

2017 年红安县城发展投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【424】号 01

债券简称：17 红安债/17
红安城投债

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口
融资担保有限公司

债券剩余规模：8.00 亿

债券到期日期：2024 年
12 月 04 日

债券偿还方式：每年付
息一次，自第 3 年末起
逐年按照债券发行总额
20%的比例偿还本金

分析师

姓名：
刘惠琼 刘诗华
电话：
0755-82872863
邮箱：
liuhq@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2017 年红安县城市发展投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 24 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对红安县城市发展投资集团有限公司¹（以下简称“红安城投”或“公司”）及其 2017 年 12 月 4 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司业务收入持续性仍较好，继续得到了外部的一定支持，并且重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，资金支出压力和偿债压力较大，以及对外担保存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年红安县实现地区生产总值 153.66 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司业务收入持续性仍然较好。公司是红安县政府重要的基础设施建设主体，承担了红安县土地整理业务、工程施工及棚户区改造等职责。截至 2018 年末，公司待结算土地经营整理成本 10.39 亿元、房地产开发成本 8.44 亿元、工程施工待结算成本 2.36 亿元，未来公司收入持续性较好。
- 公司继续获得一定的外部支持。2018 年公司获得红安县政府注入的股权资产红安

¹ 2017 年 12 月 19 日，公司名称由原红安县城市发展投资有限公司变更为红安县城市发展投资集团有限公司。

县金晟矿产品有限责任公司的全部股权，增加资本公积 5,322.50 万元；获得企业发展资金、稳岗补贴等各项政府补贴共计 10,329.57 万元，提升了公司利润水平。

- **重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**根据中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2018 年末公司应收款项合计 23.67 亿元，占总资产的 27.17%；此外，公司存货账面价值为 54.46 亿元，占总资产的 62.50%，其中土地使用权账面价值 32.23 万元，抵押占比达到 67.91%，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金支出压力。**近年公司经营活动现金流持续净流出，截至 2018 年末，主要在建工程及房地产开发项目合计尚需投资 10.04 亿元，随着项目持续推进，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司偿债压力较大。**2018 年末公司有息债务为 21.35 亿元，占期末总负债的比重为 60.21%，EBITDA 利息保障倍数为 1.16，利息保障倍数偏低，偿债压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额 7.00 亿元，占期末净资产的比重为 13.55%，对外担保未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	871,283.14	895,388.09	792,455.57
所有者权益	516,759.93	503,410.67	482,744.08
有息债务	213,474.26	253,222.55	189,850.06
资产负债率	40.69%	43.78%	39.08%
流动比率	4.26	4.11	3.85
营业收入	128,328.11	132,051.25	155,577.60
其他收益	10,200.26	7,443.37	0.00
营业外收入	152.45	353.55	8,902.92
利润总额	14,396.92	16,041.46	22,343.40
综合毛利率	12.35%	14.63%	19.36%
EBITDA	20,643.60	23,596.29	31,978.88
EBITDA 利息保障倍数	1.16	1.59	2.04

经营活动现金流净额	-7,811.15	-25,866.39	-904.64
-----------	-----------	------------	---------

注：2016 年数据采用 2017 年度审计报告期初数或上年同期数。

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

重庆进出口担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
期末在保责任余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资性担保净资产放大倍数	-	8.46	7.58
当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%

注：1、2016 年财务数据来自 2017 年审计报告期初（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：重庆进出口担保 2017 年、2018 年审计报告、重庆进出口信用担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年12月4日发行7年期8.00亿元公司债券，募集资金计划5.50亿元用于红安县2015年城市棚户区改造工程项目，2.50亿元用于补充营运资金。截至2019年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为215.71万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。截至2019年3月31日，公司注册资本和实收资本仍为87,000万元，控股股东仍为红安县国有资产监督管理局，持股比例100%，实际控制人仍为红安县人民政府。2018年公司董事、监事及高级管理人员未发生变化。

2018年公司合并范围新增4家子公司，其中3家系公司投资设立，另外1家红安县金晟矿产品有限责任公司系由红安县国有资产监督管理局注入。截至2018年12月末，公司纳入合并范围子公司共16家，详见附录二。

表 1 2018 年新纳入公司合并报表范围子公司情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
红安城投自然生态有限公司	100.00	5,000.00	林木育种和育苗等	投资设立
红安城投建设工程有限公司	100.00	1,000.00	工程施工	投资设立
红安城投酒店管理有限公司	100.00	600.00	酒店管理、餐饮服务	投资设立
红安县金晟矿产品有限责任公司	100.00	80.00	河砂、石材投资、开采等	政府注入

资料来源：2018 年审计报告、国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造

业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴服务业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企

业债券服务实体经济能力。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)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《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)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债

	号)		券资金管理
2018年10月	《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)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;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;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;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

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

红安县经济实力不断提升,总量规模仍然偏小,固定资产投资增速有所下降

红安县隶属湖北省黄冈市,位于湖北省东北部,距离武汉市城区80公里,2018年红安县实现地区生产总值153.66亿元,按可比价计算,增长6.6%,增速下滑1.1个百分点,经济增速有所放缓。按2017年常住人口计算,2018年红安县人均GDP为25,298.30元,为全国人均GDP的39.13%,红安县人均GDP处于偏低水平。

2018年红安县工业运行平稳,155家规上工业实现工业总产值95.68亿元,同比增长10.12%,实现规上工业增加值23.79亿元,按可比价,增速8.0%。全县完成固定资产投资114.3亿元,同比增长11.0%,增速较上年下降1.5个百分点。其中,建筑业全年实现增加值30.86亿元,同比下降24.7%,商品房销售面积全年下降3%。社会消费增长较快,全县实现社会消费品零售总额85.07亿元,同比增长11.6%。金融存贷平缓,年末各项存款余额235.15亿元,同比增长7.4%,各项贷款余额130.80亿元,同比增长9.7%。

整体来看,2018年红安县经济总量有所提升,但总量规模仍然偏小,增速有所放缓,固定资产投资下降。

表3 红安县主要经济指标及同比变化情况(单位:亿元)

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值(GDP)	153.66	6.6%	153.81	7.7%
第一产业增加值	-	-	27.37	7.2%
第二产业增加值	-	-	73.74	8.2%
第三产业增加值	-	-	52.71	8.7%
固定资产投资	-	11.0%	206.17	12.5%
社会消费品零售总额	85.07	11.6%	76.26	11.5%
进出口总额(亿美元)	-	-	0.20	8.7%

存款余额	235.15	7.4%	218.99	13.1%
贷款余额	130.80	9.7	119.2	26.0%
人均 GDP (元)	25,298.30		25,323.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	39.13%		42.45%	

注：“-”表示数据尚未公开披露。

资料来源：《红安县 2017 年国民经济与社会发展统计公报》，2018 年数据来自红安县统计局《1-12 月份主要经济指标》，中证鹏元整理

财政收入方面，根据红安县统计局公布的《1-12月份主要经济指标》，2018年红安县实现公共财政收入16.55亿元，同比增长8.3%；公共财政支出为42.53亿元，同比下降3.8%，财政自给率为38.91%。

四、经营与竞争

公司是红安县重要的城市基础设施建设投资主体，目前主要从事红安县城市基础设施建设、棚户区改造工程及房地产开发等业务。2018年公司实现主营业务收入12.73亿元，同比小幅下滑2.95%，其中工程建设收入为5.95亿元，工程施工收入为5.44亿元，两者合计占比达到89.53%，系公司当期收入的主要来源。当期公司土地整理业务受红安县土地市场波动影响未实现收入，房产销售实现收入0.98亿元，同比增长96.34%。

2018年自来水供水业务实现收入1,948.36万元，来源于子公司红安县自来水公司，水暖器材五金材料销售收入157.11万元，系来自子公司红安县水电建筑安装公司，出租收入641.38万元及物业管理收入161.92万元分别来源于红安城投资产运营有限公司和红安城投物业服务有限公司，此外，2018年公司新增矿砂销售585.84万元，来自红安县金晟矿产品有限责任公司。上述业务收入规模较小，对公司收入形成一定补充。

从毛利率来看，收入占比较高的工程建设业务和工程施工业务毛利率不高，而房地产销售收入毛利率大幅下滑，以及毛利较高的土地整理业务当期未实现收入，以上因素综合导致公司综合毛利率水平下降至12.35%，同比下滑2.28个百分点。

表4 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设	59,538.11	14.00%	54,241.73	14.17%
工程施工	54,420.50	10.00%	67,037.69	10.01%
房产销售	9,819.84	7.00%	5,001.49	55.67%
土地整理	-	-	2,674.00	41.98%
自来水供水	1,948.36	28.00%	1,603.23	15.25%

出租收入	641.38	39.00%	469.45	85.53%
矿砂销售收入	585.84	48.00%	-	-
物业管理费收入	161.92	48.00%	49.36	81.48%
水暖器材五金材料销售	157.11	-36.00%	84.19	-150.69%
酒店客房收入	12.57	100.00%	-	-
合计	127,285.63	12.00%	131,161.13	14.38%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司承担了红安县主要的城市基础设施建设任务，2018年工程建设收入规模保持增长

公司为红安县重要的城市建设投资主体，承担了红安县城市基础设施建设的职能及市政工程建设任务。根据公司与红安县人民政府于2016年1月5日的签订《红安县城市基础设施建设项目工程建设协议》，公司接受委托对县城基础设施建设工程项目进行建设，工程完工后，由相关部门按照相关规定对工程项目办理竣工结算审计，工程竣工决算资料经红安县财政局审核后，由红安县人民政府负责支付工程建设资金，工程建设资金包括工程实际造价及投资回报，协议约定投资回报为工程实际造价的20%。

2018年公司承建的基础设施建设工程、光伏发电项目2期以及子公司红安城投万业房地产开发有限责任公司（以下简称“万业地产”）负责的棚户区改造工程经红安县财政局审核，在工程实际成本基础上加20%投资回报确定收入，扣除增值税之后，公司当期确认工程建设收入5.95亿元，同比增长9.76%，毛利率维持稳定。

表 5 2018 年公司工程建设收入明细（单位：万元）

项目名称	工程成本	工程建设收入（含税）
基础设施建设工程	20,374.90	24,449.88
棚户区改造工程	9,901.02	11,881.22
光伏发电 2 期	20,827.63	24,993.16
合计	51,103.55	61,324.26

资料来源：公司提供

公司工程施工业务收入规模出现下滑，在建工程施工项目较多，业务具有可持续性

2016 年湖北立方建设工程有限公司（以下简称“立方建设”）、红安县市政建设工程有限公司（以下简称“市政公司”）、红安县水电建筑安装公司（以下简称“水电安装公司”）（均为公司子公司，明细见附录二）的股权被划拨至公司名下，被纳入公司合并范围，自 2016 年起公司新增工程施工收入，较好地补充公司收入来源。上述子公司均具有相关施工资质，其中，立方建设具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，市政公司具有公用工程施工总承包贰级资质，水电安装公司拥有水利水电工程施工总承包三级资质。

工程施工业务包括全国范围内的市场化工程项目及红安县政府招标采购的市政工程，

主要模式为红安县政府单位或外部商业公司作为发包方，子公司通过参与公开招投标的方式获得各类建筑工程施工项目，作为承包方对承包项目进行施工建设，并就单一项目与发包方签署具体的工程施工合同，单一项目均约定合同价款。在取得项目后承包后，公司需缴纳工程质量保证金，通常是工程量的 5%，保证金在竣工决算一年后退还。结算方式按工程项目有所差异，包括按月结算、分段结算、竣工后一次结算和目标结算等。

2018 年公司实现工程施工收入 5.44 亿元，前六大项目明细见表 6。其中公司第一大工程施工收入来源于市政公司承建的红安县经济开发区道路建设 BT 项目，当期实现施工收入 1.10 亿元。另外，立方建设因具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，承包项目范围较广，工程施工收入中占比 62.08%的收入来自于立方建设。

表 6 2018 年公司工程施工收入前六大明细（单位：万元）

项目	工程施工收入	施工方
红安县经济开发区道路建设 BT 项目	10,997.84	市政公司
武汉华培生产基地	4,363.64	立方建设
宜昌分公司	3,116.62	立方建设
县文化中心	2,681.55	立方建设
万锦城	2,561.17	立方建设
海南新业华庭	2,181.82	立方建设
合计	25,902.64	-

资料来源：公司提供

目前公司仍有一定规模的工程储备，截至 2018 年末主要在建工程计划总投资 7.00 亿元，已投资 3.95 亿元，尚需投资 3.05 亿元；此外存货中待结算的工程施工账面余额为 2.36 亿元，工程建设账面余额为 0.33 亿元。整体上，公司工程施工及工程建设业务可持续性仍较好。

表 7 截至 2018 年 12 月末公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	所属公司
基础设施建设工程	35,000.00	33,207.90	1,792.10	公司本部
棚户区改造工程（子公司万业）	5,600.00	1,446.10	4,153.90	万业地产
立体停车库	2,100.00	757.58	1,342.42	红安城投资运营有限公司
竹林光伏发电	1,500.00	788.33	711.67	红安城投资运营有限公司
倒水河流域乡镇垃圾收运系统建设项目	13,808.00	1,571.32	12,236.68	公司本部
王姚线王家咀至上新集段改建工程项目	12,000.00	1,693.03	10,306.97	公司本部
合计	70,008.00	39,464.26	30,543.74	-

资料来源：公司提供

土地整理业务持续性较好，但其收入规模受土地市场波动等因素影响存在不确定性

公司是红安县土地整理业务的核心主体。2011年12月22日，公司与红安县国土储备中心签署了《委托整理经营协议》，自2012年1月1日起，公司受托对红安县区域实施土地收储、整理、前期开发等相关业务，同时公司承担土地收储、整理、前期开发等工作发生的全部成本和费用。

2018年受宏观政策调控以及当地土地市场波动等因素影响，公司未进行出让土地，当期未实现土地整理收入。目前公司正在进行的土地整理项目有觅儿、八里工业园、以及城关镇河西（原信用社）、华润小镇等69个地块，截至2018年末存货中的土地经营整理项目账面余额为10.39亿元，未来公司土地整理业务收入仍具备可持续性，但其收入规模的实现受土地市场波动等因素影响仍存在不确定性。

公司对外可售房源较多，但其销售情况受当地房地产市场走势影响较大，同时主要在建房地产项目存在一定的资金支出压力

公司全资子公司红安城投万业房地产开发有限责任公司（以下简称“城投万业”）作为房地产开发主体，承接了红安县商品住宅、商业地产开发及棚户区改造建设等业务。商品住宅、商业地产开发主要采用“综合运作型”盈利模式，即从土地获取到物业开发及销售全程参与，自行开发建设，通过项目完工后对外销售实现资金回流。棚户区改造建设的模式通常是采取政府限价、定向出售的方式实现销售收入，即棚户区住房首先满足片区拆迁居民，拆迁居民用房屋拆迁补偿款、安置补助款来支付安置房购房款，对项目剩余房源及相关配套建设的商服设施、地下车库由公司向市场销售。

2018年公司确认房产销售收入9,819.84万元，包含商业销售收入及还建部分出售收入，同比增长96.34%，主要来源于楚韵新居和胡河澜岸两个项目的商业销售部分以及楚剧团实现的还建销售收入。

表 8 2018 年公司确认的房产销售收入明细（单位：万元）

项目名称	销售收入	成本	性质
楚韵新居	4,106.90	2,793.75	对外销售部分
胡河澜岸	3,751.02	3,380.34	对外销售部分
东上店	758.42	637.83	对外销售部分
农机	135.84	-	对外销售部分
碧水苑	70.09	-	对外销售部分
水岸新城	17.81	-	对外销售部分
楚剧团	979.77	2,330.51	还建销售部分
合计	9,819.84	9,142.43	-

资料来源：公司提供

商业销售部分，2018年公司主要销售了胡河澜岸、东上店、楚剧团及安和家园4个项目的房源，共实现销售额1.62亿元。截至2018年末，公司剩余主要可售房源包括时代广场项目、安和家园等项目（明细见表9），剩余可售面积约6.26万平方米，对外销售部分可售房源较多，但未来其销售价格及销售进度受当地房地产市场走势影响存在不确定性。

时代广场为公司目前唯一在售的纯商业性质项目，该项目位于红安县沿河大道与金沙大道交汇处，集住宅、餐饮，购物，金融，娱乐，休闲多业态于一体，商业销售的面积较大、销售周期较长且周边商业开发竞争较激烈，面临较大的销售压力，2018年未实现销售。公司为积极应对市场环境，拟实施整体打包出售的策略，但未来打包出售仍受当地房地产市场影响较大，出售价格存在一定不确定性。

表9 公司房产销售（对外销售部分）情况（单位：平方米，万元）

项目名称	2018年末剩余可售面积	2014-2018年累计实现销售额	2018年实现销售额
时代广场	33,244.39	3,671.48	0.00
安和家园	11,638.58	3,018.76	417.00
胜利街	1,260.04	10,848.60	2.00
幸福家园	1,161.86	7,321.75	0.00
水岸新城	1,150.99	13,231.37	92.00
泰和名居	1,258.01	1,293.74	0.00
碧水宛	2,773.54	2,077.94	65.00
农机局	1,220.16	78.38	0.00
东上店	2,196.77	3,488.00	3,488.00
胡河澜岸	3,291.28	11,257.00	11,257.00
楚剧团	3,396.12	888.00	888.00
合计	62,591.74	57,175.02	16,209.00

资料来源：公司提供

公司承担保障性住房及棚户区改造等项目较多，多数项目已销售及安置完毕，除天亿广场剩余7,894.89平方米可售面积外，还建部分暂无其他安置房源。

表10 公司房产销售（还建销售收入部分）情况（单位：平方米，万元）

项目名称	截至2018年末剩余可售面积	2018年销售额
天亿广场	7,894.89	0.00

资料来源：公司提供

2018年末公司主要在建的房地产项目包括2015年棚户区改造工程（本期债券募投项目）、东上店项目、时代广场、竹林村扶贫搬迁安置项目等项目（具体见表10）。截至2018年末，公司主要在建房地产项目总投资额23.87亿元，尚需投入资金6.98亿元，公司面临一定的资金支出压力。

表11 截至2018年末公司主要在建房地产项目（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	仍需投资
2015年棚户区改造工程（募投项目）	93,850.00	65,423.43	28,426.57
东上店项目	22,888.00	9,818.62	13,069.38
时代广场	22,500.00	10,093.71	12,406.29
竹林村扶贫搬迁安置项目	19,957.00	13,217.87	6,739.13
胜利街	33,200.00	25,915.78	7,284.22
安和家园	9,500.00	8,341.74	1,158.26
碧水苑	16,800.00	16,329.67	470.33
幸福家园	20,000.00	19,725.42	274.58
合计	238,695.00	168,866.24	69,828.76

注：表中时代广场不含公司自建自用投资部分。

资料来源：公司提供

公司继续获得当地政府在股权注入、政府补助等方面的支持

为增强公司资本实力和投融资能力，2018年红安县政府将红安县金晟矿产品有限责任公司全部股权划转至公司名下，使得公司资本公积增加5,322.50万元。此外，2018年公司获得当地政府给予的扶持企业发展资金10,197.00万元，稳岗补贴3.26万元，其他政府补助129.31万元，以上政府补贴共计10,329.57万元，较好地提升了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围新增4家子公司，截至2018年末，公司纳入合并范围子公司共16家（明细见附录二）。

资产结构与质量

公司资产规模小幅减少，以存货和其他应收款为主，土地抵押比率较高，整体资产流动性弱

跟踪期内，受负债规模的减少，公司资产规模小幅下滑，截至2018年12月末，公司总资产规模为87.13亿元，同比下降2.69%，公司资产仍以流动资产为主。

表 12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
货币资金	33,181.37	3.81%	100,479.70	11.22%
应收账款	46,434.12	5.33%	44,836.49	5.01%
其他应收款	190,298.96	21.84%	158,529.81	17.71%
存货	544,565.20	62.50%	526,532.86	58.80%
流动资产合计	829,255.19	95.18%	853,780.44	95.35%
固定资产	28,863.33	3.31%	30,488.97	3.41%
非流动资产合计	42,027.95	4.82%	41,607.65	4.65%
资产总计	871,283.14	100.00%	895,388.09	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

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。截至2018年末，公司货币资金规模为3.32亿元，包括银行存款3.28亿元和其他货币资金368.51万元，其他货币资金主要是信用保证金等，使用受到限制。公司应收账款主要是应收工程款，截至2018年末公司应收账款账面余额4.67亿元，已计提坏账准备233.34万元；其中前五大应收对象和金额为：应收湖北省红安县建筑安装工程公司往来款0.86亿元、应收红安县住房和城乡建设局工程款0.83亿元、应收湖北金圆置业有限公司工程款0.49亿元、应收湖北红安经济开发区管理委员会工程款0.16亿元、应收红安县财政局工程款0.14亿元。公司其他应收款主要系公司与政府部门及国有企业之间的往来款，2018年末其他应收款账面余额19.13亿元，已计提坏账准备956.28万元，其中金额较大的款项有应收红安县财政局往来款11.93亿元、应收红安县住房及城乡建设局往来款1.70亿元，应收湖北省金圆投资开发集团有限公司往来款1.60亿元、红安县交通运输局0.33亿元及红安县房屋征收与补偿办公室0.20亿元往来款；从账龄上看，1年以上其他应收款占比31.66%。整体看，公司应收款项规模较大，占期末总资产的比重为27.17%，对公司资金形成较大的占用，且款项回收时间存在不确定性。

存货为公司最主要的资产构成，2018年末存货占总资产的比重为62.50%，主要包括土地使用权账面价值32.23亿元、土地经营整理10.39亿元、房地产开发成本8.44亿元以及工程施工2.36亿元等。公司土地使用权已全部办理土地使用权证，性质均为出让的商业和商住用地。截至2018年末，公司存货中已抵押土地使用权账面价值21.89亿元，占存货中土地使用权账面价值的比重为67.91%，土地抵押比例较高。此外，2018年末公司存货中土地经营整理10.39亿元系公司土地整理业务投入成本，主要包括觅儿、八里工业园整理成本4.53亿元、城关镇河西土地整理2.80亿元等；房地产开发成本账面价值为8.44亿元，主要为公司在建和已完工未结算的房地产项目，包括胜利街2.31亿元、竹林易地扶贫1.35亿元、时代广场1.02亿元及东上店0.88亿元等。

公司非流动资产主要为固定资产，2018年末固定资产账面价值为2.87亿元，主要为房屋及建筑物等，其中城南市场综合楼、自用及出租用途的时代广场1号楼已用于借款抵押。

总体来看，公司资产规模小幅减少，存货及应收款项规模大且占比很高，土地使用权已抵押的比例较高，资产整体流动性弱。

盈利能力

2018年公司营业收入出现小幅下滑，综合毛利率下降，政府补助提升公司利润水平

2018年公司实现营业收入12.83亿元，同比下降2.82%，主要来源于工程建设收入和工程施工收入，其中工程建设收入实现5.95亿元，工程施工收入实现5.44亿元，两者合计占营业收入的比重达到88.80%。受土地市场景气度持续下降影响，当期公司未实现土地整理收入。房地产销售确认收入0.98亿元，同比增长96.34%，主要系当期楚韵新居和胡河澜岸等项目实现一定销售所致。2018年公司综合毛利率为12.35%，下降2.28个百分点，主要系占比较高的工程建设收入和工程施工收入毛利率不高，房地产销售收入毛利率大幅下滑，以及毛利较高的土地整理业务当期未实现收入等因素导致。2018年红安县政府给予公司财政补贴合计1.03亿元，较好地提升了公司利润水平。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年
营业收入	128,328.11	132,051.25
其他收益	10,200.26	7,443.37
营业利润	14,367.42	15,926.82
营业外收入	152.45	353.55
利润总额	14,396.92	16,041.46
综合毛利率	12.35%	14.63%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流仍表现净流出，在建工程资金需求量大，存在较大的资金支出压力

公司经营活动现金流入主要是来自公司工程建设收入款、商品房销售回款等，收现比指标整体表现尚可，2018年为1.01。由于部分代建工程项目及工程施工业务实际回款存在延后，同时受往来款流入流出影响，2018年公司经营活动现金仍表现为净流出状态。公司投资活动现金流规模较小，主要为投资理财产品及购建固定资产等，当期净流出

1,785.77 万元。

筹资活动方面，2018 年公司外部融资规模减少，新增借款流入资金 2.38 亿元，偿还债务本息等流出资金 6.05 亿元，当期筹资活动表现为净流出状态，净流出 3.67 亿元。考虑到公司在建项目较多，截至 2018 年末主要在建工程及房地产开发项目合计尚需投资 10.04 亿元，随着项目持续推进，公司存在较大的资金支出压力，且经营活动现金流尚不能满足资金运营发展需要，资金需求仍主要依赖外部筹资解决。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.01	1.32
销售商品、提供劳务收到的现金	129,371.31	174,074.32
收到的其他与经营活动有关的现金	101,829.39	73,799.56
经营活动现金流入小计	231,200.70	24.79
购买商品、接受劳务支付的现金	130,804.51	201,674.60
支付的其他与经营活动有关的现金	99,852.78	62,450.48
经营活动现金流出小计	239,011.85	273,740.27
经营活动产生的现金流量净额	-7,811.15	-25,866.39
投资活动产生的现金流量净额	-1,785.77	-1,530.35
筹资活动产生的现金流量净额	-36,736.21	41,886.87
现金及现金等价物净增加额	-46,333.14	14,490.13

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模占负债总额的比重较大，利息保障倍数偏低，债务偿还压力较大

2018 年公司获得政府注入的红安县金晟矿产品有限责任公司的股权资产，所有者权益小幅增长；当期负债规模有所减少，期末负债总额为 35.45 亿元，同比下降 9.56%，产权比率下降至 68.61%，所有者权益对负债保障程度提升且处于较好水平。

表 15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	354,523.20	391,977.42
所有者权益	516,759.93	503,410.67
产权比率	68.61%	77.86%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司负债结构变动不大，期末仍以流动负债为主，截至 2018 年末流动负债为 19.44 亿元，占公司负债总额的比重为 54.85%。

公司流动负债主要包括应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债等。2018 年末应付账款余额为 3.46 亿元，均为公司应支付的工程款及材料款。预收款项主要系预收工程款和预收房款，2018 年末余额为 6.05 亿元，同比增长 16.24%。公司其他应付款余额 7.68 亿元，主要包括向湖北省投资公司有息借款 4.24 亿元（到期日为 2029 年，利率为 5.395%）、以及与红安县财政局等政府单位的往来款。一年内到期的非流动负债 1.00 亿元为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债包括长期借款及应付债券，2018 年末长期借款为 8.28 亿元，主要是公司向中国农业发展银行红安县支行等金融机构的抵押借款及信用借款等，抵押物主要为公司土地使用权及房屋建筑物。应付债券为公司 2017 年 12 月发行的本期债券，含利息在内的期末余额为 7.72 亿元。

截至 2018 年末，公司有息债务包括其他应付款中的有息债务、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券，有息债务余额为 21.35 亿元，占期末负债总额的 60.21%。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	34,612.06	9.76%	35,881.77	9.15%
预收款项	60,500.41	17.07%	52,047.37	13.28%
其他应付款	76,773.47	21.66%	83,849.49	21.39%
一年内到期的非流动负债	10,000.00	2.82%	26,600.00	6.79%
流动负债合计	194,439.94	54.85%	207,954.86	53.05%
长期借款	82,835.07	23.37%	107,183.76	27.34%
应付债券	77,248.19	21.79%	76,838.79	19.60%
非流动负债合计	160,083.26	45.15%	184,022.55	46.95%
负债总额	354,523.20	100.00%	391,977.42	100.00%
有息债务	213,474.26	60.21%	253,222.55	64.60%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018 年公司融资规模减少，期末负债规模减少，资产负债率小幅下降至 40.69%，仍处于较好的安全边际；期末公司流动比率和速动比率分别为 4.26 和 1.46，短期偿债能力指标表现尚可。当期公司利润水平下滑，期末 EBTIDA 利息保障倍数下降至 1.16，EBTIDA 对利息的保障程度偏低。未来随着公司在建工程以及房地产开发项目的持续推进，资金需求较大，且仍主要依赖外部融资。公司资产以土地资产为主，受制于已抵押土地使用权比率较高，未来财务弹性将受到一定限制。

表 17 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年
资产负债率	40.69%	43.78%
流动比率	4.26	4.11
速动比率	1.46	1.57
EBITDA（万元）	20,643.60	23,596.29
EBITDA 利息保障倍数	1.16	1.59
有息债务/EBITDA	10.34	10.73

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

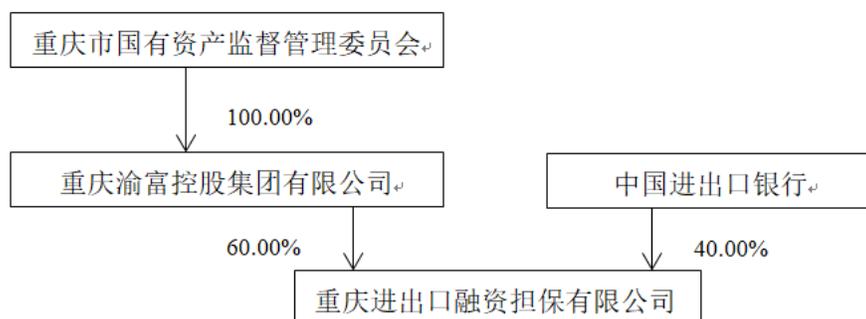
六、债券偿还保障分析

重庆进出口担保的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

重庆进出口担保的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期限为债券存续期及债券到期之日起二年。

重庆进出口担保成立于2009年，系由重庆渝富资产经营管理集团有限公司及中国进出口银行共同出资成立。2018年9月4日，重庆进出口担保第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至2019年5月末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为300,000万元，股东分别为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60.00%和40.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如图1所示。

图 1 截至 2019 年 5 月末重庆进出口担保股权结构



资料来源：重庆进出口担保提供

重庆进出口担保主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2016-2018年，重庆进出口担保分别实现营业收入66,816.97万元、53,323.91万元和45,379.63万元，其中已赚担保费收入规模下降较为明显。从收入构成情况来看，已赚担保费、利息收入和投资收益占

比分别为59.90%、18.96%和18.73%，已赚担保费仍是重庆进出口担保最主要收入来源。

表 18 2016-2018 年重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%	47,753.83	71.47%
手续费及佣金收入	287.23	0.63%	41.75	0.08%	214.54	0.32%
利息收入	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%	7,174.64	10.74%
投资收益	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%	11,405.65	17.07%
其他业务收入	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%	243.79	0.36%
资产处置收益	0.00	0.00%	-0.99	0.00%	24.52	0.04%
其他收益	172.90	0.38%	79.00	0.15%	0.00	0.00%
营业收入	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%	66,816.97	100.00%

资料来源：重庆进出口担保提供

截至2018年12月末，重庆进出口担保资产总额56.52亿元，归属于母公司所有者权益为35.43亿元；2018年重庆进出口担保实现营业总收入45,379.63万元，利润总额17,527.99万元。

表 19 重庆进出口担保主要财务指标（万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	565,248.25	528,612.20	532,196.45
归属于母公司所有者权益合计	354,313.87	343,502.25	334,886.64
现金类资产	62,247.53	120,799.91	132,209.27
营业总收入	45,379.63	53,323.91	66,816.97
已赚担保费	27,181.82	33,714.78	47,753.83
利息收入	8,604.58	7,065.40	7,174.64
投资收益	8,500.25	11,385.96	11,405.65
利润总额	17,527.99	16,154.75	30,035.06
净资产收益率	4.39%	3.87%	7.60%
当期担保发生额	-	813,023	1,791,559
期末在保余额	-	3,031,571	3,470,705
担保风险准备金	152,565.91	135,597.57	133,007.50
融资担保放大倍数	-	8.46	7.58
当期担保代偿率	-	3.00%	3.79%

注：1、2016 年财务数据来自 2017 年审计报告期初（上期数）；2、“-”为未能获取数据。

资料来源：重庆进出口担保 2017 年、2018 年审计报告、重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

总体看，重庆进出口担保风险准备计提较为充分，代偿能力很强。经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司本部提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年6月5日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据子公司万业地产提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月4日），万业地产共发生9笔欠息记录，明细见下表。根据湖北红安农村商业银行股份有限公司（以下简称“红安农商行”）于2018年6月13日提供的说明，万业地产在红安农商行牵头发放银团贷款全部提前结清，征信报告上显示的在红安农商行牵头的成员行已还清债务中存在的9笔欠息记录，其主要原因是系统报送不及时造成。

根据子公司红安市政工程公司（以下简称“市政公司”）提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年3月25日），市政公司已结清信贷记录中在红安县农村信用合作联社存在1笔欠息记录，欠息金额为7.56万元，首次欠息发生于2016年2月1日，最近一次结清日期为2016年2月22日。

表 20 子公司 2016 年 1 月 1 日以来的欠息记录明细（单位：万元）

欠息主体	欠息金额	首次欠息发生日期	最近一次结清日期	授信机构
万业地产	19.10	2017-07-31	2018-12-20	蕲春县农村信用合作社
万业地产	16.80	2018-03-27	2018-10-23	湖北武穴农村商业银行股份有限公司
万业地产	44.50	2018-01-27	2018-09-29	黄冈市农村信用合作社联社
万业地产	11.20	2018-03-27	2018-09-29	黄梅县农村信用合作联社
万业地产	20.88	2018-06-25	2018-07-31	浠水县农村信用合作联社
万业地产	13.51	2018-06-25	2018-07-31	湖北罗田农村商业银行股份有限公司
万业地产	11.84	2018-06-25	2018-07-30	湖北英山农村合作银行
万业地产	35.75	2018-06-25	2018-07-30	蕲春县农村信用合作联社
万业地产	39.00	2017-02-19	2017-04-29	湖北武穴农村商业银行股份有限公司
市政公司	7.56	2016-02-01	2016-02-22	红安县农村信用合作联社

资料来源：各子公司企业信用报告，中证鹏元整理

（二）或有事项分析

公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险

截至2018年末，公司对外担保共2笔，担保金额合计7.00亿元，占期末公司净资产的

13.55%。湖北省金圆投资开发有限公司股东为红安县国资局，系公司关联方，未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 21 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
湖北省金圆投资开发有限公司	50,000.00	2031.12.19	否
湖北省金圆投资开发有限公司	20,000.00	2023.06.07	否
合计	70,000.00	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

跟踪期内，红安县区域经济保持增长，继续为公司发展提供了良好基础；公司承担了红安县土地整理业务、工程施工及棚户区改造等职责，业务可持续性较好；当地政府继续对公司给予一定支持，并且重庆进出口担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。同时，我们也关注到了公司资产中应收款项及存货规模较大，且存货中土地使用权抵押比例较高，资产流动性较弱，在建项目投资规模较大，面临较大的资金压力，以及偿债压力较大、对外担保存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	33,181.37	100,479.70	85,978.77
应收账款	46,434.12	44,836.49	37,479.77
其他应收款	190,298.96	158,529.81	165,888.86
存货	544,565.20	526,532.86	444,230.43
固定资产	28,863.33	30,488.97	30,547.86
资产总计	871,283.14	895,388.09	792,455.57
短期借款	0.00	0.00	1,800.00
应付账款	34,612.06	35,881.77	40,728.17
预收款项	60,500.41	52,047.37	32,474.56
其他应付款	76,773.47	83,849.49	88,080.95
一年内到期的非流动负债	10,000.00	26,600.00	26,150.00
长期借款	82,835.07	107,183.76	114,500.06
应付债券	77,248.19	76,838.79	0.00
负债合计	354,523.20	391,977.42	309,711.49
有息债务	213,474.26	253,222.55	189,850.06
所有者权益合计	516,759.93	503,410.67	482,744.08
营业收入	128,328.11	132,051.25	155,577.60
营业利润	14,367.42	15,926.82	13,620.93
利润总额	14,396.92	16,041.46	22,343.40
净利润	13,673.49	14,448.15	20,729.76
经营活动产生的现金流量净额	-7,811.15	-25,866.39	-904.64
投资活动产生的现金流量净额	-1,785.77	-1,530.35	13,632.98
筹资活动产生的现金流量净额	-36,736.21	41,886.87	-14,681.06
财务指标	2018年	2017年	2016年
资产负债率	40.69%	43.78%	39.08%
流动比率	4.26	4.11	3.85
速动比率	1.46	1.57	1.58
综合毛利率	12.35%	14.63%	19.36%
EBITDA（万元）	20,643.60	23,596.29	31,978.88
EBITDA 利息保障倍数	1.16	1.59	2.04
有息债务/ EBITDA	10.34	10.73	5.94
收现比	1.01	1.32	0.92
产权比率	68.61%	77.86%	64.16%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
红安城投万业房地产开发有限责任公司	20,000.00	100.00%	房地产开发与经营，市政建设工程施工
红安县龙泉工业投资有限公司	6,768.00	64.24%	饮料、食品、工业项目投资
红安盛世万业投资有限公司	10,000.00	100.00%	城市基础设施建设
湖北立方建设工程有限公司	9,188.00	100.00%	市政工程施工
红安县立方建筑劳务有限公司	200.00	100.00%	建筑劳务分包
湖北力华建设工程有限公司	1,000.00	100.00%	建筑工程施工
红安县市政建设工程公司	5,000.00	100.00%	园林绿化、市政工程
红安县自来水公司	917.00	100.00%	自来水生产、供应
红安县水电建筑安装公司	610.46	100.00%	水利水电工程施工
红安城投资产运营有限公司	1,000.00	100.00%	停车场服务及商铺出租
红安城投物业服务有限公司	100.00	100.00%	物业管理
红安县润龙物业服务有限公司	50.00	64.24%	物业管理服务
红安城投自然生态有限公司	5,000.00	100.00%	林木育种和育苗等
红安城投建设工程有限公司	1,000.00	100.00%	工程施工
红安城投酒店管理有限公司	600.00	100.00%	酒店管理、餐饮服务
红安县金晟矿产品有限责任公司	80.00	100.00%	河砂、石材投资、开采等

资料来源：公司 2018 年审计报告，公开信息

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他应付款（有息部分）

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。