

2013 年荆州经济技术开发区发展总公司
企业债券 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

2013年荆州经济技术开发区发展总公司企业债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【955】号 01

债券简称：13荆经开债
/PR荆经开

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：0.8亿元

债券到期日期：2020年
12月9日

债券偿还方式：在债券
存续期的第3-7年末逐
年分别按照债券发行总
额20%的比例偿还本金

分析师

姓名：
王先宗 钟继鑫

电话：
0755-82873175

邮箱：
wangxz@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8月27日	2019年6月23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”）对荆州开发区城市建设投资开发有限公司¹（以下简称“荆开城建”或“公司”）及其2013年12月9日发行的企业债券（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+，公司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：公司业务持续性仍然较好，继续得到了当地政府的较大力度的支持，且第三方担保有效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，资金压力和偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 公司业务持续性仍然较好。公司承担荆州开发区基础设施建设任务，截至2019年末，主要在建的代建工程项目计划总投资67.00亿元，已投资21.52亿元，基础设施建设业务持续性较好，未来收入来源有一定保障。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2019年公司获得荆州经济技术开发区财政局1.47亿元的补贴，合计占利润总额的101.85%，大幅提升了公司利润水平。
- 第三方保证担保有效提升了本期债券的安全性。本期债券由重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，重庆进出口整体经营较为稳定，经中证鹏元综合评定，其主体长期信用等级为AA+，有效提升了本期债券的安全性。

¹ 2016年6月24日，公司名称由荆州经济技术开发区发展总公司更名为荆州开发区城市建设投资开发有限公司。

关注:

- **公司资产流动性较弱。**2019 年末公司应收款项及存货合计 105.72 亿元，其中应收款项占总资产的 11.61%，存货占总资产的 62.74%。其中应收款项回收时间不确定，对公司资金占用较大；存货主要为土地和开发成本，抵押土地账面价值占土地总价值的 43.97%，开发成本主要为尚未完工的基础设施建设项目，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**2019 年公司经营活动现金净流入 728.52 万元，规模较小，整体表现不佳。2019 年末公司主要在建项目尚需投入资金 50.70 亿元，未来仍面临较大的资金压力。
- **公司有息债务规模增长，偿债压力较大。**2019 年末公司有息债务为 76.43 亿元，同比增长 48.40%，资产负债率增加至 60.60%，EBITDA 利息保障倍数下降为 0.37，偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,421,978.55	1,155,616.25	804,268.36
所有者权益	560,298.33	545,860.24	359,723.69
有息债务	764,255.17	515,004.56	380,422.50
资产负债率	60.60%	52.76%	55.27%
现金短期债务比	5.79	3.79	3.82
营业收入	46,281.46	50,206.20	63,856.64
其他收益	3,800.00	5,130.00	0.00
利润总额	14,474.54	15,292.25	14,101.61
综合毛利率	9.72%	9.80%	8.59%
EBITDA	16,202.38	16,676.07	15,666.47
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.52	0.83
经营活动现金流净额	728.52	-271,446.51	-150,708.58
收现比	2.65	0.87	0.02

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

重庆进出口主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益	367,240.15	354,313.87	343,502.25
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017年和2018年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据尚未取得。
 资料来源：重庆进出口2017-2019年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

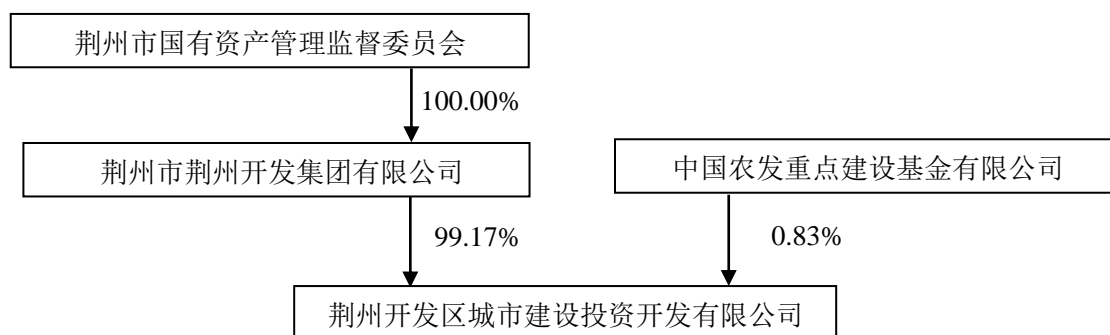
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年12月9日发行7年期4亿元企业债券，募集资金拟用于用于沙市农场北港还迁小区建设项目。截至2019年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为2.60万元。

二、发行主体概况

2019-2020年6月，公司名称与主营业务均未发生变更。2018年，公司原股东荆州经济技术开发区财政局以货币资金形式合计向公司增资171,741.85万元，该事项于2019年4月19日完成工商登记变更。2019年5月31日，荆州经济技术开发区财政局将持有的公司股权无偿转让给荆州市荆州开发集团有限公司。截至2020年6月末，公司注册资本为337,753.56万元，实收资本为315,803.56万元，公司控股股东为荆州市荆州开发集团有限公司，控股股东持股99.17%，实际控制人为荆州市国有资产管理监督委员会，具体产权及控制关系如下图所示。

图 1 截至 2020 年 6 月末公司产权及控制关系情况



注：中国农发重点建设基金有限公司向公司注资，年化收益率为 1.2%，投资完成后按季支付投资收益，作为负债处理。

资料来源：公司提供

2019年5月起，王梅、黄晓丹、胡成宏、邓兆辉不再担任公司董事，由杨念东、郝本圣、陈丹莉、白劲松、刘勇接任，公司法定代表人由胡成宏变更为夏光明。

2019年公司合并范围新增1家子公司，具体如表1所示。

表1 2019 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2019 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北荆开广厦置业有限公司	100.00%	5,000.00	房地产开发、商品房销售	投资设立

资料来源：公司 2019 年审计报告，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，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上，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

荆州市交通便利，区位优势良好，工业经济发展提质增效，2019年经济实力继续增强

荆州市地处长江中游、湖北省中南部，是全国优质农副产品生产基地和精细化工业基地、国家级承接产业转移示范区、全国老工业基地调整改造规划区、国家重要的公路交通枢纽和长江重要港口城市。荆州市下辖8个县区和3个功能区，国土面积为1.41万平方公里，

截至2019年末，常住人口为557.01万人。

荆州市铁路、公路路网密布，国家一类口岸盐卡港是长江中上游第三大综合性开放港口，荆州机场预计2020年竣工。伴随着“北煤南运”大通道蒙华铁路的全面开工建设和荆江河段航道的综合整治，荆州正在加快形成综合交通枢纽，将成为长江经济带、“一带一路”的重要物流通道。依托良好的经济发展环境和区位优势，荆州市经济总量持续增长。2019年荆州市实现地区生产总值2,516.48亿元，按可比价格计算，比上年增长7.5%。其中：第一产业实现增加值434.58亿元，增长3.3%；第二产业实现增加值933.77亿元，增长8.1%；第三产业实现增加值1,148.13亿元，增长8.8%。三次产业结构由2018年的17.5:37.6:44.9调整为17.3:37.1:45.6。受疫情影响，2020年1-6月荆州市地区生产总值同比下滑19.3%。

荆州市近年来形成了以食品加工、装备制造、医药化工、轻工建材、纺织服装和电子信息为主的六大主导产业，2019年规模以上工业增加值增长7.5%，重点产业集群效应突出，带动工业经济质效提升。投资方面，2019年荆州市固定资产投资（不含农户）增速为11.7%，全市基础设施投资比上年增长12.1%。其中：水利、环境和公共设施管理业投资增长15.1%；交通运输、仓储和邮政业增长10.5%。随着城镇居民生活水平的提高，荆州市消费规模持续增长。2019年荆州市实现社会消费品零售总额1,447.35亿元，比上年增长11.5%；全年实现旅游综合收入368亿元，增长16.3%。2019年荆州市金融机构本外币存款和贷款余额继续增长，金融行业的稳定运行为荆州市经济发展提供了良好的支撑作用。

表2 2018-2019年荆州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	2,516.48	7.5%	2,082.18	7.5%
其中：第一产业增加值	434.58	3.3%	404.75	2.9%
第二产业增加值	933.77	8.1%	908.47	7.0%
第三产业增加值	1,148.13	8.8%	768.96	10.7%
规模以上工业增加值	-	7.5%	-	6.7%
固定资产投资	-	11.7%	-	11.0%
社会消费品零售总额	1,447.35	11.5%	1,298.65	11.1%
进出口总额（亿美元）	16.97	-6.8%	18.21	28.1%
存款余额	3,395.27	7.8%	3,149.30	8.7%
贷款余额	1,902.62	19.0%	1,599.12	15.1%
人均GDP（元）	45,178.36		37,246.97	
人均GDP/全国人均GDP	63.73%		57.62%	

注：上表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2019年荆州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年荆州市全市一般公共预算收入完成139.42亿元，同比增长3.8%，其中税收收入

占比71.2%；实现政府性基金收入180.24亿元，受土地成交减少影响，同比下降22.9%；同期荆州市全市一般公共预算支出为450.16亿元，增长25.3%，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为30.97%。受疫情影响，2020年1-6月，荆州市一般公共预算收入同比下滑39.2%。

荆州开发区工业发展势头较好，高新技术产业快速发展

荆州开发区为2011年6月经国务院批准为国家级经济技术开发区，根据商务部反馈的国家级经济技术开发区综合发展水平考核结果，全国219个国家级开发区中，荆州开发区2019年综合排名为第44位。荆州开发区地处荆州城区东部，是全市工业经济与招商引资的主平台，是国家发改委确定的国家承接产业转移示范区。辖区面积209平方公里。截至2020年5月，辖区内共有各类市场主体17,588家，规模以上工业企业209家，外资企业38家，高新技术企业67家，上市公司12家；有企业院士工作站8个，国家级创业服务中心1个，国家级众创空间1个，省级孵化器2个，省级众创空间2个，形成了装备制造产业园、电子信息产业园、绿色循环产业园、绿色建筑产业园和现代物流产业园五大产业园区。

2019年，荆州开发区完成规上工业总产值461.8亿元，同比增长11.01%；工业增加值增速13%，较上年进一步增长。完成固定资产投资总额153.21亿元，较上年大幅下滑。完成社会消费品零售总额13.78亿元，增速10.8%；其中限上零售额4.31亿元，可比增速4%。

表3 2018-2019年荆州开发区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	-	-	431.56	8.21%
其中：第一产业增加值	-	-	7.50	9.81%
第二产业增加值	-	-	300.50	8.66%
第三产业增加值	-	-	123.56	7.05%
工业增加值	354.03	13%	288.47	9.80%
全年固定资产投资	153.21	-	291.13	11.39%
社会消费品零售总额	13.78	10.8%	12.44	11.17%

注：“-”表示数据未披露。

资料来源：2018年数据来自荆州经济技术开发区经济发展局、2019年数据来自《荆州开发区基本情况》，中证鹏元整理

2019年荆州开发区实现公共财政收入16.24亿元，同比增长1.15%，其中税收收入15.26亿元，占公共财政收入比重为93.97%。同期荆州开发区公共财政支出为10.45亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为155.46%。

四、经营与竞争

公司主要负责荆州开发区的基础设施建设、还迁房建设和国有资产运营（以物业租赁为主）。2019年公司主要业务结构未发生重大变化，当年实现营业收入46,281.46万元，同比减少7.82%，主要系工程项目建设收入结算减少所致。2019年公司营业收入中工程项目建设收入占比79.55%，公司业务仍较单一。其他业务主要为房屋租赁、物业管理、化工产品贸易等。毛利率方面，2019年公司综合毛利率9.72%，较为稳定。

表4 2018-2019年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
工程项目建设收入	36,815.56	9.09%	44,634.87	9.09%
其他收入	9,465.90	12.16%	5,571.34	15.45%
合计	46,281.46	9.72%	50,206.20	9.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司工程项目建设收入下降，公司主要在建的工程项目投资额较大，工程项目建设业务持续性较好，但也面临较大资金压力

公司是荆州开发区内基础设施建设的主要主体，负责荆州开发区内基础设施建设工程项目的投融资和建设。公司就计划建设的工程项目与荆州经济技术开发区管理委员会（以下简称“管委会”）签订《项目委托代建协议》，管委会和公司每半年按经双方确认的实际支出成本及10%的成本加成确认投资回报，按此金额签订回购协议并进行结算，公司据此确认代建收入。2019年公司实现工程项目建设收入36,815.56万元，同比减少17.52%，主要系当年结算减少所致。公司工程项目建设业务的加成比例保持稳定，2019年公司工程项目建设业务的毛利率仍为9.09%。

表5 2019年公司工程项目建设收入明细（单位：万元）

项目名称	成本加成比例	确认收入金额
北港安置小区	10%	13,503.33
滩桥片区城中村改造 A 区（黄场）	10%	23,312.23
合计		36,815.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，公司主要在建的工程项目包括黄荆庙片区、三板桥还迁房、荆州经济技术开发区创新创业园建设项目、沙市农场北港还迁小区建设项目等，计划总投资达82.46亿元，尚需投资50.70亿元，面临较大资金压力。其中代建项目计划总投资67.00亿元，已投资21.52亿元，公司存量工程项目投资额较大，工程建设业务持续性较好，未来工程建设收入有一定保障。

沙市农场北港还迁小区建设项目（以下简称“北港还迁小区项目”）为本期债券募投项目，该项目总投资为7.92亿元，计划建设期3年，项目于2012年12月开工，截至2019年

末累计已投资6.10亿元；荆州经济技术开发区创新创业园建设项目（以下简称“创新创业园项目”）为“16荆经开专项债”募投项目，该项目总投资为7.54亿元，计划建设期2年，截至2019年末累计已投资3.22亿元。值得注意的是，两期债券募投项目建设进度均不达预期，北港还迁小区原定收益来源为还迁房销售收入和相关物业的租赁收入，实际上已建成部分已由政府回购；创新创业园项目收益来源为租售结合，受建设进度较慢影响，未来收益的实现存在一定不确定性。

表6 截至2019年末公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	累计已投资
黄荆庙片区	159,056.82	32,652.03
三板桥还迁房	136,200.00	3,544.00
观音寺片区	83,212.08	13,496.37
沙市农场北港还迁小区项目*	79,200.00	61,030.21
西湖片区	76,300.00	11,549.86
荆州经济技术开发区创新创业园建设项目*	75,400.00	32,173.00
汉能项目	68,000.00	45,603.65
新东方大道（深圳大道）	42,000.00	27,818.65
渔龙桥还迁小区	32,000.00	22,841.66
岑河农场片区城中村改造项目	28,000.00	24,665.16
红光还迁房二期	20,000.00	20,529.80
上海大道项目	15,000.00	10,096.60
曙光路	10,200.00	2,386.73
合计	824,568.90	308,387.73

注：（1）沙市农场北港还迁小区建设项目为“13荆经开债”募投项目；荆州经济技术开发区创新创业园建设项目为“16荆经开专项债”募投项目。除上述两个募投项目外，其他项目均已签订委托代建协议；

（2）汉能项目、上海大道项目已投资额低于2018年末，系公司重新核算所致；渔龙桥还迁小区已投资额与2018年末一致，系该项目已完工尚未结算所致，已投资额低于总投资额，系人工及材料成本低于预期所致。

资料来源：公司提供

公司继续获得较大力度的外部支持

公司是开发区基础设施投融资建设的重要平台，为更好的服务荆州开发区经济建设，荆州经济技术开发区财政局继续给予公司较大支持。

财政补贴方面，根据荆开财发[2019]28号，2019年荆州经济技术开发区财政局向公司拨付工程建设方面的财政资金1.47亿元，其中0.38亿元为代建工程补助，计入其他收益科目；1.09亿元为补贴收入，计入营业外收入科目。2019年公司财政补贴合计占利润总额的101.85%，大幅提升了公司利润水平。

政策方面，荆州经济技术开发区财政局对公司确认的政府回购项目产生的收入、补贴

收入等认定为财政性资金，根据财税[2011]70号文财政部国家税务总局关于专项用途财政性资金有关企业所得税处理问题的通知精神，该部分财政性资金符合文件所列条件的，可以作为不征税收入。

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2018-2019年审计报告，财务报表均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围新增1家子公司，具体详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模快速增长，土地和开发成本占比较高，且应收款项规模较大，回收时间不确定，部分应收款项存在回收风险，资产流动性较弱

公司资产规模快速增长，截至2019年末公司总资产为142.20亿元，同比增长23.05%，主要系公司外部融资规模扩大所致。资产结构方面，流动资产占总资产的95.72%，较为稳定。

流动资产方面，截至2019年末，货币资金为27.50亿元，同比增长207.35%，主要系筹资活动现金净流入所致。截至2019年末，公司应收账款账面价值为6.15亿元，同比减少61.65%，主要系收到荆州经济技术开发区财政局基础设施项目款回款所致。2019年末应收账款主要为应收荆州经济技术开发区财政局的基础设施项目款6.08亿元，占比为98.73%。应收账款回收风险较小，但易受荆州开发区财政状况影响，回收时间不确定。其他应收款主要为公司与当地政府部门及国有企业的往来款，截至2019年末其他应收款为10.36亿元，同比增加54.40%，主要系应收湖北省国营沙市农场、荆州市国土资源局荆州开发区土地收储中心的往来款大幅增长所致。值得注意的是，公司应收民营企业湖北恒隆汽车系统集团有限公司的往来款6,500.00万元，账龄为2-3年，已计提了30.00%的坏账准备；应收外企法雷奥汽车空调湖北有限公司动力总成热系统分公司的往来款7,200.00万元，账龄为1-2年，已计提了7.40%的坏账准备，存在一定的回收风险。存货主要包括开发成本和土地，截至2019年末，公司存货为89.21亿元，同比增长16.76%，主要系滩桥片区城中村改造A区（黄场）、红光还迁小区等基础设施项目建设投入增加所致。截至2019年末，公司开发成本为

54.67亿元，同比增长36.64%，主要系公司委托代建尚未完工的基础设施和还迁房建设持续投入所致。截至2019年末，公司土地资产共46宗，账面价值合计34.98亿元，用途主要为工业用地、城镇住宅用地、商服用地等。其中已办证28宗（账面价值32.74亿元）、未办证4宗（账面价值1.43亿元）计入存货科目；已办证12宗（账面价值0.72亿元）、未办证2宗（账面价值0.09亿元）计入无形资产科目。用于抵押的土地共19宗，账面价值合计15.38亿元，抵押土地账面价值占土地总价值的43.97%。

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	275,042.58	19.34%	89,487.24	7.74%
应收账款	61,521.39	4.33%	160,436.90	13.88%
其他应收款（合计）	103,573.61	7.28%	67,080.11	5.80%
存货	892,092.58	62.74%	764,026.96	66.11%
流动资产合计	1,361,127.62	95.72%	1,104,985.17	95.62%
非流动资产合计	60,850.93	4.28%	50,631.08	4.38%
资产总计	1,421,978.55	100.00%	1,155,616.25	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

公司营业收入下滑，业务来源较单一，政府补贴是公司利润的重要补充

公司业务主要为工程项目建设，业务来源较为单一。2019年，公司实现营业收入4.63亿元，同比减少7.82%，主要系工程项目建设收入结算减少。考虑到公司在建项目较多，未来工程项目建设业务收入持续性较好。毛利率方面，2019年公司综合毛利率9.72%，较上年保持稳定。

2019年公司确认资产减值损失2,728.92万元，同比增长90.65%，主要系该年度公司应收民营企业湖北恒隆汽车系统集团有限公司的往来款账龄变长，计提更多的坏账准备所致。2019年公司获得荆州经济技术开发区财政局拨付的财政资金1.47亿元，为利润总额的101.85%，大幅提升了公司利润水平。

此外，荆州经济技术开发区财政局对公司确认的政府回购项目产生的收入、补贴收入等认定为财政性资金，根据财税〔2011〕70号文，公司回购项目产生的收入、补贴收入可以作为不征税收入，该政策为公司节省了较多税费支出。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	46,281.46	50,206.20
资产减值损失	2,728.92	1,431.37
营业利润	3,317.63	5,298.45
其他收益	3,800.00	5,130.00
营业外收入	11,166.20	10,062.85
利润总额	14,474.54	15,292.25
综合毛利率	9.72%	9.80%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现不佳，工程项目资金需求量大，面临较大的筹资压力

2019年公司收现比为2.65，收现情况明显好转，销售回款12.24亿元，同比大幅增长。2019年经营活动现金流由负转正，主要系上年公司购买土地致使购买商品、接受劳务支付的现金基数较高，而本年未购买土地现金流出减少所致。2019年，公司经营活动产生的现金流净额为728.52万元，金额较小，经营活动现金流整体表现不佳。

2019年，公司投资活动现金流规模仍较小。筹资方面，2019年为维持经营活动公司加大对银行的借款规模，同时发行“19荆州开发PPN001”进行融资，受此影响筹资活动产生的现金流净额为18.98亿元。截至2019年末公司主要在建工程项目尚需投入50.70亿元，未来仍面临较大的筹资压力。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	2.65	0.87
销售商品、提供劳务收到的现金	122,440.77	43,722.47
收到的其他与经营活动有关的现金	15,319.76	35,287.20
经营活动现金流入小计	137,760.53	79,009.68
购买商品、接受劳务支付的现金	135,387.19	348,563.64
支付的其他与经营活动有关的现金	620.97	864.81
经营活动现金流出小计	137,032.01	350,456.19
经营活动产生的现金流量净额	728.52	-271,446.51
投资活动产生的现金流量净额	-5,010.59	-7,656.10
筹资活动产生的现金流量净额	189,837.41	248,977.52
现金及现金等价物净增加额	185,555.34	-30,125.09

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

公司有息债务规模增长，偿债压力较大

受经营积累的影响，截至2019年末公司所有者权益为56.03亿元，同比增长2.65%。受银行借款增加和发行债券的影响，公司负债规模持续快速增长，截至2019年末为86.17亿元，同比增长41.32%。综上影响，2019年末产权比率为153.79%，较上年增加42.08个百分点，净资产对负债的保障程度下降。

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	861,680.22	609,756.00
所有者权益	560,298.33	545,860.24
产权比率	153.79%	111.71%

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，其他应付款主要为借款和往来款，截至2019年末为7.75亿元，同比增长17.41%，主要系与湖北省国营沙市农场往来款增加所致。其中，其中应付新疆生产建设兵团建设工程（集团）有限责任公司的借款2.32亿元为有息债务，利率为5.20%。截至2019年末，公司一年内到期的非流动负债为2.46亿元，主要为一年内到期的银行借款和债券。

非流动负债方面，为满足公司工程建设所需资金，截至2019年末公司长期借款同比增长85.56%至41.92亿元。截至2019年末，公司应付债券为21.20亿元，同比增长2.72%，主要系公司于2019年发行“19荆州开发PPN001”所致。截至2019年末，公司长期应付款2.95亿元，主要为财政专项资金，长期应付款同比减少28.65%。截至2019年末，公司其他非流动负债为8.50亿元，同比增长157.12%，主要系新增项目融资借款所致，该借款用于荆州开发区建设项目，借款期限2年，借款年利率5.20%。

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
其他应付款（合计）	77,522.11	9.00%	66,028.67	10.83%
一年内到期的非流动负债	24,565.00	2.85%	20,670.00	3.39%
流动负债合计	116,005.93	13.46%	103,172.21	16.92%
长期借款	419,170.23	48.65%	225,897.00	37.05%
应付债券	211,958.32	24.60%	206,340.56	33.84%
长期应付款	29,466.12	3.42%	41,296.24	6.77%
其他非流动负债	84,979.62	9.86%	33,050.00	5.42%
非流动负债合计	745,674.29	86.54%	506,583.80	83.08%
负债合计	861,680.22	100.00%	609,756.00	100.00%

其中：有息债务	764,255.17	88.69%	515,004.56	84.46%
---------	------------	--------	------------	--------

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务包括短期借款、其他应付款中有息部分、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款中有息部分和其他非流动负债。截至2019年末，公司有息债务为76.43亿元，同比增长48.40%，占负债总额的88.69%，公司面临较大偿债压力。从公司债务结构来看，公司有息债务以长期债务为主，截至2019年末短期有息债务为4.78亿元，短期债务占比较低，仅为6.26%。

从偿债能力来看，受负债规模增速高于所有者权益增速的影响，2019年资产负债率增加至60.60%。受益于外部融资带来的长期债务资金流入，2019年现金短期债务比大幅增加至5.79，现金对短期债务的覆盖能力增强。受利息费用增加和EBITDA减少的影响，2019年EBITDA利息保障倍数下降至0.37。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	60.60%	52.76%
现金短期债务比	5.79	3.79
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.52
有息债务/EBITDA	47.17	30.88

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

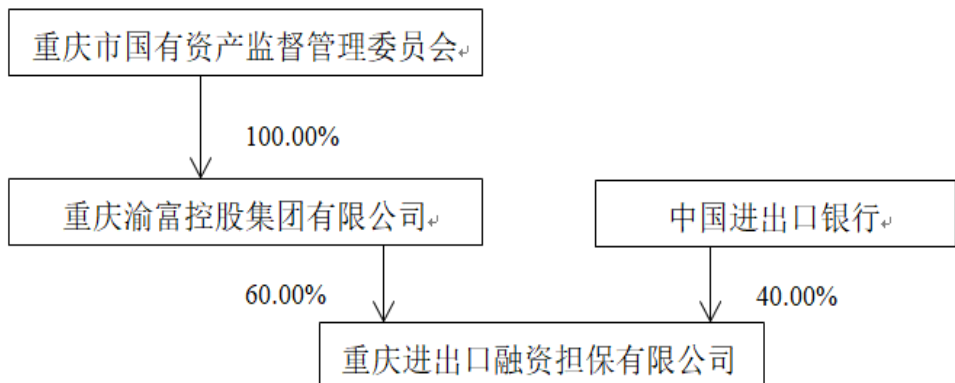
六、债券偿还保障分析

重庆进出口提供的全额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

重庆进出口向债券持有人出具了担保函，重庆进出口在该担保函中承诺，对本期债券的到期兑付本息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

重庆进出口由重庆渝富资产管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，原始注册资本10亿元；2018年9月4日，完成了第一大股东由重庆渝富资产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”）的工商登记；历经多次增资，截至2019年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，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2所示。

图 2 截至 2019 年末重庆进出口股权结构图



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口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。2017-2019 年重庆进出口分别实现营业收入 53,323.91 万元、45,379.63 万元和 56,106.89 万元，营业收入规模有所波动。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表 13 2017-2019 年重庆进出口营业总收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%	33,714.78	63.23%
手续费及佣金收入	570.67	1.02%	287.23	0.63%	41.75	0.08%
利息收入	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%	7,065.40	13.25%
投资收益	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%	11,385.96	21.35%
其他业务收入	103.94	0.19%	632.84	1.39%	1,038.01	1.95%
资产处置收益	42.36	0.08%	0.00	0.00%	-0.99	0.00%
其他收益	97.23	0.17%	172.90	0.38%	79.00	0.15%
营业总收入	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%	53,323.91	100.00%

资料来源：重庆进出口提供，中证鹏元整理

截至 2019 年末，重庆进出口资产总额为 617,204.16 万元，所有者权益合计为 367,240.15 万元；2019 年度，重庆进出口实现营业总收入 56,106.89 万元，利润总额 20,605.37 万元。

表 14 重庆进出口主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	617,204.16	565,248.25	528,612.20
所有者权益合计	367,240.15	354,313.87	343,502.25
现金类资产	258,499.72	62,247.52	120,799.91
营业总收入	56,106.89	45,379.63	53,323.91

已赚担保费	34,703.19	27,181.82	33,714.78
利息收入	12,168.50	8,604.58	7,065.40
投资收益	8,421.00	8,500.25	11,385.96
利润总额	20,605.37	17,527.99	16,154.75
净资产收益率	4.83%	4.39%	3.87%
融资担保责任余额	-	2,822,038	2,550,733
当期担保发生额	-	714,384	813,023
准备金覆盖率	-	5.41%	5.32%
融资担保放大倍数	-	7.96	7.43
当期担保代偿率	-	2.14%	3.00%

注：2017年和2018年数据根据《融资担保公司监督管理条例》及配套制度计算；“-”表示该数据未获得。
 资料来源：重庆进出口2017-2019年审计报告、重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保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

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年7月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清不良类账户；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。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司存在一笔对外担保，担保对象为国有企业，金额为2.66亿元，占公司2019年净资产的4.75%，公司对外担保规模不大，该笔担保未采取反担保措施。

表15 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	担保方式	是否有反担保
荆州市常青树建设投资开发有限公司	26,600.00	2018/1/22-2038/1/23	抵押担保	无

资料来源：公司2019年审计报告

八、评级结论

公司承担荆州开发区基础设施建设任务，业务持续性较好；在财政补贴和税收优惠方面获得较大力度的外部支持；此外，第三方担保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应收款项及存货规模较大，其中应收款项回收时间不确定，对公司资金占用较大；存货主要为土地和开发成本，土地资产中已抵押部分占比较高，开发成本主要为尚未完工的基础设施建设项目，资产流动性较弱；公司经营活动现金流表现不佳，面临较大资金压力；有息债务规模增长，偿债压力较大等风险因素。

基于以上情况，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	275,042.58	89,487.24	125,362.33
存货	892,092.58	764,026.96	422,220.43
资产总计	1,421,978.55	1,155,616.25	804,268.36
短期借款	0.00	3,000.00	3,000.00
一年内到期的非流动负债	24,565.00	20,670.00	29,950.00
长期借款	419,170.23	225,897.00	165,730.00
应付债券	211,958.32	206,340.56	150,442.50
负债合计	861,680.22	609,756.00	444,544.67
有息债务	764,255.17	515,004.56	380,422.50
所有者权益合计	560,298.33	545,860.24	359,723.69
营业收入	46,281.46	50,206.20	63,856.64
营业利润	3,317.63	5,298.45	2,534.61
净利润	14,438.09	15,194.70	14,092.40
经营活动产生的现金流量净额	728.52	-271,446.51	-150,708.58
投资活动产生的现金流量净额	-5,010.59	-7,656.10	42,515.62
筹资活动产生的现金流量净额	189,837.41	248,977.52	155,964.68
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	9.72%	9.80%	8.59%
收现比	2.65	0.87	0.02
产权比率	153.79%	111.71%	123.58%
资产负债率	60.60%	52.76%	55.27%
现金短期债务比	5.79	3.79	3.82
EBITDA（万元）	16,202.38	16,676.07	15,666.47
EBITDA 利息保障倍数	0.37	0.52	0.83
有息债务/EBITDA	47.17	30.88	24.28

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
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
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+其他非流动负债+其他应付款的有息部分+长期应付款的有息部分

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。