

枝江市国有资产经营中心

# 2016 年第一期、第二期企业债券 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員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：

谭璇



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](http://www.cspengyuan.com)

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【259】号 01

债券简称：

第一期：PR 枝江 01 / 16  
枝江国资债 01  
第二期：PR 枝江 02 / 16  
枝江国资债 02

债券剩余规模：

第一期：4.8 亿元  
第二期：4.8 亿元

债券到期日期：

第一期：2023 年 1 月 11  
日  
第二期：2023 年 3 月 28  
日

债券偿还方式：

两期均为每年付息一  
次，在债券存续期的第  
3-7 个年末分别按照债  
券发行总额 20%的比例  
偿还本金。

分析师

姓名：  
宋晨阳 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
songchy@cspengyuan.co  
m

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

## 枝江市国有资产经营中心 2016 年第一期、第二期企业债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次（首次）信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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 6 月 15 日	2019 年 5 月 28 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”）对枝江市国有资产经营中心（以下简称“公司”）及其 2016 年 1 月 11 日发行的第一期企业债券“16 枝江 01”与 2016 年 3 月 28 日发行的第二期企业债券“16 枝江 02”的 2020 年度跟踪评级结果为：“16 枝江 01”及“16 枝江 02”信用等级均维持为 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公司所处的外部环境较好，公司经营业务较为多元化，业务的持续性较好，且继续获得外部的大力支持。同时中证鹏元也关注到，公司担保及委贷业务经营存在一定风险，资产流动性较弱，资金压力以及短期偿债压力大等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年枝江市地区生产总值为 580.7 万元，增速为 9.2%，且 2019 年固定资产投资增速为 13.4%，基础设施建设投资规模仍较大，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司经营业务较为多元化，业务持续性较好。2019 年公司实现营业收入 110,036.00 万元，业务涉及工程建设、商品粮油销售、租赁、道路收费和供水业务等。2019 年末公司存货中的代建项目金额为 123,205.68 万元，公司在建项目较多，后续业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2019 年枝江市人民政府陆续通过财政拨款和股权划拨的形式将资产无偿注入公司，合计金额 111,479.57 万元，计入资本公积。同时，2019 年公司获得财政补贴 8,401.09 万元。

## 关注:

- **公司担保及委贷业务经营存在一定的风险。**公司担保业务担保对象主要集中于中小微企业。2019 年公司发生代偿 1,459.00 万元，代偿回收额仅 114.00 万元；2019 年末委贷业务贷款金额 9.54 亿元，主要对象为当地中小企业，规模较大且集中度较高，受疫情影响部分利息支付延期，两项业务均存在一定的经营风险。
- **公司面临的资金压力大。**2019 年公司收现比为 0.67，同比有所下降，且水平较低。截至 2019 年末，公司在建项目投入以及债务偿还尚需资金量大，后续面临的资金压力大。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收账款及其他应收款金额合计 605,433.80 万元，占总资产比重为 33.67%，且主要应收对象为政府部门，回款的时间不确定；公司存货规模为 468,258.88 万元，占总资产的比重为 26.04%，且其中 72,545.03 万元已用于对外抵押；公司账面在建工程 373,529.92 万元，占总资产的比重为 20.78%，整体资产流动性较弱。
- **公司短期偿债压力大。**截至 2019 年底，公司有息债务规模为 891,742.76 万元，有息债务占总负债的比重达 84.23%，同时 EBITDA 对有息债务的覆盖程度较低。公司债务规模较大，即将进入还本付息高峰期，短期偿债压力大。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,797,900.65	1,731,208.04	1,635,896.30
所有者权益	739,176.36	617,433.49	590,267.44
有息债务	891,742.76	956,514.44	992,132.48
资产负债率	58.89%	64.34%	63.92%
现金短期债务比	0.85	1.76	9.49
营业收入	110,036.00	77,978.53	69,979.28
其他收益	8,401.09	9,791.02	10,864.19
营业外收入	152.36	1,259.07	55.55
利润总额	14,216.05	16,643.87	20,602.80
综合毛利率	20.40%	24.06%	19.26%
EBITDA	28,751.64	25,605.42	27,241.76
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.43	1.28
经营活动现金流净额	54,772.68	-104,182.85	-282,214.82

收现比

0.67

0.84

0.15

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

公司分别于2016年1月11日和2016年3月28日公开发行“16枝江01”与“16枝江02”，发行总额均为8亿元，票面年利率分别为4.78%和4.38%。“16枝江01”与“16枝江02”募集资金均用于建设枝江市城市物流网建设项目、枝江市城乡供水一体化项目及枝江市金湖生态农业观光旅游项目。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为6.78万元。

## 二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、股东、实际控制人均未发生变更。截至2019年底，公司注册资本为20,000.00万元，实收资本为6,331.00万元，公司枝江市财政局仍为公司唯一股东和实际控制人。

2019年公司新增纳入公司合并范围的一级子公司1家。截至2019年末，公司纳入合并范围一级子公司共2家。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围的一级子公司变化情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
湖北姚家港绿色化工投资控股集团有限公司 <sup>1</sup>	30,000.00	100.00%	姚家港化工园区建设项目的投资、融资、建设及运营管理；土地开发服务；化工设备维护、检修；房地产开发经营；物业管理；仓储物流服务	设立

资料来源：公司2019年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

## 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，宏观政策加大调节力度，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

<sup>1</sup> 2019 年 11 月股权由子公司枝江金润源建设投资控股集团有限公司划转至公司直接持有。

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。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。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，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 25%。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。

## （二）区域环境

**枝江市近年经济实力逐步增强，投资对经济增速回升拉动较大，为公司发展提供了良好的基础；但近期疫情对枝江市经济发展带来影响，后续疫情变化对经济影响程度值得持续关注**

枝江市为县级市，隶属宜昌市，地处湖北省南部，西连重庆，东接武汉，全市总面积 1,310 平方公里。枝江市交通便利，长江航线、焦柳铁路贯穿辖区，沪汉蓉高速铁路与沪渝高速公路（G50）、318 国道并行东西，三峡机场距市中心 30 公里，构成了水陆空立体交通网络。国家实施长江经济带发展战略，枝江市是重要地带；湖北实施“建成支点、走在前列”发展战略，按照主体功能区规划，枝江市是省级重点开发区域；宜昌加快建设现代化特大城市，打造三峡城市群，枝江市是重要的产业发展和城市建设拓展区。全市 3 个镇被纳入未来宜昌中心城区发展规划，市域 1,310 平方公里纳入宜昌市城市总体规划。按照湖北省省政府批复的《枝江市城市总体规划（2012—2030 年）》，到 2030 年，主城区人口将达到 40 万、面积将达到 42 平方公里，市域总人口将达到 70 万人，城镇人口 53 万人，城镇化率 75%，达到中等城市规模。

近年来，枝江市经济总量持续提高，综合实力稳步增强。2019年，枝江市地区生产总值为580.7亿元，同比增速为9.2%，近年来持续回升。枝江市经济以第二产业为主，且第三产业持续快速增长。2019年三次产业结构由2018年的14.8:49.9:35.3调整为14.2:44.5:41.3，服务业增加值占GDP的比重持续提升，对经济增长的贡献率逐年增加。工业方面，枝江市现已形成以奥美卫材、中冠纺织为龙头的纺织产业；以迅达科技、南辉电子为骨干的机械电子产业；以三宁化工、湖北化肥、开元化工为骨干的化工产业，2019年全市规模工业总产值达630.3亿元，同比增速为23.2%。2019年枝江市全年固定资产投资增速继续上升至13.4%，固定资产投资对当地经济增速回升拉动作用较大。

2019年12月以来，COVID-19疫情从武汉爆发并向湖北其他城市以及全国各地迅速蔓延扩散。枝江市亦受到疫情严重影响，出于防控需要，当地政府采取了一系列延迟复工和交通管控等措施，短期内对枝江市制造业包括纺织、机械电子和化工等重点行业均造成了冲击，服务业亦受到了较大的不利影响。目前枝江市坚持疫情防控和经济发展两手抓，正在推进重点项目和企业尽快复工复产。但需要注意，疫情防控的压力短期内仍难以解除，区域企业实现完全复工复产仍需一定时间，我们将持续关注后续疫情变化对当地经济和财政带来的影响。

表 2 枝江市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	580.7	9.2%	518.0	8.5%
第一产业增加值	82.4	3.3%	76.7	3.0%
第二产业增加值	258.2	11.9%	258.6	9.7%
第三产业增加值	240.0	8.3%	182.7	9.3%
规模工业总产值	630.3	23.2%	502.8	29.6%
全年固定资产投资	326.4	13.4%	-	12.2%
社会消费品零售总额	182.6	12.7%	162.1	12.1%
存款余额	332.04	4.42%	318.0	4.62%
贷款余额	215.2	12.43%	191.4	15.74%
人均 GDP（元）	117,931		104,404	
人均 GDP/全国人均 GDP	166.35%		161.81%	

资料来源：2018-2019 年数据来源于枝江市统计局，中证鹏元整理

财政收入方面，2019年枝江市实现一般公共预算收入19.01亿元，同比增长1.7%。

#### 四、经营与竞争

公司主要业务为基础设施项目建设，同时涉及商品粮油销售、租赁、道路收费、供水和对外担保等业务，业务构成较多元化。2019年公司营业收入为110,036.00万元，同比增长41.11%，主要系工程建设收入及商品粮油销售收入大幅增长。2019年收入占比达20%以上的仅工程建设业务和商品粮油销售业务，租赁、道路收费和供水业务收入贡献不大，其他各项业务收入规模相对较小。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为20.40%，同比有所下降，主要系毛利率较高的利息收入规模下降。

**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
工程建设收入	51,981.08	13.27%	38,974.70	8.53%
商品粮油销售	34,806.42	4.36%	15,635.68	3.15%
租赁	1,274.72	-20.75%	1,953.42	94.69%
车辆通行费收入	2,755.83	100.00%	3,083.71	100.00%
供水相关	4,263.47	41.39%	2,265.69	26.69%
担保收入	649.49	100.00%	528.77	100.00%
利息收入	6,761.00	95.23%	9,133.97	96.39%
旅游服务收入	667.49	14.11%	608.31	33.32%
汽车检测收入	0.00	-	0.00	-
检测收入	604.26	55.64%	392.43	52.15%
其他	6,272.24	35.87%	5,401.84	-6.18%
<b>合计</b>	<b>110,036.00</b>	<b>20.40%</b>	<b>77,978.53</b>	<b>24.06%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**工程项目建设为公司主要业务，目前在建项目较多，未来业务持续性较好，但大量在建项目也造成公司较重的资金压力和债务负担**

公司主要针对枝江市范围内的项目开展建设，是枝江市主要的城投公司。公司子公司枝江金润源建设投资控股集团有限公司（以下简称“枝江金润源”）作为代建方，2015年以前项目委托方为枝江市人民政府，2015-2016年为枝江市众发投资开发有限责任公司、枝江路桥工程有限责任公司和枝江市紫荆投资开发有限责任公司，2017年3月以来项目委托方为枝江市人民政府。公司项目代建模式为：通常约定项目委托方按照工程建设投资额的一定比例向公司支付工程建设管理服务费，项目委托方支付公司的款项由双方按照协议条款约定每年进行确认，公司将项目建设费及管理服务费确认为工程建设收入，同时将投资成本确认为工程建设成本。公司根据政府规划，筹措、融通基础设施建设工程所需的资金，并负责基础设施的立项申报、实施与建设管理。

公司先后代建了众多市政项目，包括枝江市东湖水利综合治理项目、枝江城西新区城

镇化建设项目、仙女保障房小区、金湖柳苑安置房项目等，2019年公司工程建设收入为51,981.08万元，收入规模有所上升，主要系项目结算规模影响。2019年毛利率同比上升，主要系2018年工程建设项目签订的管理服务费比例较低。

截至2019年底，公司在建的主要项目枝江市城市物流网电商综合云物流中心项目、金湖生态农业观光旅游项目、枝江市城乡供水一体化项目为“16枝江01”与“16枝江02”募投项目，上述项目主要以其未来自身收益覆盖成本，非代建项目。其中“城市物流网建设项目”主要是仓储服务收入和运输服务收入，“金湖生态农业观光旅游项目”主要是苗木花卉和旅游观光类各项收入，“城乡供水一体化项目”主要是供水收入，但上述项目建设进度不达预期且收益来源仍可能存在一定的不确定性。“职教中心迁建项目”项目、“城西新区基础设施建设”等项目拟采用代建模式。截至2019年底，公司存货中的代建项目金额为123,205.68万元，公司在建项目较多，后续业务持续性较好。

**表 4 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资
金湖生态农业观光旅游项目	136,190.00	112,921.08
318 国道改建项目	216,107.00	143,572.06
城市物流网电商综合云物流中心项目	101,180.45	56,087.23
城乡供水一体化项目	40,308.36	34,530.08
职教中心迁建项目	18,000.00	17,661.95
领秀之江人才公寓	18,163.00	13,304.51
枝江市仙女一路等人行道铺设工程（开发区代建）	13,000.00	10,255.27
源润纺织厂房改造（江升）	8,500.00	9,184.39
白鸭寺奥林匹克公园-项目移交	30,000.00	8,800.19
城北一标公建及配套设施工程	9,121.00	7,458.65
城西新区基础设施建设	10,362.00	4,747.37
两校一路项目	18,485.00	1,283.69
七星大道刷黑改造工程	7,000.00	1,308.80
<b>合计</b>	<b>626,416.81</b>	<b>421,115.27</b>

注：部分项目已投资因统计口径调整较去年小幅减少。

资料来源：公司提供

总体而言，公司主营业务具有区域专营性，工程项目较多，业务持续性较好，同时主要在建项目后续所需资金规模较大，前期公司垫资较多，公司资金压力大，债务负担重。

商品粮油销售、通行收费、供水、租赁、担保等业务丰富了收入来源，对公司收入起到了一定的补充作用；但通行收费路段经营不及预期，且担保业务及委托贷款业务存在一定的经营风险

公司运营收费路段为318国道万城大桥至云池段，收费里程61.37公里，项目已投资

14.05亿元。根据湖北省人民政府文件批复，318国道万城大桥至云池段一级公路自2016年11月16日起开始试运营收费，收费期20年，该路段于2017年11月16日转为正常收费。根据宜昌市交通规划勘察设计研究院出具的《318国道万城大桥至云池段一级公路改建工程可行性研究报告补充说明》（以下简称“可研报告”）的预测，2017年318国道万城大桥至云池段车流量为15,019辆/日，随后每年车流量以4%-6%速度增加，根据2017-2021年20元/车次计算，2017年全年可实现10,964万元。但从实际情况来看，2017年运营时间内通行车辆149.09万辆，车流量为4,084辆/日，实现通行费收入3,061.77万元，收到政府补助573.03万元，2018-2019年公司也仅实现通行费收入3,083.71万元和2,755.83万元，整体有所下降。通行收费不及预期主要系长途运输货车选择高速公路通行、小型客车和中小型货车绕行导致费源流失所致。受疫情影响，预计2020年收入或将进一步下降。

根据枝府函（2011）59号文件，枝江市人民政府于2011年12月20日同意将市区停车位、广告牌收费权注入公司，停车位共计3,164个，广告牌共计92个，由于上述资产分布较广（主要位于枝江市主城区），相关的收费仍由原管理单位城市管理局收取后上缴市财政局，然后再由市财政局拨付到公司确认为收入。同时枝江市人民政府陆续向公司注入了部分用于出租的房产。2019年公司租赁收入规模持续下降，同时毛利率亦大幅下降，主要系租金价格大幅调整以及成本核算方式调整所致。

公司粮油销售业务主要由孙公司枝江市国家粮食储备有限公司（以下简称“枝江粮储公司”，由枝江市人民政府划拨给公司，2015年11月10日完成工商变更登记）负责运营，2017年枝江粮储公司合并范围新增枝江市天韵米业有限公司。2019年，公司实现商品粮油销售收入为34,806.42万元，规模大幅增长且毛利率提升，主要系毛利率较高的商品代购代销业务规模扩大所致。由于粮油销售业务民生需求带有政策性因素，整体毛利率偏低，利润主要来源于政府粮油补贴，2019年公司获得的粮油补贴为1,103.83万元。

公司供水业务由孙公司枝江市金润源水务有限公司（以下简称“水务公司”，由枝江市人民政府划拨给公司，2015年8月28日完成工商变更登记）负责经营。截至2019年底，水务公司日均供水能力为6万吨，服务人口20万人，近年来供水量逐年增长。供水价格方面，居民生活用水2.00元/立方米，非居民生活用水2.40元/立方米，特种用水3.50元/立方米。2019年公司合并范围供水相关收入（包括水费收入和相关的供水施工安装收入）为4,263.47万元，规模持续上升，主要系水务公司本部供水量提升，同时2019年枝江市胡家畈水厂股权全部划入水务公司所致。

**表 5 水务公司本部供水情况（单位：万立方米、万人、万元）**

项目	2019 年	2018 年
日均供水能力	6	6

服务人口	20	20
供水量	1,731	1,685
售水量	1,410	1,328
漏损率	18.54%	21.19%
供水价格	居民生活用水 2.00 元/立方米、非居民生活用水 2.40 元/立方米、特种用水 3.50 元/立方米	

资料来源：公司提供

公司担保业务由孙公司枝江市金桥投资担保有限责任公司（以下简称“担保公司”）负责经营，担保对象主要为区域内中小微企业。截至2019年底，担保公司注册资本和实收资本均为20,000万元，其中公司认缴出资12,900万元。截至2019年末，公司在保余额为47,002.00万元。公司担保行业较为集中，但担保对象相对分散，且对外担保均采取了反担保措施（反担保物主要为房产、股权、应收账款、财政资金）。值得注意的是，2019年，公司发生代偿1,459.00万元，代偿回收额仅114.00万元，需持续关注公司未来担保风险及代偿回收情况。

**表 6 公司担保业务情况（单位：笔、万元）**

项目	2019 年	2018 年
期末担保余额	47,002.00	40,797.00
期末在担保笔数	123	78
代偿金额	1,459.00	1,014.00
代偿回收金额	114.00	282.00
享有反担保措施的在保余额	47,002.00	528.77

资料来源：公司提供

公司委托贷款业务由孙公司枝江金润源金融服务有限公司（以下简称“金服公司”）负责运营。截至2019年，其注册资本为2亿元。截至2019年末，公司委托贷款规模9.54亿元，资金主要投向是枝江市当地中小制造业企业，且集中度较高，需要关注贷款资金坏账与回收风险。2019年金服公司利息收入6,761.00万元，收入同比有所下降，主要系受疫情影响公司对客户的利息进行了延期。

**表7 公司2019年委托贷款业务前十大明细（单位：万元）**

项目	贷款金额	占比
湖北江升新材料有限公司	61,640.42	64.60%
湖北江宸新能源科技有限公司	15,000.00	15.72%
宜昌雅厦房地产开发有限责任公司	5,000.00	5.24%
湖北华鑫光电有限公司	3,587.53	3.76%
宜昌江尚新能源科技有限公司	2,200.00	2.31%
湖北国能电气有限公司	1,800.00	1.89%

天恩建设集团有限公司	1,708.33	1.79%
枝江市路桥工程有限责任公司	1,000.00	1.05%
湖北江为新能源有限公司	600.00	0.63%
湖北孟氏中药饮片有限公司	599.97	0.63%
<b>合计</b>	<b>93,136.26</b>	<b>97.61%</b>

资料来源：公司提供

### 公司继续获得较大力度的外部支持

公司作为枝江市重要基础设施建设和国有资产运营主体，近年来得到当地政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持。

资产注入方面，2019年枝江市人民政府陆续通过财政拨款和股权划拨的形式将资产无偿注入公司，合计金额111,479.57万元，计入资本公积。

**表 8 2019 年主要资产注入明细（单位：万元）**

年份	注资内容	增加资本公积
2019 年	财政拨款	47,594.99
	湖北硕丰公司和枝江路桥公司股权划拨	39,435.44
	枝江市胡家畈水厂国有股权等国有资产划拨《枝国资发（2019）8 号》	22,806.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

财政补贴方面，枝江市人民政府2019年给予公司财政补贴8,401.09万元，较大程度提升了公司利润。

## 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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围内新增1家一级子公司，为湖北姚家港绿色化工投资控股集团有限公司。截至2019年底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共2家。

### 资产结构与质量

公司资产规模持续增长，其他应收款增长较快且规模较大，未来回收时间存在一定的不确定性，土地资产和工程项目占比较高，资产流动性较弱

2019年公司总资产小幅增长，2019年末为1,797,900.65万元，同比增长3.85%。公司资

产主要以流动资产为主，2019年末公司流动资产占比为69.51%。

表9 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	93,459.88	5.20%	223,674.26	12.92%
应收账款	107,575.03	5.98%	66,059.06	3.82%
其他应收款	497,858.77	27.69%	355,321.56	20.52%
存货	468,258.88	26.04%	503,988.49	29.11%
其他流动资产	73,193.80	4.07%	66,591.60	3.85%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,249,652.92</b>	<b>69.51%</b>	<b>1,260,780.36</b>	<b>72.83%</b>
投资性房地产	51,594.01	2.87%	40,707.71	2.35%
在建工程	373,529.92	20.78%	350,065.69	20.22%
无形资产	41,873.94	2.33%	35,490.44	2.05%
<b>非流动资产合计</b>	<b>548,247.73</b>	<b>30.49%</b>	<b>470,427.67</b>	<b>27.17%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,797,900.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,731,208.04</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金规模大幅下降，2019年末为93,459.88万元，占总资产的比重为5.20%，2019年末公司受限制的货币资金共计7,704.36万元（用于担保的定期存款和各类保证金）。公司应收账款主要为尚未收回的工程项目代建款，主要欠款对象为枝江市财政局和当地国有企业，2019年末金额为107,575.03万元，近年来规模持续增长。公司其他应收款2019年末为497,858.77万元，占总产的比重为27.69%，规模同比增长40.11%，主要系关联方往来大幅增长。2019年末，公司其他应收款主要对象中枝江市财政局、枝江市土地与房屋征收管理办公室和枝江经济开发区管理委员会等政府部门往来款规模较大，回收时间易受政府资金调配影响而存在一定的不确定性，需关注回收风险且其他应收款中的委托贷款存在坏账风险。2019年末公司存货占总资产比重为26.04%，占比较高，金额为468,258.88万元，其中拟开发土地的账面价值170,247.56万元，主要由工业用地、城镇住宅用地和商业用地等构成，待开发资产的账面价值为155,272.89万元，代建项目的账面价值为123,205.68万元。公司其他流动资产规模近年来变化不大，主要为预缴土地增值税、预缴营业税及预缴契税，截至2019年末金额为73,193.80万元。

表10 截至2019年末公司其他应收款前五大情况（单位：万元）

单位名称	金额	账龄	占比
枝江市财政局	257,459.07	1 年以内、1-2 年、2-3 年	51.56%
湖北江升新材料有限公司	61,640.42	1 年以内、1-2 年、2-3 年	12.34%
枝江市土地与房屋征收管理办公室	54,223.02	1 年以内、1-2 年	10.86%

湖北江宸新能源科技有限公司	15,256.33	1 年以内、1-2 年	3.06%
枝江经济开发区管理委员会	8,760.25	2-3 年	1.75%
<b>合计</b>	<b>397,339.09</b>	<b>-</b>	<b>79.57%</b>

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司投资性房地产为51,594.01万元，同比增长21.69%，采用成本计量模式，均为房屋建筑物。2019年末公司在建工程为373,529.92万元，近年来规模较大，占总资产的比重为20.78%，主要为318国道改建工程、金湖生态农业观光旅游项目和城市物流网电商综合云物流中心项目等。2019年末公司无形资产为41,873.94万元，同比增长17.99%，其中土地使用权13,095.95万元，政府注入的广告牌和停车位收费权27,205.30万元。截至2019年末，公司货币资金中有7,704.36万元作为保证金，存货中有72,545.03万元用于抵押，使用均受限。

总的来看，公司资产规模保持持续增长，土地资产和工程项目占比较高，其他应收款增长较快，回款时间存在不确定性，且部分货币资金及存货使用受限，资产流动性较弱。

## 盈利能力

**公司营业收入持续增长，目前工程项目较多，未来业务持续性较好，政府补贴对利润的贡献较大**

2019年公司营业收入为110,036.00万元，同比增长41.11%，规模持续增长。其中工程建设业务收入占比为47.24%，同比下降。2019年商品粮油销售占比上升至31.63%，租赁、利息收入、道路收费和供水业务收入贡献不大，但能够起到一定补充作用。公司是枝江市重点基础设施建设主体，主营业务具有区域专营性，2019年末公司存货中代建项目金额为123,205.68万元，且在建项目较多，业务持续性较为有保障。公司道路投资规模较大但经营不及预期，担保业务代偿较多回收较差，委托贷款规模较大且集中度较高，均存在一定风险，需要关注。2019年公司综合毛利率为20.40%，同比有所下降。

公司作为枝江市重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，获得外部的大力支持。2019年公司收到计入其他收益的财政补贴合计8,401.09万元，较大程度的提升了公司利润。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	110,036.00	77,978.53
其他收益	8,401.09	9,791.02
营业利润	14,376.30	15,749.32

营业外收入	152.36	1,259.07
利润总额	14,216.05	16,643.87
综合毛利率	20.40%	24.06%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

公司收现比处于较低水平，目前公司在建项目投入及债务偿还尚需资金量大，后续资金压力大

2019年公司收现比为0.67，同比有所下降，仍处于较低水平。2019年公司经营活动产生的现金流净额为54,772.68万元，由于业务回款情况好转以及往来款项流入规模增加，公司经营活动现金流近年来由负转正，但整体稳定性较差。

公司投资活动现金流入规模2019年大幅增长，主要系新增合并范围内子公司收到的现金。公司投资活动现金流出主要系购建固定资产和股权投资支付的现金。受公司投资支出规模较大影响，2019年公司投资活动现金流净额为-4,544.28万元，持续净流出。

近年来公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要系偿还借款和利息，2019年公司筹资活动现金流为-144,676.58万元，持续净流出。

考虑到公司面临的短期偿债压力大，同时还面临基础设施建设刚性支出的巨大压力（2019年末主要在建项目合计尚需投资20.53亿元），后续资金压力大。

表 12 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.67	0.84
销售商品、提供劳务收到的现金	73,970.74	65,858.44
收到其他与经营活动有关的现金	240,479.45	91,522.59
经营活动现金流入小计	314,485.66	157,381.03
购买商品、接受劳务支付的现金	100,313.48	60,530.30
支付其他与经营活动有关的现金	150,984.81	190,191.72
经营活动现金流出小计	259,712.98	261,563.88
经营活动产生的现金流量净额	54,772.68	-104,182.85
投资活动产生的现金流量净额	-4,544.28	-46,208.26
筹资活动产生的现金流量净额	-144,676.58	-84,937.39
现金及现金等价物净增加额	-94,448.17	-235,328.50

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

### 公司资产负债率较高，有息债务规模大幅增长，短期偿债压力大

随着近年来政府资产注入和经营盈余利润累积，公司所有者权益规模持续增长，2019年末为739,176.36万元，同比增长19.72%。近年来公司负债规模较大，2019年末为1,058,724.29万元，公司产权比率为143.23%，所有者权益对债务的保障程度较弱。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,058,724.29	1,113,774.54
所有者权益	739,176.36	617,433.49
产权比率	143.23%	180.39%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要以非流动负债为主，截至2019年末，非流动负债占总负债的比重为77.07%。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,184.12	0.77%	5,197.00	0.47%	3,448.50	0.33%
应交税费	20,413.68	1.93%	19,716.88	1.77%	18,450.58	1.76%
其他应付款	100,801.99	9.52%	114,951.85	10.32%	24,397.52	2.33%
一年内到期的非流动负债	101,474.75	9.58%	120,801.03	10.85%	43,732.00	4.18%
流动负债合计	242,746.87	22.93%	274,553.30	24.65%	100,233.56	9.59%
长期借款	437,549.57	41.33%	435,142.76	39.07%	445,614.60	42.62%
应付债券	307,280.88	29.02%	312,335.46	28.04%	351,589.37	33.62%
长期应付款	70,194.45	6.63%	91,070.67	8.18%	147,748.01	14.13%
非流动负债合计	815,977.42	77.07%	839,221.25	75.35%	945,395.30	90.41%
负债合计	1,058,724.29	100.00%	1,113,774.54	100.00%	1,045,628.86	100.00%
有息债务	891,742.76	84.23%	956,514.44	86.73%	992,132.48	94.88%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司短期借款规模不大，截至2019年末为8,184.12万元，主要由抵押+保证借款和信用借款构成。公司应交税费主要为欠缴土地使用税、增值税及企业所得税，2019年末为20,413.68万元，近年来变动不大。2019年末，公司其他应付款100,801.99万元，规模同比下降12.31%，主要为暂收相关单位的代垫款和押金。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为101,474.75万元，规模同比有所下降，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

近年来公司长期借款规模较大，2019 年末为 435,142.76 万元，占负债总额的 41.33%，主要包括保证借款、质押借款以及保证加质押借款。公司应付债券近年来规模持续下降，

2019 末为 307,280.88 万元，占总负债的 29.02%，主要包括“16 年枝江国资债 01”、“16 年枝江国资债 02”和“17 万云项目 NPB01”等债券。截至 2019 年末，公司长期应付款 70,194.45 万元，规模同比下降 22.92%，包括融资租赁款和部分专项应付款。

截至 2019 年末，公司有息债务为 891,742.76 万元，其中长期有息债务 781,333.89 万元，占比 87.62%。虽然公司有息债务以长期为主，但是考虑到规模很大，仍面临较大的偿债压力。2020 年，公司发行了 7.5 亿元的“20 枝江绿色债 NPB”，有息债务进一步上升。

随着所有者权益的增加，公司资产负债率 2019 年末下降至 58.89%。公司近年来现金短期债务比大幅下降，截至 2019 年末为 0.85，短期偿债压力加大。近年来公司 EBITDA 利息保障倍数水平整体有所下滑，2019 年为 0.46，表现较差，有息债务达到 EBITDA 的 31.02 倍，债务压力很大。

**表 15 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	58.89%	64.34%
现金短期债务比	0.85	1.76
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.43
有息债务/EBITDA	31.02	37.36

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、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以及子公司枝江金润源企业信用报告，自 2017 年 1 月 1 日至报告查询日（2020 年 3 月 23 日），公司本部及子公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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 年末，公司对外担保金额合计 960.00 万元，担保对象为湖北江宸新能源科技有限公司，未采取反担保措施。此外，子公司担保业务在保余额 4.7 亿元，担保对象主要为中小微企业，存在较大的或有负债风险。

**表 16 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保形式	担保期限
湖北江宸新能源科技有限公司	960.00	单人担保	1 年

资料来源：公司提供

## 七、评级结论

公司所处外部环境较好，2019年枝江市固定资产投资力度仍较大，地方经济保持增长；公司经营业务涉及工程建设、商品粮油销售、租赁、道路收费和供水业务，较为多元化，在建项目较多，后续业务持续性较好；同时2019年枝江市人民政府陆续通过财政拨款和股权划拨的形式将资产无偿注入公司，公司获得外部的支持力度较大。

同时中证鹏元也关注到，公司担保及委贷业务经营存在一定的风险；公司收现比水平较低，在建项目投入以及债务偿还尚需资金量大，后续面临的资金压力大；公司应收款项、存货和在建工程规模较大，且部分资产使用受限，资产流动性较弱；公司，有息债务规模较大，即将进入还本付息高峰期，短期偿债压力大。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持“16枝江01”与“16枝江02”信用等级均为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（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	93,459.88	223,674.26	447,532.19
其他应收款	497,858.77	355,321.56	153,630.03
存货	468,258.88	503,988.49	405,332.24
在建工程	373,529.92	350,065.69	397,173.21
总资产	1,797,900.65	1,731,208.04	1,635,896.30
短期借款	8,184.12	5,197.00	3,448.50
其他应付款	100,801.99	114,951.85	12,453.02
一年内到期的非流动负债	101,474.75	120,801.03	43,732.00
长期借款	437,549.57	435,142.76	445,614.60
应付债券	307,280.88	312,335.46	351,589.37
长期应付款	70,194.45	91,070.67	147,748.01
总负债	1,058,724.29	1,113,774.54	1,045,628.86
有息债务	891,742.76	956,514.44	992,132.48
所有者权益	739,176.36	617,433.49	590,267.44
营业收入	110,036.00	77,978.53	69,979.28
其他收益	8,401.09	9,791.02	10,864.19
营业利润	14,376.30	15,749.32	20,820.93
利润总额	14,216.05	16,643.87	20,602.80
经营活动产生的现金流量净额	54,772.68	-104,182.85	-282,214.82
投资活动产生的现金流量净额	-4,544.28	-46,208.26	-24,744.21
筹资活动产生的现金流量净额	-144,676.58	-84,937.39	402,480.95
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	20.40%	24.06%	19.26%
收现比	0.67	0.84	0.15
产权比率	143.23%	180.39%	177.14%
资产负债率	58.89%	64.34%	63.92%
现金短期债务比	0.85	1.76	9.49
EBITDA（万元）	28,751.64	25,605.41	27,241.76
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.43	1.28
有息债务/EBITDA	31.02	37.36	36.42

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
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 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款有息部分

## 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。