



# 2020年湖北省赤壁市蓝天城市建设投资 开发有限责任公司公司债券2021年跟踪 评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

# 2020年湖北省赤壁市蓝天城市建设投资开发有限责任公司 公司债券2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-5-27	2020-6-24

## 评级观点

中证鹏元对赤壁市蓝天城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“赤壁城投”或“公司”）及其2020年12月4日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的2021年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AAA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

该评级结果是考虑到：公司作为赤壁市主要基础设施建设主体，业务持续性较好，政府给予的财政补贴大幅提升了公司利润水平，湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”或“担保方”）提供的保证担保能继续有效提升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，总债务规模持续增长，偿债压力上升，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 债券概况

债券简称：20赤壁债

债券剩余规模：12亿元

债券到期日期：2027-12-4

偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第3-7年末逐年分别偿还债券发行总额的20%

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

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	1,337,144.29	1,156,384.11	1,232,694.82
所有者权益	640,948.11	622,407.30	818,860.53
总债务	590,469.22	413,016.40	347,463.00
资产负债率	52.07%	46.18%	33.57%
现金短期债务比	1.29	1.20	3.73
营业收入	56,192.15	43,704.85	32,930.83
其他收益	174.50	12,544.06	2,189.52
利润总额	18,379.47	11,746.06	6,989.12
销售毛利率	26.26%	29.26%	47.15%
EBITDA	24,131.90	19,845.54	13,647.19
EBITDA 利息保障倍数	2.50	1.62	1.57
经营活动现金流净额	105,182.73	-8,312.73	-45,609.79
收现比	1.39	0.15	1.68

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告、2020年审计报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：郜宇鸿  
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：刘洁筠  
liujy@cspengyuan.com

联系电话：0755-83026720

## 优势

- **公司是赤壁市主要基础设施建设主体，业务持续性较好。**城建项目收入和土地整理收入是公司主要收入来源，截至 2020 年末，公司主要在建代建项目计划总投资 66.82 亿元，已投资 52.34 亿元，拟开发土地账面价值为 20.64 亿元，预计未来可形成一定规模的城建及土地整理收入。
- **政府给予的财政补贴大幅提升了公司利润水平。**2020 年公司收到政府补助 1.45 亿元，占同期利润总额的比重为 78.79%，大幅提升了公司的利润水平；此外，公司还获得政府股权划拨等外部支持，资本公积净增加 3,148.90 万元。
- **担保方提供的保证担保能继续有效提升本期债券的信用水平。**湖北担保实力雄厚，业务发展情况良好，经中证鹏元评定，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继续有效提升本期债券信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货、在建工程为主，两者合计占 2020 年末总资产的比重为 73.79%；截至 2020 年末，公司用于抵押的土地使用权账面价值合计为 16.04 亿元，占总资产比重的 12.00%，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投入资金 29.30 亿元，面临较大的资金支出压力。
- **公司总债务规模持续增长，偿债压力上升。**截至 2020 年末，公司总债务规模为 59.05 亿元，占总负债比重为 84.81%，同比增长 42.97%，公司偿债压力持续上升。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额共计 9.49 亿元，占期末公司净资产的比重为 14.81%，对外担保均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

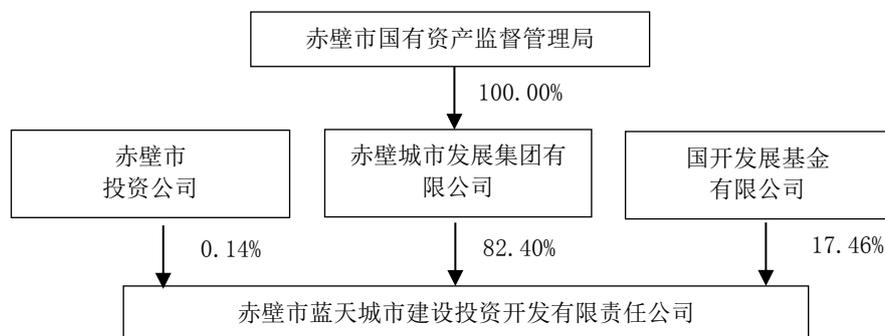
## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年12月4日公开发行7年期12亿元公司债券，募集资金中84,000万元原计划用于赤壁市高新区标准厂房建设项目，26,000万元用于偿还或置换2020年内到期的企业债本金和利息，10,000万元用于补充营运资金。截至2021年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为3.81亿元。

## 三、发行主体概况

截至2020年末，公司注册资本、实收资本均未发生变化，仍为138,600.00万元。公司控股股东仍为赤壁城市发展集团有限公司（以下简称“城发集团”），实际控制人仍是赤壁市国有资产监督管理局（以下简称“赤壁市国资局”），公司产权及控制关系如图1所示。

图1 截至2021年4月30日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，纳入公司合并报表范围的子公司共有15家，其中二级子公司8家。2020年新纳入合并报表范围的子公司共7家，具体变化如表1所示。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	级次	持股比例 (%)	注册资本	主营业务	合并方式
赤壁彩光电子科技有限公司	三级	100	5,000	投资科技、农业、工业、现代服务业项目	新设
赤壁城发汽车管理服务有限公司	二级	100	1,000	车辆检测；驾驶人培训	新设
赤壁高晶电子科技有限公司	三级	100	5,000	投资科技、农业、工业、现代服务业项目	新设

赤壁市城发揽目文化传媒有限公司	三级	65.0224	446	软件开发及批发兼零售	新设
赤壁市和安教育服务有限公司	二级	100	10	中小学校及幼儿园校舍维修	新设
赤壁市建设监理有限责任公司	二级	100	300	房屋建筑工程监理	划拨
赤壁市银里机动车检测有限公司	三级	60	1,000	机动车安全检测	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表

现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## 行业及区域经济环境

### 疫情影响下赤壁市经济总量有所回落，固定资产投资增速下滑较大

湖北省处于疫情中心，本次疫情对赤壁市2020年全年经济和财政产生较大负面影响。2020年赤壁市实现地区生产总值443.39亿元，按可比价格计算，同比下滑4.6%。其中，第一产增加值52.88亿元，同比下降2.1%；第二产业增加值185.56亿元，同比下降8.7%；第三产业增加值204.95亿元，同比下降0.8%。从产业结构来看，赤壁市经济发展以第二产业和第三产业为主，近年来产业不断转型升级，三次产业增加值占GDP的比重由上年的10.86:44.85:44.29调整为11.93:41.85:46.22，第三产业占比有所提升。

工业方面，赤壁市已经形成以纺织、机械、建材、电力、造纸、食品加工为六大主要产业的发展体

系，经济运行平稳。分工业门类看，采矿业总产值降低1.5%，制造业总产值降低4.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业总产值降低26.7%。2020年赤壁市工业增加值为165.34亿元，按可比价格计算，同比降低9.2%；其中规模以上工业增加值增速为-5.4%，比上年降低14.9个百分点。第三产业方面，旅游业是赤壁市经济另一主导，受疫情冲击较大，2020年实现旅游总收入49.32亿元，同比降低28.6%。

2020年赤壁市固定资产投资增速为-21.6%，比上年降低33.5个百分点，三次产业投资分别同比降低73.8%、3.8%和46.5%。全年民间固定资产投资增速为-7.0%，占固定资产投资的比重为93.0%；工业投资占固定资产投资比重为72.1%，比上年增加13.57个百分点。房地产市场方面，赤壁市2020年商品房销售面积120.65万平方米，同比降低14.4%，实现商品房销售额59.35亿元，同比降低12%。全年房地产开发投资同比增加21.4%，房地产开发投资有所好转。2020年赤壁市社会消费品零售总额完成145.25亿元，同比下降14.7%；存款贷款余额仍保持增长。

**表2 赤壁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	443.39	-4.6%	466.85	8.7%
第一产业增加值	52.88	-2.1%	50.71	3.3%
第二产业增加值	185.56	-8.7%	209.37	8.6%
第三产业增加值	204.95	-0.8%	206.78	10.3%
工业增加值	165.34	-9.2%	188.91	9.4%
固定资产投资	-	-21.6%	-	11.9%
社会消费品零售总额	145.25	-14.7%	150.38	11.9%
进出口总额	25.59	13.9%	22.46	146.8%
存款余额	282.68	10.37%	256.12	2.55%
贷款余额	228.27	21.24%	188.28	16.81%
人均 GDP（元）		89,828		94,686
人均 GDP/全国人均 GDP		123.99%		133.56%

资料来源：2019-2020年赤壁市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年赤壁市实现公共财政收入14.50亿元，同比下降28.8%；实现政府性基金收入14.92亿元，同比增长6.7%；实现上级补助收入36.52亿元，同比增长42.2%。

## 五、经营与竞争

作为赤壁市重要的城市建设实施主体，公司业务主要涵盖城市基础设施建设、土地出让以及政府公共资源或产品经营等。公司收入主要来自土地整理及城建项目，近年收入规模持续增长，2020年实现营业收入5.62亿元，同比增长28.57%。收入结构方面，公司2020年实现城建项目收入1.82亿元，同比下滑27.36%；受土地市场行情影响，近年来土地整理收入规模波动较大，2020年该业务收入规模增长至3.17

亿元，占当期营业收入的56.35%。毛利率方面，城建业务受财政结算情况影响，毛利率波动较大，当期毛利率为6.97%；2020年公司出让地块价格较高且部分地块拿地成本较低，导致土地整理业务毛利率增长至34.30%。综合影响下，2020年综合毛利率小幅下降至26.26%。

**表3 2019-2020 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

收入类型	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理收入	31,663.13	34.30%	14,195.83	17.15%
城建项目收入	18,167.63	6.97%	25,009.74	37.64%
租金收入	3,585.55	49.10%	179.70	100.00%
商品销售收入	1,768.62	18.21%	3,649.68	12.80%
监理费收入	715.57	56.78%	-	-
驾驶员培训费收入	182.24	50.21%	141.52	39.56%
广告资源收入	109.41	48.66%	60.23	50.15%
推介费收入	-	-	58.92	97.78%
其他收入	-	-	409.22	36.54%
<b>合计</b>	<b>56,192.15</b>	<b>26.26%</b>	<b>43,704.85</b>	<b>29.26%</b>

注：土地整理收入包括土地出让收入及整理收入，报告期内均为出让收入。

资料来源：公司 2020 年审计报告、2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

**公司城建项目毛利率波动较大，目前公司承接的工程项目较多，但未来收入受回购情况和政府政策影响较大**

作为赤壁市重要基础设施建设主体，公司主要负责城市道路、桥梁、交通水利等基础设施和安置房建设工作。业务模式上，公司与赤壁市人民政府签订了《赤壁市城市基础设施项目委托建设协议》，赤壁市人民政府委托公司进行赤壁市基础设施项目建设，公司每年以项目的实际投入成本，向市政府申报确认，具体金额以各个子项目工程结算审计报告为准。

账务处理上，公司以投资成本加成代建管理费确认为城建项目收入，将投资成本确认为城建项目成本。根据《基础设施委托建设收入确认书》，2020年公司确认收入的工程项目为赤马港产业园基础设施建设项目和陆水河整治项目，工程投资成本合计为1.69亿元，确认城建项目收入1.82亿元，毛利率为6.97%。受财政结算情况影响，近年来公司收入规模及毛利率波动较大。

**表4 2020 年公司城建项目收入确认情况（单位：万元）**

项目名称	确认收入	确认成本	业务模式
赤马港产业园基础设施建设项目	2,848.61	2,416.13	代建
陆水河整治项目	15,319.01	14,485.18	代建
<b>合计</b>	<b>18,167.63</b>	<b>16,901.23</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司当前主要在建项目包括赤壁市城建重点项目、赤壁市棚改重点项目和赤壁市基础设施建设项目等。其中代建项目计划总投资66.82亿元，已投资52.34亿元。

公司发行的“16赤壁债”募投项目包括湖北省赤壁市生态产业园建设项目、经济开发区项目、赤壁产业园建设项目、赤壁市城建重点项目部分项目等，其中湖北省赤壁市生态产业园建设项目、经济开发区项目、赤壁产业园建设项目建成后由公司负责运营。截至2020年底，各子项目均已建成，2020年产业园厂房出租形成租金收入规模较小，运营情况不及预期。

赤壁市中心城区公共停车场建设项目为公司2018年发行的停车场专项债券募投项目，截至2021年4月末，部分停车场地块完成土地平整，部分地块选址已通过赤壁市规划委员会审核，即将开展项目设计单位、施工单位的招投标工作。

赤壁市高新区标准厂房建设项目为本期债券募投项目，截止2020年末，项目累计已投资4.73亿元，已经启动4.5万平方米工业厂房建设及其他部分土地整理工程。

公司主要自营项目维达力三期(万津实业)项目由子公司赤壁高新投资有限公司（以下简称“赤壁高新投”）建设，主要建设内容为工业园区厂房和配套工程。项目总投资6.5亿元，资金来源包括自筹2.0亿元和银行借款4.5亿元。项目建设期为1年，项目还款期为8年，第1-5年每年偿还本金4,000万元，还本付息所需资金由公司或城发集团每年注入注册资金7,000万元，5年共计注入注册资金35,000万元。项目第6-10年由维达力实业（赤壁）有限公司（以下简称“维达力实业”）逐年回购并运营，回购完成后转让项目产权。截至2020年末，该项目累计已投资2.12亿元。

截至2020年底，公司主要在建项目计划总投资91.40亿元，已投资62.79亿元，剔除部分已投资额超过计划总投资的项目，至少尚需投资29.30亿元，未来项目建设面临较大的资金压力，且代建项目收入受项目回购情况及地方政策的影响较大，存在一定的波动性。

**表5 截至2020年12月31日公司主要在建工程情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否为代建项目
赤壁市城建重点项目	9.14	9.83	-	是
赤壁市棚改重点项目	9.00	8.35	0.65	是
赤壁市基础设施建设项目	8.83	7.42	1.41	是
赤壁市中伙铺镇	6.00	2.59	3.41	是
产城一体项目	4.00	1.30	2.70	是
易地扶贫项目	3.00	2.74	0.26	是
营里片区棚改项目	25.39	18.71	6.68	是
武广高速站前广场项目	1.06	1.03	0.03	是
陆水干流重点河段防洪治理	0.40	0.37	0.03	是
赤壁市中心城区公共停车场建设项目	6.08	3.60	2.48	否
维达力三期(万津实业)	6.50	2.12	4.38	否
赤壁市高新区标准厂房建设项目	12.00	4.73	7.27	否
<b>合计</b>	<b>91.40</b>	<b>62.79</b>	<b>29.30</b>	<b>-</b>

注：1、公司在建工程较多，此表仅统计投资额相对较大的主要在建项目；2、赤壁市中心城区公共停车场建设项目累计已投资与审计报告存在差异系部分停车场建设投资计入其他在建项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 土地整理收入为公司重要收入来源，受土地市场等因素影响，该项收入未来仍存在一定波动性

土地整理业务模式主要是赤壁市土地储备中心（以下简称“土储中心”）与公司签订地块收购合同，待宗地通过“招拍挂”方式出让并收回出让金后，土储中心按照合同约定的收购价格向公司支付款项，公司按照合同约定价格扣除相关税费后确认出让收入。部分地块由公司委托拍卖公司直接拍卖，根据拍卖成交确认书的成交额扣除相关税费后确认出让收入。

2020年公司共出让土地8宗，面积合计30.45万平方米，实现土地整理收入3.17亿元，其中大晟地块以拍卖方式实现出让收入。受当期地块出让价格较高及部分地块拿地成本较低影响，2020土地整理业务毛利率增长至34.30%。

截至2020年末，公司存货中拟开发土地账面价值为20.64亿元，土地整理业务持续性较好，但收入规模及毛利率水平易受土地交易市场行情及不同地块出让价格差异而产生波动。

**表6 2020年公司土地整理收入明细（单位：平方米，万元）**

出让土地名称	面积	收入	成本
北站东开发地块	63,506.98	11,003.53	3,551.60
大晟地块	8,104.21	245.87	245.87
喷胶棉厂地块	61,480.31	4,171.03	3,609.54
木田畈幼儿园不动产	7,187.95	646.53	411.31
清泉社区三地块	164,207.49	15,596.16	12,984.36
<b>合计</b>	<b>304,486.94</b>	<b>31,663.13</b>	<b>20,802.69</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司涉足了商品销售、租赁、推介等业务，对收入形成一定补充，但总体规模较小。2020年公司实现商品销售收入1,768.62万元，主要系子公司湖赤壁高新投玻璃盖板销售收入；实现租金收入3,585.55万元，较2019年大幅增长，主要为厂房、设备的出租收入（2019年租金收入主要来自广告位出租）。

### 财政补贴有效提升了公司利润水平，股权划拨带动公司资本公积小幅增长

作为赤壁市主要的投融资主体，公司在财政补贴、股权划拨等方面获得的外部支持力度较大。财政补贴方面，2020年公司收到政府补助1.45亿元，其中1.44亿元计入营业外收入，大幅提升了公司的利润水平。

股权划拨方面，2020年12月，城发集团将湖北省客运铁路投资有限责任公司0.48%股权划拨至公司、赤壁市国资局将赤壁市建设监理有限责任公司100%股权划拨至公司，同期，赤壁市人民政府批示将湖北长江兴宁基金10%股权划出公司，综合影响下，2020年末公司资本公积为46.06亿元，同比增加3,148.90万元。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告、2017-2019年三年连审审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2020年末，纳入公司合并报表范围的二级子公司共有8家。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但资产以存货、在建工程为主，整体流动性较弱

公司资产规模有所增长，截至2020年末公司资产总额为133.71亿元，同比增长15.63%。公司资产中以存货、在建工程为主，合计金额占2020年末总资产的73.79%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	93,259.19	6.97%	61,616.36	5.33%
应收账款	25,514.67	1.91%	77,159.00	6.67%
预付款项	12,093.00	0.90%	174,136.94	15.06%
存货	237,228.55	17.74%	203,787.70	17.62%
其他应收款	90,795.35	6.79%	44,222.19	3.82%
<b>流动资产合计</b>	<b>476,390.40</b>	<b>35.63%</b>	<b>563,682.11</b>	<b>48.75%</b>
在建工程	749,405.97	56.05%	485,472.07	41.98%
其他非流动资产	63,125.01	4.72%	61,973.24	5.36%
<b>非流动资产合计</b>	<b>860,753.89</b>	<b>64.37%</b>	<b>592,702.01</b>	<b>51.25%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,337,144.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,156,384.11</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金余额为9.33亿元，其中2,528.70万元为质押的定期存单，使用受限，占货币资金比重的2.71%。截至2020年末，公司应收账款账面价值为2.55亿元，其中应收赤壁市财政局工程款占比78.31%，回收时间存在一定不确定性。此外，前五名应收对象还包括赤壁市土地储备中心（3,596.16万元）及维达力实业（467.86万元）、湖北高瞻科技有限责任公司（厂房租金274.66万元）、骧腾科技（赤壁）有限公司（厂房租金269.44万元）等民营企业。随着棚改项目等工程的推进，公司将

预付赤壁市房地产管理局棚改专用账户资金款等预付款项转入在建工程营里片区棚改项目，期末预付款规模大幅下滑。截至2020年末，其他应收款账面价值为9.08亿元，同比大幅增长105.32%，主要系与区域内投融资平台及赤壁产业园区内招商企业的业务往来款增加所致；前五名应收对象分别赤壁城建综合开发有限公司（2.79亿元）、湖北住方科技有限公司（1.68亿元，控股股东为广东住方科技有限公司，持股比例100%）、赤壁市三国投资开发有限公司（1.03亿元）、城发集团（0.56亿元）、赤壁矿产投资开发有限公司（0.50亿元），合计占应收款年末账面金额的比重为72.20%，对公司资金形成一定的占用。

公司存货主要包括拟开发土地、库存商品、开发成本等。2020年末公司存货账面价值为23.72亿元，其中拟开发土地账面价值为20.64亿元，其中已办理产权证书的土地共56宗，面积合计275.53万平方米，均是以出让性质的工业、商住、住宅用地。本期净增加土地面积43.56万平方米，均通过招拍挂方式购入，其中9宗土地尚未办理产权证书，未办证土地账面价值为9,256.53万元。截至2020年末，用于抵押的土地使用权账面价值合计为16.04亿元，抵押比率为77.73%。

在建工程为公司承接的政府工程项目和公司自建项目，其规模随工程建设推进不断增长，2020年末账面价值74.94亿元，同比增长54.37%。其他非流动资产包括输水管道及配套机器设备1.03亿元和预付长期工程款，2020年末账面价值合计6.31亿元。

总体来看，2020年公司资产规模有所增长，资产以存货、在建工程为主，两者合计占年末总资产的比重为73.79%；截至2020年末，公司存货中有16.04亿元土地使用受限，占总资产比重的12.00%，资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 公司营业收入规模持续增长，政府补助大幅提升了公司利润水平

2020年公司实现营业收入5.62亿元，同比增长28.57%。公司作为赤壁市重要的基础设施建设主体，承接的政府工程项目较多，公司当前拥有的拟开发土地账面价值为20.64亿元，未来城建项目和土地整理收入持续性较好，但其规模易受回购协议签订情况和当地土地出让市场行情出现波动。2020年公司主营业务收现情况较好，当期收现比为1.39，主营业务的现金回笼能力有所提升。公司其他收益和营业外收入主要为政府补助，2020年公司收到政府补助1.45亿元，其中1.44亿元计入营业外收入。政府补助占同期利润总额的比重为78.79%，大幅提升了公司的利润水平。毛利率方面，受城建业务政府结算情况及土地市场行情影响，近年来毛利率波动较大，2020年小幅下降至26.26%。

**表8 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2020年	2019年
营业收入	56,192.15	43,704.85
收现比	1.39	0.15
营业利润	4,682.66	11,880.19

其他收益	174.50	12,544.06
营业外收入	14,365.64	35.45
利润总额	18,379.47	11,746.06
销售毛利率	26.26%	29.26%

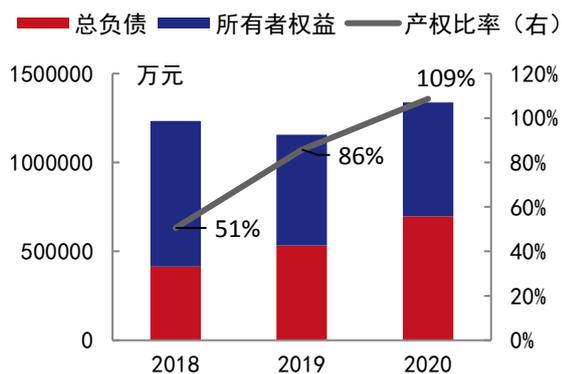
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模持续增长，债务偿还压力加大

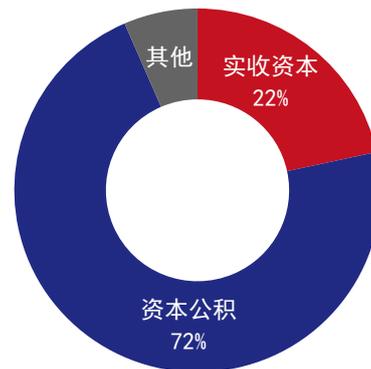
近年来公司融资力度不断加大，2020年末负债总额为69.62亿元，同比增长30.38%；受益于公司利润积累，2020年末所有者权益规模增长至64.09亿元。综合影响下，2020年末公司产权比率上升至108.62%，净资产对负债的保障程度持续减弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司应付账款主要系应付工程款和赤壁市财政局的城建资金往来款，2020年末应付账款余额同比大幅降低86.29%，主要系公司与财政往来账务调整所致。截至2020年末，公司预收款项金额为1,282.67万元，主要系土地出让形成。截至2020年末，公司其他应付款主要包括非金融机构借款1.45亿元和往来结算款8.87亿元，与区域内其他平台的往来款增长较大。2020年末公司一年内到期的非流动负债余额为5.28亿元，包括一年内到期的长期借款2.28亿元和一年内到期的应付债券3.00亿元。

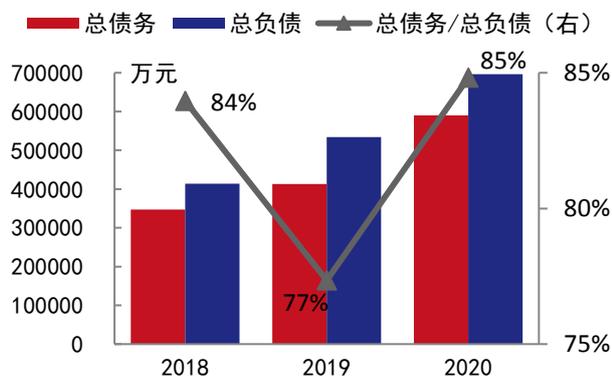
公司长期借款主要为通过保证、质押和担保方式取得的银行借款，到期日较为分散；随公司棚户区改造、维达力三期等项目建设推进，长期借款规模不断增长，2020年末长期借款期末余额为29.61亿元。公司应付债券为2016年发行的10亿元企业债、2018年发行的7年期5亿元停车场专项债券和2020年发行的7年期12亿元企业债，截至2020年末余额为20.19亿元。公司长期应付款系应付湖北省扶贫投资开发有限公司易地扶贫搬迁贷款，2020年末余额为186.00万元，属于有息债务。专项应付款2020年末余额为2.79亿元，主要包括棚改项目资本金、易地扶贫搬迁资金及维达力三期项目资金。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

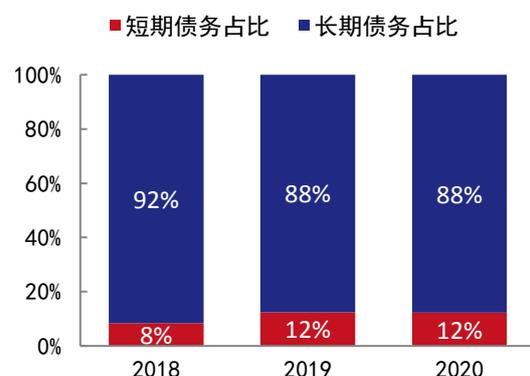
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	6,614.82	0.95%	48,241.41	9.03%
预收款项	1,282.67	0.18%	43,047.73	8.06%
其他应付款	103,206.50	14.82%	28,360.84	5.31%
一年内到期的非流动负债	52,769.00	7.58%	38,644.00	7.24%
<b>流动负债合计</b>	<b>170,064.17</b>	<b>24.43%</b>	<b>164,422.61</b>	<b>30.79%</b>
长期借款	296,092.01	42.53%	249,702.00	46.76%
应付债券	201,946.21	29.01%	111,758.40	20.93%
长期应付款（合计）	28,093.80	4.04%	8,093.80	1.52%
<b>非流动负债合计</b>	<b>526,132.02</b>	<b>75.57%</b>	<b>369,554.20</b>	<b>69.21%</b>
<b>负债合计</b>	<b>696,196.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>533,976.81</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务由短期借款、其他应付款中的非金融机构借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款中有息部分组成。截至2020年底，公司总债务规模为59.05亿元，占总负债比重为84.81%，同比增长42.97%，公司偿债压力持续上升。其中短期债务规模为7.22亿元，占总债务的比重为12.23%。

**图 4 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

**图 5 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2020年末公司资产负债率为52.07%，较2019年上涨5.89个百分点。短期偿债能力方面，2020年现金短期债务比为1.29，货币资金对短期债务的覆盖程度尚可。截至2020年末，公司未设置抵押的土地使用权账面价值为4.60亿元，再融资弹性一般。综合来看，公司有息债务规模持续增长，债务偿还压力加大。

**表10 公司偿债能力指标**

项目	2020年	2019年
资产负债率	52.07%	46.18%
现金短期债务比	1.29	1.20
EBITDA 利息保障倍数	2.50	1.62

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年4月28日），公司本部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。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额共计9.49亿元，占期末公司净资产的比重为14.81%，被担保方均为政府企事业单位和平台公司，但均未设置反担保措施，未来公司存在一定的或有负债风险。

**表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
赤壁市中医院	3,000.00	2023年8月11日	否
赤壁市文化旅游投资开发有限公司	4,500.00	2021年3月23日	否
赤壁市三国投资开发有限公司	20,000.00	2028年2月14日	否
赤壁市三国投资开发有限公司	3,000.00	2022年4月29日	否
赤壁市国有资产经营发展有限公司	3,000.00	2023年1月28日	否
赤壁市城市建设综合开发有限责任公司	19,000.00	2033年12月13日	否
赤壁市城市建设综合开发有限责任公司	27,000.00	2029年2月28日	否
赤壁美丽乡村建设开发有限公司	2,400.00	2022年12月20日	否
赤壁市水务集团有限公司	10,000.00	2025年6月15日	否
赤壁市土地整理开发有限公司	3,000.00	2021年12月30日	否
<b>合计</b>	<b>94,900.00</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

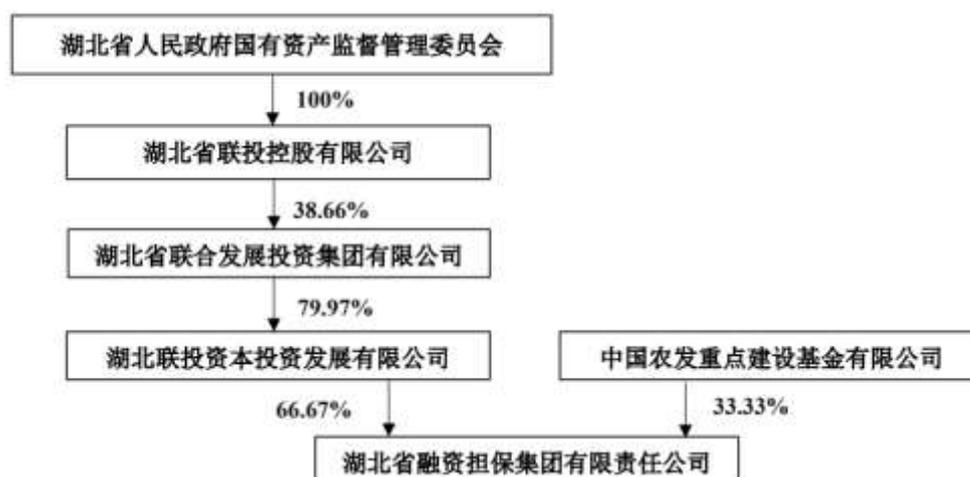
## 八、本期债券偿还保障分析

担保方经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升本期债券的信用水平

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0.71亿元。经过多次

股权变更及增资，截至2020年末，湖北担保注册资本及实收资本均为75.00亿元。湖北担保控股股东为湖北联投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6 截至2020年末湖北担保股权结构图



资料来源：湖北担保提供

湖北担保主要经营贷款担保、债券担保等融资性担保业务及委托贷款业务，近年营业总收入波动较大；2019年营业总收入下降主要系委贷利息收入和咨询费收入下降所致；2020年湖北担保为湖北省地方城投公司和民营企业发行的疫情债、绿色债、项目收益债等债券提供的担保规模较大，融资担保业务规模大幅上升，2020年担保费收入随之大幅上升。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。直接融资担保业务客户以城投公司为主，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12 担保方营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	8.83	106.81%	1.83	47.06%	1.29	18.79%
减：未到期责任准备金	3.50	-	0.27	-	-0.63	-
委贷利息收入	0.68	8.20%	0.83	21.25%	2.33	33.89%
咨询费收入	0.13	1.52%	0.28	7.18%	2.12	30.90%
其他业务收入	2.13	25.78%	1.23	31.48%	0.50	7.30%
<b>合计</b>	<b>8.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.86</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：湖北担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，湖北担保资产总额为145.76亿元，其中货币资金较为充足，为36.82亿元，占总资产的比重为25.26%；同期末湖北担保所有者权益合计为112.63亿元；2020年度，湖北担保实现营业收入8.26亿元，投资收益4.82亿元，利润总额10.81亿元。

**表13 担保方主要财务指标（单位：亿元）**

项目	2020年	2019年	2018年
货币资金	36.82	55.51	28.96
总资产	145.76	134.28	83.18
所有者权益合计	112.63	104.52	72.09
营业总收入	8.26	3.90	6.86
投资收益	4.82	5.12	1.33
利润总额	10.81	7.25	6.36
净资产收益率	7.37%	6.16%	6.82%
在保余额	405.76	299.43	167.65
融资性担保责任余额	-	240.36	148.12
融资担保放大倍数	-	2.57	2.18
当期担保代偿率	-	1.60%	0.83%

资料来源：湖北担保 2018-2020 年审计报告和湖北担保提供，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、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

## 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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	93,259.19	61,616.36	108,167.37
存货	237,228.55	203,787.70	187,688.20
流动资产合计	476,390.40	563,682.11	511,112.33
在建工程	749,405.97	485,472.07	415,924.48
其他非流动资产	61,973.24	67,501.40	63,125.01
非流动资产合计	860,753.89	592,702.01	721,582.50
资产总计	1,337,144.29	1,156,384.11	1,232,694.82
短期借款	5,000.00	3,000.00	3,000.00
其他应付款	103,206.50	28,360.84	27,784.59
一年内到期的非流动负债	52,769.00	38,644.00	16,112.00
流动负债合计	170,064.17	164,422.61	89,269.50
长期借款	296,092.01	249,702.00	166,008.00
应付债券	201,946.21	111,758.40	152,196.43
长期应付款	186.00	186.00	262.57
非流动负债合计	526,132.02	369,554.20	324,564.80
负债合计	696,196.18	533,976.81	413,834.30
总债务	590,469.22	413,016.40	347,463.00
所有者权益	640,948.11	622,407.30	818,860.53
营业收入	56,192.15	43,704.85	32,930.83
营业利润	4,682.66	11,880.19	6,977.84
其他收益	174.50	12,544.06	2,189.52
利润总额	18,379.47	11,746.06	6,989.12
经营活动产生的现金流量净额	105,182.73	-8,312.73	-45,609.79
投资活动产生的现金流量净额	-129,305.32	-70,981.08	-73,077.00
筹资活动产生的现金流量净额	54,805.43	35,979.69	155,633.09
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	26.26%	29.26%	47.15%
收现比	1.39	0.15	1.68
资产负债率	52.07%	46.18%	33.57%
现金短期债务比	1.29	1.20	3.73
EBITDA（亿元）	2.41	1.98	1.36
EBITDA 利息保障倍数	2.50	1.62	1.57

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 2020 年末纳入公司合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
赤壁市蓝天城投广告资源开发有限责任公司	100.00	100.00%	广告资源开发
赤壁城发汽车管理服务有限公司	1,800.00	100.00%	驾校培训
赤壁市陆禹投资开发有限公司	13,000.00	76.92%	工程建设
赤壁市龙翔投资开发有限公司	10,000.00	100.00%	工程建设
湖北省洞庄茶业有限公司	3,000.00	51.00%	茶叶加工销售
赤壁高新投资有限公司	100,000.00	100.00%	商业服务
赤壁市和安教育服务有限公司	10.00	100.00%	中小学校及幼儿园校舍维修
赤壁市建设监理有限责任公司	300.00	100.00%	房屋建筑工程监理、市政公用工程监理

资料来源：公司提供

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录四 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。