

枝江市国有资产经营中心

2021 年企业债券信用评级报告



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】第 Z
【468】号 05

分析师

姓名：
宋晨阳 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
songchy@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 1 月 8 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

枝江市国有资产经营中心 2021 年企业债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：3 亿元

评级展望：稳定

债券期限：5 年

增信方式：保证担保

担保主体：武汉信用风险管理融资担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，末期利息随本金一并支付

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”）对枝江市国有资产经营中心（以下简称“公司”）本次拟发行总额 3 亿元的企业债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了债务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司所处外部环境较好，获得外部的大力支持，业务较为多元化，且工程建设业务持续性较好，武汉信用风险管理融资担保有限公司¹（以下简称“武汉信用”）提供的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，公司担保及委贷业务经营存在一定风险，资产流动性较弱，资金压力及短期偿债压力大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017-2019 年，枝江市地区生产总值分别为 491.60 亿元、518.0 亿元和 580.7 亿元，同比增速分别为 2.0%、8.5%和 9.2%，且 2019 年固定资产投资增速为 13.4%，基础设施建设投资规模仍较大。
- 公司经营业务较为多元化，业务持续性较好。2017-2019 年，公司营业收入逐年增长，业务涉及工程建设、商品粮油销售、租赁、道路收费和供水业务等。2019 年末公司存货中的代建项目金额为 123,205.68 万元，公司在建项目较多，后续业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2011 年以来，枝江市人民政府陆续将土地、房产、收费权等资产无偿注入公司，2019 年末资本公积达到 60.40 亿元。同时，2017-2019 年公司分别获得财政补贴 10,864.19 万元、11,027.23 万元和 8,401.09 万元。

¹ 2020 年 1 月 3 日，名称由“武汉信用风险管理有限公司”变更为“武汉信用风险管理融资担保有限公司”。

- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，武汉信用主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券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：

- **公司担保及委贷业务经营存在一定的风险。**公司担保业务担保对象主要集中于中小微企业。2017-2019 年，公司累计发生代偿 3,827.83 万元，代偿回收额仅 578 万元；2019 年末委贷业务贷款金额 9.54 亿元，主要对象为当地中小企业，规模较大且集中度较高，且受疫情影响部分利息支付延期，两项业务均存在一定的经营风险。
- **公司面临的资金压力大。**2017-2019 年公司收现比分别为 0.15、0.84 和 0.67，水平较低，截至 2019 年末，公司在建项目投入及债务偿还尚需资金量大，后续面临的资金压力大。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司应收账款及其他应收款合计 605,433.80 万元，占总资产比重为 33.67%，主要应收对象为政府部门，回款时间不确定；公司存货规模为 468,258.88 万元，占总资产的比重为 26.04%，且其中 72,545.03 万元已用于对外抵押；公司账面在建工程 373,529.92 万元，占总资产的比重为 20.78%，整体资产流动性较弱。
- **公司短期偿债压力大。**截至 2019 年底，公司有息债务规模为 891,742.76 万元，有息债务占总负债的比重达 84.23%，同时 EBITDA 对有息债务的覆盖程度较低。公司债务规模较大，即将进入还本付息高峰期，短期偿债压力大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,797,900.65	1,731,208.04	1,635,896.30
所有者权益	739,176.36	617,433.49	590,267.44
有息债务	891,742.76	956,514.44	992,132.48
资产负债率	58.89%	64.34%	63.92%
现金短期债务比	0.85	1.76	9.49
营业收入	110,036.00	77,978.53	69,979.28
其他收益	8,401.09	9,791.02	10,864.19
营业外收入	152.36	1,259.07	55.55
利润总额	14,216.05	16,643.87	20,602.80
综合毛利率	20.40%	24.06%	19.26%

EBITDA	28,751.64	25,605.42	27,241.76
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.43	1.28
经营活动现金流净额	54,772.68	-104,182.85	-282,214.82
收现比	0.67	0.84	0.15

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

武汉信用主要财务指标（万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,504,398.34	3,967,273.55	3,791,157.27
所有者权益	1,368,524.74	1,393,438.18	1,296,093.75
担保余额（亿元）	37.70	42.93	58.65
风险准备金覆盖率	4.57%	2.40%	2.69%
融资担保放大倍数	0.28	0.31	0.45
当期担保代偿率	1.51%	0.00%	1.47%

资料来源：武汉信用2017-2019年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司系经枝江市国资委发枝国资委【1999】1号文件批准组建，成立于1999年8月10日，初始注册资本和实收资本均为3,000.00万元，其中：枝江市国有资产管理局以货币出资1,400.00万元、实物出资1,600.00万元。2002年9月14日根据股东决定及修改后的《公司章程》，公司申请增加注册资本1,431.00万元，由枝江市财政局以实物资产139.50万元、无形资产1,291.50万元认缴，变更后公司注册资本为4,431.00万元，累计实收资本为4,431.00万元，其中：枝江市国有资产管理局占实收资本67.7%，枝江市财政局占实收资本32.3%。2005年6月23日，根据中共枝江市委文件枝发【2001】32号及中共枝江市委机构编制委员会文件枝编发【2005】11号规定，枝江市国有资产管理局于2001年12月7日撤销，其对公司的股权由枝江市财政局承继。2006年2月，枝江市财政局以货币资金1,900.00万元对公司进行增资，截至2019年底，公司注册资本为20,000.00万元，实收资本为6,331.00万元，控股股东及实际控制人均为枝江市财政局。

公司主要负责枝江市区域内的基础设施项目建设，同时涉及商品粮油销售、租赁、道路收费、供水和对外担保等业务。截至2019年12月31日，纳入公司合并范围的一级子公司2家，基本情况见下表。

表1 截至2019年底纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
枝江金润源建设投资控股集团有限公司	28,836.103	79.76%	基础设施项目建设、商品粮油销售、租赁、供水和对外担保等业务	设立
湖北姚家港绿色化工投资控股集团有限公司	30,000.00	100.00%	姚家港化工园区建设项目的投资、融资、建设及运营管理；土地开发服务；化工设备维护、检修；房地产开发经营；物业管理；仓储物流服务	设立

资料来源：公司2019年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2021年枝江市国有资产经营中心企业债券；

发行总额：3亿元；

债券期限和利率：5年；本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利；附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本，末期利息随本金一并支付；

增信方式：本期债券由武汉信用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为人民币3.00亿元，其中1.88亿元用于置换因偿付“16枝江国资债02”在2020年内支付的本息所产生的负债，1.12亿元用于枝江市电子信息产业园项目二期工程建设项目。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	计划投资总额	拟使用募集资金	募集资金占项目总投资比例
偿还“16 枝江国资债 02”本息	-	18,800.00	-
枝江市电子信息产业园项目二期工程建设项目	38,778.61	11,200.00	28.88%
合计	-	30,000.00	-

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

枝江市电子信息产业园项目二期工程建设项目分为B区和C区，B区项目规划总建筑面积71,027.04平方米，主要由6栋多层厂房组成，其中厂房面积71,027.04平方米，容积率1.47，建筑密度35.14%，绿地率20%，停车位532个，其中机动车停车位147个，摩托车停车位385个。C区项目规划总建筑面积78,279.40平方米，主要由6栋多层厂房和2栋配套用房组成，其中厂房面积77,825.52平方米，配套用房面积453.88平方米，容积率1.47，建筑密度35.14%，绿地率20%，停车位584个，其中机动车停车位162个，摩托车停车位422个。

2、项目审批情况

表3 项目批复情况

审批文件	发文机关	批文时间	批文号
《湖北省固定资产投资项目备案证》-枝江市电子信息产业园项目二期工程（B区）	枝江市发展和改革局	2017/09/11	项目代码： 2017-420583-65-03-127803
《湖北省固定资产投资项目备案证》-枝江市电子信息产业园项目二期工程（C区）	枝江市发展和改革局	2017/09/11	项目代码： 2017-420583-65-03-127805
《关于湖北硕丰建设有限公司枝江市电子信息产业园二期工程项目环境影响报告表的审查批复》	枝江市环境保护局	2017/10/17	枝环审（2017）40号
《建设用地规划许可证》	枝江市住房和城乡建设局	2017/10/20	鄂规用地420583201700074号
《建设用地批准书》	枝江市国土资源局	2017/10/21	2017年第94号

《建设工程规划许可证》	枝江市住房和城乡建设局	2017/12/07	鄂规工程420583201700250号
《建筑工程施工许可证》-枝江市电子信息产业园项目二期工程（B区）	枝江市住房和城乡建设局	2018/03/20	编号422723201803200101
《建筑工程施工许可证》-枝江市电子信息产业园项目二期工程（C区）	枝江市住房和城乡建设局	2018/07/18	编号422723201807170101

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目投资及进度

枝江市电子信息产业园项目二期工程建设项目总投资38,778.61万元，其中建筑安装工程费31,703.58万元，工程建设其它费4,385.29万元，基本预备费2,689.74万元。建设资金全部为企业自筹。项目建设期共36个月，截至2019年末，枝江市电子信息产业园项目二期工程建设项目已投资1.71亿元，项目预计于2021年6月完工。

4、项目效益分析

根据项目可行性研究报告，枝江市电子信息产业园项目二期工程建设项目收入来源主要包括项目建成后厂房销售和租赁。项目周期15年，前3年为建设期，项目建成后，计划12年的运营期。运营前期以厂房租赁为主，随后厂房逐渐被入驻企业购买，计划厂房及配套用房的90%用于销售，第3年开始预售20%，第4-7年分别按照20%、20%、20%、10%销售，销售价格3,500元/平方米。考虑销售率和空置率，标准化厂房在第4-6年的出租率分别按55%、35%、15%计算，第7-15年出租率统一按5%计算，租赁价格220元/平方米/年。

根据项目可行性研究报告以及以上测算数据，项目在运营期将产生租赁收入4,912.13万元、销售收入46,888.56万元，经营收入总计51,800.69万元。运营收入可涵盖项目投资成本。项目的税前项目投资回收期为5.96年（含建设期）；税前项目财务内部收益率为7.60%，税后项目财务内部收益率为6.34%，高于财务基准收益率；税前项目财务净现值1526.19万元，税后项目财务净现值330.65万元，均大于零。

四、外部运营环境

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

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，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，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。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济

持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、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，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，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。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；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，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，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、

发展改革委等六部委发布《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,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,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,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。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。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调,2019年3月政府工作报告中指出,要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),表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务,禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。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。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

枝江市近年经济实力逐步增强，投资对经济增速回升拉动较大，为公司发展提供了良好的基础；但近期疫情对枝江市经济发展带来影响，后续疫情变化对经济影响程度值得持续关注

枝江市为县级市，隶属宜昌市，地处湖北省南部，西连重庆，东接武汉，全市总面积 1,310 平方公里。枝江市交通便利，长江航线、焦柳铁路贯穿辖区，沪汉蓉高速铁路与沪渝高速公路（G50）、318 国道并行东西，三峡机场距市中心 30 公里，构成了水陆空立体交通网络。国家实施长江经济带发展战略，枝江市是重要地带；湖北实施“建成支点、走在前列”发展战略，按照主体功能区规划，枝江市是省级重点开发区域；宜昌加快建设现代化特大城市，打造三峡城市群，枝江市是重要的产业发展和城市建设拓展区。全市 3 个镇被纳入未来宜昌中心城区发展规划，市域 1,310 平方公里纳入宜昌市城市总体规划。按照湖北省省政府批复的《枝江市城市总体规划（2012—2030 年）》，到 2030 年，主城区人口将达到 40 万、面积将达到 42 平方公里，市域总人口将达到 70 万人，城镇人口 53 万人，城镇化率 75%，达到中等城市规模。

近年来，枝江市经济总量持续提高，综合实力稳步增强。2017-2019 年，枝江市地区生产总值分别为 491.60 亿元、518.0 亿元和 580.7 亿元，同比增速分别为 2.0%、8.5% 和 9.2%，近年来增速持续回升。枝江市经济以第二产业为主，且第三产业持续快速增长。2019 年三次产业结构由 2017 年的 17.5:50.0:32.5 调整为 14.2:44.5:41.3，服务业增加值占 GDP 的比重持续提升，对经济增长的贡献率逐年增加。工业方面，枝江市现已形成以奥美卫材、中冠纺织为龙头的纺织产业；以迅达科技、南辉电子为骨干的机械电子产业；以三宁化工、湖北化肥、开元化工为骨干的化工产业，2019 年全市规模工业总产值达 630.3 亿元，同比增速为 23.2%。2019 年枝江市全年固定资产投资增速继续上升至 13.4%，固定资产投资对当地经济增速回升拉动作用较大。

2019 年 12 月以来，COVID-19 疫情从武汉爆发并向湖北其他城市以及全国各地迅速蔓延扩散。枝江市亦受到疫情严重影响，出于防控需要，当地政府采取了一系列延迟复工和

交通管控等措施，短期内对枝江市制造业包括纺织、机械电子和化工等重点行业均造成了冲击，服务业亦受到了较大的不利影响。目前枝江市坚持疫情防控和经济发展两手抓，正在推进重点项目和企业尽快复工复产。但需要注意，疫情防控的压力短期内仍难以解除，区域企业实现完全复工复产仍需一定时间，我们将持续关注后续疫情变化对当地经济和财政带来的影响。

表 5 枝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		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	580.7	9.2%	518.0	8.5%	491.60	2.0%
第一产业增加值	82.4	3.3%	76.7	3.0%	86.1	3.7%
第二产业增加值	258.2	11.9%	258.6	9.7%	245.7	0.3%
第三产业增加值	240.0	8.3%	182.7	9.3%	159.8	4.4%
规模工业总产值	630.3	23.2%	502.8	29.6%	422.0	0.2%
全年固定资产投资	326.4	13.4%	-	12.2%	343.3	-24.2%
社会消费品零售总额	182.6	12.7%	162.1	12.1%	144.6	5.4%
存款余额	332.04	4.42%	318.0	4.62%	303.96	12.6%
贷款余额	215.2	12.43%	191.4	15.74%	165.37	24.8%
人均 GDP（元）	117,931		104,404		98,281	
人均 GDP/全国人均 GDP	166.35%		161.81%		164.74%	

资料来源：2017-2019 年数据来源于枝江市统计局，中证鹏元整理

财政收入方面，2019年枝江市实现一般公共预算收入19.01亿元，同比增长1.7%。

五、公司治理与管理

公司为全民所有制企业，实行总经理负责制，设总经理1人，副总经理2人。总经理、副总经理组成总经理办公会，总经理办公会由总经理召集和主持。总理由出资人任命，副总经理由总经理向出资人提议后，由出资人任命。公司总经理每届任期3年，任期届满可以连任，总经理主持公司的生产经营管理工作，组织实施总经理办公会决议。根据公司提供的说明，截至2019年底，公司高级管理人员设置情况符合《公司章程》的规定。2018年2月28日公司总经理办公会成员变更为黄良华、张唐俊、易小容。2018年11月15日公司总经理办公会成员变更为黄良华、罗首、刘先鹏。

此外，公司下设综合办公室（人力资源部）、工程建设管理部、资本营运及市场开发部和财务审计部等职能部门，各部门分别明确了各自的职责，同时制定了部门规章制度。

六、经营与竞争

公司主要业务为基础设施项目建设，同时涉及商品粮油销售、租赁、道路收费、供水和对外担保等业务，业务构成较多元化。2017-2019年，公司营业收入分别为69,979.28万元、77,978.53万元和110,036.00万元，其中2019年收入占比达20%以上的仅工程建设业务和商品粮油销售业务，租赁、道路收费和供水业务收入贡献不大，其他各项业务收入规模相对较小。毛利率方面，2017-2019年公司综合毛利率分别为19.26%、24.06%和20.40%，近年来有所波动，主要系收入占比较大的工程建设业务毛利率存在一定波动。

表 6 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
工程建设收入	51,981.08	13.27%	38,974.70	8.53%	49,345.30	13.83%
商品粮油销售	34,806.42	4.36%	15,635.68	3.15%	8,113.77	0.81%
租赁	1,274.72	-20.75%	1,953.42	94.69%	3,746.84	38.85%
车辆通行费收入	2,755.83	100.00%	3,083.71	100.00%	3,061.77	100.00%
供水相关	4,263.47	41.39%	2,265.69	26.69%	1,823.65	27.13%
担保收入	649.49	100.00%	528.77	100.00%	749.63	100.00%
利息收入	6,761.00	95.23%	9,133.97	96.39%	720.52	98.98%
旅游服务收入	667.49	14.11%	608.31	33.32%	450.75	24.08%
汽车检测收入	0.00	-	0.00	-	124.34	61.20%
检测收入	604.26	55.64%	392.43	52.15%	246.69	47.85%
其他	6,272.24	35.87%	5,401.84	-6.18%	1,596.00	-11.87%
合计	110,036.00	20.40%	77,978.53	24.06%	69,979.28	19.26%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

工程项目建设为公司主要业务，目前在建项目较多，未来业务持续性较好，但大量在建项目也造成公司较重的资金压力和债务负担

公司主要针对枝江市范围内的项目开展建设，是枝江市主要的城投公司。公司子公司枝江金润源建设投资控股集团有限公司（以下简称“枝江金润源”）作为代建方，2015年以前项目委托方为枝江市人民政府，2015-2016年为枝江市众发投资开发有限责任公司、枝江路桥工程有限责任公司和枝江市紫荆投资开发有限责任公司，2017年3月以来项目委托方为枝江市人民政府。公司项目代建模式为：通常约定项目委托方按照工程建设投资额的一定比例向公司支付工程建设管理服务费，项目委托方支付公司的款项由双方按照协议条款约定每年进行确认，公司将项目建设费及管理服务费确认为工程建设收入，同时将投资成本确认为工程建设成本。公司根据政府规划，筹措、融通基础设施建设工程所需的资

金，并负责基础设施的立项申报、实施与建设管理。

公司先后代建了众多市政项目，包括枝江市东湖水利综合治理项目、枝江城西新区城镇化建设项目、仙女保障房小区、金湖柳苑安置房项目等，2017-2019年公司工程建设收入分别为49,345.30万元、38,974.70万元和51,981.08万元，近年收入规模有所波动，主要系项目结算规模影响。其中2018年工程建设项目签订的管理服务费比例较低，导致2018年毛利率水平有所下降。

截至2019年底，公司在建的主要项目枝江市城市物流网电商综合云物流中心项目、金湖生态农业观光旅游项目、枝江市城乡供水一体化项目为“16枝江01”与“16枝江02”募投项目，上述项目主要以其未来自身收益覆盖成本，非代建项目。其中“城市物流网建设项目”主要是仓储服务收入和运输服务收入，“金湖生态农业观光旅游项目”主要是苗木花卉和旅游观光类各项收入，“城乡供水一体化项目”主要是供水收入，但上述收益来源仍可能存在一定的不确定性。“职教中心迁建项目”项目、“城西新区基础设施建设”等项目拟采用代建模式。截至2019年底，公司存货中的代建项目金额为123,205.68万元，公司在建项目较多，后续业务持续性较好。

表 8 截至 2019 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资
金湖生态农业观光旅游项目	136,190.00	112,921.08
318 国道改建项目	216,107.00	143,572.06
城市物流网电商综合云物流中心项目	101,180.45	56,087.23
城乡供水一体化项目	40,308.36	34,530.08
职教中心迁建项目	18,000.00	17,661.95
领秀之江人才公寓	18,163.00	13,304.51
枝江市仙女一路等人行道铺设工程（开发区代建）	13,000.00	10,255.27
源润纺织厂房改造（江升）	8,500.00	9,184.39
白鸭寺奥林匹克公园-项目移交	30,000.00	8,800.19
城北一标公建及配套设施工程	9,121.00	7,458.65
城西新区基础设施建设	10,362.00	4,747.37
两校一路项目	18,485.00	1,283.69
七星大道刷黑改造工程	7,000.00	1,308.80
合计	626,416.81	421,115.27

注：部分项目已投资因统计口径调整较去年小幅减少。

资料来源：公司提供

总体而言，公司主营业务具有区域专营性，工程项目较多，业务持续性较好，同时主要在建项目后续所需资金规模较大，前期公司垫资较多，公司资金压力大，债务负担重。

商品粮油销售、通行收费、供水、租赁、担保等业务丰富了收入来源，对公司收入起

到了一定的补充作用；但通行收费路段经营不及预期，且担保业务及委托贷款业务存在一定的经营风险

公司运营收费路段为318国道万城大桥至云池段，收费里程61.37公里，项目已投资14.05亿元。根据湖北省人民政府文件批复，318国道万城大桥至云池段一级公路自2016年11月16日起开始试运营收费，收费期20年，该路段于2017年11月16日转为正常收费。根据宜昌市交通规划勘察设计研究院出具的《318国道万城大桥至云池段一级公路改建工程可行性研究报告补充说明》（以下简称“可研报告”）的预测，2017年318国道万城大桥至云池段车流量为15,019辆/日，随后每年车流量以4%-6%速度增加，根据2017-2021年20元/车次计算，2017年全年可实现10,964万元。但从实际情况来看，2017年运营时间内通行车辆149.09万辆，车流量为4,084辆/日，实现通行费收入3,061.77万元，收到政府补助573.03万元，2018-2019年公司也仅实现通行费收入3,083.71万元和2,755.83万元，整体有所下降。通行收费不及预期主要系长途运输货车选择高速公路通行、小型客车和中小型货车绕行导致费源流失所致。受疫情影响，预计2020年收入或将进一步下降。

根据枝府函（2011）59号文件，枝江市人民政府于2011年12月20日同意将市区停车位、广告牌收费权注入公司，停车位共计3,164个，广告牌共计92个，由于上述资产分布较广（主要位于枝江市主城区），相关的收费仍由原管理单位城市管理局收取后上缴市财政局，然后再由市财政局拨付到公司确认为收入。同时枝江市人民政府陆续向公司注入了部分用于出租的房产。2017-2019年公司租赁收入规模持续下降，同时毛利率波动较大，主要系租金价格大幅调整以及成本核算方式调整所致。

公司粮油销售业务主要由孙公司枝江市国家粮食储备有限公司（以下简称“枝江粮储公司”，由枝江市人民政府划拨给公司，2015年11月10日完成工商变更登记）负责运营，2017年枝江粮储公司合并范围新增枝江市天韵米业有限公司。2017-2019年，公司合并报表范围商品粮油销售收入分别为8,113.77万元、15,635.68万元和34,806.42万元，规模大幅增长且毛利率提升，主要系毛利率较高的商品代购代销业务规模扩大所致。由于粮油销售业务民生需求带有政策性因素，整体毛利率偏低，利润主要来源于政府粮油补贴，2017-2019年公司获得的粮油补贴分别为956.51万元、1,172.91万元和1,103.83万元。

公司供水业务由孙公司枝江市金润源水务有限公司（以下简称“水务公司”，由枝江市人民政府划拨给公司，2015年8月28日完成工商变更登记）负责经营。截至2019年底，水务公司本部日均供水能力为6万吨，服务人口20万人，2017-2019年供水量逐年增长。供水价格方面，居民生活用水2.00元/立方米，非居民生活用水2.40元/立方米，特种用水3.50元/立方米。2017-2019年公司合并范围供水相关收入（包括水费收入和相关的供水施工安

装收入)分别为1,823.65万元、2,265.69万元和4,263.47万元,规模持续上升,主要系水务公司本部供水量提升,同时2019年枝江市胡家畈水厂股权全部划入水务公司所致。

表 9 水务公司本部供水情况 (单位: 万立方米、万人、万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年
日均供水能力	6	6	6
服务人口	20	20	20
供水量	1,731	1,685	1,555
售水量	1,410	1,328	1,230
漏损率	18.54%	21.19%	20.90%
供水价格	居民生活用水 2.00 元/立方米、非居民生活用水 2.40 元/立方米、特种用水 3.50 元/立方米		

资料来源: 公司提供

公司担保业务由孙公司枝江市金桥投资担保有限责任公司(以下简称“担保公司”)负责经营,担保对象主要为区域内中小微企业。截至2019年底,担保公司注册资本和实收资本均为20,000万元,其中公司认缴出资12,900万元。截至2019年末,公司在保余额为47,002.00万元。公司担保行业较为集中,但担保对象相对分散,且对外担保均采取了反担保措施(反担保物主要为房产、股权、应收账款、财政资金)。值得注意的是,2017-2019年,公司累计发生代偿3,827.83万元,代偿回收额仅578万元,需持续关注公司未来担保风险及代偿回收情况。

表 10 公司担保业务情况 (单位: 笔、万元)

项目	2019 年	2018 年	2017 年
期末担保余额	47,002.00	40,797.00	42,194.10
期末在担保笔数	123	78	1,320
代偿金额	1,459.00	1,014.00	1,354.83
代偿回收金额	114.00	282.00	182.00
享有反担保措施的在保余额	47,002.00	528.77	749.63

资料来源: 公司提供

公司委托贷款业务由孙公司枝江金润源金融服务有限公司(以下简称“金服公司”)负责运营。截至2019年,其注册资本为2亿元。截至2019年末,公司委托贷款规模9.54亿元,资金主要投向是枝江市当地中小制造业企业,且集中度较高,需要关注贷款资金坏账与回收风险。2019年金服公司利息收入6,761.00万元,收入同比有所下降,主要系受疫情影响公司对客户的利息进行了延期。

表11 公司2019年委托贷款业务前十大明细 (单位: 万元)

项目	贷款金额	占比
湖北江升新材料有限公司	61,640.42	64.60%

湖北江宸新能源科技有限公司	15,000.00	15.72%
宜昌雅厦房地产开发有限责任公司	5,000.00	5.24%
湖北华鑫光电有限公司	3,587.53	3.76%
宜昌江尚新能源科技有限公司	2,200.00	2.31%
湖北国能电气有限公司	1,800.00	1.89%
天恩建设集团有限公司	1,708.33	1.79%
枝江市路桥工程有限责任公司	1,000.00	1.05%
湖北江为新能源有限公司	600.00	0.63%
湖北孟氏中药饮片有限公司	599.97	0.63%
合计	93,136.26	97.61%

资料来源：公司提供

为保证公司的项目建设资金需求与可持续经营能力，公司获得外部大力支持

公司作为枝江市重要基础设施建设和国有资产运营主体，近年来得到当地政府在资产注入、财政补贴等方面的大力支持。

资产注入方面，枝江市人民政府陆续将部分土地、房产及持有的相关公司股权等资产无偿注入公司，公司资本公积大幅增加，截至2019年底，资本公积达到603,992.33万元。

表 12 近三年主要资产注入明细（单位：万元）

年份	注资内容	增加资本公积
2017 年	2017 年公司通过国企改制新增合并子公司科正工程质量检测有限公司，由财政拨入启动资金	300.00
2018 年	财政拨入资金	9,501.42
2019 年	财政拨款	47,594.99
	湖北硕丰公司和枝江路桥公司股权划拨	39,435.44
	枝江市胡家畈水厂国有股权等国有资产划拨《枝国资发（2019）8 号》	22,806.41

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

财政补贴方面，枝江市人民政府于2017-2019年分别给予公司财政补贴10,864.19万元、11,027.23万元和8,401.09万元，较大程度提升了公司利润。

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、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2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2019年底，公

司纳入合并报表范围的一级子公司为枝江金润源和湖北姚家港绿色化工投资控股集团有限公司。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，其他应收款增长较快且规模较大，未来回收时间存在一定的不确定性，土地资产和工程项目占比较高，资产流动性较弱

随着政府资产注入，公司逐步发展壮大，公司总资产由2017年末的1,635,896.30万元增加至2019年末的1,797,900.65万元。公司资产主要以流动资产为主，近三年公司流动资产占比分别为69.28%、72.83%和69.51%。

表 13 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	93,459.88	5.20%	223,674.26	12.92%	447,532.19	27.36%
应收账款	107,575.03	5.98%	66,059.06	3.82%	58,613.15	3.58%
其他应收款	497,858.77	27.69%	355,321.56	20.52%	153,630.03	9.39%
存货	468,258.88	26.04%	503,988.49	29.11%	405,332.24	24.78%
其他流动资产	73,193.80	4.07%	66,591.60	3.85%	68,059.79	4.16%
流动资产合计	1,249,652.92	69.51%	1,260,780.36	72.83%	1,133,309.48	69.28%
投资性房地产	51,594.01	2.87%	40,707.71	2.35%	42,398.47	2.59%
在建工程	373,529.92	20.78%	350,065.69	20.22%	397,173.21	24.28%
无形资产	41,873.94	2.33%	35,490.44	2.05%	36,438.49	2.23%
非流动资产合计	548,247.73	30.49%	470,427.67	27.17%	502,586.82	30.72%
资产总计	1,797,900.65	100.00%	1,731,208.04	100.00%	1,635,896.30	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司货币资金规模大幅下降，2019年末为93,459.88万元，占总资产的比重为5.20%，2019年末公司受限制的货币资金共计7,704.36万元（用于担保的定期存款和各类保证金）。公司应收账款主要为尚未收回的工程项目代建款，主要欠款对象为枝江市财政局和当地国有企业，2019年末金额为107,575.03万元，近年来规模持续增长。公司其他应收款2019年末为497,858.77万元，占总产的比重为27.69%，规模较2017年增长224.06%，主要系关联方往来大幅增长。截至2019年末，公司其他应收款主要对象中枝江市财政局、枝江市土地与房屋征收管理办公室和枝江经济开发区管理委员会等政府部门往来款规模较大，回收时间易受政府资金调配影响而存在一定的不确定性，需关注回收风险且其他应收款中的委托贷款存在坏账风险。2017-2019年末公司存货占总资产比重分别为24.78%、

29.11%和26.04%，占比较高。2019年末存货金额为468,258.88万元，其中拟开发土地的账面价值170,247.56万元，主要由工业用地、城镇住宅用地和商业用地等构成，待开发资产的账面价值为155,272.89万元，代建项目的账面价值为123,205.68万元。公司其他流动资产规模近年来变化不大，主要为预缴土地增值税、预缴营业税及预缴契税，截至2019年末金额为73,193.80万元。

表14 截至2019年末公司其他应收款前五大情况（单位：万元）

单位名称	金额	账龄	占比
枝江市财政局	257,459.07	1年以内、1-2年、2-3年	51.56%
湖北江升新材料有限公司	61,640.42	1年以内、1-2年、2-3年	12.34%
枝江市土地与房屋征收管理办公室	54,223.02	1年以内、1-2年	10.86%
湖北江宸新能源科技有限公司	15,256.33	1年以内、1-2年	3.06%
枝江经济开发区管理委员会	8,760.25	2-3年	1.75%
合计	397,339.09	-	79.57%

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司投资性房地产为51,594.01万元，较2017年增长21.69%，采用成本计量模式，均为房屋建筑物。2017-2019年公司在建工程分别为397,173.21万元、350,065.69万元和373,529.92万元，近年来规模较大，截至2019年末占总资产的比重为20.78%，主要为318国道改建工程、金湖生态农业观光旅游项目和城市物流网电商综合云物流中心项目等。2019年末公司无形资产为41,873.94万元，同比增长17.99%，其中土地使用权13,095.95万元，政府注入的广告牌和停车位收费权分别为1,562.49万元和27,205.30万元。截至2019年末，公司货币资金中有7,704.36万元作为保证金，存货中有72,545.03万元用于抵押，使用均受限。

总的来看，公司资产规模保持持续增长，土地资产和工程项目占比较高，其他应收款增长较快，回款时间存在不确定性，且部分货币资金及存货使用受限，资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入持续增长，目前工程项目较多，未来业务持续性较好，政府补贴对公司利润贡献较大

2017-2019年，公司营业收入分别为69,979.28万元、77,978.53万元和110,036.00万元，其中工程建设业务收入占比分别为70.51%、49.98%和47.24%，占比逐年下降，2019年商品粮油销售占比上升至31.63%，租赁、利息收入、道路收费和供水业务收入贡献不大，但

能够起到一定补充作用。公司是枝江市重点基础设施建设主体，主营业务具有区域专营性，2019年末公司存货中代建项目金额为123,205.68万元，且在建项目较多，业务持续性较为有保障。公司道路投资规模较大但经营不及预期，担保业务代偿较多回收较差，委托贷款规模较大且集中度较高，均存在一定风险，需要关注。

2017-2019年公司综合毛利率分别为19.26%、24.06%和20.40%，近年来有所波动。

公司作为枝江市重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，获得外部的大力支持。2017-2019年公司分别收到计入其他收益的财政补贴10,864.19万元、9,791.02万元和8,401.09万元，较大程度提升了公司利润。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	110,036.00	77,978.53	69,979.28
其他收益	8,401.09	9,791.02	10,864.19
营业利润	14,376.30	15,749.32	20,820.93
营业外收入	152.36	1,259.07	55.55
利润总额	14,216.05	16,643.87	20,602.80
综合毛利率	20.40%	24.06%	19.26%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司收现比处于较低水平，目前公司在建项目投入及债务偿还尚需资金量大，后续资金压力大

2017-2019年公司收现比分别为0.15、0.84和0.67，近年来波动上升，但仍处于较低水平。2017-2019年公司经营活动产生的现金流净额分别为-282,214.82万元、-104,182.85万元和54,772.68万元，由于业务回款情况好转以及往来款项流入规模增加，公司经营活动现金流近年来由负转正，但整体稳定性较差。

公司投资活动现金流入规模2019年大幅增长，主要系新增合并范围内子公司收到的现金。公司投资活动现金流出主要系购建固定资产和股权投资支付的现金。受公司投资支出规模较大影响，2017-2019年公司投资活动现金流净额分别为-24,744.21万元、-46,208.26万元和-4,544.28万元，持续净流出。

近年来公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要系偿还借款和利息，2017-2019年公司筹资活动现金净流分别为402,480.95万元、-84,937.39万元和-144,676.58万元，近年两年持续净流出。

考虑到公司面临的短期偿债压力大，同时还面临基础设施建设刚性支出的巨大压力

(2019年末主要在建项目合计尚需投资20.53亿元)，后续资金压力大。

表 16 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	0.67	0.84	0.15
销售商品、提供劳务收到的现金	73,970.74	65,858.44	10,689.76
收到其他与经营活动有关的现金	240,479.45	91,522.59	38,939.70
经营活动现金流入小计	314,485.66	157,381.03	49,629.47
购买商品、接受劳务支付的现金	100,313.48	60,530.30	124,890.12
支付其他与经营活动有关的现金	150,984.81	190,191.72	178,754.77
经营活动现金流出小计	259,712.98	261,563.88	331,844.29
经营活动产生的现金流量净额	54,772.68	-104,182.85	-282,214.82
投资活动产生的现金流量净额	-4,544.28	-46,208.26	-24,744.21
筹资活动产生的现金流量净额	-144,676.58	-84,937.39	402,480.95
现金及现金等价物净增加额	-94,448.17	-235,328.50	95,521.93

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

公司资产负债率较高，有息债务规模大幅增长，短期偿债压力大

随着近年来政府资产注入和经营盈余利润累积，公司所有者权益规模持续增长，2017-2019年末分别为590,267.44万元、617,433.49万元和739,176.36万元。近年来公司负债规模较大，2019年末为1,058,724.29万元，公司产权比率为143.23%，所有者权益对债务的保障程度较弱。

表 17 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	1,058,724.29	1,113,774.54	1,045,628.86
所有者权益	739,176.36	617,433.49	590,267.44
产权比率	143.23%	180.39%	177.14%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要以非流动负债为主，截至2019年末，非流动负债占总负债的比重为77.07%。

表 18 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
短期借款	8,184.12	0.77%	5,197.00	0.47%	3,448.50	0.33%
应交税费	20,413.68	1.93%	19,716.88	1.77%	18,450.58	1.76%
其他应付款	100,801.99	9.52%	114,951.85	10.32%	24,397.52	2.33%

一年内到期的非流动负债	101,474.75	9.58%	120,801.03	10.85%	43,732.00	4.18%
流动负债合计	242,746.87	22.93%	274,553.30	24.65%	100,233.56	9.59%
长期借款	437,549.57	41.33%	435,142.76	39.07%	445,614.60	42.62%
应付债券	307,280.88	29.02%	312,335.46	28.04%	351,589.37	33.62%
长期应付款	70,194.45	6.63%	91,070.67	8.18%	147,748.01	14.13%
非流动负债合计	815,977.42	77.07%	839,221.25	75.35%	945,395.30	90.41%
负债合计	1,058,724.29	100.00%	1,113,774.54	100.00%	1,045,628.86	100.00%
有息债务	891,742.76	84.23%	956,514.44	86.73%	992,132.48	94.88%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

近年来公司短期借款规模不大，截至2019年末为8,184.12万元，主要由抵押+保证借款和信用借款构成。公司应交税费主要为欠缴土地使用税、增值税及企业所得税，2019年末为20,413.68万元，近年来变动不大。2019年末，公司其他应付款100,801.99万元，较2017年大幅增长313.16%，主要为暂收相关单位的代垫款和押金。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为101,474.75万元，规模较2017年大幅增长，主要为一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款。

近年来公司长期借款规模较大，2019 年末为 435,142.76 万元，占负债总额的 41.33%，主要包括保证借款、质押借款以及保证加质押借款。公司应付债券近年来规模持续下降，2019 末为 307,280.88 万元，占总负债的 29.02%，主要包括“16 年枝江国资债 01”、“16 年枝江国资债 02”和“17 万云项目 NPB01”等债券。截至 2019 年末，公司长期应付款 70,194.45 万元，较 2017 年减少 52.63%，包括融资租赁款和部分专项应付款。

截至 2019 年末，公司有息债务为 891,742.76 万元，其中长期有息债务 781,333.89 万元，占比 87.62%。虽然公司有息债务以长期为主，但是考虑到规模很大，仍面临较大的偿债压力。2020 年，公司发行了 7.5 亿元的“20 枝江绿色债 NPB”，有息债务进一步上升。

随着所有者权益的增加，公司资产负债率2019年末下降至58.89%。公司近年来现金短期债务比大幅下降，截至2019年末为0.85，短期偿债压力加大。近年来公司EBITDA利息保障倍数水平整体有所下滑，2019年为0.46，表现较差，有息债务达到EBITDA的31.02倍，债务压力很大。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	58.89%	64.34%	63.92%
现金短期债务比	0.85	1.76	9.49
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.43	1.28

有息债务/EBITDA	31.02	37.36	36.42
-------------	-------	-------	-------

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

公司的经营活动现金流入是本期债券还本付息资金的主要来源。公司主要业务为工程项目代建，同时涉及商品粮油销售、租赁、道路收费、供水和对外担保等业务。2017-2019 年，公司营业收入分别为 69,979.28 万元、77,978.53 万元和 110,036.00 万元，公司工程项目较多，未来工程建设业务持续性较好，同时商品粮油销售、租赁、道路收费及供水业务收入可贡献一定稳定现金流。但因工程建设业务前期垫资较多，工程建设业务收现情况不稳定，后续回款不及时将对公司现金流造成较大压力。

土地资产及房产抵押或出让变现是本期债券还本付息资金的有益补充。截至 2019 年末，公司存货中尚有未抵押的土地使用权、投资性房地产中房屋建筑物、无形资产停车位收费权等，在必要时可通过抵押或出让变现土地资产、房产及停车位收费权来补充偿债资金，但相关资产能否顺利出让尚待观察。

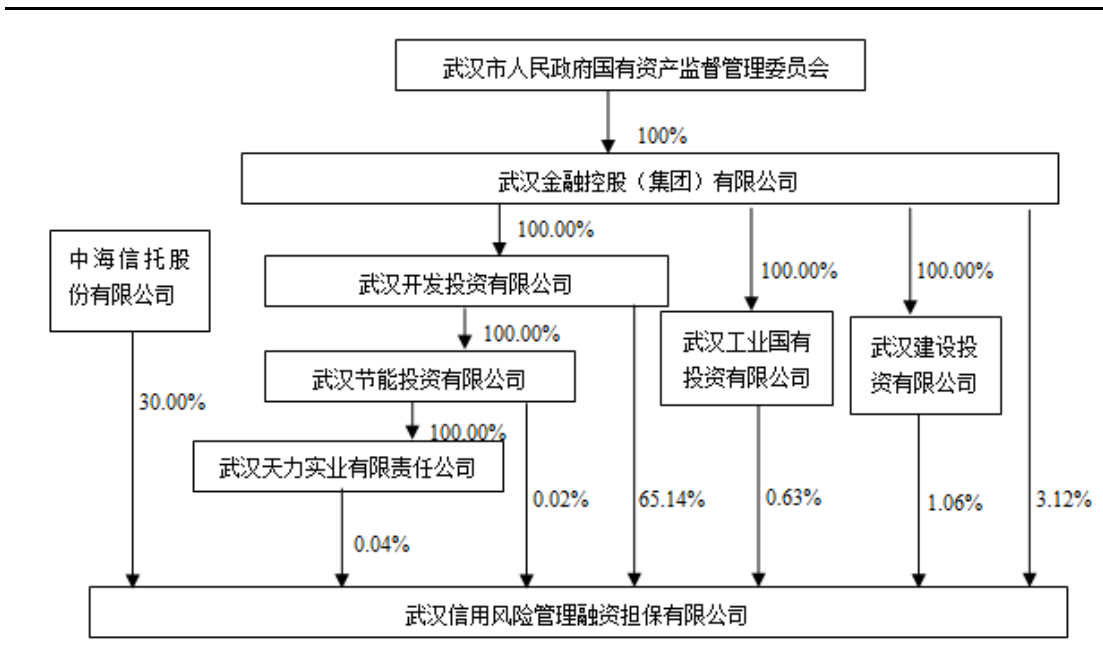
（二）本期债券保障措施分析

武汉信用提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平

武汉信用为公司拟发行的本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用及其他应支付的费用，武汉信用承担保证责任的期限为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

武汉信用成立于 1998 年，是武汉市市属国有企业，经股东多次增资，资本规模大幅增长，截至 2020 年 6 月末，武汉信用实收资本为 100 亿元，控股股东仍为武汉开发投资有限公司，直接持股比例为 65.14%，实际控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会，武汉信用股权结构如下图所示。

图1 截至2020年6月末武汉信用股权结构图



资料来源：武汉信用提供

作为武汉市市属国有综合金融服务平台，武汉信用形成了以委托贷款、企业融资担保业务为核心，小额贷款和征信等协同发展的业务结构。2017-2019年，武汉信用营业收入规模均较大，其中委托贷款收入占比不断提升，已处于很高水平。截至2019年末，武汉信用应收账款规模合计为304.44亿元，应收前五大客户规模为152.20亿元，客户主要为地产行业以及上市公司股东，在国内房地产行业调控趋严以及资本市场低迷的背景下，需关注相应的损失风险。另外，武汉信用对大连友谊集团股份有限公司（股票代码：000679.SZ，以下简称“大连友谊”）及其股东的委托贷款规模和担保业务规模相对较大。近年来，大连友谊收入持续下滑，处于持续亏损状态，资产负债率处于高位，且存在较大金额未决诉讼。上述业务可能存在损失风险。

表20 近年武汉信用收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
委托贷款收入	242,061.95	86.67%	294,215.25	96.52%	234,130.40	85.14%
金融服务收入	0.00	0.00%	0.00	0.00%	24,411.92	8.88%
担保收入	8,431.63	3.02%	5,974.31	1.96%	15,403.65	5.60%
其他	28,803.38	10.31%	4,644.55	1.52%	1,047.87	0.38%
合计	279,296.96	100.00%	304,834.11	100.00%	274,993.84	100.00%

资料来源：武汉信用 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，武汉信用资产总额为450.44亿元，所有者权益合计为136.85亿元，应收款项总额为304.33亿元，担保余额为37.7亿元。近年武汉信用主要财务指标如表21所示。

表21 近年武汉信用主要财务数据（万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,504,398.34	3,967,273.55	3,791,157.27
所有者权益合计	1,368,524.74	1,393,438.18	1,296,093.75
货币资金	173,390.36	165,066.55	148,270.20
营业总收入	279,296.96	304,834.11	274,993.84
应收款项	3,043,323.50	2,924,072.42	2,656,163.44
利润总额	40,119.40	83,928.77	83,808.01
净资产收益率	3.03%	5.21%	5.33%
担保余额（亿元）	37.70	42.93	58.65
融资担保放大倍数	0.28	0.31	0.45
风险准备金覆盖率	4.57%	2.40%	2.69%
当期担保代偿率	1.51%	0.00%	1.47%

资料来源：武汉信用 2017-2019 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

综合来看，武汉信用实力雄厚，业务发展情况良好。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为AA+，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。

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以及子公司枝江金润源企业信用报告，自2017年1月1日至报告查询日（2020年3月23日），公司本部及子公司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）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额合计960.00万元，担保对象为湖北江宸新能源科技有限公司，未采取反担保措施。此外，子公司担保业务在保余额4.7亿元，担保对象主要为中小微企业，存在较大的或有负债风险。

表 22 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保形式	担保期限
湖北江宸新能源科技有限公司	960.00	单人担保	1 年

资料来源：公司提供

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	93,459.88	223,674.26	447,532.19
其他应收款	497,858.77	355,321.56	153,630.03
存货	468,258.88	503,988.49	405,332.24
在建工程	373,529.92	350,065.69	397,173.21
总资产	1,797,900.65	1,731,208.04	1,635,896.30
短期借款	8,184.12	5,197.00	3,448.50
其他应付款	100,801.99	114,951.85	12,453.02
一年内到期的非流动负债	101,474.75	120,801.03	43,732.00
长期借款	437,549.57	435,142.76	445,614.60
应付债券	307,280.88	312,335.46	351,589.37
长期应付款	70,194.45	91,070.67	147,748.01
总负债	1,058,724.29	1,113,774.54	1,045,628.86
有息债务	891,742.76	956,514.44	992,132.48
所有者权益	739,176.36	617,433.49	590,267.44
营业收入	110,036.00	77,978.53	69,979.28
其他收益	8,401.09	9,791.02	10,864.19
营业利润	14,376.30	15,749.32	20,820.93
利润总额	14,216.05	16,643.87	20,602.80
经营活动产生的现金流量净额	54,772.68	-104,182.85	-282,214.82
投资活动产生的现金流量净额	-4,544.28	-46,208.26	-24,744.21
筹资活动产生的现金流量净额	-144,676.58	-84,937.39	402,480.95
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	20.40%	24.06%	19.26%
收现比	0.67	0.84	0.15
产权比率	143.23%	180.39%	177.14%
资产负债率	58.89%	64.34%	63.92%
现金短期债务比	0.85	1.76	9.49
EBITDA（万元）	28,751.64	25,605.41	27,241.76
EBITDA 利息保障倍数	0.46	0.43	1.28
有息债务/EBITDA	31.02	37.36	36.42

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	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
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	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款有息部分

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。