



# 2015年咸宁市荣盛投资发展有限公司 公司债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人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：



# 2015年咸宁市荣盛投资发展有限公司<sup>1</sup>公司债券 2021年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA+	AA+
评级日期	2021-6-21	2020-8-24

## 债券概况

**债券简称:** 15 咸宁荣盛债/PR 咸荣投

**债券剩余规模:** 2.80 亿元

**债券到期日期:** 2022-2-10

**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%

**增信方式:** 土地使用权抵押

## 联系方式

**项目负责人:** 邹火雄  
zouhx@cspengyuan.com

**项目组成员:** 李世伶  
lishl@cspengyuan.com

**联系电话:** 0755-82872897

## 评级观点

- 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 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司综合投资建设和土地整理业务持续性较好，继续得到了较大的外部支持，并且土地抵押依然有效地提升了本期债券的信用水平；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。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	278.02	271.13	241.43	232.31
所有者权益	130.26	130.20	129.90	125.46
总债务	132.94	119.82	93.20	90.73
资产负债率	53.15%	51.98%	46.20%	46.00%
现金短期债务比	1.19	0.99	0.87	1.13
营业收入	2.58	11.52	10.36	8.66
其他收益	0.19	2.54	2.01	1.75
利润总额	0.06	3.03	3.14	3.16
销售毛利率	1.68%	10.84%	14.17%	20.69%
EBITDA	-	3.45	3.34	3.25
EBITDA 利息保障倍数	-	0.52	0.68	0.70
经营活动现金流净额	-4.41	2.83	6.70	-4.68
收现比	0.15	1.08	1.27	0.68

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告以及未经审计 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 公司于 2016 年 2 月由“咸宁市荣盛投资发展有限公司”更名为“咸宁高新投资集团有限公司”。

## 优势

- **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，截至 2020 年末主要在建基础设施代建项目和在整理土地规模较大，综合投资建设和土地整理业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2020 年公司确认政府补助 2.54 亿元，有效提升了盈利水平。
- **土地抵押仍然有效地提升了本期债券的信用水平。**截至 2020 年末，公司为本期债券提供抵押担保的国有土地使用权评估价值对本期债券剩余本金的覆盖倍数较大，有效地提升了本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**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。
- **公司在建项目存在较大的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建工程项目和在整理土地尚需投资规模较大，存在较大的资金压力。
- **公司总债务规模持续增长，偿债压力较大。**2021 年 3 月末公司总债务规模较大且持续增长，考虑到近年公司 EBITDA 利息保障倍数持续低于 1，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 2020 年末，公司对外担保金额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。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年2月发行14亿元公司债券，募集资金原计划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2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为236.19元。

## 三、发行主体概况

2020年公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2021年3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%。2020年公司将子公司湖北永盛融资租赁有限公司无偿转让给咸宁金融投资集团有限公司，截至2020年末公司合并范围子公司共14家，明细见附录四。

**表1 跟踪期内不再纳入合并范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
湖北永盛融资租赁有限公司	100%	17,000.00	融资租赁	无偿划转

资料来源：公司2020年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

#### 2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产

投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

**2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松**

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据

等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

## 区域经济环境

**2020年咸宁市经济发展受疫情影响较大，工业生产及固定资产投资均出现明显下滑，随着疫情逐渐得到有效防控，区域经济呈恢复性增长态势**

2020年由于疫情影响，咸宁市经济发展受到较大冲击，当期地区生产总值下降4.9%。三次产业结构由上年的12.5:44.2:43.3调整为14.3:41.2:44.5，第二产业占比有所下降。2020年咸宁市人均地区生产总值仍处于偏低水平，为全国人均生产总值的68.94%。

工业方面，2020年咸宁市工业增加值同比下降8.1%，在规模以上工业增加值比重较大的行业中，非金属矿物制品业比上年下降11.4%，酒、饮料和精制茶制造业下降12.7%，纺织业下降23.1%。固定资产投资方面，2020年咸宁市固定资产投资比上年下降21.7%，一、二、三次产业投资分别下降25.1%、23.6%和19.6%，工业投资意愿大幅下降。分类别看，基础设施投资和制造业投资分别下降32.2%和22.0%，房地产开发投资则逆势增长27.4%，商品房施工面积1,389.53万平方米，比上年增长0.4%。

2020年咸宁市消费需求动力减弱，社会消费品零售总额较上年大幅下降，其中批发零售业下降14.0%，住宿餐饮业下降17.6%。2020年末咸宁市存贷款余额均有所增加，为区域经济提供了较好的金融环境。

**表2 咸宁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,524.67	-4.9%	1,594.98	8.1%
第一产业增加值	217.49	0.00%	200.00	3.3%
第二产业增加值	628.72	-8.3%	704.90	8.9%
第三产业增加值	678.45	-2.7%	690.08	8.8%
工业增加值	541.11	-8.1%	609.17	9.5%
固定资产投资	-	-21.7%	-	11.7%
社会消费品零售总额	604.04	-14.7%	623.10	12.0%
进出口总额	73.92	17.7%	62.78	70.9%
存款余额	1,797.12	-	1,594.70	-

贷款余额	1,288.80	-	1,107.48	-
人均 GDP (元)		49,947		62,650
人均 GDP/全国人均 GDP		68.94%		88.37%

注：（1）2020 年人均 GDP 采用 2020 年末户籍人口计算；

（2）标“-”表示统计公报未公报相关数据。

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

2020年咸宁市实现公共财政收入70.89亿元，同比下降25.1%，其中税收收入53.03亿元，下降20.5%，税收收入占一般公共预算收入的比重为74.8%；同期咸宁市公共财政支出为312.26亿元，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为22.70%，公共财政收入对支出的保障程度较低。

2021年以来，咸宁市经济呈现恢复性增长态势。2021年一季度咸宁地区生产总值为355.25亿元，同比增长58.3%。规模以上工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、一般公共预算收入较2020年同期分别增长106.7%、245.0%、53.4%、95.0%，主要经济指标均实现大幅增长。总体来看，咸宁市经济运行稳步复苏，疫情对于咸宁市的负面影响正在逐渐减弱。

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。根据科技部火炬中心通报的2020年度国家高新区评价结果，咸宁高新区综合排名第98名，排名较上年度明显提升。

2020年咸宁高新区规上工业总产值达192.28亿元，同比增长7.7%，规上工业增加值同比增长1.1%；固定资产投资完成114.48亿元，其中工业固定资产投资占比65.2%；新增规上企业22家，新增高新技术企业13家，完成高新技术产业增加值28.1亿元，占GDP总量的30%以上；全年新签约项目88个，投资总额134.5亿元，其中工业项目78个，占比88.6%；10亿元以上项目2个，项目到位资金总额86.5亿元；全年实现一般公财收入10.7亿元，其中税收占比94%。

## 五、经营与竞争

公司是咸宁市基础设施建设和地方政府投融资主体之一，仍主要负责咸宁高新技术产业园区内的基础设施建设、土地开发等业务。由于新增商品贸易业务，2020年公司实现营业收入11.52亿元，同比增长11.19%，其中综合投资建设收入占比70%以上，仍是公司主要的收入来源。从毛利率来看，由于新增商品贸易业务毛利率较低，2020年公司销售毛利率下降至10.84%。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。2021年1-3月，公司实现营业收入2.58亿元，但受综合投资建设毛利率下降等因素影响销售毛利率降至1.68%。

**表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
综合投资建设业务	21,385.48	5.77%	85,087.78	7.78%	93,247.20	7.81%
土地整理	0.00	-	4,484.70	100.00%	5,481.60	100.00%
商品贸易	4,067.38	1.82%	21,193.16	2.08%	0.00	-
其他	339.09	-257.83%	4,437.21	21.34%	4,880.30	39.11%
合计	<b>25,791.96</b>	<b>1.68%</b>	<b>115,202.85</b>	<b>10.84%</b>	<b>103,609.10</b>	<b>14.17%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

**2020年公司综合投资建设收入有所下降，随着在建项目推进，未来综合投资建设业务持续性较好，但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。

2020年公司实现综合投资建设收入8.51亿元，同比略有下降。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。2020年公司综合投资建设业务毛利率保持稳定。2021年一季度公司综合投资建设业务收入2.14亿元，由于新老项目税率变化导致毛利率下降为5.77%。

截至2020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72.19亿元，累计已投入金额为28.31亿元，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。根据湖北才汇投资咨询有限公司出具的现金流咨询报告，咸宁绿色双创产业（农业）示范园建设项目建成后在运营期内预计可实现收入合计10.83亿元。

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，因项目没有全部完工，考虑到安全生产的问题，厂房没有单独出租或出售，暂未实现收入。截至2020年末，公司主要在建项目尚需投入67.96亿元，存在较大的资金压力。

**表4 截至 2020 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	14.42	23.71	是

咸宁高新区“光谷南”产业生态示范新城	25.15	9.47	15.68	是
高新区一、二期基础设施升级改造	8.91	4.42	4.49	是
咸宁金融信息港建设项目（一期）金融中心建设工程	20.57	5.13	15.44	否
咸宁市高新区科技企业孵化器改扩建项目	7.30	6.21	1.09	否
咸宁绿色双创产业（农业）示范园建设项目	6.75	1.34	5.41	否
咸宁高新区智能制造产业园建设项目	3.74	1.60	2.14	否
<b>合计</b>	<b>110.55</b>	<b>42.59</b>	<b>67.96</b>	<b>-</b>

注：（1）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。

（2）咸宁高新区“光谷南”产业生态示范新城项目总投资前期提供有误，本次已更正。

资料来源：公司提供

### 公司土地整理业务持续性较好，但受政府规划及资金安排等影响，未来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。

2020年公司实现土地开发收入4,484.70万元，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	2020年	2019年
当年土地整理面积（亩）	638.27	2,370.79
当年土地整理宗数（宗）	7	27
公司确认土地开发收入（万元）	4,484.70	5,481.60

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在整理土地面积合计为548.51亩，总投资额合计为3.04亿元，已投资0.44亿元，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2020年末公司主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
高新区三期西园六路与西园十路交叉口北侧	8.85	105.00	15.12
咸宁高新区三期小榄五路与小榄二路交叉处西北侧	32.96	3,954.96	569.51
咸宁高新区三期小榄一路东侧	14.16	169.00	24.34
高新区三期西园八路与西园七路东侧交叉口东北侧	247.04	2,053.00	295.63
高新区三期武咸快速路与横二路交叉口东北侧	44.25	5,752.50	828.36
高新区二期横二路南侧	39.99	5,312.02	785.20

咸宁高新区锦龙路西侧、市技术监督局南侧	4.60	113.00	16.27
高新区二期横二路与107国道交叉口东南侧	12.31	103.00	14.83
咸宁高新区三期横二路与西园十一路交叉口东北侧	100.01	12,319.58	1774.02
咸宁高新区横四路与青龙路交汇处西北侧	23.37	303.00	43.63
咸宁高新区三期泉都大道与横二路交叉口东北侧	20.98	177.00	25.49
<b>合计</b>	<b>548.51</b>	<b>30,362.06</b>	<b>4,392.40</b>

资料来源：公司提供

### 2020年公司新增商品贸易业务，对公司收入形成补充，但毛利率较低，且存在贸易占款回收风险

2020年公司新增商品贸易业务，由子公司咸宁高新贸易有限公司负责。公司对有采购大宗物资需求的企业进行评审，选定一批符合要求的企业作为核心企业帮其代购大宗物资，同时给予核心企业一定时间的结算账期，公司商品购销差价实质上为核心企业占用公司贸易资金支付的资金占用费。公司商品贸易的品种主要包括汽车、石油、沥青、钢材等。2020年公司实现商品贸易收入2.12亿元，但毛利率较低。公司商品贸易客户主要为咸宁高新区内民营企业，相关贸易占款可能存在一定的回收风险。

**表7 2020年公司商品贸易前三大客户情况（单位：万元）**

客户名称	产品名称	销售收入	占比
合加新能源汽车有限公司	汽车	10,226.30	48.25%
湖北金远石油化工有限公司	石油、沥青	3,387.52	15.98%
烟台军星特种装备有限公司	军工箱	3,020.02	14.25%
<b>合计</b>		<b>16,633.84</b>	<b>78.49%</b>

资料来源：公司提供

### 2020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。2020年公司确认政府补助2.54亿元，进一步提升了公司的盈利水平。

2020年公司将子公司湖北永盛融资租赁有限公司无偿转让给咸宁金融投资集团有限公司，导致资本公积减少2.09亿元。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经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2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季报，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围减少1家子公司。

### 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

2020年末公司资产总额同比有所增长，仍以流动资产为主。流动资产方面，2020年公司加大债券融资力度，使得期末货币资金同比增长67.53%，其中0.32亿元使用受限，系承兑汇票保证金。

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39.70亿元，占应收账款总额比重为87.87%，部分账龄在3年以上，回收时间存在不确定性；应收账款中有23.75亿元质押受限。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9.83亿元，占其他应收款的68.73%。截至2020年末，公司应收款项合计59.23亿元，占总资产的21.84%，回收时间存在不确定性，占用公司较多资金。

公司存货主要由股东注入的土地、开发成本构成，2020年末上述科目账面价值分别为88.73亿元和54.73亿元。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，2020年公司通过招拍挂新增2宗土地资产1.43亿元。截至2020年末，公司存货中土地面积合计为728.87万平方米，账面价值合计为99.42亿元，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2020年末，公司存货中已抵押土地账面价值合计11.84亿元，主要用于“15咸宁荣盛债”以及银行贷款抵押。

非流动资产方面，在建工程主要是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。2020年公司购置咸宁高新区创业小区公租房等房产导致当年末固定资产账面价值同比大幅增长，期末有0.69亿元固定资产尚未办妥产权证书。2020年公司购置6.05亿元土地计入无形资产，截至2020年末公司无形资产中土地账面价值7.87亿元，均为出让地，性质以工业、住宅和商业为主。

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8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	36.53	13.14%	30.24	11.15%	18.05	7.48%
应收账款	47.31	17.02%	45.18	16.66%	41.15	17.04%
其他应收款	7.93	2.85%	14.05	5.18%	18.19	7.53%
存货	147.14	52.92%	144.23	53.20%	140.65	58.26%
<b>流动资产合计</b>	<b>240.97</b>	<b>86.67%</b>	<b>234.91</b>	<b>86.64%</b>	<b>220.12</b>	<b>91.17%</b>
在建工程	8.87	3.19%	8.26	3.05%	6.66	2.76%
固定资产	10.91	3.92%	10.99	4.05%	1.92	0.80%

无形资产	7.89	2.84%	7.87	2.90%	1.90	0.79%
<b>非流动资产合计</b>	<b>37.05</b>	<b>13.33%</b>	<b>36.22</b>	<b>13.36%</b>	<b>21.32</b>	<b>8.83%</b>
<b>资产总计</b>	<b>278.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>271.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>241.43</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

**2020年公司营业收入保持增长，综合投资建设和土地整理业务持续性较好，利润较依赖于政府补助**

由于新增商品贸易业务，2020年公司实现营业收入11.52亿元，同比增长11.19%。2020年公司收现比降至1.08，工程款项回款有所滞后。截至2020年末，公司主要代建项目预计总投资72.19亿元，累计已投入金额为28.31亿元；主要在整理土地548.51亩，总投资额为3.04亿元，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，由于新增商品贸易业务毛利率较低，2020年公司销售毛利率下降至10.84%。2020年公司获得政府补助2.54亿元，占同期利润总额比重为83.83%。2021年1-3月，公司实现营业收入2.58亿元，但受综合投资建设毛利率下降等因素影响销售毛利率降至1.68%。

**表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

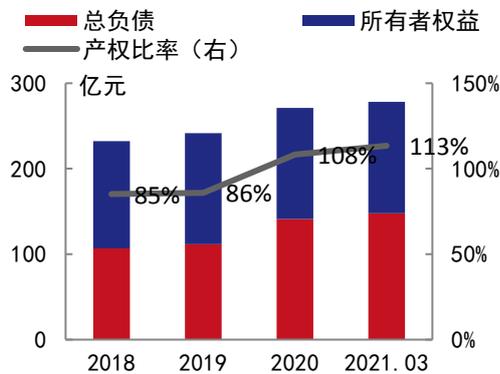
项目	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	2.58	11.52	10.36
收现比	0.15	1.08	1.27
营业利润	0.05	3.05	3.15
其他收益	0.19	2.54	2.01
利润总额	0.06	3.03	3.14
销售毛利率	1.68%	10.84%	14.17%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

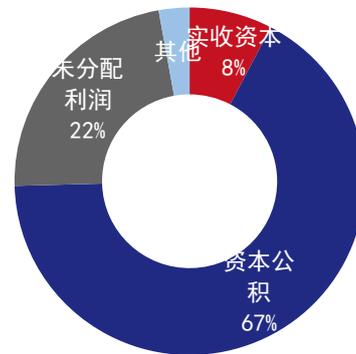
## 资本结构与偿债能力

**公司总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，公司总负债有所上涨，2021年3月末达到147.76亿元，较2019年末增长32.48%；2020年公司无偿划出子公司股权导致资本公积有所减少，但未分配利润积累稳步增加，使得所有者权益2021年3月末达到130.26亿元，较2019年末增长0.27%。2021年3月末公司产权比率升至113%，所有者权益对负债的保障程度有所减弱。

**图 1 公司资本结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，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“20咸宁高新CP001”、“19第1期债权融资计划”等。

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。应付债券包括“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。长期应付款为专项应付款、专项债券和应付融资租赁款，2021年3月末余额分别为5.38亿元、3.61亿元和2.25亿元，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3,800.00万元为有息债务。

**表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.79	0.53%	0.79	0.56%	0.00	0.00%
应付票据	0.52	0.35%	0.32	0.23%	0.33	0.30%
应交税费	7.24	4.90%	7.26	5.15%	6.93	6.22%
其他应付款	0.84	0.57%	6.89	4.89%	5.04	4.52%
一年内到期的非流动负债	18.50	12.52%	18.50	13.12%	13.99	12.55%
其他流动负债	10.80	7.31%	10.80	7.66%	6.36	5.70%
<b>流动负债合计</b>	<b>39.35</b>	<b>26.63%</b>	<b>45.42</b>	<b>32.23%</b>	<b>33.63</b>	<b>30.15%</b>
长期借款	39.43	26.68%	28.56	20.26%	26.23	23.52%
应付债券	56.68	38.36%	54.55	38.70%	42.00	37.65%
长期应付款	11.17	7.56%	11.28	8.00%	5.99	5.37%
<b>非流动负债合计</b>	<b>108.41</b>	<b>73.37%</b>	<b>95.51</b>	<b>67.77%</b>	<b>77.91</b>	<b>69.85%</b>
<b>负债合计</b>	<b>147.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>140.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>111.53</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年3月末公司总债务达到132.94亿元，较2019年末增长42.64%，占总负债的比重亦升至90%，公司总债务规模较大且持续增长，面临较大的偿债压力。从债务期限结构来看，2021年3月末公司短期债务占比为23%，债务以长期债务为主。

图3 公司债务占负债比重

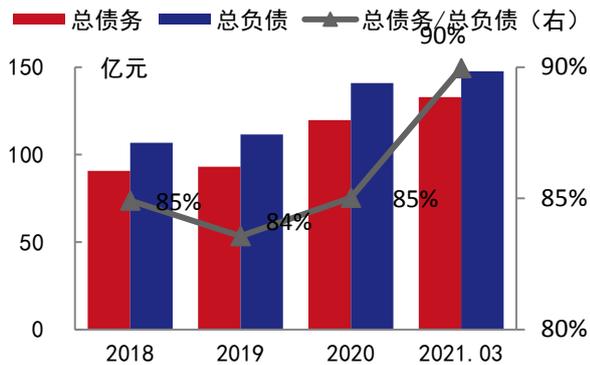
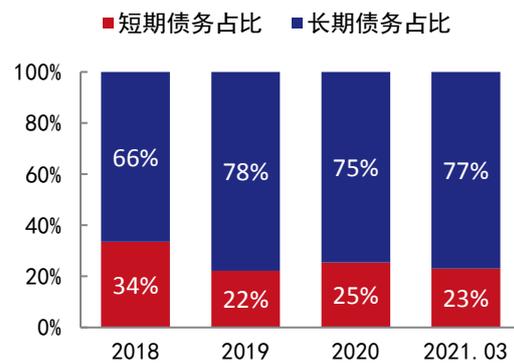


图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年3月末公司资产负债率有所上升，现金短期债务比由2019年的0.87升至1.19，货币资金对短期债务的保障能力较好。2020年公司EBITDA利息保障倍数降至0.52，对利息的保障能力弱。截至2020年末，公司获得银行授信合计171.12亿元，已使用59.69亿元，尚未使用111.43亿元，公司融资弹性较好。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
资产负债率	53.15%	51.98%	46.20%
现金短期债务比	1.19	0.99	0.87
EBITDA 利息保障倍数	-	0.52	0.68

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月8日），公司本部、子公司咸宁市荣盛置业有限责任公司、咸宁市职业教育投资发展有限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。

### 或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额为15.79亿元，占期末净资产的比重为12.12%，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12 截至 2020 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
湖北永盛融资租赁有限公司	2,000.00	2019/6/28-2022/6/28	否
<b>合计</b>	<b>157,879.00</b>	-	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、本期债券偿还保障分析

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。

2020年9月、10月公司解押了5宗土地，评估价值3.20亿元。截至2020年末，公司用于本期债券抵押土地资产面积合计962.59亩，评估价值合计为14.49亿元，抵押比率为5.18（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13所示。

**表13 截至 2020 年末用于本期债券抵押增信的土地明细（单位：亩、万元）**

序号	土地权证编号	土地位置	使用权类型	地类用途	面积	评估值	入账价值
1	咸国用（2016）第 005 号	永安东路与青龙路之间	出让	商住	131.93	20,387.83	13,421.84
2	咸国用（2016）第 006 号	工业大道与龟山交叉口西北侧	出让	商住	108.42	16,754.62	11,492.60

3	咸国用（2016）第 007 号	工业大道南侧，永安东路与龟山路之间	出让	商住	69.18	10,691.38	7,656.47
4	咸国用（2016）第 009 号	咸宁市产业园内（武咸通道东侧与横二路西侧）	出让	商住	97.64	15,088.28	11,391.07
5	咸国用（2015）第 026 号	高新区工业园内	出让	商住	45	7,109.66	1,947.29
6	咸国用（2015）第 027 号	工业大道北侧，龟山路与永安东路之间	出让	商住	68.3	10,336.49	2,818.14
7	鄂（2016）咸宁市不动产权第 00000010 号	工业大道与永安东路交叉东北侧	出让	商住	87.87	12,829.00	9,724.20
8	鄂（2016）咸宁市不动产权第 00000011 号	青龙路南侧贺胜路与金桂大道交叉口西北侧	出让	商住	120	17,520.00	12,560.01
9	鄂（2016）咸宁市不动产权第 00000012 号	青龙路南侧贺胜路与金桂大道交叉口西北侧	出让	商住	100	14,600.00	10,466.66
10	鄂（2016）咸宁市不动产权第 0000009 号	青龙路东侧与贺胜路西侧之间	出让	商住	134.25	19,600.00	16,965.69
<b>合计</b>					<b>962.59</b>	<b>144,917.26</b>	<b>98,443.97</b>

注：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

## 九、结论

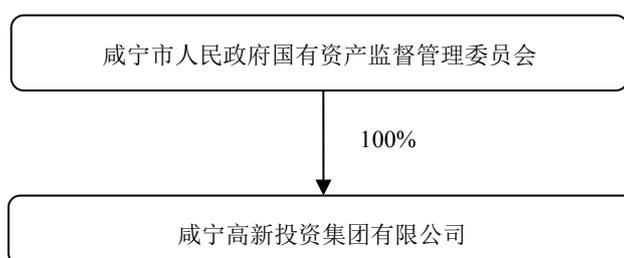
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据(单位: 亿元)	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	36.53	30.24	18.05	34.22
应收票据及应收账款	47.31	45.18	41.15	33.09
应收账款	47.31	45.18	41.15	33.09
存货	147.14	144.23	140.65	134.95
流动资产合计	240.97	234.91	220.12	217.13
非流动资产合计	37.05	36.22	21.32	15.18
资产总计	278.02	271.13	241.43	232.31
短期借款	0.79	0.79	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	18.50	18.50	13.99	14.07
流动负债合计	39.35	45.42	33.63	42.00
长期借款	39.43	28.56	26.23	26.42
应付债券	56.68	54.55	42.00	29.22
长期应付款	11.17	11.28	1.09	0.00
非流动负债合计	108.41	95.51	77.91	64.86
负债合计	147.76	140.93	111.53	106.85
总债务	132.94	119.82	93.20	90.73
所有者权益	130.26	130.20	129.90	125.46
营业收入	2.58	11.52	10.36	8.66
营业利润	0.05	3.05	3.15	3.16
其他收益	0.19	2.54	2.01	1.75
利润总额	0.06	3.03	3.14	3.16
经营活动产生的现金流量净额	-4.41	2.83	6.70	-4.68
投资活动产生的现金流量净额	-0.56	-13.02	-16.09	-1.56
筹资活动产生的现金流量净额	11.26	22.39	-2.12	14.37
<b>财务指标</b>	<b>2021年3月</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>	<b>2018年</b>
销售毛利率	1.68%	10.84%	14.17%	20.69%
收现比	0.15	1.08	1.27	0.68
资产负债率	53.15%	51.98%	46.20%	46.00%
现金短期债务比	1.19	0.99	0.87	1.13
EBITDA (亿元)	-	3.45	3.34	3.25
EBITDA 利息保障倍数	-	0.52	0.68	0.70

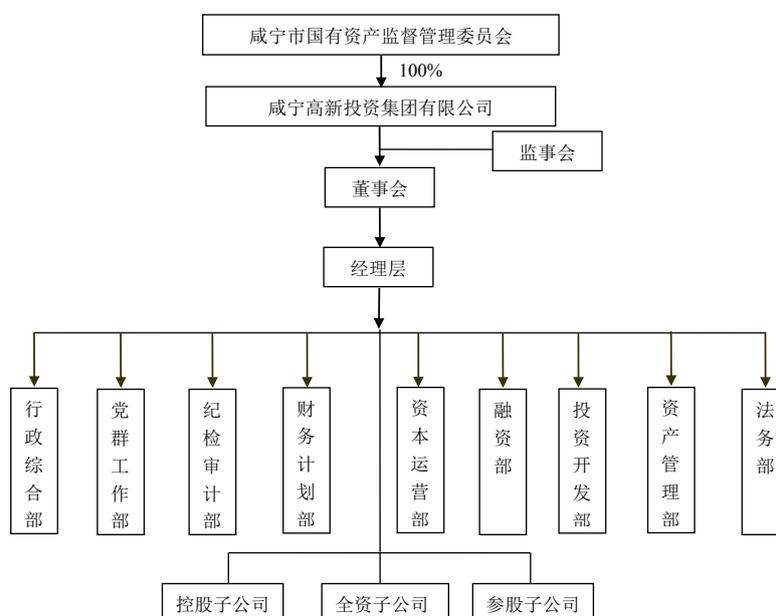
资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表, 中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
咸宁市荣盛置业有限责任公司	15,000.00	100.00%	资产管理、房地产开发	设立
咸宁景秀园林绿化工程有限公司	200.00	100.00%	绿化工程	设立
湖北桂冠投资控股有限公司	40,000.00	100.00%	投资管理	设立
咸宁市高新广告传媒有限公司	10,000.00	100.00%	广告传媒	设立
湖北桂冠资产管理有限公司	25,000.00	100.00%	项目投资与管理	设立
咸宁高新重资产投资有限公司	20,000.00	100.00%	资产收购、管理	设立
咸宁高新管廊投资管理有限公司	10,000.00	100.00%	综合管廊投资	设立
咸宁高新地下工程管理有限公司	500.00	100.00%	综合管廊投资	设立
咸宁高泰创业投资基金有限公司	250,000.00	100.00%	创业投资	设立
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%	园区开发经验	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

注：2019 年 8 月湖北桂冠投资控股有限公司更名为咸宁高新产城投资开发有限公司；2019 年 6 月湖北桂冠资产管理有限公司更名为咸宁高新资本运营有限公司。

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

## 附录六 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。