

2020 年荆州海子湖投资有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人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

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【892】号 01

债券简称：
20 荆州海投债/20 海投
债

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：
2027 年 4 月 13 日

债券偿还方式：
每年付息一次，附第 3
年末公司调整票面利率
选择权及投资者回售选
择权；在债券存续期内的
第 3-7 年末分别按照
债券发行规模 20% 的比
例偿还本金。

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

2020 年荆州海子湖投资有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 08 月 20 日	2019 年 12 月 30 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”）对荆州海子湖投资有限公司（以下简称“公司”）及其 2020 年 4 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到荆州市交通条件较好，具有较好的产业基础，公司工程项目量充足，后续业务持续性及收入来源较有保障，且公司获得的外部支持力度较大。同时我们也关注到公司在建项目投资规模较大，面临较大资金压力，资产流动性较弱，以及面临较大债务偿还压力等风险因素。

正面：

- 荆州市交通条件较好，具有较好的产业基础。荆州市交通便利，铁路、公路路网密布，国家一类口岸盐卡港是长江中上游第三大综合性开放港口，且荆州机场已于 2018 年 10 月开始建设。工业方面形成了医药化工、电子信息、食品工业、装备制造、轻工建材和纺织服装六大支柱产业，2019 年实现地区生产总值 2,516.48 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.5%。
- 公司业务持续性较好。截至 2019 年底，公司已经签订代建协议的主要在建项目计划总投资 698,357.00 万元，尚需投资 452,102.05 万元。此外公司还有五个自营项目正在建设之中。公司工程项目量充足，业务持续性较有保障。
- 公司持续获得较大力度的外部支持。2019 年当地政府通过货币资金增资、拨付工程项目资金等方式合计增加公司资本公积 14.24 亿元，较大程度上增加了公司的资本实力，同时公司新增政府补助 81,666.11 万元，计入当期损益 24,274.89 万元，

有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司经营活动现金持续净流出，同时在建项目尚需资金较多，面临较大资金压力。**
由于项目投资力度较大，且回款较慢，公司经营活动现金持续净流出，2019 年为 252,212.28 万元。截至 2019 年底，公司主要在建项目尚需资金较多，未来存在较大资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司存货金额为 1,047,489.87 万元，占总资产的比重为 61.16%，存货主要为土地资产及工程项目，同时固定资产及在建工程占总资产的比重合计为 14.71%。2019 年末公司账面金额为 22.62 亿元的 8 宗土地使用权已对外抵押，同时海子湖大道、环湖旅游公路及荆州纪南文旅区整体城镇化建设等项目未来涉及的部分应收账款已对外质押，公司资产流动性整体较弱。
- **公司有息债务规模大幅增加，面临较大债务偿还压力。**截至 2019 年末，公司有息债务为 880,632.87 万元，同比增长 20.84%，2020 年 4 月及 6 月公司分别发行本期债券和 20 荆投 01 两期公司债券，发行金额合计为 13.00 亿元，债务规模进一步加大。2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.59，有息债务与 EBITDA 的比值增长至 33.06，公司债务偿还压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,712,581.93	1,349,809.34	948,530.28
所有者权益合计	643,276.22	478,438.02	455,817.76
有息债务	880,632.87	728,762.00	417,800.00
资产负债率	62.44%	64.56%	51.94%
现金短期债务比	1.75	8.71	16.42
营业收入	84,428.62	72,197.50	62,531.68
其他收益	24,274.89	22,750.20	22,259.00
利润总额	23,168.33	23,335.75	24,621.88
综合毛利率	5.49%	5.47%	5.33%
EBITDA	26,636.19	24,659.71	24,726.21
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.63	1.01
经营活动净现金流净额	-252,212.28	-147,447.18	-147,524.93
收现比	0.11	0.85	0.81

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告和2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

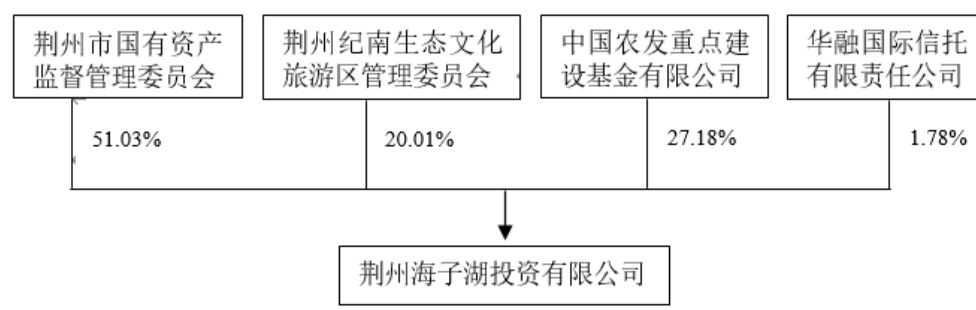
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年4月发行了7年期8.00亿元公司债券，募集资金拟全部用于纪南城城中村棚户区改造工程项目。截至2020年7月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.67亿元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，截至2019年末，公司注册资本及实收资本均为56,300.00万元，荆州市国有资产监督管理委员会持有公司51.03%的股权，仍为公司控股股东及实际控制人，公司产权及控制关系如下图所示。

图1 截至2019年底公司产权及控制关系图



资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

作为荆州市主要的基础设施建设和投融资主体，公司主要负责荆州纪南生态文化旅游区的基础设施建设和土地整理业务。2019年纳入公司合并范围子公司新增两家。

表1 2019年新纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
荆州市海子湖万寿有限公司	殡仪相关业务的经营	1,000.00	100%	投资设立
荆州园博园生态园林建设运营有限公司	园区、景区等相关业务的经营	10,000.00	100%	投资设立

资料来源：2019年审计报告、公开资料，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 万亿元，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

荆州市交通发达，经济基础较好，受COVID-19疫情影响，经济出现短期下滑

荆州市是湖北省地级市，位于湖北省中南部。现辖荆州和沙市两个区，江陵、公安、监利3个县，代管洪湖、松滋、石首3个县级市和荆州开发区、纪南文旅区、荆州高新区3个功能区，国土面积1.41万平方公里。荆州市交通发达，铁路、公路路网密布，国家一类口岸盐卡港是长江中上游第三大综合性开放港口，荆州机场已于2018年10月开始建设，预计2020年底竣工。荆州市是国家重要的农产品综合生产基地，粮食年产

量约占全国的1%，淡水产品、油菜籽产量连续多年居全国市州之首，被誉为“中国淡水渔业第一市”，农产品加工业是荆州最大的产业，也是首个千亿产业，同时依托良好的交通条件，医药化工、电子信息、食品工业、装备制造、轻工建材和纺织服装六大支柱产业快速发展。

2019年荆州市实现地区生产总值2,516.48亿元，按可比价格计算，同比增长7.5%。其中，第一产业增加值434.58亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值933.77亿元，同比增长8.1%；第三产业增加值1,148.13亿元，同比增长8.8%，三次产业结构调整为17.3:37.1:45.6。2019年第三产业中交通运输仓储和邮政、批发和零售、住宿和餐饮、金融、房地产和其他服务业分别同比增长14.1%、5.2%、8.5%、7.6%、8.1%和9.9%。

工业方面，2019年荆州市规模以上工业企业达到1,174家，比上年增加20家。规模以上工业企业增加值同比增长7.5%。按轻重工业分：轻工业下降2.3%，重工业增长17.0%，增速较快。

从拉动经济增长的三大要素来看，荆州市固定资产投资保持高速增长，2019年为11.7%，其中房地产开发投资增长39.2%，基础设施投资增长12.1%。按产业划分，全市一、二、三次产业投资分别增长-13.7%、-2.0%、21.4%，第三产业投资增速较快。消费方面，2019年荆州市实现社会消费品零售总额1,447.35亿元，同比增长11.5%。需要注意的是，COVID-19疫情的流行及管控对荆州市短期内经济发展造成很大影响，2020年1-6月实现地区生产总值953.91亿元，同比下降19.3%。

表 2 荆州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	2,516.48	7.5%	2,082.18	7.5%
第一产业增加值	434.58	3.3%	404.75	2.9%
第二产业增加值	933.77	8.1%	908.47	7.0%
第三产业增加值	1,148.13	8.8%	768.96	10.7%
规模以上工业增加值	-	7.5%	-	6.7%
固定资产投资	-	11.7%	-	11.0%
社会消费品零售总额	1,447.35	11.5%	1,298.65	11.1%
进出口总额（亿美元）	16.97	-6.8%	18.21	28.1%
存款余额	3,395.27	7.8%	3,149.30	8.7%
贷款余额	1,902.62	19.0%	1,599.12	15.1%
人均 GDP（万元）	4.52		3.72	
人均 GDP/全国人均 GDP	63.73%		57.62%	

注：“-”表示未获取数据，固定资产投资统计口径不包含农户投资。

资料来源：2018-2019 年荆州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年荆州市实现公共财政收入139.42亿元，同比增长3.8%；实现政府性基金收入180.24亿元，同比下降22.90%。

荆州海子湖生态文化旅游区2010年11月由湖北省人民政府（鄂政函[2010]342号）批准设立，为荆州市人民政府派出的正县级行政机构。2014年6月湖北省人民政府批准荆州海子湖生态文化旅游区更名为荆州纪南生态文化旅游区。荆州纪南生态文化旅游区距荆州古城1.5公里，南至沪蓉高速铁路紧邻荆州高铁站，北至318国道改道新线北段，东与318国道改线东段相邻，西至老207国道纪南故城西侧。区内分布着楚纪南故城遗址、郢城遗址、雨台山遗址等十多处多达数十平方公里的楚文化遗址。

荆州纪南生态文化旅游区紧密依托纪南故城、楚国历史、长湖水景等文化生态资源，定位于未来与荆州区、沙市区呈品字型布局，组成荆州中心城区崭新格局，未来拟将区域建设成为一个以文化产业、旅游产业和现代服务业为支柱的城市功能区。

五、经营与竞争

公司主要负责荆州纪南生态文化旅游区基础设施建设及土地整理工作，2019年公司实现营业收入84,428.62万元，同比增长16.94%，其中工程代建业务大幅增长，新增园博园运营收入，但土地整理收入有所下滑。毛利率方面，因工程代建业务和土地整理业务代建费率较为固定，且占比大，公司综合毛利率保持稳定。

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
工程项目建设收入	82,963.97	5.68%	71,748.24	5.40%
园博园运营收入	1,039.64	-22.58%	0.00	-
消耗性生物资产	27.49	49.43%	13.81	29.46%
园林绿化、保洁收入	203.75	52.10%	167.26	0.00%
其他	193.76	18.23%	268.19	26.92%
合计	84,428.62	5.49%	72,197.50	5.47%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建收入大幅增长，目前代建项目投资规模较大，已整理未交付土地较多，后续业务持续性较有保障，同时也造成较大资金压力

公司基础设施项目代建模式为：荆州纪南文旅区管委会就具体项目与公司签订《委托代建协议》，协议约定由公司负责项目的投融资、建设和移交前的管理，项目竣工验收

收合格后由荆州纪南文旅区管委会接收并支付委托代建价款。委托代建价款由项目总投资加代建回报组成，代建回报一般为项目总投资上浮5%。公司每年根据项目建设进度及审定的投资成本¹申请结算，并据此确认收入。2019年公司取得工程代建收入66,544.04万元，同比增长69.80%。

表 4 公司工程代建收入明细（单位：万元）

时间	项目名称	当年确认代建收入
2019 年	凤凰大道项目	6,484.43
	楚都大道项目	2,993.60
	凤凰城一期	4,796.60
	凤凰城二期	18,221.84
	凤凰城三期	15,251.28
	凤凰城四期	8,562.02
	园博园项目	10,234.28
	合计	66,544.04
2018 年	凤凰大道项目	2,787.78
	楚都大道项目	3,919.04
	凤凰城一期	6,985.87
	凤凰城二期	25,496.42
	合计	39,189.11

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建项目仍较多，主要为棚户区改造及道路等基础设施建设项目，其中已签订代建协议的主要项目计划总投资698,357.00万元，尚需投资452,102.05万元，业务持续性较有保障，但也给公司造成了较大资金压力。

表 5 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否已签代建协议
岳山片区城中村棚户区改造工程二期工程项目	123,452.00	1,211.85	是
凤凰城二期	107,613.00	44,270.65	是
楚都大道项目	86,000.00	70,469.59	是
凤凰大道项目	75,155.00	43,051.00	是
楚国八百年城市公园项目	65,400.00	21,618.62	是
凤凰城三期	60,260.00	15,179.90	是
郢北片区城中村棚户区改造工程	49,643.00	16,419.03	是
凤凰城四期项目	48,000.00	8,719.41	是
荆州纪南生态文化旅游区环湖旅游公路	44,534.00	8,894.67	是

¹ 包括相关税费。

海子湖大道	38,300.00	16,420.23	是
纪南城城中村棚户区改造	269,523.86	61,612.49	否
318 国道荆州段改扩建工程	187,537.00	72,152.44	否
荆州·华夏历史文化科技园项目	169,998.66	117,176.98	否
荆州复兴之路文化科技主题园项目	150,000.00	35,377.36	否
郢城遗址保护和利用修复工程	94,607.00	1,089.69	否
合计	1,570,023.52	533,663.91	-

注：楚都大道项目及荆州·华夏历史文化科技园项目总投资额根据项目实际建设情况进行了调整
资料来源：公司提供

此外，公司还有五项自建项目处于建设之中，分别是纪南城城中村棚户区改造、318国道荆州段改扩建工程、荆州·华夏历史文化科技园项目、荆州复兴之路文化科技主题园和郢城遗址保护和利用修复工程，五个项目计划总投资871,666.52万元，已投资287,408.96万元，建成后也将会为公司带来一定的经济效益。

土地整理业务方面，根据《荆州纪南生态文化旅游区土地整理合作协议》，荆州纪南文旅区管委会委托公司行使荆州纪南生态文化旅游区范围内的土地征收、补偿相关职能，公司按照协议将土地整理成净地后移交给荆州纪南文旅区管委会，荆州纪南文旅区管委会在项目总成本（包括但不限于财务成本、土地成本及其他成本等）的基础上上浮5%与公司结算价款。公司根据年度交付的净地整理成本及相关税费合计数上浮5%确认为土地整理收入，同时结转相应成本。2019年公司实现土地整理业务收入16,419.93万元。截至2019年底，公司土地整理账面价值334,622.97万元，该部分整理土地尚未交付，待移交荆州纪南文旅区管委会后，将为公司贡献较大规模的收入。

公司园博园运营业务由荆州园博园生态园林建设运营有限公司负责运营，主要负责景区的经营和管理以及园林景观项目建设，2019年实现收入1,039.64万元，毛利率为-22.58%，盈利能力较差。

公司持续获得较大的外部支持力度

2019年当地政府通过货币资金增资、拨付工程项目资金等方式合计增加公司资本公积142,377.05万元，较大程度上增加了公司的资本实力，同时公司取得政府补助24,274.89万元，有效提升了公司的利润水平。

六、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2018-2019年审计报告，财务报表按照新会计准则编制。2019年纳入公司合并报表子公司新增2家。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，工程项目及土地资产占比较大，且部分土地已抵押，资产流动性较弱

随着股东注资及公司业务增加，资产规模持续增长，2019年末公司总资产为1,712,581.93万元，同比增长26.88%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，2019年末流动资产占比为82.01%，流动资产中土地资产和工程项目占比较大。

表 6 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	177,826.87	10.38%	238,961.32	17.70%
应收账款	121,446.62	7.09%	41,878.81	3.10%
其他应收款	23,829.70	1.39%	13,429.58	0.99%
存货	1,047,489.87	61.16%	783,573.82	58.05%
流动资产合计	1,404,457.70	82.01%	1,101,362.16	81.59%
固定资产	107,957.40	6.30%	716.22	0.05%
在建工程	143,998.80	8.41%	186,946.01	13.85%
无形资产	33,957.01	1.98%	34,873.43	2.58%
非流动资产合计	308,124.23	17.99%	248,447.18	18.41%
资产总计	1,712,581.93	100.00%	1,349,809.34	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司货币资金为177,826.87万元，其中24.72万元使用受限。2019年末，公司应收账款为121,446.62万元，同比增长1.90倍，主要为应收荆州纪南文旅区管委会的代建工程款。2019年末，公司其他应收款为23,829.70万元，主要为应收当地其他国有企业及政府部门往来款。2019年末，公司存货金额为1,047,489.87万元，占总资产的比重为61.16%，其中拟开发土地账面金额为372,863.49万元，为公司持有的15宗土地使用权，均为商住用地，其中8宗已对外抵押，存货中工程建设项目成本673,800.07万元，主要为土地整理项目和代建工程项目。

非流动资产方面，2019年末，公司固定资产为107,957.40万元，大幅增长，主要为在建工程中转入的荆州·华夏历史文化科技园项目相关的房屋、建筑物和机器设备。公司在建工程仍主要为318国道荆州段改扩建工程、荆州·华夏历史文化科技园和荆州复

兴之路文化科技主题园项目，2019年末为143,998.80万元，规模有所下降，主要系部分项目转固定资产所致。2019年末，无形资产账面金额为33,957.01万元，主要为2宗土地使用权，均已用于为19荆投01提供抵押。

总体来看，公司资产规模持续增长，工程项目成本及土地资产占比较大，部分资产使用受限，资产流动性整体较弱。

盈利能力

公司收入有所增长，且业务持续性较好，政府补助对公司利润贡献较大

公司营业收入持续增长，2019年为84,428.62万元，同比增长16.94%。截至2019年末，公司主要的已签订代建协议的项目计划总投资698,357.00万元，尚需投资452,102.05万元，同时公司存货中工程建设项目账面价值673,800.07万元，尚未结转收入，公司代建业务收入及土地整理业务收入来源具有保障。公司综合毛利率比较稳定，2019年为5.49%。财政补贴方面，2019年公司计入损益的政府补助为24,274.89万元，有效提升了公司的利润水平。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	84,428.62	72,197.50
其他收益	24,274.89	22,750.20
营业利润	23,171.39	23,335.89
利润总额	23,168.33	23,335.75
综合毛利率	5.49%	5.47%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金净流出规模较大，随着在建项目的后续投入，公司面临较大资金压力

2019年公司收现比下降至0.11，经营收现情况较差，同时项目投资支出规模仍然较大，叠加往来款收支的影响，公司经营活动现金净流出252,212.28万元。2019年公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出主要为项目建设支出，公司投资活动现金净流出58,757.60万元。2019年公司筹资活动现金流入主要包括吸收投资以及取得借款取得的现金，合计流入331,640.00万元，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支出，公司筹资活动现金净流入249,810.71万元。

2019年末公司主要在建项目尚需投资1,036,359.61万元，短期有息债务为101,659.37万元，公司存在较大资金压力。

表 8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.11	0.85
销售商品、提供劳务收到的现金	9,465.59	61,275.36
收到其他与经营活动有关的现金	196,186.60	487,871.33
经营活动现金流入小计	205,652.19	549,146.70
购买商品、接受劳务支付的现金	313,085.12	346,478.91
支付其他与经营活动有关的现金	140,379.28	345,886.38
经营活动现金流出小计	457,864.47	696,593.88
经营活动产生的现金流量净额	-252,212.28	-147,447.18
投资活动产生的现金流量净额	-58,757.60	-82,302.20
筹资活动产生的现金流量净额	249,810.71	271,618.79
现金及现金等价物净增加额	-61,159.17	41,869.42

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

公司有息债务规模持续大幅增长，面临较大的债务偿还压力

随着公司借款规模增长，2019年末公司负债总额增长至1,069,305.70万元，因当地政府注资，公司所有者权益增长至643,276.22万元，综合作用下公司产权比率降低至166.23%，但所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
负债总额	1,069,305.70	871,371.32
所有者权益	643,276.22	478,438.02
负债与所有者权益比率	166.23%	182.13%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着债务逐渐到期，公司流动负债占比有所增加，但仍以非流动负债为主，2019年末占比为87.50%。2019年末，公司其他应付款为25,101.98万元，主要为应付荆州纪南生态文化旅游区征地拆迁办公室往来款和湖北省工业建筑集团有限公司、武汉建工集团股份有限公司等公司的履约保证金；公司一年内到期的非流动负债为101,659.37万元，增长幅度较大，其中一年内到期的长期借款61,517.37万元，一年内到期的长期应付款40,142.00万元。

非流动负债方面，2019年末公司长期借款增长至522,757.63万元，占公司总负债的

比重为48.89%，主要为银行借款，期限普遍较长。2019年末，公司应付债券为49,787.74万元，为公司发行的19荆投01，期限为5年，此外，2020年4月及6月公司分别发行本期债券和20荆投01两期公司债券，发行金额合计为13.00亿元。2019年末，公司长期应付款206,428.13万元，主要为荆州纪南生态文化旅游区财政局借给公司的省级债券资金。2019年末，公司递延收益156,619.30万元，为相关政府补助。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	25,101.98	2.35%	24,263.56	2.78%
一年内到期的非流动负债	101,659.37	9.51%	27,425.91	3.15%
流动负债合计	133,712.91	12.50%	59,868.43	6.87%
长期借款	522,757.63	48.89%	465,270.09	53.40%
应付债券	49,787.74	4.66%	0.00	0.00%
长期应付款	206,428.13	19.30%	236,066.00	27.09%
递延收益	156,619.30	14.65%	110,166.80	12.64%
非流动负债合计	935,592.79	87.50%	811,502.89	93.13%
负债合计	1,069,305.70	100.00%	871,371.32	100.00%
有息债务	880,632.87	82.36%	728,762.00	83.63%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务为880,632.87万元，占总负债的比重为82.36%，同比增长20.84%，其中短期有息债务101,659.37万元。此外，还要注意的，公司股东农发基金投入的15,300.00万元及华融信托投入的100,000.00万元设置了退出选择机制且公司每年将支付一定的利息。整体来看，公司有息债务规模较大且持续增长，面临较大的债务偿还压力。

从公司偿债指标来看，2019年末公司资产负债率下降2.12个百分点至62.44%，仍处于较高水平。2019年末公司现金短期债务比下降至1.75，公司现金类资产对短期有息债务的保障程度仍较好。但随着公司有息债务规模增长，2019年公司EBITDA利息保障倍数下降至0.59，有息债务与EBITDA的比值增长至33.06，公司债务偿还压力较大。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	62.44%	64.56%
现金短期债务比	1.75	8.71
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.63

有息债务/EBITDA

33.06

29.55

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2017年1月1日至报告查询日（2020年8月4日），公司本部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；公司各项债务均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

荆州市交通便利，铁路、公路路网密布，国家一类口岸盐卡港是长江中上游第三大综合性开放港口，且荆州机场已于2018年10月开始建设。工业方面形成了医药化工、电子信息、食品工业、装备制造、轻工建材和纺织服装六大支柱产业，2019年实现地区生产总值2,516.48亿元，按可比价格计算，同比增长7.5%。同时，公司目前工程项目量充足，业务持续性较有保障，持续获得较大力度的外部支持。

中证鹏元也注意到公司资产中工程项目及土地资产占比较大，且部分土地已抵押，流动性整体较弱，在建项目尚需投资金额较大，面临较大的资金压力，同时有息债务规模持续增长，EBITDA利息保障倍数表现较弱，面临较大债务偿还压力等风险因素。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

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	177,826.87	238,961.32	197,091.91
应收账款	121,446.62	41,878.81	32,508.42
其他应收款	23,829.70	13,429.58	52,704.86
存货	1,047,489.87	783,573.82	432,938.43
固定资产	107,957.40	716.22	712.54
在建工程	143,998.80	186,946.01	90,573.34
无形资产	33,957.01	34,873.43	35,788.43
资产总计	1,712,581.93	1,349,809.34	948,530.28
其他应付款	25,101.98	24,263.56	11,475.44
一年内到期的非流动负债	101,659.37	27,425.91	12,004.00
长期借款	522,757.63	465,270.09	374,796.00
应付债券	49,787.74	0.00	0.00
长期应付款	206,428.13	236,066.00	31,000.00
递延收益	156,619.30	110,166.80	51,041.00
负债合计	1,069,305.70	871,371.32	492,712.53
有息债务	880,632.87	728,762.00	417,800.00
所有者权益	643,276.22	478,438.02	455,817.76
营业收入	84,428.62	72,197.50	62,531.68
其他收益	24,274.89	22,750.20	22,259.00
营业利润	23,171.39	23,335.89	24,613.80
利润总额	23,168.33	23,335.75	24,621.88
经营活动产生的现金流量净额	-252,212.28	-147,447.18	-147,524.93
投资活动产生的现金流量净额	-58,757.60	-82,302.20	-95,442.48
筹资活动产生的现金流量净额	249,810.71	271,618.79	366,899.09
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	5.49%	5.47%	5.33%
收现比	0.11	0.85	0.81
产权比率	166.23%	182.13%	108.09%
资产负债率	62.44%	64.56%	51.94%
现金短期债务比	1.75	8.71	16.42
EBITDA（万元）	26,636.19	24,659.71	24,726.21
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.63	1.01
有息债务/EBITDA	33.06	29.55	16.9

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告和 2018-2019 年审计报告

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
荆州强楚文化科技有限公司	96,697.54	94.89%	文旅产业运营和管理
荆州郢都生态农业发展有限公司	5,000.00	100.00%	农业开发和建设
荆州海子湖园林建设有限公司	100.00	100.00%	园林绿化项目建设的管理
荆州海子湖建设有限公司	30,000.00	100.00%	土木工程建设
荆州海子湖文化传媒有限公司	500.00	100.00%	文化传媒业务的经营
荆州市海子湖万寿有限公司	1,000.00.00	100.00%	殡仪相关业务的经营
荆州园博园生态园林建设运营有限公司	10,000.00.00	100.00%	园区、景区等相关业务的经营

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

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。