

2015 年咸宁市荣盛投资发展有限公司
公司债券 2020 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：

谭璇

2015年咸宁市荣盛投资发展有限公司¹公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【899】号 01

债券简称：15 咸宁荣盛
债/PR 咸荣投

增信方式：土地使用权
抵押

债券剩余规模：
5.60 亿元

债券到期日期：
2022 年 02 月 10 日

债券偿还方式：

按年付息，在 本期债券
存续期内的第 3、第 4、
第 5、第 6、第 7 个计息
年度，每年分别偿付债
券发行总额的 20%。

分析师

姓名：
李世伶 汪永乐

电话：
0755-82879050

邮箱：
lishl@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

	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	2020 年 08 月 24 日	2019 年 06 月 22 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”）对咸宁高新投资集团有限公司（以下简称“咸宁高新投”或“公司”）及其 2015 年 2 月 10 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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：公司外部环境仍较好，为其发展提供良好基础，公司综合投资建设和土地整理业务持续性较好，继续得到了外部的大力支持，并且公司以其合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，依然有效地提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱、存在较大的资金支出压力和偿债压力，以及一定的或有负债等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2019 年咸宁市实现地区生产总值 1,594.98 亿元，同比增长 8.1%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司综合投资建设和土地整理业务持续性较好。公司主要负责咸宁高新区内的基础设施建设以及土地整理业务，2019 年公司实现综合投资建设和土地整理业务合计 9.87 亿元，截至 2019 年末，主要在建基础设施代建项目预计总投资 87.06 亿元，累计已投入金额为 21.82 亿元；公司主要在整理土地 638.27 亩，总投资额合计为 6.55 亿元；未来综合投资建设和土地整理业务持续性较好。

¹ 公司名称于 2016 年 2 月由“咸宁市荣盛投资发展有限公司”变为“咸宁高新投资集团有限公司”。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2019 年股东向公司注入两家子公司股权，使得公司资本公积增加 1.25 亿元；当年公司确认政府补助 2.01 亿元，有效提升了公司的盈利水平。
- **公司以其合法持有的土地使用权为本期债券提供抵押担保，仍然有效地提升了本期债券的安全性。**截至 2019 年末，公司为本期债券提供抵押担保的国有土地使用权面积合计为 1,181.89 亩，根据 2016 年开元资产评估有限公司出具的评估报告，评估基准日为 2015 年 12 月至 2016 年 6 月，评估价值合计为 17.69 亿元，对本期债券剩余本金的覆盖倍数为 3.16 倍，有效地提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司存货占比较高，应收款项规模较大，资产流动性较弱。**公司资产以存货、应收款项为主，合计占总资产的 82.83%，存货中土地资产 97.98 亿元，其中已抵押土地合计 26.85 亿元，应收款项合计 59.34 亿元，回收时间存在不确定性，公司资产流动性较弱。
- **公司投资活动现金流出较多，在建项目存在较大的资金压力。**2019 年公司投资活动现金净流出 16.09 亿元；截至 2019 年末，公司主要在建工程项目和在整理土地尚需投资 96.99 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司有息债务规模持续增长，偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务达到 93.20 亿元，有息负债规模较大且持续增长，其中短期债务 20.69 亿元，考虑到 2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 0.68，现金短期债务比下降，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额 15.59 亿元，占当年末净资产的 12.00%，公司对外担保规模较大且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。
- **公司未对本期债券抵押资产进行年度跟踪评估。**根据《资产抵押协议》约定，公司应在本期债券存续期内每年的 4 月 30 日前聘请资产评估机构对抵押资产进行跟踪评估、出具相应的资产评估文件，公司未对抵押资产进行年度评估。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	2,414,346.51	2,323,129.55	2,101,991.60
所有者权益	1,299,024.62	1,254,584.05	1,227,446.65
有息债务	931,984.67	907,341.66	744,866.52
资产负债率	46.20%	46.00%	41.61%
现金短期债务比	0.87	1.13	2.46
营业收入	103,609.10	86,614.24	53,025.95
其他收益	20,148.10	17,493.72	16,336.00
利润总额	31,404.34	31,608.06	25,220.94
综合毛利率	14.17%	20.69%	24.17%
EBITDA	33,416.44	32,511.12	26,030.10
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.70	0.68
经营活动现金流净额	67,044.88	-46,779.23	-65,079.47
收现比	1.27	0.68	0.42

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2014]2846号文件批准，公司于2015年2月10日发行14亿元公司债券，期限为7年，票面利率为6.29%，募集资金拟用于咸宁经济开发区公租房（二期）、咸宁市横沟新城及配套基础设施建设、咸宁经济开发区环保产业园建设等项目，截至2020年6月30日，本期债券募集资金账户余额为380.53万元。

二、发行主体概况

2019年，公司注册资本、实收资本、股权结构及实际控制人均未发生变化，截至2020年6月末，公司注册资本和实收资本仍均为100,000万元，控股股东和实际控制人仍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”），持股比例为100%。2019年度公司合并报表范围内新增子公司5家，明细见表1。根据公司2019年4月30日公告，公司董事会成员调整为张建群、胡广宏、程帅、倪九红、陈敬明、黎倩倩、胡海艳，其中张建群任董事长，胡广宏任总经理；监事会成员调整为廖炎军、张乐宏、石小钰、邓社辉、魏苏北。

表1 2019年新纳入合并报表范围内子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例（%）	主营业务	取得方式
咸宁绿欣农业投资发展有限责任公司	10,000.00	100.00%	土地开发整理	设立
咸宁高新贸易有限公司	5,000.00	100.00%	商品贸易	设立
咸宁温泉大商城物业有限公司	1,000.00	100.00%	物业服务	划入
咸宁市职业教育投资发展有限公司	10,000.00	100.00%	职教园区开发经营	划入
咸宁拓新房地产开发有限公司	2,000.00	100.00%	房地产开发	设立

资料来源：公司2019年度审计报告及公开资料，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设工程投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设工程投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿元，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设工程投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性

债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，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”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019年咸宁市经济总量保持增长，固定资产投资增速仍较快，为公司发展提供良好外部环境

2019年咸宁市实现地区生产总值1,594.98亿元，按可比价格计算，同比增长8.1%；其中第一产业增加值200.00亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值704.90亿元，同比增长8.9%；第三产业增加值690.08亿元，同比增长8.8%；三次产业结构比例由2018年的13.7：48.7：37.6调整为12.5：44.2：43.3，第三产业比重有所提升。2019年咸宁市地区人均GDP/全国人均GDP为88.37%，整体发展水平低于全国平均水平。

2019年咸宁市工业继续保持增长，全年工业增加值609.17亿元，同比增长9.5%，其中规模以上工业增加值增长9.6%；在规模以上工业中，采掘业下降9.9%，制造业增长10.5%，电力、燃气及水的生产和供应业增长9.9%。2019年咸宁市固定资产投资同比增长11.7%，其中一、二、三次产业投资分别同比增长-13.4%、8.9%和17.1%，基础设施投资和制造业

投资分别增长21.0%和16.6%，房地产投资下降17.4%。2019年咸宁市商品房施工面积1,384.24万平方米，比上年增长16.7%；商品房销售面积459.66万平方米，增长1.5%；商品房销售额221.02亿元，增长15.2%。

表2 咸宁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,594.98	8.1%	1,362.42	8.5%
第一产业增加值	200.00	3.3%	186.88	2.9%
第二产业增加值	704.90	8.9%	662.83	8.8%
第三产业增加值	690.08	8.8%	512.71	10.6%
工业增加值	609.17	9.5%	590.37	8.5%
固定资产投资	-	11.7%	-	11.3%
社会消费品零售总额	623.10	12.0%	556.18	11.9%
进出口总额	62.78	70.9%	36.72	7.5%
存款余额	1,594.70	-	1,499.10	7.9%
贷款余额	1,107.48	-	960.96	13.4%
人均 GDP（元）		62,650		53,655
人均 GDP/全国人均 GDP		88.37%		83.00%

资料来源：咸宁市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《2019年国民经济和社会发展统计公报》，2019年咸宁市实现公共财政收入94.62亿元，同比增长3.6%，其中税收收入66.71亿元，同比增长7.3%，占公共财政收入比重为70.50%；同期咸宁市公共财政支出为280.65亿元，同比增长13.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为33.71%，公共财政收入对支出的保障程度不高。

咸宁高新技术产业园区前身为咸宁经济开发区，组建于2006年7月。2015年2月，经省政府批准更名为咸宁高新技术产业园区。2017年2月，经国务院批复，正式成为国家高新技术产业开发区。咸宁高新区目前已形成生命健康产业园、军民融合产业园、高新技术综合产业园、先进制造产业园、中国光谷咸宁产业园五大特色专业园区，规划面积100平方公里。2019年咸宁高新区规模以上工业总产值达到178亿元，同比增长10%；固定资产投资145亿元，同比增长11.7%；高新技术企业达到65家，高新技术产业增加值21亿元，占GDP总量的33%；当年一般公共财政收入达到12.84亿元，同比增长6.4%。

四、经营与竞争

公司是咸宁市从事基础设施建设和地方政府投融资主体之一，目前主要负责咸宁高新

技术产业园区内的基础设施建设以及土地开发业务。2019年公司实现营业收入103,609.10万元，同比增长19.62%，其中综合投资建设收入占比90.00%，仍是公司主要的收入来源。从毛利率来看，2019年由于综合投资建设业务毛利率下降以及毛利率较高的土地整理业务收入下滑，公司综合毛利率下降至14.17%。公司的其他收入主要包括房屋租赁、融资租赁、绿化养护、广告和车辆租赁，收入规模较小。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
综合投资建设业务	93,247.20	7.81%	72,783.83	8.75%
土地整理	5,481.60	100.00%	8,578.86	100.00%
其他	4,880.30	39.11%	5,251.54	56.68%
合计	103,609.10	14.17%	86,614.24	20.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司综合投资建设收入有所增长，随着在建项目推进，未来综合投资建设业务持续性较好，但后续面临着较大的资金压力

公司主要为咸宁高新区管委会提供咸宁高新区基础设施建设的综合投资及土地整理服务，2017年度起主要根据公司与咸宁高新区管委会签订的《咸宁高新技术产业园区土地开发整理和综合投资建设委托协议书》约定的结算方式来确认综合投资建设收入，协议规定，公司负责高新区范围内综合投资建设，高新区管委会应全额支付公司开展项目过程中产生的投资成本及确认的投资回报，其中工程建设类政府投资项目以投资成本及投资回报确认收入，投资回报按照公司实际支付成本的15%确认，实际支付成本是指项目实际支付的资金和每年支付的融资资金成本。

2019年公司实现综合投资建设收入93,247.20万元，同比增长28.12%。值得关注的是，尽管公司每年会确认较大规模的综合投资建设业务收入，但高新区管委会管理费和回购款支付有所滞后，项目投资资金主要来自公司自有资金或对外筹集。毛利率方面，由于新结算项目增值税税率较高且占比提升，2019年公司综合投资建设业务毛利率有所下降。

截至2019年末，公司主要在建的代建项目包括咸宁高新区棚户区改造工程、咸宁高新区“光谷南”产业生态示范新城等，上述项目预计总投资87.06亿元，累计已投入金额为21.82亿元，随着项目推进，未来综合投资建设业务持续性较好。此外，公司还存在部分自营项目，包括咸宁绿色双创产业（农业）示范园建设项目等，未来主要通过物业销售、租赁等方式实现收入。

咸宁市高新区科技企业孵化器改扩建项目为“17咸双创债”募投项目，项目建成后收

入主要来源于建筑物的销售及租金收入，根据湖北省工程咨询公司于2015年12月出具的可行性研究报告，预计销售物业可实现收入3.81亿元，租赁收入6.63亿元，该项目预计于2020年完工。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投入93.75亿元，存在较大的资金压力。

表4 截至2019年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	是否代建
咸宁高新区棚户区改造工程	38.13	10.68	27.45	是
咸宁高新区“光谷南”产业生态示范新城	23.70	6.13	17.57	是
高新区一、二期基础设施升级改造	8.91	4.21	4.70	是
咸宁高新区横沟桥片区（重点镇）棚户区改造项目	16.32	0.80	15.52	是
咸宁金融信息港建设项目（一期）金融中心建设工程	20.57	4.72	15.85	否
咸宁市高新区科技企业孵化器改扩建项目*	7.30	4.95	2.35	否
咸宁绿色双创产业（农业）示范园建设项目	6.75	0.13	6.62	否
咸宁高新区智能制造产业园建设项目	3.74	0.05	3.69	否
合计	125.42	31.67	93.75	

注：（1）带*为“17咸双创债”募投项目；

（2）咸宁金融信息港建设项目（一期）金融中心建设工程已投资中包含计入存货科目的土地款，咸宁市高新区科技企业孵化器改扩建项目已投资暂时计入存货科目。

资料来源：公司提供

2019年公司土地开发业务收入有所下降，在整理土地规模较大，业务持续性较好，但受政府规划及资金安排等影响，未来土地开发业务收入规模可能存在波动性

公司从事咸宁市土地开发业务，2017年起主要是根据公司与咸宁高新区管委会签订的《咸宁高新技术产业园区土地开发整理和综合投资建设委托协议书》相关约定的结算方式来确认土地整理开发收入。根据协议规定，公司负责高新区范围内的土地开发整理，公司自行筹集土地整理开发所需资金，高新区管委会应全额支付公司开展项目过程中产生的投资成本及确认的投资回报，每年实际支付金额按年度财力状况确定，但最少不低于每年应付金额的30%，征地拆迁类政府投资项目以投资回报确认为收入。2019年公司实现土地开发收入5,481.60万元，收入规模有所下降；由于公司仍以项目投资回报部分确认收入，毛利率为100.00%。

表5 公司土地开发业务情况

项目	2019年	2018年
当年土地整理面积（亩）	2,370.79	3,536.14
当年土地整理宗数（宗）	27	16
公司确认土地开发收入（万元）	5,481.60	8,578.86

资料来源：公司提供

截至2019年末公司主要在整理土地7宗，面积合计为638.27亩，总投资额合计为6.55

亿元，已投资3.30亿元，随着开发区基础设施建设的不断完善，未来公司土地开发业务持续性较好。但受政府规划及资金安排等影响，未来土地开发收入可能存在波动性。

表6 截至2019年末公司主要在开发土地情况（单位：亩，万元）

地块名称	土地面积	总投资	已投资	尚需投资
青龙路与职教路交叉口南侧	194.88	23,400.00	11,700.00	11,700.00
十六潭路北侧（地块一）	78.57	11,800.00	5,900.00	5,900.00
职教路北侧咸宁高新投资集团有限公司	96.38	11,570.00	5,785.00	5,785.00
青龙路与职教路交叉口东侧	82.75	9,940.00	4,970.00	4,970.00
高新区旗鼓大道与十六潭路交叉口北侧	33.59	5,040.00	2,520.00	2,520.00
十六潭路北侧（地块二）	13.13	1,970.00	985.00	985.00
高新区香城大道与横五路交汇处南侧	138.97	1,752.00	1,168.00	584.00
合计	638.27	65,472.00	33,028.00	32,444.00

资料来源：公司提供

2019年公司获得的外部支持力度仍较大

公司作为咸宁市从事基础设施建设和地方政府投融资的重要主体，咸宁市政府在补贴方面继续给予公司支持。2019年公司确认政府补助2.01亿元，占公司利润总额比重为64.16%，进一步提升了公司的盈利水平。

2019年，咸宁市国资委将咸宁温泉大商城物业有限公司和咸宁市职业教育投资发展有限公司全部股权划入公司，作为股东对公司注资，上述资产划拨使得公司资本公积合计增加1.25亿元，增强了公司资本实力。

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中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具无保留意见的2018年、2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司财务报表合并范围新增子公司5家，明细见表1。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，存货占比高，存货中部分土地已抵押，应收款项占用资金较多，整体资产流动性较弱

随着基础设施建设投资力度加大，公司资产规模持续增长。截至2019年末，公司总资产

产为241.43亿元，同比增长3.93%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。

流动资产方面，公司货币资金同比有所减少，2019年末为18.05亿元，其中0.33亿元使用受限。应收账款主要为应收工程款、土地款，其中应收咸宁高新技术产业开发区财政局35.84亿元，占应收账款总额比重为87.10%，部分账龄在3年以上，回收时间存在不确定性。其他应收款主要是往来款、保证金等，其中应收咸宁高新技术产业开发区财政局13.89亿元，占其他应收款的75.50%。截至2019年末，公司应收款项合计59.34亿元，占总资产的24.58%，回收时间存在不确定性，对公司资金形成占用。

公司存货主要由股东注入土地、开发成本构成，2019年末上述两者分别为88.73亿元和51.26亿元。公司存货中的开发成本为土地整理及综合投资建设成本及部分公司购入的土地，2019年公司通过招拍挂新增土地资产0.72亿元。2019年咸宁市土地收储中心将3宗土地按价值3.45亿元进行回收，期末股东注入土地资产合计85宗。截至2019年末，公司存货中土地面积合计为708.28万平方米，账面价值合计为97.98亿元，使用权类型以出让为主，仅有划拨土地1宗，面积为11.98万平方米，入账价值为1.26亿元。截至2019年末公司已抵押土地账面价值合计26.85亿元，占全部土地比重为27.40%，主要用于“15咸宁荣盛债”以及银行贷款抵押。期末有3.69亿元土地权未办妥产权证。

公司非流动资产规模较小，其中在建工程2019年末为6.66亿元，主要是道路及管线工程、咸宁金融信息港建设项目（一期）金融中心建设工程、咸宁绿色双创产业（农业）示范园建设项目等。整体来看，公司资产以存货、应收款项为主，存货中土地资产占比较高，且部分土地已经抵押，应收款项规模较大，回收时间存在不确定性，公司资产流动性较弱。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	180,500.92	7.48%	342,207.28	14.73%
应收账款	411,499.20	17.04%	330,887.52	14.24%
其他应收款	181,855.63	7.53%	133,239.12	5.74%
存货	1,406,501.92	58.26%	1,349,493.72	58.09%
流动资产合计	2,201,185.24	91.17%	2,171,337.88	93.47%
在建工程	66,617.04	2.76%	70,523.32	3.04%
非流动资产合计	213,161.26	8.83%	151,791.67	6.53%
资产总计	2,414,346.51	100.00%	2,323,129.55	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入保持增长，业务持续性较好，政府补助对公司利润贡献较大

由于综合投资建设收入的增加，2019年公司实现营业收入103,609.10万元，同比增长19.62%。截至2019年末，公司主要代建项目预计总投资87.06亿元，累计已投入金额为21.82亿元；公司主要在整理土地638.27亩，总投资额合计为6.55亿元，未来综合投资建设和土地整理业务持续性较好。从毛利率来看，2019年由于综合投资建设业务毛利率下降以及毛利率较高的土地整理业务收入下滑，公司综合毛利率下降至14.17%。此外，政府补助对公司的利润贡献大，2019年公司获得政府补助2.01亿元，占公司利润总额比重为64.16%。公司投资净收益主要是中泰资管5号资管计划和可供出售金融资产取得的投资收益，资产处置收益主要是土储中心收回土地形成的收益。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	103,609.10	86,614.24
其他收益	20,148.10	17,493.72
投资净收益	813.25	-13.58
资产处置收益	851.88	0.00
营业利润	31,468.69	31,610.33
利润总额	31,404.34	31,608.06
综合毛利率	14.17%	20.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司投资活动现金流出较多，主要在建项目投资规模仍较大，未来存在较大的资金压力

2019年公司收现比为1.27，较上年有所好转，综合投资建设等业务资金回笼情况尚可，加之当年收到的往来款规模较大，使得公司当年经营活动现金净流入6.70亿元，表现有所好转。

投资活动方面，2019年公司厂房购置、在建项目投入、缴纳土地保证金和税费等支出较多，导致当年投资活动现金净流出16.09亿元。为弥补投资活动资金缺口，2019年公司继续依靠发行债券、银行借款等方式来满足资金需求，但由于到期债务本金及利息规模较大，当年筹资活动现金净流出2.12亿元。截至2019年末，公司在建项目、在整理土地尚需投资合计96.99亿元，预计公司未来的外部筹资金度仍将加大。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	1.27	0.68
销售商品、提供劳务收到的现金	131,784.92	58,703.73
收到其他与经营活动有关的现金	30,615.39	20,976.47
经营活动现金流入小计	162,400.32	79,680.19
购买商品、接受劳务支付的现金	87,921.65	121,714.69
支付其他与经营活动有关的现金	3,689.69	2,606.07
经营活动现金流出小计	95,355.44	126,459.43
经营活动产生的现金流量净额	67,044.88	-46,779.23
投资活动产生的现金流量净额	-160,896.42	-15,601.90
筹资活动产生的现金流量净额	-21,172.71	143,689.76
现金及现金等价物净增加额	-115,024.25	81,308.62

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且持续增长，面临较大的刚性债务压力

由于债券融资的增加，2019年公司债务规模有所上涨，2019年末达到111.53亿元，同比增长4.38%；同期公司所有者权益随着政府注资及利润积累稳步增加，2019年末达到129.90亿元，同比增长3.54%；2019年末公司产权比率为85.86%，所有者权益对负债的保障不高。从构成来看，公司负债以非流动负债为主。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	1,115,321.89	1,068,545.51
所有者权益	1,299,024.62	1,254,584.05
产权比率	85.86%	85.17%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债方面，公司应付票据均为应付银行承兑汇票，应交税费以企业所得税为主。其他应付款以往来款和代收武汉众邦德龙科技发展有限公司等企业的土地款为主。公司其他流动负债均为短期应付债券，包括“19咸宁高新PPN001”、“19第1期债权融资计划”等。2019年末一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款4.83亿元、应付债券7.30亿元、长期应付款0.36亿元和其他非流动负债1.50亿元。

非流动负债方面，公司长期借款主要是抵质押借款和保证借款，抵质押物包括土地、应收账款等资产。应付债券为公司分别于2013年、2015、2017年、2018年和2019年发行的

债券，包括“13咸宁荣盛债”（已于2020年6月5日到期）、“15咸宁荣盛债”、“17咸双创债”、“18咸宁高新MTN001”和“19咸宁高新MTN001”等，2019年末余额为49.30亿元（含一年内到期部分）。长期应付款为专项应付款和应付融资租赁款，2019年末余额分别为4.90亿元和1.45亿元（含一年内到期部分），专项应付款主要包括公租房专项资金、实验外国语学校建设专项资金等，其中应付农发基金4,400.00万元为有息债务。2019年末公司其他非流动负债4.20亿元（含一年内到期部分），系公司2016年与光大银行签订委托债权投资协议融资形成，该笔借款用于咸宁高新区棚户区改造项目，融资期限为3年。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
应付票据	3,317.89	0.30%	0.00	0.00%
应交税费	69,335.52	6.22%	61,128.71	5.72%
其他应付款	50,426.46	4.52%	40,082.55	3.75%
一年内到期的非流动负债	139,929.00	12.55%	140,650.00	13.16%
其他流动负债	63,623.99	5.70%	163,328.70	15.29%
流动负债合计	336,267.15	30.15%	419,959.79	39.30%
长期借款	262,293.00	23.52%	264,170.00	24.72%
应付债券	419,960.79	37.65%	292,192.96	27.34%
长期应付款	59,900.76	5.37%	35,135.98	3.29%
其他非流动负债	27,000.00	2.42%	42,000.00	3.93%
非流动负债合计	779,054.74	69.85%	648,585.72	60.70%
负债合计	1,115,321.89	100.00%	1,068,545.51	100.00%
有息债务	931,984.67	83.56%	907,341.66	84.91%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司有息债务达到93.20亿元，同比增长2.72%，有息负债规模较大且持续增长，公司面临较大的偿债压力。2020-2021年，公司需分别偿还有息债务20.69亿元、22.41亿元，面临较大的刚性债务压力。

表12 公司未来三年有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020年	2021年	2022年
偿还有息债务本金	206,870.88	224,120.00	75,100.00
合计	206,870.88	224,120.00	75,100.00

资料来源：公司提供

2019年末公司资产负债率略有上升，达到46.20%。公司现金短期债务比由2018年的1.13降至0.87，货币资金对短期债务的保障能力一般。2019年公司EBITDA利息保障倍数进一步降至0.68，有息债务/EBITDA为27.89，盈利对利息的偿还能力较弱。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	46.20%	46.00%
现金短期债务比	0.87	1.13
EBITDA	33,416.44	32,511.12
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.70
有息债务/EBITDA	27.89	27.91

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司以其拥有的国有土地使用权为本期债券还本付息提供抵押担保，有效提升了本期债券的安全性，但中证鹏元关注到公司未对抵押资产进行年度跟踪评估

公司将自身合法持有的国有土地使用权为本期债券提供抵押，抵押资产的担保范围包括本次所发行债券的本金和利息以及办理抵押登记的全部费用、违约金、损害赔偿金、管理抵押资产和实现债权的一切费用。

根据公司与中国建设银行股份有限公司咸宁潜山支行（以下简称“建行潜山支行”）签订的《资产抵押协议》以及《抵押资产监管协议》，在本期债券存续期间，抵押资产的价值与本期债券未偿还本金及当期利息的比率（以下简称“抵押比率”）不得低于1.5，并且在抵押比率不低于1.6的前提下，公司可以向建行潜山支行申请解除部分抵押资产的抵押。

公司应在募集说明书约定的本期债券存续期内每年的4月30日前聘请资产评估机构对抵押资产进行跟踪评估、出具相应的资产评估文件，公司未按照约定对抵押资产进行年度评估。

本期债券履行期尚未届满时，抵押资产发生被征用等情形时，公司因此获得相关补偿，均视同为抵押资产，本期债券持有人享有优先受偿权，如上述补偿不足以覆盖抵押资产价值时，公司应就差额部分提供同等价值的其他资产以设定新的担保。

抵押资产的替代和追加应经公司与建行潜山支行协商同意或经本期债券持有人会议决议。替代和追加的资产应按照《资产抵押协议》规定进行价值评估，如需办理登记手续，由公司负责。

2019年公司解押了3宗土地，评估价值4.35亿元。截至2019年末，公司用于本期债券抵押土地资产面积合计1,181.39亩，根据2016年开元资产评估有限公司出具的评估报告，

评估基准日为2015年12月至2016年6月，上述抵押土地资产评估价值合计为17.69亿元，抵押比率为3.16（抵押比率=本期债券抵押土地资产评估价值/本期债券剩余本金），具体情况如表14所示。

表14 截至 2019 年末用于本期债券抵押增信的土地明细（单位：亩、万元）

序号	土地证号	用途	土地面积	评估价值	性质	期限
1	咸国用（2016）第 005 号	商住	131.93	20,387.83	出让	2015/2/10-2022/2/10
2	咸国用（2016）第 006 号	商住	108.42	16,754.62	出让	2015/2/10-2022/2/10
3	咸国用（2016）第 007 号	商住	69.18	10,691.38	出让	2015/2/10-2022/2/10
4	咸国用（2016）第 009 号	商住	97.64	15,088.28	出让	2015/2/10-2022/2/10
5	咸国用（2015）第 026 号	商住	45.00	7,109.66	出让	2015/2/10-2022/2/10
6	咸国用（2015）第 027 号	商住	68.30	10,336.49	出让	2015/2/10-2022/2/10
7	咸国用（2016）第 016 号	商住	52.97	7,733.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
8	咸国用（2016）第 017 号	商住	58.72	8,573.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
9	咸国用（2016）第 018 号	商住	51.30	7,490.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
10	咸国用（2015）第 012 号	商住	24.41	3,564.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
11	咸国用（2015）第 013 号	商住	31.90	4,658.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
12	鄂（2016）咸宁市不动产权第 00000010 号	商住	87.87	12,829.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
13	鄂（2016）咸宁市不动产权第 00000011 号	商住	120.00	17,520.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
14	鄂（2016）咸宁市不动产权第 00000012 号	商住	100.00	14,600.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
15	鄂（2016）咸宁市不动产权第 00000009 号	商住	134.25	19,600.00	出让	2015/2/10-2022/2/10
合计	-	-	1,181.89	176,935.26	-	-

注：1、2016 年底公司对部分抵押土地进行了置换；

2、表中土地评估价值依据的评估报告包括开元评报字【2016】009 号、开元评报字【2016】007 号、开元评报字【2015】614、开元评报字【2016】360 号等。

资料来源：公司提供

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日⁶，公司本部、子公司咸宁市荣盛置业有限责任公司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；公司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。

⁶ 公司本部、子公司咸宁市荣盛置业有限责任公司企业信用报告查询日分别为 2020 年 8 月 5 日、2020 年 6 月 8 日。

（二）或有事项分析

公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2019年末，公司对外担保金额为15.59亿元，占期末净资产的比重为12.00%，被担保方实际控制人为咸宁市国资委。公司对外担保规模较大，且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表15 截至2019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
咸宁市城市资产经营有限公司	155,879.00	2016/1/28-2036/1/27	否
合计	155,879.00	-	-

资料来源：公司2019年审计报告

八、评级结论

2019年咸宁市地区生产总值保持较快增速，公司面临的发展环境依然较好；公司主要在建项目和在整理土地规模较大，未来综合投资建设和土地整理业务仍持续性较好，且公司继续得到了外部的大力支持；此外，国有土地使用权抵押的增信方式继续有效提升了本期债券的安全性。

同时中证鹏元也关注到公司存货占比高，应收款项占用资金较多，整体资产流动性较弱；公司主要在建工程项目和在整理土地尚需投入96.99亿元，存在较大的资金压力；有息债务规模较大且持续增长，面临较大的刚性债务压力；对外担保存在一定的或有负债风险。公司未对抵押资产进行年度跟踪评估。

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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	180,500.92	342,207.28	260,898.66
应收票据及应收账款	411,499.20	330,887.52	272,275.26
其他应收款	181,855.63	133,239.12	117,189.39
存货	1,406,501.92	1,349,493.72	1,292,905.89
流动资产合计	2,201,185.24	2,171,337.88	1,961,027.29
非流动资产合计	213,161.26	151,791.67	140,964.31
资产总计	2,414,346.51	2,323,129.55	2,101,991.60
其他应付款	50,426.46	40,082.55	18,849.16
一年内到期的非流动负债	139,929.00	140,650.00	105,963.00
其他流动负债	63,623.99	163,328.70	0.00
流动负债合计	336,267.15	419,959.79	202,555.90
长期借款	262,293.00	264,170.00	251,082.00
应付债券	419,960.79	292,192.96	283,471.52
长期应付款	59,900.76	35,135.98	28,737.03
其他非流动负债	27,000.00	42,000.00	99,350.00
非流动负债合计	779,054.74	648,585.72	671,989.05
负债合计	1,115,321.89	1,068,545.51	874,544.95
有息债务	931,984.67	907,341.66	744,866.52
所有者权益	1,299,024.62	1,254,584.05	1,227,446.65
营业收入	103,609.10	86,614.24	53,025.95
营业利润	31,468.69	31,610.33	25,455.24
其他收益	20,148.10	17,493.72	16,336.00
净利润	28,582.19	27,937.40	23,252.44
经营活动产生的现金流量净额	67,044.88	-46,779.23	-65,079.47
投资活动产生的现金流量净额	-160,896.42	-15,601.90	-12,331.65
筹资活动产生的现金流量净额	-21,172.71	143,689.76	118,171.99
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	14.17%	20.69%	24.17%
收现比	1.27	0.68	0.42
产权比率	85.86%	85.17%	71.25%
资产负债率	46.20%	46.00%	41.61%
现金短期债务比	0.87	1.13	2.46
EBITDA（万元）	33,416.44	32,511.12	26,030.10
EBITDA 利息保障倍数	0.68	0.70	0.68

有息债务/EBITDA	27.89	27.91	28.62
-------------	-------	-------	-------

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
有息债务	应付票据+1年内到期的长期有息债务+其他流动负债+长期借款+应付债券+专项应付款有息部分+其他非流动负债+长期应付款中融资租赁款

附录三 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。