



2014 年天门市城市建设投资有限公司公 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
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： 



2014年天门市城市建设投资有限公司公司债券 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	AA+	AA+
评级日期	2021-06-28	2020-08-27

评级观点

- 中证鹏元对天门市城市建设投资有限公司（以下简称“天门城投”或“公司”）及其 2014 年 8 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司业务来源较有保障，继续获得外部的支持，同时，国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性；但中证鹏元也关注到，本期债券募投项目建设进度延迟，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力，债务压力加大，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

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

债券概况

债券简称：14 天门债/PR 天门债

债券剩余规模：2.00 亿元

债券到期日期：2021 年 08 月 28 日

偿还方式：每年付息一次，从第三个计息年度开始至第七个计息年度分别逐年偿还本期债券发行总额的 20%

增信方式：国有土地使用权抵押担保

联系方式

项目负责人：张涛

zhangt@cspengyuan.com

项目组成员：蒋申

jiangsh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	197.74	179.64	155.87
所有者权益	96.67	92.36	90.30
总债务	82.73	73.19	56.95
资产负债率	51.11%	48.59%	42.07%
现金短期债务比	3.51	4.53	4.11
营业收入	14.28	16.54	15.15
其他收益	0.03	0.02	0.09
利润总额	1.87	2.12	2.11
销售毛利率	15.43%	13.34%	15.35%
EBITDA	2.17	2.21	2.39
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.65	1.08
经营活动现金流净额	-13.25	-7.79	-4.25
收现比	0.09	1.06	0.43

资料来源：公司 2016-2018 年连审报告，2019 年审计报告，2018-2020 年连审报告，中证鹏元整理

优势

- **公司业务来源较有保障。**公司承建的基础设施项目和安置房项目较多，截至 2020 年末公司主要在建项目预计总投资 124.68 亿元，土地转让业务存量土地规模较大，业务来源较有保障。
- **公司继续获得外部的支持。**公司作为天门市基础设施建设主体，持续获得外部支持，2020 年，天门市政府将天门市北湖环境综合整治项目政府前期投入 27,554.28 万元无偿划转至子公司天门市天城置业有限公司，公司全年计入其他收益的财政补贴为 255.40 万元。
- **土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。**公司 2020 年对抵押土地进行了重新评估，评估基准日 2020 年 8 月 21 日，2 宗土地评估价值合计为 14.58 亿元，抵押倍数（抵押资产的评估价值与本期债券未偿还本金的比值）为 7.30，国有土地使用权抵押担保仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **募投项目进度延迟且回款不及预期。**因缺乏后续资金，本期债券募投项目建设进度有所延迟，截至 2020 年末，天门市棚户区改造项目、天门河水环境综合治理项目尚未完工，且项目回款情况不及预期。
- **公司回款情况较差，面临较大资金压力。**2020 年受疫情影响，天门市经济、财政均有所下滑，公司回款情况较差，2020 年收现比仅为 0.09，考虑到公司在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产中应收款项、开发成本和土地使用权占比较大，考虑到应收账款和开发成本回收周期不确定，土地使用权受限比例较高，整体资产流动性较弱。
- **公司负债水平攀升较快，债务压力进一步加大。**2020 年，随着公司对外融资规模增加，总债务规模增至 82.73 亿元，公司资产负债率攀升，偿债指标减弱。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年 4 月 25 日，公司对外担保余额为 5.33 亿元，占 2020 年末净资产的 5.52%，均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

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2014年8月发行10亿元公司债券，票面利率为8.2%，募集资金原计划用于天门市棚户区改造项目、天门市北湖区域改造工程项目、天门市城区水环境综合治理项目和天门河水环境综合治理项目的建设。根据公司提供的资料，截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为81.32万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本无变化。截至2020年末，公司注册资本为26.78亿元、实收资本为20亿元。其中，天门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“天门市国资委”）出资20亿元，持股74.68%，国开发展基金有限公司出资6.78亿元¹，持股25.32%。公司控股股东及实际控制人仍为天门市国资委。

2020年，公司合并范围无变动。

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

¹ 计入长期应付款，2020年末账面期末余额为3.06亿元。



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。

区域经济环境

2020 年受疫情影响，天门市各项经济指标明显下滑

天门市为湖北省直管的县级市，以医药产业、棉花产业为支柱产业。2020 年受疫情影响，全年实现地区生产总值 617.49 亿元，下降 5.6%。2020 年按 2019 年末常住人口计算的全市人均 GDP 为 4.95 万元，人均 GDP 与全国人均 GDP 的比值为 68.33%，同比有所下滑。

2020 年全市规模以上工业增加值下降 6.4%，年末全市规模以上工业企业 304 家，全年规上工业实现利润同比下降 10.7%

2020 年全社会固定资产投资大幅下滑，从投资领域来看，以第三产业投资下滑最为明显，下降 47%。房地产市场运行情况较差，房地产开发投资、商品房销售面积双双滑坡。

全年实现社会消费品零售额 289.76 亿元，同比下降 24.7%。批发、零售、住宿和餐饮四大消费业态销售额均呈下滑态势。

2021 年一季度，天门市经济回升明显，实现地区生产总值 119.29 亿元，同比增长 51.8%；规模以上工业增加值同比增长 111.4%，固定资产投资同比增长 345.6%。

表1 天门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）	617.49	-5.6%	650.82	7.7%
第一产业增加值	90.25	-1.8%	-	-
第二产业增加值	273.85	-7.5%	-	-
第三产业增加值	253.39	-4.6%	-	-
规模以上工业增加值增速	-	-6.4%	-	8.5%
固定资产投资	-	-26.8%	-	4.3%
社会消费品零售总额	289.76	-24.7%	-	12.2%
进出口总额	10.2	-5.9%	10.8	21.4%
存款余额	747.16	-	684.89	-
贷款余额	310.27	-	279.42	-
人均 GDP（元）	49,502.16		52,174	
人均 GDP/全国人均 GDP	68.33%		74.19%	

注：1）“-”表示数据未公开披露；2）2020 年地区人均 GDP 根据 2020 年地区 GDP 与 2019 年末常住人口比值计算。

资料来源：天门市 2019-2020 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020 年天门市全市实现地方公共预算收入 14.23 亿元，同比下降 33.4%。其中地方税收收入 10.84 亿元，占公共财政收入比重为 76.18%。同期天门市全市一般公共预算支出为 93.06 亿元，小幅增长。



五、经营与竞争

公司是天门市基础设施建设主体，主要负责天门市的基础设施建设、拆迁安置房项目以及土地开发等业务。2020年尽管公司拆迁安置房项目收入大幅增长，但基础设施建设项目收入明显下滑，当年无土地转让收入，公司全年实现营业收入14.28亿元，同比下滑13.66%。2020年公司销售毛利率15.43%，较上年小幅上升，主要系毛利率较高的拆迁安置房项目收入带动。污水处理收入及其他业务收入对公司营业收入形成一定补充。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设项目	2.67	15.02%	4.15	16.04%
拆迁安置房项目	11.09	16.08%	6.92	16.66%
土地转让	-	-	5.25	7.30%
污水处理	0.18	-61.84%	0.18	-1.18%
物管费	0.005	48.62%	0.004	43.46%
居民用水	0.31	37.00%	0.02	12.56%
主营业务合计	14.26	15.37%	16.54	13.34%
其他业务	0.03	47.80%	0.01	30.40%
合计	14.28	15.43%	16.54	13.34%

注：合计数与各分项之和不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司 2019 年审计报告、2018-2020 连审审计报告，中证鹏元整理

公司目前承建的基础设施工程和安置房项目较多，业务持续性较好，但也面临较大的资金压力

公司受天门市人民政府委托，承担天门市投资基础设施建设项目、拆迁安置房项目建设，所承担工程项目的合同金额，在公司发包给各基建项目具体施工单位的施工合同总额的基础上，上浮一定比例确定（比例一般为20%、18%、15%）。对于委托代建的建设项目，公司与天门市人民政府分别签订合同，天门市人民政府依合同条款分别回购，公司按施工进度确认收入。

2020年公司实现基础设施建设收入2.67亿元，较上年下降；基础设施建设毛利率较上年略有下滑；实现拆迁安置房业务收入大幅增长至11.09亿元。2020年政府回购项目主要包括鸿硕科技产业园（一期）、东湖三期城中村棚户区改造项目、文昌阁三期棚改项目等。

截至2020年末，公司在建项目较多。天门市棚户区改造项目、天门河水环境综合治理项目、天门城区水环境综合治理项目和天门市北湖区域改造工程建设项目等四个项目为本期债券募投项目，其中天门城区水环境综合治理项目和天门市北湖区域改造工程建设项目已完工，暂未实现收益，另两个项目建设进度见表3，因缺乏项目后期建设资金项目建设进度不达预期。根据《天门市人民政府关于对天门市北湖区域改造工程建设项目等项目给予项目建设资金平衡安排的批复》（天府函[2014]17号），天门河水环境综合治理项目、天门市城区水环境综合治理项目、天门市北湖区域改造工程建设项目将由天门市政



府以规划的北湖商贸城（二）地块858亩土地的土地出让净收入进行资金平衡。中证鹏元关注到，截至2020年末配套土地暂未出让，此外由于土地出让收入易受当地一级土地出让市场景气度及政府土地出让规划的影响，上述土地的出让时间和出让价格具有一定的不确定性。

天门市人民政府就本期债券募投项目“天门市棚户区改造项目”与公司签订了《委托投资建设协议书》，协议约定在双方认定的合同委托建设投资额150,016.82万元之外，加计15%的委托建设管理费用22,502.52万元，以总计172,519.34万元作为该项目的委托建设投资款项，委托建设投资款项将分年进行支付，2015-2016年每年支付1亿元，2018-2021年每年支付3亿元，2022年支付0.25亿元。2020年天门市人民政府未按照计划支付回购款，需持续关注回款进度。

天门市城区公交停保场项目和天门市综合养老服务中心建设项目为“16天门债”的募投项目，因缺乏项目后期建设资金上述2个项目建设进度不达预期。天门市城区公交停保场项目收入主要来源为天门市公交公司向公司支付的公交停保场内各类生产生活区域租金、设备租金；天门市综合养老服务中心建设项目收入主要来源为特护中心收入、养老院收入、福利院收入、医疗养护中心收入，以上两个项目合计总投资11.51亿元，投资规模相对较大且未来收入实现情况存在一定不确定性。

截至2020年末，公司合计应收天门市人民政府58.74亿元，根据天门市人民政府于2020年出具的相关文件，天门市人民政府承诺将在2021年至2025年期间每半年偿还5.87亿元，由天门市财政局逐年分期支付公司代垫的工程款，但是能否按期回收仍存在不确定性。

公司目前承建的基础设施项目和安置房项目较多，未来业务来源持续性较好。截至2020年末公司主要在建项目总投资预计达到124.68亿元，尚需投资70.88亿元，公司仍面临较大的资金压力。

表3 截至2020年末公司主要在建基础设施、安置房项目情况（单位：万元）

项目类别	项目名称	总投资	已投资	尚需投资
基础设施	天门市北湖环境综合整治项目	28,682.50	23,907.00	4,775.50
	天门河水环境综合治理项目	55,312.00	20,051.70	35,260.30
	天门城区公交停保场项目	32,078.00	17,175.64	14,902.36
	天门市综合养老服务中心建设项目	83,017.00	53,049.96	29,967.04
	天门市杨家新沟河道改造及沿岸配套工程	37,902.17	15,452.39	22,449.78
	天门河截污工程（第二期）	7,458.06	4,280.02	3,178.04
	博物馆和工人文化宫	17,659.18	12,076.46	5,582.72
	科技馆和青少年宫	16,394.26	8,559.69	7,834.57
	天门市黄金污水处理厂三期扩容工程	23,503.53	1,772.70	21,730.83
	鸿硕电工电子产业园一期	48,889.67	26,970.00	21,919.67
	生态创新电子产业园及配套基础设施	105,122.38	5,077.83	100,044.55
	张家湖湿地公园项目	4,186.69	3,548.04	638.65
	基础设施项目合计	460,205.44	191,921.43	268,284.01
安置房	天门市棚户区改造项目	150,017.00	120,004.09	30,012.91
	老政府大院还建（前壕棚户区）	16,927.60	13,686.73	3,240.87
	南湖片区第一期棚改	55,657.30	16,131.59	39,525.71
	2017年棚改-文昌阁	112,748.64	57,964.07	54,784.57



高新园棚改-候口安置房	146,065.15	37,596.27	108,468.88
高新园棚改-友谊安置房	44,237.44	16,749.41	27,488.03
高新园棚改-陈方安置房	34,930.19	8,265.83	26,664.36
东湖三期城中村棚改项目	125,815.00	70,031.39	55,783.61
文昌阁二期	62,618.70	122.30	62,496.40
文昌阁三期	37,552.33	5,500.00	32,052.33
安置房项目合计	786,569.35	346,051.68	440,517.67

注：天门市北湖环境综合整治项目总投资、已投资金额仅为已于政府签订回购协议部分，不含政府前期投入及未签订回购协议部分。

资料来源：公司提供

2020年公司未获得土地转让收入

土地转让业务系天门市人民政府根据开发规划及供地计划，由天门市土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）以不低于公司土地账面价值的合理价款，收购公司存量土地的行为，其盈利主要为出让土地的利润分成。被收购的国有土地使用权采用协议方式收购及定价，待土储中心将该宗土地公开处置后，根据天门市人民政府签批意见支付给公司。

2020年受当地土地市场成交情况以及政府出让计划影响，公司未获得土地转让收入。截至2020年末，公司存量土地共计108宗71.68亿元，土地转让业务可持续性较好，但收入受土地市场成交情况及政府规划影响，波动较大。

公司污水处理业务规模较小，盈利能力弱

公司污水处理业务由两家子公司运营，分别为子公司天门市黄金污水处理有限公司（服务范围为天门市城区）和天门市岳口潭湖污水处理有限公司（服务范围为岳口镇区）。

2020年公司共完成污水处理量3,116万吨，其中天门市黄金污水处理有限公司处理2,905万吨，天门市岳口潭湖污水处理有限公司处理211万吨。当前日处理污水能力分别为8万吨、1.25万吨；生活污水处理收费价0.95元/吨。2020年污水处理毛利率为-61.84%，显著下滑。

公司继续获得外部的支持

公司作为天门市基础设施建设和地方政府投融资主体，持续获得外部支持，2020年，天门市政府将天门市北湖环境综合整治项目政府前期投入27,554.28万元无偿划转子公司天门市天城置业有限公司，公司全年计入其他收益的财政补贴为255.40万元²。

六、财务分析

财务分析基础说明

² 除 15 万元的改造补助外，其他补助项系往年到账资金在本期摊销。



以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的2019年审计报告和2018-2020年连审审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2020年公司合并范围无变动。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但整体资产流动性较弱

随着业务发展，2020年末公司资产规模持续增长至197.74亿元。

2020年末，公司货币资金为29.26亿元，较上年末较为稳定，其中，0.10亿元系掉期专户保证金，受限规模较小。公司应收账款主要为对天门市人民政府、土储中心等政府单位应收款，增长较快且规模较大，回收周期不确定，对公司资金形成占用。天门市人民政府承诺用土地出让收益逐年偿还公司垫付的投资项目工程款项，若土地出让金收益不足以偿还，天门市人民政府用等价值的规划商业用地支付剩余价款，但能否按期回收仍存在不确定性。2020年末，公司应收账款中有3.21亿元因质押借款使用受限。公司存货主要由开发成本（40.16亿元，含土地使用权27.51亿元）和土地使用权（44.17亿元）构成。其中，土地使用权共108宗，共计740.09万平方米，包括价值1.17亿元的医卫慈善用地和科教用地和价值0.13亿元尚未办妥权属地块。2020年末，公司存货因抵押受限比例55.11%。

公司无形资产主要为土地使用权，以林地为主，2020年末，林地账面价值4.99亿元。

整体来看，公司资产中应收款项、开发成本和土地使用权占比较大，考虑到应收款项和开发成本回收周期不确定，土地使用权受限比例较高，整体流动性较弱。

表4 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	29.26	14.80%	30.15	16.78%
应收账款	53.45	27.03%	36.93	20.56%
存货	84.71	42.84%	78.00	43.42%
流动资产合计	183.68	92.89%	165.14	91.93%
无形资产	5.16	2.61%	5.10	2.84%
非流动资产合计	14.07	7.11%	14.50	8.07%
资产总计	197.74	100.00%	179.64	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入及利润小幅下降，回款情况较差

2020年，公司营业收入规模小幅下降，其中，拆迁安置房项目收入大幅提升，但基础设施建设项目收入有所下滑，且未实现土地出让收入。土地出让收入受当地土地市场成交情况和政府规划影响较大，存在不确定性。受疫情影响，天门市地方经济、财政均有所下滑，公司2020年回款情况较差。

2020年，公司销售毛利率小幅提升，主要系毛利较高的拆迁安置房项目收入增长及占比较高影响。但由于营业收入下滑，公司整体利润水平收缩；公司近两年收到财政补助规模较小。

表5 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	14.28	16.54
收现比	0.09	1.06
营业利润	1.87	2.13
其他收益	0.03	0.02
利润总额	1.87	2.12
销售毛利率	15.43%	13.34%

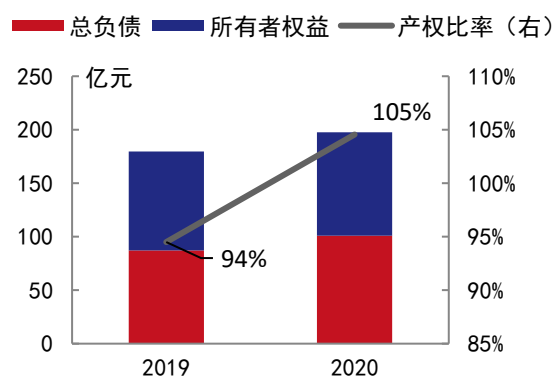
资料来源：公司 2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司负债水平攀升较快，债务压力进一步加重

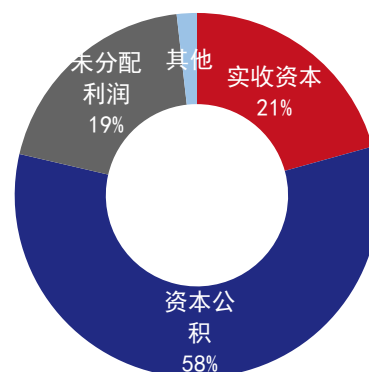
2020年，尽管天门市政府将天门市北湖环境综合整治项目政府前期投入2.76亿元无偿划转子公司天门市天城置业有限公司，增厚资本公积，但公司负债水平攀升较快，产权比例上升，资本对负债保障程度有所下降。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年连审报告，中证鹏元整理

2020年末，公司总负债持续增至101.07亿元，主要系对外融资规模增加。公司其他应付款主要为与政府单位往来款，其中天门市财政局债务科置换债务3.32亿元。公司长期借款较上年末明显增加，以抵押、质押借款为主，融资利率为3.00%~6.00%。截至2020年末，公司存续债券包括本期债券及“16天门债”，其中本期债券将于2021年8月到期。长期应付款包括国开发展基金投资款3.06亿元、地方政府专项债券转贷11.46亿元，及少量湖北财政厅贷款。

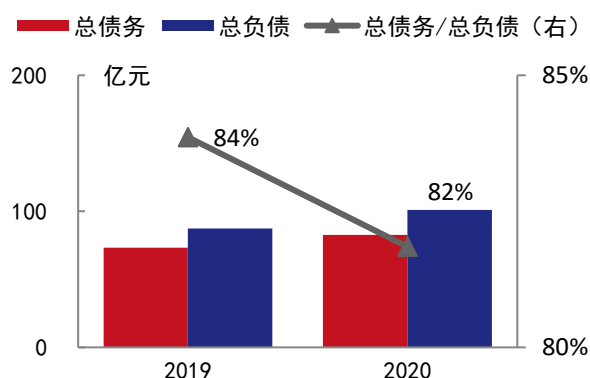
表6 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款（合计）	3.78	3.74%	4.65	5.33%
一年内到期的非流动负债	8.34	8.25%	6.65	7.62%
流动负债合计	14.94	14.79%	19.47	22.31%
长期借款	68.94	68.21%	56.60	64.85%
应付债券	2.39	2.36%	5.58	6.39%
长期应付款（合计）	14.56	14.40%	5.37	6.15%
非流动负债合计	86.13	85.21%	67.81	77.69%
负债合计	101.07	100.00%	87.28	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告，中证鹏元整理

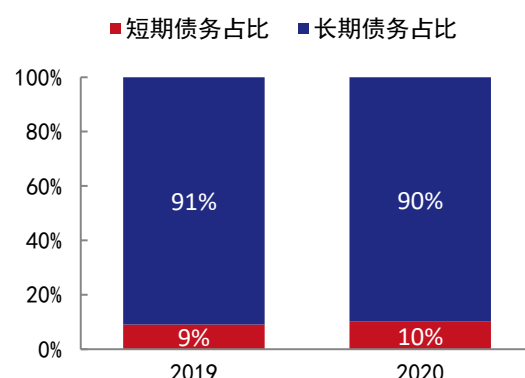
公司主要通过银行借款、发行债券等方式融资，以长期借款为主。截至2020年末，公司总债务规模为82.73亿元，同比增长13.03%，其中短期债务占比较少，2021-2022年公司计划分别偿还8.33亿元、7.64亿元，整体来看期限结构较为合理。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告、公司提供，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告、公司提供，中证鹏元整理

2020年，由于公司负债水平增长较快，资产负债率有所上升。公司短期债务规模较小，尽管现金短期债务比下滑，但仍保持在较高水平。公司营业收入收缩，利润水平下降，EBITDA对利息保障程度略有减弱。

表7 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	51.11%	48.59%
现金短期债务比	3.51	4.53
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.65

资料来源：公司 2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告，公司提供，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，公司本部（2021年5月10日）、天门市高新投资建设开发有限公司（2021年5月31日）及天门市三乡置业有限公司（2021年5月31日）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；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2021年4月25日，公司对外担保余额为5.33亿元，占2020年末净资产的5.52%，均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表8 截至2021年4月25日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保余额	担保期限	反担保措施
湖北天琪交通投资有限责任公司	2.80	2016/6/22-2036/6/21	无
天门市宏大建设投资有限公司	0.90	2016/9/8-2028/9/7	无
天门市宏大建设投资有限公司	0.70	2017/4/26-2026/5/15	无
湖北天琪交通投资有限责任公司	0.73	2020/12/31-2030/12/30	无
徐工湖北环保科技股份有限公司	0.20	2021/1/15-2025/12/31	无
合计	5.33	-	-

资料来源：公司提供

八、本期债券偿还保障分析

国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性

公司以其合法取得的15宗国有土地使用权作为本期债券的抵押资产。根据公司与本期债券抵押权代理人及抵押资产监管人天风证券股份有限公司签订的《土地使用权抵押协议》和《抵押资产监管协议》，抵押担保范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金及实现抵押权的费用。

公司用于本期债券抵押的土地抵押手续已办理完毕。根据《土地使用权抵押协议》和《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，公司将持续聘请具备证券从业资格或土地A级评估资质的资产评估机构对抵押资产的价值按年进行评估，并出具年度评估报告，年度评估报告的出具日期不应迟于本期债券当年付息日后的30个工作日。

公司于2018年9月27日公告对本期债券抵押的13宗抵押土地进行释放，释放后剩余2宗土地资产。

2020年，公司对本期债券的抵押资产进行了重新评估。根据湖北玖誉房地产评估有限公司基于评估基准日（2020年8月21日）出具的评估报告，评估编号为湖北玖誉（2020）天土估咨字第005-006号，2宗土地评估值合计为14.58亿元，抵押倍数（抵押资产的评估价值与本期债券未偿还本金的比值）为7.30，高于约定的抵押比率（约定的比率为2.0），国有土地使用权抵押担保仍能有效地提升本期债券的安全性。



表9 本期债券抵押土地资产基本情况（单位：万平方米、亿元）

土地权证编号	土地性质	土地用途	面积	2020年8月评估价值	2019年9月评估价值	2020年末账面价值
天 国 用（2013）第008938号	出让	商住	2.98	1.17	1.14	0.09
天 国 用（2013）第007624号	出让	商住	134.84	13.42	13.23	8.49
合计	-	-	137.82	14.58	14.36	8.58

注：合计数与明细项之和不一致系四舍五入所致。

资料来源：湖北玖誉（2019）天土估咨字第 002-003 号，湖北玖誉（2020）天土估咨字第 005-006 号，公司 2018-2020 年连审审计报告，中证鹏元整理

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AA+。



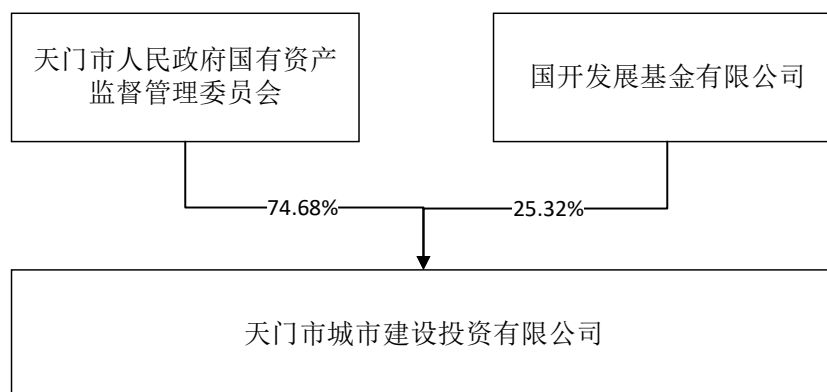
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	29.26	30.15	26.57
应收票据及应收账款	53.45	36.93	31.55
应收账款	53.45	36.93	31.55
存货	84.71	78.00	71.68
流动资产合计	183.68	165.14	143.67
非流动资产合计	14.07	14.50	12.19
资产总计	197.74	179.64	155.87
短期借款	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	8.34	6.65	6.47
流动负债合计	14.94	19.47	14.08
长期借款	68.94	56.60	36.31
应付债券	2.39	5.58	8.76
长期应付款（合计）	14.56	5.37	6.43
非流动负债合计	86.13	67.81	51.49
负债合计	101.07	87.28	65.57
总债务	82.73	73.19	56.95
所有者权益	96.67	92.36	90.30
营业收入	14.28	16.54	15.15
营业利润	1.87	2.13	2.17
其他收益	0.03	0.02	0.09
利润总额	1.87	2.12	2.11
经营活动产生的现金流量净额	-13.25	-7.79	-4.25
投资活动产生的现金流量净额	-1.34	-1.77	-1.19
筹资活动产生的现金流量净额	13.70	13.04	9.73
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	15.43%	13.34%	15.35%
收现比	0.09	1.06	0.43
资产负债率	51.11%	48.59%	42.07%
现金短期债务比	3.51	4.53	4.11
EBITDA（亿元）	2.17	2.21	2.39
EBITDA 利息保障倍数	0.56	0.65	1.08

资料来源：公司 2016-2018 年连审审计报告、2019 年审计报告和 2018-2020 年连审审计报告，中证鹏元整理

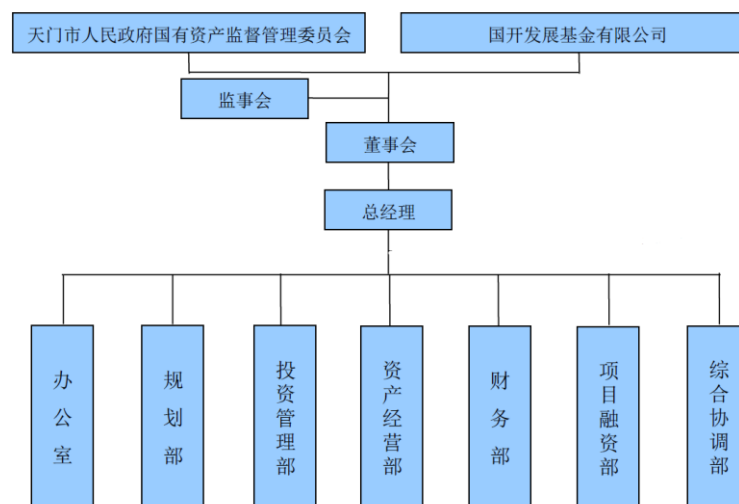


附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	表决权比例	取得方式
天门市黄金污水处理有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门城投房地产开发有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市天源土地整理开发有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市天力项目管理有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市岳口潭湖污水处理有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市天城置业有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市三乡置业有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市绿港新城投资建设开发有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市茶韵文化旅游投资建设开发有限公司	-	100.00%	-
天门市高新投资建设开发有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市天城水务有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门永佳物业管理有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市天城工业投资开发有限公司	100.00%	100.00%	设立
天门市天城市政工程有限公司	100.00%	100.00%	非同一控制合并
天门张家湖湿地公园投资建设开发有限公司	90.00%	90.00%	设立

注：2019 年 7 月 23 日，天门市财政局批复同意将天门市茶韵文化旅游投资建设开发有限公司股权划转给天门市人民政府国有资产监督管理委员会，并完成工商变更手续。与此同时，天门市人民政府国有资产监督管理委员会与发行人签订《企业经营管理委托协议书》将天门市茶韵文化旅游投资建设开发有限公司整体交由发行人托管经营，由于发行人对该公司能够实施控制，因此将其纳入合并范围。

资料来源：公司 2018-2020 年连审审计报告

附录五 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。