

恩施城市建设投资有限公司

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
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：



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【203】号 03

分析师

姓名：
蒋申 董斌

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 04 月 23 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

恩施城市建设投资有限公司 2020 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 9.5 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：武汉信用风险管理融资担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3 至第 7 年末逐年分别按照债券本金
总额 20.00% 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”）对恩施城市建设投资有限公司（以下简称“恩施城投”或“公司”）本次拟发行总额不超过 9.5 亿元公司债券（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运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，得到了股东的有力支持，同时，武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“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；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且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。近年来，恩施土家族苗族自治州（以下简称“恩施州”）和恩施市经济保持增长，恩施州 2017-2019 年地区生产总值分别为 801.23 亿元、1,082.31 亿元和 1,159.37 亿元，增长率分别为 6.2%、6.2%和 6.6%；恩施市 2016-2018 年地区生产总值分别为 187.86 亿元、211.22 亿元和 233.17 亿元，增长率分别为 8.4%、7.9%和 8.5%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。公司主要承担了恩施市城市基础设施建设任务，为恩施市重要的基础设施建设主体，截至 2018 年末，公司已签订代建协议的主要在建项目总投资为 64.33 亿元，已投资 27.41 亿元，公司业务持续性较有保障。

- **公司获得股东的有力支持。**股东在资产注入等方面给予了公司有力支持，近三年政府向公司子公司注入水厂、车辆等资产合计 6,790.32 万元；且公司近三年分别获得了当地政府 22,491.71 万元、17,844.36 万元和 13,032.34 万元的补贴收入。
- **保证担保有效提升了本期债券安全性。**经中证鹏元评定，武汉信用主体长期信用等级为 AA+，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有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司资产主要由开发成本和土地使用权构成，两者分别为 899,125.79 万元和 428,938.63 万元，占总资产的比重分别为 43.35% 和 20.68%，其中，土地资产用途主要为工业用地、商服住宅用地、综合用地等，面积合计 2,534,512.14 平方米，已抵押土地资产账面价值占土地资产的比重为 16.05%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2016-2018 年，公司经营活动现金持续净流出规模合计达-25.12 亿元，截至 2018 年末，公司主要在建、拟建项目尚需投资 72.49 亿元，未来存在较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2018 年末公司有息债务余额为 77.03 亿元，近三年复合增速达 36.03%；2018 年末公司资产负债率达 58.26%，2018 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.21，存在较大的偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保金额为 15.57 亿元，占 2018 年末净资产的比重为 17.99%；其中对民营企业的担保金额占总担保金额的比为 68.59%，且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,074,001.00	1,812,909.61	1,711,339.39
所有者权益	865,640.29	839,151.28	818,342.59
有息债务	770,300.00	534,580.00	416,266.15
资产负债率	58.26%	53.71%	52.18%
流动比率	3.03	2.64	2.46
营业收入	123,467.47	84,807.83	108,128.76

其他收益	12,341.34	17,844.36	0.00
营业外收入	701.02	142.75	22,571.39
利润总额	24,957.53	20,010.63	23,940.53
综合毛利率	19.00%	21.49%	19.21%
EBITDA	42,916.84	33,014.66	39,015.26
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.54	2.39
经营活动现金流净额	-103,153.41	-97,601.26	-50,430.26

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

担保方武汉信用主要财务指标（单位：万元）

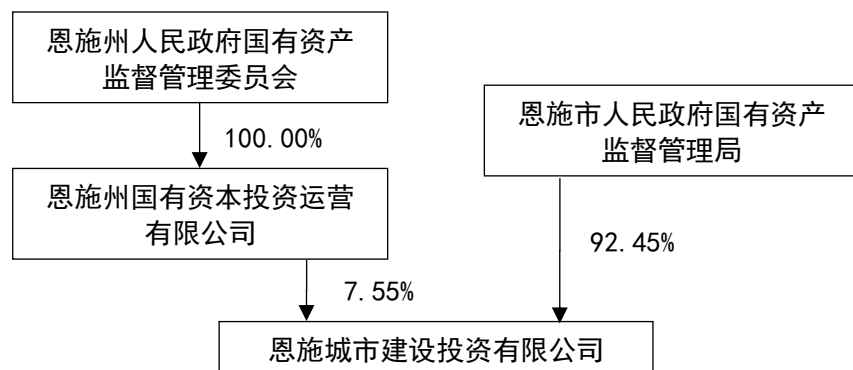
项目	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	3,976,511.36	3,791,157.27	3,581,993.91	2,011,220.38
所有者权益	1,380,028.40	1,296,093.75	1,143,880.51	533,391.85
担保责任余额（亿元）	49.56	58.65	116.51	166.19
准备金覆盖率	2.30%	2.69%	3.00%	2.76%
融资担保放大倍数	0.36	0.45	1.02	3.12
累计代偿回收率	91.41%	90.76%	83.19%	50.00%

资料来源：武汉信用 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，武汉信用提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司由恩施州人民政府、恩施市人民政府和恩施市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）于2004年10月共同出资组建，设立时公司注册资本为14,580.00万元。2005年7月30日，恩施州人民政府授权恩施州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“恩施州国资委”）行使股东职权、恩施市人民政府授权恩施市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“恩施市国资局”）行使股东职权。2007年7月22日自来水公司将持有公司的24.69%股权全部转让给恩施市国资局。后经多次增资，截至2015年12月末，公司注册资本增至105,000.00万元，其中，恩施州国资委持股7.55%，恩施市国资局持股92.45%。2018年11月，恩施州国资委将持有的公司7.55%的股权无偿转让给了恩施州国有资本投资运营有限公司。截至2019年4月30日，公司注册资本与实收资本均为105,000万元，控股股东为恩施市国资局，实际控制人为恩施市人民政府。公司产权及控制关系如下图所示：

图1 截至2019年4月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是恩施市重要的城市基础设施建设投融资主体，主要负责恩施市城市基础设施建设，开展土地收购储备和土地整理业务，旧城改造以及国有资产经营管理等多项职能。

2016-2017年公司合并报表范围内的子公司无变化。2018年公司新增纳入合并财务报表范围子公司为1家，系出资设立的恩施市交通建设投资有限公司。截至2018年末，公司合并报表范围内子公司9家，详见附录三。

二、本期债券概况

债券名称：2020年湖北省恩施城市建设投资有限公司公司债券；

发行总额：不超过人民币9.5亿元；

债券期限和利率：7年期，固定利率；

还本付息方式：本次债券每年付息一次。本期债券设置本金提前偿还条款，在债券存续期的第3-7年末逐年分别按照债券本金总额20%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付，年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息；

增信方式：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总额为不超过9.5亿元，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
恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目	102,908.02	72,000.00	69.97%
补充营运资金（可用于新冠肺炎疫情防控相关支出）	-	23,000.00	-
合计	-	95,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）项目概况

恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目（以下简称“募投项目”）位于恩施市白杨坪集镇西侧，由公司全资子公司恩施市硒都国有资产经营有限责任公司（以下简称“硒都国资”）实施建设，募投项目总用地面积333,700.00平方米，总建筑面积547,305.68平方米（其中厂房建筑面积511,800.00平方米，员工宿舍建筑面积16,818.48平方米，研发办公建筑面积18,687.20平方米），配套建设水电、消防、绿化等辅助设施，停车位按规划部门要求建设。

表 2 本期债券募投项目审批情况

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2017年12月7日	恩施市城乡规划局	《关于白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目规划方案的审查意见》	-
2018年5月29日	恩施市发展和改革局	《湖北省固定资产投资项目备案证》	2017-422801-70-03-144682
2018年6月13日	恩施市环境保护局	《关于“恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目”环境影响报告表的批复》	恩环建评（2018）30号
2018年6月25日	恩施市人民政府	《恩施市人民政府关于白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项	恩市政函（2018）84号

		目社会稳定风险评估事宜的批复》	
2018年7月5日	恩施市国土资源局	《恩施市国土资源局关于恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目用地预审的函》	恩市国土预审函（2018）17号
2018年7月12日	恩施市发展和改革委员会	《关于恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目节能评估报告的审查意见》	恩市发改审批（2018）168号

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）项目进度

本期债券募投项目工程总投资为102,908.02万元，计划建设期为24个月。截至2019年4月末，该项目尚未开工。

（三）项目收益

根据孝感市工程咨询公司出具的《恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施项目申请报告》（以下简称“可行性研究报告”），本期债券募投项目建成后拟采用出售及出租的方式实现项目收益，房屋销售及出租计划详见表3。项目计划于第3年开始取得收入，经营期为5年，经营期内预计累计可实现项目经营收入150,313.91万元，累计可获得净利润为20,484.12万元，税后财务内部收益率为6.04%，税后财务净现值为145.92万元，税后投资静态回收期为6.01年，税后动态回收期为6.99年。

表3 本期债券募投项目房屋销售及出租计划（单位：万元）

项目	售/租计划	价格 (元/m ²)	售/租面积（千平方米）					收入
			第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	
工业厂房	销售	2,498.00	102.36	102.36	102.36	102.36	102.36	141,297.75
	出租	120.00	153.54	153.54	153.54	102.36	0.00	6,755.76
科研办公楼	出租	216.00	9.34	11.21	13.08	14.95	16.82	1,412.75
员工宿舍	出租	144.00	8.41	10.09	11.77	13.45	15.14	847.65
合计	-	-	273.65	277.20	280.75	233.12	134.32	150,313.91

注：工业厂房第一年销售价格为2,498.00元/m²，其他每年售价按照前一年售价的105%定价。

资料来源：《恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施项目申请报告》，中证鹏元整理

四、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

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，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，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。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、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，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。供给端，受交通管制和延迟复工影响，劳动力要素和生产资料流通受阻。需求端，恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费需求；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。中证鹏元预计，此次疫情大概率拉低我国全年经济增长率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近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，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。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，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。

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。

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、发展改革委等六部委发布《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，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，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。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。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要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），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，明确 PPP 项目“正负面”清单，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。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。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 4 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	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；

	作的几点意见》		鼓励各地扩大项目收益债、永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
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	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
2019年3月	政府工作报告	国务院	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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

在固定资产投资及旅游产业快速发展的推动下，近年恩施州经济保持增长

恩施州位于湖北省西南部，东连荆楚，南接潇湘，西临渝黔，北靠神农架，国土面积2.4万平方公里，辖恩施、利川两市和建始、巴东、宣恩、来凤、咸丰、鹤峰六县。沪蓉高速、沪渝高速和318、209国道贯穿恩施州，境内的许家坪机场属于4C级民用机场，2018年机场旅客吞吐量突破百万人次，实现了从小型机场向中型机场的量级转变。恩施州是湖北省唯一的少数民族自治州，全州除汉族外，还居住着土家族、苗族、侗族、白族、蒙古族、回族等28个少数民族，少数民族人口占总人口的54%。2018年全州总人口402.10万人，常住人口339.00万人。

恩施州生态环境良好，自然资源丰富，森林覆盖率近70.00%，全州有1处世界文化遗产、2个5A级景区和18个4A级景区，享有“鄂西林海”、“华中药库”、“烟草王国”之称号。恩施州属沉积岩分布地区，沉积矿产比较丰富。到目前为止，全州已发现各类矿产70余种，矿产地370余处，其中探明储量的有31种，矿产地235处，在31种矿产中，已探明大型矿床10处，中型矿床23处，小型矿床202处，矿点23处。铁、煤、石煤、磷、硫铁矿、天然气、高岭土、耐火粘土、石膏、冶金用白云岩、生物大理石、硒矿、硅等13种矿产位居湖北省各地市州前列。恩施州作为湖北省唯一被纳入国家西部大开发的地区以及唯一的国家全域旅游示范区创建州，主要产业包括富硒绿色食品、清洁能源、生物医药、新型建材、现代烟草。2017-2019年，恩施州地区生产总值分别为801.23亿元、1,082.31亿元和1,159.37亿元，增长率分别为6.2%、6.2%和6.6%；三次产业结构比从2017年的20.0:35.7:44.3

调整为2019年的15.6:25.8:58.6。2019年人均GDP34,259元，为全国人均GDP的48.33%。

恩施州工业基础较为薄弱，2017-2019年工业增加值分别为233.02亿元、242.45亿元和234.28亿元，增速分别为4.4%、2.9%和6.4%。2019年规模以上工业企业296家，规模以上工业增加值增长0.5%，主要产品有精制茶、卷烟、水泥、商品混凝土等，全年规模以上工业产销率为96.77%。

固定资产投资系带动恩施州经济发展的主要动力。2017-2019年，恩施州固定资产投资增长率分别为15.5%、11.2%和11.0%，分产业看，2019年恩施州第一产业投资增长10.0%；第二产业投资增长11.4%；第三产业投资增长11.0%。2019年恩施州全州房地产开发投资增长20.6%，全年商品房施工面积1,448.82万平方米，比上年下降2.4%；竣工面积73.33万平方米，下降28.0%；销售面积341.67万平方米，增长0.1%；待售面积34.56万平方米，下降33%。全年商品房销售额181.40亿元，增长6.4%。

得益于良好的生态环境，州内旅游服务业近年快速发展，推动区域消费快速增长，系当地区域增长的重要动力。2019年恩施州全州旅游接待人数7,117.71万人次，比上年增长14.5%；旅游综合收入530.45亿元，增长16.5%，在旅游服务业快速增长的推动下，2017-2019年恩施州社会消费品零售总额增长率分别为11.2%、10.9%和11.2%，居民消费增速整体保持相对较快增长。需要关注的是，2020年受COVID-19疫情的影响，州内旅游服务业短期内受到制约。

表 5 恩施州主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,159.37	6.6%	1,082.31	6.2%	801.23	6.2%
第一产业增加值	180.94	3.5%	166.27	2.7%	160.14	4.2%
第二产业增加值	299.43	5.5%	296.17	2.3%	286.01	3.5%
第三产业增加值	679.00	8.1%	408.51	10.9%	355.08	9.5%
工业增加值	234.28	6.4%	242.45	2.9%	233.02	4.4%
固定资产投资	-	11.0%	-	11.2%	831.16	15.5%
社会消费品零售总额	685.81	11.2%	616.83	10.9%	556.41	11.2%
进出口总额（亿美元）	0.90	2.0%	0.88	-83.5%	5.32	-1.1%
存款余额	1,505.76	3.1%	1,460.82	5.8%	1,381.12	12.0%
贷款余额	1,166.36	13.2%	1,030.81	14.1%	903.58	17.1%
人均 GDP（元）	34,259		32,040		23,892	
人均 GDP/全国人均 GDP	48.33%		48.54%		39.81%	

注：根据第四次全国经济普查结果和 GDP 统一核算制度规定，恩施州 2018 年 GDP 由 870.95 亿元修订为 1,082.31 亿元。

资料来源：2016-2018 年恩施州国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年恩施州全州实现公共财政收入80.21亿元，同比增长8.5%，其中税收收入60.96亿元，占公共财政收入比重为76.0%；实现政府性基金收入46.57亿元，同比下降13.9%；同期恩施州全州公共财政支出为391.76亿元，同比增长15.1%，财政自给率为20.5%。

近年来，在旅游业的快速发展及固定资产投资推动下，恩施市经济保持稳定增长，为公司发展提供良好基础

恩施市是恩施州首府所在地，是全州政治、经济、文化中心和交通枢纽。国土面积3,972平方公里，辖13个乡镇、4个办事处、172个行政村、36个社区。全市总人口82万，其中以土家族、苗族、侗族为主的少数民族人口占40.7%。城市建成区面积45平方公里，城区常住人口40万。

恩施市境内自然景观奇特，生态环境良好，森林覆盖率高达63.1%，拥有1个5A景区、3个4A景区，是中国优秀旅游城市、国家园林城市。恩施市拥有世界最大的独立硒矿床，核心矿区范围长6千米，宽1.5千米，面积0.88平方公里，含硒量均值3637.5mg/kg，含硒品位为230-6300mg/kg，探明具有工业开采价值的硒金属（工业纯硒）45.699吨。得益于丰富的硒资源，硒食品精深加工产业快速发展，主要产品包括肉食品加工、富硒茶叶、硒土豆等，拥有“恩施玉露”“恩施硒土豆”等公用品牌，知名企业有徕福硒业、思乐牧业、润邦茶业等。

恩施市是恩施州全州唯一的省级重点开发区域，2016-2018年恩施市地区生产总值分别为187.86亿元、211.22亿元和233.17亿元，增速分别为8.4%、7.9%和8.5%。从产业结构来看，三次产业的结构比例由2016年的14.7:39.4:45.9调整到2018年的12.6:39.0:48.4，第三产业的占比持续增加。

2016-2018年恩施市工业增加值分别为60.79亿元、69.37亿元和73.88亿元，可比增长率分别为9.2%、8.1%和7.6%，增速逐步放缓。恩施市工业主要产品有鲜冷藏冻肉、精制茶、卷烟等，水力发电、烟厂类企业对全市工业经济发展起到较大支撑作用。

固定资产投资系拉动恩施市经济发展的主要动力，2016-2018年恩施市固定资产投资同比增长率分别为20.6%、18.2%和14.7%，增速逐年下滑，但仍保持每年14%以上的较高增速。2016-2018年房地产开发投资分别为47.17亿元、53.27亿元和61.80亿元，同比增长35.9%、12.9%和16.0%；商品房销售面积分别为110.83万平方米、135.54万平方米和135.77万平方米，分别比上年增长50.3%、22.3%和0.2%，分别实现商品房销售额49.27亿元、71.61亿元和84.99亿元，同比增长61.4%、45.4%和18.7%，房地产景气度较高。

得益于境内丰富的旅游资源，恩施市旅游服务业发展较快，2016-2018年分别实现旅游

综合收入114.14亿元、138.96亿元和179.60亿元，同比增长20.0%、21.8%和29.2%，2018年恩施市全年旅游接待人数突破2,000万人次，是当地经济增长的重要动力。

表 6 恩施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）	233.17	8.5%	211.22	7.9%	187.86	8.4%
第一产业增加值	29.42	3.3%	28.92	4.1%	27.64	4.5%
第二产业增加值	90.81	7.4%	84.53	7.8%	73.93	8.8%
第三产业增加值	112.95	11.2%	97.77	9.3%	86.29	9.5%
工业增加值	73.88	7.6%	69.37	8.1%	60.79	9.2%
固定资产投资	-	14.7%	205.86	18.2%	189.39	20.6%
社会消费品零售总额	193.38	11.2%	173.91	11.5%	155.97	12.2%
外贸出口额（亿美元）	0.06	-23.0%	1.65	-1.1%	1.67	18.2%
存款余额	511.48	8.3%	472.11	12.4%	419.86	11.1%
贷款余额	467.81	15.3%	405.61	12.4%	361.46	14.4%
人均 GDP（元）	28,435		27,248		24,366	
人均 GDP/全国人均 GDP	43.99%		46.03%		45.39%	

注：由于恩施市 2018 年人均 GDP 及恩施市常住人口数据暂不可得，此处采用人均 GDP=地区生产总值/总人口数估算恩施市 2018 年人均 GDP。

资料来源：恩施市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报及 2018 年 12 月统计月报，中证鹏元整理

2018年恩施市实现公共财政收入23.09亿元，同比增长10.4%，其中税收收入18.37亿元，占公共财政收入比重为79.6%；实现政府性基金收入¹27.05亿元，同比增长27.5%；同期恩施市公共财政支出为71.97亿元，同比增长16.7%，财政自给率为32.1%。

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》和有关法律法规的规定制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了公司的法人治理结构和内部控制制度。

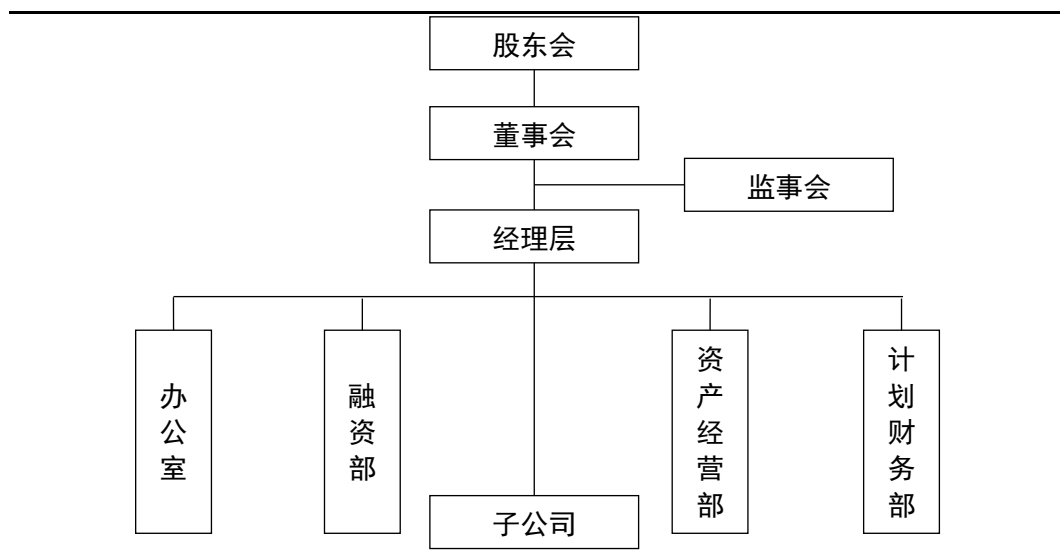
公司股东会由全体股东组成，享有《公司法》规定的权力，授权董事会行使股东会职权。公司董事会由两股东各委派1人和公司职工代表1人组成，董事任期三年，任期届满可连选连任。董事会设董事长1人，由恩施市人民政府委任，董事会会议每年至少召开一次。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1人、副总经理2人，由董事会聘任或解聘。公司监事会由恩施市人民政府委派2人及公司职工代表1人组成，监事会任期三年，任

¹ 由于无法取得恩施市全市的数据，此处的政府性基金收入的口径为恩施市本级。

期届满可连选连任，监事列席董事会会议。

公司设置了办公室、融资部、计划财务部、资产经营部等职能部门，建立了机关财务管理制度、融资管理制度和资产经营内部管理制度等部门规章管理制度。在重大事项管理决策以及薪酬管理上，公司建立“三重一大”²决策制度规定（试行）和公司薪酬管理办法（试行）。

图 2 公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司的业务范围涵盖恩施市基础设施建设和开发投资、土地整理、国有资产经营、公共交通、自来水供应和城市供水安装等，其中城市建设工程投资业务是公司的主要收入来源，2016-2018年其占营业收入的比重分别为68.32%、66.35%和64.92%；国有资产经营、供水和公交等市政公用事业由相关子公司负责开展，近年来整体收入及盈利呈增长态势，为公司收入提供较好补充。受工程进度及工程审计结算周期、政府土地规划影响，近年来公司营业收入及综合毛利率存在一定的波动，2016-2018年公司营业收入分别为10.81亿元、8.48亿元和12.35亿元，综合毛利率分别为19.21%、21.49%和19.00%。受恩施市土地市场波动及国家政策影响，土地整理业务板块收入规模波动较大。

表 7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

² “三重一大”指公司重大事项决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作事项。

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
城市建设工程投资	80,149.93	13.04%	56,266.79	10.43%	73,870.70	12.45%
土地整理	16,475.68	26.08%	5,040.07	100.00%	9,494.23	100.00%
自来水供应	9,129.68	28.65%	8,658.43	32.02%	7,976.35	33.66%
城市供水安装	9,476.25	46.89%	7,211.60	28.36%	8,138.83	17.74%
公共交通	6,521.29	15.92%	6,115.62	25.79%	6,057.60	-5.69%
房屋出租	1,015.99	41.82%	1,040.79	44.06%	848.45	35.50%
其他业务	698.65	26.68%	474.53	97.84%	1,742.61	-115.33%
合计	123,467.47	19.00%	84,807.83	21.49%	108,128.76	19.21%

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

公司在建项目规模较大，业务持续性较好，但尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司作为恩施市城市基础设施和政府重大项目投融资管理的主体，承担了恩施市城市基础设施建设任务，包括城市道路扩建、管网改造、保障房建设及产业园建设等项目。公司就城市建设工程与政府签订委托代建协议，自行筹措项目建设资金，委托相关设计、监理及建设单位进行土地征收、前期设计、施工建设、工程竣工结算等相关的其他工作。公司将代建项目投入计入存货中的委托建设项目施工成本，待项目竣工验收合格后，恩施市人民政府对完工项目进行结算，并按审定的工程实际造价加约定的投资回报向公司支付工程建设款，其中投资回报为工程实际造价的15.00%。公司每年末同恩施市政府签订《恩施市基础设施建设项目委托代建协议之补充协议》（以下简称“《补充协议》”）确认收入及成本，当年成本规模依据当年完工项目的竣工审计报告确定，收入规模根据当年成本规模及15%的回报率确认。

近年，公司完成的项目主要包括后山湾叶挺路道路改造工程、恩施市金龙大道北段第一期等。根据2016-2018年末公司与恩施市政府签订的《补充协议》，公司分别实现城市建设工程投资收入7.39亿元、5.63亿元和8.01亿元，毛利率分别为12.45%、10.43%和13.04%，毛利率有所波动，主要受营改增及税率变动的影响，各年具体结算项目见附录四。受工程进度影响，2017年城市建设工程投资收入较2016年减少1.76亿元，降幅23.83%。截至2018年末，公司主要在建、拟建项目预计总投资111.49亿元，已投资39.00亿元，未来尚需投资72.49亿元，其中，已签订代建协议的项目总投资64.33亿元，已投资27.41亿元。此外，在建项目中恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014年第一批棚户区改造项目）及本次债券募投项目由公司自主建设运营，预计未来收入来源于项目销售和出租收入，但相关

项目未来收益易受市场售价和租价波动的影响，存在一定不确定性。

整体来看，代建项目业务持续性较好，随着项目的陆续完工，公司未来收入来源具有保障性。同时，中证鹏元关注到公司在建、拟建项目规模较大，尚需投资规模较大，将面临较大的资金压力。

表 8 截至 2018 年 12 月 31 日公司主要在建、拟建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否签订 代建协议
施州大桥东片区改造工程①	1.13	0.82	是
恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014 年第一批棚户区改造项目）②	18.39	11.59	否
松树坪棚户区改造项目	11.75	6.36	是
蔡家河棚户区改造项目	4.80	3.10	是
三河棚户区改造项目	6.39	1.34	是
金山大道建设项目	7.70	2.98	是
高旗大道道路工程建设项目	14.76	1.42	是
金龙大道建设项目	10.50	7.23	是
清江流域综合治理项目	7.30	4.16	是
白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目③	10.29	-	否
中港城（商校地块三）棚户区改造项目	4.81	-	否
施州大桥 E 地块棚户改造项目	2.20	-	否
中港城金龙大道南段龙洞河南路马鞍山道路工程	8.55	-	否
恩施清江新城道路工程	2.92	-	否
合计	111.49	39.00	-

注：标①项目为“12 恩施城投债”募投项目之一，“12 恩施城投债”其余项目均已竣工；标②项目为“16 恩施城投债/16 恩施债”募投项目；标③项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受恩施市土地市场及国家政策影响，土地整理业务收入存在一定的波动性

公司根据恩施市城市规划对储备土地实施房屋拆除、场地平整，完善供水、供电、供气、道路等基础配套设施。待土地整理和基础设施配套工程完成后，由恩施市国土资源局和恩施市财政局等部门进行投资成本核算，并交由恩施市土地收购储备中心（简称“市土储”）进行招拍挂，所得的土地出让净收益按照不超过45%的比例作为公司土地开发整理收入。该业务易受恩施市土地市场及国家政策影响，存在一定的波动性。

2016-2018年公司出售的土地整理面积分别为484.44亩、284.77亩和329.11亩，分别实现土地整理收入9,494.23万元、5,040.07万元和16,475.68万元，毛利率分别为100.00%、100.00%和26.08%。2018年公司土地整理业务收入由传统土地整理业务和自有土地出让两

部分构成。其中，传统土地整理业务按净收益入账，实现10,966.32万元的收入，虽受土地市场及相关政策的影响传统土地整理业务收入有所波动，但业务可持续性良好；自有土地出让系因政府规划变更需收回公司持有的七里坪五宗地及窑湾部分土地造成，实现5,509.36万元的收入，结转相关土地账面成本12,179.63万元，该部分业务不具有持续性。

表 9 公司土地整理业务情况（单位：亩）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
出售的土地整理面积	329.11	284.77	484.44
已报批待出售面积	251.25	351.00	284.44

资料来源：公司提供

自来水供应及供水安装业务稳步增长，对公司盈利水平形成较好补充

自来水供应及城市供水安装业务由自来水公司运营。自来水主要供应范围是恩施市城区和乡镇，供水收入来自居民个人、公司企业等，供水价格比照《湖北省城市供水价格管理实施细则（暂行）》等相关文件实施，恩施市城区居民生活用水2.00元/吨、非居民生活用水2.82元/吨、特种用水为3.80元/吨，水费按月收取。2018年由于水厂扩建，公司设计供水能力增长至16万吨/日。近年来公司供水收入稳步增长，2016-2018年公司分别实现自来水供应收入7,976.35万元、8,658.43万元和9,129.68万元，毛利率分别为33.66%、32.02%和28.65%。城市供水安装主要为自来水公司为居民安装供水设施业务。城市供水安装收入近年来波动增长，2016-2018年公司分别实现城市供水安装收入8,138.83万元、7,211.60万元和9,476.25万元，毛利率分别为17.74%、28.36%和46.89%。随着恩施市的不断发展，自来水供应及城市供水安装业务仍有增长的空间。

表 10 2016-2018 年公司供水业务情况

项目	2018 年	2017 年	2016 年
设计供水能力（万吨/日）	16	15	11
实际供水量（万吨/年）	5,864	5,533	4,096
实际售水量（万吨/年）	3,858	3,649	2,833

资料来源：公司提供

公共交通业务收入及房屋出租业务收入较为稳定，丰富了公司的收入来源

公共交通业务由恩施市公共汽车公司（以下简称“公汽公司”）负责运营，主要经营城市公交客运、公路客运、汽车维修、公交广告等业务。截至2018年末，公汽公司营运线路达37条，在营公交车辆255标台，线路总长达600公里，公交行驶里程1,494.79万公里，年客运量达6,300万人次，日均客流量约17.3万人次/日。2016-2018年，公共交通业务收入

稳中略增，分别实现6,057.60万元、6,115.62万元和6,521.29万元，毛利率分别为-5.69%、25.79%和15.92%，毛利率波动较大，2017年由负转正，主要系公司通过节约营业成本进一步提高了毛利率。近年来公司获得较多新车购置补贴，改善了公共交通营运业务的盈利能力，但公共交通业务属公用事业，盈利能力表现仍然较弱。

房屋出租业务由子公司硒都国资负责运营，根据恩市办发〔2005〕37号文件，自2005年11月起，由硒都国资统一接收、管理、营运恩施市直属所有的行政事业单位占有和使用的国有房屋、土地、铺面等国有资产产权、股权和购建上述国有资产所负债务。硒都国资名下资产的房屋出租收入较为稳定，是其重要的收入来源，2016-2018年，硒都国资分别实现房屋出租收入848.45万元、1,040.79万元和1,015.99万元，毛利率分别为35.50%、44.06%和41.82%，在一定程度上提升了公司的盈利水平。

公司在资产注入和财政补贴等方面获得股东的有力支持

作为恩施市重要的城市基础设施建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面获得地方政府的大力支持。2016年子公司自来水公司获龙凤镇应急供水指挥部交付已竣工的龙凤镇应急供水工程资产，子公司恩施市硒泉供水有限公司获龙凤镇农村饮水安全工程建设管理办公室移交吉心水厂等增加公司资本公积合计2,308.25万元；2017年子公司自来水公司获得市接待办调入车辆，增加公司资本公积17.75万元；2018年子公司恩施市绿源城市污水处理有限责任公司、自来水公司获得政府投入资本金，增加公司资本公积4,464.32万元。政府持续的资产注入使公司的资本实力得到增强。

2016-2018年公司获得政府给予的新车购置、偿还基金贷款补贴资金、稳岗等多项补贴合计分别为22,491.71万元、17,844.36万元和13,032.34万元，有效地提高了公司的利润水平。

表 11 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
年份	资产类别	评估价值	事项
2016 年	应急供水工程、水厂等	2,308.25	(1)恩施市龙凤镇应急供水指挥部将已竣工龙凤镇应急供水工程资产交付恩施市自来水有限责任公司； (2)恩施市龙凤镇农村饮水安全工程建设管理办公室将龙凤镇农村饮水安全项目移交给恩施市硒泉供水有限公司
2017 年	车辆	17.75	市接待办调入车辆至子公司恩施市自来水有限责任公司
2018 年	资金	4,464.32	子公司恩施市绿源城市污水处理有限责任公司、恩施市自来水有限责任公司获得政府投入资本金
合计	-	6,790.32	-
2、补贴收入			
年份	补贴金额	依据文件	
2016 年	22,491.71	(1)恩施市关于下达恩施城市建设投资有限公司专项补贴的通知； (2)恩施市财政局关于下达 2015-2016 年城市公交车成品油价格补助资金的	

		通知（恩市财建发〔2016〕67号）
2017年	17,844.36	恩施市财政局关于下达板桥小区还建等项目财政补助资金的通知（恩市财综发〔2017〕67号）
2018年	13,032.34	关于下达恩施城市建设投资有限公司专项补贴的通知
合计	53,368.41	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的恩施城市建设投资有限公司2015-2017年三年连审审计报告、2018年审计报告，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附录三。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，以项目建设开发成本和土地使用权为主，流动性较弱

公司融资及项目建设投入成本不断增加，推动公司资产规模增长，2016-2018年末总资产规模分别为171.13亿元、181.29亿元和207.40亿元，近三年复合增速达10.09%。公司资产主要由流动资产构成，2018年末流动资产占总资产的比为71.04%。

表 12 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	424,148.50	20.45%	326,122.14	17.99%	332,302.40	19.42%
其他应收款	143,884.40	6.94%	144,823.23	7.99%	121,734.36	7.11%
存货	899,996.13	43.39%	738,459.95	40.73%	678,733.54	39.66%
流动资产合计	1,473,469.30	71.04%	1,223,590.38	67.49%	1,146,619.61	67.00%
可供出售金融资产	19,700.00	0.95%	26,386.59	1.46%	16,386.59	0.96%
投资性房地产	493,229.71	23.78%	504,074.26	27.80%	499,943.84	29.21%
固定资产	47,760.37	2.30%	35,931.53	1.98%	32,710.62	1.91%
在建工程	20,565.48	0.99%	16,878.45	0.93%	11,584.08	0.68%
非流动资产合计	600,531.70	28.96%	589,319.23	32.51%	564,719.78	33.00%
资产总计	2,074,001.00	100.00%	1,812,909.61	100.00%	1,711,339.39	100.00%

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

公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金主要为银行存

款，无受限货币资金。其他应收款主要为往来款，2018年末前五大应收对象及金额分别为恩施市土地储备中心93,484.50万元、随州香江商贸有限公司6,616.00万元、恩施市住房和城乡建设局4,000.00万元、虎民路及小渡船集贸市场BT项目3,500.00万元和恩施市水利水产局2,832.33万元，考虑到其他应收款项主要为应收地方国有企业和政府事业单位款项，公司其他应收款的回收风险不大但回收时点具有较大的不确定性，对公司资金形成一定的占用。随着项目施工的推进，近年来存货规模保持增长，2018年末公司存货账面价值达899,996.13万元，占总资产的43.39%，其中，开发成本占存货余额的比为99.90%，开发成本需待项目完工并经工程审计结算后才能获得政府支付的工程款。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产和在建工程构成。可供出售金融资产为对恩施大峡谷旅游开发有限公司、农发信用担保股份有限公司和恩施武陵山产业发展有限公司等公司的投资，其中，2017年末账面余额较2016年末增长61.03%，原因系公司全资子公司硒都国资与恩施武陵山产业发展有限公司原股东签署协议将原股东借款转为对该公司的投资所致，持股比例为10.00%；2018年末账面余额较2017年末下降25.34%，原因系公司2018年开始参与湖北省鄂旅投旅游发展股份有限公司等公司的治理层并具有重大影响，公司变更投资核算模式按权益法核算。投资性房地产主要为公司持有土地及房产，截至2018年末，公司投资性房地产中，土地使用权的面积为2,025,148.27平方米，账面价值为410,178.39万元，土地用途包括工业用地、商服住宅用地、综合用地等；已抵押土地面积为337,305.52平方米，占比为16.66%，账面价值为68,850.45万元，占比为16.79%。投资性房地产中，房屋及建筑物主要为廉租房、公租房等房产，截至2018年末面积为310,633.36平方米，账面价值为83,051.32万元。公司投资性房地产均采用公允价值模式进行后续计量，未来市场公允价值的变动将对公司投资性房地产的账面价值及利润水平带来一定的影响。公司固定资产主要为房屋及建筑物，2018年末公司固定资产账面价值为47,760.37万元，较2017年末增长32.92%，主要系恩施州城污水管网改造延伸项目等在建工程项目转入所致。公司主要在建工程项目有桂花树车辆维修场维修工程、屯堡鸭松溪提升泵站、恩施城区污水处理及排水改造工程等，随着工程建设的推进，在建工程规模保持增长。

总的来看，公司资产规模保持增长，主要以项目建设开发成本和土地使用权为主，流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入波动增长，政府补助为公司盈利的重要来源

公司营业收入主要来源于城市建设工程投资业务。2016-2018年，公司营业收入分别为108,128.76万元、84,807.83万元和123,467.47万元，综合毛利率分别为19.21%、21.49%和19.00%。其中，2018年公司城市建设工程投资和土地整理收入占比分别约为64.92%和13.34%，分别受工程进度及工程审计结算周期、政府土地规划影响，具有一定波动性，系公司近年营业收入波动的主要原因；近年随着恩施市市政公用事业的发展，公司自来水供应、城市供水安装和公共交通等公共服务类业务收入规模整体呈增长趋势，对公司收入及盈利形成较好的补充。截至2018年末，公司主要在建城市工程项目预计总投资82.72亿元，已投资39.00亿元，已获得立项批文的拟建项目计划总投资合计28.77亿元，未来收入较有保障，但受项目建设进度及工程审计结算周期的影响或存在一定的波动性。

毛利率方面，城市建设工程投资业务毛利率有所变动，主要受营改增及税率变动的影响；土地整理业务2018年毛利率降为26.08%，主要系政府收回公司持有的七里坪五宗地而将拿地成本计入成本项所致；此外，自来水供应、城市供水安装、公共交通业务随业务开展毛利率均具有一定的波动性，使公司综合毛利率有所波动。

作为恩施市基础设施建设的重要主体，近年来公司获得当地政府的大力支持。2016-2018年公司分别获得政府补助22,491.71万元、17,844.36万元和13,032.34万元，占当年利润总额的比分别为93.95%、89.17%和52.22%，系公司利润的重要来源。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	123,467.47	84,807.83	108,128.76
其他收益	12,341.34	17,844.36	0.00
营业利润	24,362.16	19,978.25	1,668.02
营业外收入	701.02	142.75	22,571.39
政府补助	13,032.34	17,844.36	22,491.71
利润总额	24,957.53	20,010.63	23,940.53
综合毛利率	19.00%	21.49%	19.21%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告及 2018 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较差，主要在建拟建项目尚需投资的规模较大，未来存在较大的资金压力

近年来公司营业收入的现金回款表现尚可，2016-2018年收现比分别为1.00、1.06和1.08，逐年上升。公司经营活动现金流表现较差，2016-2018年公司经营活动产生的现金流量净额

均为负，主要系工程建设资金投入规模较大及与其他公司的往来款项净流出所致。

公司投资活动主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产造成投资活动现金净流出，近年均呈净流出状态，但2017年及2018年资金流出规模不大。

由于公司承担了恩施市大规模的基础设施建设任务，且公司近年来经营活动现金流表现较差，公司主要通过银行借款、发行债券等渠道进行外部融资以满足公司资金需求，2016-2018年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为227,899.27万元、98,709.86万元和202,717.14万元。截至2018年末，公司主要在建拟建项目计划总投资111.49亿元，尚需投资72.49亿元，随着项目建设推进，公司仍需投入较多的资金，未来存在较大的资金压力。

表 14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.08	1.06	1.00
销售商品、提供劳务收到的现金	133,699.14	90,215.79	108,093.45
收到的其他与经营活动有关的现金	123,978.67	112,778.72	139,166.89
经营活动现金流入小计	257,677.81	202,994.50	247,262.29
购买商品、接受劳务支付的现金	161,309.15	114,777.64	68,409.28
支付的其他与经营活动有关的现金	187,869.49	172,277.07	218,922.06
经营活动现金流出小计	360,831.22	300,595.77	297,692.54
经营活动产生的现金流量净额	-103,153.41	-97,601.26	-50,430.26
投资活动产生的现金流量净额	-1,537.37	-7,288.85	-41,712.28
筹资活动产生的现金流量净额	202,717.14	98,709.86	227,899.27
现金及现金等价物净增加额	98,026.36	-6,180.26	135,756.73

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

资本结构与财务安全性

公司负债规模不断扩大，有息债务增长较快，存在较大的偿债压力

近年来随着城市建设工程投资等业务的开展，公司负债总额不断增长，2016-2018年公司负债总额分别为89.30亿元、97.38亿元和120.84亿元，年均复合增长率达16.33%，主要系长期借款增幅较大所致。同期，公司所有者权益稳中略增，年均复合增长率为2.85%，主要来源于政府单位对子公司的资产注入及未分配利润增加。随着公司负债规模的不断扩大，公司产权比率不断上升，2018年末产权比率为139.59%，较2016年末增加30.47个百分点，公司所有者权益对债务的保障能力较弱。

表 15 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	1,208,360.71	973,758.33	892,996.80
所有者权益合计	865,640.29	839,151.28	818,342.59
产权比率	139.59%	116.04%	109.12%

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

从负债结构来看，公司负债主要由非流动负债构成，2018年末流动负债占比为40.25%，非流动负债占比为59.75%。

公司流动负债主要包括应付票据及应付账款和其他应付款。2018年末公司应付票据及应付账款余额为9.99亿元，主要为应付恩施市清江流域防洪减灾工程建设指挥部办公室、恩施经济开发区财政局、湖北中港城置业有限公司等单位款项，近年来公司偿还较多的应付工程款等应付账款，应付票据及应付账款规模不断下降。公司其他应付款主要为公司与政府机构和国有企业的往来款，其中2018年末应付恩施市财政局国库收付中心17.16亿元，占其他应付款余额的57.02%。2018年末公司一年内到期的非流动负债为77,556.00万元，主要系一年内到期的长期借款和应付债券。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。为满足项目融资需求，近年来公司长期借款规模不断扩大，2018年末公司长期借款余额为60.15亿元，占负债总额的49.78%，2016-2018年年均复合增长率为73.75%，借款利率集中在1.20%~5.39%区间，融资成本较低。从长期借款的担保方式来看，2018年末质押借款为29.39亿元，占长期借款的48.86%；抵押借款为30.13亿元，占长期借款的50.09%。2018年末公司应付债券包括“12恩施城投债”1.60亿元，其中一年内到期的部分为1.60亿元；“14恩施城投债”6.60亿元，其中一年内到期的部分为2.20亿元；“16恩施城投债”余额5.90亿元，其中一年内到期的部分为1.18亿元。

表 16 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
应付票据及应付账款	99,932.24	8.27%	107,815.44	11.07%	131,214.78	14.69%
其他应付款	301,008.38	24.91%	310,741.74	31.91%	327,880.29	36.72%
一年内到期的非流动负债	77,556.00	6.42%	38,000.00	3.90%	0.00	0.00%
流动负债合计	486,418.73	40.25%	463,703.44	47.62%	466,286.38	52.22%
长期借款	601,544.00	49.78%	355,580.00	36.52%	199,266.15	22.31%
应付债券	91,200.00	7.55%	141,000.00	14.48%	217,000.00	24.30%
非流动负债合计	721,941.98	59.75%	510,054.89	52.38%	426,710.43	47.78%
负债合计	1,208,360.71	100.00%	973,758.33	100.00%	892,996.80	100.00%
其中：有息债务	770,300.00	63.75%	534,580.00	54.90%	416,266.15	46.61%

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

公司有息债务由一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。2016-2018年末有息债务余额分别为41.63亿元、53.46亿元和77.03亿元，有息债务增长较快，未来存在一定的偿债压力。从公司提供的有息债务偿还期限分布表来看，有息债务偿还期限分布较平均，大额集中偿付风险较小。

表 17 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 年及以后	合计
本金	77,556.00	80,065.00	100,615.00	512,064.00	770,300.00
利息	44,804.63	38,420.93	31,733.52	205,835.39	320,794.46
合计	122,360.63	118,485.93	132,348.52	717,899.39	1,091,094.46

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，为满足城市建设工程投资的融资需求，公司负债总额不断增长，使得公司资产负债率从2016年末的52.18%上升至2018年末的58.26%。2016-2018年公司流动比率和速动比率分别为2.46、2.64、3.03和1.00、1.05、1.18，均有所提升，但考虑到流动资产主要由存货构成，流动性一般，对债务的保障有限。近年来，公司EBITDA整体呈波动增长态势，2017年由于利润总额下滑导致EBITDA下降。由于公司有息债务快速攀升，EBITDA对利息保障能力大幅下降，2016-2018年公司EBITDA利息保障倍数分别为2.39、1.54和1.21；有息债务与EBITDA的比不断上升，2016-2018年公司有息债务/EBITDA分别为10.67、16.19和17.95，公司面临较大的偿债压力。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	58.26%	53.71%	52.18%
流动比率	3.03	2.64	2.46
速动比率	1.18	1.05	1.00
EBITDA（万元）	42,916.84	33,014.66	39,015.26
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.54	2.39
有息债务/EBITDA	17.95	16.19	10.67

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

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源于本期债券募投项目的经营性收入以及公司日常生产经营所产生的现金流。同时，公司将通过充分调动自有资金、资产抵押融资或变现以及银行资金拆借等方式在必要时补充偿债资金。

1、本期债券募投项目收益是本期债券还本付息资金的主要来源

根据可行性研究报告，本期债券募投项目建成后拟采用出售及出租的方式实现项目收益，计划于第3年开始取得收入，经营期为5年，经营期内预计累计可实现项目经营收入150,313.91万元，累计可获得净利润为20,484.12万元，税后财务内部收益率为6.04%，税后财务净现值为145.92万元，税后投资静态回收期为6.01年，税后动态回收期为6.99年。本期债券募投项目自身收益是本期债券还本付息资金的主要来源，但需关注项目未能及时完工、区域内工业厂房售价波动以及科研办公楼、员工宿舍等租金降低等导致项目收益不达预期的风险。

2、公司日常经营所产生的现金流是本期债券按期偿付的重要来源

2016-2018年，公司营业收入分别为108,128.76万元、84,807.83万元和123,467.47万元，综合毛利率分别为19.21%、21.49%和19.00%；销售商品、提供劳务收到的现金分别为108,093.45万元、90,215.79万元和133,699.14万元。截至2018年末，公司主要在建、拟建项目预计总投资111.49亿元，已投资39.00亿元，未来尚需投资72.49亿元。代建项目业务持续性较好，随着项目的陆续完工，未来收入较有保障，公司未来收入产生的现金是本期债券本息偿付的重要来源，但需关注项目建设推进中可能会面临资金压力等影响工程进度的不确定性因素以及工程审计结算周期较长带来收入波动的风险。

3、公司资产抵押融资或变现是本期债券还本付息资金的保障

2018年末，公司共持有已办妥权证的土地资产50宗，账面价值合计420,557.11万元，总面积为2,126,961.41平方米，其中未抵押的土地资产账面价值合计351,706.66万元，占比为83.63%。此外，投资性房地产中，公司还持有25宗房产，账面价值合计83,051.32万元，通过资产的抵押融资或变现可为本期债券的还本付息提供进一步的保障，但需关注上述资产中96.40%采用公允价值进行后续计量带来账面价值波动的风险。

（二）本期债券保障措施分析

武汉信用实力较为雄厚，业务发展情况较好，为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平

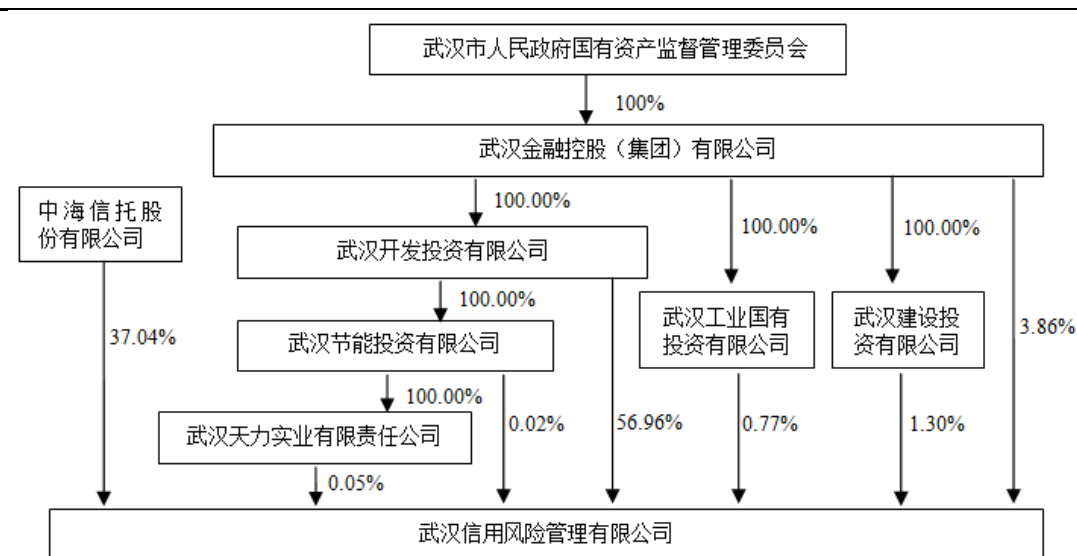
1、担保条款

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，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

2、担保人基本情况

武汉信用2016年末注册资本和实收资本均增至50亿元，系控股股东武汉开投增加资本投入30亿元；2017年9月末，武汉信用注册资本和实收资本分别增至80亿元和81亿元，系中海信托股份有限公司和武汉建设投资有限公司分别增加资本投入30亿元和1亿元。截至2018年9月末，武汉信用注册资本和实收资本分别为80亿元和81亿元，控股股东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，股权关系如图3。

图3 截至2018年9月30日武汉信用产权及控制关系



注：武汉信用于2020年1月将公司名称变更为现名“武汉信用风险管理融资担保有限公司”。
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，投融资、小额贷款和征信等协同发展的业务结构。2015-2017年武汉信用分别实现营业总收入187,086.27万元、250,539.38万元和274,993.84万元，年复合增长率达到21.24%；2018年前三季度，武汉信用实现营业总收入234,130.40万元，较上年同期增长30.54%。从收入结构来看，武汉信用收入主要来源于委贷收入、金融服务收入和担保业务收入，其中委托贷款收入占比最高，2017年及2018年1-9月，占比分别为85.14%和91.66%。

武汉信用金融服务费主要为平台服务、技术服务及股权转让收入等。2017年以来，武汉信用担保业务规模大幅压缩，使担保收入规模持续下降。

表 19 2015-2017 年及 2018 年 1-9 月武汉信用营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-9 月		2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
委托贷款收入	206,180.73	91.66%	234,130.40	85.14%	179,348.92	71.59%	153,097.89	81.83%
金融服务收入	-	-	24,411.92	8.88%	42,497.23	16.96%	64.55	0.03%
担保收入	3,525.95	1.57%	15,403.65	5.60%	27,589.57	11.01%	31,818.18	17.01%
其他	15,225.03	6.77%	1,047.87	0.38%	1,103.66	0.44%	2,105.65	1.13%
合计	224,931.71	100.00%	274,993.84	100.00%	250,539.38	100.00%	187,086.27	100.00%

资料来源：武汉信用 2015-2017 年审计报告及武汉信用提供，中证鹏元整理

2015-2017 年及 2018 年 1-9 月，武汉信用当期担保发生额分别为 165.58 亿元、86.98 亿元、34.49 亿元和 20.41 亿元，期末在保责任余额分别为 166.19 亿元、116.51 亿元、58.65 亿元及 49.56 亿元，在保责任余额收缩明显。截至 2018 年 9 月末，武汉信用与 14 家商业银行建立了合作关系，获得的授信额度合计 115.48 亿元，未使用授信额度为 94.22 亿元，受益于股东增资以及融资担保业务规模持续收缩，2018 年 9 月末武汉信用融资担保放大倍数仅为 0.36 倍，融资担保业务未来仍具较大的发展空间。截至 2018 年 9 月末，武汉信用可供出售金融资产投资规模为 34.09 亿元，主要为武汉农村商业银行股份有限公司、汉口银行股份有限公司等金融机构股权，2017 年取得的投资收益为 8,173.68 万元，武汉信用可供出售金融资产的质量尚可。

表 20 武汉信用主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	3,976,511.36	3,791,157.27	3,581,993.91	2,011,220.38
所有者权益合计	1,380,028.40	1,296,093.75	1,143,880.51	533,391.85
现金类资产	186,265.14	148,270.20	377,164.67	377,486.30
营业总收入	224,931.71	274,993.84	250,539.38	187,086.27
担保收入	3,525.95	15,403.65	27,589.57	31,818.18
委托贷款收入	206,180.73	234,130.40	179,348.92	153,097.89
投资收益	10,408.39	4,197.42	11,606.21	23,063.22
利润总额	63,528.16	83,808.01	76,272.63	67,364.88
净资产收益率	-	5.33%	5.70%	8.32%
担保责任余额（亿元）	49.56	58.65	116.51	166.19
当期担保发生额（亿元）	20.41	34.49	86.98	165.58
拨备覆盖率	182.99%	235.82%	353.54%	242.86%
准备金覆盖率	2.30%	2.69%	3.00%	2.76%

融资担保放大倍数	0.36	0.45	1.02	3.12
当期担保代偿率	0.01%	1.47%	1.54%	0.95%
累计代偿回收率	91.41%	90.76%	83.19%	50.00%

资料来源：武汉信用 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，武汉信用提供，中证鹏元整理

同时，中证鹏元关注到，近年来我国商业银行不良贷款规模不断上升，截至2017年末，我国商业银行不良贷款余额为17,057.00亿元，较年初增加1,935.00亿元；商业银行不良贷款率为1.74%，整体信用风险加大。2017年及2018年1-9月，武汉信用委贷收入占营业总收入的比重分别为85.14%及91.66%；截至2018年9月末，委托贷款前五大客户贷款余额占比达52.82%，武汉信用营业收入对委托贷款依赖程度高，委托贷款业务客户集中度高，需关注相应的资金回收风险。其次，武汉信用委托贷款资金主要来自于外部融资，近年随着委托贷款业务规模扩大，借款规模迅速增加；截至2018年9月末，武汉信用长期借款余额增加至158.78亿元，存在较大的偿债压力。此外，截至2018年9月末，武汉信用五大代表性行业在保责任余额占比达88.88%，不利于分散经营风险。

综合来看，武汉信用实力较为雄厚，业务发展情况较好，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能有效提升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，截至2019年5月9日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录。当前负债中，存在一笔余额为6,000.00万元的关注类贷款，授信机构为中国农业发展银行恩施市支行（以下简称“农发行恩施支行”），借款日期为2014年6月27日，到期日期为2018年3月16日，为项目融资贷款，根据农发行恩施支行出具的《关于城投公司关注贷款情况的说明》，截至2018年5月28日，公司在农发行恩施支行的贷款余额为0.00元，该笔关注信息为农发行恩施支行系统反传人民银行征信系统造成。除此之外，公司各项债务均按时偿付利息，不存在其他到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保金额较大，部分为对民营企业的担保且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险

截至2018年12月31日，公司对外担保金额为15.57亿元，与期末净资产的比为17.99%，其中，对民营企业的担保金额占总担保金额的比为68.59%，主要为公司工程项目建设的施工方。公司对外担保规模较大且多为民营企业，存在一定的或有负债风险。

表 21 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
恩施武陵山产业发展有限公司	国有企业	48,918.00	2035-10-9	否
湖北中港城置业有限公司	民营企业	8,000.00	2022-1-24	否
恩施州和润建设投资有限公司	民营企业	30,000.00	2020-6-30	否
恩施州和润建设投资有限公司	民营企业	7,999.23	2019-2-5	否
北京新谦诚投资有限公司	民营企业	10,700.00	2021-1-16	否
湖北益华建设工程有限公司	民营企业	3,000.00	2019-4-28	否
恩施州中楚建筑有限公司	民营企业	7,000.00	2019-8-10	否
海南管陶投资有限公司	民营企业	7,000.00	2019-8-30	否
恩施鑫凯置业有限公司	民营企业	1,400.00	2020-2-12	否
恩施市御景源商贸有限公司	民营企业	4,500.00	2021-9-13	否
海南管陶投资有限公司	民营企业	3,200.00	2019-8-30	否
湖北益华建设工程有限公司	民营企业	1,000.00	2019-1-15	否
恩施泰瑞兴环保科技有限公司	民营企业	1,900.00	2019-5-4	否
恩施市新锦华汽修厂	民营企业	10,000.00	2019-11-30	否
恩施市心宇水电开发有限公司	民营企业	10,000.00	2019-11-30	否
恩施市华智有机茶有限公司	民营企业	1,000.00	2020-1-4	否
恩施市兴创农业科技开发有限公司	民营企业	100.00	2020-11-15	否
恩施市一江春水茶叶专业合作社	民营企业	10.00	2019-11-30	否
合计	-	155,727.23	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	424,148.50	326,122.14	332,302.40
存货	899,996.13	738,459.95	678,733.54
流动资产合计	1,473,469.30	1,223,590.38	1,146,619.61
投资性房地产	493,229.71	504,074.26	499,943.84
非流动资产合计	600,531.70	589,319.23	564,719.78
资产总计	2,074,001.00	1,812,909.61	1,711,339.39
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	301,008.38	310,741.74	327,880.29
一年内到期的非流动负债	77,556.00	38,000.00	0.00
流动负债合计	486,418.73	463,703.44	466,286.38
长期借款	601,544.00	355,580.00	199,266.15
应付债券	91,200.00	141,000.00	217,000.00
长期应付款	21,621.68	3,039.77	4,390.12
非流动负债合计	721,941.98	510,054.89	426,710.43
负债合计	1,208,360.71	973,758.33	892,996.80
有息债务	770,300.00	534,580.00	416,266.15
所有者权益	865,640.29	839,151.28	818,342.59
营业收入	123,467.47	84,807.83	108,128.76
其他收益	12,341.34	17,844.36	0.00
营业利润	24,362.16	19,978.25	1,668.02
营业外收入	701.02	142.75	22,571.39
利润总额	24,957.53	20,010.63	23,940.53
经营活动产生的现金流量净额	-103,153.41	-97,601.26	-50,430.26
投资活动产生的现金流量净额	-1,537.37	-7,288.85	-41,712.28
筹资活动产生的现金流量净额	202,717.14	98,709.86	227,899.27
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	19.00%	21.49%	19.21%
收现比	1.08	1.06	1.00
产权比率	139.59%	116.04%	109.12%
资产负债率	58.26%	53.71%	52.18%
流动比率	3.03	2.64	2.46
速动比率	1.18	1.05	1.00
EBITDA（万元）	42,916.84	33,014.66	39,015.26
EBITDA 利息保障倍数	1.21	1.54	2.39
有息债务/EBITDA	17.95	16.19	10.67

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

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录三 2018年末公司报表合并范围内的子公司情况

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并期间
恩施市硒都国有资产经营有限责任公司	100,000.00	100.00%	国有资产经营管理活动、土地收储和土地整理业务	2016-2018 年
恩施市自来水有限责任公司	2,109.01	100.00%	自来水生产、销售、自来水管安装、维修等	2016-2018 年
恩施市公共汽车公司	3,000.00	100.00%	市内公共汽车、车身、站牌广告等	2016-2018 年
恩施市金城投资开发有限公司	49,300.00	100.00%	土地整理开发	2016-2018 年
恩施市旅游投资有限公司	55,200.00	100.00%	负责全市旅游资源的管理、经营和开发等	2016-2018 年
恩施民安建设投资有限公司	37,200.00	100.00%	房地产开发经营、土地整理、旧城改造。	2016-2018 年
恩施市硒泉供水有限公司	15,000.00	100.00%	供水经营；管道安装与维修；发展供水用户；经销给排水材料及设备、给排水工程建设与设计	2016-2018 年
恩施市绿源城市污水处理有限责任公司	1,850.00	100.00%	城市污水处理	2016-2018 年
恩施市交通建设投资有限公司	20,000.00	100.00%	公路、市政道路、交通基础设施建设	2018 年

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

附录四 2016-2018年基础设施建设项目收入明细（单位：万元）

年份	项目	确认收入（含税）	确认成本
2016 年	二实小及孝感幼儿园建设项目	15,141.18	12,870.00
	金桂大道建设项目	13,116.16	11,148.73
	龙凤高中改扩建工程	12,460.44	10,591.37
	经济开发区标准厂房建设项目	8,476.37	7,204.92
	其他工程小计	26,892.67	22,858.78
	合计	76,086.82	64,673.80
2017 年	旗峰坝还建小区及基础设施建设项目	10,058.52	8,746.54
	马鞍山道路改扩建建设项目	8,202.33	7,132.46
	施州大桥及接线项目	6,731.18	5,853.20
	其他工程小计	32,976.61	28,663.27
	合计	57,968.64	50,395.47
2018 年	恩施市后山湾叶挺路道路改造工程 BT 项目	18,497.52	16,022.10
	恩施市金龙大道北段第一期	56,112.72	48,603.49
	人民路西段（209 绕城线至西湖路）道路改建工程	5,853.32	5,070.00
	合计	80,463.56	69,695.59

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。