司 | 100.00% | | 政府划拨 |
| 仙桃市市政建设有限公司（二级子公司） | 51.60% | | 政府划拨 |
| 仙桃市建业建设工程质量检测有限公司（二级子公司） | 100.00% | | 政府划拨 |
| 仙桃市城投保障性住房投资建设有限公司（二级子公司） | 52.39% | | 政府划拨 |
| 仙桃市水乡田园投资建设有限公司 | 60.00% | | 设立 |

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但资产中应收款项、土地资产和项目建设成本占比较高，部分资产被抵押，资产整体流动性偏弱

近年来公司资产规模持续增长，2018年末总资产达249.87亿元，2016-2018年复合增长率为15.19%。公司资产以流动资产为主，2016-2018年流动资产占比分别为73.47%、72.30%、81.30%。

2018年末，公司货币资金账面余额为34.29亿元，主要为银行存款，无受限资金；由于近年项目建设投资的支出规模较大，货币资金规模逐年下降。近年来棚户区改造拆迁款和工程款规模增长较快，2018年末预付账款账面价值达21.62亿元，2016-2018年复合增长率达56.14%；从账龄来看，1年以内占52.45%，1-2年占15.90%，整体账龄较长。

应收账款主要是公司主营业务产生的应收工程款及土地开发业务应收款，2018年末账面价值为14.36亿元，其中应收仙桃市财政局、仙桃市城市建设委员会的款项金额合计占总账面价值的98.53%，未计提坏账准备。近年来往来款规模增长较快，2018年末其他应收款账面价值为16.40亿元，2016-2018年复合增长率达40.41%，主要是与市土地储备中心、仙桃市国有资产监督管理委员会办公室、仙桃市城市建设委员会等政府部门及中铁四局项目部、湖北仙城建筑材料有限公司等国有企业的往来款，前五大应收对象欠款金额合计为10.63亿元，占其他应收款账面余额的62.85%；其他应收款账龄主要集中在一年内，账龄较短。截至2018年末，公司应收款项（应收账款和其他应收款）账面价值合计占总资产的12.31%，考虑到应收对象以政府部门和国有企业为主，坏账风险相对可控，但资金回收时间不确定，对公司资金形成占用。

近年来，公司土地开发整理、安置房建设、棚户区改造及基础设施建设等项目的不断

推进,加之2018年公司将代建类基础设施建设项目由“其他非流动资产”重分类至“存货”,使公司存货规模快速增长,2018年末存货账面价值达115.68亿元,2016-2018年复合增长率达37.45%,主要包括土地资产46.95亿元³(面积合计285.10万平方米,主要为商用/住宅用地)、土地开发成本、安置房建设成本、棚户区改造成本及基础设施工程建设成本;其中,用于抵押的土地资产、棚户区改造成本及基础设施工程建设成本规模分别为12.56亿元、14.38亿元及8.46亿元,合计占存货的30.60%,受限规模较大。

表13 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 | 342,862.43 | 13.72% | 366,410.66 | 16.41% | 452,602.64 | 24.03% |
| 应收账款 | 143,647.16 | 5.75% | 236,475.02 | 10.59% | 143,084.78 | 7.60% |
| 预付款项 | 216,164.14 | 8.65% | 174,767.47 | 7.83% | 88,668.85 | 4.71% |
| 其他应收款 | 164,036.86 | 6.56% | 101,386.21 | 4.54% | 83,206.22 | 4.42% |
| 存货 | 1,156,790.11 | 46.29% | 728,794.74 | 32.64% | 612,268.51 | 32.51% |
| 流动资产合计 | 2,031,459.69 | 81.30% | 1,614,145.51 | 72.30% | 1,383,610.67 | 73.47% |
| 可供出售金融资产 | 122,610.00 | 4.91% | 122,110.00 | 5.47% | 116,600.00 | 6.19% |
| 固定资产 | 106,195.52 | 4.25% | 68,721.67 | 3.08% | 70,516.26 | 3.74% |
| 在建工程 | 151,287.61 | 6.05% | 108,760.00 | 4.87% | 62,615.93 | 3.32% |
| 非流动资产合计 | 467,280.83 | 18.70% | 618,499.81 | 27.70% | 499,580.15 | 26.53% |
| 资产总计 | 2,498,740.52 | 100.00% | 2,232,645.32 | 100.00% | 1,883,190.81 | 100.00% |

资料来源:公司2016-2018年三年连审审计报告,中证鹏元整理

公司可供出售金融资产主要为对外股权投资和代国开基金投资的企业,2018年末账面价值为12.26亿元,以成本法计量,2016-2018年变化不大,其中代国开基金以其增资资金投资企业的账面价值为6.63亿元,该部分投资的要求收益率为1.2%/年,公司代收代付;公司对外投资的企业主要为湖北江汉铁路有限责任公司和湖北省投资公司等。固定资产主要为房屋建筑物和机械设备,2018年固定资产规模大幅增长,主要系仙桃市新一水厂及水务维护中心等项目完工,由在建工程转入。近年在建工程账面价值增长较快,2016-2018年复合增长率达55.44%,主要为在建的污水处理厂项目、水厂项目、物流中心项目等,建成后将由公司运营。

总体来看,公司资产中应收款项、土地资产和项目建设成本规模较大,应收款项对公司资金形成较大占用,且已抵押的资产规模较大,资产整体流动性偏弱。

³ 仅包括已办理权证的土地。

盈利能力

公司收入规模保持增长，业务可持续性较好，但可能存在波动

2016-2018年，公司分别实现营业收入8.14亿元、12.24亿元、12.36亿元，复合增长率为23.21%。收入主要来源于土地开发经营收入、市政建设工程收入和建造合同收入，2018年收入占比分别为38.72%、24.67%、26.55%，供水和污水处理业务亦为公司贡献了一定收入。其中，土地开发经营收入受每年政府的土地出让计划和房地产市场景气度影响、市政建设工程的收入确认主要受项目进度的影响，均存在波动；2018年新增建造合同收入3.28亿元，系市政总公司纳入合并报表所致。

截至2018年末，公司主要在建及拟建项目⁴总投资合计124.46亿元，尚需投资82.69亿元，存货中的未结算开发成本和施工成本较高，且大部分已签订代建或回收协议，同时水务类业务具有区域垄断性，公司未来的收入来源较有保障。需注意的是，公司项目的结算受政府审计决算进度影响较大，且土地开发业务易受宏观调控政策、地方政府出让计划和房地产景气度等因素影响，未来收入或存在波动。本期债券募投项目建成后将为公司带来物流产业园运营收入，但易受当地经济、物流业和房地产业的影响，存在不确定性。

由于每年业务结构、结算项目差异较大，2016-2018年毛利率波动幅度较大，其中土地开发经营业务毛利率高、收入波动较大，对综合毛利率影响较为明显。其他收益和营业外收入主要为政府补助，2016-2018年二者之和分别占利润总额的1.90%、5.32%、0.07%。受上述因素影响，公司2016-2018年的利润总额亦呈现较大的波动性。

表14 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|-------|------------|------------|-----------|
| 营业收入 | 123,579.81 | 122,387.31 | 81,401.03 |
| 营业利润 | 47,235.16 | 64,340.98 | 18,260.81 |
| 其他收益 | 25.34 | 25.34 | 0.00 |
| 营业外收入 | 7.81 | 3,574.80 | 351.78 |
| 利润总额 | 47,187.25 | 67,680.18 | 18,534.64 |
| 综合毛利率 | 41.70% | 64.46% | 33.08% |

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

公司经营活动现金流表现不佳，投资活动资金支出规模较大，面临较大资金支出压力

⁴ 包括市政工程项目、自营项目和募投项目，下同。

公司主营业务每年的回款情况存在一定差异，使公司销售商品、接受劳务收到的现金和收现比波动较大，2016-2018年收现比分别为1.10、0.31和0.76，其中2017年土地出让金未能在年内返还，导致当期收现比较低。由于2018年部分代建类项目由“其他非流动资产”重分类至“存货”，相应的资金支出亦由投资活动现金流调整至经营活动现金流，导致当期购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长。此外，其他与经营活动有关的现金流主要为公司与政府和企事业单位的往来款，2018年由前两年的净流入转为净流出。受上述因素影响，2016-2018年公司经营活动现金流量净额分别为1,648.08万元、852.05万元、-91,454.81万元，波动较大，考虑到2016-2017年部分资金支出计入投资活动，经营活动现金流总体表现不佳。

近年来公司投资活动现金持续净流出，主要用于在建的污水处理厂、水厂等项目投资，2018年净流出规模同比减少79.07%，主要系会计科目调整的影响。公司经营活动现金流不能覆盖投资支出，资金缺口主要由外部融资满足，2016-2018年筹资活动现金净流入分别为48.87亿元、17.88亿元、13.35亿元。截至2018年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资82.69亿元，存在较大的资金支出压力。

表15 公司现金流情况表（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|----------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| 收现比 | 0.76 | 0.31 | 1.10 |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 93,977.34 | 37,838.24 | 89,733.88 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 36,206.98 | 59,911.55 | 30,359.50 |
| 经营活动现金流入小计 | 130,184.32 | 97,749.79 | 120,093.38 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 121,100.66 | 58,777.36 | 73,065.02 |
| 支付的其他与经营活动有关的现金 | 64,034.56 | 878.08 | 3,757.63 |
| 经营活动现金流出小计 | 221,639.13 | 96,897.74 | 118,445.29 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -91,454.81 | 852.05 | 1,648.08 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -55,566.11 | -265,515.96 | -241,592.14 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 133,472.69 | 178,774.06 | 488,689.11 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -13,548.23 | -85,889.84 | 248,745.05 |

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

公司有息债务规模较大，面临较大偿债压力

近年来公司业务规模和融资需求不断增长，2018年末总负债规模达130.44亿元，2016-2018年复合增长率为10.27%，其中2018年受债务到期偿还的影响，期末负债总额同

比下降4.56%。公司所有者权益增长较快，其中，2018年政府无偿划转子公司股权，且仙桃市财政局将其转贷给公司的款项作为政府对公司的资本性投入，使资本公积大幅增至28.21亿元，所有者权益同比增长37.94%至119.43亿元。受此影响，2018年末公司产权比率降至109.22%，但净资产对负债的覆盖程度仍较差。

表16 公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|-------|--------------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 1,304,411.22 | 1,366,791.28 | 1,072,656.38 |
| 所有者权益 | 1,194,329.30 | 865,854.04 | 810,534.43 |
| 产权比率 | 109.22% | 157.85% | 132.34% |

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要由非流动负债构成，2016-2018年非流动负债占比均在80%以上。截至2018年末，公司其他应付款账面余额为4.87亿元，主要为应付湖北美联建工有限公司、仙桃市沙嘴办事处、仙桃市安捷公路养护有限公司等企事业单位的往来款。2018年末一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款3.81亿元、一年到期的应付债券3.80亿元和一年内到期的融资租赁款5.89亿元。

截至2018年末，公司长期借款余额为76.66亿元（含一年内到期的部分），包含17.88亿元质押借款、12.02亿元保证借款、0.25亿元抵押借款，其余部分为多种增信方式共存的借款，质押物包括水费收费权及委托代建协议下的预期收益权，抵押物主要为公司的土地资产。2018年末公司应付债券余额为15亿元（含一年内到期的部分），系“14仙桃城投债”本金6亿元和“16仙桃城投债”本金9亿元。2018年末长期应付款余额为26.13亿元（含一年内到期的部分），主要包括应付融资租赁款14.95亿元和11.17亿元棚户区改造项目、基础设施建设等专项资金，其中融资租赁标的物主要为道路给排水管网、供水及污水处理设备、道路施工设备。

表17 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 |
| 其他应付款 | 48,749.93 | 3.74% | 50,688.78 | 3.71% | 56,063.24 | 5.23% |
| 一年内到期的非流动负债 | 134,925.09 | 10.34% | 159,059.23 | 11.64% | 80,404.73 | 7.50% |
| 流动负债合计 | 252,345.40 | 19.35% | 246,505.93 | 18.04% | 160,687.36 | 14.98% |
| 长期借款 | 728,455.40 | 55.85% | 762,431.11 | 55.78% | 629,808.81 | 58.71% |
| 应付债券 | 112,000.00 | 8.59% | 150,000.00 | 10.97% | 170,000.00 | 15.85% |
| 长期应付款 | 202,402.11 | 15.52% | 200,377.12 | 14.66% | 104,657.73 | 9.76% |

| | | | | | | |
|---------|--------------|---------|--------------|---------|--------------|---------|
| 非流动负债合计 | 1,052,065.82 | 80.65% | 1,120,285.35 | 81.96% | 911,969.02 | 85.02% |
| 负债合计 | 1,304,411.22 | 100.00% | 1,366,791.28 | 100.00% | 1,072,656.38 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 1,066,076.94 | 81.73% | 1,186,405.34 | 86.80% | 958,965.04 | 89.40% |

注：2016-2018 年长期应付款中的融资租赁款分别为 78,751.50 万元、114,915.00 万元、90,696.46 万元。
 资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

因部分债务到期偿还，2018 年末公司的有息债务规模为 106.61 亿元，较上年末下降 10.14%，占总负债的 81.73%，债务规模较大，其中 2019-2021 年的到期规模为 45.50 亿元，偿债压力较大。若本期债券发行成功，公司有息债务规模将进一步增加。

表18 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年及以后 |
|----|------------|------------|------------|------------|------------|
| 本金 | 153,027.02 | 157,249.44 | 144,754.43 | 112,729.54 | 498,316.51 |

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，受益于政府注资及有息债务的偿还，2018 年末公司资产负债率为 52.20%，较上年末下降 9.02 个百分点；流动比率和速动比率分别为 8.05 和 3.47，处于较高水平，但考虑到公司资产中土地资产和项目建设成本占比较高且部分用于抵押，实际流动性受到一定限制，一定程度上影响了公司的短期偿债能力。由于土地开发、市政工程建设等业务收入波动，公司 EBITDA 亦存在波动性，整体上 EBITDA 对利息和有息债务的保障程度较低，偿债压力较大。

表19 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2018 年 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 52.20% | 61.22% | 56.96% |
| 流动比率 | 8.05 | 6.55 | 8.61 |
| 速动比率 | 3.47 | 3.59 | 4.80 |
| EBITDA（万元） | 52,832.18 | 76,137.72 | 23,219.22 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.90 | 1.56 | 0.75 |
| 有息债务/EBITDA | 20.18 | 15.58 | 41.30 |

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

募投项目收益是本期债券本息偿付的重要来源。根据《仙桃市城市建设投资开发有限公司仙桃高新区现代化港口物流产业基地建设项目可行性研究报告》，该项目在债券存续期内的项目综合收入合计 121,308.03 万元，主要来源于物流产业园内库房、厂房、办公楼

及配套商铺的租售收入，债券存续期扣除经营成本、税金及附加后净收益为115,156.58万元，能够为本期债券的本息偿付提供保障。但需要注意的是，募投项目存在不能按计划竣工并投入使用的可能性，同时项目收益易受到当地整体经济、物流业和房地产业发展情况的影响，收入的实现存在不确定性。

公司主营业务为本期债券本息的偿付提供一定保障。公司经过多年发展，形成了多元化的业务格局，且土地开发、市政工程、供水和污水处理业务在区域内具有一定垄断地位，业务可持续性较好。2016-2018年公司实现营业收入分别为81,401.03万元、122,387.31万元和123,579.81万元，净利润分别为18,248.19万元、50,745.02万元和35,539.51万元，收入和利润情况尚可，能为本期债券还本付息提供一定保障。需注意的是，2016-2018年经营活动现金流净额分别为1,648.08万元、852.05万元、-91,454.81万元，公司项目的结算受政府审计决算进度影响较大，且土地开发业务易受宏观调控政策、地方政府出让计划和房地产景气度等因素影响，未来收入可能存在一定的波动，款项的回收时间亦存在不确定性。

公司资产的变现为本期债券的本息偿付提供一定保障。截至2018年末，公司存货中的土地使用权账面价值合计46.95亿元，其中未抵押账面价值合计34.40亿元，必要时公司可出让或抵押部分土地使用权，以增加和补充偿债资金。但另一方面，土地使用权的流动性偏弱、处置周期偏长，且实际出让价格易受房地产和土地市场景气度影响。

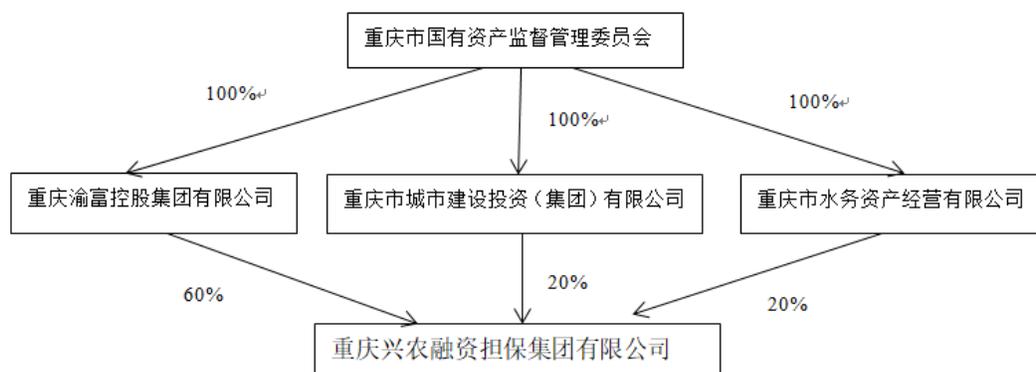
（二）本期债券保障措施分析

兴农担保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

本期债券由兴农担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

兴农担保原名重庆兴农融资担保有限责任公司，成立于2011年8月31日，是重庆市委市政府为统筹城乡发展，加快现代农业发展，着力解决农村融资问题，盘活农村产权资源组建的专注于农村产权抵押融资的政策性农业信贷担保机构。历经数次增资及股权变更，截至2019年9月末，兴农担保注册资本和实收资本为52.20亿元，控股股东和实际控制人分别为重庆渝富控股集团有限公司和重庆市国有资产监督管理委员会。截至2018年末，兴农担保股权关系如下图所示。

图3 截至2018年末兴农担保股权结构



资料来源：兴农担保提供

兴农担保主要经营直接融资担保业务、间接融资担保业务和非融资担保业务。2016-2018年，兴农担保分别实现营业总收入6.36亿元、6.12亿元和7.43亿元，担保业务收入分别占当期营业总收入的66.05%、74.35%和70.01%。2016-2018年兴农担保期末在保余额分别为251.23亿元、384.29亿元和555.80亿元，年复合增长率为48.74%，随着担保种类的多元化，兴农担保业务规模持续增长。

截至2018年12月31日，兴农担保资产总额为229.63亿元，所有者权益为98.42亿元；2018年度，兴农担保实现营业总收入7.43亿元，利润总额2.21亿元。截至2018年末，兴农担保期末在保余额为555.80亿元，融资担保放大倍数为4.89。

表20 2016-2018年兴农担保主要财务指标情况（单位：万元）

| 项目 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|----------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 2,296,342.94 | 2,210,991.14 | 1,563,081.01 |
| 所有者权益 | 984,177.85 | 950,572.30 | 874,526.19 |
| 营业总收入 | 74,286.43 | 61,172.91 | 63,625.09 |
| 利润总额 | 22,054.00 | 4,328.15 | 22,369.84 |
| 净资产收益率 | 2.23% | 0.10% | 2.78% |
| 当期担保发生额 | 3,061,505.41 | 2,897,177.80 | 2,011,408.35 |
| 期末在保余额 | 5,557,969.92 | 3,842,860.09 | 2,512,302.47 |
| 担保风险准备金 | 177,893.51 | 159,466.35 | 136,121.65 |
| 净资产放大倍数 | 5.65 | 4.04 | 2.87 |
| 融资担保放大倍数 | 4.89 | - | - |
| 当期担保代偿率 | 7.77% | 1.88% | 3.20% |
| 累计代偿回收率 | 28.75% | 17.38% | 0.00% |

注：1、2017年财务数据来源于兴农担保2018年审计报告期初数（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：兴农担保 2016 年、2018 年审计报告及兴农担保提供，中证鹏元整理

综合来看，兴农担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定兴农担保主体长期信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券信用水平。

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9月23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9月24日），市政总公司不存在未结清不良类信贷记录，市政总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。

（二）或有事项分析

截至2019年6月末，公司对外担保余额为5,000万元，占2018年末净资产的0.42%，担保对象为中外建华中工程集团有限公司，为民营企业，未设置反担保措施。

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 | 342,862.43 | 366,410.66 | 452,602.64 |
| 应收票据及应收账款 | 143,647.16 | 236,475.02 | 143,084.78 |
| 其他应收款 | 164,036.86 | 101,386.21 | 83,206.22 |
| 存货 | 1,156,790.11 | 728,794.74 | 612,268.51 |
| 在建工程 | 151,287.61 | 108,760.00 | 62,615.93 |
| 总资产 | 2,498,740.52 | 2,232,645.32 | 1,883,190.81 |
| 其他应付款 | 48,749.93 | 50,688.78 | 56,063.24 |
| 一年内到期的非流动负债 | 134,925.09 | 159,059.23 | 80,404.73 |
| 长期借款 | 728,455.40 | 762,431.11 | 629,808.81 |
| 应付债券 | 112,000.00 | 150,000.00 | 170,000.00 |
| 长期应付款 | 202,402.11 | 200,377.12 | 104,657.73 |
| 总负债 | 1,304,411.22 | 1,366,791.28 | 1,072,656.38 |
| 有息债务 | 1,066,076.94 | 1,186,405.34 | 958,965.04 |
| 所有者权益 | 1,194,329.30 | 865,854.04 | 810,534.43 |
| 营业收入 | 123,579.81 | 122,387.31 | 81,401.03 |
| 营业利润 | 47,235.16 | 64,340.98 | 18,260.81 |
| 其他收益 | 25.34 | 25.34 | 0.00 |
| 营业外收入 | 7.81 | 3,574.80 | 351.78 |
| 利润总额 | 47,187.25 | 67,680.18 | 18,534.64 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -91,454.81 | 852.05 | 1,648.08 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -55,566.11 | -265,515.96 | -241,592.14 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 133,472.69 | 178,774.06 | 488,689.11 |
| 财务指标 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
| 综合毛利率 | 41.70% | 64.46% | 33.08% |
| 收现比 | 0.76 | 0.31 | 1.10 |
| 产权比率 | 109.22% | 157.85% | 132.34% |
| 资产负债率 | 52.20% | 61.22% | 56.96% |
| 流动比率 | 8.05 | 6.55 | 8.61 |
| 速动比率 | 3.47 | 3.59 | 4.80 |
| EBITDA（万元） | 52,832.18 | 76,137.72 | 23,219.22 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.90 | 1.56 | 0.75 |
| 有息债务/EBITDA | 20.18 | 15.58 | 41.30 |

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 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 |
| 产权比率 | 负债总额/所有者权益 |
| 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 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 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 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出) |
| 有息债务 | 一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务 |

附录三 截至2018年末纳入公司合并范围的子公司

| 单位名称 | 注册资本 (万元) | 持股比例 | 业务性质 |
|--------------------|--------------|---------|------------|
| 仙桃市污水处理有限公司 | 7,300 | 52.05% | 污水处理营运 |
| 仙桃市新业房地产开发有限公司 | 45,000 | 33.33% | 房地产开发经营 |
| 仙桃市自来水公司 | 26,093 | 100.00% | 供水（供应） |
| 仙桃市自来水有限公司 | 14,300 | 52.45% | 供水（供应） |
| 湖北仙投建设工程有限公司 | 99,700 | 79.58% | 市政工程承包承做 |
| 湖北仙华建筑劳务有限公司 | 200 | 100.00% | 建筑工程施工 |
| 仙桃市张沟城市建设投资开发有限公司 | 2,100 | 52.38% | 城市基础设施建设 |
| 仙桃市城图房地产开发有限公司 | 105,010 | 52.37% | 房地产经营开发 |
| 仙桃市城投保障性住房投资建设有限公司 | 50,000 | 52.39% | 房地产经营开发 |
| 仙桃市土地经营开发有限公司 | 20,000 | 100.00% | 土地经营和开发 |
| 仙桃市高新技术产业投资有限公司 | 50,000 | 84.00% | 高新技术产业投资 |
| 仙桃市文化旅游产业投资有限公司 | 50,000 | 92.00% | 文化旅游产业投资 |
| 仙桃市林业投资有限公司 | 30,000 | 67.03% | 林业、绿化园林投资 |
| 仙桃市文泉自来水有限公司 | 10,000 | 100.00% | 供水（供应） |
| 仙桃市水乡田园投资建设有限公司 | 50,000 | 60.00% | 城乡基层设施投资建设 |
| 仙桃市规划建筑设计研究院 | 100 | 100.00% | 建筑规划设计 |
| 仙桃市勘测设计院 | 1,000 | 100.00% | 测绘测量 |
| 仙桃市市政建设总公司 | 3,077 | 100.00% | 城市市政工程建设 |
| 仙桃市市政建设有限公司 | 11,777 | 51.60% | 城市市政工程建设 |
| 仙桃市建业建设工程质量检测有限公司 | 180 | 100.00% | 城市市政工程建设 |

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告，注册资本来自Wind，中证鹏元整理

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |

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。