

2014 年潜江市城市建设投资开发有限公司
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【907】号 01

债券简称：14 潜江城投
债/PR 潜城投

增信方式：国有土地使
用权抵押+银行流动性
支持

债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：2021 年
04 月 22 日

债券偿还方式：按年付
息，分次还本，从 2017
年至 2021 年每年偿还本
期债券本金的 20%

分析师

姓名：
肖旅菲 蒋申

电话：
0755-8287 1641

邮箱：
xiaolf@cspengyuan.com

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

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2014 年潜江市城市建设投资开发有限公司 公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 08 月 26 日	2019 年 06 月 27 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”）对潜江市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）及其 2014 年 04 月 22 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司业务可持续性仍较好，获得较大外部支持，且土地使用权抵押担保仍有效提升了本期债券安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大投资支出压力和偿债压力，以及需关注 COVID-19 疫情对地区经济和财政的负面影响等风险因素。

正面：

- 公司业务可持续性仍较好。公司仍主要负责潜江市范围内工程代建及土地整理等业务，截至 2019 年末，公司主要在建代建项目总投资为 114.86 亿元，承建项目规模较大；同期存货中有土地整理成本 6.52 亿元，随着相关土地整理完成并出让，能为公司带来一定收入。
- 公司获得较大外部支持。公司是潜江市重要建设主体，2019 年获得潜江市财政局拨付的基础设施建设补贴 1.73 亿元，占当期利润总额比重达 61.26%，显著提升了公司利润水平。
- 土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。公司以评估价值 33.21 亿元（评估基准日：2019 年 7 月 31 日）国有土地使用权为本期债券提供抵押担保，是本期债券余额及一年利息之和的 10.21 倍，仍有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性仍较弱。**2019 年末公司资产中土地资产、项目建设成本、土地整理成本分别为 102.24 亿元、95.94 亿元、6.52 亿元，合计占总资产的 72.50%，其中 74.91 亿元土地资产已用于融资抵质押，受限资产规模较大；同期公司应收款大幅增长 205.21%至 14.71 亿元，占总资产的 5.21%。
- **经营活动现金流表现不佳，存在较大投资支出压力。**2019 年公司收现比为 0.55，主营业务回款不佳，当期经营活动现金流净流出 11.63 亿元；当年末公司主要在建项目尚需投入资金 56.40 亿元，建设资金以公司自筹为主，投资支出压力较大。
- **有息债务规模较大，面临较大偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模 148.93 亿元，同比增长 8.49%，占总负债比重达 97.74%，当年 EBITDA 利息保障倍数 0.60，2020-2021 年公司需偿还有息债务规模分别为 18.53 亿元、19.95 亿元，偿债压力较大。
- **COVID-19 疫情对当地经济和财政影响较大。**潜江市及其所在湖北省为国内 COVID-19 疫情主要地区，疫情对区域 2020 年经济和财政产生一定负面影响。2020 年上半年潜江市地区生产总值同比下降 20.8%；一般公共预算收入 8.67 亿元，同比下降 42.3%。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	2,823,139.31	2,693,054.40	2,476,705.13
所有者权益	1,299,343.32	1,291,166.37	1,275,351.79
有息债务	1,489,348.64	1,372,756.08	1,161,515.43
资产负债率	53.98%	52.06%	48.51%
现金短期债务比	1.88	2.21	5.11
营业收入	180,664.88	107,989.34	102,254.84
营业外收入	17,270.98	11,089.55	7,726.84
利润总额	28,193.86	30,419.73	26,636.94
综合毛利率	19.29%	31.34%	26.15%
EBITDA	44,280.75	42,860.28	37,162.71
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.58	0.69
经营活动现金流净额	-116,264.91	-221,951.04	-169,088.34
收现比	0.55	1.86	0.28

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

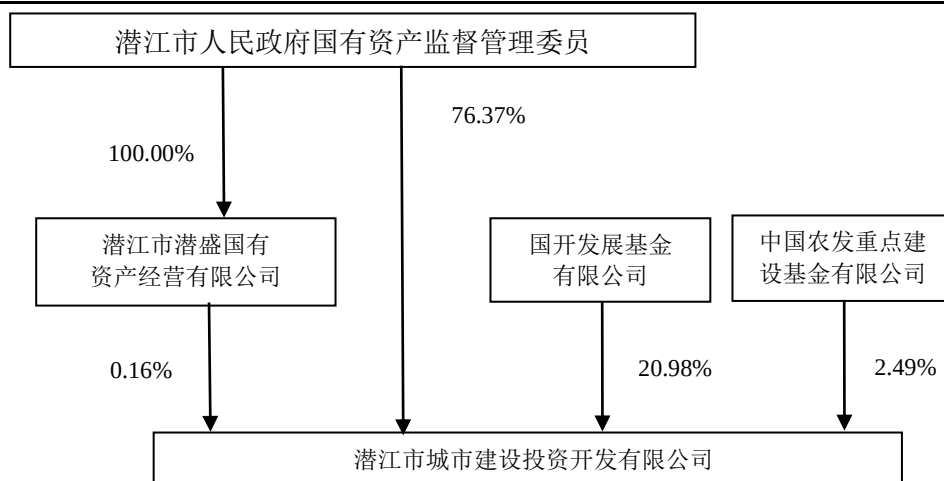
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年04月22日发行7年期15亿元公司债券，募集资金计划用于潜江市保障性住房建设项目及潜江市水环境综合性治理建设项目。截至2020年07月10日，本期债券募集资金专项账户余额176.63万元。

二、发行主体概况

2019年公司注册资本、实收资本、控股股东均未发生变化；当年潜江市人民政府国有资产监督管理委员会¹（以下简称“潜江国资委”）回购国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）投资额1.88亿元，回购完成后，潜江国资委和国开基金持股比例分别为76.53%、20.98%。截至2020年6月末，公司实际控制人仍为潜江国资委。

图1 截至2020年06月30日公司产权及控制关系



注：国开基金和中国农发重点建设基金有限公司不参与公司的经营管理，对修改公司章程、公司的合并、分立、重组和注册资本变动等重大事项拥有表决权，并要求获得1.2%的年收益率。

资料来源：公司提供

根据公司2019年年度报告，公司董事变更为章华、刘德华、汪孝斌、刘训金、卢胜军、何飞和张劲，监事变更为何安然、郭亚林和刘道兵，高级管理人员变更为刘德华、汪孝斌、朱俊、赵珊、金克诗和关洪波。

公司作为潜江市重要建设主体，2019年仍主要负责潜江市范围内项目建设及土地整理等业务。2019年度，公司合并范围新增子公司1家，系2019年1月公司、潜江国资委共同投资新设子公司潜江市智行城市建设有限公司，持股比例分别为49.00%、51.00%，潜江国资

¹ 原名为潜江市国有资产监督管理办公室，于2019年变更为现用名

委委托公司对该子公司管理²，公司获得其控制权；无减少纳入合并范围子公司，明细如表1所示。

表 1 2019 年度公司新纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	实收资本	持股比例	主营业务	合并方式
潜江市智行城市建设有限公司	20,000.00	49.00%	房地产业	投资设立

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开信息，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

² 中证鹏元尚未获得潜江国资委授权公司管理文件。

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

2019 年潜江市经济总量继续增长，高新技术产业对区域经济增长贡献度较高，但新冠肺炎疫情对区域短期内的经济及财政收入产生一定负面影响

潜江市是湖北省直辖县级市，2019 年潜江市经济继续增长，全年地区生产总值 812.63 亿元，增长 7.9%。按产业结构来看，第一产业增加值 80.82 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 407.94 亿元，增长 8.5%；第三产业增加值 323.87 亿元，增长 8.3%，三次产业结构比自 2018 年的 10.0:52.6:37.4 调整为 2019 年的 9.9:50.2:39.9，二、三产业发展较快，是地区生产总值增长的重要动力。2019 年潜江市人均 GDP 增至 8.41 万元，为全国人均 GDP 的 118.66%。

工业方面，2019 年潜江市规模以上工业增加值增长 8.8%，居全省第 8 名，高出全省平均增速 1.0 个百分点；其中高新技术产业增加值 138.07 亿元，增速达 20.8%，高出规上工业增加值增速 12.0 个百分点，占 GDP 比重达 17.0%，居全省第六。

随着东荆新区路网工程项目等城乡基础设施项目建设推进影响，2019 年潜江市基础设施投资增长 28.2%，占全市固定资产投资比重达 22.6%，当年全市固定资产投资增长 12.4%，增幅高出全省平均增速 1.8 个百分点；其中房地产开发投资增长 11.1%，商品房销售面积为 76.72 万平方米，同比下降 25.0%。按三次产业来看，一、二产业投资增速均有所下滑，三次产业同比增长 46.1%，对全市投资增长的贡献率达 139.9%，拉动全市投资增长 17.4 个百分点。此外社会消费品零售额及存贷款余额稳定增长。

表 2 潜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（GDP）	812.63	7.90%	755.78	8.30%
第一产业增加值	80.82	3.30%	5.29	3.00%
第二产业增加值	407.94	8.50%	398.09	8.10%
第三产业增加值	323.87	8.30%	282.40	10.20%
规模以上工业增加值	-	8.80%	-	7.90%
固定资产投资	-	12.40%	-	11.30%
社会消费品零售总额	291.35	11.80%	260.11	12.00%
进出口总额	77.7	68.70%	-	-
存款余额	710.67	7.80%	659.11	7.45%
贷款余额	302.11	14.10%	264.83	13.49%
人均 GDP（万元）	8.41		7.82	

人均 GDP/全国人均 GDP	118.66%	121.03%
-----------------	---------	---------

资料来源：潜江市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《潜江市 2019 年国民经济与社会发展统计公报》，2019 年潜江市一般公共预算收入 27.50 亿元，增长 6.4%，其中税收收入 19.98 亿元，增长 7.0%；一般公共预算支出 77.21 亿元，增长 10.1%。

受新冠肺炎疫情影响，根据《2020年6月潜江市国民经济统计月报》，2020年1-6月潜江市地区生产总值同比下降20.8%；一般公共预算收入8.67亿元，同比下降42.3%，其中工商各税收入7.04亿元，同比下降33.8%。

四、经营与竞争

公司仍主要负责潜江市范围内项目建设及土地整理等业务，2019年工程代建业务收入增长111.58%达16.02亿元，占营收比重升至88.67%，仍为公司主要收入来源。受土地出让规模、市场需求等因素影响，土地整理收入规模降至1.90亿元，其他业务收入主要是公司自营曹禺大剧院等实现收益以及租金收入，规模不大。

从毛利率来看，工程建设项目约定固定收益率，毛利率维持在13.04%；土地整理业务盈利水平受土地储备时间、土地位置等因素影响有所波动。2019年公司综合毛利率19.29%，较2018年下降12.05个百分点，主要系收入结构变化所致。

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
工程代建	160,193.50	13.04%	75,713.72	13.04%
土地整理	19,030.10	73.18%	31,619.05	75.35%
其他	1,441.29	3.46%	656.57	22.04%
合计	180,664.88	19.29%	107,989.34	31.34%

资料来源：公司提供

2019年公司工程代建收入规模增长，该业务可持续性仍较好，但需关注其回款情况，且面临较大资金支出压力

公司工程代建业务收入由项目建设产生回购款及已完工项目维护收益两部分构成，根据公司与潜江市财政局（以下简称“市财政局”）签订的《委托代建与项目回购协议书》，公司根据潜江市政府规划，负责潜江市范围内基础设施委托代建工作，项目建设资金由公司自筹为主；待项目整体完工或是某一阶段完工后，潜江市财政局按经审核确认的投入成本加成15%作为项目回购价款。此外已完工未结算的代建项目每年产生的维护支出，公司根据实际支出上报，潜江市政府根据实际情况拨付相关款项。

根据公司与潜江市财政局出具的《2019年政府回购项目确认函》，2019年公司实现工程代建收入16.02亿元，同比增长111.58%，其中项目回购款15.85亿元，同比增长109.38%，主要来自城南新区新型城镇化项目等，但该部分收入回款偏慢。

表 4 2019 年公司工程代建收入构成（单位：万元）

项目名称	确认收入	结转成本	加成比例
城南新区新型城镇化项目	70,588.84	61,381.60	15.00%
“三大亮点”项目	20,189.36	17,555.97	15.00%
王周线新建工程	21,449.91	18,652.10	15.00%
长飞潜江科技园项目	18,244.11	15,864.44	15.00%
潜江传化公路港项目	11,824.51	10,282.18	15.00%
兴盛路东延工程	6,158.42	5,355.15	15.00%
垃圾处理项目	3,782.45	3,289.08	15.00%
4030 工程	3,480.14	3,026.21	15.00%
东城区排水项目街道积水改造项目	2,763.85	2,403.35	15.00%
小计	158,481.59	137,810.08	-
其他（项目维护）	1,711.91	1,506.11	不适用
小计	1,711.91	1,506.11	-
合计	160,193.50	139,316.19	-

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司主要在建代建项目有2016年第二批棚户区改造项目等，上述项目合计总投资114.86亿元，已投资65.08亿元，公司承建项目规模较大，该业务可持续性较好。

表 5 截至 2019 年末公司主要在建代建项目情况（单位：万元）

项目名称	业务模式	总投资	已投资	尚需投资
2016 年第二批棚户区改造项目	代建	197,700.00	138,448.03	59,251.97
潜江市老城区水毁工程升级改造项目	代建	123,696.13	96,228.78	27,467.35
潜江市廉租房及公租房建设	代建	158,577.00	95,035.92	63,541.08
潜江市兴隆河水域综合治理建设项目	代建	180,382.00	82,565.39	97,816.61
潜江市排水改造项目	代建	130,531.43	77,577.65	52,953.78
2017 年第二批棚户区改造项目	代建	109,050.66	49,131.75	59,918.91
中城 1 号还建房项目	代建	87,750.00	46,232.77	41,517.23
潜江龙虾科普教育中心	代建	68,299.00	37,771.95	30,527.05
潜江市县域城镇道路工程建设项目	代建	92,569.00	27,843.96	64,725.04
合计	-	1,148,555.22	650,836.20	497,719.02

注：2019年度公司重新核定项目预计投资额。

资料来源：公司提供

此外，截至2019年末，公司有总投资合计13.46亿元的主要自营项目（即“19潜江01”、“19潜江02”募投项目），其未来收入包含停车费收入、商业租赁收入等。随着其建成并投入运营，有望新增收入。同时我们也关注到，公司主要代建及自营项目合计尚需投入资金56.40亿元，建设资金以公司自筹为主，存在较大资金支出压力。

表 6 截至 2019 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	业务模式	总投资	已投资	尚需投资
潜江市公共交通设施建设项目	自营	2.99	1.60	1.39
潜江市公共停车场建设项目	自营	10.47	5.23	5.24
合计	-	13.46	6.83	6.63

资料来源：公司提供

2019年土地整理收入有所下滑，公司尚有一定规模土地整理投入，仍能带来一定收入，但受政府规划及土地市场等影响较大

公司接受潜江市人民政府（以下简称“市政府”）委托，自筹资金负责潜江市市内土地整理工作（包括征地、拆迁、安置、补偿、场地平整等），整理完成后公司将其交至潜江市土储中心，由潜江市土储中心审定成本并将出让。土地出让收入在扣除国家规定的基金费用后，由潜江市财政局将剩余土地出让金返还至公司，公司将其确认土地开发整理收入。

受城市建设规划及市场需求等因素影响，2019年土地出让面积265.63亩，同比增长106.89%，但受土地所处位置等因素影响，当期土地整理业务实现收入仅1.90亿元，同比下降39.81%。

表 7 2018-2019 年公司土地整理开发整理业务情况

项目	2019 年	2018 年
土地出让宗数（宗）	2	1
土地出让面积（亩）	265.63	128.39
土地整理收入（万元）	19,030.10	31,619.05
土地整理成本（万元）	5,104.80	7,793.35

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司存货中土地开发整理成本6.52亿元，随着该部分土地整理完成并出让，仍能为公司带来一定收入，但我们也关注到该业务稳定性易受政府规划及土地市场景气度等因素影响，未来可能存在一定波动。

公司持续获得较大外部支持，有效提升利润水平

根据潜江市财政局出具的《关于拨付潜江市城市建设投资开发有限公司2019年财政补贴的批复》，2019年公司获得基础设施建设补贴1.73亿元，计入“营业外收入”，提升公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的大信会计师事务所（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年公司合并范围新增子公司1家，无减少合并范围子公司，截至2019年末，公司纳入合并范围子公司共11家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产中以土地资产及项目建设成本为主的存货占比较高，且较大规模土地资产流动性受限，此外应收款规模大幅增长，资产流动性较弱

截至2019年末，公司资产总额282.31亿元，同比增长4.83%，其中存货占总资产比重达72.50%，仍是公司主要资产构成。

2019年公司偿还债务、项目建设及购置土地等现金支出规模较大，货币资金账面价值降至2019年末的34.77亿元，同比下降18.80%，主要系银行存款；期末0.89亿元货币资金用作贷款保证金而使用受限。

公司业务款回款速度较慢，应收账款账面价值大幅提升至2019年末的7.34亿元，其中应收潜江市财政局款项7.25亿元，占应收账款比重为98.79%。

2019年末其他应收款账面余额7.93亿元，其中前五大其他应收款账面余额合计5.87亿元，应收对象分别是潜江国资委（2.67亿元回购国开基金的基金投资款）、湖北省国营总口农场（1.49亿元往来借款）、金澳科技（湖北）化工有限公司（0.59亿元代收代付款）、潜江市汇桥投资担保有限公司³（0.56亿元担保保证金）及潜江市楚道交投公共交通有限公司⁴（0.56亿元往来借款），合计占其他应收款余额的79.97%。2019年末公司应收账款及其他应收款合计14.71亿元，同比增长205.21%，占总资产比重达5.21%，应收对象以政府部门及国有企业为主，发生坏账风险相对较小，但回收时间存在不确定性，且规模较大，对资金形成一定占用。

公司通过招拍挂新增37.37万平方米土地（入账价值合计6.12亿元），加之工程项目建设投入影响，2019年末存货账面价值增至204.69亿元，包含102.24亿元土地资产、95.94亿元项目建设成本以及6.52亿元土地整理成本；其中土地来自政府注入及公司自行购入，性质均为出让，以住宅、批发零售用地为主，面积合计829.01万平方米，期末账面价值74.91

³ 潜江市财政局、潜江国资委、潜江市潜盛国有资产经营有限公司持有该企业股权比例分别为 33.21%、14.94%、14.30%。

⁴ 潜江国资委为其实际控制人。

亿元的土地用于借款及发行债券抵质押⁵，占当期期末土地资产、存货比重分别为73.28%、36.60%；此外有1.53亿元当年新购土地尚未办妥权证。

表 8 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	347,681.73	12.32%	428,162.74	15.90%
应收账款	73,400.43	2.60%	1,993.49	0.07%
其他应收款	73,679.93	2.61%	46,195.66	1.72%
存货	2,046,896.23	72.50%	1,929,809.16	71.66%
流动资产合计	2,541,659.35	90.03%	2,406,244.12	89.35%
固定资产	153,589.81	5.44%	155,339.65	5.77%
其他非流动资产	79,832.02	2.83%	85,970.96	3.19%
非流动资产合计	281,479.95	9.97%	286,810.29	10.65%
资产总计	2,823,139.31	100.00%	2,693,054.40	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

固定资产主要是房屋建筑物和运输设备，2019年末账面价值为15.36亿元，较2018年末变化不大。

其他非流动资产主要是对潜江市兴城投资开发有限公司、潜江市职业教育中心、潜江市楚道交通投资有限公司和潜江市妇幼保健院等单位的项目借款⁶，2019年末账面余额为7.98亿元，借款对象主要是政府部门及事业单位，发生坏账的风险不大，但借款期限较长，占用公司营运资金。

截至2019年末，公司受限资产合计75.80亿元，占总资产比重达26.85%。公司资产中以土地使用权及项目建设成本为主的存货、应收款项占比较高，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司收入规模有所增长，主营业务可持续性较好，政府补贴显著提升利润规模

公司仍主要从事工程代建及土地整理等业务，2019年工程代建收入占营业收入比重为88.67%，是公司收入主要构成。2019年公司实现营业收入18.07亿元，同比增长67.30%，主要是工程代建收入增长带动所致。截至2019年末，公司有总投资114.86亿元的主要在建代建项目，该业务可持续性仍较好；此外公司存货中尚有6.52亿元土地整理成本，随着相关土地整理完成并出让，仍能带来一定收入。

2019年公司综合毛利率19.29%，较上年下降12.05个百分点，主要系收入结构变化。

⁵其中为“14 潜江城投债”提供抵押的土地使用权入账价值 31.54 亿元，为“15 潜江城投债”提供抵押的土地使用权入账价值 20.38 亿元。

⁶ 该部分实际上未能形成收益。

营业外收入主要是政府补贴，2019年公司营业外收入1.73亿元，占当期利润总额比重达61.26%，较上年提高24.80个百分点，显著提升公司利润水平。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	180,664.88	107,989.34
营业利润	10,922.88	19,330.19
营业外收入	17,270.98	11,089.55
利润总额	28,193.86	30,419.73
综合毛利率	19.29%	31.34%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司业务回款表现不佳，经营活动现金流持续净流出，且主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大资金支出压力

2019年公司收现比降至0.55，收现比指标表现不佳；当期公司与政府部门及其他企业往来款自净流出转为净流入，经营活动现金流净流出规模有所收窄，净流出11.63亿元。

投资现金流方面，近年来公司外部投资支出规模不大，但2019年公司未实现投资活动现金流入，加之2018年因收回定期存款带来1.40亿元资金流入，投资活动现金流自净流入转为净流出。

筹资活动现金流方面，公司筹资活动流入主要是取得的外部借款，筹资活动流出主要是偿还债务及分配股利、利润或利息支付的现金，2019年公司新增外部借款38.03亿元，扣减偿还债务等支出后现金净流入5.05亿元。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投入资金56.40亿元，面临较大的资金支出压力。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.55	1.86
销售商品、提供劳务收到的现金	99,039.91	200,701.38
收到的其他与经营活动有关的现金	57,391.20	16,024.95
经营活动现金流入小计	156,431.11	216,726.33
购买商品、接受劳务支付的现金	262,753.34	419,636.30
支付的其他与经营活动有关的现金	8,727.27	18,064.98
经营活动现金流出小计	272,696.03	438,677.37
经营活动产生的现金流量净额	-116,264.91	-221,951.04
投资活动产生的现金流量净额	-8,674.95	4,630.60
筹资活动产生的现金流量净额	50,458.85	119,646.39
现金及现金等价物净增加额	-74,481.02	-97,674.04

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

有息债务规模增长，债务偿还压力仍较大

公司项目建设资金需求量较大，负债规模增加至2019年末的152.38亿元，同比增长8.70%；随着经营积累，所有者权益亦有所增长，2019年产权比率升至117.27%，权益对负债保障程度有所减弱。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	1,523,795.98	1,401,888.04
所有者权益	1,299,343.32	1,291,166.37
产权比率	117.27%	108.58%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末其他应付款账面余额7.22亿元，应付对象主要有潜江市自来水公司（4.68亿元）、中国建筑第二工程局有限公司（0.30亿元）、武汉荣城建设集团有限公司（0.17亿元）、中交第二航务工程局有限公司（0.10亿元）等；期末有息往来借款规模4.75亿元。

长期借款为公司向国家开发银行湖北省分行、光大银行武汉分行等金融机构取得的抵押借款及信用借款，2019年末公司待偿还长期借款107.24亿元（一年内到期规模9.09亿元）。

截至2019年末，公司待偿还应付债券规模28.66亿元（一年内到期规模为6.40亿元），主要包含2014年4月发行的7年期债券（即本期债券）、2015年发行的7年期债券（15潜江城投债），以及2019年发行的两期企业债（即19潜江城投债01、19潜江城投债02）。

长期应付款为应付国银金融租赁股份有限公司、湖北金控融资租赁有限公司及远东宏信（天津）融资租赁有限公司等融资租赁款；2019年末公司待偿还融资租赁款规模8.29亿元（一年内到期规模为3.04亿元）。

表 12 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	81,389.00	5.34%	79,215.91	5.65%
一年内到期的非流动负债	185,324.30	12.16%	194,039.12	13.84%
流动负债合计	267,232.73	17.54%	273,429.46	19.50%
长期借款	981,468.10	64.41%	924,301.02	65.93%
应付债券	222,598.85	14.61%	161,075.94	11.49%
长期应付款	52,496.31	3.45%	43,081.62	3.07%

非流动负债合计	1,256,563.26	82.46%	1,128,458.58	80.50%
负债合计	1,523,795.98	100.00%	1,401,888.04	100.00%
其中：有息债务	1,489,348.64	97.74%	1,372,756.08	97.92%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

有息债务由其他应付款中的有息借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款构成，截至2019年末，公司有息债务规模148.93亿元，同比增长8.49%，占总负债比重达97.74%。有债务偿还时间集中在2023年及以后，2020年、2021年公司需偿还还有息债务分别为18.53亿元、19.95亿元。

表 13 公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
金额	18.53	19.95	19.42	86.29	144.19
占有息债务比重	12.85%	13.84%	13.47%	59.84%	100.00%

注：上表中不含其他应付款中带息债务

资料来源：公司提供

从主要偿债指标来看，2019年末公司资产负债率53.98%，现金短期债务比为1.88。随着利润及政府补贴规模增加，2019年EBITDA增长3.31%，但EBITDA利息保障倍数0.60，有息债务/EBITDA为33.63，盈利对债务偿还保障程度仍偏弱。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	53.98%	52.06%
现金短期债务比	1.88	2.21
EBITDA	44,280.75	42,860.28
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.58
有息债务/EBITDA	33.63	32.03

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司以其合法持有土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍能有效提升本期债券信用水平，但2020年7月末至今尚未按照抵押资产监管协议出具最新抵押资产跟踪评估报告

公司将自身合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押，根据公司与天风证券股份有限公司（本期债券债权代理人，以下简称“天风证券”）签订的《2013年潜江市城市建设投资开发有限公司公司债券国有土地使用权抵押合同》（以下简称“抵押合同”），公司以其拥有的位于潜江市的3宗土地使用权设定抵押，抵押的土地使用权面积为167.01万平方米，用途为住宅和商业，使用权类型为出让。

根据湖北众联资产评估有限公司于2019年8月11日出具的资产评估报告（众联评报字

【2019】第1238号），前述3宗土地以2019年7月31日为评估基准日的评估值为33.21亿元，是本期债券余额(3亿元)及按余额计算一年利息（按年利率8.38%计算）合计数的10.21倍，仍能有效提升本期债券的信用水平。根据本期债券抵押资产监管协议，在债券存续期间，公司应聘请资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告；同时根据2019年湖北众联资产评估有限公司出具的评估报告，该评估报告有效期为2019年7月31日至2020年7月30日。

表15 公司抵押土地情况（单位：平方米，万元）

他项权证号	土地证号	宗地位置	用途	抵押面积	本期评估价值	上期评估价值 ⁷
潜他项（2014）第 501 号	潜国用（2010）第 3030 号	周矶办事处田关河以北	住宅	204,481.39	-	28,852.32
潜他项（2014）第 502 号	潜国用（2011）第 3015 号	广泽大道以南	商业	326,317.16	-	58,465.16
潜他项（2014）第 503 号	潜国用（2012）第 3013 号	王场镇施场村	住宅	1,139,307.27	-	245,748.58
合计	-	-	-	1,670,105.82	332,088.25	333,066.06

资料来源：公司提供

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月17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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项

截至2019年末，公司对外担保余额合计3.82亿元，担保余额合计占当期期末净资产比重为2.94%，担保对象均为国有企业。

表 16 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保主体	担保余额	担保期限	是否设置反担保
潜江市荆渝公共交通工程投资有限公司	9,000	2017.1.18--2022.1.10	否
	9,000	2017.4.1--2029.3.26	否
潜江市自来水公司	9,208	2019.6.14-2024.6.23	否
	10,994	2019.5.31-2024.5.31	否

⁷上期评估为湖北众联资产评估有限公司于 2017 年 7 月 31 日评估结果。

合计	38,202.30	-	-
----	-----------	---	---

资料来源：公司提供

八、评级结论

公司业务可持续性仍较好，且在资金补贴等方面获得较大外部支持，增厚利润规模，以及土地使用权抵押担保有效提升了本期债券安全性。

同时中证鹏元也关注到，公司资产中以土地资产、项目建设成本及土地整理成本为主的存货、应收款项占比较高，资产流动性较弱，面临较大投资资金支出及债务偿还压力，以及需关注COVID-19疫情对地区经济和财政的负面影响等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，公司主体长期信用等级维持为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	347,681.73	428,162.74	539,836.79
应收账款	73,400.43	1,993.49	74,686.05
其他应收款	73,679.93	46,195.66	36,358.39
存货	2,046,896.23	1,929,809.16	1,543,708.63
总资产	2,823,139.31	2,693,054.40	2,476,705.13
其他应付款	81,389.00	79,215.91	49,747.24
一年内到期的非流动负债	185,324.30	194,039.12	105,710.00
长期借款	981,468.10	924,301.02	811,849.11
应付债券	222,598.85	161,075.94	224,489.94
长期应付款	52,496.31	43,081.62	9,350.00
总负债	1,523,795.98	1,401,888.04	1,201,353.34
有息债务	1,489,348.64	1,372,756.08	1,161,515.43
所有者权益	1,299,343.32	1,291,166.37	1,275,351.79
营业收入	180,664.88	107,989.34	102,254.84
营业利润	10,922.88	19,330.19	18,913.37
营业外收入	17,270.98	11,089.55	7,726.84
利润总额	28,193.86	30,419.73	26,636.94
经营活动产生的现金流量净额	-116,264.91	-221,951.04	-169,088.34
投资活动产生的现金流量净额	-8,674.95	4,630.60	-14,144.32
筹资活动产生的现金流量净额	50,458.85	119,646.39	404,589.41
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	19.29%	31.34%	26.15%
收现比	0.55	1.86	0.28
产权比率	117.27%	108.58%	94.20%
资产负债率	53.98%	52.06%	48.51%
现金短期债务比	1.88	2.21	5.11
EBITDA（万元）	44,280.75	42,860.28	37,162.71
EBITDA 利息保障倍数	0.60	0.58	0.69
有息债务/EBITDA	33.63	32.03	31.25

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司(单位：万元)

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
潜江市城投置业有限公司	19,000.00	100.00%	房地产业
潜江市潜绿园林绿化工程有限公司	10,000.00	100.00%	土木工程业
潜江市潜锦建设投资有限公司	30,000.00	100.00%	商业服务业
潜江市斯普润市政工程投资有限公司*	75,000.00	41.00%	商业服务业
潜江市盟润水利工程建设投资有限公司	30,000.00	100.00%	商业服务业
潜江市众鼎道路工程建设投资有限公司	30,000.00	100.00%	其他金融业
潜江市荆汉建材有限公司	1,000.00	51.00%	批发业
潜江市常隆市政工程投资有限公司*	40,000.00	49.00%	其他金融业
潜江市晟源资产经营管理有限公司	5,000.00	100.00%	其他金融业
潜江市水乡园林投资有限公司	50,000.00	100.00%	商业服务业
潜江市智行城市建设有限公司*	20,000.00	49.00%	房地产业

注：加“*”子公司纳入合并范围系因上述子公司另一股东委托公司对其进行经营管理，公司获得控制权。

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	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 $\times 100\%$
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	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
有息债务	其他应付款中的有息债务+1 年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据

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。