

当阳市鑫源投资开发有限责任公司

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  
人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：

报告编号：  
中鹏信评【2020】第 Z  
【131】号 01

分析师

姓名：  
蒋中 董斌

电话：  
0755-82872532

邮箱：  
jiangsh@cspengyuan.com

评级日期：  
2020年3月11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](http://www.cspengyuan.com)

## 当阳市鑫源投资开发有限责任公司 2020年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：10亿元

评级展望：稳定

债券期限：7年

增信方式：保证担保

担保主体：湖北省融资担保集团有限责任公司

债券偿还方式：每年付息一次，第3年末起逐年分别按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金，存续期后五年的当期利息随本金一起支付

### 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”）对当阳市鑫源投资开发有限责任公司（以下简称“当阳鑫源公司”或“公司”）本次拟发行总额10亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了较好基础，公司基建业务持续性及租金收入稳定性较好且得到外部的大力支持，由湖北省融资担保集团有限责任公司<sup>1</sup>（以下简称“湖北担保”）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了公司资产流动性偏弱，面临较大的资金压力和一定的短期偿债压力，存在一定的或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了较好基础。2016-2018年，当阳市地区生产总值分别为474.13亿元、493.00亿元和501.65亿元，按可比价计算，增速分别为8.1%、1.8%和6.5%，区域经济实力持续增强，为公司发展提供了较好基础。
- 公司基建业务未来可持续性较好。公司为当阳市重要基础设施建设主体，截至2019年末公司已签订委托建设协议的在建项目总投资29.78亿元，已投资15.74亿元，完工待结算余额9.62亿元，可为公司未来收入提供一定保障。

<sup>1</sup> 原名为湖北省担保集团有限责任公司，于2019年12月5日完成工商变更登记，名称变更为湖北省融资担保集团有限责任公司。

- **公司租赁业务收入持续性较好。**截至 2019 年末，公司拥有投资性房地产账面价值为 192,290.85 万元，面积合计 38.64 万平方米，均用于出租，2017-2019 年公司分别确认租金收入 13,388.24 万元、13,357.88 万元和 14,417.49 万元，租金收入波动增长。
- **公司得到了外部的大力支持。**2012-2014 年，公司收到当阳市人民政府注入土地及房产评估价值合计 54.54 亿元，扣除抵偿所欠公司的城市基础设施建设项目款后合计增加资本公积 50.18 亿元；2017-2019 年，公司分别收到政府补贴 8,250.00 万元、6,107.44 万元和 9,070.50 万元。
- **湖北担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，湖北担保主体长期信用等级为 AAA，其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：

- **公司整体资产流动性偏弱。**截至 2019 年末，公司应收款项、存货及投资性房地产占总资产分别达 17.54%、60.75%和 18.77%，其中，存货主要由土地使用权及项目建设投入构成，已抵押土地账面价值为 23.21 亿元，占公司存货中土地总价值的 54.66%。
- **公司面临较大资金压力。**公司经营性现金流受当地财政资金安排影响存在一定不确定性，2017-2019 年收现比分别为 0.97、0.38 和 0.79；截至 2019 年末，公司主要在建及拟建工程项目建设尚需投入资金 39.51 亿元，面临较大资金压力。
- **公司面临一定的短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务 13.68 亿元，现金短期债务比为 0.53，2020 年和 2021 年到期的本息合计分别为 54,957.10 万元和 50,932.36 万元，面临一定的短期偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保规模达 17.82 亿元，主要系对同一实际控制人下的关联方担保，与 2019 年末净资产之比为 0.23，存在一定或有负债风险。

**公司主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,024,655.64	1,102,137.56	1,210,390.90
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
有息债务	136,762.43	194,768.05	219,640.00
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%
EBITDA	26,322.37	19,813.95	18,433.34
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
经营活动现金流净额	-2,346.56	-1,154.68	63,150.13
收现比	0.79	0.38	0.97

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

**湖北担保主要财务指标（单位：万元）**

项目	2019年9月	2018年	2017年	2016年
总资产	1,225,979.42	831,788.82	874,419.51	791,636.11
所有者权益	1,027,402.03	720,857.22	675,768.19	605,996.58
融资担保责任余额	1,939,352.51	1,525,457.11	1,927,426.76	1,307,433.17
现金类资产	547,295.02	289,581.80	279,844.74	461,385.02
核心资本	1,049,212.39	742,667.58	709,182.65	633,291.86
融资担保业务放大倍数	1.89	2.12	2.85	2.16
资本充足率	75.15%	48.27%	31.24%	34.00%

资料来源：湖北担保 2016-2018 年审计报告、未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表及湖北担保提供，中证鹏元整理

## 一、发行主体概况

公司成立于1999年8月12日，由当阳市财政局、当阳电力联营公司、湖北省当阳卷烟厂、宜昌当玻集团有限责任公司、当阳市马店能源经济开发公司、当阳市长坂坡建材有限责任公司、湖北省当阳卷烟材料厂、当阳市自来水公司、当阳市油脂化工厂共同出资设立，初始设立时公司名为当阳市鑫源投资担保有限责任公司，注册资本为5,900万元，其中当阳市财政局出资5,500万元，持股93.22%，其他股东各出资50.00万元。

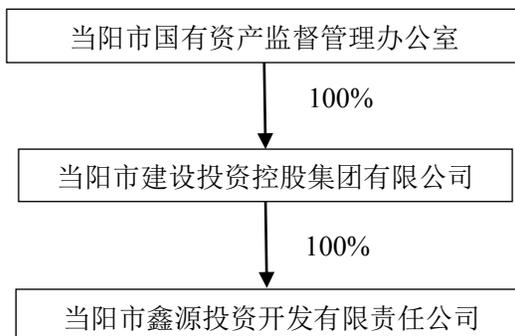
2004年3月16日，根据公司股东会决议和当阳市企业改革领导小组“当改发[2004]6号”文件批复，公司名称变更为当阳市鑫源投资开发有限责任公司，同时进行了股东变更及增资。股东变更及增资完成后，公司注册资本增加至25,762.28万元，前五大股东及持股比例分别为当阳市财政局持股60.41%、当阳市国土资源局持股22.54%、当阳市建设局<sup>2</sup>持股10.50%、当阳市经济贸易局<sup>3</sup>持股5.78%、当阳电力联营公司持股0.31%，合计持股比例为99.54%。后经两次股东变更及增资，截至2011年6月末，公司注册资本增至51,182.169万元，当阳市财政局、当阳市国土资源局、当阳市住房和城乡建设局、当阳市经济商务和信息化局、当阳市国有资产经营公司及当阳电力联营公司对公司持股比例分别为63.23%、28.42%、5.28%、2.91%、0.10%和0.06%，合计持股比例为100%。

2016年6月7日，根据《当阳市人民政府关于同意划转当阳市鑫源投资开发有限责任公司等单位股权的通知》（当政函【2016】48号），公司原六个股东所持有的公司股权被划转给当阳市建设投资控股集团有限公司（以下简称“当阳建投”），公司控股股东由当阳市财政局变更为当阳建投。截至2019年末，公司注册资本及实收资本均为51,182.17万元，控股股东为当阳建投，实际控制人为当阳市国有资产监督管理办公室，股权关系如图1所示。

<sup>2</sup> 2010年1月28日，根据中共宜昌市委办公室和宜昌市政府办公室联合印发的《关于印发<当阳市人民政府机构改革方案>的通知》（宜办文[2010]4号）文件，公司股东“当阳市经济商务局”更名为“当阳市经济商务和信息化局”；“当阳市建设局”更名为“当阳市住房和城乡建设局”。

<sup>3</sup> 2004年11月26日，根据中共宜昌市委和宜昌市人民政府联合做出的《关于当阳市机构改革调整方案的批复》（宜文[2004]28号），公司股东“当阳市经济贸易局”更名为“当阳市经济商务局”。

图 1 截至 2019 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司系当阳市重要的基础设施建设及国有资产经营管理主体，主要负责当阳市范围内的基础设施项目投融资建设以及国有资产出租管理，近年无纳入合并报表范围的子公司。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2020年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券；

**发行总额：**人民币10亿元；

**债券期限和利率：**7年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；

**还本付息方式：**每年付息一次，分次还本，自债券发行后第3年末起，逐年分别按照债券发行总额20%的比例等额偿还债券本金，本期债券存续期后五年的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：**本期债券由湖北担保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

本期债券募集资金总额为人民币10亿元，资金投向明细如下：

表 1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

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
当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目	10.60	7.00	66.04%
补充营运资金	-	3.00	-
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>10.00</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 1、建设内容

当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目（以下简称“双莲工业园标准化厂房项目”）位于荆宜、保宜、宜巴、宜张四条高速交汇处，总用地面积1,448.4亩；按照占地面积规模，本项目规划建设面积724,029.8平方米，其中新建标准化工业厂房建筑面积641,803.8平方米，新建配套用房建筑面积82,226.0平方米；建筑占地面积345,986.0平方米，容积率0.75，建筑密度38.5%，绿地率15%；主要建设内容包括标准厂房、配套用房及供电、给水、排水、道路等配套基础设施。

### 2、审批情况

双莲工业园标准化厂房项目审批情况如下表所示。

**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
2019年9月17日	当阳市发展和改革委员会	湖北省固定资产投资项目备案证（当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目）	登记备案项目代码： 2019-420582-50-03-034302
2019年10月10日	当阳市发展和改革委员会	关于当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目节能审查意见	当发改审批[2019]471号
2019年10月14日	-	建设项目环境影响登记表	备案号： 201942058200000117
2019年10月18日	当阳市自然资源和规划局	关于当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目规划选址和用地预审意见的函	当自然资规函（2019）52号
2019年11月8日	中共当阳市委政法委员会	兴仁县 2018 年真武片区城市棚户区改造项目社会稳定风险评估登记表	当稳评[2019]18号

资料来源：公司提供

### 3、投资进度

双莲工业园标准化厂房项目建设期为2年，总投资106,031.61万元，工程建设投资包括：建安工程直接费71,814.50万元，工程建设其他费24,796.32万元（含土地费用21,726.00万元）和基本预备费5,990.79万元；截至2019年末，该项目已投入576.53万元。

### 4、经济效益

根据深圳市华伦投资咨询有限公司出具的《当阳市双莲装备工业园标准化厂房可行性研究报告》，双莲工业园标准化厂房项目定位为服务于建材、新材料及装备制造等产业，项目计算期定为15年（包括建设期2年），由公司负责建设及后续运营，该项目采用销售与自营相结合的模式进行开发，其中，计划分6年（第3-8年）对外销售标准厂房及配套用房的90%，可销售面积为651,626.82平方米，销售单价预计为2,500元/平方米，预计销售收

入合计162,906.72万元；出租部分包括厂房、办公楼、宿舍楼及停车位等，第3-8年空置率分别按50%、40%、50%、65%、80%、95%考虑，项目第9-15年空置率按95%考虑，预计项目租赁总收入为39,642.70万元，运营期总收入为202,549.20万元，净利润合计为46,181.17万元；税前项目投资回收期为5.45年（含建设期2年）；税前项目财务内部收益率为15.45%。在债券存续期内，该项目预计能产生收入合计166,433.10万元，扣除各项税金及运营成本后净收益36,563.94万元，可供用于偿还借款的资金共计131,103.30万元，能够完全覆盖用于该募投项目的债券本息，但需要关注项目建设进度滞后风险，以及受入驻企业招商引资情况影响，而使得项目销售、出租情况不达预期对该项目预期收益的影响。

## 四、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏**

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，着力深化改革扩大开放，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。2016-2018年，我国国内生产总值（GDP）从74.71万亿元增长至90.03万亿元，各年分别增长6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018年，战略性新兴产业增加值分别增长10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018年战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动GDP的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总

需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**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。2月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《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），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。7月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号），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动，鼓励发展直接融资。

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、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，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。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），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。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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。

**表 3 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作的几点意见》	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；鼓励各地扩大项目收益债、可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，并要求切实做好政府购买服务信息公开
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	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），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	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

	知》(财金[2018]23号)		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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

## (二) 区域环境

**当阳市近年经济实力逐步增强,为公司发展提供了较好的基础,但受工业发展及固定资产投资规模影响,经济增速波动下滑**

当阳市位于湖北省中部,为宜昌市下辖的县级市,地处鄂西山地向江汉平原过渡地带,西接宜昌,东临荆门,南联荆州,现辖3个街道、7个镇,1个省级经济开发区,国土面积2,159平方公里,年常住人口47.6万人。

当阳市历史悠久,是著名的三国历史文化名城,拥有长坂坡、太子桥等三国古迹以及全国三大关庙之一关陵、国家4A级景区玉泉寺等,现有全国重点文物保护单位5处,省级重点文物保护单位10处。同时当阳市矿产资源丰富,玻璃用砂岩探明储量2,048万吨,约占湖北全省储量的60%;高岭土探明储量392.8万吨,约占湖北全省比重的40%;水泥用灰岩探明储量7,788万吨,煤炭探明储量4,800万吨。

当阳市城区距三峡机场50公里;境内有荆宜高速公路1条,有远当一级公路,汉宜、窑马、两江、分当二级公路等;焦枝铁路、襄石复线穿境而过,当阳火车站是目前湖北省县市最大的火车站之一。总体而言,当阳市交通条件尚可,但距离武汉市等经济中心较远,区位优势一般。

经过多年发展,当阳市已形成建材、化工、食品、轻纺等四大支柱工业产业,电子信息、生物医药、新材料等新兴产业发展加快,为中部最大玻璃生产基地、全省重要化肥生产基地,建筑陶瓷产能占全省60%以上。目前,当阳市的工业园区主要为湖北当阳经济技术开发区(以下简称“当阳经开区”),当阳经开区辖“一区四园”,分别为坝陵工业园区和湖北当阳建筑陶瓷工业园、金桥工业园、岩屋庙工业园、马店工业园,全区规划开发面积36平方公里。当阳经开区为省级开发区,始建于1992年,代表性企业有三峡新材、

葛洲坝水泥、华强化工、蒙牛乳业等。

近年，当阳市经济总量保持增长，但增速有所下滑。2016-2018年，当阳市地区生产总值分别为474.13亿元、493.00亿元和501.65亿元，按可比价计算，增速分别为8.1%、1.8%和6.5%，其中，受安全环保整改等因素影响，2017年经济增速下滑较快。产业结构由2016年的17.10:53.96:28.94调整为2018年的15.36:50.67:33.97，第二产业仍为经济发展的主导产业，第三产业占比有所提升。2018年，当阳市根据户籍人口估算的人均GDP水平为106,718.48元，为全国人均GDP水平的165.09%。

近年当阳市工业不断发展，但增速有所下降，2018年工业增加值为245.1亿元，2016-2018年增速分别为11.1%、0.7%和8.5%。当阳市主要工业产品为磷酸铵、化肥、合成氨等化工产品、水泥、瓷砖及平板玻璃等建材，以及纸制品、软饮料等，受市场需求以及安全环保整改等因素影响，近年各类产品产量有升有降，2018年化工产品同比降幅达15%至20%左右，水泥、瓷砖产量增幅分别扩张至9.1%和19.1%，平板玻璃、纸制品、软饮料和纱等产量由跌转升，分别由2017年的同比下降9.4%、8.4%、18.7%和18.8%，提升至2018年的同比上升3.2%、34.1%、45.9%和6.9%。

固定资产投资为带动当阳市经济发展的重要动力。2016-2018年当阳市固定资产投资增速分别为11.1%、-21.5%、12.1%，波动较大。按产业划分，2018年第一产业投资比上年增长2,866.2%；第二产业投资比上年增长18.6%；第三产业投资比上年下降10.9%，其中，第一、第二产业投资又降转升，第三产业投资增速持续下降；房地产投资同比增长15.3%，有所回升。

近年，当阳市第三产业保持增长，增速有所波动；其中，2018年交通运输仓储和邮政业、批发和零售业、房地产业、其他营利性服务业增加值分别增长11.4%、7.7%、7.6%、3.2%。2018年当阳市全年实现社会消费品零售总额160.19亿元，全市金融机构各项存款余额273.23亿元，金融机构各项贷款余额163.56亿元，2016-2018年平均增速分别为10.07%、9.40%和14.10%。

**表4 当阳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）	501.15	6.5%	493.00	1.8%	474.13	8.1%
第一产业增加值	76.99	3.0%	86.73	3.7%	81.09	3.4%
第二产业增加值	253.93	6.4%	262.56	0.6%	255.82	9.2%
第三产业增加值	170.23	8.8%	143.71	3.0%	137.23	8.7%
工业增加值	245.1	8.5%	247.7	0.7%	-	11.1%

固定资产投资	-	12.1%	324.50	-21.5%	412.52	10.2%
社会消费品零售总额	160.19	11.4%	143.83	5.4%	136.43	13.4%
存款余额	273.23	1.8%	268.31	10.8%	242.14	15.6%
贷款余额	163.56	0.3%	163.00	35.8%	120.02	6.2%
人均 GDP（元）	106,718.48		104,982.96		101,029.19	
人均 GDP/全国人均 GDP	165.09%		176.57%		186.13%	

注：人均 GDP=地区生产总值/地区常住人口，2018 年人均 GDP 数据采用 2017 年末当阳市常住人口估算。  
 资料来源：当阳市 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《当阳市2018年国民经济和社会发展统计公报》，2018年当阳市全市公共财政收入17.81亿元，比上年增长8.0%，其中税收收入11.47亿元，下降9.5%；公共财政支出42.98亿元，增加9.1%。

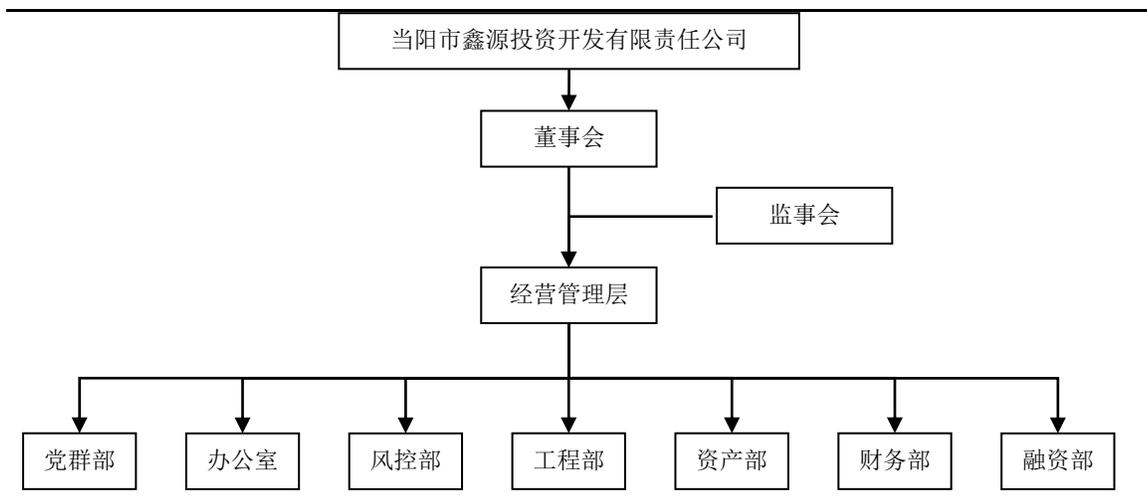
新型冠状病毒疫情（COVID-19）2019年底于湖北省武汉市爆发，随后疫情逐步蔓延到全国各省市，在全国各省及直辖市中，以湖北省最为严重。国内疫情于2020年2月底达到高峰后，于2020年3月逐步趋于缓和，但疫情防控仍面临着偶然因素不可预见、潜在问题防不胜防等风险。考虑到疫情爆发以来，在当阳市除防疫工作及国民经济和民生的其他相关企业外均停产停业停工的情况下，将对地区经济产生较大压力，中证鹏元将持续关注后续疫情对其影响情况。

## 五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》及其它有关法律、法规的规定，建立了相关治理结构和治理制度。公司不设股东会，当阳建投持有公司100%股权，行使股东会职权。公司设立董事会，成员三人，设董事长一名，由董事会选举；董事会每届任期三年，可连选连任，其职权主要包括向股东报告工作，并执行其决定，制定公司的经营计划和投资方案，制定公司年度财务预决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事长负责。公司监事会由三名监事组成，其中职工监事一名。监事由股东委派或更换，监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举并经股东同意产生。每届监事任期三年，任期届满，可连选连任；监事会职权主要为检查公司财务，对董事、高级管理人员职务行为进行监督等。

在组织机构设置方面，截至2019年末，公司设立了融资部、财务部、资产部和工程部等共7个部门，负责公司各项业务的开展以及财务等职能工作，公司组织结构图如图2所示。

图 2 截至 2019 年末公司组织架构图



资料来源：公司提供

## 六、经营与竞争

公司承担当阳市范围内的基础设施项目建设及国有资产运营等职责，营业收入主要来源于代建项目工程及房屋租赁收入，保障房和拟开发土地销售丰富了公司收入来源，但不确定性较大。近年，公司租金收入保持稳定，但受项目结算及拟开发土地销售规模波动影响，公司营业收入规模波动加大。近年，公司出租的房屋为采用公允价值计量的投资性房地产，故毛利率维持在100%的水平。2019年公司实现拟开发土地销售收入5,024.87万元，主要系按土地评估价值将部分土地使用权分别出让给当阳市国资公司及当阳市土地收储中心取得的收入，业务毛利较低，该业务受当地政府土地规划及出让安排影响不确定性较大。

公司综合毛利率主要受收入结构变化，以及工程代建项目合同约定收益的差异影响；其中，公司2018年毛利率较高主要系当年租金收入占比较高、结算的工程代建项目约定收益较高带动。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	31,425.58	49.63%	17,266.72	84.83%	10,098.63	9.83%
其中：工程代建	11,890.90	10.43%	3,650.49	35.90%	10,098.63	9.83%
房屋租赁	14,417.49	100.00%	13,357.88	100.00%	0.00	-
拟开发土地销售	5,024.87	-0.54%	120.31	-6.72%	0.00	-

房屋销售	92.32	-35.79%	119.99	-25.93%	0.00	-
咨询评审服务	0.00	-	18.07	100.00%	0.00	-
<b>其他业务</b>	<b>9.62</b>	<b>96.26%</b>	<b>2.86</b>	<b>46.50%</b>	<b>13,388.24</b>	<b>100.00%</b>
<b>合计</b>	<b>31,435.20</b>	<b>49.65%</b>	<b>17,269.58</b>	<b>84.82%</b>	<b>23,486.87</b>	<b>61.23%</b>

注：2018 年公司主营业务收入构成有调整，将其他业务中的房屋租赁业务、咨询评审服务、房屋销售及拟开发土地销售收入均计为主营业务收入。

资料来源：2017 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 公司项目建设业务未来可持续性较好，但已完工项目结算时间存在不确定性且在建项目以自营为主，未来收入存在一定不确定性

公司项目建设模式包括委托建设和自营。其中，委托建设模式下，公司与政府及关联方签订合同，约定公司负责筹资建设，项目完工移交给委托方后，由委托方按照合同约定分期支付工程款，工程款包括工程决算总价及利润，公司根据结算单确认当年结转项目成本及相关收入。自营项目由公司自筹资金建设，完工后由公司负责经营并取得收益。

委托建设项目包括金桥工业园区项目、当阳市创建国家卫生城市重点环卫项目、当阳市创建国家卫生城市重点城建项目、当阳市城建项目和创建国家卫生城市交通基础设施项目。截至 2019 年末，除金桥工业园区项目外，其他项目均已完工，存货中待结算成本合计 9.62 亿元。其余委托建设项目由公司控股股东当阳建投委托公司自筹资金建设，代建管理费以项目总投资成本乘以代建管理费率（20%或 8%）计算并按照各年项目完工进度进行核算。值得注意的是，公司委托建设项目相关工程款支付安排易受当地政府及其他委托方资金安排的影响，而存在一定的不确定性，近年回款持续滞后。

公司主要在建自营项目包括的当阳市汽车城建设项目、当阳市棚户区改造工程项目、当阳市城镇棚户区城市新区改造项目和当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目。当阳市汽车城建设项目及当阳市棚户区改造工程项目为“16 当阳债”募投项目，根据相关项目可研报告，当阳市棚户区改造工程项目预计收入来源于商品房、商业建筑及地下车库销售收入；当阳市汽车城建设项目主要来源于租金收入，但由于项目建设计划调整，当阳市棚户区改造工程项目和当阳市汽车城建设项目未来项目建设及进度不确定性较大。

当阳市城镇棚户区城市新区改造项目由公司自筹资金对指定片区进行棚户区拆迁改造、安置及相应的安置房项目建设，完工后通过对外销售取得收入，需关注后续销售及回款情况。

当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目为本期债券募投项目，预计采用销售与自营相结合的模式进行开发，根据项目可行性研究报告，预计项目运营期总收入为 202,549.20 万元，在本期债券存续期内净利润合计为 36,563.94 万元，但需要关注项目建设进度滞后风险，以及受入驻企业招商引资情况影响，而使得项目销售、出租情况不达预期对该项目

预期收益的影响。

2017年及2019年，公司工程代建收入<sup>4</sup>均主要来源于金桥工业园基础设施建设项目，结转成本分别为9,308.30万元和10,650.11万元，实现工程代建收入分别为10,098.63万元和11,890.90万元。2018年，公司工程代建收入来源于交通指挥中心项目，公司根据交通指挥中心项目验收及移交确认表，结转相应成本2,339.95万元，实现工程代建收入为3,650.49万元，相关工程款按10年等额分期付款。

整体而言，截至2019年末公司主要在建项目预计总投资598,831.61万元，已投资203,727.77万元，其中基础设施建设项目已签订相关收益协议，业务持续性较好，但部分自营项目建设进展缓慢，未来收入存在一定不确定性。

**表6 截至2019年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：万元）**

项目名称	项目总投资	项目已投资	业务模式
金桥工业园区	297,800.00	157,369.06	代建
当阳市汽车城建设项目	49,400.00	19,072.54	自营
当阳市棚户区改造工程项目	107,600.00	1,536.99	自营
当阳市城镇棚户区城市新区改造项目	38,000.00	25,172.65	自营
双莲工业园标准化厂房项目	106,031.61	576.53	自营
<b>合计</b>	<b>598,831.61</b>	<b>203,727.77</b>	-

资料来源：公司提供

#### 公司房产出租业务系经营利润的主要来源，近年收入波动增长

截至2019年末，公司拥有投资性房地产账面价值为19.23亿元，主要系2014年政府注入的房产，面积合计38.64万平方米，其中，房产均为商业用途，包括办公及门面资产。2015-2017年，公司根据各项房产分别与租赁对象签订租赁合同；2018年以来，公司将上述投资性房地产打包统一与当阳市国有资产经营公司签订房屋租赁合同，并由该公司负责相应租赁资产的维护，2018年约定年租金为14,017.00万元，2019-2021年约定年租金为15,138.36万元。

2017-2019年公司分别确认租金收入13,388.24万元、13,357.88万元和14,417.49万元，租金收入保持稳定；由于相应投资性房地产采用公允价值计量，故业务毛利率为100%，系公司收入及盈利的重要来源。

#### 公司获得当地政府在资产注入及政府补助方面的大力支持

资产注入方面，当阳市政府于2010-2012年分别注入385.70万平方米、68.54万平方

<sup>4</sup> 2019年当阳市人民政府出具的收入结算单未取得。

米和 53.46 万平方米的土地使用权，土地性质为出让，用途主要为工业、商服用地，按照评估价值入账，计入公司存货，其中部分作为抵债资产抵偿所欠公司的城市基础设施建设项目款，其余部分无偿划拨至公司作为资本公积，合计增加资本公积 299,299.76 万元。

2014 年，根据当阳市人民政府《市人民政府关于追加投资的通知》（当政函[2014]135 号）文件精神，当阳市政府将国有相关单位的房产，百渠小区、悦家园小区等 6 个小区部分房产（住宅）划拨给公司，作为当阳市政府对公司的追加投资，计入资本公积；以上划拨的房产建筑总面积 43.10 万平方米，评估价值 202,487.48 万元。

为支持公司基础设施项目建设，当阳市政府持续给予公司资金支持。2017-2019 年，公司分别收到政府补贴 8,250.00 万元、6,107.44 万元和 9,070.50 万元<sup>5</sup>，增强了公司的盈利规模及资金实力。

**表 7 近年来公司获得的外部支持情况（单位：万元）**

1、资产注入			
时间	资产类别	评估价值	依据文件
2010 年	土地使用权	242,661.73	《市人民政府关于资产注入的通知》（当政发[2010]2 号）
2011 年	土地使用权	67,888.16	《市人民政府关于资产注入的通知》（当政发[2011]3 号）
2012 年	土地使用权	32,390.07	《市人民政府关于资产注入的通知》（当政发[2012]1 号）
2014 年	房屋资产	202,487.48	《市人民政府关于追加投资的通知》（当政函[2014]135 号）
合计		<b>545,427.44</b>	
2、补贴收入			
时间	补贴金额	发放机构	依据文件
2017 年	8,250.00	当阳市人民政府	《关于拨付当阳市鑫源投资开发有限责任公司财政补贴的通知》（当政函[2017]91 号）
2018 年	6,107.44	当阳市人民政府	《关于拨付财政补贴的通知》
2019 年	9,070.50	-	-
合计	<b>23,427.94</b>	-	-

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兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告、经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准

<sup>5</sup> 未取得 2019 年政府补助相关文件。

无保留意见的2018年审计报告以及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2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年公司合并报表范围未有变化。

## 资产结构与质量

### 近年公司资产规模有所下降，资产流动性偏弱

近年公司资产规模有所下降，2019年末总资产规模为102.47亿元，较2017年末下降15.35%，主要受有息债务偿付影响；其中，流动资产占比呈持续下滑势态，但仍保持在80%以上。

2019年末，公司货币资金为2.49亿元，较2017年末下降了77.98%，主要系偿还到期有息债务所致，无受限资金。公司应收票据及应收账款主要系应收工程款及房屋租金等，规模不断增长。2019年末公司应收账款为3.90亿元，包括应收当阳市国有资产经营公司1.99亿元，应收当阳市住房和城乡建设局1.58亿元和应收当阳市公安局交通警察大队0.30亿元。公司其他应收款主要系应收当阳市政府部门及关联方往来款。截至2019年末，公司其他应收款为14.07亿元，主要包括应收当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司6.04亿元、当阳市非税收入管理局1.35亿元、当阳市土地收购储备中心1.28亿元、应收当枝路建设指挥部1.19亿元，以及应收控股股东当阳建投1.06亿元等；前五大应收对象占比达77.16%。2019年末公司应收款项合计占公司资产总额的17.53%，回收时间具有一定不确定性，对公司资金形成较大占用。

近年公司存货规模随着在建工程项目的投入而小幅增长，2019年末账面价值为62.25亿元，主要包括土地使用权42.46亿元、工程施工14.26亿元及开发产品5.53亿元，其中，工程施工主要为基础设施项目建设投入，开发产品为保障房，暂无处置计划，未来收入存在不确定性；公司土地资产性质均为出让，用途主要为工业及商服用地，已抵押土地面积为432.23万平方米，账面价值为23.21亿元，占公司存货中土地总价值的54.66%，土地资产受限程度偏高。

截至2019年末，公司投资性房地产账面价值为19.23亿元，为2014年政府注入的房产以及2013年公司购买的部分国有相关单位的土地使用权及房产，采用公允价值法计量，评估基准日为2019年12月31日，近年账面价值增长主要来源于公允价值变动。

整体来看，公司资产以应收款项、土地使用权及项目投入成本构成，土地资产受限程度偏高，整体资产流动性偏弱。

**表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24,946.20	2.43%	87,450.50	7.93%	113,286.66	9.36%
应收票据及应收账款	38,992.10	3.81%	37,760.93	3.43%	34,953.90	2.89%
其他应收款	140,664.01	13.73%	160,366.90	14.55%	253,261.56	20.92%
存货	622,476.01	60.75%	614,004.12	55.71%	587,581.94	48.54%
<b>流动资产合计</b>	<b>829,605.02</b>	<b>80.96%</b>	<b>907,141.31</b>	<b>82.31%</b>	<b>1,016,593.52</b>	<b>83.99%</b>
投资性房地产	192,290.85	18.77%	191,971.87	17.42%	190,356.41	15.73%
<b>非流动资产合计</b>	<b>195,050.62</b>	<b>19.04%</b>	<b>194,996.24</b>	<b>17.69%</b>	<b>193,797.38</b>	<b>16.01%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,024,655.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,102,137.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,210,390.90</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

受工程结算规模变动影响，公司收入有所波动，但利润规模持续增长，政府补贴为公司利润的重要来源

近年公司营业收入来源包括工程代建、房屋租赁、保障房及拟开发土地出售，工程代建及房屋租赁为主要收入来源，保障房及拟开发土地出售收入不确定性较大。近年，公司房屋租赁业务收入保持稳定，但受基础设施建设工程结算规模波动影响，公司工程代建业务及拟开发土地出售收入有所波动，带动公司营业收入规模变动。公司综合毛利率受收入结构以工程代建结算项目约定收益影响有所波动。截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资59.88，已投资20.37亿元，其中，自营项目总投资30.10亿元，已投资4.64亿元，未来计划通过保障房、商品房、商业建筑及地下车库、厂房销售及出租获得收入，但存在较大不确定性。截至2019年末，公司已投资待结算的工程建设业务成本合计9.62亿元，相关项目均已签订委托建设协议，未来可为公司收入提供一定保障，但结算时间具有一定不确定性。

公司其他收益主要系为收到的当阳市财政局及当阳市人民政府补贴资金，2017-2019年占公司利润总额的比重分别为45.11%、31.03%和34.90%，为公司利润的重要来源。

**表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
营业利润	26,056.70	19,725.04	18,413.72

利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

近年公司经营活动现金流入主要依赖往来款且波动较大，面临较大的投资资金压力

近年公司经营业务收入主要来源于房租及工程代建收入，其中，2017年及2019年代建收入相关回款受政府资金安排影响波动较大；2018年确认的工程代建收入款根据合同约定分10年支付，此外，租金回款亦具有一定的滞后性，导致公司收现存在较大波动，2017-2019年收现比分别为0.97、0.38和0.79。公司其他与经营活动有关的现金主要系收到的政府补贴资金以及往来款现金收支，近年均呈净流入状态。2017-2019年公司经营活动产生的现金流净额分别为63,150.13万元、-1,154.68万元和-2,346.56万元，2017年净流入规模较大主要来源于业务回款及往来款净流入，2018-2019年，受经营业务回款滞后及工程建设投入较大影响，经营活动现金持续净流出。值得注意的是，2018年末及2019年末公司其他应收款及其他应付款降幅均大幅高于相关往来款现金流规模，2019年收现比为0.79，但应收账款未有相应增加，原因为公司将部分与同一对象的应收及应付款相互抵消。

公司投资活动现金流主要系购买理财产品支出及到期回收购买的理财产品、大额银行定期存单到期回款。近年公司筹资活动现金呈持续净流出状态，其中，2017年净流出6.54亿元，主要包括偿还债务支付2.40亿元和支付利息、分配股利支出4.14亿元，2018-2019年净流出合计10.65亿元，主要系偿还债务本息。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资39.51亿元，面临较大资金压力。

**表 10 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	0.79	0.38	0.97
销售商品、提供劳务收到的现金	24,990.71	6,532.56	22,883.94
收到的其他与经营活动有关的现金	22,298.81	47,614.38	56,558.32
经营活动现金流入小计	47,289.52	54,146.94	79,442.26
购买商品、接受劳务支付的现金	25,330.04	9,655.45	8,865.05
支付的其他与经营活动有关的现金	19,830.54	44,811.07	4,480.69
经营活动现金流出小计	49,636.08	55,301.62	16,292.14
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,346.56</b>	<b>-1,154.68</b>	<b>63,150.13</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>20,168.97</b>	<b>20,225.92</b>	<b>5,210.96</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-69,326.71</b>	<b>-37,207.41</b>	<b>-65,429.75</b>

现金及现金等价物净增加额	-51,504.30	-18,136.17	2,931.33
--------------	------------	------------	----------

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司债务规模有所下降，但面临一定短期偿债压力

近年，随着有息债务及往来款偿付、抵消，公司债务规模持续下降；同时，公司未分配利润的积累推动所有者权益规模持续上升；受上述因素影响，近年公司产权比率由2017年末的64.09%持续下降至2019年的32.53%，公司所有者权益对负债的保障程度有所提高。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	251,530.11	349,905.96	472,736.46
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
产权比率	32.53%	46.52%	64.09%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2017年以来，随着非流动负债的逐步到期，公司流动负债占比有所增长，2019年末占总负债的63.21%。公司应付账款为应付工程款，应交税费主要系应交企业所得税。公司其他应付款以往来款为主，受往来款流入及应收、应付款抵消等影响，规模持续下降。2019年末，公司其他应付款为7.27亿元，其中，应付利息和股利分别为0.97亿元和0.25亿元，其他主要包括应付当阳市土地与房屋征收管理办公室往来款3.40亿元和应付当阳市财政局2.41亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债主要系2019年需偿付的部分债券本金4.60亿元。公司非流动负债主要系长期借款及应付债券，其中长期借款为银行借款；应付债券包括“14当阳债”以及“16当阳债”，剩余本金分别为4.80亿元和8.80亿元，其中，一年内应偿付的本金分别为2.40亿元和2.20亿元。

**表 12 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
应付账款	10,864.69	4.32%	16,391.73	4.68%	7,000.03	1.48%
应交税费	28,730.62	11.42%	24,419.80	6.98%	20,042.10	4.24%
其他应付款	72,669.21	28.89%	111,659.81	31.91%	224,973.33	47.59%
一年内到期的非流动负债	46,725.00	18.58%	57,190.00	16.34%	24,000.00	5.08%
<b>流动负债合计</b>	<b>158,997.58</b>	<b>63.21%</b>	<b>209,711.34</b>	<b>59.93%</b>	<b>276,030.47</b>	<b>58.39%</b>
长期借款	1,550.00	0.62%	2,100.00	0.60%	2,800.00	0.59%

应付债券	88,487.43	35.18%	135,478.05	38.72%	180,900.00	38.27%
<b>非流动负债合计</b>	<b>92,532.54</b>	<b>36.79%</b>	<b>140,194.62</b>	<b>40.07%</b>	<b>196,706.00</b>	<b>41.61%</b>
<b>负债合计</b>	<b>251,530.11</b>	<b>100.00%</b>	<b>349,905.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>472,736.46</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	136,762.43	54.37%	194,768.05	55.66%	219,640.00	46.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着到期债务的偿付，2017-2019年公司有息债务规模持续下降。2019年末公司有息债务规模为136,762.43万元，主要由长期借款、应付债券及一年内到期的非流动负债构成，2021-2022年需偿债到期本息分别为54,957.10万元和50,932.36万元。

2019年末，随着有息债务的到期偿付及应付往来款规模下降，公司资产负债率下降至24.55%，EBITDA利息保障倍数提升至2.34，有息债务/EBITDA下降至5.20，整体偿债压力有所下降，但现金短期债务比由2017年末的4.72下降至2019年末的0.53，面临一定短期偿债压力。

**表 13 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
有息债务/EBITDA	5.20	9.83	11.92

资料来源：公司 2017-2019 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包括本期债券募投项目和公司其他日常经营业务所产生的收入及对应的现金流；此外，公司可以通过资产处置及新增融资等方式筹措偿债资金。

本期债券募投项目收益是本期债券还本付息资金的首要来源。根据可行性研究报告，本期债券募投项目建成后拟厂房及配套建筑销售、出租的方式实现项目收益，计划于项目开工后的第3年开始取得收入，在债券存续期内，该项目预计能产生收入合计166,433.10万元，扣除各项税金及运营成本后净收益36,563.94万元，可供用于偿还借款的资金共计131,103.30万元，能够覆盖用于该募投项目的本期债券偿债本息资金需求，但需关注项目未能及时完工、厂房及配套建筑物销售进度及出租价格不达预期等风险。

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保障。2017-2019年公司营业收入分别为23,486.87万元、17,269.58万元和31,435.20万元，销售商品、提供劳务收到的

现金分别为22,883.94万元、6,532.56万元和24,990.71万元。2019年末公司存货中已签订委托建设协议的待结算工程投入合计9.62亿元，能为公司未来收入提供一定保障。截至2019年末，公司主要在建自营项目总投资30.10亿元，已投资4.64亿元，完工后可实现相应的经营收益。但值得注意的是，上述项目收入及相关回款受公司筹资情况、项目建设进度、政府资金安排、经营环境变化等因素影响，具有一定的不确定性，租金回款亦具有一定的滞后性，使得公司面临一定的收入及回款波动风险。

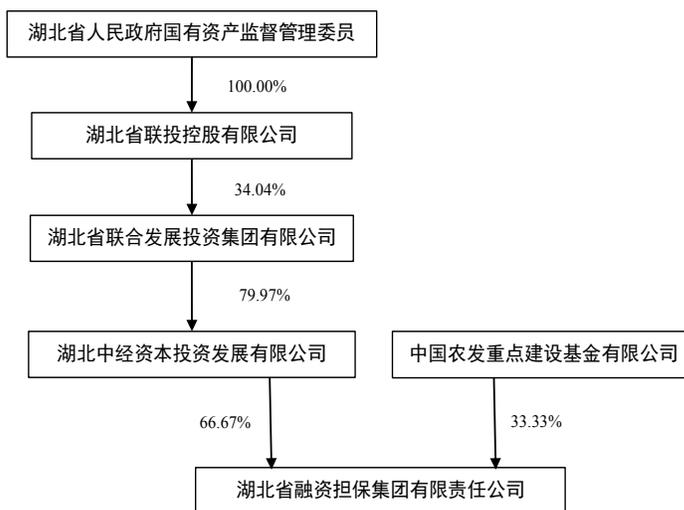
## （二）本期债券保障措施分析

湖北担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

根据湖北担保出具的担保函（（2019）年债保字（074-01）号），湖北担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。

湖北担保是湖北省重要的融资担保企业，2005年2月成立，初始注册资本7,100万元。截至2019年9月末，湖北担保注册资本及实收资本均为750,000万元，控股股东为湖北中经资本投资发展有限公司，实际控制人为湖北省人民政府国有资产监督管理委员会。

图 3 截至 2019 年 9 月末湖北担保产权及控制关系



资料来源：湖北担保提供

湖北担保主要经营贷款担保和债券担保等融资性担保业务及委托贷款业务。

2016-2018年湖北担保分别实现营业总收入4.85亿元、13.22亿元和6.86亿元，收入规模有所波动。从收入结构来看，湖北担保营业总收入主要来源于委贷利息收入、咨询费收入和担保费收入，2018年占比分别为33.89%、30.90%和18.79%，其中委贷利息收入规模波动较大。

**表 14 2016-2018 年湖北担保营业总收入构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
委贷利息收入	23,250.47	33.89%	86,717.30	65.62%	21,305.59	43.97%
咨询费收入	21,202.55	30.90%	21,354.56	16.16%	6,637.60	13.70%
担保费收入	12,892.29	18.79%	25,405.97	19.22%	21,316.79	43.99%
减：未到期责任准备金	-6,256.84	-	2,044.59	-	1,378.46	-
其他业务收入	5,011.39	7.30%	721.14	0.55%	578.19	1.19%
<b>合计</b>	<b>68,613.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>132,154.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>48,459.71</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：湖北担保 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年9月末，湖北担保资产总额为122.60亿元，其中现金类资产为54.73亿元，占总资产的比重为44.64%，现金类资产充足。2018年度，湖北担保实现营业总收入6.86亿元，利润总额6.36亿元。受益于股东增资，湖北担保资本实力增强，2019年9月末核心资本增加至104.92亿元，资本充足率上升至75.15%。截至2019年9月末，湖北担保融资担保业务放大倍数为1.89，放大倍数较低，代偿能力较强，业务发展空间较大。

**表 15 2016 年-2019 年 9 月年湖北担保主要财务数据（单位：万元）**

项目	2019 年 9 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,225,979.42	831,788.82	874,419.51	791,636.11
所有者权益合计	1,027,402.03	720,857.22	675,768.19	605,996.58
投资收益	38,473.83	13,333.11	0.00	4,481.67
营业总收入	23,461.11	68,613.54	132,154.39	48,459.71
利润总额	49,290.08	63,587.16	93,406.03	43,036.12
净资产收益率	-	6.82%	10.91%	6.95%
融资担保责任余额	1,939,352.51	1,525,457.11	1,927,426.76	1,307,433.17
现金类资产	547,295.02	289,581.80	279,844.74	461,385.02
核心资本	1,049,212.39	742,667.58	709,182.65	633,291.86
融资担保业务放大倍数	1.89	2.12	2.85	2.16
资本充足率	75.15%	48.27%	31.24%	34.00%

资料来源：湖北担保 2016-2018 年审计报告、未经审计的 2019 年 1-9 月财务报表及湖北担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，湖北担保主体长期信用等级为AAA，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，自2016年1月1日至报告查询日（2019年12月19日）公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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

#### 公司外对担保规模较大，存在一定或有负债风险

截至2019年末，公司为当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司、当阳市当枝公路建设开发有限公司和当阳市鑫泉产业开发有限公司提供担保，上述企业均为当阳市国有企业，担保金额合计17.82亿元，与公司2019年末净资产之比为0.23，存在一定或有负债风险。

**表 16 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
当阳市鑫泉产业开发有限公司	50,000.00	2016/5/26	2033/5/25
	19,000.00	2018/12/3	2028/12/3
	10,000.00	2016/8/12	2026/8/11
	22,000.00	2016/2/3	2028/2/2
当阳市当枝公路建设开发有限公司	35,000.00	2015/12/29	2025/12/31
	15,000.00	2017/3/10	2025/12/31
	5,000.00	2017/5/18	2025/12/31
	3,600.00	2019/1/9	2022/1/9
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司	3,600.00	2015/12/10	2020/3/31
	15,000.00	2015/10/29	2027/10/25
<b>合计</b>	<b>178,200.00</b>	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	24,946.20	87,450.50	113,286.66
应收票据及应收账款	38,992.10	37,760.93	34,953.90
其他应收款	140,664.01	160,366.90	253,261.56
存货	622,476.01	614,004.12	587,581.94
其他流动资产	418.71	5,000.00	25,000.00
投资性房地产	192,290.85	191,971.87	190,356.41
资产总计	1,024,655.64	1,102,137.56	1,210,390.90
应付账款	10,864.69	16,391.73	7,000.03
应交税费	28,730.62	24,419.80	20,042.10
其他应付款	72,669.21	111,659.81	224,973.33
一年内到期的非流动负债	46,725.00	57,190.00	24,000.00
长期借款	1,550.00	2,100.00	2,800.00
应付债券	88,487.43	135,478.05	180,900.00
负债合计	251,530.11	349,905.96	472,736.46
有息债务	136,762.43	194,768.05	219,640.00
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
营业利润	26,056.70	19,725.04	18,413.72
利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
经营活动产生的现金流量净额	-2,346.56	-1,154.68	63,150.13
投资活动产生的现金流量净额	20,168.97	20,225.92	5,210.96
筹资活动产生的现金流量净额	-69,326.71	-37,207.41	-65,429.75
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%
收现比	0.79	0.38	0.97
产权比率	32.53%	46.52%	64.09%
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
EBITDA（万元）	26,322.37	19,813.95	18,433.34
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
有息债务/EBITDA	5.20	9.83	11.92

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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债中的有息债务}$

## 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。

## 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。