

2021 年湖北省咸宁高新投资集团有限公司

公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)011295】

评级对象: 2021 年湖北省咸宁高新投资集团有限公司公司债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA

评级时间: 2020 年 8 月 5 日

计划发行: 不超过人民币 6.4 亿元

本期发行: 不超过人民币 6.4 亿元

发行目的: 偿还有息债务、项目建设和补充营运资金
每年付息一次,在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末逐年分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金,当期利息随本金一起支付

存续期限: 7 年,附本金提前偿还条款

偿还方式:

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	10.16	21.36	12.81	11.36
刚性债务	43.14	59.09	61.96	63.60
所有者权益	121.22	123.24	126.75	126.81
经营性现金净流入量	-1.98	-0.51	6.44	-1.22
合并数据及指标:				
总资产	210.20	232.31	241.43	242.29
总负债	87.45	106.85	111.53	112.30
刚性债务	73.99	90.17	93.18	94.39
所有者权益	122.74	125.46	129.90	129.98
营业收入	5.30	8.66	10.36	2.64
净利润	2.33	2.79	2.86	0.08
经营性现金净流入量	-6.51	-4.68	6.70	-3.37
EBITDA	2.60	3.25	3.34	—
资产负债率[%]	41.61	46.00	46.20	46.35
长短期债务比[%]	331.75	154.44	231.68	229.79
营业利润率[%]	48.01	36.50	30.37	4.36
短期刚性债务现金覆盖率[%]	246.22	112.80	85.52	67.60
营业收入现金率[%]	41.51	67.78	127.19	11.82
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.71	-7.60	-10.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.68	0.70	0.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	—

注:根据咸宁高新投经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

罗媛媛 lyy@shxsj.com

邹媛 zouyuan@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **区域经济环境较好。**咸宁市地处武汉城市圈,近年来经济发展较好。咸宁高新区是咸宁市的工业聚集地,2017 年升级为国家级经济技术开发区,为咸宁高新区经济发展带来了新的机遇。
- **政府支持力度较大。**咸宁高新投是咸宁高新区核心的政府性项目投建主体,承担了咸宁高新区内的基建项目建设和土地开发任务,区域地位较重要,能够得到上级政府的较大力度支持。

主要风险:

- **资金平衡压力。**咸宁高新投项目建设未来仍有较大的投资支出需求,但资金回笼易受财政拨付效率影响,公司将持续面临较大的资金平衡压力。
- **资产质量欠佳。**咸宁高新投资资产集中于应收账款、政府划拨的土地资产、土地开发成本和往来款项,且部分土地资产已抵押,相关资产流动性一般,资产质量欠佳。
- **即期债务偿付压力。**咸宁高新投主要依赖外部融资满足投资需求,近年来已积聚较大规模刚性债务,未来随着长期债务陆续步入偿还周期,公司存在一定的即期偿付压力。
- **代偿风险。**咸宁高新投对外担保规模较大,担保对象为咸宁市城市资产经营有限公司,存在一定的代偿风险。

评级关注：

- 咸宁市为武汉周边城市之一，受 2020 年初新冠肺炎疫情影响，咸宁市政府陆续出台措施进行疫情防控，高新区内项目建设因此暂停；随着疫情得到控制，咸宁高新投所属项目逐步复工，但仍需持续关注疫情对公司运营的影响。

➤ 未来展望

通过对咸宁高新投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2021 年湖北省咸宁高新投资集团有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

咸宁高新投资集团有限公司（简称“咸宁高新投”、“发行人”、“该公司”或“公司”）前身为咸宁市荣盛农业开发有限公司，成立于 2007 年 3 月，由咸宁市荣盛置业有限责任公司（简称“荣盛置业”）以及咸宁温泉开发区房地产综合开发有限公司（简称“温泉地产”）共同出资组建，初始注册资本为 1.00 亿元，荣盛置业持股 99%。2007 年 12 月，荣盛置业受让温泉地产持有的公司 1% 的股权，公司成为荣盛置业全资子公司。2008 年 10 月 30 日，荣盛置业将持有的公司 100% 的股权全部转让给咸宁市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“咸宁市国资委”），公司成为咸宁市国资委直属企业。2012 年 5 月公司更名为咸宁市荣盛投资发展有限公司。2016 年 2 月，公司更名为现名。后咸宁市国资委多次向公司注资，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本及实收资本均为 10 亿元。

该公司是咸宁市主要的基础设施建设和投资主体之一，主要负责咸宁高新技术产业开发区（简称“咸宁高新区”或“高新区”）的开发建设，业务涉及基础设施建设以及土地一级开发。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经董事会审议通过，咸宁市国资委批准，该公司拟向国家发展和改革委员会申请发行不超过 6.4 亿元的企业债券，期限为 7 年，附本金提前偿还条款。公司拟发行债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2021 年湖北省咸宁高新投资集团有限公司公司债券
总发行规模:	不超过 6.40 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 6.40 亿元人民币
本期债券期限:	7 年，附本金提前偿还条款
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末逐年分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%、20%的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付

增级安排：无

资料来源：咸宁高新投

(2) 募集资金用途

A. 偿还有息债务

该公司拟使用本期债券募集资金中 2.10 亿元用于偿还 2020 年到期的企业债券本息。

B. 项目建设

该公司拟使用本期债券募集资金中 2.60 亿元用于咸宁高新区智能制造产业园项目建设。

图表 2. 咸宁高新区智能制造产业园项目获得批复情况

批准/备案文件名称	批准/备案机关（文号）	批准/备案部门	批准/备案时间
关于咸宁高新区智能制造产业园项目立项的批复	咸高政服发 [2019]5 号	咸宁市发展和改革委员会（高新区）	2019 年 1 月 24 日
建设用地批准书	咸宁市[2019]咸土资批用字第 001 号	咸宁市人民政府	2019 年 1 月 31 日
项目用地不动产权证	鄂[2019]咸安区不动产权第 0006783 号	咸宁市国土资源局	2019 年 2 月 10 日
建设项目环境影响登记表	201942120200000014	咸宁市环保局	2019 年 2 月 15 日
建设用地规划许可证	地字号咸规地 2019017 号	咸宁市城乡规划局	2019 年 2 月 25 日
咸宁高新区智能制造产业园项目可行性研究报告的批复	咸高政服发 [2019]9 号	咸宁市发展和改革委员会（高新区）	2019 年 3 月 28 日

资料来源：咸宁高新投

咸宁高新区智能制造产业园项目主要为了满足日益新增的企业工业用房需求，更好的发挥咸宁高新区新旧动能转换工作载体功能，有力支持咸宁高新区重点发展高端装备制造的发展。该项目实施主体为咸宁高新重资产投资有限公司（简称“高投重资产公司”），项目计划建设内容包括 8 个厂房（主要为丙类二级工业厂房）、1 栋 2F 食堂、1 栋 5F 综合楼，1 个消防泵房、1 个公厕、2 个垃圾收集点、2 个门卫房及 2 个配电房以及道路绿化等其他附属设施。规划总建筑面积 15.70 万平方米，其中多层厂房建筑面积 15.24 万平方米，配套用房建筑面积 4080 平方米，门卫、配电房、消防泵房、公厕及垃圾房等其他附属设施的建筑面积 590.00 平方米。项目估算总投资 3.74 亿元，其中，工程费用 2.89 亿元，工程建设其他费用 4448.93 万元，预备费 2669.86 万元，建设期利息 1314.39 万元。该项目拟使用本期债券募集资金 2.60 亿元，占项目投资总额的 69.60%。该项目于 2020 年 4 月开工，建设周期 24 个月，拟通过租售实现资金回笼。

C. 补充营运资金

该公司拟使用本期债券募集资金中 1.70 亿元用于补充公司营运资金，降低公司资金流动性风险，增强公司的持续经营能力及抗风险能力。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020 年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要政策选项，更加强调整达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步

引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状态。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施

投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理。5 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预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或

政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 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；指出要“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，国务院办公厅下发《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），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；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。此外，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 3 月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《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。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

咸宁市紧邻武汉市，区位和交通条件良好，生态环境优越，旅游产业发展态势良好，近年来区域经济保持良好发展态势。受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年度咸宁市主要经济指标同比大幅下降。

咸宁市位于武汉南部 80 公里处，是湖北省的南大门，与湖南、江西接壤，成为武汉、长沙、南昌金三角（长江中游城市群）中的几何中心城市。咸宁市全市总面积 9861 平方公里，是武汉城市圈“两型”社会试点城市之一，下辖

一区、一市、四县和一个国家级开发区。截至 2019 年末，咸宁市常住人口为 254.84 万人，常住人口城镇化率 54.4%。

咸宁市地处华中腹地、长江黄金水道与京广铁路大动脉交汇地带，水陆空交通便捷。京广铁路、武广高速客运专线、武咸城际铁路、107 国道、京珠高速公路、武咸快速通道以及咸通高速等快速交通构成了咸宁市与外界联系的主要交通网，其他省道等丰富了区域内部交通网密度，是湖北省重要的交通枢纽城市。其中，武咸城际铁路对于咸宁经济发展具有重要意义，武汉被称为“九省通衢”之地，武咸城铁让武汉和咸宁更加紧密，咸宁凭借相对较低的生产成本优势逐步显露，成为武汉产业转移的重要基地。

湖北省下辖 13 个市（州），各地区之间经济实力差异较大，咸宁市经济总量在湖北省各市（州）中排名靠后。经初步核算，2019 年咸宁全市地区生产总值 1594.98 亿元，较上年增长 8.1%。其中，第一产业增加值 200.00 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 704.90 亿元，增长 8.9%；第三产业增加值 690.08 亿元，增长 8.8%，人均生产总值为 6.27 万元。全市三次产业结构比由 2017 年的 15.6:48.4:36.0 调整为 2019 年的 12.5:44.2:43.3，第三产业增加值比重提高 7.3 个百分点。受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年度，全市实现地区生产总值 616.57 亿元，同比下降 17.5%，第一产业、第二产业和第三产业增加值同比增速分别为-7.8%、-25.0%和-11.2%。

图表 3. 2017 年以来咸宁市主要经济指标及增速

经济指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年上半年度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值（亿元）	1234.86	8.1	1362.42	8.5	1594.98	8.1	616.57	-17.5
人均生产总值（万元）	4.88	7.5	5.37	8.1	6.27	7.8	-	-
工业增加值（亿元）	535.55	7.8	590.37	8.5	609.17	9.5	-	-22.4
全社会固定资产投资（亿元）	1676.07	16.5	-	11.3	-	11.7	-	-59.1
其中：房地产投资	62.74	10.1	-	5.0	-	-17.4	-	-11.7
社会消费品零售总额（亿元）	497.24	12.4	556.18	11.9	623.10	12.0	238.65	-28.4
进出口总额（亿元）	34.20	20.7	36.70	7.5	62.78	70.9	-	-
三次产业结构	15.6:48.4:36.0		13.7:48.7:37.6		12.5:44.2:43.3		-	

资料来源：咸宁市统计年鉴及国民经济和社会发展统计公报及咸宁市统计局

图表 4. 2017-2019 年湖北省下辖主要城市 GDP 及增速情况（单位：亿元、%）

	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
武汉	13410.34	8.0	14847.29	8.0	16223.21	7.40
襄阳	4064.90	7.2	4309.80	7.8	4812.80	7.90
宜昌	3857.17	2.4	4064.18	7.7	4460.82	8.10
荆州	1922.18	7.5	2082.18	7.5	2516.48	7.50
黄冈	1921.83	7.6	2035.20	7.2	2322.73	6.80
孝感	1742.23	6.6	1912.90	8.1	2301.40	8.00
荆门	1664.17	7.5	1847.80	8.0	2033.77	7.50

	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
十堰	1632.32	10.1	1747.80	7.2	2012.70	7.00
黄石	1479.40	7.7	1587.33	7.8	1767.19	8.20
咸宁	1234.86	8.1	1362.42	8.5	1594.98	8.10
随州	935.72	6.8	1011.19	7.8	1162.23	7.80
鄂州	905.92	8.6	1005.30	8.2	1140.07	7.80
恩施州	801.23	6.2	870.95	6.2	1159.37	6.60
咸宁市位次	10	3	10	1	10	3

资料来源：湖北省各市（州）国民经济和社会发展统计公报

咸宁自然资源丰富。在农业资源方面，咸宁 2019 年农作物播种面积 420.79 万亩，其中经济作物面积 226.33 万亩。在矿产资源方面，咸宁市已发现矿产 59 种，其中查明资源储量的矿产 44 种，居湖北省第一的有钽、铍、锑、独居石、长石、钠长石、白云母、镁和地热 9 种，居第二位的有金、铌、冶金用白云岩 3 种，此外咸宁市还拥有优质硅石资源及其辅助原料。

咸宁工业发展主要依托当地自然资源，但形成的优势产业还比较少。随着红牛、统一、今麦郎等一批国内外知名的食品饮料加工企业落户咸宁，咸宁市食品饮料产业已形成一定规模。咸宁市通城县云母电工材料的产销量和出口量位居全国第一，通山县拥有硅材料产业开发所需的优质硅石资源及其辅助原料，推动了咸宁光电子信息产业的发展，已形成以光宝电子、友邦电子、麦斯电子为代表的电子产业群体。

咸宁市森林覆盖率超过 54%，全年优良空气指数 300 天以上，境内大小湖泊 115 个，是国家园林城市、国家卫生城市、国家森林城市、国家生态保护与建设示范区、全国水生态文明建设试点市。咸宁市旅游资源丰富，九宫山是国家 AAAA 级风景名胜区、国家级自然保护区，温泉是咸宁市最负盛名的旅游资源，有“中国温泉之乡”之称。依托独特的资源禀赋，旅游产业在当地经济中占有突出的地位。近年来，随着咸宁建设“中国温泉之都”等战略的实施，咸宁市旅游产业发展迅速，对经济的支撑不断增强。2019 年，全市旅游接待人数达 7636.78 万人次，较上年增长 13.9%，实现旅游总收入 394.14 亿元，同比增长 15.2%。

近年来咸宁市房地产投资增速持续下滑，但商品房成交尚属活跃。2017-2019 年全市房地产投资增速分别为 10.1%、5.0%和-17.4%，由于大力发展租赁住房及存量住房的改造提升，新开发楼盘少，房地产投资增速持续下滑。商品房销售方面，近年来全市商品房成交额快速增长，2017-2019 年商品房销售额分别为 125.81 亿元、191.79 亿元和 221.02 亿元，同比增速分别为 18.4%、52.4%和 15.2%；商品房销售均价由 4000 元/平方米增至 4808 元/平方米。2020 年第一季度，咸宁市房地产开发投资同比下滑 37.8%；同期，商品房销售额同比下降 52.7%至 19.92 亿元。

图表 5. 2017 年以来咸宁市房屋建设、销售情况

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	数据	增速(%)	数据	增速(%)	数据	增速(%)	数据	增速(%)
房屋施工面积(万平方米)	1157.49	-2.1	1185.89	2.9	1384.24	16.7	1220.58	11.4
商品房竣工面积(万平方米)	370.77	20.8	124.17	-14.3	132.18	6.5	13.33	-72.6
商品房销售额(亿元)	125.81	18.4	191.79	52.4	221.02	15.2	19.92	-52.7
商品房销售均价(元/平方米)	4000	-	4233	-	4808	-	4513	-

资料来源：咸宁市统计局

咸宁高新区是咸宁市重要的工业聚集地，发展能够得到地方政府的大力支持，2017 年 2 月升级为国家高新区，更为咸宁高新区发展带来了新的机遇。

咸宁高新区前身是咸宁经济开发区，成立于 2006 年 7 月，并在 2008 年 7 月被湖北省人民政府批准成为省级高新技术产业园区，2015 年 2 月更名为咸宁高新技术产业园区，2017 年 2 月，经国务院批复同意咸宁高新技术产业园区升级为国家高新技术产业开发区，定名为咸宁高新技术产业开发区，实行现行的国家高新技术产业开发区的政策。作为咸宁市重要的工业聚集地，咸宁高新区发展能够持续得到地方政府较大支持，2018 年高新区管委会陆续印发了《咸宁高新区招商引资实施办法》以及《咸宁高新区对外开放发展黄金十条》，结合省、市相关政策，针对高新区内招商引资、基础设施建设、固定资产投资、科技研发以及产业引进等方面提供税收优惠、政府奖励资金以及项目建设补贴等优惠政策，以提升园区产业发展以及自主创新意识。

咸宁高新区位于咸宁市中心城区东北面，初始规划面积 10.68 平方公里(一期)，后不断扩容，二期规划面积 12.25 平方公里，三期“武咸工业走廊”规划面积 48.1 平方公里，2015 年咸宁市政府将横沟桥镇托管给高新区(期限 40 年)，园区面积由此增至 149 平方公里，2017 年 6 月，根据咸宁市政府规划，咸嘉临港产业园正式并入高新区¹，园区远期规划面积增至 369 平方公里。目前一期、二期已经满园，三期是主要开发的区域。根据规划，三期“武咸工业走廊”将规划面积中的 15%-20%的面积用于商住用地开发，其余面积主要为工业用地。

咸宁高新区是咸宁市建设“两型”试验区的桥头堡，积极承接“大三角”和“中三角”产业转移，是咸宁市主要的工业聚集地，发展能够得到地方政府高度重视。目前高新区已初步形成五大主导产业，分别是：以红牛、今麦郎、黄鹤楼等为龙头的食品饮料产业；以 3D 科技城、光宝、能一郎等为龙头的电子信息产业；以 J10 汽车、三环方向机、北辰汽车转向器为龙头的现代制造产业；以立邦漆、南玻玻璃、蒲瑞科复合材料为龙头的新能源新材料产业；以惠生药业、中山厚福、绿雪生物为龙头的生物医药产业。

受园区升级改造以及新旧动能转换影响，近年来咸宁高新区经济保持增

¹ 依据咸宁市机构编制委员会 2017 年 5 月 27 日下发的《关于撤销湖北咸宁咸嘉临港新城管理委员会的通知》(咸编文[2017]54 号)文件，咸嘉临港产业园管理委员会退出原市政府派出工作机构序列并设置咸嘉临港产业园管理办公室，交由咸宁高新区管理。

长，但增速波动较大，2017-2019 年全区实现地区生产总值分别为 44.35 亿元、52.14 亿元和 64.02 亿元，同比增速分别为 3.0%、18.0%和 22.78%。2019 年咸宁高新区规模以上工业总产值 178 亿元，同比增长 10%，规上工业增加值同比增长 9.9%，高新技术产业增加值 21 亿元，占 GDP 的 33%。2019 年新增规上企业 12 家，园区规上企业为 102 家，高新技术企业总数达到 65 家；随着高新区规划面积的增加以及园区升级改造需要，园区固定资产投资保持较快增长速度，2019 年固定资产投资额为 145 亿元，同比增长 11.7%。招商引资方面，2019 年全区新签约项目 62 个，协议投资额达 143 亿元，新开工项目 46 个，新投产项目 40 个，总投资额约 150 亿元，单个投资额 10 亿元以上项目 5 个，单个投资额 5 亿元以上项目 15 个。

图表 6. 2017-2019 年咸宁高新区主要指标（单位：亿元）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速（%）	金额	增速（%）	金额	增速（%）
地区生产总值	44.35	3.0	52.14	18.0	64.02	22.78
规模以上工业总产值	170	13.0	161.9	10.0	178	10.0
规模以上工业增加值	38.4	8.0	40.5	8.8	-	9.9
固定资产投资额	123.5	20.0	125.54	11.5	145	11.7

资料来源：咸宁高新投

2. 业务运营

该公司是咸宁高新区核心的政府性项目实施主体，承担了咸宁高新区内的基建项目建设和土地开发任务。综合开发建设业务为公司营业收入的主要来源，近年来该项收入持续增长。未来公司项目建设仍有较大规模的投资支出，但管委会资金拨付进度滞后，仍将持续面临较大的资金平衡压力。

该公司是咸宁市主要的市政基础设施建设、土地开发主体之一，是咸宁高新区核心的政府性项目实施主体。公司核心业务主要为土地开发及代建工程业务，其他业务包括房屋租赁、融资租赁、绿化等。2017-2019 年，公司实现营业收入分别为 5.30 亿元、8.66 亿元和 10.36 亿元，其中综合开发业务收入是公司营业收入的主要来源，近三年该项收入占比均超过 80%。2020 年第一季度，公司实现营业收入 2.64 亿元，同比增长 21.95%，仍主要来源于综合开发建设业务。

图表 7. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利率情况

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额(亿元)	占比（%）	金额(亿元)	占比（%）	金额(亿元)	占比（%）	金额(亿元)	占比（%）
营业收入	5.30	100.00	8.66	100.00	10.36	100.00	2.64	100.00
土地开发	0.86	16.16	0.86	9.90	0.55	5.29	0.01	0.49
综合开发建设	4.33	81.57	7.28	84.03	9.32	90.00	2.10	79.71
其他	0.12	2.27	0.53	6.06	0.49	4.71	0.52	19.80
毛利率	24.17		20.69		14.17		8.12	
土地开发	100.00		100.00		100.00		100.00	
综合开发建设	9.22		8.75		7.81		8.35	

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
其他		21.43		56.68		39.11		4.95

资料来源：咸宁高新投

2017-2019 年，该公司综合毛利率分别为 24.17%、20.69%和 14.17%，持续下降。其中，土地开发收入由于按照净额法核算，毛利率维持在 100%；综合开发建设业务近年来受项目结算缴纳税率变更影响，毛利率持续降低，分别为 9.22%、8.75%和 7.81%。其他业务具体包括经营租赁、广告服务及融资租赁和商业保理，毛利率相对较高，分别为 21.43%、56.68%和 39.11%。

(1) 土地开发整理

咸宁市政府赋予该公司土地一级开发的职能，公司主要依据湖北咸宁高新技术产业开发区管理委员会（简称“高新区管委会”）制定的区域开发计划开展土地开发业务。2008 年公司与高新区管委会签订了《土地整理投资协议》，公司负责将土地进行整理并达到出让条件，由市土地管理部门在各年度依法以“招、拍、挂”的方式进行出让，湖北咸宁高新技术产业园区财政局（简称“高新区财政局”）将土地出让金地方留存部分全部返还给公司。2017 年之后，根据高新区管委会与公司签订的《咸宁高新技术产业开发区土地开发整理和综合投资建设委托协议书》，公司自行筹集土地整理开发所需资金，高新区管委会需足额支付公司发生的投资成本及确认的投资回报，每年实际支付金额按年度财力状况确定，但最少不低于每年应付金额的 30%，同时对征地拆迁类政府投资项目以投资回报确认收入，投资回报比例为支出成本的 15%²。账务处理方面，2017 年以前公司垫付的土地开发整理支出入账“存货-开发成本”，2017 年调整核算方式后，土地开发成本入账“应收账款”，收到财政拨付资金后冲减此科目。

该公司的土地开发成本主要由拆迁及安置补偿费、征地费等费用构成，公司在开发土地集中于高新区三期（规划面积 48.1 平方公里）以及横沟桥镇。截至 2019 年末，公司处于开发阶段地块主要为青龙路与职教路交叉口南侧、十六潭路北侧（地块一）等，共计 638.27 亩，计划总投资 6.55 亿元，累计已投资 3.30 亿元，尚余 3.24 亿元待投资。

图表 8. 公司在开发地块情况（单位：万元、亩）

地块名称	土地面积	规划用途	总投资额	已投资额	待投资额
高新区香城大道与横五路交汇处南侧	138.97	工业	1752.00	1168.00	584.00
职教路北侧咸宁高新投资集团有限公司	96.38	商住	11570.00	5785.00	5785.00
青龙路与职教路交叉口南侧	194.88	商住	23400.00	11700.00	11700.00
高新区旗鼓大道与十六潭路交叉口北侧	33.59	商住	5040.00	2520.00	2520.00
十六潭路北侧（地块一）	78.57	商住	11800.00	5900.00	5900.00

² 以 2017 年 1 月 1 日为节点，节点日之后的仅以投资回报确认土地整理收入，存量在开发地块中后续收入也仅以投资回报确认。

地块名称	土地面积	规划用途	总投资额	已投资额	待投资额
十六潭路北侧（地块二）	13.13	商住	1970.00	985	985.00
青龙路与职教路交叉口东侧	82.75	商住	9940.00	4970.00	4970.00
合计	638.27		65472.00	33028.00	32444.00

资料来源：咸宁高新投（截至 2019 年末）

2017-2019 年，该公司确认的土地开发业务收入分别为 0.86 亿元、0.86 亿元和 0.55 亿元；同期公司土地开发整理投入分别为 5.87 亿元、6.06 亿元和 6.46 亿元。近三年公司合计完成土地开发规模约 7000 亩，累计投资约 18 亿元，累计回笼资金约 8 亿元。

图表 9. 公司土地开发及上市情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
完成土地开发投资额（亿元）	5.87	6.06	6.46
土地出让面积（亩）	1466.71	3349.81	2875.94
出让土地宗数（宗）	27	49	37
资金回笼（亿元）	0.86	3.57	3.20

资料来源：咸宁高新投

此外，该公司账面上存在一定规模的土地资产，大多为政府注入地块，地块用途以商业、住宅及工业用地为主，使用权类型全部为出让。2019 年经上级政府批准，公司持有的三宗地块被收回，结算价款合计 3.02 亿元；年末政府注入公司的土地账面价值较上年末下降 3.67%至 88.73 亿元，剩余土地面积为 532.45 万平方米。此外，公司还通过“招拍挂”方式获得部分土地资产，年末账面价值为 9.25 亿元，面积为 175.83 万平方米（入账“存货-开发成本”），主要用于公司自建项目建设。公司因对外融资抵押了部分地块，截至 2019 年末，存货中已抵押土地账面价值为 26.85 亿元。

（2）城市基础设施建设业务

该公司原来主要通过与高新区管委会签订《委托代建协议书》开展基础设施建设业务，涉及的项目类型包括道路、桥梁、管网、保障房、污水处理厂等。根据双方签订的《委托代建协议书》，自 2009 年 1 月 10 日起，咸宁高新区所有基础设施工程均由公司承担，项目完工后，高新区管委会对工程项目进行结算验收，公司按照基建造价的 25%确认建设管理收入。2015 年，公司基建管理收入确认比例由原来的 25%调整为 12%。2017 年以后，根据《咸宁高新技术产业开发区土地开发整理和综合投资建设委托协议书》，约定工程建设类政府投资项目以投资成本及投资回报确认收入，投资回报比例为 15%³。

自 2017 年咸宁高新区升级为国家级高新区后，该公司项目投资进度有所加快，2017-2019 年，公司综合开发建设业务分别投入 3.93 亿元、6.64 亿元和

³ 以 2017 年 1 月 1 日为节点，节点日之后以新比例 15%的投资回报进行成本加成确认综合开发建设业务收入，在建项目未结转部分后续收入确认一并按照上述方式处理

8.60 亿元，确认综合开发建设业务收入分别为 4.33 亿元、7.28 亿元和 9.32 亿元。近年来，公司陆续完成了高新区三期基础设施建设、咸宁市横沟新城及配套基础设施建设项目、咸宁经济开发区环保产业园建设项目、咸宁经济开发区三期污水处理厂及公租房（二期）等项目的投资建设。

目前，该公司在建的代建项目主要为咸宁高新区棚户区改造工程、咸宁高新区“光谷南”产业生态示范新城、高新区一、二期基础设施升级改造项目 and 咸宁高新区横沟桥片区（重点镇）棚户区改造项目，计划总投资 87.06 亿元，截至 2019 年末，累计已完成投资 21.82 亿元，尚余 65.24 亿元待投资。此外，公司还有部分自建项目，建成后将通过租售方式回笼资金，目前在建项目主要为咸宁金融信息港建设项目（一期）、绿色双创孵化示范区项目和咸宁高新区智能制造产业园区项目，计划总投资 31.61 亿元，截至 2019 年末，累计已投资 10.40 亿元，尚余 21.21 亿元待投资。

整体来看，该公司在建及拟建项目投资规模较大，且代建项目资金回笼易受财政资金拨付效率影响，未来仍将面临较大的资金平衡压力。

图表 10. 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	结算期间	计划总投资	累计已投资	备注
咸宁高新区棚户区改造工程	2016-2021	2019-2029	38.13	10.68	委托代建
咸宁高新区“光谷南”产业生态示范新城	2015-2022	2018-2028	23.70	6.13	委托代建
高新区一、二期基础设施升级改造	2016-2022	2016-2025	8.91	4.21	委托代建
咸宁高新区横沟桥片区（重点镇）棚户区改造项目	2019-2022	2019-2026	16.32	0.80	委托代建
代建项目小计	-	-	87.06	21.82	-
咸宁金融信息港建设项目（一期）金融中心建设工程	2018-2021	-	20.57	4.72	自建
绿色双创孵化示范区项目	2018-2020	-	7.30	4.95	自建
咸宁高新区智能制造产业园区项目	2019-2021	-	3.76	0.73	自建
自建项目小计	-	-	31.63	10.40	-

资料来源：咸宁高新投（截至 2019 年末）

（3）其他业务

该公司尚有部分经营性业务，主要包括房屋租赁、融资租赁及绿化等，但目前收入规模仍较小，2017-2019 年公司实现其他业务收入分别为 0.12 亿元、0.44 亿元和 0.49 亿元，对公司营业收入贡献有限。

管理

该公司产权结构清晰，法人治理结构较完整；并根据自身经营管理和发展要求设置了职能机构，管理制度较为完善，可满足公司日常经营需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司为国有独资公司，唯一股东及实际控制人均为咸宁市国资委，产权结构清晰。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司按照《公司法》等有关法律法规的要求，建立了符合业务管理需要的法人治理机制。根据公司章程，公司不设股东会，董事会行使股东会的一部分权力，决定公司重大事项。公司董事会成员共 7 名，监事会成员 5 名，董事长为公司的法定代表人，公司总经理对董事会负责，主要负责公司的日常生产经营和管理工作。

2017 年，该公司董事长兼法人代表由叶金才先生变更为张建群先生。张建群先生历任咸宁地区城镇规划设计院工程师、咸宁温泉开发区土地规划城市建设局管理科科长、咸宁市城市建设资金管理中心主任等。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要体现为关联担保，2019 年末公司为关联方提供担保金额为 68.90 亿元，主要为合并范围内子公司提供借款担保。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据自身经营管理及业务发展需要，设置了财务计划部、资本运营部和投资开发部等职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司在财务管理、固定资产管理及项目安全管理等方面制定了较为规范的制度。上述管理制度基本满足了各职能部门有序开展相关工作的需要。

在财务管理方面，该公司编制和执行预算、财务收入计划、信贷计划、拟定资金筹措和使用方案，并建立了经营核算制度，利用会计资料进行经营活动分析。

在资产管理方面，该公司由办公室对固定资产进行统一管理与核查，统计各部门的固定资产，并建立了资产管理清单，同时，由财务部门对资产价值进行管理。

在对外担保方面，该公司通常不为无股权关系的公司提供担保和借款，若

确需担保和借款，须报政府审批；不得为非法人单位或个人提供担保。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司本部、咸宁高新产城投资开发有限公司和高投重资产公司提供的 2020 年 6 月 2 日《企业信用报告》，均不存在不良信贷记录。

此外，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台 2020 年 7 月 29 日信息查询结果，近三年该公司本部未有重大不良情况。

财务

该公司主要通过债务融资方式筹集资金投入项目开发和建设，近年来负债规模快速增长，但财务杠杆仍处于合理水平；公司负债以刚性债务为主，随着土地整理及项目建设的持续投入，刚性债务增长较快；公司资产集中于以土地整理支出、土地使用权及项目开发成本为主的存货和应收账款、往来款项，资产流动性欠佳。此外，公司对外提供大额担保，存在一定的代偿风险。

1. 公司财务质量

利安达会计师事务所对该公司的 2017 年财务报表进行了审计，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018-2019 年财务报表进行了审计，上述会计师事务所均出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表按照财政部于 2006 年 2 月 15 日及以后颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则，企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。2019 年 12 月 31 日，公司对已出租的厂房、综合楼、商铺自固定资产、无形资产转换为投资性房地产核算并采用公允价值模式进行后续计量。

2017 年末该公司合并范围子公司共计 9 家；2018 年新增 1 家子公司，为咸宁高泰创业投资基金有限公司，公司拟通过股权投资支持咸宁高新区内双创小微企业；2019 年，公司新设增加 2 家子公司，为咸宁绿欣农业投资发展有限责任公司和咸宁高新贸易有限公司，2019 年咸宁绿欣农业投资发展有限责任公司已开始运营，咸宁高新贸易有限公司尚未运营；同期，无偿获得咸宁市国资委划拨的咸宁温泉大商城物业有限公司（简称“温泉物业公司”）100%股权和咸宁市职业教育投资发展有限公司（简称“职教公司”）100%股权，咸宁温泉大商城物业有限公司主要负责商铺经营，咸宁市职业教育投资发展有限公司负责咸宁职教园区⁴的开发建设。近年来公司主要通过新设增加子公司，目前上述公司运营时间较短，业务规模不大，对公司经营状况影响较为有限。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共计 15 家，一级子公司 14 家，二级子公司 1 家。

⁴ 咸宁职教园区成立于 2009 年，规划面积 1 万亩，目前咸宁职教园区基本开发完毕，已入驻湖北工业大学工程技术学院、武汉工业学院等。

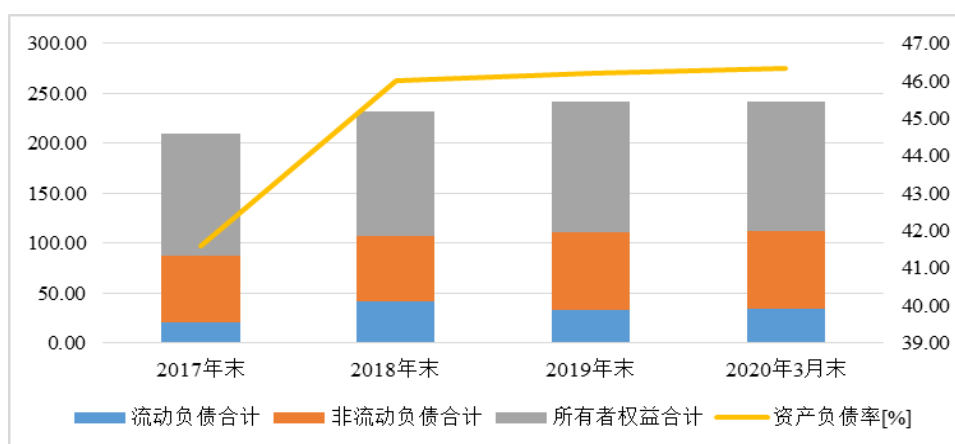
2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

作为咸宁高新区核心的政府性项目投建主体，该公司承担了较多土地开发及基础设施建设业务，对外融资力度较大，近年来公司负债规模持续增长。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末公司负债总额分别为 87.45 亿元、106.85 亿元、111.53 亿元和 112.30 亿元，同期末公司资产负债率分别为 41.61%、46.00%、46.20%和 46.35%，财务杠杆尚处于合理水平。

图表 11. 公司负债构成及财务杠杆情况（单位：亿元、%）



资料来源：咸宁高新投

从负债期限结构来看，该公司以长期负债为主，2017-2019 年末长短期债务比分别为 331.75%、154.44%和 231.68%，其中 2018 年末偏低主要系长期债务陆续步入偿付期，加之公司短期融资规模增加。负债构成方面，公司负债集中于刚性债务，2019 年末余额为 93.18 亿元，占负债总额的比重为 83.54%。此外，公司负债还分布于应交税费、其他应付款和专项应付款，年末余额占负债总额的比重分别为 6.22%、4.52%和 4.07%。其中，应交税费余额为 6.93 亿元，同比增长 13.43%，主要系企业所得税及增值税增加；其他应付款余额为 5.04 亿元，同比增长 25.81%，主要系租赁保证金以及与咸宁市政府部门或国有企业间等的往来款，年末主要包括应付武汉众邦德龙科技发展有限公司、湖北工业大学商贸学院和武汉工程科技学院土地款项合计 1.64 亿元、应付咸宁中建城市基础投资有限公司往来款 0.39 亿元以及应付咸宁市咸安区横沟桥镇孙田村民委员会借款 0.20 亿元（已计入刚性债务）等；专项应付款余额为 4.54 亿元，主要系财政拨付的项目建设专项资金，同比增长 29.33%，主要系收到实验外国语学校建设专项资金 1.35 亿元。此外，因支付工程款，应付账款较上年末下降 38.57%至 0.82 亿元。

2020 年 3 月末，该公司负债总额较上年末微增 0.69%至 112.30 亿元，其中刚性债务余额较上年末增加 1.30%至 94.39 亿元，其他负债科目规模较小且

变动不大。

B. 刚性债务

该公司负债主要集中于刚性债务，净资产对刚性债务的覆盖程度尚可。2019 年末公司刚性债务余额为 93.18 亿元，占负债总额的比重为 83.54%，股东权益与刚性债务的比率为 139.41%。从债务期限结构来看，公司偏重于中长期融资，年末中长期刚性债务余额为 72.07 亿元，占比 77.35%；同年末公司短期刚性债务余额为 21.11 亿元，拟用过发行 PPN 及企业债以及自有资金进行偿还。

该公司刚性债务主要分布于长期借款（含一年内到期的长期借款）、应付债券（含一年内到期的应付债券）、其他流动负债、其他非流动负债（含一年内到期的其他非流动负债）和长期应付款（含一年内到期的长期应付款），2019 年末占刚性债务余额的比重分别为 33.34%、52.91%、6.83%、4.51%和 1.55%。其中，长期借款（含一年内到期的长期借款）余额为 31.06 亿元，全部为银行借款，以抵质押借款和保证借款为主，年利率主要分布于 4.54%-6.86%之间。公司保证借款主要系母公司为下属子公司的借款进行担保，质押借款的质押物主要为应收账款，抵押借款的抵押物为土地使用权。公司应付债券（含一年内到期的应付债券）余额为 49.30 亿元，包括 3 期企业债、2 期中期票据、1 期债务融资工具和 1 期债权融资计划，年利率分布于 5.80%-7.08%区间；其他流动负债余额 6.36 亿元，系公司本部 1 年期的债务融资工具和 1 年期的债权融资计划；其他非流动负债（含一年内到期的其他非流动负债）余额 4.20 亿元，系本部通过光大银行的委托债权投资计划筹资 5.00 亿元（期限 3 年，利率 5.225%）；长期应付款（含一年内到期的长期应付款）余额为 1.45 亿元，为融资租赁借款，期限 5 年，利率 6.55%。此外，公司下属子公司湖北桂冠资产管理有限公司分别向孙祠村、栗林村、孙田村和付桥村村民委员会借款，2019 年末余额为 4800 万元，无明确偿还期限，利率 5%。

该公司自 2013 年以来已在债券市场发行 12 支债券，募集资金合计 99 亿元，票面年利率在 3.78%-7.08%之间。截至 2020 年 7 月 31 日，公司待偿还债券本金余额为 52.9 亿元，目前公司还本付息均正常。

图表 12. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
13 咸宁荣盛债	15.00	7	5.80	2013 年 06 月	按期兑付
15 咸宁荣盛债	14.00	7	6.29	2015 年 02 月	按时付息，已提前偿还本金 8.4 亿元
17 咸双创债	10.00	10	6.60	2017 年 06 月	按时付息，已提前偿还本金 1.5 亿元
18 咸宁高新 MTN001	6.00	5 (3+2)	7.08	2018 年 01 月	未到期，按时付息
18 咸宁高新 CP001	8.00	1	6.29	2018 年 04 月	按期兑付
18 咸宁高新 CP002	8.00	1	5.14	2018 年 12 月	按期兑付
19 咸宁高新 PPN001	5.00	1	5.00	2019 年 04 月	按期兑付
19 咸宁高新 PPN002	5.00	2	6.00	2019 年 04 月	未到期，按时付息
19 咸宁高新 MTN001	15.00	5 (3+2)	6.00	2019 年 10 月	未到期
20 咸宁高新 PPN001	2.50	2	6.00	2020 年 3 月	未到期

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
20 咸宁高新 CP001	8.00	1	3.78	2020 年 4 月	未到期
20 咸宁高新 PPN002	2.50	1	4.49	2020 年 4 月	未到期

资料来源：Wind（截至 2020 年 7 月 31 日）

C. 或有负债

截至 2020 年 3 月末，该公司对外担保余额为 15.59 亿元，担保对象为咸宁市城市资产经营有限公司⁵（简称“城市资产经营公司”），存在一定代偿风险。

城市资产经营公司成立于 2010 年，截至 2020 年 3 月末，注册资本为 5.83 亿元，控股股东为咸宁市城市建设投资开发有限公司（简称“咸宁市建投”），持股 34.31%；中国农发重点建设基金有限公司持有城市资产经营公司 65.69% 的股权⁶。城市资产经营公司目前主要负责咸宁市棚户区改造及保障房建设，2019 年末，城市资产经营公司未经审计的资产总额 93.13 亿元，净资产 15.43 亿元，资产负债率为 83.44%，2019 年实现营业收入 0.13 亿元，净利润-0.16 亿元。

(2) 现金流分析

2017-2019 年，高新区财政资金拨付进度不断加快，该公司营业收入现金率分别为 41.51%、67.78%和 127.19%，维持增长；同期，公司可获得一定规模政府补贴和经营性往来净流入，故经营性现金净流量维持增长，分别为-6.51 亿元、-4.68 亿元和 6.70 亿元。

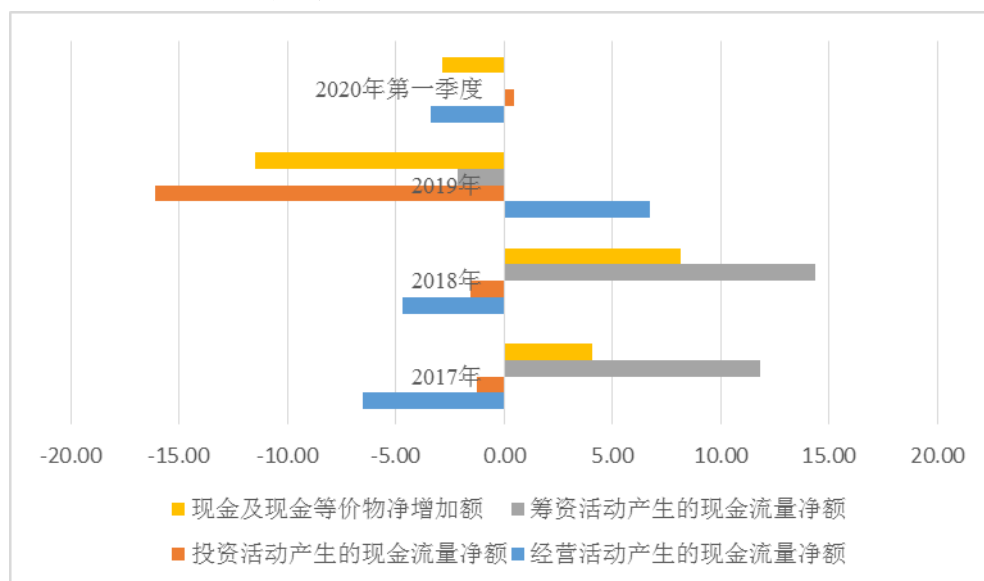
该公司投资活动现金流主要反映了自建的基础设施项目、股权投资等收支，2018 年非经营性的关联方资金拆借被调整至投资活动现金流项下核算，2017-2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为-1.23 亿元、-1.56 亿元和-16.09 亿元。近年来公司自建项目投入及投资支出有所加快，其中 2019 年由于公司购置了部分土地及房屋资产，资金流出规模显著扩大。公司经营活动及投资活动资金缺口主要通过外部融资来弥补，而近年来公司到期偿付债务本息也不断增长，2017-2019 年，公司筹资性净现金流分别为 11.82 亿元、14.37 亿元和-2.12 亿元。

2020 年第一季度，该公司经营活动产生现金净流出 3.37 亿元；同期公司自建项目投入少，由于收回 2019 年对合加新能源汽车有限公司的委托贷款，投资活动产生的现金净流入 0.45 亿元；筹资性现金净流入 0.06 亿元。

⁵ 该公司控股股东咸宁市建投为咸宁市城市发展（集团）有限责任公司（股东为咸宁市国资）子公司，城市资产经营公司承担了部分棚户区改造任务，其向农发行取得了约 16 亿元的棚改贷款，公司为此笔贷款提供担保。

⁶ 中国农发重点建设基金有限公司并不参与城市资产经营公司实际运营，故对其不具有控制权。

图表 13. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：咸宁高新投

近年来，受益于该公司营业毛利的增加，以利润总额为主的 EBITDA 保持增长，2017-2019 年分别为 2.60 亿元、3.25 亿元和 3.34 亿元；但刚性债务规模较大，同期 EBITDA 对利息支出的保障程度不高，近三年分别为 0.68 倍、0.70 倍和 0.68 倍。此外，咸宁高新区管委会回款相较于建设进度仍缓慢，经营性现金净流入及非筹资性现金净流入量均无法对公司偿债提供有效保障。

图表 14. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.68	0.70	0.68
EBITDA/刚性债务(倍)	0.04	0.04	0.04
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-36.02	-15.03	17.73
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-9.84	-5.70	7.31
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-42.84	-20.04	-24.82
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-11.71	-7.60	-10.24

资料来源：咸宁高新投

(3) 资产质量分析

依托自身的经营积累及咸宁市国资委股权注入，该公司所有者权益不断增长，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 122.74 亿元、125.46 亿元、129.90 亿元和 129.98 亿元，其中 2019 年增长主要系咸宁市国资委无偿划入温泉物业公司及职教公司 100% 的股权，年末资本公积同比增长 1.42%。从资本构成看，2019 年末公司实收资本、资本公积及未分配利润分别为 10.00 亿元、89.22 亿元和 27.27 亿元，占净资产总额的比重分别为 7.70%、68.68% 和 20.99%。其中资本公积主要为政府划拨的土地使用权资产和股权。

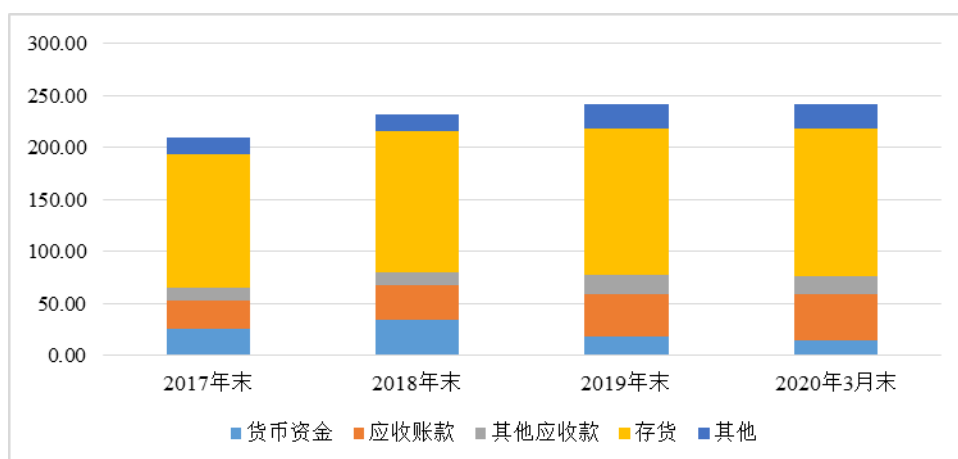
随着土地开发及项目建设的持续投入，该公司资产规模不断增长，

2017-2019 年末分别为 210.20 亿元、232.31 亿元和 241.43 亿元。公司资产主要集中于流动资产，2019 年末流动资产占资产总额的比重为 91.17%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成，年末余额占资产总额的 7.48%、17.04%、7.53%和 58.26%。2019 年末，公司货币资金余额分别为 18.05 亿元，大部分未受限，但由于项目建设支出加快以及偿还到期债务，同比大幅减少 47.25%；应收账款余额为 41.15 亿元，同比增长 24.36%，因公司承担的土地开发整理及基础设施投建支出不断增加，且资金回笼相对滞后，近年来应收款项规模扩张较快，年末应收高新区财政局工程款和土地款合计 35.84 亿元，占比 87.10%；其他应收款余额为 18.19 亿元，包括应收高新区财政局 13.89 亿元和咸宁实验外国语学校（筹）改建工作领导小组 1.13 亿元；存货余额为 140.65 亿元，同比增长 4.22%，主要包括代建基础设施项目开发成本（含部分招拍挂获得土地使用权）51.26 亿元以及政府注入的土地资产 88.73 亿元。

该公司非流动资产主要分布于可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资和在建工程，2019 年末占资产总额的比重分别为 0.83%、0.63%、1.50%和 2.76%。其中年末可供出售金融资产余额为 2.00 亿元，主要为可供出售权益工具，包括咸宁市担保集团有限责任公司股权资产 1.00 亿元以及湖北银行股份有限公司股权资产 0.62 亿元；长期应收款为下属子公司湖北永盛融资租赁有限公司应收融资租赁借款及应收保理款，2019 年末余额为 1.56 亿元。长期股权投资余额为 3.63 亿元，由于新增对当地政府引导基金湖北宏泰奥瑞产业投资合伙企业（有限合伙）等投资，年末余额同比增长 63.64%，以上基金投资方向主要系园区内高成长性企业；在建工程余额为 6.66 亿元，主要系公司在建的基础设施项目成本，同比减少 7.23%，主要系部分已完工项目结转成本所致。此外，由于计量模式调整，2019 年末部分固定资产及无形资产调整至投资性房地产科目核算；同年公司购置了办公楼、商铺及厂房等，年末固定资产同比增长 38.09%至 1.92 亿元，因购置土地使用权，无形资产同比增长 106.41%至 1.90 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额较上年末微增 0.35%至 242.29 亿元；具体科目来看，应收账款较上年末增长 7.05%至 44.05 亿元；存货较上年末增长 1.15%至 142.27 亿元；其他流动资产由于委托贷款收回较上年末下降 49.94%至 0.50 亿元；货币资金较上年末下降 17.70%至 14.86 亿元，其余资产科目变动不大。

图表 15. 公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：咸宁高新投

（4）流动性/短期因素

该公司资产集中于以政府划入土地资产、项目开发成本为主的存货和应收账款，故流动性指标较好，2019 年末公司流动比率 654.59%，而存货变现受政府结算进度以及资金拨付效率影响较大。公司现金比率和短期刚性债务现金覆盖率持续下降，流动性风险持续加大，2020 年 3 月末现金比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 43.62%和 67.60%。

图表 16. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率（%）	968.14	517.03	654.59	647.31
现金比率（%）	128.80	81.49	53.68	43.62
短期刚性债务现金覆盖率（%）	246.22	112.80	85.52	67.60

资料来源：咸宁高新投

截至 2020 年 3 月末，该公司受限资产合计为 47.81 亿元，占期末资产总额的比重为 19.73%，主要为用于银行借款抵质押的土地使用权及应收账款，以及少量房屋资产。

图表 17. 公司受限资产明细

名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
存货	26.85	18.87	抵押担保
固定资产	0.12	6.27	抵押担保
无形资产	0.36	18.80	抵押担保
投资性房地产	0.68	26.08	抵押担保
应收账款	19.81	44.97	质押担保

资料来源：咸宁高新投（截至 2020 年 3 月末）

3. 公司盈利能力

该公司盈利主要来源于营业毛利及政府补助。2017-2019 年公司营业毛利

分别为 1.28 亿元、1.71 亿元和 1.47 亿元，呈波动态势。同期，受结算项目缴纳税率变更影响，综合毛利率分别为 24.17%、20.69%和 14.17%，主业盈利能力持续下降。

该公司投资的项目一直较多，主要依赖外部融资筹集资金，借款利息大部分作资本化处理，公司期间费用以管理费用为主。2017-2019 年公司期间费用分别为 0.08 亿元、0.16 亿元和 0.29 亿元；期间费用率分别为 1.58%、1.89%和 2.84%。由于公司存款利息收入对费用化的利息支出进行冲减，2017-2019 年公司财务费用分别为-392.48 万元、-144.23 万元和 114.82 万元。

高新区管委会每年均给予该公司财政补贴以支持城市基础设施等项目建设，是公司盈利的重要补充。2017-2019 年公司获得政府补贴分别为 1.63 亿元、1.75 亿元和 2.01 亿元；同期，公司实现净利润分别为 2.33 亿元、2.79 亿元和 2.86 亿元。

2020 年第一季度，该公司实现营业毛利 0.21 亿元，主要来源于土地开发整理及综合开发建设业务，同期综合毛利率为 8.12%；当期实现营业利润 0.11 亿元，净利润为 0.08 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是咸宁高新区核心的政府性项目实施主体，承担咸宁高新区内的基建项目建设和土地开发任务。综合开发建设为公司营业收入的主要来源，自咸宁高新区升级为国家级开发区后，综合开发建设投入加快，近年来该项业务收入持续增长。

2. 外部支持因素

该公司作为咸宁高新区核心的政府性项目投建主体，能够得到政府较大力度支持。2017-2019 年公司累计收到政府补贴资金 5.39 亿元，为公司盈利提供了较大支撑。

此外，该公司和多家金融机构保持良好的合作关系，融资渠道通畅，截至 2019 年末，公司获得银行授信额度为 130.40 亿元，尚未使用授信额度为 86.26 亿元。

本期债券偿付保障分析

该公司是咸宁高新区核心的政府性项目实施主体，承担咸宁高新区内的基建项目建设和土地开发任务，2017-2019 年营业收入维持增长，分别为 5.30 亿元、8.66 亿元和 10.36 亿元，且公司能够持续收到政府相关补助，同期分别

为 1.63 亿元、1.75 亿元和 2.01 亿元，有效提升了公司利润水平。此外，公司外部融资渠道较通畅，截至 2019 年末，公司尚未使用授信额度为 86.26 亿元。

评级结论

咸宁市紧邻武汉市，区位和交通条件良好，生态环境优越，旅游产业发展态势良好，区域经济保持良好发展态势。受新冠肺炎疫情影响，2020 年上半年咸宁市主要经济指标同比大幅下降。咸宁高新区是咸宁市主要的工业聚集地，发展能够得到地方政府的大力支持，2017 年 2 月升级为国家高新区，更为咸宁高新区发展带来了新的机遇。

该公司是咸宁高新区核心的政府性项目实施主体，承担了咸宁高新区内的基建项目建设和土地开发任务。综合开发建设业务为公司营业收入的主要来源，近年来该项收入持续增长。未来公司项目建设仍有较大规模的投资支出，但管委会资金拨付进度滞后，仍将持续面临较大的资金平衡压力。

该公司主要通过债务融资方式筹集资金投入项目开发和建设，近年来负债规模快速增长，但财务杠杆仍处于合理水平；公司负债以刚性债务为主，随着土地整理及项目建设的持续投入，刚性债务增长较快；公司资产集中于以土地整理支出、土地使用权及项目开发成本为主的存货和应收账款、往来款项，资产流动性欠佳。此外，公司对外提供大额担保，存在一定的代偿风险。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

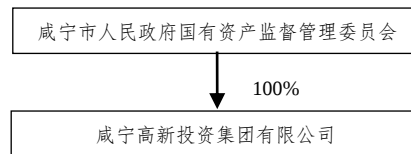
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

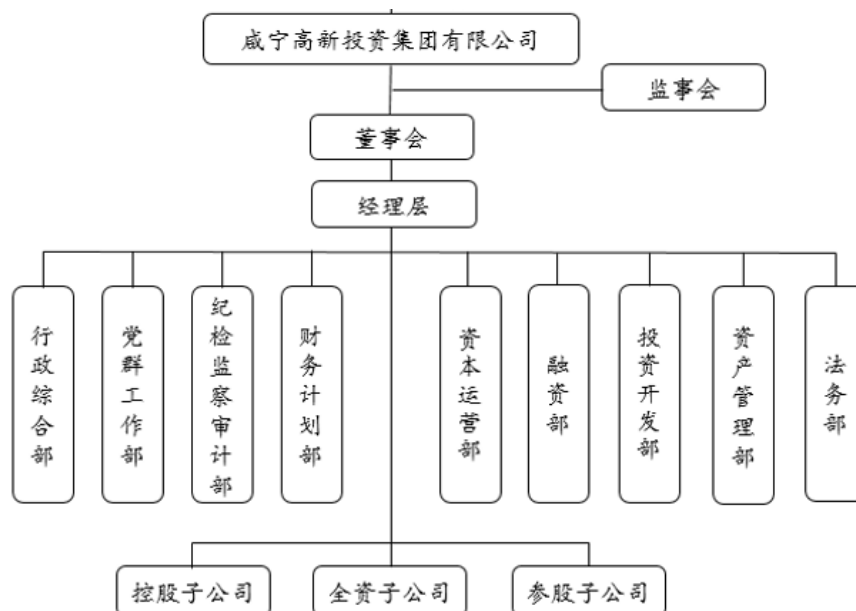
公司股权结构图



注：根据咸宁高新投提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据咸宁高新投提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据				备注
全称	简称			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	
咸宁高新投资集团有限公司	咸宁高新投	-	土地整理、基础设施建设	61.96	126.75	5.80	2.49	公司本部
咸宁市荣盛置业有限责任公司	荣盛置业	100.00	城镇化建设、资产管理与投资、房地产开发经营、物业管理等	16.39	4.50	2.56	0.34	
咸宁高新产城投资开发有限公司	高新产投	100.00	城镇化建设与经营；高新区开发、建设、运营管理；资产管理与投资	7.34	4.56	1.29	0.14	
咸宁景秀生态建设投资有限公司	景态建投	100.00	园林绿化工程设计、施工、养护、技术咨询、预决算服务；苗木销售	0.10	0.16	0.17	0.02	
湖北永盛融资租赁有限公司	永盛租赁	100.00	融资租赁业务	0.35	2.14	0.12	0.10	
咸宁高新重资产投资有限公司	高投重资产公司	100.00	地产、房产收购、管理及销售；工业园区及物流园区的开发、建设、运营、管理	1.40	6.33	0.13	-0.06	

注：根据咸宁高新投提供资料整理

附录四：
主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	210.20	232.31	241.43	242.29
货币资金 [亿元]	26.09	34.22	18.05	14.86
刚性债务[亿元]	73.99	90.17	93.18	94.39
所有者权益 [亿元]	122.74	125.46	129.90	129.98
营业收入[亿元]	5.30	8.66	10.36	2.64
净利润 [亿元]	2.33	2.79	2.86	0.08
EBITDA[亿元]	2.60	3.25	3.34	—
经营性现金净流入量[亿元]	-6.51	-4.68	6.70	-3.37
投资性现金净流入量[亿元]	-1.23	-1.56	-16.09	0.45
资产负债率[%]	41.61	46.00	46.20	46.35
长短期债务比[%]	331.75	154.44	231.68	229.79
权益资本与刚性债务比率[%]	165.90	139.13	139.41	137.70
流动比率[%]	968.14	517.03	654.59	647.31
速动比率[%]	321.08	192.10	233.12	226.29
现金比率[%]	128.80	81.49	53.68	43.62
短期刚性债务现金覆盖率[%]	246.22	112.80	85.52	67.60
利息保障倍数[倍]	0.66	0.68	0.65	—
有形净值债务率[%]	71.48	85.81	87.14	87.69
担保比率[%]	12.70	12.42	12.00	11.99
毛利率[%]	24.17	20.69	14.17	8.12
营业利润率[%]	48.01	36.50	30.37	4.36
总资产报酬率[%]	1.26	1.43	1.35	—
净资产收益率[%]	1.91	2.25	2.24	—
净资产收益率*[%]	1.91	2.25	2.24	—
营业收入现金率[%]	41.51	67.78	127.19	11.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-36.02	-15.03	17.73	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-9.84	-5.70	7.31	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-42.84	-20.04	-24.82	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-11.71	-7.60	-10.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.68	0.70	0.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04	—

注：表中数据依据咸宁高新投经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计－期末存货余额－期末预付账款余额－期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计－期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1－报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 发行人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 发行人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 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 发行人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 发行人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 发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性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券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。