



2019年钟祥市城市建设投资公司企业债券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： 梁楷

2019年钟祥市城市建设投资公司企业债券 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	2021-06-30	2020-08-26

债券概况

债券简称：19 钟城投债/19 钟祥债

债券剩余规模：6.00 亿元

债券到期日期：2026-07-05

偿还方式：每年付息一次，在本期债券存续期第 3-7 个计息年度末每年按照债券发行总额 20%的比例偿还债券本金

增信方式：国有土地使用权抵押担保

联系方式

项目负责人：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对钟祥市城市建设投资公司（以下简称“钟祥城投”或“公司”）及其 2019 年 7 月公开发行的企业债券（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：公司主营业务可持续性较好，并持续获得政府补贴，国有土地使用权抵押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整体流动性一般，部分土地被政府无偿收回和划转，房产销售业务可持续性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，对外担保存在较大的或有负债风险，以及未对用于本期债券抵押增信的土地进行跟踪评估等风险因素。

未来展望

- 预计公司综合开发业务持续性较好，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。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	104.90	109.37	95.87
所有者权益	63.26	62.85	61.34
总债务	39.55	41.03	31.30
资产负债率	39.69%	42.54%	36.02%
现金短期债务比	0.83	1.30	1.60
营业收入	10.00	6.25	4.96
其他收益	0.58	0.00	0.00
利润总额	1.79	1.80	1.79
销售毛利率	19.23%	16.60%	16.10%
EBITDA	2.38	1.97	1.94
EBITDA 利息保障倍数	1.03	1.22	1.12
经营活动现金流净额	1.69	-2.61	-8.76
收现比	80.27%	88.13%	91.43%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司主营业务可持续性较好，并持续获得政府补贴。**截至 2020 年末，公司主要在建代建项目投资规模较大，随着项目的建设及结算，未来公司综合开发项目收入较有保障。另外，2020 年公司获得钟祥市财政局拨付的补贴款项合计 0.58 亿元。
- **国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平。**公司用于本期债券抵押增信的 15 宗土地使用权评估总价值为 15.63 亿元（估价基准日为 2019 年 6 月 30 日），为本期债券未偿还本金以及一年利息之和的 2.42 倍。

关注

- **公司资产整体流动性一般，且部分土地被政府无偿收回和划转。**公司资产以工程项目、土地资产和应收款项为主，工程项目流动性差，部分土地未缴纳土地出让金，应收款项对公司资金形成一定占用；2020 年末所有权或使用权受到限制的资产规模较大，资产整体流动性一般。2020 年钟祥市政府无偿收回公司 2 宗土地，此外公司将 1 宗土地划转给钟祥致诚建设工程有限公司。
- **公司房产销售业务可持续性较弱。**截至 2020 年末，公司剩余可售房屋面积较小，无在建、拟建房产项目，未来房产实际销售数量和价格可能受房地产市场景气度波动等因素影响。
- **公司面临较大的资金压力。**公司业务回款情况欠佳，截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，且前期资金主要由公司自筹，资金压力较大。
- **公司面临较大的偿债压力。**2020 年末公司总债务规模仍较大，现金短期债务比有所降低，同期 EBITDA 利息保障倍数下降。
- **公司对外担保存在较大的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保规模较大，均未设置反担保措施，且被担保企业已出现欠息。
- **公司未对用于抵押增信的土地进行跟踪评估。**按土地抵押协议约定，在本期债券存续期间，公司应对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，截至本报告出具日，公司未按约定对本期债券抵押增信的土地进行跟踪评估。

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2019年7月发行7年期6.00亿元企业债券，募集资金计划用于钟祥市寿乡养老中心建设项目（3.00亿元）、钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目（2.20亿元）和补充营运资金（0.80亿元）。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额合计80.27万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本和实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2021年5月末，公司注册资本和实收资本均为20.00亿元，控股股东及实际控制人均为钟祥市国有资产监督管理局（以下简称“钟祥市国资局”），持股比例为100.00%。

2020年公司合并报表范围新增钟祥市城投置业有限公司1家子公司，明细见表1。截至2020年末，公司合并报表范围子公司共4家，明细见表2。

表1 2020年新纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
钟祥市城投置业有限公司	90.00%	0.20	房地产开发经营、物业管理	新设

资料来源：公司2020年审计报告及公开信息查询，中证鹏元整理

表2 截至2020年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
钟祥市兴瑞资产经营管理有限公司	0.50	100.00%	国有资产经营管理
钟祥市祥瑞旅游开发有限公司	0.50	100.00%	旅游开发
钟祥厚德建设工程有限公司	0.67	100.00%	建筑业
钟祥市城投置业有限公司	0.20	90.00%	房地产开发经营、物业管理

资料来源：公司2020年审计报告及公开信息查询，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

2020年钟祥市受新冠疫情影响较为严重，地区经济增速大幅下滑；2021年以来地区经济快速增长

钟祥市系湖北省县级市，由荆门市代管，2020年地区经济受新冠疫情影响较大。2020年钟祥市实现地区生产总值511亿元，相比2019年恢复90%；固定资产投资304亿元，恢复71.6%；社会消费品零售总额206.1亿元，恢复88.8%；外贸进出口3.8亿元，恢复80.9%；规模以上工业增加值增速比年初回升59.2%；一般公共预算收入13.79亿元，恢复66.7%。

2021年以来，钟祥市主要经济指标快速增长。2021年1-4月，钟祥市规模以上工业增加值同比增长97.2%；固定资产投资额同比增长201.7%；社会消费品零售总额71.35亿元，同比增长57.1%；外贸进出口1.07亿元，同比增长28.6%。2020年1-4月，全市实现公共财政预算收入7.84亿元，同比增长114.4%，其中税收收入5.30亿元，同比增长99.2%；同期地方财政支出为23.58亿元，同比增长2.7%。

表3 钟祥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）	511	-10%	561.03	7.1%
第一产业增加值	-	-	-	3.2%
第二产业增加值	-	-	-	7.6%
第三产业增加值	-	-	-	8.0%
工业增加值（规模以上）	-	-	-	7.3%
固定资产投资	304	-28.4%	424.66	7.6%
社会消费品零售总额	206.1	-11.2%	232.09	12.1%

进出口总额	3.8	-19.1%	4.66	-51.8%
存款余额	-	-	582.40	8.3%
贷款余额	-	-	266.85	15.6%
人均 GDP（元）	50,404.42		55,339.32	
人均 GDP/全国人均 GDP	69.57%		78.06%	

注：2020 年数据为预计数；2019-2020 年人均 GDP 按 2018 年末钟祥市常住人口（101.38 万人）概算；“-”表示该数据未公开披露。

资料来源：2019 年数据来自 2019 年钟祥市国民经济和社会发展统计公报、2020 年数据来自钟祥市政府工作报告，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体，主要负责钟祥市范围内的基础设施建设、土地整理等业务。受益于土地销售收入大幅增加，2020 年公司营业收入同比增长 60.08%，土地销售收入成为公司主要收入来源，综合开发项目收入占比仍较大。2020 年公司未实现房产销售收入；其他收入主要系融资租赁收入，规模增加但仍较小。毛利率方面，因成本倒挂的房产销售业务未确认收入以及其他业务毛利率提升等，2020 年公司销售毛利率同比有所上升。

表4 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
综合开发项目	2.54	16.67%	5.19	16.67%
土地销售	7.15	16.67%	1.02	16.67%
房产销售	0.00	-	0.03	-18.56%
其他	0.31	99.58%	0.02	43.44%
合计	10.00	19.23%	6.25	16.60%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体，同政府签订协议项目较多，业务可持续性较好，但面临较大的资金压力

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设、土地开发整理投融资主体。钟祥市人民政府（以下简称“钟祥市政府”）每年就当年计划新建项目与公司本部及子公司钟祥厚德建设工程有限公司（以下简称“钟祥厚德”）签订《综合开发建设协议》，将征地拆迁、市政配套设施等建设项目以委托方式交由公司实施，由公司自筹资金完成工程项目的建设，投资回报为项目投入成本的 20%。工程项目各个分项目竣工并由钟祥市政府验收合格后，公司将具备移交条件的项目移交给钟祥市政府或其指定的第三方，公司按投资成本加成 20% 的比例向钟祥市政府申报产值，钟祥市政府支付项目建设工程款。

公司每年按钟祥市政府与公司共同确认的《关于钟祥市城市建设投资公司工程项目产值确认函》中认定的产值确认综合开发项目收入。2020 年公司实现综合开发项目收入 2.54 亿元（主要项目明细见表 5），

同比减少51.08%，毛利率为16.67%，与上年持平。受政府资金调配影响，综合开发项目收入的回款存在不确定性，对公司资金形成一定占用。

表5 2020年公司综合开发项目收入前五大明细情况（单位：亿元）

项目名称	确认收入	结转成本	占综合开发项目收入的比重
基础设施建设	0.76	0.64	30.09%
嘉靖公园项目	0.39	0.33	15.56%
汉江公路二桥工程项目	0.31	0.26	12.20%
移联网信项目	0.17	0.14	6.62%
中农特·鄂中农特产品电商物流商贸城项目	0.13	0.11	5.18%
合计	1.77	1.47	69.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司已与钟祥市政府签订《综合开发建设协议》的主要在建项目计划总投资46.01亿元，累计已投资12.59亿元，尚需投资33.43亿元，业务可持续性较好，但收入规模易受项目建设进度和验收结算进度影响，未来收入可能面临一定波动。2020年末公司主要在建项目计划总投资77.82亿元，尚需投资53.17亿元，前期资金主要由公司自筹，项目建设资金需求较大，同时考虑到公司需垫付资金用于工程建设且结算收入回款滞后，公司面临较大的资金压力。

本期债券募投项目钟祥市寿乡养老中心建设项目及新能源与特色材料产业基地厂房建设项目建设期为两年，原计划于2021年10月底完工，受疫情影响预计2022年3月完工，截至2020年末，项目累计投资额分别为2.60亿元、2.67亿元。新能源与特色材料产业基地厂房建设项目建成后的收入主要为厂房出租和厂房出售收入，钟祥市寿乡养老中心建设项目建成后的收入主要为床位出租收入、商业门面出租收入、子女陪护中心床位出租收入、停车位出租收入等。

表6 截至2020年12月31日公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	建设模式	是否签订代建协议
嘉靖大道，承天大道，校场路项目	14.84	0.32	14.52	代建	是
汉江公路二桥工程	6.84	3.07	3.77		是
南湖新区基础设施建设项目	5.38	0.08	5.30		是
鹰胡道路	3.00	0.36	2.64		是
第一污水处理场二期工程	1.75	1.21	0.54		是
东出口	1.75	0.79	0.96		是
龙山大道	1.70	0.32	1.38		是
城市防洪	1.29	1.26	0.03		是
经济开发区沿江大道项目	1.26	1.19	0.07		是
纬三路项目	1.10	0.73	0.37		是
郊郢路项目	1.00	0.59	0.41		是

城区总体规划项目	1.00	0.43	0.57		是
石城大道西端征地	1.00	0.24	0.76		是
襄汉路及郊鄂路建设项目	0.90	0.86	0.04		是
大柴湖经济开发区项目	0.86	0.00	0.86		是
金鹰能源二期项目	0.82	0.77	0.06		是
承天大道、校场路电力设施迁入地工程	0.82	0.05	0.77		是
嘉靖公园项目	0.69	0.31	0.38		是
代建项目小计	46.01	12.59	33.43	-	-
钟祥市科技企业产业园建设项目	8.01	5.72	2.29		否
钟祥市寿乡养老中心建设项目*	4.90	2.60	2.30		否
钟祥市新能源与特色材料产业基地厂房建设项目*	3.90	2.67	1.23	自营	否
重资产产业园项目	15.00	1.07	13.93		否
合计	77.82	24.65	53.17	-	-

注：带“*”项目为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地销售收入大幅增加，但该业务收入可能发生波动

根据钟祥市政府出具的《土地回购通知书》，2020年钟祥市政府收购公司12宗土地，公司实现土地销售收入7.15亿元，毛利率为16.67%，同比大幅增加，但此土地销售不属于土地一级开发整理业务，受当地政府规划影响该业务收入可能发生波动。

公司2020年未实现房产销售收入，暂无在建及拟建房产项目，房产销售业务可持续性较弱

公司受钟祥市政府委托建设了宫塘社区居民安置小区建设项目（以下简称“宫塘小区”）和承天西路拆迁安置小区建设项目（以下简称“承天小区”）。两个安置房项目建设完工后，按政府指导价向拆迁户定向销售；由于拆迁户选择货币补偿放弃安置房而造成多余的房屋由公司对外按市场价出售。2020年公司未实现房产销售收入。

截至2020年末，宫塘小区已全部销售完毕；承天小区尚未销售商品房27套，未售面积为2,482.37平方米。2020年末公司承天小区已售住房和商铺预收房款金额合计864.68万元，随着剩余房屋的交付与销售，公司未来仍可获得一定的收入。但考虑到公司无在建、拟建房产项目，未来房产实际销售数量和价格可能受房地产市场景气度波动等因素影响，公司房产销售业务可持续性较弱。

公司租赁业务收入未达合同约定租金区间，后续收入确认及实际回款情况尚待观察

2019年公司新增租赁业务，由子公司钟祥市兴瑞资产经营管理有限公司（以下简称“兴瑞资管”）负责。根据兴瑞资管与钟祥市人民医院（以下简称“人民医院”）签订的《租赁意向协议书》，公司将新院区房产、设施设备、附属物及地上附属物（总建筑面积12.40万平方米）出租给人民医院使用，租赁期15年，15年需支付租金合计10.07亿元，租金可每年支付一次或分月支付，2020年至2033年度租金区间

在5,283.00万元至8,588.00万元之间，公司不干涉人民医院的使用权和经营权；租赁期满人民医院诚信履约后，公司应无条件将所有租赁资产过户给人民医院，资产所有权归人民医院所有。2019年末子公司兴瑞资管完成人民医院南湖新院区资产收购，2020年公司实现该资产租金收入3,071.60万元，未达合同约定租金区间。另外，2020年公司将承天小区安置房出租实现租金收入21.94万元。

公司持续获得外部支持

公司是钟祥市重要的城市基础设施建设投融资主体，在财政补助方面持续获得外部支持。2020年公司获得钟祥市财政局拨付的补贴款项合计0.58亿元，占当期利润总额的32.61%，提升了公司的利润水平。2020年公司将存货中鄂（2019）钟祥市不动产权第0006416号土地划转给钟祥致诚建设工程有限公司，同年钟祥市政府无偿收回公司存货中鄂（2020）钟祥市不动产权第0002156号、鄂（2020）钟祥市不动产权第0002158号两宗土地，合计减少资本公积1.37亿元。

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信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围新增1家子公司，明细见表1。

资产结构与质量

公司资产规模有所减少，以工程项目、土地资产和应收款项为主，应收款项对公司资金形成一定占用，资产整体流动性较弱

因2020年公司土地减少，年末资产总额降至104.90亿元。从构成来看，公司资产仍以流动资产为主。

表7 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	1.89	1.81%	3.96	3.62%
应收账款	9.83	9.37%	7.84	7.17%
其他应收款	10.41	9.92%	11.42	10.44%
存货	63.97	60.98%	67.26	61.50%
流动资产合计	86.31	82.28%	90.68	82.91%
可供出售金融资产	7.90	7.53%	7.90	7.22%
长期应收款	6.98	6.66%	0.00	0.00%
固定资产	3.70	3.53%	10.79	9.86%
非流动资产合计	18.58	17.72%	18.69	17.09%
资产总计	104.90	100.00%	109.37	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，随着公司增加工程项目投入以及偿还欠款，2020年末货币资金同比减少52.17%，无使用权受限情况。公司应收账款主要为应收工程款，由于综合开发业务回款情况较差，2020年末同比增长25.47%，考虑到应收对象主要为钟祥市财政局等政府部门及地方国有企业，发生坏账风险较小，但未来回收时间存在一定不确定性。公司其他应收款主要系公司与政府单位、关联公司和工程建设公司的往来款，2020年末同比减少8.91%，其中应收政府部门和当地政府平台公司的往来款占比较高，该部分款项发生坏账风险较小，但回收时间受政府资金调配影响具有一定不确定性，对公司营运资金形成一定占用。2020年末公司其他应收款计提的坏账准备为0.06亿元，存在一定回收风险。

因钟祥市政府收购公司部分土地，2020年末公司存货同比下降4.89%，包括土地资产29.51亿元、开发成本3.83亿元、工程施工30.63亿元。工程施工主要系基础设施建设项目，包括重资产产业园项目、汉江公路二桥工程、钟祥市科技企业产业园建设项目等；开发成本主要系土地开发整理项目和安置房项目，规模较小。公司与钟祥市土地储备中心签订《土地一级开发整理协议》，对指定的项目地块进行土地一级开发整理，使开发地块具备招拍挂上市条件，公司负责土地开发整理项目资金的筹措，组织外包工程建设完工验收后移交，根据审计部门的结果确定土地整理成本和投资回报，投资回报为项目投入成本的18%，受土地市场及钟祥市整体城市规划等因素影响，未来土地一级开发整理业务收入存在一定不确定性。

2020年末存货中土地资产共46宗，总面积244.94万平方米，账面价值合计29.51亿元，其中1宗账面价值2.22亿元的土地性质为划拨，其余土地性质均为出让，土地用途主要为商业、商服和住宅用地。截至2020年末，账面价值11.65亿元、占土地资产35.49%的土地未缴纳土地出让金，主要通过政府注入方式获得，采用评估法入账；账面价值9.54亿元、占土地资产32.32%的土地已抵押。

2020年末公司可供出售金融资产为7.90亿元，主要系2017年公司购入的湖北钟瑞祥投资有限责任公司（以下简称“钟瑞祥”）及钟祥市群益房屋建设投资有限公司（以下简称“群益房建”）各49.00%的股权，2020年公司可供出售金融资产未实现现金红利和投资收益。公司长期应收款系应收人民医院的融资租赁款。2020年末公司固定资产同比减少65.71%，主要系2019年子公司兴瑞资管以售后回租形式向人民医院购入的人民医院南湖新院区资产于2020年出租给人民医院转出所致，剩余固定资产主要为明显陵游客中心以及用途大多为非住宅的综合用房等房屋资产，综合用房等房屋大部分为空置状态，少量出租中。截至2020年末，公司1.73亿元固定资产已抵押。

总体来看，公司资产规模有所减少，以工程项目、土地资产和应收款项为主，工程项目流动性差；占土地资产35.49%的土地未缴纳土地出让金；应收款项对公司资金形成一定占用；年末所有权或使用权受到限制的资产合计11.23亿元，占总资产的10.70%，公司整体资产流动性一般。

收入质量与盈利能力

公司营业收入有所增长，政府补助有效提升了公司的利润水平

因土地销售收入大幅增加，2020年公司营业收入同比增加60.08%，土地销售收入成为公司主要收入来源，综合开发项目收入占比仍较大。公司营业利润随营业收入同比大幅提高。2020年公司收现比下降，业务回款情况表现不佳。毛利率方面，因成本倒挂的房产销售业务未确认收入以及其他业务毛利率提升等，2020年公司销售毛利率同比提升2.63个百分点。

2020年公司获得钟祥市财政局拨付的补贴款项合计0.58亿元，占当期利润总额的32.61%。受政府补助2019年计入营业外收入，2020年计入其他收益，以及营业收入增加等影响，2020年公司营业利润大幅提高，利润总额略微减少。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	10.00	6.25
收现比	80.27%	88.13%
营业利润	1.78	0.87
其他收益	0.58	0.00
利润总额	1.79	1.80
销售毛利率	19.23%	16.60%

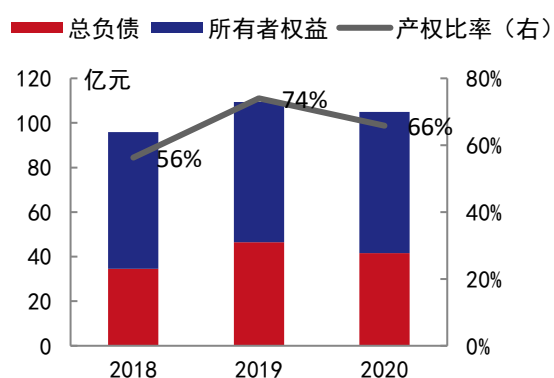
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模仍较大，面临较大的偿债压力

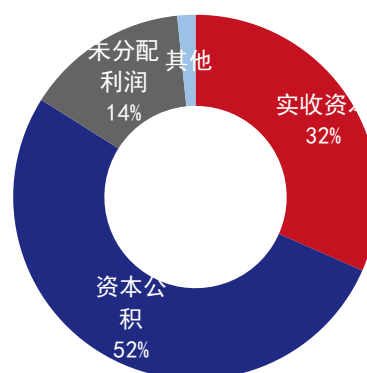
随着部分债券本金到期以及公司偿还欠款，2020年末公司负债总额同比下降10.52%。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润构成，2020年因3宗土地被划转、收回，公司资本公积减少1.37亿元，受益于经营利润的积累，2020年末所有者权益同比小幅增长。2020年末公司产权比率下降，净资产对负债的保障程度有所改善。从构成来看，公司负债仍以非流动负债为主。

图 1 2018-2020 年末公司资本结构



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

公司应付账款主要为应付施工公司的工程款，2020年末同比减少。公司其他应付款主要系应付当地政府部门以及国有企业的往来款，2020年无较大变动。一年内到期的非流动负债全部系一年内到期的长期借款。

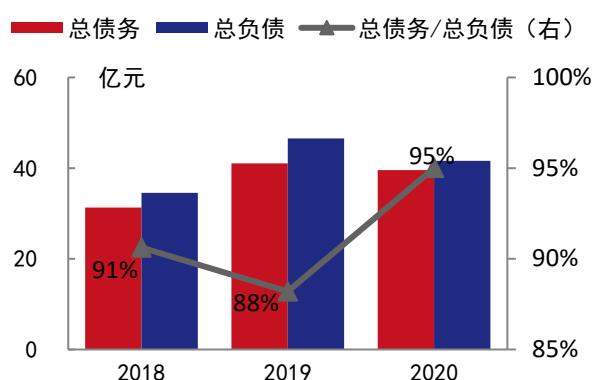
公司长期借款以银行借款为主，由于部分保证质押借款和抵押质押借款到期，2020年末公司长期借款余额同比减少；抵押、质押资产主要为政府购买服务预期收益权以及土地资产等，保证借款系钟祥市政府和公司本部担保。2020年末公司应付债券系“17钟城投债”（发行规模8.00亿元，7年期，票面利率6.50%）和本期债券（发行规模6.00亿元，7年期，票面利率7.50%）。公司长期应付款包括钟祥市第一污水处理厂项目、钟祥市第二污水处理厂项目借款和专项应付款，其中污水处理厂项目借款系有息债务，专项应付款无实际偿付压力。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

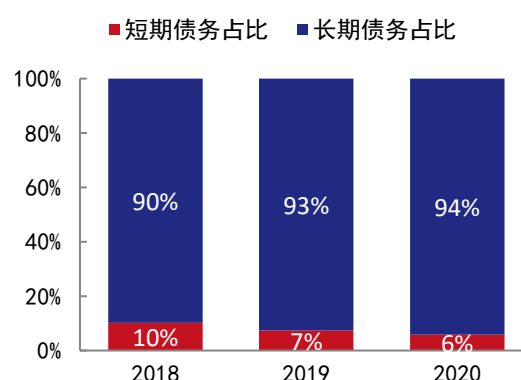
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	0.30	0.73%	0.75	1.62%
其他应付款	0.62	1.49%	0.62	1.33%
一年内到期的非流动负债	2.27	5.45%	3.04	6.53%
流动负债合计	3.45	8.29%	4.56	9.80%
长期借款	23.30	55.98%	23.82	51.20%
应付债券	12.37	29.71%	13.96	30.00%
长期应付款	2.51	6.02%	4.19	9.00%
非流动负债合计	38.18	91.71%	41.97	90.20%
负债合计	41.63	100.00%	46.53	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

随着部分债务到期，2020年末公司总债务规模有所下降，但占总负债的比重大幅上升。公司总债务以长期债务为主，短期债务占比进一步降低，但考虑到公司总债务规模仍较大，仍面临较大的债务偿付压力。

图 3 2018-2020 年末公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2018-2020 年末公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2020年末公司资产负债率下降；现金短期债务比降至0.83，现金类资产减少，无法覆盖公司短期债务。2020年公司EBITDA利息保障倍数下降，盈利对有息债务利息的保障程度减弱。总体来看，公司面临较大的偿债压力。截至2020年末，公司剩余可使用银行授信额度较小，且土地和房屋资产中使用权受限比例较高，公司财务弹性较小。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	39.69%	42.54%
现金短期债务比	0.83	1.30
EBITDA 利息保障倍数	1.03	1.22

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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（2021年3月26日），公司本部未结清信贷被列入关注类余额15,000.00万元，根据湖北钟祥农村商业银行股份有限公司（以下简称“钟祥农商行”）出具的情况说明，该笔贷款到期日为2020年5月7日，因疫情影响，钟祥农商行根据国家相关政策为该贷款办理展期30个月，展期后到期日为2022年11月7日，由于办理展期造成征信系统自动将该笔贷款列为关注类；另外，公司本部为其他借款人承担的相关还款责任被列入关注类余额2,850.00万元，系2020年被担保企业人福湖北食品产业有限公司向湖北荆门农村商业银行股份有限公司的贷款尚未结清欠息所致，未来计划通过出售房产、土地等资产偿还，后续可能存在较大代偿风险。

或有事项分析

公司对外担保存在较大的或有负债风险

截至2020年末，公司对外担保金额合计为20.65亿元，占当期末净资产的32.65%，对外担保规模较大，均未设置反担保措施，被担保企业人福湖北食品产业有限公司已出现欠息（该笔对外担保未在2020年审计报告中披露），公司存在较大的或有负债风险。

表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	被担保方性质	担保金额	担保到期日	反担保措施
钟祥市交通投资有限公司	国有企业	4.57	2032/12/21	无
钟祥市瑞城基础建设投资有限公司	国有企业	4.30	2031/3/14	无
钟祥市群益房屋建设投资有限公司	国有企业	4.29	2039/2/23	无
湖北大柴湖现代农业发展有限公司	国有企业	3.46	2030/9/18	无
钟祥市群益房屋建设投资有限公司	国有企业	0.50	2035/10/17	无
钟祥市长寿园投资有限责任公司	国有企业	2.90	2028/12/31	无
钟祥致诚建设工程有限公司	国有企业	0.63	2030/8/27	无
合计	-	20.65	-	-

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

国有土地使用权抵押担保有效提升了本期债券的信用水平，但公司未按约定对抵押土地进行跟踪评估，在极端情况下相关资产能否及时变现以及变现金额的规模存在不确定性

根据本期债券发行前约定，公司应以本部和子公司钟祥厚德拥有的17宗国有土地使用权作为抵押资产，为本期债券提供抵押。根据钟祥市国土资源局2019年4月出具的不动产登记证明（鄂（2019）钟祥市不动产证明第0003211号），公司本部及子公司钟祥厚德拥有的17宗国有土地使用权已办理抵押登记手续。

由于本期债券实际募集资金小于计划金额，公司于2019年7月4日向湖北钟祥农村商业银行股份有限公司申请解除对土地权证编号为鄂（2017）钟祥市不动产权0007328号、鄂（2017）钟祥市不动产权0007329号2宗土地使用权抵押。根据钟祥市国土资源局2019年10月出具的不动产登记证明（鄂（2019）钟祥市不动产证明第0008635号），公司本部及子公司钟祥厚德拥有的15宗国有土地使用权已办理抵押登记手续，为本期债券提供抵押。

根据中京民信（北京）资产评估有限公司2019年8月出具的《钟祥市城市建设投资公司拟核实资产价值涉及的钟祥市城市建设投资公司及钟祥厚德建设工程有限公司部分土地使用权价值资产评估报告》（京信评报字（2019）第333号）（估价基准日为2019年6月30日），本期债券已抵押资产评估总价值为15.63亿元，为本期债券未偿还本金以及一年利息之和的2.42倍，满足土地抵押协议关于抵押比率不低于1.60倍的约定。

表12 截至本报告出具日公司用于本期债券抵押的土地明细（单位：平方米、亿元）

序号	权属人	土地权证编号	土地位置	性质	用途	面积	评估值
1	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007325 号	国营钟祥市南湖棉花原种场	出让	住宅、商业	69,822.00	0.81
2	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007332 号	国营钟祥市南湖棉花原种场	出让	住宅、商业	69,962.00	0.81
3	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007335 号	国营钟祥市南湖棉花原种场	出让	住宅、商业	69,279.00	0.81
4	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007336 号	国营钟祥市南湖棉花原种场	出让	住宅、商业	68,444.00	0.80
5	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007327 号	西环三路东侧	出让	商服	50,780.10	0.60
6	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007326 号	西环三路南侧	出让	住宅、商业	17,295.60	0.22
7	公司本部	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002695 号	皇庄社区	出让	住宅	67,662.00	1.56
8	公司本部	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002702 号	董家巷社区	出让	住宅、商业	50,683.00	2.04
9	公司本部	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002701 号	董家巷社区	出让	住宅、商业	68,648.00	2.16
10	公司本部	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002699 号	高庙社区	出让	住宅	14,710.00	0.13
11	公司本部	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002698 号	高庙社区	出让	住宅	25,264.00	0.22
12	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007331 号	钟祥市承天东路南侧	出让	住宅、商服	22,121.66	0.46
13	公司本部	鄂（2017）钟祥市不动产权第 0007330 号	钟祥市承天东路南侧	出让	住宅、商服	33,902.79	0.71
14	钟祥厚德	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002703 号	董家巷社区	出让	住宅、商业	68,712.00	2.16
15	钟祥厚德	鄂（2018）钟祥市不动产权第 0002697 号	皇庄社区	出让	住宅、商业	68,059.00	2.14
合计	-	-	-	-	-	765,345.15	15.63

资料来源：《钟祥市城市建设投资公司拟核实资产价值涉及的钟祥市城市建设投资公司及钟祥厚德建设工程有限公司部分土地使用权价值资产评估报告》、公司提供，中证鹏元整理

根据公司签订的土地抵押协议，在本期债券存续期间，公司应聘请经抵押权人认可的资产评估机构按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息日后的三十个工作日。但截至本报告签署日，公司尚未按约定对抵押土地进行跟踪评估。此外，公司抵押土地资产规模较大，其价值易受土地一级市场的影响，极端情况下能否集中变现存在不确定性。

九、结论

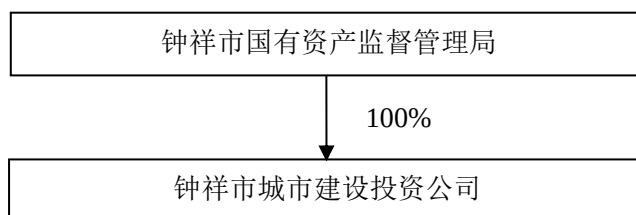
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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	1.89	3.96	5.10
应收账款	9.83	7.84	7.06
其他应收款	10.41	11.42	8.64
存货	63.97	67.26	62.87
流动资产合计	86.31	90.68	84.00
可供出售金融资产	7.90	7.90	7.89
长期应收款	6.98	0.00	0.00
固定资产	3.70	10.79	3.98
非流动资产合计	18.58	18.69	11.87
资产总计	104.90	109.37	95.87
应付账款	0.30	0.75	0.53
其他应付款	0.62	0.62	0.59
一年内到期的非流动负债	2.27	3.04	3.20
流动负债合计	3.45	4.56	4.44
长期借款	23.30	23.82	19.61
应付债券	12.37	13.96	7.97
长期应付款	2.51	4.19	2.51
非流动负债合计	38.18	41.97	30.09
负债合计	41.63	46.53	34.53
总债务	39.55	41.03	31.30
所有者权益	63.26	62.85	61.34
营业收入	10.00	6.25	4.96
营业利润	1.78	0.87	0.62
其他收益	0.58	0.00	0.00
利润总额	1.79	1.80	1.79
经营活动产生的现金流量净额	1.69	-2.61	-8.76
投资活动产生的现金流量净额	0.04	-6.95	0.56
筹资活动产生的现金流量净额	-3.79	8.41	-0.80
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	19.23%	16.60%	16.10%
收现比	80.27%	88.13%	91.43%
资产负债率	39.69%	42.54%	36.02%
现金短期债务比	0.83	1.30	1.60
EBITDA（亿元）	2.38	1.97	1.94
EBITDA 利息保障倍数	1.03	1.22	1.12

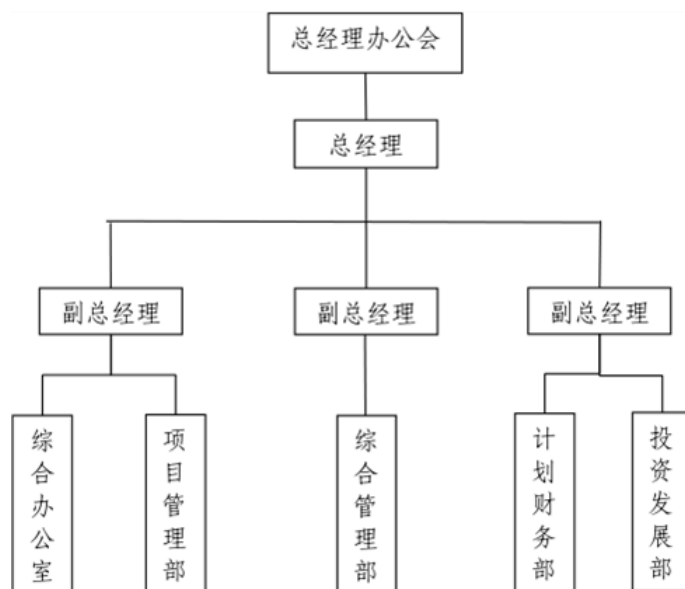
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 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。