

信用等级公告

联合〔2020〕3278号

荆门高新技术产业开发有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司拟发行的“2020年荆门高新技术产业开发有限责任公司公司债券”进行了主动评级，确定：

**荆门高新技术产业开发有限责任公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，
评级展望为“稳定”**

荆门高新技术产业开发有限责任公司拟发行的“2020年荆门高新技术产业开发有限责任公司公司债券”信用等级为 AA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年十月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

2020 年荆门高新技术产业开发有限责任公司 公司债券主动评级报告

本期债券信用等级: AA_{pi}

公司主体信用等级: AA_{pi}

评级展望: 稳定

发行规模: 5.80 亿元

债券期限: 5 (3+2) 年

还本付息方式: 按年付息, 到期一次还本

评级时间: 2020 年 10 月 19 日

主要财务数据:

合并口径

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	193.71	198.54	208.26	207.39
所有者权益 (亿元)	76.46	78.65	80.73	81.03
长期债务 (亿元)	107.94	107.05	117.84	119.68
全部债务 (亿元)	110.64	113.61	118.70	120.54
营业收入 (亿元)	6.87	8.33	9.50	2.14
利润总额 (亿元)	2.88	2.32	2.13	0.30
EBITDA (亿元)	3.29	3.29	3.00	--
经营性净现金流 (亿元)	-20.50	-13.00	-4.96	-2.03
营业利润率 (%)	27.59	26.78	17.47	14.08
净资产收益率 (%)	3.82	2.84	2.61	--
资产负债率 (%)	60.53	60.38	61.23	60.93
全部债务资本化比率 (%)	59.14	59.09	59.52	59.80
流动比率 (倍)	17.24	12.77	18.96	28.47
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.03	0.03	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.63	0.58	0.54	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.57	0.57	0.52	--

公司本部 (母公司)

资产总额 (亿元)	111.09	125.22	140.42	140.95
所有者权益 (亿元)	63.96	64.77	65.67	65.74
全部债务 (亿元)	44.08	53.77	62.06	64.64
营业收入 (亿元)	3.84	3.71	2.13	0.66
利润总额 (亿元)	0.90	0.81	0.84	0.08
资产负债率 (%)	42.43	48.27	53.24	53.36
全部债务资本化比率 (%)	40.80	45.36	48.59	49.58
流动比率 (倍)	23.43	7.02	5.69	6.88

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 2. 本报告将公司和母公司长期应付款中利息部分计入长期债务核算; 3. 公司和母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对荆门高新技术产业开发有限责任公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其作为荆门高新区·掇刀区整体开发和建设的唯一主体, 在综合开发建设及保障房建设等方面具有明显的区域专营优势, 外部发展环境良好, 获得的外部支持力度较大。同时, 联合评级也关注到公司资产流动性较弱、面临一定的集中偿付压力及存在一定规模的对民营企业股权投资和委托贷款等因素对公司经营和信用水平可能带来的不利影响。

随着荆门高新区与掇刀区的合并, 公司外部环境有望持续向好。公司拥有充足园区开发项目储备, 未来随着各项目的推进, 公司收入水平有望持续增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**随着荆门高新区与掇刀区合并, 区域范围显著扩大, 同时区域内经济不断发展, 为公司提供了良好的外部环境。

2. **公司区域专营优势明显, 获得较大的外部支持。**公司作为合并后高新区·掇刀区整体开发和建设的唯一主体, 区域专营优势明显。公司在货币注资、资产注入、财政补贴和政策支持等方面得到较大的外部支持。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中以受限土地使用权为主的存货及投资性房地产占比较大, 资产流动性较弱。

2. **面临一定的集中偿付压力。**截至 2020

年3月底,公司未来2年内分别需偿付债务本息23.81亿元和36.32亿元,公司2020—2021年面临一定的集中偿付压力。

3. 公司存在一定规模的对民营企业股权投资及委托贷款,需关注被投资企业的运营情况。截至2019年底,公司委托贷款规模为8.46亿元,且集中度较高;公司对湖北亿纬动力有限公司投资9.00亿元。联合评级将密切关注其收益及还款情况。

分析师

张蔚 登记编号(R0040219020002)

倪昕 登记编号(R0040218020005)

邮箱:lh@unitedratings.com.cn

电话:010-85172818

传真:010-85171273

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层(100022)

网址:www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由评级对象提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对评级对象主体及本次（期）债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



一、主体概况

荆门高新技术产业开发有限责任公司（以下简称“公司”）由荆门市掇刀区预算外资金管理局和荆门掇刀开发区兴财公司于 2003 年 1 月 17 日共同出资成立，初始注册资本 1,000 万元。2013 年 12 月，公司股东荆门市掇刀区预算外资金管理局名称变更为荆门市掇刀区非税收入管理局。2013 年 12 月 4 日，根据股东会决议，公司股东荆门市掇刀区非税收入管理局和荆门掇刀开发区兴财公司将各自股权全部转让给荆门高新技术产业园区国有资产监督管理局（以下简称“荆门高新区国资局”）。后经多次股权变更以及股东注资，截至 2020 年 3 月底，公司股东为荆门高新区国资局（持股 93.75%）和中国农发重点建设基金有限公司¹（以下简称“农发基金”）（持股 6.25%），公司注册资本为 16.00 亿元，实际到位 14.40 亿元（包含计入“长期应付款”的农发基金注资），荆门高新技术产业开发管理委员会（以下简称“高新区管委会”）为公司实际控制人。

公司经营范围主要包括高新区基础设施建设、高新技术产业孵化、高新技术产业投资、房屋租赁等业务。

截至 2020 年 3 月底，公司本部内设财务部、综合部、投融资部、工程部、资产经营部以及风险控制部 6 个职能部门，下辖子公司 4 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 208.26 亿元，负债合计 127.53 亿元，所有者权益 80.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益 80.61 亿元。2019 年，公司实现营业收入 9.50 亿元，净利润 2.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.96 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 207.39 亿元，负债合计 126.36 亿元，所有者权益 81.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 80.91 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.14 亿元，净利润 0.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.05 亿元。

公司注册地址：荆门高新区·掇刀区凤袁路 1 号；法定代表人：汪平龙。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

公司拟于 2020 年注册企业债 6.50 亿元，本期拟发行 2020 年荆门高新技术产业开发有限责任公司公司债券（以下简称“本期债券”）5.80 亿元，期限 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，按年计息，到期一次还本。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金计划全部用于偿还有息债务。

¹ 农发基金注资预计从 2022 年开始由公司分 5 年进行回购，每年回购金额 2,000 万元。

三、行业及外部环境分析

1. 基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《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》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年末地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、

保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表1 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	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	严格规范PPP项目合规性,对于规范合规的PPP项目,纳入财政支出预算;对于不合规的PPP项目,应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网,推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制借PPP名义增加地方政府隐性债务风险,增加地方政府隐性债务的项目,应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时,积极的财政政策要加力提效,充分发挥专项债券作用,支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目;金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求;允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域,不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业,出台信息网络等新型基础设施投资支持政策,推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设,抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设,加快开展南水北调后续工程前期工作,适时推进工程建设

2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合评级整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。近年来城投企业非标产品接续难度有所增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 外部环境

随着荆门高新区与掇刀区合并成为荆门高新区·掇刀区，区域范围显著扩大，区域经济不断发展，为公司提供了良好的外部环境。

为拓宽荆门高新技术产业开发区（以下简称“荆门高新区”）发展空间，促进荆门高新区与掇刀区协调发展，促进掇刀区在整个辖区范围内进行总体功能分区和布局，促进产业集中集聚集群发展，2016年1月，掇刀区与荆门高新区正式合并。合并后的荆门高新区·掇刀区仍保留高新区管委会与掇刀区人民政府，财政局（两区财政局合并但仍称掇刀区财政局）等相关部门全部合并。

（1）荆门高新区

荆门高新区位于湖北中部素有“荆楚门户”之称的荆门南城区，2000 年 11 月经省政府批准设立省级高新技术产业园区，2013 年 12 月 20 日经国务院批复成功晋级国家高新技术产业开发区，内设机构 12 个，分支机构 6 个，下辖街道 1 个，管理面积 50 平方公里，总体规划控制面积 100 平方公里。目前北片区 17.6 平方公里已经满园，正在全面南下，重点建设南片区。

荆门高新区工业基础不断夯实，节能环保与环境修复，高端装备制造，健康产业等主导产业优势突出，是全国和湖北重要的装备制造基地和体育用品产业基地，光电子、体育用品、无纺布、新能源等骨干产业初具规模，先后引进了李宁、格林美、中集、福耀、航特等世界知名品牌。

荆门高新区定位于循环经济发展示范区，建设湖北乃至中西部地区区域资源循环利用与再造的特色型产业园区。荆门高新区先后建成聚盛国家级科技企业孵化器和荆门百盟·慧谷科技企业加速器两大科技创新载体等一批省级以上科研机构；培育格林美、中集宏图、金龙非等国家高新技术企业 34 家，省级创新型试点企业 9 家，省级高新技术产业化基地 1 个。

（2）掇刀区

掇刀区是2001年3月17日经国务院批准设立的县级行政区，下辖团林铺镇、麻城镇、掇刀石街道办事处和白庙街道办事处。

掇刀区是荆门市加速城市扩张的重点和核心城区，辖区内有湖北省两个专业化工园区之一的省级荆门化工循环产业园。掇刀区先后被湖北省政府确定为城乡一体化发展试点区、社会管理创新综合改革试点区和湖北省首批现代服务业发展示范区。掇刀区产业结构以第二产业和第三产业为主，其中第三产业占比在50%以上。掇刀区以化工产业园建设为重点不断推进新型工业化，同时建立城市商贸物流区、麻城集中工业园、现代多功能农业示范区等项目片区推进产业优化升级。

（3）荆门高新区·掇刀区

2017—2019年，荆门高新区·掇刀区（包括荆门高新区、钟祥省级高新区、京山省级高新区、沙洋经济开发区和荆门航空产业园）区域内经济生产总值不断增长，地区生产总值分别为495.58亿元、540.18亿元和577.31亿元。同期，荆门高新区·掇刀区固定资产投资总额分别为553.27亿元、634.53亿元和703.69亿元。

2018—2019年，荆门高新区·掇刀区一般预算收入分别为32.17亿元和31.85亿元，其中，税收收入分别为29.99亿元和29.83亿元，非税收入分别为2.19亿元和2.02亿元。2019年，税收收入和非税收入的占比分别为93.66%和6.34%。荆门高新区·掇刀区政府基金收入分别为2.74亿元和7.68亿元。一般公共预算支出分别为33.76亿元和33.37亿元，财政自给率分别为92.33%和95.45%，基本实现收支平衡。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020年3月底，公司注册资本16.00亿元，实际到位14.40亿元（含农发基金1.20亿元）。荆门高新区国资局持有公司93.75%股权，为公司控股股东，高新区管委会为公司的实际控制人。

2. 规模与竞争力

公司是荆门高新区·掇刀区整体开发和建设的唯一主体，业务区域内专营优势明显。

公司是荆门高新区·掇刀区园区唯一的开发和建设主体，承担了荆门高新区·掇刀区保障房建设、基础设施投资建设、国有资产管理以及产业股权和债务投资等重大任务，在高新区·掇刀区园区开发及公用事业建设等的多个方面居于区域内专营地位。

3. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的管理经验，员工素质能够满足公司经营需求。

截至2020年6月底，公司高层管理人员共6人，包括总经理1人、副总经理4人和董事会秘书1人。

汪平龙先生，1968年8月生，中共党员，本科学历；历任荆门市京山县委组织部副科长、科长，荆门市京山县委副书记、组织部办公室主任，荆门市京山县招商局副局长、党组副书记，荆门市招商局高端装备制造产业分局局长，高新区管委会副主任，荆门高新区·掇刀区招商局局长；现任公司董事、法人代表、总经理。

何江先生，1973年5月生，本科学历；曾任荆门掇刀开发区白石坡市场管理处副处长，荆门掇

刀石街办白石坡社区居委会主任、书记，荆门掇刀区招商局副局长，荆门高新区招商部副部长，荆门高新区创业中心主任，荆门高新区社会发展局副局长；自 2011 年 3 月起先后任公司副总经理、董事。

截至 2020 年 3 月底，公司共有员工 99 人，从学历构成看，本科及以上学历员工共 49 人、大专及以下学历员工共 50 人；从年龄结构看，30 岁以下员工共 48 人、30~50 岁员工共 42 人、50 岁以上员工 9 人。

4. 外部支持

公司在货币注资、资产注入、财政补贴和政策支持等方面得到较大的外部支持。

(1) 货币注资

2017 年，公司将荆门高新区国资局以前年度注入公司的资本公积转增资本 0.50 亿元；2018 年，公司实收资本增加 0.80 亿元。2019 年，公司实收资本增加 0.53 亿元。

2016—2017 年，荆门市掇刀区国有资产监督管理局（以下简称“掇刀区国资局”）向公司子公司荆门掇刀新源城乡建设投资有限公司（以下简称“新源公司”）分别注入货币资金 6.12 亿元和 1.00 亿元。

(2) 资产注入

2016 年，荆门高新区国资局向公司子公司新源公司注入评估价值为 16.66 亿元的商业用地和 523.48 万元的房产。

(3) 财政补贴

2017—2019 年，公司收到政府补贴分别为 1.21 亿元、1.20 亿元和 1.39 亿元。

(4) 政策支持

根据高新区管委会《高新区棚户区改造项目管理办法》（高新办发〔2014〕2 号），高新区管委会委托公司为棚户区改造项目的融资开发人，并确保项目产生一定收益，因市场原材料成本及房价变化导致棚户区改造项目的实际收益低于预期收益时，由高新区管委会对公司收益的差额部分进行补贴。

据荆门市地方税务局高新开发区分局《关于荆门高新技术产业开发有限责任公司涉税事项的复函》《关于荆门市高汇置业有限公司涉税事项的复函》和荆门市掇刀区地方税务局《关于荆门掇刀新源城乡建设投资有限公司涉税事项的复函》，公司和子公司符合《财政部国家税务总局关于专项用途财政性资金有关企业所得税处理问题的通知》（财税〔2011〕70 号文）精神，财政性收入不征收营业税和所得税。

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版，统一社会信用代码：91420800744633265X），截至 2020 年 7 月 10 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 7 月 14 日，联合评级未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、公司管理

1. 公司治理

公司法人治理结构较为健全。

公司根据《公司法》和其他相关规定，建立了较为完善的法人治理结构。

公司股东会是公司的最高权力机构。股东会会议一般由股东按认缴的出资比例行使表决权。股东会每年召开一次年会。农发基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员，不参与公司经营管理。

公司董事会是公司经营决策机构。董事会成员 6 名，其中董事长 1 人，副董事长 1 人，董事 3 人，职工董事 1 人。非职工董事由股东提名候选人，经股东会选举产生，职工董事由职工代表大会选举或更换，董事长由股东会选举产生。董事任期不得超过三年，董事任期届满，可以连选连任。

公司监事会成员 3 人，设监事会主席 1 人。监事会包括 1 名职工代表监事，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为三年。监事任期届满，可以连选连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。公司设立经营管理机构，经营管理机构设经理 1 人，并根据公司情况设若干管理部门。公司经营管理机构经理由董事会聘任或解聘，任期三年。经理对董事会负责。截至 2020 年 3 月底，上述人员已全部到位。

2. 管理体制

公司职能部门设置较为合理，内控管理制度较为全面规范。

公司本部内设财务部、综合部、投融资部、工程部、资产经营部以及风险控制部 6 个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。

公司制定了财务管理制度，形成了较为完善的资金往来、支取申请、报销等制度来规范财务手续；每年 12 月制定下一年度的财务预算方案，提高资金使用效率。

投融资管理方面，根据公司经营发展规划，制定融资计划、确定融资方案，报股东会、董事会通过后实施。投资方面，公司制定了过桥专项资金管理暂行办法，在缓解区域中小微企业续贷还款压力的同时，规范企业过桥资金使用，并依据区征信局审核意见筛选申请资金的企业、经银行审核确认是否持续贷款。

2016 年，根据研究荆门高新区和掇刀区融资平台整合有关事宜的专题会议纪要（2016）11 号，荆门高新区和掇刀区两区合并后，公司及其子公司仍在原有的内部管理架构上独立运作，截至 2020 年 3 月底，公司各个管理制度执行情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入构成以综合开发建设收入为主，收入规模持续增长，毛利率持续下滑。

2017—2019 年，公司收入规模不断增长，分别为 6.87 亿元、8.33 亿元和 9.50 亿元。其中，综合开发建设收入是公司的主要收入来源，收入占比持续维持在 80%以上。2017—2018 年公司项目管理费收入主要来自新源公司进行园区开发的项目管理费收入，2019 年来自土地管理费收入。2019 年，公司新增物业管理费收入，但规模较小。公司其他板块收入主要为房屋租赁收入以及资金管理费收入，对公司收入影响有限。

2017—2019 年，公司综合毛利率不断下降，2019 年公司综合业务毛利率为 19.71%，较上年减

少 9.47 个百分点，主要系收入占比较高的综合开发板块毛利率较上年有所下降所致。

表 2 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
综合开发建设	55,563.95	80.93	21.86	73,293.63	87.94	19.65	87,047.52	91.66	12.89	21,251.92	99.47	15.00
项目管理费	12,733.28	18.55	100.00	7,629.00	9.15	100.00	4,779.08	5.03	100.00	--	--	--
物业管理费	--	--	--	--	--	--	54.18	0.05	-25.40	62.22	0.30	1.74
其他业务收入	360.44	0.52	76.00	2,421.77	2.91	94.73	3,092.09	3.26	88.62	49.93	0.23	67.00
合计	68,657.66	100.00	36.64	83,344.39	100.00	29.18	94,972.86	100.00	19.71	21,364.07	100.00	15.08

注：各项求和数与合计数不等系四舍五入所致；公司其他收入中租赁收入由房屋租赁收入、厂房租赁收入构成，其中厂房租赁所涉及的厂房在“投资性房地产”中反映，2019 年，公司其他业务收入增加主要系资金管理费增加所致
资料来源：公司审计报告及提供资料

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.14 亿元，相当于 2019 年的 22.53%。2020 年 1—3 月，公司综合毛利率下降至 15.08%。

2. 业务经营分析

（1）综合开发建设

公司综合开发建设收入规模不断增长；公司园区综合开发业务项目储备充足，公司在建项目仍有一定资金支出压力。

公司综合开发建设业务主要由公司本部以及子公司新源公司负责，建设内容涉及荆门高新区·掇刀区村民回迁安置、市政基础设施建设、园区内厂房代建等。

2019 年之前，根据公司本部与高新区管委会签订的《荆门市高新技术产业园区综合开发建设协议》、新源公司与掇刀区人民政府签订的《荆门市掇刀区综合开发建设协议》，公司和新源公司分别根据高新区管委会和荆门掇刀区人民政府的招商引资进度，自筹资金完成指定的园区建设项目。针对公司承担的业务，公司分季度对完工项目按决算成本的 130%确认收入；针对新源公司承担的建设任务，新源公司分季度根据完工进度按项目投入成本减去资本化利息后的 5%计提项目管理费。年末，公司本部与新源公司分别根据高新区管委会及掇刀区人民政府出具的审计意见对账务进行调整。

此外，公司还根据园区内企业的委托，为园区内企业代建厂房以及相关配套基础设施建设，待项目完工后，企业按审计成本加成一定比例对项目进行回购（加成比例均低于 30%）。

2019 年起，公司本部及新源公司开发建设协议改为与荆门市掇刀区政府下属各部门签署代建协议，公司本部和新源公司分别根据各项目主管单位的要求，自筹资金完成指定的园区建设项目。根据项目主管单位与公司签订项目资金平衡协议，按照项目总投资加成 10%确认收入。2019 年下半年起，加成比例提升至 15%。2019 年起新源公司不再确认项目管理费收入。

账务处理上，2019 年之前，公司本部将开发成本计入“存货-工程施工”中反映，待完工结转收入时相应结转成本；新源公司按工程进度分季度计提项目管理费并计入“营业收入-项目管理费收入”，“存货-工程施工”反映未结算的工程投入（完工后政府回款时直接冲减该科目）。2019 年起，开发建设协议重新签订后，新源公司账务处理方式同公司本部账务处理方式。

2017—2019 年，公司综合开发建设收入不断增长，分别为 5.56 亿元、7.33 亿元和 8.70 亿元（政府及企业委托代建项目均包括在内）。毛利率方面，2018 年受毛利率相对较低的企业委托代建项目收入占比上升影响，综合开发建设业务毛利率有所下降。2019 年，受公司业务模式变化影响，公司综合开发建设毛利率下降至 12.89%。2020 年 1—3 月，公司实现综合开发建设收入 2.13 亿元，相当

于上年的 24.48%；毛利率上升至 15.00%。

项目管理费收入方面，2017—2019 年，公司项目管理费收入分别为 1.27 亿元和 0.76 亿元和 0.48 亿元，由于结算规模不断下降，公司项目管理费收入不断下降，2019 年起，公司项目管理费全部为土地管理费，系公司土地转出产生，未来可持续性有待关注。2017—2019 年，公司项目管理毛利率均为 100.00%。2020 年 1—3 月，公司未确认项目管理费收入。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建综合开发建设项目合计总投资 30.71 亿元，已完成投资 21.15 亿元，尚需投资 9.56 亿元，仍具有一定资金支出压力。

表 3 截至 2020 年 3 月底公司主要在建综合开发建设项目情况（单位：万元）

项目名称		总投资	已累计完成投资额	未来计划投资金额	
				2020 年	2021 年
委托代建政府相关部门项目	化工循环产业园	53,950.22	49,015.72	11,025.22	--
	埃斯顿工业机器人项目	50,000.00	9,872.64	24,627.36	16,000.00
	小计	103,950.22	58,888.36	35,652.58	16,000.00
委托代建园区内企业项目	新能源汽车产业园二期	203,185.69	152,580.42	40,000.00	14,605.27
	小计	203,185.69	152,580.42	40,000.00	14,605.27
合计		307,135.91	211,468.78	75,652.58	30,605.27

注：综合开发建设累计完成投资额小于“存货-工程施工”数值主要系该科目中还包含已完工未决算金额
资料来源：公司提供

（2）保障性住房建设

公司在建保障房项目已经基本趋于完工，未来随着保障房项目逐步销售，公司保障房收入有望稳步增长。

公司承担高新区·掇刀区内保障性住房的开发和建设，主要包括高新区·掇刀区内的公租房、廉租房、经济适用房以及还建房的建设。

根据高新区管委会《高新区棚户区改造项目管理办法》（高新办发〔2014〕2 号，以下简称“管理办法”），高新区管委会委托公司作为保障房项目的融资开发人，项目建设用地由政府划拨，同时项目按照建设成本不得超过 2,000 元/平方米（可根据市场变化进行调整）的原则进行建设。若房屋为还建房或经济适用房，资金则由公司自筹，销售时则按政府指导价格执行（应不超过 2,400 元/平方米）。同时，为了确保项目产生一定收益，若因市场原材料成本及房价变化导致还建房的销售收益低于预期收益时，将由高新区管委会对公司收益的差额部分进行补贴。若房屋为公租房或廉租房，建设资金则全部由政府安排，建成后由公司按一定价格进行租赁。根据保障房细分性质，公租房和廉租房的租赁收入计入“其他业务收入”，经济适用房销售收入计入“房屋销售收入”，还建房经营收入计入“综合开发建设收入”。

截至 2020 年 3 月底，公司用于租赁的公租房或廉租房账面价值为 1.37 亿元，在“存货”科目中反映，未完工部分反映在开发成本中，2017—2019 年，分别实现公租房或廉租房租赁收入 125.32 万元、116.98 万元和 32.71 万元；同期，公司未实现经济适用房销售收入，已竣工决算并转入库存商品的经济适用房项目凤凰苑小区 1.66 亿元尾楼，尚未销售，此外公司无在建项目；公司目前还建房项目为迎春社区棚户区改造项目、龙王社区棚户区改造项目和天乐社区棚户区改造项目，项目总投资合计 14.71 亿元。其中，除龙王社区棚户区改造项目在建外，其它项目已完工并部分实现销售收入（计入综合开发建设收入），其余在建以及未销售部分尚在“存货-工程施工”中反映。截至 2020 年 3 月底，在建龙王社区棚户区改造项目已投入 2.52 亿元。

表 4 截至 2020 年 3 月底公司主要保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 2020 年 3 月底 已累计完成投资额	未来尚需 投资
荆门高新区迎春社区棚户区改造项目	项目总建筑面积 167,415.35 平方米，其中，建设住宅建筑面积 121,572.45 平方米，配套建设商业建筑面积 14,810.11 平方米。规划安置拆迁居民 1,350 户	32,421.68	32,421.68	--
荆门高新区天乐社区棚户区改造项目	项目总建筑面积 139,932.3 平方米，其中，建设住宅建筑面积 106,983.4 平方米；配套建设商业建筑面积 6,880.11 平方米，小区幼儿园 766.04 平方米，规划规划安置拆迁户数为 1,188 户	27,770.83	27,770.83	--
荆门高新区龙王社区棚户区改造项目	项目总建筑面积 435,150 平方米，其中，建设住宅建筑面积 259,800 平方米，建设商业建筑面积 45,200 平方米，规划入住户数约 2,888 户	86,947.34	25,200.00	2,100.00
合计	--	147,139.85	84,492.51	2,100.00

注：2015 年下半年，高新区与掇刀区启动两区一体化筹备工作后，为合理配置住房资源，在征求拆迁户安置补偿意愿后，原高新区范围内的拆迁户通过货币化方式给予安置补偿，优先购置原掇刀区范围内的住房，从而消化原掇刀区的住房库存。因此，政府直接将应拨付给拆迁户的货币补偿资金直接拨付给公司，公司并以此确认收入。迎春社区棚户区改造项目以及天乐社区棚户区改造项目逐渐实现补偿安置；计划投资规模最大的龙王社区因分为多个标段，已开工的标段按计划推进直至完工，未启动招投标的部分由于对口安置已经不需要大量房源因此不再启动，已启动标段尚需投资 0.21 亿元

资料来源：公司提供

（3）未来发展

公司未来拟建项目主要为官堰湖社区等项目，预计总投资额为 8.90 亿元。若将公司在建的园区综合开发建设及保障房项目尚需投资额考虑在内，公司将面临一定资金支出压力，未来随着项目的逐步完工有望对公司收入增长提供一定支撑。

表 5 截至 2020 年 3 月底公司未来拟建项目（单位：万元）

项目名称	总投资金额	资金来源		2020 年投资额	2021 年计划投资额
		自筹	其他		
官堰湖社区	27,000.00	5,400.00	21,600.00	5,000.00	15,000.00
枣山小区四期	30,000.00	6,000.00	24,000.00	6,000.00	15,000.00
杨山还建房	20,000.00	4,000.00	16,000.00	5,000.00	12,000.00
合计	77,000.00	15,400.00	61,600.00	16,000.00	42,000.00

资料来源：公司提供

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报告，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2020 年一季度报未经审计。会计政策变更方面，公司重要会计政策的变更主要涉及相关报表项目汇总或分类列报，对会计核算科目的核算内容、核算方法及核算结果影响不大。2017—2019 年及 2020 年 1—3 月，公司合并范围无变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围共 4 家子公司，财务数据可比性强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，资产中以土地使用权为主的存货和投资性房地产占比较大，资产流动性较弱。同时，公司存在部分对园区民营企业股权投资以及委托贷款，且委托贷款集中度较高，联合评级将密切关注其收益及回收情况。公司整体资产质量一般。

2017—2019 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 3.69%。截至 2019 年底，公司资产总额 208.26 亿元，较上年底增长 4.89%，主要系存货其他应收款增长所致，公司以流动资产为主。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	153.68	79.34	155.84	78.49	171.31	82.26	171.61	82.75
货币资金	32.45	16.75	14.35	7.23	12.01	5.77	10.95	5.28
应收账款	4.59	2.37	5.28	2.66	6.84	3.28	9.49	4.58
其他应收款	7.61	3.93	9.67	4.87	15.76	7.57	12.48	6.02
存货	106.48	54.97	122.21	61.55	131.86	63.32	135.90	65.53
非流动资产	40.02	20.66	42.71	21.51	36.94	17.74	35.78	17.25
可供出售金融资产	13.83	7.14	13.83	6.97	13.45	6.46	13.45	6.49
长期应收款	4.60	2.37	5.11	2.57	4.11	1.97	4.11	1.98
投资性房地产	12.76	6.59	12.68	6.39	9.94	4.77	9.94	4.79
其他非流动资产	7.26	3.75	9.38	4.72	7.50	3.60	6.33	3.05
资产合计	193.71	100.00	198.54	100.00	208.26	100.00	207.39	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2017—2019 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 5.58%。截至 2019 年底，公司流动资产 171.31 亿元，较上年底增长 9.93%。

截至 2019 年底，公司货币资金 12.01 亿元，较上年底下降 16.32%，主要为银行存款。公司受限货币资金 0.71 亿元，为定期存单。

2017—2019 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 22.07%。截至 2019 年底，公司应收账款 6.84 亿元，较上年底增长 29.56%。从集中度来看，公司应收账款前五名合计 6.34 亿元，占 92.73%，主要为荆门市相关政府部门，集中度很高。公司应收账款累计计提坏账准备 2.35 万元，计提比例很低。

表7 截至2019年底应收账款前五名（单位：亿元、%）

债务人名称	期末余额	占比
荆门市自然资源和规划局掇刀分局	3.45	50.52
荆门市掇刀区麻城镇人民政府	0.95	13.94
荆门市掇刀区人民政府兴隆街道办事处	0.78	11.45
荆门市掇刀区人民政府白庙街道办事处	0.63	9.27
荆门市掇刀区政府投资工程建设管理中心	0.52	7.55
合计	6.34	92.73

资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长43.89%。截至2019年底，公司其他应收款15.76亿元，较上年底增长62.94%，主要系往来款和借款增长所致。从构成看，公司其他应收款主要由往来款和借款构成。从集中度来看，前五名合计12.93亿元，占81.95%，集中度很高，欠款方主要为荆门市政府部门及国有企业等。从坏账计提来看，公司其他应收款累计计提坏账准备142.86万元，计提比例很低。

表8 截至2019年底其他应收款前五名（单位：亿元、%）

债务人名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
荆门市掇刀区财政局	往来款	4.95	1 年以内、2~3 年、5 年以上	31.36
荆门市自然资源和规划局掇刀分局	往来款	4.88	1 年以内	30.93

荆门市掇刀区非税收入管理局	借款、往来款	1.66	1 年以内	10.51
荆门化工循环产业开发有限公司	往来款	0.84	1~2 年、5 年以上	5.32
安徽猎豹汽车有限公司荆门分公司	借款	0.60	1 年以内	3.83
合计	--	12.93	--	81.95

注：上述借款为有息

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货不断增长，年均复合增长 11.28%。截至 2019 年底，公司存货 131.86 亿元，较上年底增长 7.89%，主要系综合开发项目建设投入增加所致。其中，开发成本 46.56 亿元，主要为土地使用权；开发产品 1.73 亿元，为保障房项目；工程施工 83.57 亿元。公司存货中共有已办妥土地证的土地使用权 44.09 亿元，合计面积 404.75 万平方米，用途主要为商服、住宅、商业和工业用地；另有 2.18 亿元土地未办妥土地证。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动资产 0.24 亿元，较上年底下降 76.25%。全部为委托贷款，其中对湖北康沁药业股份有限公司贷款 0.15 亿元，对洛阳远洋伦拿医疗（荆门）有限公司贷款 0.09 亿元。

2017—2019 年，公司其他流动资产波动中有所下降，年均复合下降 7.82%。截至 2019 年底，公司其他流动资产 1.97 亿元，较上年底下降 19.50%。其中待抵扣进项税 1.24 亿元；对当地民营企业委托贷款（周期一年以内）0.72 亿元。

2017—2019 年，公司非流动资产波动中有所下降，年均复合下降 3.92%。截至 2019 年底，公司非流动资产 36.94 亿元，较上年底下降 13.49%，主要系投资性房地产减少所致。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产保持相对稳定，年均复合下降 1.39%。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 13.45 亿元，较上年底下降 2.76%，主要系减少了对中江国际信托业保障基金和湖北金羿凯龙新能源汽车产业股权投资合伙企业（有限合伙）的投资所致。公司可供出售金融资产主要由对湖北亿纬动力有限公司（上市公司惠州亿纬锂能股份有限公司全资子公司）投资 9.00 亿元、对湖南猎豹汽车股份有限公司投资 2.90 亿元构成。

2017—2019 年，公司长期应收款波动中有所下降，年均复合下降 5.49%。截至 2019 年底，公司长期应收款 4.11 亿元，较上年底下降 19.60%。由公司对荆门化工循环产业开发有限公司（国有企业）借款构成。

2017—2019 年，公司投资性房地产不断下降，年均复合下降 11.71%。截至 2019 年底，公司投资性房地产 9.94 亿元，较上年底下降 21.60%，主要系对土地使用权处置 2.78 亿元所致，系将土地回售给政府，收益计入资产处置收益，未回款部分计入应收账款。其中，土地使用权 7.90 亿元，房屋及建筑物（包括公租房及廉租房）2.04 亿元，未来主要用于出租或出售。

2017—2019 年，公司其他非流动资产波动幅度较大，年均复合增长 1.64%。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 7.50 亿元，较上年底下降 20.07%。公司其他非流动资产全部由对区域内民营企业周期一年以上的贷款构成。其中主要为对安徽猎豹汽车股份有限公司荆门分公司贷款 4.93 亿元和对奥美（荆门）医疗用品有限公司贷款 0.96 亿元。集中度较高，存在一定资产减值风险。截至目前公司对园区内企业贷款均按合同执行，未出现逾期还款情况。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 207.39 亿元，较上年底变化不大，仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月底，公司受限资产共计 32.73 亿元，其中土地受限 28.00 亿元，用于抵押贷款；投资性房地产受限 4.02 亿元，用于抵押贷款；货币资金受限 0.71 亿元，为定期存单。

3. 负债和所有者权益

公司债务规模持续增长，构成以长期债务为主，整体债务负担适中，但 2020-2021 年公司面临一定集中偿付压力。

2017-2019 年，公司负债有所增长，年均复合增长 4.29%。截至 2019 年底，公司负债 127.53 亿元，较上年底增长 6.37%，以非流动负债为主。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	8.91	7.60	12.21	10.18	9.04	7.09	6.03	4.77
应付账款	0.90	0.77	1.04	0.87	1.20	0.94	1.10	0.87
预收账款	2.52	2.15	1.06	0.88	0.55	0.43	0.99	0.78
其他应付款	2.22	1.89	1.97	1.64	3.89	3.05	0.73	0.58
一年内到期的非流动负债	2.70	30.30	6.56	53.77	0.87	9.59	0.87	14.37
非流动负债	108.34	92.40	107.68	89.82	118.49	92.91	120.33	95.23
长期借款	75.52	64.41	61.97	51.69	56.08	43.97	55.30	43.76
应付债券	30.00	25.59	43.55	36.32	57.49	45.08	60.24	47.67
长期应付款	2.43	2.07	1.53	1.28	4.26	3.34	4.14	3.28
负债总额	117.25	100.00	119.89	100.00	127.53	100.00	126.36	100.00

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2017-2019 年，公司流动负债波动幅度较大，年均复合增长 0.70%。截至 2019 年底，公司流动负债 9.04 亿元，较上年底下降 25.96%。

2017-2019 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 15.15%。截至 2019 年底，公司应付账款 1.20 亿元，较上年底增长 14.77%，主要系应付工程款增长所致。

2017-2019 年，公司预收款项快速下降，年均复合下降 53.18%。截至 2019 年底，公司预收款项 0.55 亿元，较上年底下降 47.83%，主要系预收工程款减少所致。从款项性质看，主要由新源公司收到的尚未结算的工程款构成。

2017-2019 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 32.58%。截至 2019 年底，公司其他应付款 3.89 亿元，较上年底增长 97.76%，主要系往来款和借款增长所致。从款项性质看，公司其他应付款主要由往来款 2.48 亿元和借款 1.32 亿元构成。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.87 亿元，较上年底下降 86.80%，全部由一年内到期的长期借款构成。

2017-2019 年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 4.58%。截至 2019 年底，公司非流动负债 118.49 亿元，较上年底增长 10.04%。

2017-2019 年，公司长期借款不断下降，年均复合下降 13.82%。截至 2019 年底，公司长期借款 56.08 亿元，较上年底下降 9.51%，主要由抵质押借款和保证借款构成。

2017-2019 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 38.43%。截至 2019 年底，公司应付债券 57.49 亿元，较上年底增长 32.00%，主要系发行“19 荆门高新 MTN001”“19 荆门高新 MTN002”和“19 荆门高新 PPN001”所致。

2017-2019 年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 32.60%。截至 2019 年底，公司长期应付款 4.26 亿元，较上年底增长 179.58%。主要为应付农发基金以及荆门市化工循环产业开发有限

公司的款项，全部为有息债务，计入长期债务进行核算。

2017—2019年，公司全部债务持续增长，年均复合增长3.58%。截至2019年底，公司全部债务118.70亿元，较年初增长4.48%。其中，短期债务0.87亿元，长期债务117.84亿元，以长期债务为主。截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为61.23%、59.52%和59.34%，较年初分别增加0.85个百分点、0.43个百分点和1.70个百分点。

截至2020年3月底，公司负债总额126.36亿元，较上年底变化不大，仍以非流动负债为主。截至2020年3月底，公司全部债务120.54亿元，较年初变化不大。其中，短期债务0.87亿元（占0.72%），长期债务119.68亿元（占99.28%）。截至2020年3月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.93%、59.80%和59.63%，较年初分别减少0.31个百分点、增加0.28个百分点和增加0.28个百分点。公司债务负担适中。考虑到公司未将一年内到期的长期借款和应付债券调整至一年内到期的有息债务，公司实际短期债务为23.81亿元。公司2020—2021年面临一定债务偿付压力。

表10 截至2020年3月底公司全部债务期限情况（单位：亿元）

	≤1年	1~2年	2~3年	3~4年	4~5年	>5年
到期金额	23.81	36.32	21.47	12.6	10.23	16.12

资料来源：公司提供

公司所有者权益规模稳定增长，权益构成以实收资本和资本公积为主，稳定性较强。

2017—2019年，公司所有者权益稳定增长，年均复合增长2.76%。截至2019年底，公司所有者权益合计80.73亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占99.85%，少数股东权益占比为0.15%。归属于母公司所有者权益80.61亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占16.48%、67.99%和13.38%。所有者权益结构稳定性较强。2017—2019年，公司实收资本有所增长，年均复合增长5.43%。截至2019年底，公司实收资本13.28亿元，较上年底增长4.17%，系荆门高新区国资局增加投资0.53亿元所致。公司资本公积保持相对稳定。截至2019年底，公司资本公积54.81亿元，较上年底无变化。

截至2020年3月底，公司所有者权益合计81.03亿元，规模和结构较年初均变化不大。

4. 盈利能力

公司营业收入持续增长，政府补助对公司利润的贡献较高，公司整体盈利能力尚可

2017—2019年，公司营业收入持续增长，年均复合增长17.61%；公司营业成本年均复合增长32.39%，高于收入增长率。同期，公司营业利润率分别为27.59%、26.78%和17.47%。2017—2019年，公司利润总额分别为2.88亿元、2.32亿元和2.13亿元，持续下降，

表11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
营业收入	6.87	8.33	9.50	2.14
营业成本	4.35	5.90	7.63	1.80
费用总额	0.30	1.10	1.06	0.44
其中：管理费用	0.12	0.17	0.23	0.03
财务费用	0.18	0.94	0.83	0.41
营业外收入	1.21	1.20	1.39	0.41

利润总额	2.88	2.32	2.13	0.30
营业利润率	27.59	26.78	17.47	14.08
总资本收益率	1.91	1.65	1.49	--
净资产收益率	3.82	2.84	2.61	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 1.06 亿元，较上年下降 3.47%。从构成看，以管理费用（占 21.72%）和财务费用（占 78.28%）为主。其中，公司管理费用较上年增长 38.35%；财务费用为 0.83 亿元，较上年下降 10.93%，主要系利息收入增加所致。2019 年，公司费用收入比为 11.20%，较上年下降 2.02 个百分点，期间费用对公司利润形成一定侵蚀。

2017—2019 年，公司营业外收入波动增长，为政府补助，占公司利润总额的比重分别为 42.08%、51.79%和 65.47%，政府补助对公司利润的贡献较高。

盈利指标方面，2017—2019 年，公司净资产收益率和总资本收益率均持续下降，整体盈利能力尚可。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 2.14 亿元，为 2019 年全年的 22.49%，实现利润总额 0.30 亿元。

5. 现金流

随着综合开发建设等项目的不断投入，公司经营性现金持续净流出；2019 年投资活动现金由负转正；未来随着公司园区开发项目进一步推进，公司仍面临一定融资压力。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	10.75	7.11	10.76	1.10
收到其他与经营活动有关的现金	4.02	1.70	4.31	0.03
购买商品、接受劳务支付的现金	26.94	18.85	17.35	2.61
支付其他与经营活动有关的现金	7.76	2.73	2.39	0.51
经营活动产生的现金流量净额	-20.50	-13.00	-4.96	-2.03
投资活动产生的现金流量净额	-14.12	-3.08	3.38	0.37
筹资活动产生的现金流量净额	26.25	-2.02	-0.76	0.61
现金及现金等价物净增加额	-8.37	-18.10	-2.34	-1.05
现金收入比	156.59	85.26	113.26	51.52

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入主要以园区综合开发建设及保障房项目回款为主，公司近三年业务回款分别为 10.75 亿元、7.11 亿元和 10.76 亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要由往来款构成。2017—2019 年，公司经营活动现金流出以公司园区综合开发建设及保障房项目投入为主，分别为 26.94 亿元、18.85 亿元和 17.35 亿元。同期，公司支付其他与经营活动有关现金主要由往来款构成。公司经营活动现金持续净流出，但流出规模有所缩减。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 156.59%、85.26%和 113.26%，公司整体收现质量良好。

投资活动现金流量方面，公司投资活动现金流入主要以收回投资收到的现金为主，流出主要以支付的对区域内民营企业的委托贷款。2017—2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为-14.12 亿元、-3.08 亿元和 3.38 亿元，2019 年由负转正。

筹资活动现金流量方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入以取得借款和发行债券收到的现金为主，其中 2019 年发行债券收到的现金 19.00 亿元及融资租赁贷款收到的现金 2.94 亿元计入收到其他与筹资活动有关的现金。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出以偿付债务本金和利息支付的现金为主。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 26.25 亿元、-2.02 亿元和-0.76 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-2.03 亿元，投资活动现金流量净额为 0.37 亿元。筹资活动现金流量净额为 0.61 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标表现强，长期偿债能力指标表现较弱，考虑到公司作为荆门高新区·掇刀区整体开发和建设的唯一主体，获得的外部支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

表 13 公司偿债能力指标情况（单位：倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标				
流动比率	17.24	12.77	18.96	28.47
速动比率	5.30	2.75	4.37	5.92
现金短期债务比	12.02	2.19	13.86	12.64
长期偿债能力指标				
EBITDA 利息倍数	0.63	0.58	0.54	--
EBITDA 全部债务比	0.03	0.03	0.03	--

资料来源：公司年报及财务报表，联合评级整理

从短期偿债指标来看，2017—2019 年底，公司流动比率波动上升，速动比率波动下降，现金短期债务比波动上升。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率大幅提升，速动比率小幅上升，现金短期债务比略有下降，若剔除受限货币资金，则公司现金短期债务比为 13.03 倍。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 3.00 亿元，较上年下降 8.82%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 27.79%）、利润总额（占 71.00%）构成。EBITDA 对利息的覆盖程度一般，对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保共计 6,937.50 万元，系对荆门化工循环产业开发有限公司的担保，该公司实控人为荆门高新区管委会，为国有企业，目前被担保公司运行情况良好，公司或有负债风险较低。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信 71.40 亿元，未使用额度 7.00 亿元。公司间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

母公司资产、权益占合并口径比例较高，营业收入占合并口径比例较小，整体债务负担适中。

截至 2019 年底，母公司资产总额 140.42 亿元（占合并口径的 67.42%），较上年底增长 12.14%，主要系货币资金和长期股权投资增长所致。从构成来看，母公司资产以流动资产为主，其中其他应收款 23.80 亿元、存货 36.06 亿元、长期股权投资 54.68 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债 74.75 亿元（占合并口径的 58.62%），较上年底增长 23.67%，主要系应付债券和其他应付款增长所致。母公司全部债务 62.06 亿元，较上年底增长 15.41%。截至 2019

年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所提升，分别为 53.24%、48.59%和 48.52%，整体债务负担适中。

截至 2019 年底，母公司所有者权益 65.67 亿元（占合并口径的 81.34%），较上年底增长 1.38%，其中实收资本 13.28 亿元、资本公积 48.14 亿元、未分配利润 3.15 亿元。母公司所有者权益稳定性较强。

2019 年，母公司实现营业收入 2.13 亿元，较上年减少 42.60%。母公司营业收入相当于合并口径的 22.41%。同期，母公司利润总额 0.84 亿元，较上年增长 3.51%，相当于合并口径的 39.44%。母公司营业收入和利润总额占合并口径比例均较小。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 140.95 亿元，所有者权益为 65.74 亿元，负债为 75.21 亿元，全部债务 64.64 亿元；母公司资产负债率 53.36%，全部债务资本化比率 49.58%。2020 年 1—3 月，母公司营业收入 0.66 亿元，利润总额 0.08 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

本期债券拟发行金额为 5.80 亿元，发行金额占 2020 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 4.85%和 4.81%，对公司现有债务影响一般。

以 2020 年 3 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 60.93%、59.80%和 59.63%上升至 61.99%、60.92%和 60.76%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券主要用于偿还有息债务，实际债务比率可能低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为本期债券发行金额上限的 0.57 倍、0.57 倍和 0.55 倍，公司 EBITDA 对本期债券保障程度较弱；公司经营活动现金流入量分别为本期债券发行金额上限的 2.55 倍、1.52 倍和 2.60 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期债券保障程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司作为荆门高新区·掇刀区整体开发和建设的唯一主体，区域专营优势明显，获得的外部支持力度较大。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

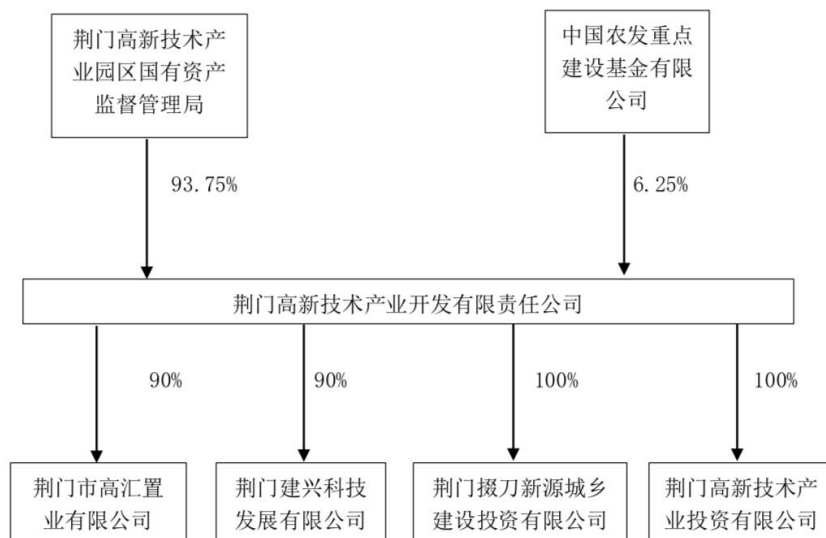
九、综合评价

联合评级对公司的评级反映了其作为荆门高新区·掇刀区整体开发和建设的唯一主体，在综合开发建设及保障房建设等方面具有明显的区域专营优势，外部发展环境良好，获得的外部支持力度较大。同时，联合评级也关注到公司资产流动性较弱、面临一定的集中偿付压力及存在一定规模的对民营企业股权投资和委托贷款等因素对公司经营和信用水平可能带来的不利影响。

随着荆门高新区与掇刀区的合并，公司外部环境有望持续向好。公司拥有充足园区开发项目储备，未来随着各项目的推进，公司收入水平有望持续增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

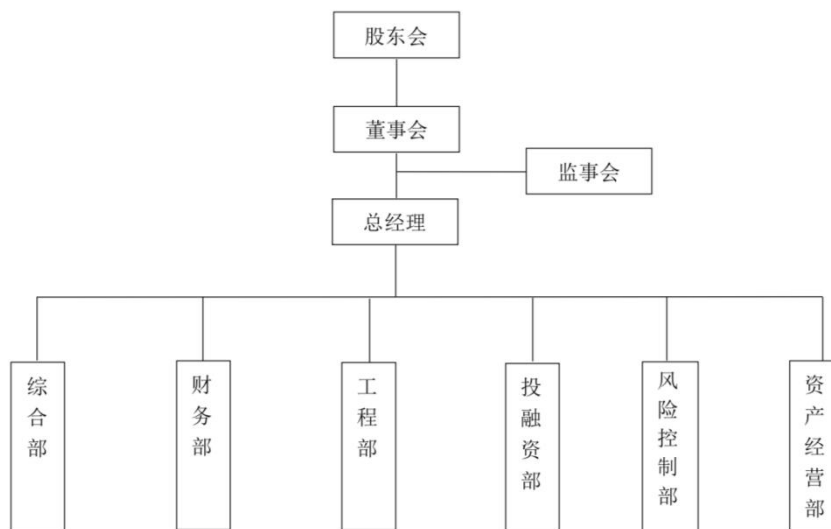
基于对公司主体长期信用状况和本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 荆门高新技术产业开发有限责任公司 股权结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 荆门高新技术产业开发有限责任公司 组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2 荆门高新技术产业开发有限责任公司
合并范围的子公司情况（截至 2020 年 3 月末）

序号	企业名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	经营范围
1	荆门高新技术产业投资有限公司	20,000.00	100.00	高新区投资及投资管理、投资咨询，政府委托的土地储备经营、征地拆迁、房地产开发、园区基础设施建设与运营
2	荆门掇刀新源城乡建设投资有限公司	10,000.00	100.00	掇刀区城乡建设及资产经营、区政府委托的土地储备经营，房地产开发等业务
3	荆门市高汇置业有限公司	1,000.00	90.00	以保障房建设为主的房地产开发经营
4	荆门建兴科技发展有限公司	500.00	90.00	高新技术产业孵化、高新技术产业投资、基础设施建设

资料来源：公司提供

附件 3 荆门高新技术产业开发有限责任公司 主要财务指标（合并报表）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	193.71	198.54	208.26	207.39
所有者权益（亿元）	76.46	78.65	80.73	81.03
短期债务（亿元）	2.70	6.56	0.87	0.87
长期债务（亿元）	107.94	107.05	117.84	119.68
全部债务（亿元）	110.64	113.61	118.70	120.54
营业收入（亿元）	6.87	8.33	9.50	2.14
利润总额（亿元）	2.88	2.32	2.13	0.30
EBITDA（亿元）	3.29	3.29	3.00	--
经营性净现金流（亿元）	-20.50	-13.00	-4.96	-2.03
应收账款周转次数（次）	1.30	1.69	1.57	--
存货周转次数（次）	0.05	0.05	0.06	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.05	--
现金收入比率（%）	156.59	85.26	113.26	51.52
总资本收益率（%）	1.91	1.65	1.49	--
净资产收益率（%）	3.82	2.84	2.61	--
营业利润率（%）	27.59	26.78	17.47	14.08
费用收入比（%）	4.34	13.22	11.20	20.78
资产负债率（%）	60.53	60.38	61.23	60.93
全部债务资本化比率（%）	59.14	59.09	59.52	59.80
长期债务资本化比率（%）	58.54	57.65	59.34	59.63
EBITDA 利息倍数（倍）	0.63	0.58	0.54	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	0.03	--
流动比率（倍）	17.24	12.77	18.96	28.47
速动比率（倍）	5.30	2.75	4.37	5.92
现金短期债务比（倍）	12.02	2.19	13.86	12.64
经营现金流动负债比率（%）	-230.00	-106.51	-54.84	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.57	0.57	0.52	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将长期应付款中带息部分计入长期债务核算；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 荆门高新技术产业开发有限责任公司 主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	111.09	125.22	140.42	140.95
所有者权益（亿元）	63.96	64.77	65.67	65.74
短期债务（亿元）	0.00	5.08	0.17	0.17
长期债务（亿元）	44.08	48.69	61.89	64.47
全部债务（亿元）	44.08	53.77	62.06	64.64
营业收入（亿元）	3.84	3.71	2.13	0.66
利润总额（亿元）	0.90	0.81	0.84	0.08
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-12.04	-12.62	-1.08	1.74
应收账款周转次数（次）	0.57	0.54	0.34	0.11
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.02	--
现金收入比率（%）	120.69	83.84	255.57	77.74
总资本收益率（%）	0.93	1.30	1.27	--
净资产收益率（%）	1.42	1.26	1.37	--
营业利润率（%）	10.21	16.96	21.28	7.50
费用收入比（%）	2.82	20.03	35.70	55.38
资产负债率（%）	42.43	48.27	53.24	53.36
全部债务资本化比率（%）	40.80	45.36	48.59	49.58
长期债务资本化比率（%）	40.80	42.91	48.52	49.51
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
EBITDA 全部债务比（倍）	/	/	/	--
流动比率（倍）	23.43	7.02	5.69	6.88
速动比率（倍）	12.50	3.94	2.86	3.47
现金短期债务比（倍）	--	0.47	44.52	43.35
经营现金流负债比率（%）	-415.97	-108.75	-8.46	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告将母公司长期应付款中带息部分计入长期债务核算；3. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 5 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。