

2014 年天门市城市建设投资有限公司
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【923】号 01

债券简称: 14 天门债/
PR 天门债

增信方式: 土地使用权
抵押担保

债券剩余规模:
4.00 亿元

债券到期日期: 2021 年
08 月 28 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 从第三个计息
年度开始至第七个计息
年度分别逐年偿还本期
债券发行总额的 20%,
当期利息随本金一起支
付

分析师

姓名:
谢蓉蓉 刘诗华
电话:
0755-82871605
邮箱:
xierr@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 年天门市城市建设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	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 8 月 27 日	2019 年 6 月 25 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”) 对天门市城市建设投资有限公司 (以下简称“天门城投”或“公司”) 及其 2014 年 8 月 28 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未来业务来源较有保障, 继续获得外部的支持, 同时, 国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。但中证鹏元也关注到, 公司资产流动性较弱, 面临较大的资金压力和债务压力, 并存在一定的或有负债等风险因素。

正面:

- 公司业务来源较有保障。公司承建的基础设施项目和安置房项目较多, 截至 2019 年末公司主要在建项目预计总投资 100.39 亿元, 累计已投资金额 44.46 亿元, 未来业务来源较有保障。
- 公司继续获得外部的支持。公司作为天门市基础设施建设主体, 2019 年天门市国有资产监督管理委员会办公室 (以下简称“天门市国资办”) 给予公司天门市重点项目经费补贴等合计 162.95 万元、给予增值税减免 10.78 万元。
- 土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。公司 2019 年对抵押土地进行了重新评估, 根据湖北玖誉房地产评估有限公司基于评估基准日 2019 年 8 月 28 日出具的评估报告, 2 宗土地评估价值合计为 14.36 亿元, 抵押倍数 (抵押资产的评估价值与本期债券未偿还本金的比值) 为 3.59, 国有土地使用权抵押担保仍能

有效提升本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产以土地使用权为主，且部分已抵押；应收账款规模较大且回款时间不确定，资产流动性较弱。**截至 2019 年末存货占总资产的 43.42%，其中土地使用权账面价值合计 44.61 亿元，抵押土地占存货中土地资产账面价值的 78.18%；公司无形资产中林地资产价值 4.99 亿元；合计 36.79 亿元资产使用受限，占总资产的 20.48%。截至 2019 年末公司对天门市人民政府的应收款项合计 38.15 亿元，占总资产比例为 21.23%，还款时间存在不确定性。
- **公司经营性现金流表现较差，面临较大的资金压力。**2019 年公司经营活动现金持续净流出 7.79 亿元，表现较差；截至 2019 年末，公司主要在建项目尚需投资 55.93 亿元，面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的债务压力。**截至 2019 年末公司有息债务规模为 73.19 亿元，同比增长 28.52%，占总负债比重为 83.86%；2019 年末有息债务/EBITDA 为 33.09，有息债务规模较大，债务压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年 12 月末，公司对外担保余额合计 5.93 亿元，占同期末净资产的比重为 6.42%，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,796,399.49	1,558,661.66	1,405,558.00
所有者权益	923,604.71	902,960.59	882,497.65
有息债务	731,942.25	569,533.78	449,888.10
资产负债率	48.59%	42.07%	37.21%
现金短期债务比	4.53	4.11	5.55
营业收入	165,437.58	151,450.07	105,124.31
其他收益	173.74	850.68	5,410.00
利润总额	21,223.05	21,052.94	20,880.20
综合毛利率	13.34%	15.35%	22.07%
EBITDA	22,120.41	23,947.57	23,552.02
EBITDA 利息保障倍数	0.65	1.08	1.79
经营活动现金流净额	-77,944.04	-42,497.33	-61,848.04
收现比	1.06	0.43	0.18

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 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8月发行10亿元公司债券，票面利率为8.2%，募集资金原计划用于天门市棚户区改造项目、天门市北湖区域改造工程建设项目、天门市城区水环境综合治理项目和天门河水环境综合治理项目的建设。截至2020年8月7日，本期债券募集资金专项账户余额为81.13万元。

二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、实收资本无变化。截至2019年底，公司注册资本为26.78亿元、实收资本为20亿元。其中，天门市国资办出资20亿元，持股74.68%，国开发展基金有限公司出资6.78亿元¹，持股25.32%。公司控股股东及实际控制人仍为天门市国资办。

截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共15家，2019年新增4家子公司纳入合并范围，注销1家，具体情况见表1。

表1 2019年纳入公司合并范围的子公司变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
天门凯迪新农水务有限公司	100%	1,000.00	水的生产及供应	非同一控制下企业合并
天门凯迪水务有限责任公司	100%	6,700.00	水的生产及供应	非同一控制下企业合并
天门市天城工业投资开发有限公司	100%	5,000.00	投资	新设
天门张家湖湿地公园投资建设开发有限公司	90%	13,237.60	建设投资	新设
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
天门凯迪水务有限责任公司	100%	6700	水的生产及供应	因合并注销

资料来源：公司 2019 年审计报告

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

¹ 计入长期应付款，2019 年底账面期末余额为 4.33 亿元。

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

2019年天门市经济总量持续增长；但受疫情影响一季度GDP和财力大幅下滑

天门市为湖北省直管的县级市，以医药产业、棉花产业为支柱产业。2019年天门市经济持续稳步增长，全年实现地区生产总值650.82亿元，增长7.7%。2019年按2018年末常住人口计算的全市人均GDP为51,104.83元，人均GDP与全国人均GDP的比值为72.09%，同比有所上升但经济发展水平仍有待提高。

2019年全市规模以上工业增加值增长8.5%，2019年当地全年新签协议项目262个，同比增长14.41%；实际到位资金280亿元，同比增长25.56%。引进了屏幕讯号线制造商台湾鸿硕精密电工集团、5G手机后盖涂膜制造商江苏中新瑞光学材料等项目。2019年全市在建工业项目197个，其中续建项目20个、新开工项目177个。

2019年全社会固定资产投资同比增长4.3%，增速有所下滑，固定资产投资是拉动天门市经济增长的主要因素。2019年天门市社会消费品零售总额同比增长12.20%。

2020年1-3月天门市地区生产总值累计为80.97亿元，同比下降46.0%；2020年1-4月天门市公共预算收入5.54亿元，同比下滑39.6%，受疫情影响下滑较多。

表2 2018-2019 年天门市主要经济发展指标（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）	650.82	7.70%	591.15	8.20%
第一产业增加值	-	-	80.44	2.80%
第二产业增加值	-	-	302.85	8.20%
第三产业增加值	-	-	207.86	10.70%
规模以上工业增加值增速	-	8.50%	-	8.00%
固定资产投资	-	4.30%	427.92	11.30%
社会消费品零售总额	-	12.20%	359.55	11.60%
进出口总额	10.8	21.40%	8.90	6.40%
存款余额	684.89	-	627.18	-
贷款余额	279.42	-	230.41	-
人均 GDP（元）	51,104.83		46,419.32	
人均 GDP/全国人均 GDP	72.09%		71.81%	

注：“-”数据未公开披露；2019年人均GDP采用2018年常住人口计算。

资料来源：2018-2019年天门市国民经济与社会发展统计公报

2019年天门市²全市实现公共财政收入21.36亿元，同比增长4.67%。其中税收收入16.58亿元，占公共财政收入比重为77.65%。同期天门市全市公共财政支出为88.65亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为24.09%，自给能力较弱。

四、经营与竞争

公司是天门市基础设施建设主体，主要负责天门市的基础设施建设、拆迁安置房项目以及土地开发等业务。2019年公司营业收入同比增长9.24%，主要是基础设施建设项目、土地转让收入同比增长。2019年公司综合毛利率13.34%，同比有所下降，主要系土地转让业务毛利降幅较大所致。污水处理收入及其他业务收入对公司营业收入形成一定补充。

表3 公司 2018-2019 年营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

行业名称	2019 年		2018 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率

² 数据来源于《关于天门市 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算（草案）的报告》。

基础设施建设项目	41,543.78	16.04%	21,432.37	15.21%
拆迁安置房项目	69,207.50	16.66%	83,351.80	17.51%
土地转让	52,495.26	7.30%	45,196.84	12.36%
污水处理	1,822.00	-1.18%	1,380.00	-18.38%
物管费	42.94	43.46%	0.00	0.00
居民用水	246.63	12.56%	0.00	0.00
主营业务合计	165,358.10	13.34%	151,361.01	15.32%
其他业务	79.48	30.40%	89.06	62.01%
合计	165,437.58	13.34%	151,450.07	15.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司目前承建的基础设施工程和安置房项目较多，业务持续性较好，但也面临较大的资金压力

公司受天门市人民政府委托，承担天门市投资基础设施建设项目、拆迁安置房项目建设，所承担工程项目的合同金额，在公司发包给各基建项目具体施工单位的施工合同总额的基础上，上浮一定比例确定（比例一般为20%、18%、15%）。对于委托代建的建设项目，公司与天门市人民政府分别签订合同，天门市人民政府依合同条款分别回购，公司按施工进度确认收入。

2019年政府回购的基础设施项目主要包括杨家新沟河道改造及沿岸配套设施建设项目，公司与政府签订的合同价为20,364.52万元，加成比例为20%。2019年公司实现基础设施建设收入4.15亿元，同比增长93.84%；2019年基础设施建设毛利率较上年略有提高，主要系受个别上浮比例高的项目影响。

2019 年公司实现拆迁安置房业务收入 6.92 亿元，同比减少 16.97%。2019 年政府回购的安置房项目主要包括 2017 棚户区改造-文昌阁、高新园棚户区改造-候口安置房，按 20% 比例确定项目收益。

表4 公司 2019 年确认收入的主要项目明细（单位：万元）

1、基础设施项目	
工程名称	收入金额
杨家新沟河道改造及沿岸配套设施建设项目	8,246.88
南洋大道（西环—三乡）改造项目	4,512.23
汉北路（环北大道-陆羽大道）	3,888.86
北湖环境	2,811.87
老年大学	2,215.15
天门河截污工程（第一期）	1,638.28
华侨大道西段（西湖路-东堤路）	1,614.13

天门河截污工程（第二期）	1,447.92
华侨大道东、广沟路中	1,177.51
广沟路	1,114.68
3 号路（环北大道-陆羽大道）	1,021.82
合计	29,689.34

2、拆迁安置房项目

工程名称	收入金额
2017 棚户区改造—文昌阁	22,419.44
高新园棚户区改造-候口安置房	16,783.51
高新园棚户区改造-友谊安置房	15,504.58
高新园棚户区改造-陈方安置房	8,178.03
南湖片区第一期棚改	3,188.57
老政府大院还建（前壕棚户区）	1,932.97
合计	68,007.10

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司在建及拟建项目较多，其中天门市城区公交停保场项目和天门市综合养老服务中心建设项目为“16天门债”的募投项目，项目进度见表5，因缺乏项目后期建设资金上述2个项目建设进度不达预期。天门市城区公交停保场项目收入主要来源为天门市公交公司向公司支付的公交停保场内各类生产生活区域租金、设备租金；天门市综合养老服务中心建设项目收入主要来源为特护中心收入、养老院收入、福利院收入、医疗养护中心收入，以上两个项目合计总投资11.51亿元，投资规模相对较大且未来收入实现情况存在一定不确定性。

天门市棚户区改造项目、天门河水环境综合治理项目、天门城区水环境综合治理项目和天门市北湖区域改造工程建设项目等四个项目为“14天门债”募投项目，其中天门城区水环境综合治理项目和天门市北湖区域改造工程建设项目已完工，暂未实现收益，另两个项目建设进度见表5，因缺乏项目后期建设资金项目建设进度不达预期。根据《天门市人民政府关于对天门市北湖区域改造工程建设项目等项目给予项目建设资金平衡安排的批复》（天府函[2014]17号），天门河水环境综合治理项目、天门市城区水环境综合治理项目、天门市北湖区域改造工程建设项目将由天门市政府以规划的北湖商贸城（二）地块858亩土地的土地出让净收入进行资金平衡。中证鹏元关注到，配套土地暂未出让，此外由于土地出让收入易受当地一级土地出让市场景气度及政府土地出让规划的影响，上述土地的出让时间和出让价格具有一定的不确定性。

天门市人民政府就“14天门债”募投项目中天门市棚户区改造项目与公司签订了《委

托投资建设协议书》，协议约定在双方认定的合同委托建设投资额150,016.82万元之外，加计15%的委托建设管理费用22,502.52万元，以总计172,519.34万元作为该项目的委托建设投资款项，委托建设投资款项将分年进行支付，2015-2016年每年支付1亿元，2018-2021年每年支付3亿元，2020年支付0.25亿元。2015-2019年天门市人民政府未按照计划支付回购款，需持续关注回款进度。

截至2019年末公司合计应收天门市人民政府38.15亿元（应收账款及其他应收款），根据天门市人民政府于2019年出具的相关文件，天门市人民政府承诺将在2020年至2024年期间每半年末偿还43,485.13万元，由天门市财政局逐年分期支付公司代垫的工程款，但是能否按期回收仍存在不确定性。

公司目前承建的基础设施项目和安置房项目较多，未来业务来源持续性较好。截至2019年末公司主要在建项目总投资预计达到100.39亿元，项目累计已投资金额约为44.46亿元，尚需投资55.93亿元，公司面临较大的资金压力。

表5 截至 2019 年末公司主要在建基础设施、安置房项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投入
天门市棚户区改造项目*	150,016.82	117,206.50	32,810.32
高新园棚改-候口安置房	146,065.15	30,205.13	115,860.02
东湖三期城中村棚改项目	125,815.00	65,031.39	60,783.61
2017 年棚改-文昌阁	112,748.64	41,825.26	70,923.38
天门市综合养老服务中心建设项目*	83,017.00	46,049.96	36,967.04
南湖片区第一期棚改	55,657.30	14,559.52	41,097.78
天门河水环境综合治理项目*	55,312.00	18,325.00	36,987.00
高新园棚改-友谊安置房	44,237.44	12,920.49	31,316.95
天门市杨家新沟河道改造及沿岸配套工程	37,902.17	15,271.00	22,631.17
高新园棚改-陈方安置房	34,930.19	6,815.03	28,115.16
天门市城区公交停保场项目*	32,078.00	13,950.04	18,127.96
天门市黄金污水处理厂三期扩容工程	23,503.53	1,206.37	22,297.16
博物馆和工人文化宫	17,659.18	12,076.46	5,582.72
老政府大院还建（前壕棚户区）	16,927.60	12,244.15	4,683.45
科技馆和青少年宫	16,394.26	8,559.69	7,834.57
芯创电子信息产业园（一期）	8,611.10	3,000.00	5,611.10
天门河截污工程（第一期）	8,017.14	6,461.21	1,555.93
天门河截污工程（第二期）	7,458.06	4,163.84	3,294.22
汉北路（环北大道-陆羽大道）	7,002.58	3,295.65	3,706.93
南洋大道（西环路-三乡路）改造工程	5,958.83	3,823.92	2,134.91

陆羽大道（东湖至汉北）	3,396.25	2,297.09	1,099.16
华侨大道中段（广沟路-东堤路）	3,009.21	1,573.96	1,435.25
3 号路（环北大道-陆羽大道）	2,921.17	866	2,055.17
华侨大道西段（西湖路-东堤路）	2,727.46	1,367.91	1,359.55
广沟路	2,506.81	1,472.27	1,034.54
合计	1,003,872.89	444,567.84	559,305.05

注：天门城区水环境综合治理项目和天门市北湖区域改造工程已完工。

资料来源：公司提供

2019年土地转让收入规模有所增长

土地转让业务系天门市人民政府根据开发规划及供地计划，由天门市土地储备中心（以下简称“土储中心”）以不低于公司土地账面价值的合理价款，收购公司存量土地的行为，其盈利主要为出让土地的利润分成。被收购的国有土地使用权采用协议方式收购及定价，待土储中心将该宗土地公开处置后，根据天门市人民政府签批意见支付给公司。

2019年土地转让收入同比增长16.15%，收入规模受政府供地计划影响，毛利率下降主要系部分土地以成本价转让。

表6 2019年公司转让土地收入明细（单位：万元）

工程名称	收入金额
北湖旅游度假区 天国用（2013）第 1218 号	14,688.94
北湖旅游度假区 天国用（2013）第 1219 号	14,688.94
竟陵办事处广沟路交环北大道东南角 P（2018）074 号 鄂（2019）天门市不动产权第 0014131 号	18,276.69
竟陵办事处环北大道交学院路西南角 P（2018）075（面积 38092.37 平方米）鄂（2019）天门市不动产权第 0014135 号	
九真镇涉利村 4 块地（部分处置）	4,800.00
杨林食品厂 天国用（2007）第 2693 号	40.68
合计	52,495.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司污水处理业务对营业收入形成了一定的补充，但规模较小

公司污水处理业务由两家子公司运营，分别为子公司天门市黄金污水处理有限公司（服务范围为天门市城区）和天门市岳口潭湖污水处理有限公司（服务范围为岳口镇区）。

2019年公司共完成污水处理量2,686万吨，其中天门市黄金污水处理有限公司处理2,549万吨，天门市岳口潭湖污水处理有限公司处理137万吨。当前日处理污水能力分别为8万吨、1.25万吨；生活污水处理收费价0.95元/吨。2019年污水处理毛利率为-1.18%，较上年有所上升。

公司继续获得外部的支持

公司作为天门市基础设施建设和地方政府投融资主体，2019年天门市国资办给予公司天门市重点项目经费补贴等合计162.95万元、给予增值税减免10.78万元，公司继续得到外部的支持。

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审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留审计意见的2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2019年公司合并范围新增4家子公司，减少1家，具体情况见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，资金被占用规模较大且大部分土地已被抵押，整体资产流动性较弱

公司资产规模有所增长，截至2019年末，公司资产总额为179.64亿元，同比增长15.25%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2019年末其占比为91.93%。

表7 2018-2019 年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	301,497.51	16.78%	265,684.45	17.05%
应收账款	369,287.56	20.56%	315,472.88	20.24%
其他应收款	97,216.63	5.41%	72,747.24	4.67%
存货	779,985.07	43.42%	716,829.75	45.99%
流动资产合计	1,651,383.78	91.93%	1,436,712.23	92.18%
无形资产	51,017.72	2.84%	49,886.16	3.20%
非流动资产合计	145,015.71	8.07%	121,949.43	7.82%
资产总计	1,796,399.49	100.00%	1,558,661.66	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末货币资金账面价值为30.15亿元，同比增长13.48%，主要系新增银行借款，0.10亿元为保证金而使用受限。截至2019年末公司应收账款账面价值为36.93亿元，同比增长17.06%，主要包括应收天门市人民政府基础设施建设款36.64亿元；天门市人民政府欠款占应收账款期末余额的98.86%，占资产总额的比重为20.39%，对公司资金形成了较

大占用。天门市人民政府承诺用土地出让收益逐年偿还公司垫付的投资项目工程款项，若土地出让金收益不足以偿还，天门市人民政府用等价值的规划商业用地支付剩余价款，但能否按期回收仍存在不确定性。

截至2019年末公司其他应收款账面价值为9.72亿元，同比增长33.64%，从款项性质来看，对前五大应收对象的应收款项为6.93亿元，占其他应收款期末余额70.62%，包括应收天门市自然资源和规划局2.02亿元、应收天门市交通重点工程建设管理处（武荆项目）1.66亿元。公司其他应收款主要为与政府部门的往来款和保证金，部分账龄偏长（4年以上），对公司资金形成较大占用，回收时间存在不确定性。

截至2019年末公司存货账面价值为78.00亿元，同比增长8.81%，占总资产的比重为43.42%，是公司资产的主要构成。存货中土地使用权账面价值合计44.61亿元，包括81宗商业、住宅、商服、城镇住宅和综合用地，其中土地性质为出让的账面价值合计44.02亿元。土地资产中已有价值34.88亿元办理了抵押，占存货土地资产总账面价值的78.18%，抵押占比较高。价值0.13亿元的土地资产暂未完成权属变更。存货中另有开发成本33.01亿元，主要是公司在建的基础设施项目和安置房项目。

截至2019年末公司无形资产账面价值为5.10亿元，同比增长2.27%，主要是4.99亿元沉湖林业科技示范区的14宗总面积为8,314.96亩林地的使用权，合计0.08亿元为政府划拨用地，未来暂无处置计划。

截至2019年末公司资产总计36.79亿元（包括34.88亿元的存货、1.81亿元的应收账款和0.10亿元的货币资金）使用受限，占总资产比重为20.48%，受限资产比重较高。总体来看，2019年公司资产规模有所增长，公司资产仍主要以土地资产和应收政府部门款项为主。公司应收款项合计占总资产比例为25.97%，资金被占用规模较大，且大部分土地已被抵押，整体资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司收入规模持续增加，未来业务来源较有保障

2019年公司营业收入同比增长9.24%，主要是基础设施建设项目、土地转让收入同比增长。2019年公司综合毛利率13.34%，同比有所下降，主要系土地转让业务毛利降幅较大所致。公司污水处理收入规模不大但基本稳定，2019年该业务收入为1,822.00万元，对公司营业收入有一定的补充。考虑到公司后续承建的工程项目总投资规模较大，未来业务来源较有保障。

2019年公司获得的政府补助收入173.74万元，占公司利润总额的0.82%，当地政府对

公司的发展给予了支持。

表8 2018-2019 年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	165,437.58	151,450.07
其他收益	173.74	850.68
营业利润	21,282.28	21,657.34
利润总额	21,223.05	21,052.94
综合毛利率	13.34%	15.35%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流表现仍较差，存在较大的资金压力

公司2019年收现比上升至1.06，当年主业现金回收情况大幅改善，但受较大规模的项目工程款支出影响，同时支出往来款大于收到规模，2019年经营活动现金净流出7.79亿元，表现仍较差。

公司2019年投资活动现金净流出1.77亿元，主要系购置资产及通过非同一控制下合并取得子公司的投资支出。

为缓解较大规模的工程项目款支出资金缺口，公司对外部融资需求较大，主要通过银行借款筹资。2019年公司筹资活动现金净流入13.04亿元，主要系新增较大规模的长期质押借款所致。截至2019年末公司主要在建项目预计尚需投资55.93亿元，存在较大的资金压力。

表9 2018-2019 年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.06	0.43
销售商品、提供劳务收到的现金	175,344.79	65,394.41
收到其他与经营活动有关的现金	116,535.69	144,858.10
经营活动现金流入小计	291,880.48	210,252.51
购买商品、接受劳务支付的现金	235,806.92	163,750.68
支付的其他与经营活动有关的现金	132,658.89	88,257.36
经营活动现金流出小计	369,824.52	252,749.85
经营活动产生的现金流量净额	-77,944.04	-42,497.33
投资活动产生的现金流量净额	-17,687.07	-11,922.15
筹资活动产生的现金流量净额	130,435.17	97,266.01
现金及现金等价物净增加额	34,804.06	42,846.53

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临较大的债务压力

受益于利润累积，公司所有者权益规模略有增加。2019年末公司所有者权益为92.36亿元，同比增长2.29%；受负债规模增幅较大影响，权益对债务的覆盖程度下降。截至2019年末公司负债规模为87.28亿元，同比增长33.11%，负债结构仍以非流动负债为主，2019年末其占比为77.69%。

表10 2018-2019 年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	872,794.78	655,701.07
所有者权益	923,604.71	902,960.59
产权比率	94.50%	72.62%

资料来源：公司2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司预收款项大幅增长至5.79亿元，主要系收到市财政拨付的政府专项债券资金5.36亿元（其中：二水厂改扩建项目2亿元、文昌阁二期、三期棚户区改造项目1.5亿元、黄金污水三期扩容项目1.86亿元）。截至2019年末公司其他应付款余额为4.65亿元，同比增长6.47%，主要为资金往来款，其中应付天门市财政局债务科置换债务3.32亿元。截至2019年末公司一年内到期的非流动负债账面价值为6.65亿元，同比增长2.85%，主要包括一年内到期的长期借款2.58亿元、一年内到期的应付债券3.20亿元。

截至2019年末公司长期借款余额为56.60亿元，同比增长55.89%，主要系当年新增较大规模的质押借款。应付债券为2014年8月发行的10亿元“14天门债”和2016年11月发行的6亿元“16天门债”，截至2019年末公司应付债券账面价值为5.58亿元，同比减少36.31%，主要系偿还部分本金及转入一年内到期所致。长期应付款主要为国开发展基金有限公司的投资款，截至2019年末公司长期应付款余额为4.37亿元（不包括专项应付款），同比减少19.50%，当年公司已按协议偿还国开发展基金有限公司10,950.00万元。

表11 2018-2019 年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
预收款项	57,889.83	6.63%	9,677.97	1.48%
其他应付款	46,513.16	5.33%	43,685.62	6.66%
一年内到期的非流动负债	66,493.33	7.62%	64,650.00	9.86%

流动负债合计	194,689.23	22.31%	140,817.29	21.48%
长期借款	566,006.67	64.85%	363,070.00	55.37%
应付债券	55,771.48	6.39%	87,563.78	13.35%
长期应付款（不包括专项应付款）	43,670.77	5.00%	54,250.00	8.27%
非流动负债合计	678,105.55	77.69%	514,883.78	78.52%
负债合计	872,794.78	100.00%	655,701.07	100.00%
其中：有息债务	731,942.25	83.86%	569,533.78	86.86%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要包括一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款（不含专项应付款）。截至2019年底余额为73.19亿元，同比增长28.52%，有息债务规模较大，主要为长期有息债务，面临较大的债务压力。

表12 截至 2019 年末公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
本金	66,493.33	77,190.00	65,440.00

资料来源：公司提供

公司资产负债率持续上升至2019年末的48.59%，现金短期债务比表现尚可。2019年末EBITDA较上年略有下降，EBITDA利息保障倍数有所下降；2019年末有息债务/EBITDA为33.09，有息债务规模较大，债务压力较大。

表13 2018-2019 年公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	48.59%	42.07%
现金短期债务比	4.53	4.11
EBITDA（万元）	22,120.41	23,947.57
EBITDA 利息保障倍数	0.65	1.08
有息债务/EBITDA	33.09	23.78

注：2018 年 EBITDA 利息保障倍数= EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性

公司以其合法取得并有权处分的15宗国有土地使用权作为本期债券的抵押资产。根据公司与本期债券抵押权代理人及抵押资产监管人天风证券股份有限公司签订的《土地使用权抵押协议》和《抵押资产监管协议》，抵押担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。

公司用于本期债券抵押的土地抵押手续已办理完毕。根据《土地使用权抵押协议》和《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，公司将持续聘请具备证券从业资格或土地A级评估资质的资产评估机构对抵押资产的价值按年进行评估，并出具年度评估报告，年度评估报告的出具日期不应迟于本期债券当年付息日后的30个工作日。

公司于2018年9月27日公告对本期债券抵押的13宗抵押土地进行释放，释放后剩余2宗土地资产明细见下表。

2019年9月公司对本期债券的抵押资产进行了重新评估。根据湖北玖誉房地产评估有限公司基于评估时点2019年8月28日出具的评估报告，评估编号分别为湖北玖誉（2019）天土估咨字第002、003号，2宗土地评估值合计为14.36亿元，抵押倍数（抵押资产的评估价值与本期债券未偿还本金的比值）为3.59，国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。

表14 本期债券抵押土地资产基本情况（单位：平方米、万元）

土地权证编号	土地性质	土地用途	面积	2019年9月评估价值	2019年末账面价值	2017年12月评估价值	估价报告编号
天国用（2013）第008938号	出让	商住	29,832.30	11,357.16	893.92	9,197.30	湖北玖誉（2019）天土估咨字第002号
天国用（2013）第007624号	出让	商住	1,348,408.30	132,278.85	84,949.72	91,017.56	湖北玖誉（2019）天土估咨字第003号
合计	-	-	1,378,240.60	143,636.01	85,843.64	100,214.86	-

资料来源：湖北玖誉（2019）天土估咨字第002、003号，中证鹏元整理

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，公司本部从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月1日）、子公司天门市三乡置业有限公司从2017年1月1日至报告查询日（2020年8月18日）、子公司天门市天城置业有限公司从2017年1月1日至报告查询日（2020年8月18日）、子公司天门市高新投资建设开发有限公司从2017年1月1日至报告查询日（2020年8月18日）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；公司本部及上述子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）或有事项分析

截至 2019 年末，公司对外担保余额合计 5.93 亿元，占同期末净资产的比重为 6.42%，均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

湖北天琪交通投资有限责任公司成立于 2009 年，注册资本 1.20 亿元，是天门市交通运输局的全资子公司，主要从事天门市公路、水运交通基础设施建设投资。天门市宏大建设投资有限公司成立于 2009 年，注册资本 1.24 亿元，控股股东为湖北天门经济开发区管理委员会。

表15 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保余额	担保期限	是否有反担保
湖北天琪交通投资有限责任公司	32,500.00	32,500.00	2016.6.22-2036.6.22	否
天门市宏大建设投资有限公司	11,550.00	11,550.00	2017.4.26-2026.5.15	否
天门市宏大建设投资有限公司	12,000.00	15,233.10	2016.9.8-2028.9.7	否
合计	56,050.00	59,283.10	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

公司承建的基础设施项目和安置房项目较多，未来业务来源较有保障。公司继续获得外部的支持，此外土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。

同时中证鹏元也注意到，公司资产以土地使用权为主，且部分已抵押；应收账款规模较大且回款时间不确定，资产流动性较弱；公司经营性现金流表现较差，面临较大的资金压力；有息债务规模较大，面临较大的债务压力；同时存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 AA+，维持公司主体长期信用等级为 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	301,497.51	265,684.45	222,837.93
应收账款	369,287.56	315,472.88	231,582.48
预付款项	59,585.40	19,610.78	22,853.83
其他应收款	97,216.63	72,747.24	95,759.87
存货	779,985.07	716,829.75	665,904.24
固定资产	32,805.91	20,040.13	20,531.24
无形资产	51,017.72	49,886.16	49,886.16
资产总计	1,796,399.49	1,558,661.66	1,405,558.00
预收款项	57,889.83	9,677.97	6,295.37
其他应付款	46,513.16	43,685.62	39,052.90
一年内到期的非流动负债	66,493.33	64,650.00	40,167.10
长期借款	566,006.67	363,070.00	227,490.33
应付债券	55,771.48	87,563.78	119,330.67
长期应付款（不含专项应付款）	43,670.77	54,250.00	62,900.00
负债合计	872,794.78	655,701.07	523,060.36
有息债务	731,942.25	569,533.78	449,888.10
所有者权益合计	923,604.71	902,960.59	882,497.65
营业收入	165,437.58	151,450.07	105,124.31
营业利润	21,282.28	21,657.34	21,053.37
其他收益	173.74	850.68	5,410.00
利润总额	21,223.05	21,052.94	20,880.20
经营活动产生的现金流量净额	-77,944.04	-42,497.33	-61,848.04
投资活动产生的现金流量净额	-17,687.07	-11,922.15	-33,243.97
筹资活动产生的现金流量净额	130,435.17	97,266.01	75,243.09
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	13.34%	15.35%	22.07%
收现比	1.06	0.43	0.18
产权比率	94.50%	72.62%	59.27%
资产负债率	48.59%	42.07%	37.21%
现金短期债务比	4.53	4.11	5.55

EBITDA（万元）	22,120.41	23,947.57	23,552.02
EBITDA 利息保障倍数	0.65	1.08	1.79
有息债务/EBITDA	33.09	23.78	19.10

注：2018 年 EBITDA 利息保障倍数= EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 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 $\times 100\%$
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
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+交易性金融资产+应收票据
有息债务	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款（不含专项应付款）

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。