



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

咸宁市城市建设投资开发有限公司

主体与相关债项 2018 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

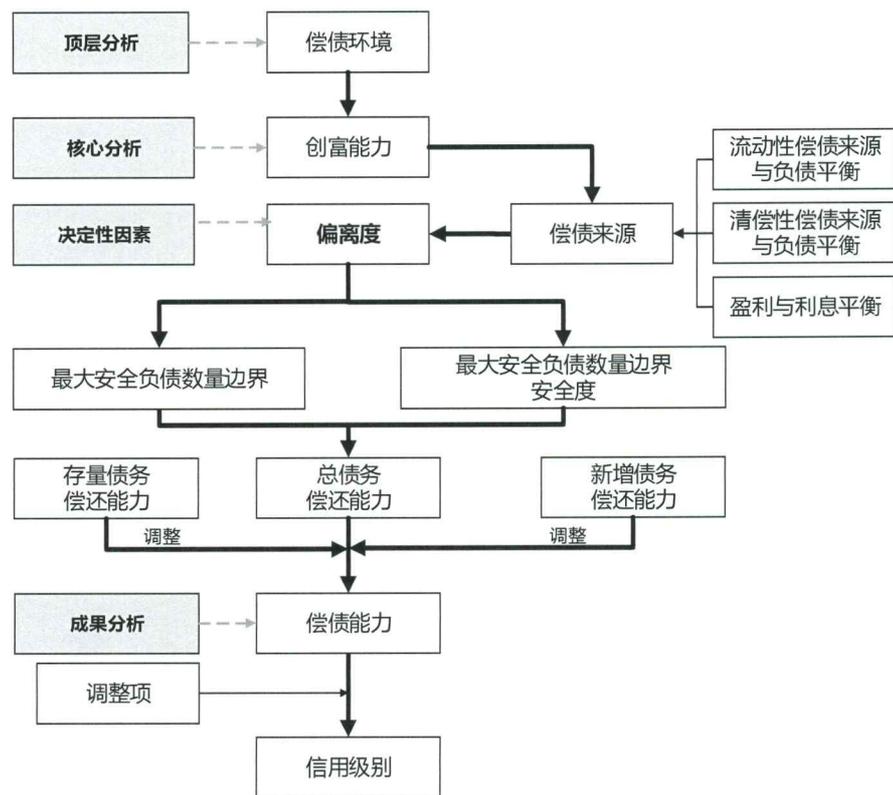
评级报告逻辑

评级结论回答的是债务人未来一定时期最大安全负债数量边界及其安全度，它由以财富创造能力为基石的偿债来源偏离度所决定。

偏离度是大公信用评级核心思想。偏离度是指以财富创造能力为基石每一种偿债来源与财富创造能力的距离，距离越远风险越大。偿债来源按照自主性和可靠性排序为：盈利、经营性现金流、债务收入、外部支持、可变现资产、外汇收入、货币发行。

评级报告依次分析偿债环境、财富创造能力和偿债来源，得到偿债来源偏离度，以此为核心测算出最大安全负债数量边界及其安全度，并最终得到偿债能力分析结论。

大公力求精准量化债务人偿债风险，体现的数字评级逻辑如下：



跟踪评级说明

根据大公承做的咸宁市城市建设投资开发有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	AA		评级展望	稳定	
上次评级结果	AA		评级展望	稳定	
债项信用					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
12 咸宁城投债 /PR 咸宁投	6	6	AA+	AA+	2017.06

◆ 主要观点

大公对咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“咸宁城投”或“公司”）“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。本次评级结果反映咸宁城投面临的偿债环境较好，财富创造能力有所下降，可用偿债来源充裕，偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司外部偿债环境较好。2017 年，中国经济稳健发展，咸宁市主要经济指标继续增长，为公司的发展提供了良好的外部偿债环境。

2、公司核心业务财富创造能力有所下降。咸宁市城市建设需求较大，作为咸宁市最主要的城市基础设施建设主体，公司业务仍具有一定的市场需求；公司的财富创造能力主要依赖基础设施建设业务和土地转让业务，基础设施建设项目的收益性较差，财富创造能力有所下降。

3、公司偿债来源整体充裕。公司经营性净现金流在偿债来源结构中的占比很小，债务收入和外部支持是公司流动性偿债来源的主要构成；公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，可变现资产中土地使用权和工程施工规模较大，对公司债务偿付形成一定保障。

4、公司偿债能力很强。公司存量债务规模较大，有息债务占比较高，债务负担较重；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较好，债务安全度有待进一步提升。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 1、2017 年，咸宁市经济保持较快增长，为公司业务发展提供了良好的外部环境；
- 2、公司作为咸宁市最主要的城市基础设施建设投融资主体，在咸宁市城市建设和经济发展中仍具有重要地位，得到政府在政府补助和债务豁免等方面的有力支持；
- 3、公司债务期限结构较为合理，集中偿付压力较小；
- 4、公司以其合法拥有的国有土地使用权为“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”提供的抵押担保仍具有较强的增信作用。

主要风险/挑战:

- 1、受土地整理业务收入减少影响，2017 年公司营业收入有所下降；
- 2、公司在建和拟建项目投资规模仍较大，存在一定的资本支出压力；
- 3、2017 年，公司经营性净现金流继续下降，仍缺乏对债务的保障能力；
- 4、公司存货和应收类款项在总资产中占比仍较高，资产流动性受到一定影响；
- 5、2017 年，公司有息债务大幅增长，债务资本比率大幅提高，未来公司需要合理控制债务规模。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位：人民币亿元、%)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	238.84	194.62	157.02
所有者权益	102.69	88.87	68.59
总有息债务	81.76	48.04	33.06
营业收入	8.91	11.19	7.74
净利润	1.13	1.19	2.10
经营性净现金流	-27.99	-5.46	12.92
毛利率	11.47	22.39	35.33
总资产报酬率	0.65	0.86	1.50
债务资本比率	41.56	27.03	30.39
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	1.96	1.08	0.40
经营性净现金流/总负债	-23.14	-5.62	14.61

注：公司提供了 2017 年的财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

◆ 联系方式

评级小组负责人：谷蕾洁

评级小组成员：李坤 陈文婷

联系电话：+86-10-51087768

客服电话：+ 86-4008-84-4008

传真：+86-10-84583355

Email dagongratings@dagongcredit.com

地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层



大公国际资信评估有限公司

二〇一八年六月二十七日

基本经营

（一）主体概况与公司治理

咸宁城投是经咸宁市政府批准于 2005 年 12 月成立的国有独资公司，出资人为咸宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“咸宁市国资委”），初始注册资本为人民币 3.52 亿元。2007 年 4 月和 2012 年 12 月，咸宁市国资委分别对公司进行增资。2016 年 10 月，经咸宁市人民政府同意，咸宁市国资委将其持有的公司 100% 股权全部划转给国资委下属的咸宁城市发展（集团）有限责任公司（以下简称“咸宁城发集团”）持有。截至 2017 年末，公司注册资本为 12.3 亿元人民币，实际控制人仍为咸宁市国资委。

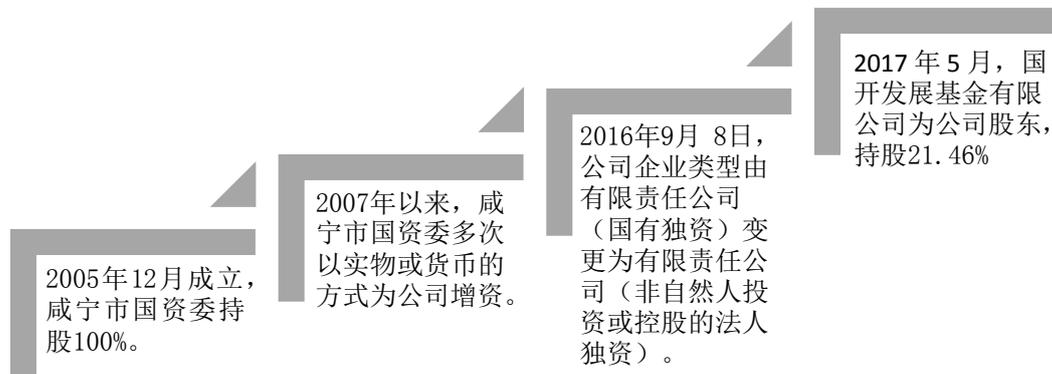


图1 公司历史沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

经营管理上，公司根据中国法律法规及相关规定建立了公司设立董事会，由 4 名董事组成；设立监事会，监事会成员有 5 名。公司设高级管理人员 4 名，建立了规范的法人治理结构。同时设置了综合管理办公室、计划财务部和审计部等 7 个职能部门。

（二）盈利模式

公司的主要业务板块为土地整理、建筑业务、房地产销售、代建业务和其他业务。土地整理由公司本部和子公司咸宁宏业土地整理经营有限公司（以下简称“宏业公司”）负责，是咸宁市城区内（不含开发区及生态新城）负责开发整理商住用地的核心政府平台公司，主要项目包括幸福路西侧地块、长安大道旁地块以及 107 国道贺胜段东

侧地块等。建筑业务主要由子公司南楚建筑承担，南楚建筑具有多项行业专业资质。南楚建筑主要承接业务种类为房屋建筑类和市政工程类。房地产销售主要以自主开发和委托开发模式为主。代建业务由公司本部负责，下属子公司南楚建筑通过公开招投标承揽项目进行建设，并根据与市政府签订的综合开发协议建设与回购。代建业务、土地整理业务、建筑业务和房地产销售业务在公司主营业务收入中占比相对较大。



图 2 公司主要业务板块盈利模式

数据来源：根据公司提供资料整理

未来公司将依托咸宁城市建设和经济发展，以基础设施建设、资产经营和资本运作为产业发展的切入点，以经济效益和社会效益双重最优化为主要目标，以土地置业、空间资源开发、公共资源经营、金融投资等为主要经营领域积极介入土地一级开发、地产开发、旅游产业、金融投资等经营性领域，努力将咸宁城投建设成为具有较强投融资能力、资源整合能力、资产管理能力和持续盈利能力的多元化的现代化企业集团。

（三）股权链

截至 2017 年末，公司注册资本为 12.3 亿元人民币，国开发展基金有限公司控股 21.14%，咸宁城发集团控股 78.86%。咸宁城投为咸宁市人民政府批准设立的国有企业，由咸宁市人民政府授权咸宁市国有资产监督管理委员会履行出资人职责，出资比例为 78.86%。咸宁城



发集团是公司的控股股东，咸宁市政府是公司实际控制人。截至 2017 年末，公司合并报表范围的子公司共 7 家，均为二级子公司。截至 2017 年末，公司合营及联营企业共 2 家，即持有咸宁华润城投燃气有限公司 30%的股份和咸宁市担保集团有限责任公司 25%的股份

（四）信用链

截至 2017 月末，公司债务来源包括银行借款、发行债券等，总有息债务为 81.76 亿元，占总负债比重 60.05%。公司共获得银行授信 172.42 亿元，尚未使用银行授信额度为 83.25 亿元。

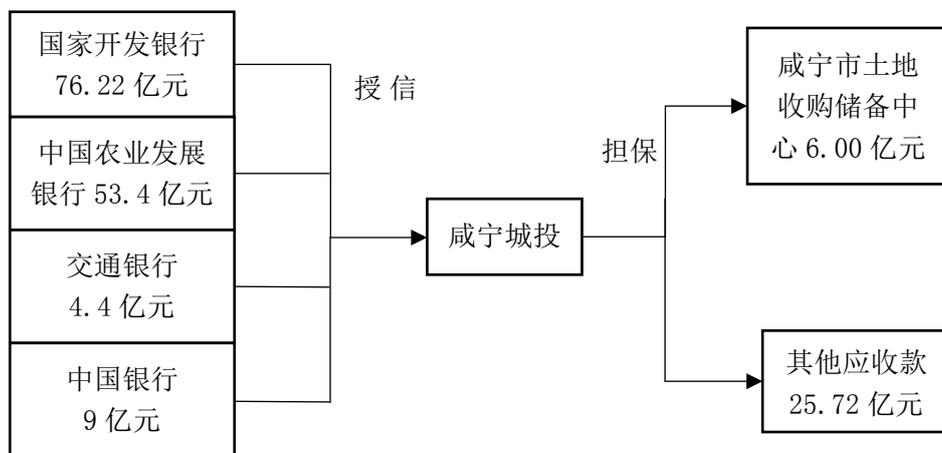


图 3 截至 2017 年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 1 月 22 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件。截至本报告出具日，公司本部在公开债券市场发行的债务融资工具到期的均已按时兑付，于 2012 年 8 月发行的 6 亿元的“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”已偿还本金 4.5 亿元，到期利息均已按时支付。

（六）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：



表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
12 咸宁 城投债 /PR 咸宁 投	6	2012. 8. 31~ 2018. 8. 31	武汉至咸宁城 际铁路咸安段 基础设施配套 工程建设项目	已按募集资金要求使用完毕。

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

中国宏观及政策环境稳健，新型城镇化为经济发展的新增长点，国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观与政策环境

现阶段我国国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，但短期内结构调整带来的经济增长压力仍较大，长期来看经济运行仍面临较多的风险因素。

现阶段国民经济运行缓中趋稳、稳中向好，主要经济指标同比增速均出现不同程度的上升，但仍面临较大的经济增长压力。据初步核算，2017 年，我国实现 GDP82.71 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.9%，增速同比上升 0.2 个百分点，规模以上工业增加值同比增长 6.6%，增速同比上升 0.6 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长 7.2%，增速同比下降 0.9 个百分点，其中房地产开发投资同比增长 7.0%。此外，近年来国内需求增长减慢，国际需求大幅增长，2017 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.2%，市场需求依然疲软，进出口总额同比增长 14.2%，扭转了近年来进出口逐年下行的趋势。2017 年，全国公共财政预算收入同比增长 7.4%，增速同比上升 2.9 个百分点，政府性基金收入同比增长 34.8%。

针对经济增长压力，国家加强财政、货币、产业、区域等政策协调配合。在坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，推动高质



量发展，加大改革开放力度，抓好“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战。财政政策“聚力增效”，加大一般性转移支付，增强中西部地区财力，优化财政支出结构。货币政策注重松紧适度，提高直接融资特别是股权融资比重，引导资金更好服务实体经济。加强供给侧结构性改革的要求，化解过剩产能、淘汰落后产能，促进新经济，新动能发展。完善区域发展政策，推进基本公共服务均等化，推动东、中、西、东北地区“四大板块”协调发展。预计未来短期内，我国经济在平稳运行的基础上仍面临较大增长压力，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

（二）产业环境

随着新型城镇化战略进一步实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务和投融资体制管理等方面的加强对投融资平台转型提出更高要求。

城镇化建设为我国经济发展的重点领域，在我国城镇化快速推进过程中，地方政府投融资平台的发展，有力支持了地方城镇基础设施建设及地方经济社会发展。但在满足社会公共需要和地方经济发展的同时，地方政府投融资平台也积累了较大规模的政府性债务。2017年末，地方政府一般债务余额 10.33 万亿元，同比增长 5.52%，专项债务余额 6.14 万亿元，同比增长 11.03%。近年来，国务院、财政部、国家发改委等陆续出台一系列针对地方政府融资平台的管理文件，对地方政府债务和投融资企业的管理日趋规范。



图 4 地方政府融资平台政策分析

数据来源：根据公开资料整理

预计未来，随着各地经济社会发展以及新型城镇化战略的实施，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间，随着市场环境的改变和政府性债务管理模式的不断完善，对融资平台的运作模式的转变也提出了更高要求。

（二）区域经济分析

2017 年，咸宁市经济保持较快增长，支柱产业继续发展，为公司业务发展提供了良好的外部环境。

2017 年，咸宁市经济继续保持增长，主要经济指标增长较快。2017 年咸宁市实现地区生产总值 1,234.86 亿元，同比增长 8.1%；财政总收入 129.49 亿元，同比增长 10.1%；一般预算收入 87.70 亿元，同比增长 8.7%；工业增加值 535.55 亿元，同比增长 7.8%。

表 2 2015~2017 年咸宁市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2017 年		2015 年		2014 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	1,234.86	8.1	1,107.93	7.6	1,030.07	8.0
人均地区生产总值（万元） ¹	5.24	19.4	4.40	-	4.11	-
财政总收入	129.49	10.1	117.84	9.0	109.72	13.0
一般预算收入	87.70	8.7	83.34	10.1	80.12	13.2
工业增加值	535.55	7.8	473.17	6.7	447.83	7.2
全社会固定资产投资	1,676.07	16.5	1,463.49	17.5	1,372.52	17.2
社会消费品零售总额	497.24	12.4	442.54	10.3	401.04	10.9
三次产业结构	15.6:48.4:36.0		16.6:47.7:35.7		17.3:48.6:34.1	

数据来源：2015~2017 年咸宁市国民经济和社会发展统计公报

¹人均地区生产总值按照常住人口计算



2017 年，咸宁市三次产业结构为 15.6: 48.4: 36.0，第三产业占比有所提升。工业经济和支柱产业继续发展，规模以上工业增加值增长 8.1%，增速有所提升；在规模以上工业中，通用设备制造业比上年增长 33.6%，黑色金属冶炼和压延加工业增长 22%，食品制造业增长 16.7%，家具制造业增长 16.2%，非金属矿采选业增长 15.3%，计算机通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、电气机械和器材制造业计分别增长 39.5%、27.7%和 15.2%，占规模以上工业的比重提高到 7.5%。六大高耗能行业增长 9.2%，占规模以上工业的比重为 35.8%。

从全省范围看，2017 年，咸宁市地区生产总值在湖北省 17 个地级市中排名第 10 位，一般预算收入排名第 10 位。咸宁市整体经济和财政实力在湖北省各地级市中处于下游水平。

表 3 2017 年湖北省各地级市主要经济指标对比（单位：亿元、%）

城市	地区生产总值			一般预算收入		
	数值	排名	增速	数值	排名	增速
武汉市	13,410.34	1	8.00	1,402.93	1	11.20
宜昌市	4,064.90	2	7.20	314.90	2	1.40
襄阳市	3,857.17	3	3.98	242.08	3	-23.94
荆州市	1,922.18	4	7.50	122.50	6	8.70
黄冈市	1,921.83	5	7.60	133.33	4	15.10
孝感市	1,742.23	6	6.60	131.95	5	6.20
荆门市	1,644.17	7	7.50	101.25	8	12.30
十堰市	1,632.32	8	10.10	107.70	7	11.70
黄石市	1,479.40	9	13.32	-	-	-
咸宁市	1,234.86	10	8.10	87.70	9	8.70
随州市	935.72	11	6.80	48.60	12	9.20
鄂州市	905.92	12	8.60	58.33	11	10.30
恩施自治州	801.23	13	6.20	74.93	10	7.20
仙桃市	700.00	14	7.50	30.90	13	8.00
潜江市	671.86	15	6.90	25.09	14	7.6
天门市	528.28	16	8.00	19.25	15	11.80
神农架林区	25.21	17	7.0	7.23	16	10.5

数据来源：2017 年湖北省各地级市国民经济和社会发展统计公报

综合来看，2017 年咸宁市经济保持较快增长，支柱产业继续发展，为公司的业务发展提供了良好的外部环境。



2016, 咸宁市以税收收入为主的一般预算收入继续保持增长, 受土地市场环境的影响, 政府性基金收入大幅下降, 转移性收入为财政本年收入的重要来源。

2016 年, 咸宁市财政本年收入同比下降 2.05%, 主要是由于地方财政收入中政府性基金收入下降所致。从财政本年收入结构来看, 咸宁市地方财政收入在财政本年收入中占比较低, 为 42.63%。转移性收入在财政本年收入中占比 57.37%, 仍是财政本年收入的重要来源。

地方财政收入中, 以税收收入为主的一般预算收入继续保持增长, 同比增长 4.02%, 在地方财政收入中占比 81.47%, 一般预算收入仍为地方财政收入的主要来源。2016 年, 一般预算收入中税收收入占比 60.01%, 有利于保证一般预算收入的稳定。2016 年税收收入同比小幅下降。从税种构成来看, 增值税、营业税、企业所得税和耕地占用税为主要税种, 2016 年该四项税种在税收总额中占比 69.15%。

2016 年, 受土地市场下行影响, 咸宁市以土地出让收入为主的政府性基金收入同比下降 38.54%。政府性基金收入易受国家政策、地方政府规划、房地产市场等因素影响, 具有一定的不确定性。

企业未提供 2017 年咸宁市财政数据。根据公开资料, 2017 年咸宁市地方财政总收入 129.49 亿元, 比上年增长 10.1%。其中, 一般公共预算收入 87.70 亿元, 增长 8.7%。在一般公共预算收入中, 税收收入 54.22 亿元, 增长 13.9%, 税收收入占一般公共预算收入的比重为 61.8%, 比同期提高 1.8 个百分点。全年一般公共预算支出 226.10 亿元, 增长 4.6%。



表 4 2014~2016 年咸宁市全市及市本级财政收支情况（单位：亿元）

项目	全市			市本级			
	2016 年	2015 年	2014 年	2016 年	2015 年	2014 年	
本年收入	财政本年收入	239.99	245.01	281.55	77.57	81.76	116.67
	地方财政收入	102.30	110.97	152.56	43.58	47.02	80.24
	一般预算	83.34	80.12	70.76	36.93	35.63	29.26
	其中：税收收入	50.01	50.29	48.99	23.14	22.12	21.00
	政府性基金	18.96	30.85	81.02	6.65	11.39	50.98
	预算外	-	-	0.78	-	-	0.00
	转移性收入	137.68	134.05	128.99	33.99	34.74	36.43
	一般预算	137.68	117.59	117.59	33.99	33.52	33.52
	政府性基金	-	16.46	11.41	-	1.22	2.91
本年支出	财政本年支出	253.43	247.19	276.23	81.40	74.08	107.90
	地方财政支出	240.86	233.82	265.95	76.23	69.05	103.59
	一般预算	216.14	190.85	176.97	67.79	59.67	53.71
	政府性基金	24.72	42.97	88.14	8.44	9.39	49.88
	预算外	-	-	0.85	-	-	0.00
	转移性支出	12.57	13.36	10.28	5.17	5.03	4.31
收支净额	本年收支净额	-13.44	-2.17	5.32	-3.83	7.67	8.77
	地方财政收支净额	-138.56	-122.86	-113.40	-32.65	-22.04	-23.35
	转移性收支净额	125.12	120.68	118.72	28.82	29.71	32.12

数据来源：根据咸宁市市财政局提供资料整理

2016 年，咸宁市转移性收入同比增长 2.71%，转移性收入为财政本年收入的重要来源，在财政本年收入中占比 57.37%

2016 年，咸宁市市本级财政本年收入同比减少 5.12%，主要是由于政府性基金收入减少所致。

2017 年，咸宁市财政总收入 129.49 亿元，同比增长 10.1%。其中，一般公共预算收入 87.70 亿元，同比增长 8.7%。在一般公共预算收入中，税收收入 54.22 亿元，同比增长 13.9%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 61.8%，比同期提高 1.8 个百分点。

总体来看，2017 年，咸宁市以税收收入为主的一般公共预算收入继续保持增长，税收收入在一般公共预算的比重有所增加。

2016 年，咸宁市一般公共预算支出继续增长，咸宁市市本级政府债务规模较大，债务压力较大。

2016 年，咸宁市一般公共预算支出继续增长，同比增长 13.25%，一般公共预算支出中，刚性支出占比较高，一般公共预算支出弹性较弱，2016 年，



狭义刚性支出在一般预算支出中分别同比增长了 1.48 个百分点。2017 年，咸宁市一般公共预算支出 226.10 亿元，增长 4.6%。

2016 年，咸宁市基金预算支出同比降低 42.47%，基金支出主要用于咸宁市基础设施项目建设。

表 5 2014~2016 年咸宁市全市一般预算支出中刚性支出（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
一般预算支出	216.14	100.00	190.85	100.00	176.97	100.00
狭义刚性支出 ²	118.52	54.83	101.82	53.35	87.22	49.29
一般公共服务	26.25	12.14	21.92	11.48	20.97	11.85
教育	37.59	17.39	31.43	16.47	28.04	15.85
社会保障与就业	29.70	13.74	27.43	14.37	21.18	11.97
医疗卫生	24.98	11.56	21.04	11.02	17.02	9.62
广义刚性支出 ³	138.89	64.26	142.73	74.78	128.86	72.82

数据来源：根据咸宁市财政局提供资料整理

2017 年，省转贷咸宁市本级债券收入 97,350 万元，其中置换债券 81,084 万元（一般债券 24,300 万元，专项债券 56,784 万元），新增债券 16,266 万元（一般债券 10,080 万元，专项债券 6,186 万元）。咸宁市市本级政府债务规模较大，债务压力较大。

总体来看，2017 年，咸宁市一般公共预算支出继续增长，咸宁市市本级政府债务规模较大，债务压力较大。

财富创造能力

公司作为咸宁市最主要的城市基础设施建设投融资主体，在咸宁市城市建设和经济发展中仍具有重要地位，得到政府在债务豁免等方面的有力支持。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置

C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

² 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。

³ 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输和工业商业金融等事务四个科目。



（一）市场需求

公司是咸宁市人民政府授权范围内从事咸宁市城区土地整理、城市基础设施及相关配套设施的建设主体,担负着推进咸宁市城市化进程的重要责任,公司在城市基础设施建设及土地整理行业领域处于垄断地位。

咸宁位处华中腹地,武汉城市圈和长株潭城市群两个“两型”社会综合配套改革试验区的中间地带,武汉、长沙、南昌所构成的中部城市群的中心,也是武汉“1+8”城市圈的核心城市,东邻赣北、南及潇湘、西望荆楚、北靠武汉,离武汉市仅 67 公里,京广高铁、武咸城际铁路建成后,咸宁市交通优势将进一步显现,也将助推咸宁市经济快速发展。

公司是经咸宁市人民政府批准设立的国有独资公司,其土地整理开发业务在咸宁市具有主导地位,受到咸宁市政府的政策支持,在区域内具有较强的行业垄断性。为提升公司在咸宁市土地整治开发主体中的重要地位,加强公司在土地整治开发方面的业务实力,咸宁市政府在税收减免等多方面给予公司政策支持。根据咸宁市财政局相关政策,公司土地整理出让收益提取 10%作为偿债基金,为公司未来筹融资提供保障。根据咸宁市地方税务局文件公司将整理开发完的土地交当地国土资源主管部门统一招标、拍卖、挂牌出让的收益,可享受土地增值税、营业税及附加的征免优惠。

（二）产品和服务竞争力

公司业务板块主要包括土地整理、建筑施工、房产销售和代建业务;受土地整理业务收入减少影响,2017 年公司营业收入有所下降。

1、土地整理

作为咸宁市人民政府下属公司,咸宁市人民政府赋予公司对咸宁市域范围内土地整理的职能,公司按照咸宁市城市发展规划,经市政府批准对相关土地进行一级开发。

公司的土地整理业务由公司本部和子公司宏业公司负责,是咸宁市城区内(不含开发区及生态新城)负责开发整理商住用地的核心政府平台公司。公司作为咸宁市人民政府下属的国有独资公司,咸宁市土地收购储备中心赋予公司对咸宁市域范围内土地进行整理的职能。



公司对经批准开发的土地进行征收、拆迁、补偿、安置，然后对其进行平整、熟化处理，最后交由市国土资源局土地交易中心进行“招拍挂”，由竞得人将土地出让收入上缴财政的土地出让金专户，土地拍卖金额扣除相关费用后再由财政局拨付给公司。公司自行承担在土地整理过程中发生的开发费用，获得土地出让收益。

自 2012 年底财预【2012】463 号出台后，公司全部通过招拍挂方式取得土地，咸宁市政府支持公司取得大量优质土地资产，土地的前期整理和开发成为公司主营业务之一。

2017 年，公司确认出让面积 188.29 亩，主要包括幸福路西侧地块、长安大道旁地块以及 107 国道贺胜段东侧地块和香城大道西侧地块等，土地整理业务收入同比减少 1.57 亿元，且在营业收入中的占比有所下降；同期，土地整理业务毛利率为 6.34%，同比下降 63.20 个百分点，主要由于开发成本大幅增加，这几宗土地涉及拆迁安置较多，成本较高。

公司正在整理中的土地项目 1 宗，土地面积 2,918,814.59 平方米，总投资额为 15.96 亿元。公司对 2018~2020 年土地整理及出让情况进行了规划，其出让计划如表 6 所示。咸宁市政府对城区土地整理工作高度重视与支持，市政府承诺将桂乡大道东侧，规划用于商住的土地约 2,000 亩土地及咸宁大道再向东延伸两侧范围内规划用于商住的土地共 895.3 亩配置给咸宁城投进行土地整理工作，整理工作完成后该地块将在 6 年内出让完毕，咸宁市政府及咸宁市国资委能够根据公司制定的出让计划安排出让指标，保障公司的出让需求。

表 6 公司预计未来整理土地出让情况（单位：亩、万元）

年份	预计出让面积	预计出让金额	计提基金	政府分成	公司收入情况
2018	692.41	62,317.20	12,394.20	14,976.90	34,946.10
2019	689.33	62,039.84	12,339.04	14,910.24	34,790.57
2020	684.29	61,586.10	12,249.48	14,800.99	34,535.63
合计	3,492.83	314,354.84	62,522.39	75,549.74	176,282.73

数据来源：根据公司提供资料整理

2、建筑业务

公司建筑业务收入来自子公司南楚公司，主要包括全部公租房项目和其他工业及民用项目施工。

公司的建筑业务主要由子公司南楚建筑承担，出于风险把控的考



虑，公司近年来主要承接项目为政府类房屋建筑以及市政工程项目，较少承接民营类项目，且主要集中于咸宁。公司通过咸宁市人民政府相关部门参与投标，项目中标后，企业组织项目施工。项目竣工验收后，公司收取工程项目款。

南楚建筑主要承接业务种类为房屋建筑类和市政工程类，其中，承接房屋建筑类工程占比 80%以上。南楚建筑工程施工业务主要采取自营模式，依托母公司资源优势，通过公开招投标承建项目。2017 年，公司建筑业务收入为 1.81 亿元，毛利率为 3.71%，同比略有下降，主要是根据财综[2016]4 号要求，融资平台不再从事新增土地储备工作，主营业务构成由土地出让收入和项目回购收入转变为项目回购收入，根据与市政府签订的综合开发协议，约定回购投资回报为 12%。

3、房产销售

公司房地产业务包括普通商品房业务和公租房建设业务两个大类，2017 年，由于整体房价较同期有大幅上升，房地产业务毛利率也随之大幅提升。

公司房地产业务主要由下属子公司咸宁市安居工程开发有限公司（以上简称“安居工程”）负责，包括普通商品房业务和公租房建设业务两个大类。普通商品房业务近年来主要以自主开发和委托开发模式为主。自主开发项目是由公司自主完成从土地的购买、房地产项目的自主开发建设、房屋最终销售的全链条模式。在业务经营过程中，公司通过严格控制工程建设各项成本费用支出，从而最大化提高利润空间，保持公司持续经营及盈利能力。而委托开发项目是通过公开招投标外包给符合资质要求的专业建筑施工公司进行施工，由项目实际投资人自主开发、自负盈亏，公司只收取开发管理费。

公租房建设业务以自主开发的经营模式对公租房进行建设，公租房开发主要是由下属子公司安居工程开展，分两种模式：一是由安居公司为主体开发建设，城投公司按协议价进行回购；二是由城投公司为主体开发建设，安居公司负责代建管理。

2017 年，房地产销售收入规模同比小幅下降，但毛利润大幅提升，主要是整体房价较同期有大幅上升。

**表 7 公司在建房地产项目投入情况（单位：亿元、平方米）**

序号	项目名称	总投资	施工面积	已完成投资	未来投资计划	
					2018 年	2019 年
1	温中、实小教室项目一期	1.30	70,514	1.20	0.10	0.00
2	长安花苑二期	1.20	69,276	0.67	0.32	0.21
3	康园小区一期	0.23	15,391	0.21	0.02	0.00
4	铂金公馆	0.82	41,455	0.78	0.04	0.00
合计		3.55	196,636	2.86	0.48	0.21

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年 3 月末，公司在建普通商品房项目共 4 个，预计总投资 3.55 亿元，累计已完成投资 2.86 亿元；公司在建公租房项目 5 个，预计总投资 52.10 亿元，累计已完成投资 28.25 亿元。公司在建拟建地产项目建设投资力度仍较大，未来面临一定的资本支出压力。

表 8 公司在建的公租房项目情况表

序号	项目名称	施工面积	总投资	已投资	未来投资计划	
					2018 年	2019 年
1	公租房项目	206,466.60	7.93	6.42	1.10	0.41
2	2014 年咸宁市第一批棚户区改造项目	656,403.00	14.39	9.48	3.59	1.32
3	2015 年咸宁市第一批棚户区改造项目	483,200.00	19.04	6.54	6.5	6
4	2015 年咸宁市第二批棚户区改造项目	-	5.70	0.86	2.4	2.44
5	农村集中居住住宅建设项目	142,350.00	5.04	4.95	0.09	-
合计		1,488,419.60	52.10	28.25	13.68	10.17

数据来源：根据公司提供资料整理

4、代建业务

公司代建业务仍然是公司收入和利润的主要来源，作为咸宁市的重大市政建设项目投资主体，公司继续承担基础设施建设项目，公司拟建项目投资规模仍较大，存在一定的资本支出压力。

公司的市政项目建设业务主要由公司本部负责，公司与市政府签订的综合开发协议建设与回购。企业主要通过先筹资垫付，移交时政府再通过专项回购资金来结算的方式进行运作。项目建成后依协议按一定年度进行回购，对未回购部分每年给予 5% 资金占用补偿。公司代建业务成为公司收入和利润的主要来源。



截至 2018 年 3 月末,公司在建基础设施项目 10 个,总投资 53.87 亿元,已投资 10.22 亿元。公司拟建市政工程项目 5 个,总投资 33.47 亿元。

表 9 截至 2018 年 3 月底公司在建项目及拟建项目情况 (单位: 亿元)

主要在建项目				
项目名称	总投资	已投资	计划完工时间	
淦河上游水环境综合治理工程	30.88	2.89	2020 年	
龙潭河综合整治工程	3.80	0.18	2020 年	
北部空间基础设施工程	2.50	0.20	2019 年	
肖桥大道项目	0.63	0.45	2018 年	
长安大道、淦河大道路面改造工程	0.57	0.42	2018 年	
长安大道立面综合整治工程	0.17	0.17	2018 年	
市残疾人康复中心建设工程	0.30	0.20	2018 年	
咸宁市妇女儿童活动中心建设工程	0.81	0.41	2018 年	
潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目	11.65	4.99	2019 年	
永安阁景区工程	2.56	0.31	2019 年	
合计	53.87	10.22	-	
主要拟建项目				
项目名称	预计总投资	项目建设内容	建设周期	资金来源
十六潭公园(四期)	0.35	建设十六潭公园全区域水循环治理; 征地拆迁, 土地流转, 苗木补偿, 迁坟等。	1 年	自筹
城区充电桩	0.30	城区设立充电桩、充电站	1 年	自筹
落雁湖基础设施建设工程	15.00	土地整理; 新建市政道路、管网、绿化等配套设施, 新建沿湖景观设施及相关水利工程建设	3 年	自筹和融资
咸宁市停车场建设项目	17.69	本项目包含 49 处停车场工程的建设, 总计可提供 23054 个停车泊位和相应配套设施, 总用地面积 812313 m ² , 拟建停车场建筑面积 765528 m ² , 配套商业建筑面积 46785 m ²	3 年	自筹和融资
体育中心整体维修改造工程	0.13	体育场内场改造, 东西看台的钢罩棚屋盖系统、看台系统、电气系统改造, 弱电及智能化系统完善和改造, 体育馆室内装修、给排水工程、增设车库中心, 暖通空调系统改造, 外围围护他系统	1 年	自筹
合计	33.47	-	-	-

数据来源: 根据公司提供资料整理

(三) 盈利能力

2017 年, 公司代建业务及土地整理业务收入同比均有所下降, 代建业务为公司收入和利润的主要来源

公司仍主要负责咸宁市基础设施建设等工作, 营业收入主要来源



于土地整理、建筑业务、代建业务和房地产销售业务。2017 年，公司营业收入同比下降 20.31%，主要是由于公司土地整理业务减少 1.57 亿元所致。同期，公司代建业务及土地整理业务规模缩小，代建整理业务和房产销售业务收入分别同比下降 13.31%和 0.54%。

公司代建业务为公司收入和利润的主要来源。2017 年，代建业务主要有东外环工程和青龙路、金桂路、十六潭路道路建设工程项目，总投资 11.8 亿元。

从毛利率来看，2017 年，公司综合毛利率 11.47%，同比下降 10.92 个百分点，主要由于土地整理收入的减少所致。

表 10 2015~2017 年公司营业收入、毛利润和毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	89,143	100.00	111,858	100.00	77,441	100.00
土地整理	6,798	7.63	22,492	20.11	40,780	52.66
建筑业务	18,117	20.32	17,571	15.71	33,124	42.77
房地产销售	1,507	1.69	1,516	1.36	571	0.74
代建业务	58,145	65.23	67,070	59.96	-	-
其他业务	4,574	5.13	3,209	2.87	2,966	3.83
毛利润	10,231	100.00	32,794	100.00	27,357	100.00
土地整理	430	4.21	15,641	47.69	24,051	87.92
建筑业务	672	6.57	967	2.95	1,860	6.80
房地产销售	456	4.46	76	0.23	377	1.38
代建业务	6,229	60.89	7,186	21.91	-	-
其他业务	2,441	23.86	8,924	27.21	1,069	3.91
毛利率		11.47		22.39		35.33
土地整理		6.34		69.54		58.98
建筑业务		3.71		5.50		5.61
房地产销售		30.28		5.01		66.04
代建业务		10.71		10.71		-
其他业务		53.38		26.87		36.04

数据来源：根据公司提供资料整理

总体来看，公司营业收入主要来源于代建业务、土地整理业务和建筑业务，受土地整理业务收入的影响，营业收入有所下降。预计未来 1~2 年，公司营业收入仍将主要由代建业务收入和建筑业务收入构成。



偿债来源

公司经营性净现金流缺乏对债务的保障能力，债务收入和外部支持是公司流动性偿债来源的主要构成，偿债来源对财富创造能力的偏离度较高；公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，可变现资产中土地使用权和工程施工规模较大，对公司债务偿付形成一定保障。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



（一）盈利

2017 年，公司代建业务及土地整理业务带动营业收入同比下降，公司利润总额及净利润规模有所下降

2017 年，由于土地整理业务和代建业务收入规模减少，公司营业收入同比下降 20.31%，受土地整理毛利率大幅下降影响，公司综合毛利率同比降低 10.92 个百分点。

2017 年，公司期间费用同比下降 24.07%，主要是由于管理费用和财务费用减少所致，其中管理费用同比减少 12.90%，主要是由于中介机构费减少；财务费用同比大幅下降 43.79%，主要系利息收入增加和手续费支出减少所致。同期，公司期间费用率同比下降了 0.44 个百分点，期间费用对营业利润的削弱作用有所减弱。2017 年，公司营业利润同比下降 129.22%，公司利润总额及净利润规模有所下降。



表 11 2015~2017 年公司收入与利润情况 (单位: 万元、%)

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	89,143	111,858	77,441
营业成本	78,912	86,813	50,084
期间费用	7,973	10,502	6,152
管理费用	5,826	6,689	4,936
财务费用	2,127	3,784	1,175
期间费用/营业收入	8.94	9.39	7.94
营业利润	-3,666	12,546	15,397
营业外收入	15,187	73	7,619
政府补贴	15,000	-	7,592
利润总额	11,372	12,290	22,975
净利润	11,340	11,894	21,048
毛利率	11.48	22.39	35.33
总资产报酬率	0.65	0.86	1.50
净资产收益率	1.10	1.34	3.07

总体来看,2017年,公司代建业务及土地整理业务带动营业收入同比下降,公司利润总额及净利润规模有所下降。

(二) 自由现金流

公司2017年,公司经营性净现金流大幅下降,缺乏对债务的保障能力;投资性现金流受项目投资影响,小幅下降。

2017年,公司经营性净现金流为-27.99亿元,同比大幅下降22.53亿元,其中,购买商品、接受劳务支付的现金增加14.35亿元,系主要客户未付款造成的应收账款增加所致;支付的其他与经营活动有关的现金增加13.11亿元,系公司垫付的拆迁补偿款、棚改资金和项目配套资本金所致。

2017年,公司投资性净现金流为-1.25亿元,投资性现金流小幅下降,主要是购买主要是付咸宁市咸安区马桥镇人民政府咸宁市城郊农村路网建设项目征地款及付咸宁市咸安区温泉街道办事处咸宁市城郊农村路网建设项目等资产所致。

**表 12 2015~2017 年公司现金流情况（单位：亿元、%）**

项目	2017 年	2016 年	2015 年
经营性净现金流	-27.99	-5.46	12.92
投资性净现金流	-1.25	-1.13	-22.70
经营性净现金流/流动负债	-51.19	-10.19	23.41
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-27.80	-2.80	2.06

截至 2018 年 3 月末，公司主要在建工程计划投资 53.87 亿元，已完成投资 10.22 亿元，尚需投资 43.65 亿元；拟建项目包括咸宁市停车场建设项目等，概算投资 33.47 亿元，未来仍需一定投入。整体看来，公司在建工程较多，预计未来，公司资本性支出规模仍较大，经营性现金流对资本性支出覆盖能力较弱。

（三）债务收入

公司融资渠道较为多样，以银行借款和发行债券为主，债务融资能力较强，债务收入对缓解公司流动性压力贡献很大。

公司融资渠道多元，主要有银行借款和发行债券等，借款期限结构以长期为主。公司银行借款以质押借款为主。债券融资方面，截至 2017 年末，公司存续债券主要是企业债券。大公通过筹资活动现金流入及流出变动来考察公司债务偿还对债务收入的依赖程度。2017 年，公司筹资性现金流入为 52.07 亿元，是公司可用偿债来源的主要组成部分；同期，公司筹资性现金流出为 10.43 亿元，公司债务偿还对融资能力依赖程度相对较高。

表 13 2015~2017 年债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2017 年	2016 年	2015 年
筹资性现金流入	52.07	34.53	28.75
借款所收到的现金	38.73	14.97	27.58
筹资性现金流出	10.43	9.64	10.25
偿还债务所支付的现金	9.99	9.20	9.09

数据来源：根据公司提供资料整理

预计未来 1~2 年，公司债务收入的主要来源仍将以银行借款及债券发行为主，随着公司在建及拟建项目的投入，公司债务收入将保持增长，是债务偿还的主要来源。



（四）外部支持

作为咸宁市最主要的城市基础设施建设投融资主体，2017 年，公司继续得到政府在政府补助和债务豁免等方面的有力支持。

作为咸宁市最主要的城市基础设施建设投融资主体，公司继续得到政府在资产注入等方面的有力支持。2017 年，公司收到政府补助 1.5 亿元。2017 年，公司资本公积增加 17.08 亿元，主要系咸宁市财政局减免其对咸宁城投公司债券金额所致。

考虑到公司在咸宁市基础设施建设投融资领域的重要地位，政府在未来仍将对公司发展提供支持。

（五）可变现资产

2017 年末，随着项目建设规模的扩大，公司总资产规模继续增长，仍以流动资产为主，存货和应收类款项在总资产中占比仍较高，资产流动性受到一定影响。

随着政府注入资金的规模增加及项目建设规模的扩大，公司总资产规模继续增长。2017 年末，公司资产总额同比增长 22.72%。资产结构仍以流动资产为主，流动资产在总资产中的占比为 92.46%，其中，预付款项增幅较大。

表 14 2015~2017 年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	50.24	21.03	37.85	19.45	19.55	12.45
应收账款	12.08	5.06	7.79	4.00	2.26	1.44
其他应收款	25.72	10.77	21.59	11.09	13.58	8.65
预付账款	16.71	7.00	1.18	0.61	2.42	1.54
存货	116.05	48.59	74.49	38.27	63.63	40.52
流动资产合计	220.83	92.46	142.91	73.43	101.52	64.65
可供出售金融资产	10.04	4.20	10.04	5.16	9.84	6.26
固定资产	4.34	1.82	4.60	2.36	4.88	3.11
在建工程	1.16	0.49	18.94	9.73	21.63	13.78
其他非流动资产	0.79	0.33	16.40	8.43	17.31	11.02
非流动资产合计	18.01	7.54	51.71	26.57	55.50	35.35
资产总计	238.84	100.00	194.62	100.00	157.02	100.00

公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、其他应收款、预付账款和存货等构成。2017 年末，由于公司 2017 年 7 月份发行了 13.5



亿元企业债券,公司货币资金同比增长 32.73%。同期,应收账款同比增长 4.29 亿元,主要系本年度公司对咸宁市财政局的代建项目应收款增加 4.66 亿元所致。截至 2017 年末,公司应收账款主要是应收咸宁财政局、法院明镜嘉园、市旅游新城游客集散中心工程、社保小区房款和潭惠小区 L 栋的未结算项目往来应收款项,合计 12.51 亿元,在应收账款中的占比为 98.86%。从应收账款的账龄结构来看,1 年以内(含 1 年)的占比为 56.50%,1~2(含 2 年)年的占比为 28.17%,2~3(含 3 年)年的占比为 10.19%,3 年以上的占比为 5.14%。截至 2017 年末,公司其他应收款主要是应收咸宁市资金管理中心、咸宁市土地收购储备中心、湖北咸宁温泉生态旅游新城管理委员会、咸宁市职业教育投资发展有限公司和市潜山森林公园工程建设指挥部的往来款项,共计 7.17 亿元,在其他应收款中的占比为 26.69%。从其他应收款的账龄来看,1 年以内的占比为 54.93%,1~2 年的占比为 12.78%,2~3 年的占比为 6.58%,3 年以上的占比为 25.72%。预付账款同比增加 15.52 亿元,主要是由于预拨棚改项目资金所致。从预付账款的账龄来看,1 年以内(含 1 年)的预付账款占 92.98%,1~2(含 2 年)年的占 1.59%,2~3(含 3 年)年的占 1.95%,3 年以上的占 3.48%。存货主要包括土地使用权、开发成本和工程施工等,2017 年末,公司存货同比增加 41.56 亿元,主要系公司在 2017 年变更会计信息政策,变更前公司为咸宁市人民政府代建的城市基础建设项目分别在在建工程、其他非流动资产、存货中核算,变更会计政策后,将所有城市基础建设项目均计入存货中导致。总体来看,存货和应收类账款在总资产中的占比较高,资产流动性一般。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和其他非流动资产等构成。2017 年末,公司可供出售金融资产没有变化。同期,固定资产同比下降 5.76%,主要是房屋及建筑物累计折旧增加所致。截至 2017 年末,在建工程为 1.16 亿元,同比减少 17.78 亿元,主要因为受会计政策变更影响,在建工程累计减少 18.88 亿元。其他非流动资产同比减少 15.61 亿元,主要是因为受会计政策变更影响,其他非流动资产累计减少 15.61 亿元所致。



根据大公测算，截至 2017 年末，公司可变现资产⁴价值为 211.13 亿元，清偿性偿债来源较为充足。由于公司非货币资产中土地使用权占比大且变现能力较强，公司可通过抵质押方式获得银行及其他非银金融机构借款。截至 2017 年末，公司受限资产账面价值为 22.15 亿元，占总资产的 9.28%，占净资产的 21.57%。用于抵押的存货和固定资产账面价值分别为 21.45 亿元和 1.05 亿元。

表 15 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

科目名称	账面价值	受限部分	受限占比
存货	116.05	21.45	18.48
固定资产	4.34	0.71	16.29
合计	120.38	22.15	-

资料来源：根据公司提供资料整理

总体来看，2017 年公司资产规模继续增长，仍以流动资产为主，存货和应收类账款在总资产中占比较高，资产流动性一般。

截至 2017 年末，公司清偿性偿债来源较为充足。公司可变现资产中，存货主要是土地和已完成但尚未结算的项目工程，经开区的财政实力及良好的信誉，公司存货的变现能力较强，公司可通过抵质押方式获得银行及其他非银金融机构借款。

公司可用偿债来源结构中，经营性净现金流对债务的覆盖能力较弱，偿债来源对财富创造能力的偏离度较大，偿债来源结构有待改善；但公司融资渠道通畅、政府支持力度较大，债务收入、外部支持、可变现资产等偿债来源较为充足，对债务偿还形成较好保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2017 年，公司获得经营性净现金流-27.99 亿元，筹资活动现金流入 41.64 亿元，获得外部支持 1.50 亿元。公司流动性偿债来源结构中，财富创造能力产生的经营性净现金对债务的覆盖能力一般，债务收入和外部支持是其债务偿付的主要来源。总体而言，公司货币资金充裕，融资渠道通畅，政府支持力度较大，流动性偿债来源总体充足。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，2017 年末，公司清偿性偿债

⁴ 未经专业评估。



来源较为充足。公司可变现资产中，存货主要是土地和已完成但尚未结算的项目工程，公司存货的变现能力较强，公司可通过抵质押方式获得银行及其他非银金融机构借款。公司偿债来源总体充足，偿债来源安全度较低，2017 年末偏离度为 1.62。

偿债能力

公司总负债规模较高，有息负债有所增长，且在总负债中占比较高；公司可用偿债来源对存量债务的保障能力较低，公司未来需要合理控制债务规模的增长。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）存量债务分析

2017 年末，公司负债总额及有息负债规模有所增长，长期有息债务占比较高，资产负债率有所下降。

随着项目建设融资需求的增加，公司负债规模有所增长。2017 年末，公司负债总额同比增长 30.40 亿元，资产负债率同比小幅上升。负债结构以非流动负债为主。

流动负债仍主要由应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2017 年末，公司短期借款为 0，主要原因是已偿还 5,500 万质押借款和保证借款。同期，应付账款同比增长 12.83%，应付单位主要包括咸宁市土地储备中心、咸安区公安局、武广新客运站、城际铁路南站（林延快）等。同期，预收账款同比增长 9.20%，主要系市财政局拨付项目回购资金所致。其他应付款同比减少 4.63 亿元，主要是应付咸宁市市财政局和银光厦集团有限公司的往来款减少所致；2017 年末，其他应付款前五大应付单位分别为咸宁市市政工程建设处、咸宁香城泉都旅游投资发展有限公司、咸宁市官埠桥镇、咸宁市市财政局和咸宁市咸安区温泉街道办事处，从账龄来看，1 年以内的其他应付款占 35.40%，1~2 年的其他应付款占 39.02%，2~3 年的占 10.19%，3 年以上的占 15.39%。2017 年末，公司一年内



到期的非流动负债同比减少 0.89 亿元，系一年内到期的长期借款和长期应付款减少所致。

表 16 2015~2017 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	-	-	0.55	0.52	0.41	0.46
应付账款	10.75	7.89	9.52	9.01	9.25	10.46
预收账款	8.02	5.89	7.35	6.95	7.09	8.02
其他应付款	28.15	20.67	32.78	30.99	26.89	30.41
一年内到期的非流动负债	4.97	3.65	5.86	5.54	5.88	6.65
流动负债合计	52.71	38.71	56.67	53.59	50.44	57.04
长期借款	54.72	40.19	25.02	23.66	20.65	23.35
应付债券	13.35	9.80	1.50	1.42	3.00	3.39
长期应付款	11.73	8.61	15.12	14.29	9.02	10.20
专项应付款	3.66	2.68	7.45	7.04	5.32	6.01
非流动负债合计	83.45	61.29	49.08	46.41	37.99	42.96
负债总额	136.15	100.00	105.75	100.00	88.43	100.00
有息负债合计	81.76	60.05	48.04	45.43	33.06	40.78
资产负债率		57.01		54.34		56.32

非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款等构成。2017 年末，公司长期借款同比增长 29.70 亿元，主要系子公司咸宁市城市资产经营有限公司（以下简称“资产公司”）以其持有政府委托代建购买服务资金作为质押，向中国农业发展银行咸宁市分行借款 13 亿所致。在长期借款中，主要包括质押借款、保证借款和质押、抵押与保证借款，占比分别为 79.43%，6.10%和 12.79%，其中质押借款的规模大幅增加。应付债券同比上升 11.85 亿元，主要系公司于 2017 年 7 月发行的 10 年期 13.5 亿元“17 咸宁债”所致。截至 2017 年末，公司长期应付款同比下降 22.42%，主要系咸宁市财政局对其债务减免所致。专项应付款同比减少 50.90%，主要是由于公租房建设补贴资金减少。

2017 年末，公司有息负债总额继续上升，短期有息债务在总有息债务中占比合理，公司短期偿债压力较小。

2017 年末，公司有息负债总额同比增长 70.19%，在负债总额中占比上升了 14.62 个百分点。一年内到期的有息债务占有息负债总额的 11.73%，公司短期偿债压力较小。

**表 17 截至 2017 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	合计
金额	9.59	9.38	8.85	9.96	43.98	81.76
占比	11.73	11.47	10.82	12.18	53.79	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，由于流动资产增长较快，公司流动比率和速动比率分别为 4.19 倍和 1.99 倍，均有所上升，流动资产和速动资产对流动负债的保障程度有所提高。

2017 年末，公司对外担保规模较小，且公司与被担保单位均受同一主体控制，公司面临一定或有风险。

截至 2017 年末，公司对外担保余额为 15.80 亿元，担保比率为 15.39%，被担保对象为咸宁市土地收购储备中心和咸宁香城泉都旅游投资发展有限公司。咸宁市土地收购储备中心主要为保护和合理利用土地、提供土地储备服务，截至 2017 年末，其资产总额为 37.59 亿元，负债 36.59 亿元，土地储备资金收入为 0 亿元。

表 18 截至 2017 年末公司本部对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保期限
咸宁市土地收购储备中心	30,000.00	2014.12.19-2019.12.19
咸宁市土地收购储备中心	18,000.00	2015.02.13-2018.02.13 ⁵
咸宁市土地收购储备中心	12,000.00	2014.09.11-2019.04.27
咸宁市土地收购储备中心	6,000.00	2014.06.27-2019.04.27
咸宁市土地收购储备中心	12,000.00	2014.04.29-2019.04.27
咸宁香城泉都旅游投资发展有限公司	80,000.00	2017.03.28-2037.03.27
合计	158,000.00	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2017 年末，由于咸宁市财政局对公司的债务豁免，公司所有者权益继续增加。

2017 年末，公司所有者权益为 102.69 亿元，同比增加 13.81 亿元，其中，资本公积为 79.35 亿元，同比增加 17.08 亿元，主要系咸宁市财政局减免其对咸宁城投公司的债权金额 21.03 亿元；少数股东权益减少 6.77 亿元，主要系会计政策前期差错更正所致。

⁵公司对咸宁市土地收购储备中心 1.8 亿元贷款担保到期日为 2018 年 2 月 13 号，该笔贷款已结清。



（二）偿债能力分析

公司流动性偿债来源以债务收入和外部支持为主；清偿性偿债来源变现能力较好，对公司存量保障能力强；盈利对利息的覆盖能力处于一般水平，综合来看，公司的偿债能力较强。

大公将公司的偿债来源分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源。公司流动性偿债来源主要包括经营性净现金流、期初现金及现金等价物、融资收入以及外部支持等；清偿性偿债来源主要为存货、长期应收款等可变现资产。

公司流动性偿债来源以期初现金及现金等价物、债务收入为主。2017 年初，公司期初现金余额为 37.85 亿元，2017 年获得筹资性现金流入为 52.07 亿元、经营性现金流入为 27.89 亿元、投资性现金流入为 0.02 亿元，支付的筹资性现金流出为 10.43 亿元、经营性现金流出为 55.88 亿元、投资性现金流出为 1.28 亿元。2017 年，公司流动性来源为 117.83 亿元，流动性消耗为 67.59 亿元，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 1.74 倍。

清偿性偿债来源为公司可变现资产，综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，2017 年末，公司总负债为 136.15 亿元，对外担保余额为 15.80 亿元，可变现资产对总负债的覆盖率为 2.33 倍。

2017 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.96 倍，较去年略有下降。预计 2018 受代建业务的下降，公司利润有所下降，最大安全负债上限受此影响将有所下降，盈利对利息保障能力有所减弱。

表 19 2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年 E
清偿性还本付息能力	1.55	1.69
流动性还本付息能力	1.61	1.37
盈利对利息覆盖能力	1.96	0.53

数据来源：公司提供、大公测算

总体来看，公司可变现资产对总债务覆盖能力较强，清偿性还本付息能力较强；稳定的经营性现金流预期、充裕的货币资金和较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；预计未来盈利能力将有所下降，公司最大安全负债数量下降，公司需要合理控制债务。



（三）担保分析

公司以其合法拥有的国有土地使用权为“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”提供的抵押担保仍具有较强的增信作用；公司未提供最新的土地评估报告。

“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”采取国有土地使用权抵押进行担保，公司提供其合法拥有的位于咸宁市温泉贺胜路东侧（栗林村）的一宗土地使用权作为抵押资产。该土地为商业、住宅用地，面积 131.67 万平方米。

公司未能提供最新的抵押土地资产评估报告。公司所提供的评估报告有效期截至 2017 年 5 月 23 日⁶。根据目前市场行情推测，土地资产价值较 2017 年评估总价不会出现较大差别。

根据公司与广发证券股份有限公司和中国民生银行股份有限公司武汉分行签署的抵押资产监管协议，2016 年公司聘请湖北春天阳光土地评估咨询有限公司对抵押资产的价值进行评估，评估基准日为 2016 年 5 月 23 日。根据《土地估价报告》（（鄂）春地【2016】（估）字第 110 号），公司用于抵押的土地评估总价值为 18.79 亿元，较上年评估增加 4.15 亿元，为未偿还本金的 6.26 倍，对债券未偿还本息的覆盖比率最低为 5.63 倍。

综合来看，公司以其合法拥有的国有土地使用权为“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”提供的抵押担保仍具有较强的增信作用。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。2017 年以来，咸宁市经济、财政继续增长，公司面临偿债环境较好。作为咸宁市最主要的城市基础设施建设投融资主体，公司在咸宁市城市建设和经济发展中仍具有重要地位。公司继续得到政府在债务置换、资产注入等方面的有力支持。2017 年，公司营业收入规模下降，财富创造能力有所减弱。2017 年末，公司存货和应收类账款在总资产中占比仍较高，资产流动性一般。2017 年，公司经营性净现金流规模大幅下降，缺乏对债务的保障能力。公司以其合法拥有的国有土地使用权为“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”提供的抵押

⁶ 2017 年，由于评估机构资质原因，公司未对抵押资产的价值进行新的评估。



担保仍具有较强的增信作用。预计未来 1~2 年，公司仍将在咸宁市城市基础设施建设领域发挥重要作用。

综合分析，大公将公司“12 咸宁城投债/PR 咸宁投”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



附件 1

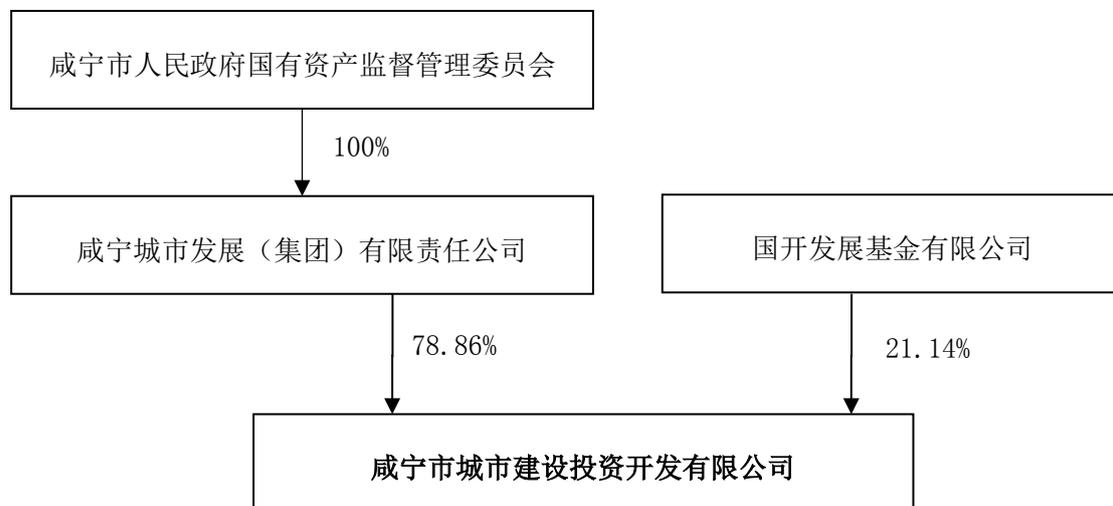
报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



附件 2

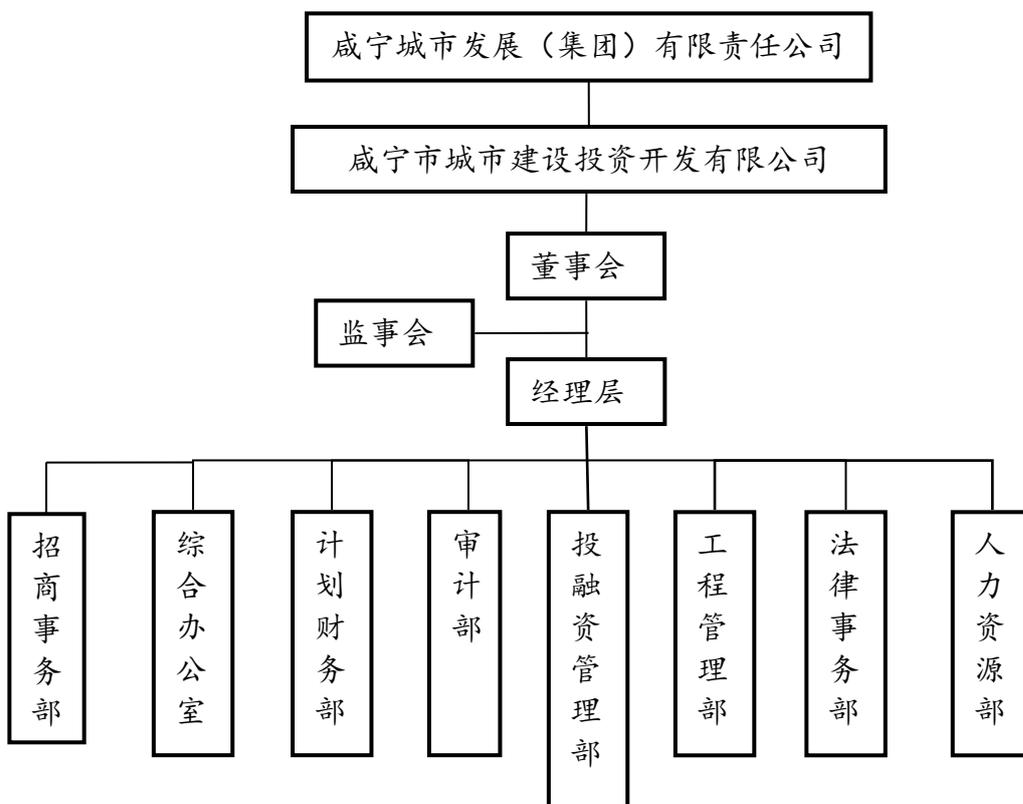
截至 2017 年末咸宁市城市建设投资开发有限公司股权结构图





附件 3

截至 2017 年末咸宁市城市建设投资开发有限公司组织结构图





附件 4

咸宁市城市建设投资开发有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
货币资金	502,374.77	378,483.91	195,465.47
预付款项	167,080.99	11,836.73	24,246.95
存货	1,160,471.45	744,869.19	636,289.34
流动资产合计	2,208,337.13	1,429,124.04	1,015,188.62
长期股权投资	15,211.12	15,488.61	14,566.42
固定资产	43,362.25	46,010.29	48,831.02
非流动资产合计	180,089.33	517,122.78	555,047.00
总资产	2,388,426.46	1,946,246.83	1,570,235.62
占资产总额比 (%)			
货币资金	21.03	19.45	12.45
预付款项	7.00	0.61	1.54
存货	48.59	38.27	40.52
流动资产合计	92.46	73.43	64.65
长期股权投资	0.64	0.80	0.93
固定资产	1.82	2.36	3.11
非流动资产合计	21.03	19.45	12.45
负债类			
短期借款	-	5,500.00	4,110.00
应付账款	107,451.82	95,236.00	92,477.39
预收款项	80,246.17	73,488.87	70,942.87
其他应付款	281,483.20	327,762.50	268,907.21
一年内到期的非流动负债	49,681.36	58,593.74	58,820.03
流动负债合计	527,082.67	566,708.44	504,448.98
长期借款	547,172.03	250,165.00	206,511.00
应付债券	133,463.60	15,000.00	30,000.00
非流动负债合计	834,466.31	490,792.62	379,879.03
负债合计	1,361,548.98	1,057,501.06	884,328.01
占负债总额比 (%)			
短期借款	-	0.52	0.46
应付账款	7.89	9.01	10.46
预收款项	5.89	6.95	8.02
其他应付款	20.67	30.99	30.41



附件 4-1

咸宁市城市建设投资开发有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

负债类			
项目	2017 年	2016 年	2015 年
一年内到期的非流动负债	49,681.36	58,593.74	58,820.03
流动负债合计	527,082.67	566,708.44	504,448.98
长期借款	547,172.03	250,165.00	206,511.00
应付债券	133,463.60	15,000.00	30,000.00
非流动负债合计	834,466.31	490,792.62	379,879.03
权益类			
实收资本（股本）	123,000.00	97,000.00	97,000.00
资本公积	793,518.59	622,700.62	500,530.25
归属于母公司的所有者权益	1,021,989.40	816,200.55	681,033.36
少数股东权益	4,888.08	72,545.22	4,874.25
所有者权益合计	1,026,877.48	888,745.77	685,907.62
损益类			
营业收入	89,143.22	111,858.44	77,441.43
营业成本	78,911.88	86,813.46	50,084.28
销售费用	20.33	28.10	40.72
管理费用	5,825.62	6,689.45	4,936.37
财务费用	2,126.69	3,784.18	1,175.38
营业利润	-3,665.56	12,545.82	15,396.66
营业外收支净额	15,038.06	-255.52	7,578.42
利润总额	11,372.50	12,290.30	22,975.08
净利润	11,339.75	11,893.78	21,047.73
占营业收入比（%）			
营业成本	88.52	77.61	64.67
销售费用	0.02	0.03	0.05
管理费用	6.54	5.98	6.37
财务费用	2.39	3.38	1.52
营业利润	-4.11	11.22	19.88
营业外收支净额	16.87	-0.23	9.79
利润总额	12.76	10.99	29.67
净利润	12.72	10.63	27.18
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-279,943.59	-54,557.39	129,159.48
投资活动产生的现金流量净额	-12,541.84	-11,297.36	-226,991.50
筹资活动产生的现金流量净额	416,376.29	248,873.19	185,021.39



附件 4-2

咸宁市城市建设投资开发有限公司（合并）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
EBIT	15,406.94	16,665.30	23,631.78
EBITDA	19,737.68	20,990.24	24,910.90
总有息负债	730,316.99	329,258.74	299,441.03
毛利率（%）	11.48	22.39	35.33
营业利润率（%）	-4.11	11.22	19.88
总资产报酬率（%）	0.65	0.86	1.50
净资产收益率（%）	1.10	1.34	3.07
资产负债率（%）	57.01	54.34	56.32
债务资本比率（%）	41.56	27.03	30.39
长期资产适合率（%）	1,033.57	266.77	192.02
流动比率（倍）	4.19	2.52	2.01
速动比率（倍）	1.99	1.21	0.75
保守速动比率（倍）	0.95	0.67	0.39
存货周转天数（天）	4,346.13	2,863.71	3,908.65
应收账款周转天数（天）	401.06	161.73	144.32
经营性净现金流/流动负债（%）	-51.19	-10.19	23.41
经营性净现金流/总负债（%）	-23.14	-5.62	14.61
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-27.80	-2.80	2.06
EBIT 利息保障倍数（倍）	1.53	0.86	0.38
EBITDA 利息保障倍数（倍）	1.96	1.08	0.40
现金比率（%）	95.31	66.79	38.86
现金回笼率（%）	42.02	52.91	55.13
担保比率（%）	15.39	14.96	7.00



附件 5

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额



23. 流动性损耗=购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出
24. EBIT 利息保障倍数（倍）=EBIT/利息支出=EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）=EBITDA/利息支出=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）=经营性现金流量净额/利息支出=经营性现金流量净额/（计入财务费用的利息支出+资本化利息）



附件 6

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。