

恩施城市建设投资有限公司

2021 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

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【855】号 03

分析师

姓名：
蒋申 肖旅菲

电话：
0755-82872532

邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

评级日期：
2020年9月30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

恩施城市建设投资有限公司 2021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：3.80亿元	评级展望：稳定
债券期限：不超过5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，到期一次性还本，附设第3个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权	

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”）对恩施城市建设投资有限公司（以下简称“恩施城投”或“公司”）本次拟发行总额3.80亿元公司债券（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，为其发展提供了良好基础，公司业务持续性较好，获得的外部支持较大，此外，湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“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；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。恩施市是恩施土家族苗族自治州（以下简称“恩施州”）的地级行政区首府，主要产业包括硒食品精深加工、旅游业、卷烟业等。近年当地经济稳步增长，2017-2019年恩施市地区生产总值分别为211.22亿元、233.17亿元和379.52亿元，增长率分别为7.9%、8.5%和7.7%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务持续性较好。公司是恩施市重要的基础设施建设主体，主要从事恩施市城市基础设施建设、土地整理、自来水供应等业务，截至2019年末，公司主要在建的代建项目计划总投资81.68亿元，累计已投资40.73亿元，公司业务持续性较

好。

- **公司获得的外部支持力度较大。**2017-2019年，公司及公司子公司获得货币和实物注资合计 2.47 亿元，同期获得政府给予的新车购置、偿还基金贷款补贴资金、稳岗等多项补贴合计 3.19 亿元。
- **第三方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，由其为本期债券提供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：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要由开发成本和投资性房地产构成，2019 年末账面价值分别为 107.00 亿元和 48.84 亿元，分别占总资产的 53.60%和 24.47%，其中有 8.32 亿元的土地用于抵押，占总资产的 4.17%。
- **公司经营活动现金流表现较差，面临较大的投资资金压力。**近年来，公司经营活动现金流持续净流出，截至 2019 年底，公司主要在建项目尚需投资 53.02 亿元，随着项目建设推进，公司仍需投入较多的资金，未来存在较大的资金压力。
- **公司面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末公司有息债务余额为 75.11 亿元，其中 2020 年、2021 年分别需要偿还 7.98 亿元、9.47 亿元；2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.68，偿债压力较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年 3 月 18 日，公司对外担保余额为 12.87 亿元，与 2019 年末净资产的比为 14.28%。其中，未设置反担保措施的担保余额为 9.07 亿元；对民营企业的担保余额占总担保余额的比为 57.25%，公司对民营企业的担保余额均以应付其工程款为上限，由于有部分民营企业因贷款到期尚未偿还涉及诉讼或破产重整，已逾期的担保金额合计 4.10 亿元，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,996,069.93	2,074,001.00	1,812,909.61
所有者权益	900,985.97	865,640.29	839,151.28
有息债务	751,093.61	770,300.00	534,580.00
资产负债率	54.86%	58.26%	53.71%
现金短期债务比	2.27	5.47	8.58

营业收入	119,166.38	123,467.47	84,807.83
其他收益	1,071.83	12,341.34	17,844.36
利润总额	15,228.24	24,957.53	20,010.63
综合毛利率	27.63%	19.00%	21.49%
EBITDA	26,204.12	42,916.84	33,014.66
EBITDA 利息保障倍数	0.68	1.21	1.54
经营活动现金流净额	-176,415.66	-103,153.41	-97,601.26
收现比	1.03	1.08	1.06

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年及 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）

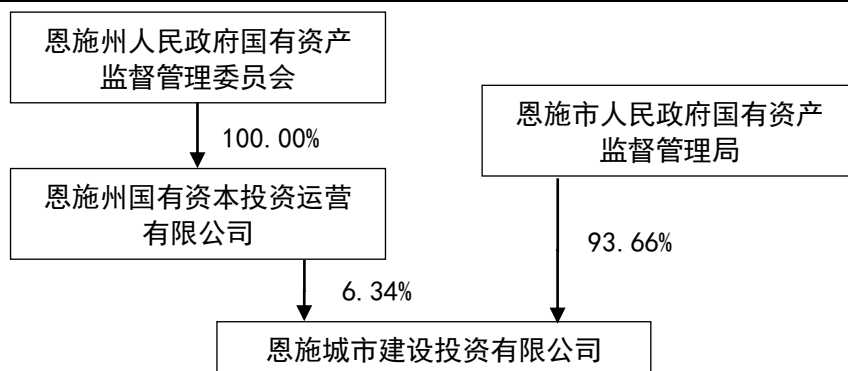
项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,342,846.84	831,788.82	874,419.51
所有者权益	1,045,220.74	720,857.22	675,768.19
在保余额	2,994,300.00	1,676,478.77	2,270,259.04
核心资本	1,071,243.86	742,667.58	709,182.65
融资担保业务放大倍数	2.30	2.12	2.85
资本充足率	44.55%	48.27%	31.24%

资料来源：湖北担保 2017-2019 年审计报告及湖北担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司由恩施州人民政府、恩施市人民政府和恩施市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）于2004年10月共同出资组建，设立时公司注册资本为14,580.00万元。2005年7月30日，恩施州人民政府授权恩施州人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“恩施州国资委”）行使股东职权、恩施市人民政府授权恩施市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“恩施市国资局”）行使股东职权。2007年7月22日自来水公司将持有公司的24.69%股权全部转让给恩施市国资局。后经多次增资，截至2015年12月末，公司注册资本增至105,000.00万元，其中，恩施州国资委持股7.55%，恩施市国资局持股92.45%。2018年11月，恩施州国资委将持有的公司7.55%的股权无偿转让给了恩施州国有资本投资运营有限公司。2019年6月，恩施市人民政府以货币新增投资20,000.00万元，公司实收资本增至125,000.00万元，尚未完成工商登记变更。截至2020年6月30日，公司实收资本为125,000万元，控股股东为恩施市国资局，实际控制人为恩施市人民政府。公司产权及控制关系如下图所示。

图 1 截至 2020 年 6 月 30 日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是恩施市重要的城市基础设施建设投融资主体，主要负责恩施市城市基础设施建设，开展土地收购储备和土地整理业务，旧城改造以及国有资产经营管理等多项职能。截至2019年末，公司合并报表范围内子公司9家，详见附录三。

二、本期债券概况

债券名称：2021年湖北省恩施城市建设投资有限公司公司债券；

发行总额：3.80亿元；

债券期限和利率：5年期，固定利率；

还本付息方式：本次债券每年付息一次，到期一次性还本，附设第3个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

增信方式：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

本期债券拟募集资金总额为3.80亿元，募集资金用途明细如下：

表 1 本期债券募集资金使用安排（单位：亿元）

资金用途	募集资金使用规模	占比
偿还公司 2020 年内到期的“14 恩施城投债”和“16 恩施城投债”企业债券本金及利息	3.80	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

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；战略性新兴服务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任何形式的担保，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

恩施州工业基础相对薄弱，旅游业和固定资产投资仍系恩施州经济发展的主要动力

恩施州位于湖北省西南部，国土面积2.4万平方公里，辖恩施、利川两市和建始、巴

东、宣恩、来凤、咸丰、鹤峰六县。沪蓉高速、沪渝高速和318、209国道贯穿恩施州，境内的许家坪机场属于4C级民用机场，2018年机场旅客吞吐量突破百万人次，实现了从小型机场向中型机场的量级转变。恩施州是湖北省唯一的少数民族自治州，全州除汉族外，还居住着土家族、苗族、侗族、白族等28个少数民族，2018年末全州总人口402.10万人，常住人口339.00万人。

恩施州生态环境良好，自然资源丰富，森林覆盖率近70.00%，全州有1处世界文化遗产、2个5A级景区和18个4A级景区。恩施州属沉积岩分布地区，沉积矿产比较丰富。到目前为止，全州已发现各类矿产70余种，矿产地370余处，其中探明储量的有31种。恩施州主要产业包括富硒绿色食品、清洁能源、生物医药、新型建材、现代烟草。2017-2019年，恩施州地区生产总值分别为801.23亿元、1,082.31亿元和1,159.37亿元，增长率分别为6.2%、6.2%和6.6%；三次产业结构比从2017年的20.0:35.7:44.3调整为2019年的15.6:25.8:58.6。2019年人均GDP34,259元，为全国人均GDP的48.33%。

恩施州工业基础较为薄弱，2017-2019年工业增加值分别为233.02亿元、242.45亿元和234.28亿元，增速分别为4.4%、2.9%和6.4%。2019年规模以上工业企业296家，规模以上工业增加值增长0.5%，主要产品有精制茶、卷烟、水泥、商品混凝土等，全年规模以上工业产销率为96.77%。

固定资产投资系带动恩施州经济发展的主要动力。2017-2019年，恩施州固定资产投资增长率分别为15.5%、11.2%和11.0%，分产业看，2019年恩施州第一产业投资增长10.0%；第二产业投资增长11.4%；第三产业投资增长11.0%。2019年恩施州全州房地产开发投资增长20.6%，全年商品房施工面积1,448.82万平方米，比上年下降2.4%；竣工面积73.33万平方米，下降28.0%；销售面积341.67万平方米，增长0.1%；待售面积34.56万平方米，下降33%。全年商品房销售额181.40亿元，增长6.4%。

得益于良好的生态环境，州内旅游服务业近年快速发展，推动区域消费快速增长，系当地区域增长的重要动力。2019年恩施州全州旅游接待人数7,117.71万人次，比上年增长14.5%；旅游综合收入530.45亿元，增长16.5%。在旅游服务业快速增长的推动下，2017-2019年恩施州社会消费品零售总额增长率分别为11.2%、10.9%和11.2%，居民消费增速整体保持相对较快增长。

需要关注的是，2020年受COVID-19疫情影响，州内经济运行短期内会受到一定影响。2020年1月至5月，全州规模以上工业增加值同比下降19.3%；固定资产投资同比下降69.6%；社会消费品零售总额186.48亿元，同比下降37.0%；接待旅游者376.88万人次，同比下降84.4%；旅游综合收入18.80亿元，同比下降88.7%。

表 2 恩施州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（GDP）	1,159.37	6.6%	1,082.31	6.2%	801.23	6.2%
第一产业增加值	180.94	3.5%	166.27	2.7%	160.14	4.2%
第二产业增加值	299.43	5.5%	296.17	2.3%	286.01	3.5%
第三产业增加值	679.00	8.1%	408.51	10.9%	355.08	9.5%
工业增加值	234.28	6.4%	242.45	2.9%	233.02	4.4%
固定资产投资	-	11.0%	-	11.2%	831.16	15.5%
社会消费品零售总额	685.81	11.2%	616.83	10.9%	556.41	11.2%
进出口总额（亿美元）	0.90	2.0%	0.88	-83.5%	5.32	-1.1%
存款余额	1,505.76	3.1%	1,460.82	5.8%	1,381.12	12.0%
贷款余额	1,166.36	13.2%	1,030.81	14.1%	903.58	17.1%
人均 GDP（元）	34,259		32,040		23,892	
人均 GDP/全国人均 GDP	48.33%		48.54%		39.81%	

注：根据第四次全国经济普查结果和 GDP 统一核算制度规定，恩施州 2018 年 GDP 由 870.95 亿元修订为 1,082.31 亿元。

资料来源：2017-2019 年恩施州国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年恩施州全州实现公共财政收入80.65亿元，同比增长0.5%；实现政府性基金收入91.69亿元；恩施州本级实现上级补助收入41.85亿元。2020年1-5月，恩施州全州实现公共财政收入23.64亿元，同比下降33.1%。

近年来，在旅游业快速发展及固定资产投资推动下，恩施市经济保持稳定增长，为公司发展提供良好基础，2020年由于COVID-19疫情影响，区域经济存在一定的下行压力

恩施市是恩施州首府所在地，是全州政治、经济、文化中心和交通枢纽。国土面积3,972平方公里，辖13个乡镇、4个办事处、172个行政村、36个社区。2018年末，恩施市全市户籍总人口80.92万人，常住人口78.09万人。

恩施市境内自然景观奇特，生态环境良好，森林覆盖率达63.1%，拥有1个5A景区、3个4A景区，是中国优秀旅游城市、国家园林城市。恩施市拥有世界最大的独立硒矿床，核心矿区范围长6千米，宽1.5千米，面积0.88平方公里，含硒量均值3637.5mg/kg，含硒品位为230-6300mg/kg，探明具有工业开采价值的硒金属（工业纯硒）45.699吨。得益于丰富的硒资源，硒食品精深加工产业快速发展，主要产品包括肉食品加工、富硒茶叶、硒土豆等，拥有“恩施玉露”“恩施硒土豆”等公用品牌，知名企业有徕福硒业、思乐牧业、润邦茶业等。

恩施市是恩施州全州唯一的省级重点开发区域，2017-2019年恩施市地区生产总值分

别为211.22亿元、233.17亿元和379.52亿元，增速分别为7.9%、8.5%和7.7%。从产业结构来看，三次产业的结构比例由2017年的13.7:40.0:46.3调整到2019年的8.1:40.2:51.7，第三产业的占比持续增加。

近年恩施市工业经济增速较为平稳。恩施市工业主要产品有鲜冷藏冻肉、精制茶、卷烟等，水力发电、烟厂类企业对全市工业经济发展起到较大支撑作用。2019年全部工业（包括恩施卷烟厂、州市供电公司及限下）实现增加值133.81亿元，同比增长8%。其中，规上工业增加值同比增长7.9%。规上工业（不含恩施卷烟厂和州市供电公司数据）实现营业收入52.42亿元，同比增长9.5%。实现利润总额6.4亿元，实现利税总额8.73亿元，比上年增长10.4%。

固定资产投资系拉动恩施市经济发展的主要动力，2017-2019年恩施市固定资产投资同比增长率分别为18.2%、14.7%和18.2%，近年来均保持每年14%以上的较高增速。2017-2019年房地产开发投资分别为53.27亿元、61.80亿元和70.95亿元，同比增长12.9%、16.0%和14.8%；商品房销售面积分别为135.54万平方米、135.77万平方米和149.33万平方米，分别比上年增长22.3%、0.2%和10%，分别实现商品房销售额71.61亿元、84.99亿元和90.49亿元，同比增长45.4%、18.7%和6.5%。

得益于境内丰富的旅游资源，恩施市旅游服务业发展较快，2017-2019年分别实现旅游综合收入138.96亿元、179.60亿元和200.39亿元，同比增长21.8%、29.2%和11.6%。2019年恩施市全年旅游接待人数2,374万人次，增长12.5%。

恩施市主要产业包括硒食品精深加工、旅游业、卷烟业等，2020年受COVID-19疫情影响，上半年工厂停工、物流中断以及人员流动受限等给富硒食品、卷烟等产品的销售和旅游业的开展带来不利影响，区域经济存在一定的下行压力。

表 3 恩施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（GDP）	379.52	7.7%	233.17	8.5%	211.22	7.9%
第一产业增加值	30.75	3.7%	29.42	3.3%	28.92	4.1%
第二产业增加值	152.38	7.4%	90.81	7.4%	84.53	7.8%
第三产业增加值	196.39	8.9%	112.95	11.2%	97.77	9.3%
工业增加值	72.30	7.9%	73.88	7.6%	69.37	8.1%
固定资产投资	161.01	18.2%	-	14.7%	205.86	18.2%
社会消费品零售总额	215.78	11.6%	193.38	11.2%	173.91	11.5%
外贸出口额（亿美元）	0.17	183.1%	0.06	-23.0%	1.65	-1.1%

存款余额	511.86	0.1%	511.48	8.3%	472.11	12.4%
贷款余额	529.02	13.1%	467.81	15.3%	405.61	12.4%
人均 GDP（元）	48,516		29,934		27,248	
人均 GDP/全国人均 GDP	68.44%		45.35%		45.40%	

资料来源：恩施市 2017-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年恩施市实现公共财政收入22.86亿元，同比下降1.0%；实现政府性基金收入27.40亿元，同比增长0.3%；实现上级补助收入52.00亿元，同比增长23.8%。

截至2019年末，恩施市主要一级平台共2家，控股股东均为恩施市人民政府国有资产监督管理局，详见下表。

表 4 截至 2019 年末恩施市主要一级平台概况（单位：万元）

单位名称	注册资本	成立时间	业务定位
恩施城市建设投资有限公司	125,000.00	2004-10-26	从事国有资产经营、项目融资、项目建设和开发投资等业务
恩施市福达产业投资有限公司	20,050.00	2006-11-7	负责产业园区的土地整理和基础设施项目建设等业务

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

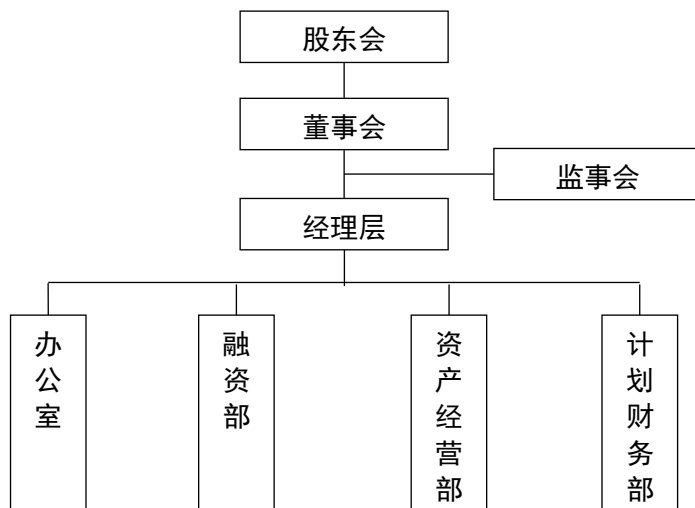
五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》和有关法律法规的规定制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了公司的法人治理结构和内部控制制度。

公司股东会由全体股东组成，享有《公司法》规定的权力，授权董事会行使股东会职权。公司董事会由两股东各委派1人和公司职工代表1人组成，董事任期三年，任期届满可连选连任。董事会设董事长1人，由恩施市人民政府委任，董事会会议每年至少召开一次。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1人、副总经理2人，由董事会聘任或解聘。公司监事会由恩施市人民政府委派2人及公司职工代表1人组成，监事会任期三年，任期届满可连选连任，监事列席董事会会议。

公司设置了办公室、融资部、计划财务部、资产经营部等职能部门，建立了机关财务管理制度、融资管理制度和资产经营内部管理制度等部门规章管理制度。在重大事项管理决策以及薪酬管理上，公司建立“三重一大”决策制度规定（试行）和公司薪酬管理办法（试行）。

图 2 公司组织结构图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、经营与竞争

公司的业务范围涵盖恩施市基础设施建设和开发投资、土地整理、自来水供应、公共交通和房屋出租等。城市建设工程投资是公司的主要收入来源，2017-2019年其收入占比分别为66.35%、64.92%和63.67%；公司土地整理业务收入波动较大，2019年其收入占营业收入的比重达11.42%；供水和公交等市政公用事业近年来整体收入呈增长态势，为公司收入提供较好补充。

毛利率方面，2018年由于公司将政府收回公司持有的土地的账面价值结转土地整理业务成本，拖累公司综合毛利率下滑2.49个百分点；2019年土地整理业务毛利率回升至100.00%，带动公司综合毛利率提升至27.63%。

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
城市建设工程投资	75,869.80	13.04%	80,149.93	13.04%	56,266.79	10.43%
土地整理	13,609.46	100.00%	16,475.68	26.08%	5,040.07	100.00%
自来水供应	10,697.53	36.05%	9,129.68	28.65%	8,658.43	32.02%
城市供水安装	10,981.11	34.19%	9,476.25	46.89%	7,211.60	28.36%
公共交通	6,600.66	16.71%	6,521.29	15.92%	6,115.62	25.79%
房屋出租	1,090.36	36.36%	1,015.99	41.82%	1,040.79	44.06%
其他业务	317.46	97.67%	698.65	26.68%	474.53	97.84%

合计	119,166.38	27.63%	123,467.47	19.00%	84,807.83	21.49%
----	------------	--------	------------	--------	-----------	--------

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司代建业务的持续性较好，但在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司承担了恩施市城市基础设施建设任务，包括城市道路扩建、管网改造、保障房建设及产业园建设等。2015年1月1日，公司就城市建设工程与恩施市人民政府签订委托代建框架协议，由公司自行筹措资金进行项目建设，并将代建项目投入计入存货中的委托建设项目施工成本。待项目竣工验收合格后，恩施市人民政府对完工项目进行结算，并按审定的工程实际造价加约定的投资回报向公司支付工程建设款，其中投资回报为工程实际造价的15.00%。公司每年末同恩施市政府签订《恩施市基础设施建设项目委托代建协议之补充协议》（以下简称“《补充协议》”）确认收入及成本，当年成本规模依据当年完工项目的竣工审计报告确定，收入规模根据当年成本规模及15%的回报率确认。

近年，公司完成的项目主要包括后山湾叶挺路道路改造工程、恩施市金龙大道北段第一期项目等。公司城市建设工程投资收入规模易受工程建设和结算进度的影响，根据2017-2019年末公司与恩施市政府签订的《补充协议》，公司分别实现城市建设工程投资收入5.63亿元、8.01亿元和7.59亿元，毛利率分别为10.43%、13.04%和13.04%，营改增及税率变动使城市建设工程投资业务毛利率有所提升，各年具体结算项目见附录四。截至2019年末，公司主要在建的代建项目预计总投资81.68亿元，累计已投资40.73亿元。

自建自营项目中，恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014年第一批棚户区改造项目）系“16恩施城投债”募投项目，建成运营后预计实现销售收入336,873.79万元；其中，白庙桥小区和耿家坪板桥小区分别已于2015年8月和2016年6月开工，根据项目可行性研究报告，上述项目建设期为2年，实际工程主体部分分别于2019年8月和2019年6月完成建设，因为项目实施过程中要求加强施工噪音管理、环境保护等，对施工提出比较严格的要求，一定程度上影响了施工的进度，截至2020年6月末，该项目暂未实现收入。

白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目系公司“20恩施城投债”募投项目，计划建设期为24个月，于第3年开始通过工业厂房的租售、科研办公楼和员工宿舍的出租取得收入，经营期为5年，经营期内预计累计可实现项目经营收入150,313.91万元，累计可获得净利润为20,484.12万元。自建自营项目未来收益易受项目建设进度、市场售价和租价波动的影响，存在一定不确定性。

整体来看，代建项目业务持续性较好，随着项目的陆续完工，公司未来收入来源具有保障性。同时，中证鹏元关注到公司在建项目规模较大，尚需投资规模较大，将面临较大的资金压力。

表 6 截至 2019 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

模式	项目名称	项目总投资	项目已投资
自营	恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014 年第一批棚户区改造项目）①	18.39	16.11
	白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目②	10.29	0.50
	小计	28.68	16.61
代建	松树坪棚户区改造项目	11.75	8.97
	蔡家河棚户区改造项目	7.72	5.80
	三河棚户区改造项目	6.39	3.17
	金山大道建设项目	7.70	3.01
	高旗大道道路工程建设项目	14.76	2.47
	金龙大道建设项目	10.50	8.10
	清江流域综合治理项目	7.30	4.16
	中港城（商校地块三）棚户区改造项目	4.81	3.38
	施州大桥 E 地块棚户改造项目	2.20	1.05
	中港城金龙大道南段龙洞河南路马鞍山道路工程	8.55	0.62
	小计	81.68	40.73
合计		110.36	57.34

注：标①项目为“16 恩施城投债”募投项目；标②项目为“20 恩施城投债”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

受恩施市土地市场及国家政策影响，土地整理业务收入存在一定的波动性

公司根据恩施市城市规划对储备土地实施房屋拆除、场地平整，完善供水、供电、供气、道路等基础配套设施。待土地整理和基础设施配套工程完成后，由恩施市国土资源局和恩施市财政局等部门进行投资成本核算，并交由恩施市土地收购储备中心（简称“市土储”）进行招拍挂，恩施市财政局将拨付管理费给公司，作为实施土地整理业务的合理回报，公司同步确认相应的土地整理收入。该业务易受恩施市土地市场及国家政策影响，存在一定的波动性。

2017-2019年公司分别实现土地整理收入0.50亿元、1.65亿元和1.36亿元，毛利率分别为100.00%、26.08%和100.00%。2018年公司土地整理业务收入毛利率较低，系因政府规划变更需收回公司持有的七里坪五宗地及窑湾部分土地造成，实现5,509.36万元的收入，结转相关土地账面价值形成土地整理业务成本12,179.63万元，该部分业务不具有持续性。

表 7 公司土地整理业务情况（单位：亩）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
出售的土地整理面积	205.34	329.11	284.77
已报批待出售面积	200.56	251.25	351.00

注：2018 年出售的土地整理面积不包括政府收回部分的土地面积。

资料来源：公司提供

自来水供应及供水安装业务稳步增长，系公司收入和利润的重要来源之一

自来水供应及城市供水安装业务由自来水公司运营。自来水主要供应范围是恩施市城区和乡镇，供水收入来自居民个人、公司企业等，供水价格比照《湖北省城市供水价格管理实施细则（暂行）》等相关文件实施，恩施市城区居民生活用水2.00元/吨、非居民生活用水2.82元/吨、特种用水为3.80元/吨，水费按月收取。2018年由于水厂扩建，公司设计供水能力增长至16万吨/日。城市供水安装主要为自来水公司为居民安装供水设施业务。

随着主城区范围的不扩扩容以及棚户区改造项目的推进，自来水用量及供水设施安装规模稳步增长，带动自来水供应和城市供水安装收入规模稳步增长，2017-2019年复合增长率分别为11.15%和23.40%。此外，自来水公司加强漏水现象的管理，同时多数居民均实行一户一水表，减少水费无法收取的现象，自来水供应业务毛利率有所提升；而城市供水安装业务毛利率下降，主要系因业务竞争模式改变，由原仅自来水公司唯一一家供水安装公司变更为有资质的企业均可参与供水安装工程的模式，自来水公司为争取到更多的工程，主动降低利润，确保竞争优势。

整体而言，自来水供应及城市供水安装业务收入保持增长，毛利率较高，系公司收入和利润的重要来源之一。

表 8 公司供水业务情况

项目	2019 年	2018 年	2017 年
设计供水能力（万吨/日）	16	16	15
实际供水量（万吨/年）	5,964	5,864	5,533
实际售水量（万吨/年）	4,283	3,858	3,649

资料来源：公司提供

公共交通及房屋出租业务稳步开展，丰富了公司的收入来源，受疫情等影响，预计2020年业务收入将有所下滑

公共交通业务由恩施市公共汽车公司（以下简称“公汽公司”）负责运营，主要经营城市公交客运、公路客运、汽车维修、公交广告等业务。近年来公共交通业务收入稳中略增，新车购置补贴等改善了公共交通营运业务的盈利能力，但公共交通业务属公用事业，盈利能力表现仍然较弱。

表 9 公司公共交通业务情况

项目	2019 年	2018 年
----	--------	--------

营运线路（条）	35	37
在营公交车辆（标台）	256	255
线路总长（公里）	600	600
公交行使里程（公里）	1,560.00	1,494.79
日均客流量（万人次/日）	18.0	17.3

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

房屋出租业务由子公司恩施市硒都国有资产经营有限责任公司（以下简称“硒都国资”）负责运营，根据恩市办发〔2005〕37号文件，自2005年11月起，由硒都国资统一接收、管理、营运恩施市直属所有的行政事业单位占有和使用的国有房屋、土地、铺面等国有资产产权、股权和购建上述国有资产所负债务。硒都国资名下资产的房屋出租收入较为稳定，是其重要的收入来源。

表 10 2019 年公司房屋出租业务情况

项目	可供出租面积 (平方米)	期末出租率	年单位租金 (元/平方米)
商铺店面	22,834.91	98.00%	225.99
住房	562,406.21	99.00%	10.50

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体而言，公司公共交通业务收入及房屋出租业务多样化公司的收入来源。同时我们也关注到，COVID-19疫情之下，2020年一季度恩施市公交运行业务暂停，随着疫情的解除，政府为促进企业复工复产，出台相关的房屋租金减免政策，预计2020年公司公共交通和房屋出租收入会有所下滑。

公司在资产注入和财政补贴等方面获得较大的外部支持

作为恩施市重要的城市基础设施建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面获得地方政府的大力支持。成立以来至2016年末，公司获得政府拨款、土地使用权投入等形成资本公积52.24亿元。2017年子公司自来水公司获得市接待办调入车辆，增加公司资本公积17.75万元；2018年子公司恩施市绿源城市污水处理有限责任公司（以下简称“绿源公司”）、自来水公司获得政府投入资本金，增加公司资本公积4,464.32万元；2019年，子公司绿源公司、自来水公司继续获得政府投入资本金，增加公司资本公积202.71万元。此外，2019年根据市十届人民政府第55次常务会议纪要（〔2019〕8号）文件，公司获得恩施市财政局注入的资本金，增加公司实收资本2.00亿元。政府持续的资产注入使公司的资本实力得到增强。

2017-2019年公司获得政府给予的新车购置、偿还基金贷款补贴资金、稳岗等多项补贴合计3.19亿元，有效地提高了公司的利润水平。

表 11 2017-2019 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
年份	资产类别	评估价值	事项
2017 年	车辆	17.75	市接待办调入车辆至子公司恩施市自来水有限责任公司
2018 年	资金	4,464.32	子公司恩施市绿源城市污水处理有限责任公司、恩施市自来水有限责任公司获得政府投入资本金
2019 年	资金	202.71	子公司恩施市绿源城市污水处理有限责任公司、恩施市自来水有限责任公司获得政府投入资本金
	资金	20,000.00	恩施市财政局向公司注入资本金
合计	-	24,684.78	-
2、补贴收入			
年份	补贴金额	依据文件	
2017 年	17,844.36	恩施市财政局关于下达板桥小区还建等项目财政补助资金的通知（恩市财综发〔2017〕67号）	
2018 年	13,032.34	关于下达恩施城市建设投资有限公司专项补贴的通知	
2019 年	1,072.33	-	
合计	31,949.03	-	

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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的恩施城市建设投资有限公司2015-2017年三年连审审计报告、2018年审计报告和2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2017年公司合并报表范围内的子公司无变化；2018年公司新增纳入合并财务报表范围子公司为1家，系出资设立的恩施市交通建设投资有限公司；2019年公司合并范围内的子公司无变化，公司子公司情况详见附录三。

资产结构与质量

公司资产以项目建设开发成本和投资性房地产为主，流动性较弱

2019年末公司总资产合计199.61亿元，近三年复合增长率为4.93%。公司资产主要由流动资产构成，2019年末流动资产占总资产的比为69.59%。

表 12 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	181,232.87	9.08%	424,148.50	20.45%	326,122.14	17.99%
其他应收款	133,402.37	6.68%	143,884.40	6.94%	144,823.23	7.99%
存货	1,071,120.76	53.66%	899,996.13	43.39%	738,459.95	40.73%
流动资产合计	1,389,027.70	69.59%	1,473,469.30	71.04%	1,223,590.38	67.49%
投资性房地产	488,428.75	24.47%	493,229.71	23.78%	504,074.26	27.80%
非流动资产合计	607,042.23	30.41%	600,531.70	28.96%	589,319.23	32.51%
资产总计	1,996,069.93	100.00%	2,074,001.00	100.00%	1,812,909.61	100.00%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年和 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，无受限货币资金，2019年偿付债务以及项目建设投入使年末货币资金大幅减少。

公司其他应收款主要为同市土储和工程项目建设方的往来款，截至2019年末主要系应收政府部门市土储6.89亿元、民营企业湖北中港城置业有限公司1.73亿元等款项，合计占其他应收款总额的60.09%；账龄在1年以内的占比约32%、3年以上的占比约58%；公司其他应收款的回收时点具有较大的不确定性，对公司资金形成一定的占用。

随着项目施工的推进，存货规模保持增长，2019年末公司存货账面价值达107.11亿元，近三年复合增长率为20.44%。其中，开发成本占存货的比重为99.89%，包括已完工未结算项目和在建项目已投入部分。开发成本待项目完工并经工程竣工审计后才同政府进行结算，受项目建设以及工程审计进度的影响，收入确认时间存在一定的不确定性，流动性较弱。

公司投资性房地产系公司持有的以公允价值模式进行后续计量的土地及房产。2019年末，投资性房地产土地使用权的面积为2,025,148.27平方米，价值为40.54亿元，土地性质以出让为主，用途包括工业用地、商服住宅用地、综合用地等，有8.32亿元的土地用于抵押，且土地资产中未缴纳出让金的价值占90.72%。投资性房地产中廉租房、公租房等房产面积合计310,633.36平方米，账面价值为8.30亿元，通过出租取得收入。公司投资性房地产科目资产规模较大，后续需关注未来市场公允价值的变动对投资性房地产科目的价值及公司利润水平带来一定的影响。

此外，截至2019年末公司无形资产科目亦有少量的土地，面积合计370,890.27平方米，账面价值合计1,366.10万元，主要系工业用地和生产用地，其中有651.57万元的政府划拨地未办妥权证。

公司资产以项目开发成本和投资性房地产为主，2019年末占总资产的比重分别为53.60%和24.47%，其中已抵押的土地占总资产的4.17%，整体流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入波动增长，政府补助为公司盈利的重要来源

公司营业收入主要来源于城市建设工程投资业务，2017-2019年公司城市建设工程投资收入占比分别为66.35%、64.92%和63.67%，受工程进度及工程审计结算周期的影响，具有一定波动性；土地整理业务收入受政府规划和当地土地市场的影响较大；近年随着恩施市市政公用事业的发展，公司自来水供应、城市供水安装和公共交通等公共服务类业务收入规模整体呈增长趋势，对公司收入及盈利形成较好的补充，2020年受COVID-19疫情的影响，预计公共交通和房屋出租收入会有一定的下滑。截至2019年末，公司主要的代建项目累计已投资40.73亿元，尚需投资40.95亿元，业务持续性较好；同时，恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014年第一批棚户区改造项目）及白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目由公司自主建设运营，尚需投资12.07亿元，预计未来通过项目销售和出租取得收入，但能否产生预期收益存在不确定性。

毛利率方面，城市建设工程投资业务毛利率有所变动，主要受营改增及税率变动的影响；土地整理业务2018年毛利率降为26.08%，主要系政府收回公司持有的七里坪五宗地而将账面价值计入成本项所致；此外，自来水供应、城市供水安装、公共交通业务随业务开展毛利率均具有一定的波动性，使公司综合毛利率有所波动。

作为恩施市基础设施建设的重要主体，2017-2019年公司分别获得政府补助17,844.36万元、13,032.34万元和1,072.33万元，占当年利润总额的比分别为89.17%、52.22%和7.04%，系公司利润的重要来源。中证鹏元关注到，2019年公司获得的政府补助大幅下降，且当期投资性房地产公允价值变动损失0.48亿元，使公司营业利润和利润总额分别下降37.61%和38.98%。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
营业收入	119,166.38	123,467.47	84,807.83
其他收益	1,071.83	12,341.34	17,844.36
政府补助	1,072.33	13,032.34	17,844.36
公允价值变动收益（损失以“-”填列）	-4,800.96	7,509.21	1,602.24
营业利润	15,199.16	24,362.16	19,978.25
利润总额	15,228.24	24,957.53	20,010.63
综合毛利率	27.63%	19.00%	21.49%

资料来源：公司2015-2017年三年连审审计报告、2018年及2019年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，主要在建项目尚需投资的规模较大，未来存在较大的资金压力

近年来公司营业收入的现金回款表现尚可，工程建设资金投入规模较大及支付与其他公司的往来款项较多，2017-2019年公司经营活动现金持续净流出，公司经营活动净现金流表现较差。

投资活动方面，公司购建固定资产、在建工程项目等支付现金规模较大。由于公司承担了恩施市大规模的基础设施建设任务，且公司近年来经营活动和投资活动现金流表现较差，公司主要通过银行借款、发行债券等渠道进行外部融资以满足公司资金需求，2017-2018年公司筹资活动持续净流入，2019年公司偿还较大规模的债务本息，筹资活动现金净流出4.43亿元。截至2019年末，公司主要在建项目计划总投资110.36亿元，尚需投资53.02亿元，随着项目建设推进，公司仍需投入较多的资金，未来存在较大的资金压力。

表 14 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	1.03	1.08	1.06
销售商品、提供劳务收到的现金	122,363.22	133,699.14	90,215.79
收到的其他与经营活动有关的现金	82,305.22	123,978.67	112,778.72
经营活动现金流入小计	204,668.44	257,677.81	202,994.50
购买商品、接受劳务支付的现金	191,687.42	161,309.15	114,777.64
支付的其他与经营活动有关的现金	176,682.12	187,869.49	172,277.07
经营活动现金流出小计	381,084.10	360,831.22	300,595.77
经营活动产生的现金流量净额	-176,415.66	-103,153.41	-97,601.26
投资活动产生的现金流量净额	-22,179.79	-1,537.37	-7,288.85
筹资活动产生的现金流量净额	-44,320.18	202,717.14	98,709.86
现金及现金等价物净增加额	-242,915.63	98,026.36	-6,180.26

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

项目融资需求推动有息债务规模增长，刚性债务偿付压力较大

截至2019年末，公司负债总额为109.51亿元，近三年复合增长率为6.05%，主要系长期借款规模大幅增长所致。近年来政府注资及利润积累使公司所有者权益稳步增加，2019年末所有者权益90.10亿元，近三年复合增长率为3.62%。综合影响下，2019年末公司产权

比率为121.54%，较2017年末增加5.50个百分点，公司所有者权益对债务的保障能力较弱。

表 15 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	1,095,083.96	1,208,360.71	973,758.33
所有者权益	900,985.97	865,640.29	839,151.28
产权比率	121.54%	139.59%	116.04%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要由非流动负债构成，2019年末占比为63.92%。

2019年末，公司应付账款账龄集中在3年以上，占比达78.60%，主要为应付恩施经济开发区财政局、恩施市清江流域防洪减灾工程建设指挥部办公室等单位和企业工程款项。公司其他应付款主要为公司与政府机构和国有企业的往来款，2019年末应付恩施市财政局国库收付中心10.91亿元，占其他应付款余额的53.12%。2019年末公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款4.42亿元和应付债券3.38亿元。

为满足项目融资需求，公司长期借款规模大幅增长，2019年末公司长期借款（不含一年内到期的部分）余额为61.39亿元，借款利率集中在1.20%~5.39%区间，融资成本较低。从长期借款的担保方式来看，2019年末质押借款和抵押借款分别占长期借款的78.82%和20.41%。2019年末公司应付债券为“14恩施城投债”及“16恩施城投债”，债券本金余额分别为4.40亿元和4.72亿元，其中一年内到期的部分分别2.20亿元和1.18亿元。此外，“20恩施城投债”于2020年5月14日发行，债券规模9.50亿元。

表 16 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	99,678.31	9.10%	99,932.24	8.27%	107,815.44	11.07%
其他应付款	207,580.42	18.96%	301,008.38	24.91%	310,741.74	31.91%
一年内到期的非流动负债	79,843.61	7.29%	77,556.00	6.42%	38,000.00	3.90%
流动负债合计	395,156.58	36.08%	486,418.73	40.25%	463,703.44	47.62%
长期借款	613,850.00	56.06%	601,544.00	49.78%	355,580.00	36.52%
应付债券	57,400.00	5.24%	91,200.00	7.55%	141,000.00	14.48%
非流动负债合计	699,927.38	63.92%	721,941.98	59.75%	510,054.89	52.38%
负债合计	1,095,083.96	100.00%	1,208,360.71	100.00%	973,758.33	100.00%
其中：有息债务	751,093.61	68.59%	770,300.00	63.75%	534,580.00	54.90%

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。2019年末有息债务余额为75.11亿元，近三年复合增长率为18.53%，存在较大的偿债压力。从公司提供

的有息债务偿还期限分布表来看，有息债务偿还期限分布较平均，其中2020年需偿付7.98亿元。

表 17 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
本金	79,843.61	94,715.00	78,645.00	497,890.00	751,093.61

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为54.86%，负债率水平偏高。公司货币资金较为充裕，且有息债务以长期债务为主，现金类资产对短期债务的保障程度较好。2019年受政府补助减少、投资性房地产公允价值变动损失等因素的影响，公司EBITDA大幅减少，EBITDA利息保障倍数相应下降至0.68，有息债务与EBITDA的比提升至28.66。整体而言，公司面临较大的偿债压力。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	54.86%	58.26%	53.71%
现金短期债务比	2.27	5.47	8.58
EBITDA 利息保障倍数	0.68	1.21	1.54
有息债务/EBITDA	28.66	17.95	16.19

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年及 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于公司日常生产经营所产生的现金流。同时，公司将通过充分调动自有资金、资产抵押融资或变现以及银行资金拆借等方式在必要时补充偿债资金。

1、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来源

2017-2019年，公司分别实现营业收入8.48亿元、12.35亿元和11.92亿元；销售商品、提供劳务收到的现金分别为9.02亿元、13.37亿元和12.24亿元。截至2019年末，公司主要的在建的代建项目预计总投资81.68亿元，累计已投资40.73亿元，代建项目业务持续性较好，随着项目的陆续完工，未来收入较有保障，公司未来收入产生的现金是本期债券本息偿付的重要来源，但需关注项目建设推进中可能会面临资金压力等影响工程进度的不确定性因素以及工程审计结算周期较长导致收入波动、经营现金流入较慢的风险。

2、公司资产抵押融资或变现是本期债券还本付息资金的保障

2019年末，公司共持有已办妥权证且未抵押的土地资产价值合计32.30亿元，面积合计1,498,983.01平方米，证载用途以商服住宅用地为主；此外，投资性房地产中，公司还持有25宗房产，价值合计8.30亿元，均未抵押。上述资产通过资产的抵押融资或变现可为本期债券的还本付息提供进一步的保障，但需关注上述资产中绝大部分采用公允价值进行后续计量带来账面价值波动的风险。

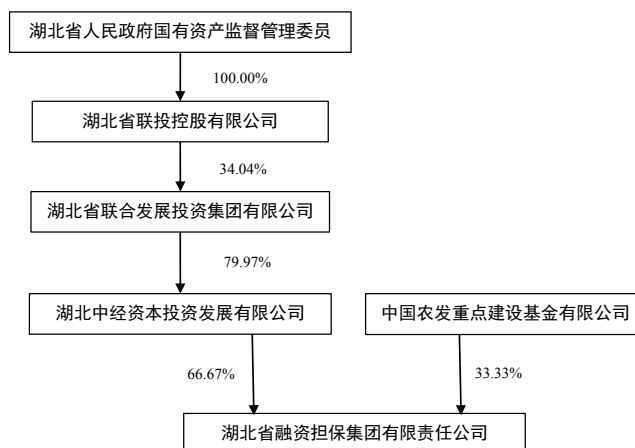
（二）本期债券保障措施分析

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

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，担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期间及本期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，设立于2005年2月，初始注册资本为7,100万元。截至2019年末，湖北担保注册资本及实收资本均为750,000万元。湖北担保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年末湖北担保产权及控制关系



注：湖北担保原名为“湖北省担保集团有限责任公司”，于2019年12月5日变更为现名。
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，近年营业总收入呈下降趋势。受宏观经济增速放缓及部分银行对贷款担保审核趋严影响，湖北担保主动收缩了间接融资担保业务，主要拓展直接融资担保业务，直接融资担保业务被担保企

业以城投公司为主，级别主要集中在AA-及AA级别。湖北担保近年来委贷利息收入明显下降，其他业务收入快速增加，其他业务收入主要为融资租赁服务收入，由子公司湖北省融资租赁有限责任公司运营。

表 19 2017-2019 年湖北担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	18,331.40	47.06%	12,892.29	18.79%	25,405.97	19.22%
减：未到期责任准备金	2,719.56	-	-6,256.84	-	2,044.59	-
委贷利息收入	8,278.23	21.25%	23,250.47	33.89%	86,717.30	65.62%
咨询费收入	2,798.35	7.18%	21,202.55	30.90%	21,354.56	16.16%
其他业务收入	12,264.15	31.48%	5,011.39	7.30%	721.14	0.55%
合计	38,952.58	100.00%	68,613.54	100.00%	132,154.38	100.00%

资料来源：湖北担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，湖北担保资产总额为134.28亿元，其中货币资金为55.51亿元，占总资产的比重为41.34%，货币资金充足。2019年度，湖北担保实现营业收入3.90亿元，利润总额7.25亿元。受益于股东增资，湖北担保资本实力增强，2019年末核心资本增加至107.12亿元。

表 20 2017-2019 年湖北担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	555,070.97	289,581.80	279,844.74
总资产	1,342,846.84	831,788.82	874,419.51
所有者权益合计	1,045,220.74	720,857.22	675,768.19
营业总收入	38,952.58	68,613.54	132,154.39
投资收益	51,193.71	13,333.11	0.00
利润总额	72,470.61	63,587.16	93,406.03
净资产收益率	6.16%	6.82%	10.91%
在保余额	2,994,300.00	1,676,478.77	2,270,259.04
核心资本	1,071,243.86	742,667.58	709,182.65
融资担保业务放大倍数	2.30	2.12	2.85
资本充足率	44.55%	48.27%	31.24%

资料来源：湖北担保 2017-2019 年审计报告及湖北担保提供，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安全性。

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，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月11日），公司本部及子公司恩施市交通建设投资有限公司、恩施市金城投资开发有限公司、恩施市旅游投资有限公司、恩施民安建设投资有限公司不存在未结清不良类信贷记录。公司本部未结清信贷中，存在一笔余额为6,000.00万元的关注类贷款，授信机构为中国农业发展银行恩施市支行（以下简称“农发行恩施支行”），借款日期为2014年6月27日，到期日期为2018年3月16日，为项目融资贷款，根据农发行恩施支行出具的《关于城投公司关注贷款情况的说明》，截至2018年5月28日，公司在农发行恩施支行的贷款余额为0.00元，该笔关注信息为农发行恩施支行系统反传人民银行征信系统造成。除此之外，公司各项债务均按时偿付利息，不存在到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，多为对民营企业的担保，存在一定的或有负债风险

截至2020年3月18日，公司对外担保余额为12.87亿元，与2019年末净资产的比为14.28%；其中，未设置反担保措施的担保余额为9.07亿元；对民营企业的担保余额占总担保余额的比为57.25%，主要为公司根据项目投资协议条款约定向项目建设方银行融资提供的担保，均以应付其工程款为上限，有部分民营企业因贷款到期尚未偿还涉及诉讼或破产重整，公司存在一定的或有负债风险。

截至2020年6月末存在三笔贷款到期未偿还的担保，合计金额4.10亿元。其中，被担保方恩施州和润建设投资集团有限公司（以下简称“和润建设”）法定代表人因被刑事判决入狱，导致资金链断裂，商业开发及还建房等工程建设处于停工状态，2019年12月，恩施州中级人民法院受理了和润建设的破产重整案件，目前破产重整已正式启动，后续事宜均由破产管理人按法定程序进行，公司已于2019年8月同和润建设就该两笔担保办理了反担保抵押。

被担保方湖北益华建设工程有限公司（以下简称“益华建设”）因未能偿还贷款，债权人已提起诉讼，根据恩施州中级人民法院（2019）鄂28民初121号民事判决书，益华建设须向债权人偿还本金2,996.41万元，并按年利率12.61125%支付自2019年5月25日至实际清偿之日止的利息，对应支付的利息，按年利率10.4025%支付复利，公司及其他担保方对上述借款本金、利息及复利承担连带保证责任，截至目前，恩施州中级人民法院已冻结其他担保人的工程款及银行存款共计5,400万元，查封了房产3套，但因其他担保人不遵从该

判决并已上诉至湖北省高级人民法院。

表 21 截至 2020 年 3 月 18 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
恩施武陵山产业发展有限公司	国有企业	40,000.00	2031.6.21	否
湖北中港城置业有限公司	民营企业	13,000.00	2021.11.20	否
恩施市御景源商贸有限公司	民营企业	2,000.00	2021.9.13	否
恩施州和润建设投资集团有限公司	民营企业	30,000.00	2020.6.30	是
恩施市福达产业投资有限公司	国有企业	15,000.00	2034.7.14	否
恩施州和润建设投资集团有限公司	民营企业	8,000.00	2020.4.2	是
北京新谦诚投资有限公司	民营企业	10,500.00	2021.1.16	否
湖北益华建设工程有限公司	民营企业	3,000.00	2020.4.25	否
恩施市御景源商贸有限公司	民营企业	4,000.00	2021.6.15	否
恩施鑫凯置业有限公司	民营企业	3,150.00	2021.1.8	否
合计	-	128,650.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	181,232.87	424,148.50	326,122.14
存货	1,071,120.76	899,996.13	738,459.95
投资性房地产	488,428.75	493,229.71	504,074.26
总资产	1,996,069.93	2,074,001.00	1,812,909.61
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	207,580.42	301,008.38	310,741.74
一年内到期的非流动负债	79,843.61	77,556.00	38,000.00
长期借款	613,850.00	601,544.00	355,580.00
应付债券	57,400.00	91,200.00	141,000.00
长期应付款	21,805.33	21,621.68	3,039.77
总负债	1,095,083.96	1,208,360.71	973,758.33
有息债务	751,093.61	770,300.00	534,580.00
所有者权益	900,985.97	865,640.29	839,151.28
营业收入	119,166.38	123,467.47	84,807.83
其他收益	1,071.83	12,341.34	17,844.36
营业利润	15,199.16	24,362.16	19,978.25
利润总额	15,228.24	24,957.53	20,010.63
经营活动产生的现金流量净额	-176,415.66	-103,153.41	-97,601.26
投资活动产生的现金流量净额	-22,179.79	-1,537.37	-7,288.85
筹资活动产生的现金流量净额	-44,320.18	202,717.14	98,709.86
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	27.63%	19.00%	21.49%
收现比	1.03	1.08	1.06
产权比率	121.54%	139.59%	116.04%
资产负债率	54.86%	58.26%	53.71%
现金短期债务比	2.27	5.47	8.58
EBITDA（万元）	26,204.12	42,916.84	33,014.66
EBITDA 利息保障倍数	0.68	1.21	1.54
有息债务/EBITDA	28.66	17.95	16.19

资料来源：公司 2015-2017 年三年连审审计报告、2018 年及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+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)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录三 2019年末公司报表合并范围内的子公司情况

子公司名称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务	取得方式	合并时间
恩施市硒都国有资产经营有限责任公司	100,000.00	100.00%	国有资产经营管理活动、土地收储和土地整理业务	设立	2005年10月
恩施市自来水有限责任公司	2,109.01	100.00%	自来水生产、销售、自来水管安装、维修等	所有者投入	2016年1月
恩施市公共汽车公司	3,000.00	100.00%	市内公共汽车、车身、站牌广告等	所有者投入	2015年10月
恩施市金城投资开发有限公司	49,300.00	100.00%	土地整理开发	设立	2007年6月
恩施市旅游投资有限公司	55,200.00	100.00%	负责全市旅游资源的管理、经营和开发等	设立	2011年7月
恩施民安建设投资有限公司	37,200.00	100.00%	房地产开发经营、土地整理、旧城改造。	设立	2012年4月
恩施市硒泉供水有限公司	15,000.00	100.00%	供水经营；管道安装与维修；发展供水用户；经销给排水材料及设备、给排水工程建设与设计	所有者投入	2015年10月
恩施市绿源城市污水处理有限责任公司	1,850.00	100.00%	城市污水处理	所有者投入	2015年12月
恩施市交通建设投资有限公司	20,000.00	100.00%	公路、市政道路、交通基础设施建设	设立	2017年5月

资料来源：公司 2019 年审计报告、国家企业信用信息公示系统查询，中证鹏元整理

附录四 2017-2019年基础设施建设项目收入明细（单位：万元）

年份	项目	含税收入	建设成本
2017年	旗峰坝还建小区及基础设施建设项目	10,058.52	8,746.54
	马鞍山道路改扩建建设项目	8,202.33	7,132.46
	施州大桥及接线项目	6,731.18	5,853.20
	其他工程	32,976.61	28,663.27
	合计	57,968.64	50,395.47
2018年	恩施市后山湾叶挺路道路改造工程项目	18,497.52	16,022.10
	恩施市金龙大道北段第一期	56,112.72	48,603.49
	人民路西段（209 绕城线至西湖路）道路改建工程	5,853.32	5,070.00
	合计	80,463.56	69,695.59
2019年	蔡家河棚户区改造项目	31,866.85	27,602.30
	松树坪三标段项目	21,831.45	18,909.88
	许家坪隧道工程	14,972.69	12,968.98
	叶挺路改造项目	6,629.82	5,742.59
	其他工程	865.88	750.00
	合计	76,166.68	65,973.74

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 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本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。