

# 湖北省联合发展投资集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）、2017 年公司债券（第一期） 和 2018 年可续期公司债券（第一期）（品种一）、 （第二期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：贺文俊 wjhe@ccxi.com.cn

项目组成员：吴 萍 pwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2021 年 06 月 22 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0902号

## 湖北省联合发展投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 联投 01”、“17 联投 01”、“18 联投 Y1”和“18 联投 Y3”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十二日

**评级观点：**中诚信国际维持湖北省联合发展投资集团有限公司（以下简称“联投集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 联投 01”、“17 联投 01”、“18 联投 Y1”和“18 联投 Y3”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司外部经营环境良好、公司仍保持重要的地位以及营业总收入逐年增长等因素对公司信用水平的支持。但中诚信国际也关注到新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠肺炎疫情”）对湖北省经济和政府财政收入短期冲击有待恢复、公司债务集中到期规模较高使得短期债务压力大以及资本支出压力较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

### 概况数据

联投集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,878.50	2,095.98	2,191.69	2,198.59
所有者权益合计（亿元）	589.00	635.96	610.54	622.73
总负债（亿元）	1,289.49	1,460.02	1,581.15	1,575.86
总债务（亿元）	983.73	1,130.76	1,243.52	1,267.44
营业总收入（亿元）	179.61	203.72	231.33	31.11
净利润（亿元）	12.42	5.51	3.83	-0.01
EBITDA（亿元）	68.79	62.03	66.35	-
经营活动净现金流（亿元）	75.54	-48.84	23.81	-31.77
资产负债率(%)	68.64	69.66	72.14	71.68
联投集团（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	789.13	944.75	1,001.51	996.70
所有者权益合计（亿元）	313.87	342.80	325.23	334.78
总负债（亿元）	475.27	601.96	676.28	661.92
总债务（亿元）	386.86	505.06	570.73	567.04
营业总收入（亿元）	0.07	0.23	0.14	0.00
净利润（亿元）	-5.77	-7.80	-14.20	-2.95
EBITDA（亿元）	-	-	-	-
经营活动净现金流（亿元）	-8.97	-85.93	-41.83	-6.38
资产负债率(%)	60.23	63.72	67.53	66.41

注：1、公司各期财务报表执行新会计准则，且均采用期末数；2、为准确计算公司债务，将 2018-2021 年 3 月末合并报表中其他流动负债中的带息债务计入短期债务；将长期应付款、其他非流动负债中的带息债务计入长期债务；3、公司 2021 年一季度财务报表未经审计，且未提供合并口径现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效；4、由于公司未提供母公司现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效。

### 正面

- **良好的外部经营环境。**2019 年，湖北省实现地区生产总值 45,828.31 亿元，同比增长 7.5%；2020 年受新冠肺炎疫情的影响，全省实现地区生产总值 43,443.46 亿元，同比下降 5.0%，但降幅比一季度收窄 34.2 个百分点。湖北省经济规模稳居全国第一方阵，武汉城市圈地区生产总值在湖北省占比较高，是湖北省经济发展的核心区域，公司面临的外部发展环境良好。
- **公司仍保持重要的地位。**公司是经湖北省委、省政府批准成立并服务于武汉城市圈“两型”社会综合配套改革试验区的大

### 同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
湖北省联合发展投资集团有限公司	2,191.69	610.54	72.14	231.33	3.83	23.81
湖北省长江产业投资集团有限公司	1,874.62	657.59	64.92	112.48	4.02	-24.55
湖北省文化旅游投资集团有限公司	600.28	193.14	67.83	136.44	4.34	4.30

资料来源：中诚信国际整理

型国有控股企业，在湖北省内仍具有重要的地位。而且，公司拥有高速公路、股权资产、土地等大量的优质资源，为债务偿还及未来发展提供有利条件。

- **营业总收入逐年增长。**2020 年，公司营业总收入上升至 231.33 亿元。公司业务涉及路桥工程建设、高速公路、房地产开发、科技园区开发、城市基础建设及土地代征、商业贸易、矿业、环保科技等，产业种类多样化，且各产业之间相互补充、资源共享，协同效应显著。

### 关注

- **新冠肺炎疫情对湖北省经济和政府财政收入短期冲击的恢复情况有待持续关注。**为扼制 2020 年初爆发的新冠肺炎疫情蔓延，湖北省各地市州相继采取“封城”和延迟复工等举措，短期内对湖北省经济和政府财政收入冲击较大，持续关注其后续恢复情况。
- **债务集中到期规模较高使得短期偿债压力大。**截至 2021 年 3 月末，公司总债务规模为 1,267.44 亿元，2021 年 4-12 月及 2022 年分别需要偿付的到期债务为 205.07 亿元和 401.51 亿元，公司债务集中到期的规模较高使得短期偿债压力大。
- **资本支出压力较大。**公司工程建设、房地产开发和城市综合开发等业务均属于重资产运营业务，未来面临较大的资本支出压力且回收周期较长。

### 评级展望

中诚信国际认为，湖北省联合发展投资集团有限公司信用水平在未来 12-18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
16 联投 01	AAA	AAA	2020/08/24	20.00	20.00	2016.07.14~2023.07.14	回售条款、票面利率选择权
17 联投 01	AAA	AAA	2020/08/24	20.00	20.00	2017.09.11~2022.09.11	回售条款、赎回条款、票面利率选择权、交叉违约
18 联投 Y1	AAA	AAA	2020/08/24	15.00	15.00	2018.11.22~3+N	利息递延条款、发行人续期选择权、有条件赎回条款、票面利率选择权；本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务
18 联投 Y3	AAA	AAA	2020/08/24	10.00	10.00	2018.12.07~3+N	利息递延条款、发行人续期选择权、有条件赎回条款、票面利率选择权；本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于发行人普通债务

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“16 联投 01”募集资金 20.00 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款；“17 联投 01”募集资金 20.00 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款；“18 联投 Y1”和“18 联投 Y3”分别募集资金 15.00 亿元和 10.00 亿元，扣除发行费用后拟用于偿还公司到期债务。截至目前，“16 联投 01”、“17 联投 01”、“18 联投 Y1”和“18 联投 Y3”均已按照募集用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对

地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**湖北省地处我国中部，是全国重要的交通枢纽地区，经济体量和财政实力位于全国中上游水平。新冠肺炎疫情的爆发使得湖北省经济和财政收入短期承压，但区域经济已逐步企稳，其后恢复情况有待持续关注**

湖北省位于我国中部地区，是全国重要的交通枢纽地区，拥有强大的工业基础，是国家提高中部区域经济增长战略规划的重要组成部分，也是国家推行资源节约型和环境友好型社会的试点省份，在全国经济建设中占有重要地位。截至 2020 年末，湖北省下辖 12 个地级市（其中一个副省级市）、1 个自治州和 4 个省直辖县级市。

图 1：湖北省行政区划图



资料来源：中诚信国际整理

2018~2019 年，湖北省地区生产总值分别为 39,366.55 亿元和 45,828.31 亿元，分别同比增长 7.8% 和 7.5%。2020 年受新冠肺炎疫情的影响，全省实现地区生产总值 43,443.46 亿元，同比下降 5.0%，但降幅比一季度收窄 34.2 个百分点。分产业看，2020 年全省第一产业增加值 4131.91 亿元，由一季度的下降 25.3% 转为与上年持平；第二产业增加值 17,023.90 亿元，下降 7.4%，降幅较一季度收窄 40.8 个百分点；第三产业增加值 22,287.65 亿元，下降 3.8%，降幅较一季度收窄 29.5 个百分点。

湖北省 2018~2020 年的一般公共预算收入分别为 3,307.03 亿元、3,388.40 亿元和 2,511.54 亿元，2020 年受新冠肺炎疫情影响同比下降 25.9%，降幅比一季度收窄 21.7 个百分点，税收占比近三年维持在 70% 左右。同期，财政平衡率分别为 45.57%、42.53% 和 29.76%，2020 年财政自给能力受疫情影响大幅下滑。2018~2020 年，湖北省实现政府性基金收入分别为 3,535.10 亿元、3,475.00 亿元和 3,229.28 亿元，随着土地市场行情变化有所波动。

表 1：2018~2020 年湖北省经济及财政概况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020
GDP	39,366.55	45,828.31	43,443.46
一般公共预算收入	3,307.03	3,388.40	2,511.54
其中：税收收入	2,463.46	2,531.00	1,923.45
政府性基金收入	3,535.10	3,474.91	3,229.28
一般公共预算支出	7,257.55	7,967.70	8,439.04
公共财政平衡率	45.57	42.53	29.76

资料来源：湖北省人民政府官网，中诚信国际整理

2019 年末，武汉发现新型冠状病毒肺炎患者，此后确诊规模不断增加，呈爆发式增长态势。为防止病毒的过度扩散，继 2020 年 1 月 23 日武汉市宣布“封城”后，诸多省市开启了一级应急响应，截至 2020 年 1 月 27 日，除神农架外，湖北省所有城市进入“封城”状态，并全面停工停产，直至 2020 年 3 月末，湖北省各行各业方才开始陆续复工复产，至 2020 年 4 月 8 日湖北省武汉市才解除“封城”。目前，新冠肺炎疫情已经得到有效控制，尽管湖北省经济和政府财政收入短期内承压，但是随着各行各业复工复产且运营效率稳步提升，区域经济逐步企

稳，其后恢复情况有待持续关注。

### 工程建设业务规模持续扩大，但应收工程款规模有所增长，回款情况值得关注

公司工程建设业务主要由子公司武汉东湖高新集团股份有限公司（以下简称“东湖高新”，600133.SH）的全资子公司湖北省路桥集团有限公司（以下简称“湖北路桥”）运营。湖北路桥是一家集高速公路建设、施工、管理、投资于一体的大中型企业集团，具有公路工程施工总承包特级资质和隧道、市政一级资质及各类公路养护资质的单位（根据《住房和城乡建设部办公厅关于建设工程企业资质延续有关事项的通知》，资质有效期已顺延至2021年12月31日），湖北路桥承建各等级公路、大型桥梁及施工技术接近的大型土木工程建设和投资项目。2018~2020年，在联投集团合并口径下，公司分别实现工程建设收入36.53亿元、44.77亿元和48.75亿元。

受益于湖北省城镇化进程的推进为市政交通设施建设带来的持续需求以及“乡村振兴促发展”工程带动乡村公路建设市场的快速发展，湖北路桥采用“建养一体化”模式承揽了较多省内公路项目，带动2019年以来新签合同额的大幅增长。截至2021

年3月末，湖北路桥在手未完工合同额为235.37亿元，项目储备较为充足，能够为未来经营业绩提供一定的支撑。

表2：2018~2020年及2021年1~3月湖北路桥施工合同金额（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
新签合同额	66.97	116.83	103.02	5.16
其中：				
湖北省内其他地区	62.08	104.14	45.38	5.16
湖北省外	4.89	12.69	57.64	0.00
新签合同额个数	53	51	48	9
当期完成金额	79.01	69.51	93.47	11.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年3月末，湖北路桥在建项目投资金额为197.82亿元，已投资140.05亿元，尚需投资57.77亿元。湖北路桥工程承包业务以完工百分比法确认收入，业主方主要为湖北省交通投资集团有限公司等国有企业。近年来由于业主方资金较为紧张，工程款支付比例普遍呈下降态势，同时部分工程项目采用费率招标方式实施，往往在结算时需要重新计算工程量且耗时较长。受上述因素影响，湖北路桥应收工程款规模有所增长且账期较长，中诚信国际将对其回款情况保持关注。

表3：截至2021年3月末湖北路桥主要在建项目情况（亿元）

项目	总投资金额	已投资金额	已回款金额	开工日期	预计完工日期
武汉长江大桥 WX-1 标	22.03	20.54	20.16	2016	2021
鄂咸高速总承包	59.65	58.45	53.89	2016	2021
棋盘洲长江大桥 QPZ-2 标项目	12.66	12.66	12.03	2016	2021
长江公路——白洋	8.75	13.36	11.61	2016	2021
S38 线王夏高速 WXSG-7 标	3.87	3.53	3.28	2016	2021
十浙高速	9.05	2.79	1.59	2017	2021
湖北宜鹤高速公路 XHTJ-1 合同段	9.12	11.22	9.62	2016	2021
麻城至安康高速公路麻城东段	10.27	7.22	4.70	2016	2021
枝江市县乡等级公路改造工程项目	3.34	2.48	0.74	2019	2021
红莲湖大数据云计算产业园 EPC 总承包项目	12.06	0.03	0.005	2020	2022
国道 227 线麦日（甘凉界）至巴亨垭口段公路	7.08	0.00	0.00	2020	2023
郧西县交通建设 PPP 项目	37.00	4.96	-	2018	2022
枝江市交通基础设施灾后重建 PPP 项目	2.94	2.81	-	2017	2021
<b>合计</b>	<b>197.82</b>	<b>140.05</b>	<b>117.63</b>	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理



## 房地产业务收入规模较大，但该业务易受宏观政策调控影响而存在一定的不确定性

公司的房地产业务由子公司武汉联投置业有限公司（以下简称“联投置业”）负责运营，联投置业具备房地产开发二级资质。项目实施方面，公司房地产项目分为自建和合作两种模式。自建模式即为联投置业通过设立项目子公司，由项目子公司负责项目融资、建设和营运等，项目完成销售后收入计入房地产业务收入。合资模式下，由联投置业以土地出资方式与碧桂园、万科等房地产开发公司共同组建项目公司，项目公司由碧桂园、万科等房地产开发公司控股经营，项目公司负责项目融资、建设和营运等，联投置业不参与日常经营管理，仅按

照股权占比收取投资收益。

**表 4：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司自建开发房地产项目经营总体情况（万平方米、亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
投资金额	12.44	54.25	25.45	0.00
新开工面积	78.70	49.37	17.50	10.00
竣工面积	16.41	75.92	84.16	0.00
签约销售面积	75.75	62.86	33.48	4.86
签约销售额	74.29	73.40	50.88	8.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司已建成的房地产项目主要是联投龙湾一期、二期等自建项目，以及花山万科、碧桂园生态城等合作项目；重点在建项目包括联投中心 4 期、花山郡大二期和瑞园二期等自建项目。

**表 5：截至 2021 年 3 月末公司重点在建的房地产开发项目**

项目名称	联投中心 4 期	花山郡大二期	瑞园二期	安屿那一期
经营类型	自建	自建	自建	自建
占地面积 (M <sup>2</sup> )	52,794	855,297	73,281	91,351
总建筑面积 (M <sup>2</sup> )	220,346	535,100	281,194	142,686
建筑类别	住宅、商业	住宅	高层、洋房	高层
开工时间	2017 年 1 月	2013 年 3 月	2019 年 1 月	2021 年 3 月
计划竣工时间	2021 年 8 月	2021 年 6 月	2021 年 12 月	2022 年 12 月
拟定总投资额 (亿元)	44.47	19.65	13.59	8.86
已投资额 (亿元)	40.05	18.30	3.34	0.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，截至 2021 年 3 月末，联投置业已开盘联投龙湾、联投广场、花山郡、汉口郡等多个项目。联投置业还将根据市场及资金情况推动其他在建项目开盘入市。2018~2020 年，公司分别实现房地产业务收入 44.96 亿元、44.82 亿元和 46.84 亿元，整体规模较大。但在当前持续趋严的政策调控下，房地产市场未来仍存在一定的不确定性。中诚信国际将持续关注公司房地产业务收入情况及其对公司经营业绩的影响。

## 化工产品业务收入呈波动上升趋势，但盈利能力较差，利润贡献有限；商品销售业务收入有所下滑但盈利空间加大

公司化工产品业务主要由子公司湖北省黄麦岭磷化工有限责任公司（以下简称“黄麦岭化工”）

运营。2014 年，中国信达资产管理股份有限公司以 5.36 亿元的协议价格将所持黄麦岭化工 77.79% 的股权受让至联投集团。2017 年，为拓展销售渠道，黄麦岭化工新设立子公司北京黄麦岭众和农业科技有限公司。

黄麦岭化工拥有磷矿 9,000 万吨、铁矿（赤铁矿型）1,481.22 万吨；硫铁矿 8,225.98 万吨；石膏矿 4,797.06 万吨；具有硫铁矿（铁矿）125 万吨/年、选矿 80 万吨/年的开采能力，其硫酸、磷酸、合成氨、磷酸二铵、复合肥和磷酸一铵等年生产能力分别为 47 万吨、15 万吨、8 万吨、30 万吨、30 万吨和 10 万吨。2018~2020 年，黄麦岭化工销售各类磷化产品合计分别为 48.46 万吨、51.29 万吨和 51.43 万吨，分别实现销售收入 24.33 亿元、27.25 亿元和 26.94 亿元，净利润分别为 -0.62 亿元、-0.83 亿元和

-0.67 亿元。近年来黄麦岭化工销售业务持续亏损，主要系磷肥行业产能严重过剩，市场需求低迷，销售价格大幅下降，加之环保约束日益加大，成本上涨带来的压力无法向下游传导，公司利润收窄。

子公司湖北联投矿业有限公司（以下简称“联投矿业”）主要从事矿产资源的投资、勘查、开采、销售及资产管理等业务，目前已完成位于湖北省保康县的“湖北省宜昌磷矿北部整装勘查竹园沟-下坪勘查区普查项目”，工作面积为 14.41 平方公里。2018 年 12 月，联投矿业收购湖北神农磷业科技股份有限公司（以下简称“神农磷业”），神农磷业主要从事磷产品和硅产品相关的生产与加工，进一步丰富了公司化工产品的收入来源，2019~2020 年及 2021 年 1~3 月，神农磷业贡献营业收入分别为 3.77 亿元、4.33 亿元和 0.89 亿元。

公司商品销售业务由湖北通世达交通开发有限公司（以下简称“通世达公司”）负责运营，主要销售商品为钢材、水泥及沥青等建筑材料。通世达公司经营模式分为两种，一种为直供模式，由下游沥青油站提出需求，通世达公司向中游中石化、中石油、中海油等企业采购沥青，下游自赴上游提货，由通世达公司垫付采购资金，下游在收货后 3~4 月内付清货款，垫资期间利息由下游支付；另一种为自存自销模式，即通世达公司预付款自购沥青，储存销售。2018~2020 年，公司商品销售业务收入分别为 13.47 亿元、15.32 亿元和 5.24 亿元，毛利率分别为-2.16%、3.43%和 28.07%，2020 年商品销售业务收入较 2019 年大幅下滑但毛利率明显上升，主要系受新冠肺炎疫情影响，当期大宗物资的销售额有所下降，但公司加大集中采购力度，且沥青等毛利较大的商品销量占比增加所致。

**随着在建项目进入尾声，未来高速公路运营业务有望成为公司收入和利润的增长点；需关注新冠肺炎疫情对公司通行费收入短期冲击较大**

公司通行费收入来自于高速公路运营业务，该业务由子公司湖北联合交通投资开发有限公司（以下简称“联交投公司”）<sup>1</sup>负责运营。联交投公司运营的高速公路主要是武汉市通往周边地市的高速公路。截至 2021 年 3 月末，纳入公司合并范围内的高速公路资产包括武汉市沌口至水洪口高速公路（以下简称“汉洪高速”）、武汉至英山高速公路（谏周段）（以下简称“汉英高速”）、武汉市青菱至郑店高速公路（以下简称“青郑高速”）、武汉绕城高速公路东北段（以下简称“绕城高速”）、武汉市和平至左岭高速公路（以下简称“和左高速”）、黄冈至鄂州高速公路（以下简称“黄鄂高速”），高速公路运营里程合计 243.23 公里，均已经陆续通车运营。

通行费收入方面，2018~2020 年，通行费收入分别为 16.93 亿元、14.87 亿元和 10.11 亿元，呈逐年下降趋势。2019 年较 2018 年略有下降，主要系绕城高速于 2018 年将其在省财政厅留存未返还的 2.69 亿元确认为收入，且和左高速 2019 年车流量受严格治理大型超限超载货车政策等因素影响而下降所致。2020 年通行费收入较 2019 年下滑明显，主要系受新冠肺炎疫情影响，自 2020 年 2 月 17 日零时起全国收费公路免收车辆通行费，并于 2020 年 5 月 6 日零时起经依法批准的收费公路恢复收费（含收费桥梁和隧道）所致。

此外，2020 年 12 月 28 日，公司、湖北汉洪高速公路有限责任公司与武汉经济技术开发区（汉南区政府）签订协议，汉洪高速公路小军山收费站至汉南收费站之间仍实行“点对点”免费通行，由武汉经济技术开发区（汉南区政府）以购买服务方式对该通行服务予以现金据实结算支付，其中针对 2009 年 9 月至 2019 年 12 月间的免收通行费，在武汉经济技术开发区（汉南区政府）2010 年已支付补偿款 1.04 亿元的基础上，再支付免费通行补偿尾款 4.68 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司已收到补偿款 2.80 亿元，余下补偿尾款 1.88 亿元将于 2022 年 3 月 31 日前到位。

<sup>1</sup> 2020 年 12 月，山东高速集团有限公司以现金及股权的形式对联交投公司进行增资，导致公司持股比例由 100.00%变更为 51.00%。

**表 6：截至 2021 年 3 月末公司在运营高速公路情况**

运营路段名称	所占权益 (%)	总投资 (亿元)	高速公路性质	长度 (公里)	通行费收入 (亿元)			
					2018	2019	2020	2021.1-3
汉洪高速	100	30.65	经营性	49.00	0.76	0.77	0.32	0.22
汉英高速	100	19.75	经营性	27.37	0.98	0.90	0.58	0.15
青郑高速	95	9.16	经营性	15.57	0.53	0.59	0.38	0.10
绕城高速	100	57.74	政府收费还贷	102.17	11.42	9.33	6.40	1.51
和左高速	100	22.31	政府收费还贷	19.90	1.91	1.78	1.32	0.32
黄鄂高速	100	32.14	经营性	29.22	1.33	1.50	1.11	0.28
<b>合计</b>	-	<b>171.75</b>	-	<b>243.23</b>	<b>16.93</b>	<b>14.87</b>	<b>10.11</b>	<b>2.58</b>

注：高速公路试运营期间的通行费收入不确认营业收入，公司与联交投公司统计口径略有差异，故该板块的收入情况与公司报表的通行费收入情况存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建的高速公路项目主要是武汉硃口至孝感高速公路（以下简称“硃孝高速”）和汉鄂高速公路至黄咸高速公路双溪桥镇（以下简称“鄂咸高速”），项目总投资额合计 134.34 亿元，已完成投资 130.03 亿元。总体来看，公司高速公路在建项目进入尾声，随着在建高速公路在未来竣工通行，高速公路通行费收入有望成为公司收入和利润的重要增长点之一。

**表 7：截至 2021 年 3 月末公司在建高速公路项目情况**

项目	里程 (公里)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	收费期限
硃孝高速	34.51	50.64	46.33	30 年
鄂咸高速	63.29	83.70	83.70	预计 30 年
<b>合计</b>	<b>97.80</b>	<b>134.34</b>	<b>130.03</b>	-

注：鄂咸高速为联交投公司承接公司的代建项目，另根据鄂交发【2019】253 号文，结合部分路段技术标准变化及实际建设情况，湖北省交通运输厅关于鄂咸高速初步设计批复的总投资额为 83.70 亿元

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 受建设及交房进度影响，2020 年公司科技园业务收入持续下滑，但充足的项目储备为业务的持续开展提供支撑

公司科技园建设运营业务由子公司东湖高新负责运营。公司科技园区板块主要从事科技园区的投资、建设、销售、租赁和维护工作，并为产业客

户提供专业化服务，商业模式较为成熟，其中园区物业销售为最主要的收入来源。受物业交付进度影响，2019 年以来，公司以销售物业为主的科技园业务收入下降较多。截至 2021 年 3 月末，公司自持物业面积 33.37 万平方米，主要分布在武汉、杭州及合肥等地，目前出租率达到 66%。2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司减免园区中小微企业 3~6 个月的房租，当年园区物业运营收入小幅下降。

**表 8：2018~2020 年以及 2021 年 1~3 月公司科技园区板块收入情况 (亿元)**

	2018	2019	2020	2021.1-3
园区物业销售	15.03	8.10	4.65	1.56
园区物业运营	1.30	1.49	1.40	0.41
<b>合计</b>	<b>16.33</b>	<b>9.59</b>	<b>6.05</b>	<b>1.97</b>

注：各项目金额加总与联投集团合并报表科技园建设与配套收入有差异主要系内部购销抵消所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司在建科技园项目主要分布在湖北武汉、湖北鄂州、湖南长沙、浙江杭州等地区，总投资合计 34.50 亿元，尚需投资 11.73 亿元，未来仍面临一定的投资压力。整体而言，较为充足的项目储备能够为科技园板块未来收入提供支撑，但同时集中开发带来大规模的投资支出将进一步加大资金周转压力。

**表 9：截至 2021 年 3 月末公司在建科技园项目情况 (亿元、万平方米)**

项目名称	项目地点	总投资	已投资	规划面积	累计建设面积	累计销售面积
武汉·中国光谷文化创意产业	湖北武汉	14.30	9.15	54.87	31.25	17.10
东湖高新智慧城	湖北鄂州	6.89	3.48	26.35	18.20	10.50
杭州东湖高新生物医药产业园	浙江杭州	5.20	4.75	20.89	20.89	20.00

长沙国际创新城	湖南长沙	8.11	5.39	29.08	22.54	19.66
<b>合计</b>	-	<b>34.50</b>	<b>22.77</b>	<b>131.19</b>	<b>92.88</b>	<b>67.26</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 随着投运项目的增加，烟气脱硫收入持续增长；新增垃圾焚烧烟气治理业务，环保板块布局逐步完善

公司环保科技板块原以烟气脱硫业务为主，由东湖高新全资子公司武汉光谷环保科技股份有限公司（以下简称“光谷环保”）负责。2019年，为进一步完善环保业务布局，东湖高新通过发行股份购买资产方式完成对上海泰欣环境工程有限公司（以下简称“泰欣环境”）70%股权的收购，泰欣环境主要从事垃圾焚烧烟气治理业务。

公司首创火电厂烟气脱硫BOOM模式，与国内各大电厂合作从事火电厂燃煤机组烟气脱硫等服务，项目分布在湖北、安徽、新疆、陕西、山西等地区。截至2021年3月末，光谷环保已投运项目12个，烟气脱硫装机总容量1,436万千瓦，已成为由第三方投资、建设、运营和维护“脱硫岛”规模较大、市场占有率很高的企业。2020年，随着投运项目的逐步增加，光谷环保投运机组脱硫电量呈上升趋势，当年完成脱硫电量591.90亿千瓦时，烟气脱硫收入进一步增长。随着国家电力建设进程的逐步放缓，国内电力环保市场已趋于饱和，新建项目规模有所收缩，截至2021年3月末，光谷环保无在建和拟建烟气脱硫项目。未来光谷环保将在积极争取新建项目的同时，重点采用TOT模式获取已建成的运营型资产，以扩大业务规模。

垃圾焚烧烟气治理业务方面，泰欣环境主要为垃圾焚烧发电厂提供烟气净化系统，涵盖系统设计、设备采购、安装、调试及环保工程施工等流程。2020年，泰欣环境签订合同金额9.36亿元，实现营业收入8.08亿元，同比增长64.22%。截至2021年3月末，泰欣环境已签合同在实施中的项目合同金额16.00亿元，充足的项目储备为业务经营持续性提

供了支撑。

### 城市综合开发业务前期投入规模较大，2019年以来土地出让节奏加快，同时公司城市综合开发业务结算模式有所调整，关注该业务后期回款进度

公司立足于武汉城市圈内重点区域开展城市综合开发业务，主要由武汉花山生态新城投资有限公司（以下简称“花山城投”）、湖北省梓山湖生态新城投资有限公司（以下简称“梓山湖公司”）、湖北省梧桐湖新区投资有限公司（以下简称“梧桐湖公司”）等负责新城建设的子公司（以下统称为“各新城公司”）运营。按照各新城公司与所属地方政府达成的协议，由各新城公司对各自负责新城规划范围内的经营性土地进行配套基础设施建设，待各新城公司代理完成土地整理并交付地方政府后，由地方政府按照土地整理成本的相应比例（5%~10%）支付土地整理费。2019年以来，各新城公司（除花山城投）与各大新城所属政府达成补充协议，各新城公司（除花山城投）与当地每年定期对上年土地整理开发成本进行审计，由地方政府根据审计确认的区域开发成本的一定比例向各新城公司（除花山城投）支付开发服务费。

2018~2020年，公司分别实现土地代征收入0.91亿元、10.23亿元和34.70亿元，近年来保持大幅增长，主要系武汉花山生态新城土地出让、梧桐湖新区等板块土地整理规模较大所致。截至2021年3月末，公司重点建设项目有武汉花山生态新城、梧桐湖新区、咸宁梓山湖（贺胜）新城、湖北小池滨江新区和华中农高区五大新城项目，项目总投资1,227.67亿元，已完成投资674.97亿元，未来仍面临较大投资压力。

**表 10：截至 2021 年 3 月末公司城市综合开发项目基本情况（平方公里、亿元）**

项目名称	规划总用地	建设用地	项目总投资	已完成投资	项目实施期
武汉花山生态新城	66.40	18.00	275.51	265.63	2010~2025

鄂州梧桐湖新区	46.98	13.98	374.11	124.96	2009~2029
咸宁梓山湖（贺胜）新城	45.66	17.25	370.97	180.00	2011~2030
湖北小池滨江新区	5.36	3.98	85.00	37.33	2013~2030
华中农高区	13.53	12.94	122.08	67.05	2013~2023
<b>合计</b>	<b>177.93</b>	<b>66.15</b>	<b>1,227.67</b>	<b>674.97</b>	-

注：表中华中农高区规划总用地面积为核心区和渠东区口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

湖北省联合土地储备中心为湖北省国土资源厅所属事业单位，业务上接受湖北省国土资源厅的管理和指导，主要负责与公司新城项目相关联的经营性土地收购储备开发等工作。截至 2021 年 3 月末，公司已签订征地协议的土地面积为 194,050.18 亩，建设用地获批 75,091.17 亩，已累计出让土地

34,178.63 亩。总体来看，公司城市综合开发项目投入资金较多、建设周期较长，大规模投资支出为公司带来较大的资本支出压力，2019 年以来土地出让规模增加使得土地代征收入大幅增长，同时公司城市综合开发业务结算模式有所调整，关注该业务后期回款进度。

**表 11：截至 2021 年 3 月末土地情况（亩）**

地块区位	已签征地协议土地	建设用地获批	土地供应方式	
			出让	划拨
武汉花山生态新城	57,150.00	19,498.65	7,402.81	1,764.68
鄂州梧桐湖	70,462.69	20,848.29	11,798.77	59.44
咸宁梓山湖（贺胜）新城	37,832.00	19,269.72	8,609.77	4,037.86
湖北小池滨江新区	7,712.87	2,528.82	1,627.01	167.00
华中农高区	20,892.62	12,945.69	4,740.27	3,178.40
<b>合计</b>	<b>194,050.18</b>	<b>75,091.17</b>	<b>34,178.63</b>	<b>9,207.38</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司类金融业务主动收缩，金融股权投资质量较好

公司委贷业务主要由子公司湖北省联投资本投资发展有限公司（以下简称“联投资本”，前身系湖北中经中小企业投资有限公司）运营，通过银行发放委托贷款，为客户提供短期过桥资金。联投资本是公司金融板块的核心企业，承担着公司对外投资、资本运营以及金融控股平台的重任。2018~2020 年末，联投资本委托贷款账面价值分别为 39.59 亿元、32.76 亿元和 26.06 亿元，出于防范风险的考虑，联投资本开始缩减委贷规模。截至 2020 年末，公司对委托贷款计提减值准备 2.88 亿元，占当期末委托贷款账面价值的 11.05%。2018~2020 年末，联投资本分别实现利息收入 5.35 亿元、1.27 亿元和 3.30 亿元，呈波动变化。

担保业务方面，湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”）是公司担保业务主要的经营主体。湖北担保成立于 2005 年 2 月，注册资本

50.00 亿元。自成立以来，湖北担保与省内所有中资银行以及主要证券公司、基金公司、信托公司、资产管理公司建立了合作关系，逐步形成了以资本市场增信业务、产品创新业务及相关配套投资为主的业务格局，业务范围覆盖全国。2018~2020 年末，湖北担保的担保责任余额分别为 167.65 亿元、240.46 亿元和 405.86 亿元；2018~2020 年分别实现担保费收入 1.88 亿元、1.58 亿元和 5.33 亿元，2019 年较 2018 年有所下降，主要系当期新增担保额中信托计划和政银担保业务的占比较高，但平均费率相对不高所致；2020 年担保费收入随着新增融资担保规模的加大而大幅上升。

此外，公司还参与金融投资业务，2010 年公司参股天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”），截至 2021 年 3 月 31 日，公司持有天风证券 7.79% 的股份，合计 5.19 亿股，市值约为 26.16 亿元（以当日收盘价 5.04 元/股计算）；2011 年公司参股长江财产保险股份有限公司，截至 2021 年 3 月

末，公司持有其 32.67% 股权，该部分股权账面价值为 3.72 亿元。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年财务报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，均采用期末数。各期财务报表均按照新会计准则编制。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并范围中一级子公司合计 25 家。

### 公司营业总收入逐年增长，经营性回款情况较好，期间费用控制能力有待加强；利润总额对投资收益依赖较大，2020 年随着资产减值损失规模的加大而持续下滑

2020 年，公司营业总收入持续增长，房地产开发收入和工程建设收入是公司营业收入中的重要组成部分，合计占当期营业总收入比重为 41.32%。其中土地代征收入因武汉花山生态新城土地出让、梧桐湖新区等板块土地整理规模较大而较 2019 年大幅增长；销售商品收入、科技园建设及配套收入及通行费收入受疫情影响均有所下滑；房地产、环保综合治理、化工产品收入、委贷担保收入及其他业务收入均呈增长趋势。2021 年 1~3 月，公司营业总收入为 31.11 亿元，相较于去年同期 17.30 亿元同比增长 79.83%。

营业毛利率方面，2019 年以来，营业毛利率持续增长，主要系当期收入规模较大的房地产业务毛利率较 2018 年有所回升且增幅较大的土地代征收入毛利率较高所致。2021 年 1~3 月，公司营业毛利率为 30.40%。

表 12：近年来公司营业收入及毛利率构成

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
工程建设收入	36.53	44.77	48.75	5.91
销售商品收入	13.47	15.32	5.24	3.33
土地代征收入	0.91	10.23	34.70	0.79
房地产业务收入	44.96	44.82	46.84	3.79
科技园建设及配套	13.89	8.10	4.76	2.02
环保综合治理	6.45	12.30	18.08	2.38
通行费收入	17.00	14.88	10.11	2.57

化工产品收入	24.71	31.45	33.05	8.26
委贷收入	5.35	1.27	3.30	0.13
担保收入	1.88	1.58	5.33	0.90
其他业务收入	14.46	19.00	21.17	1.03
<b>合计</b>	<b>179.61</b>	<b>203.72</b>	<b>231.33</b>	<b>31.11</b>
<b>毛利率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.1~3</b>
工程建设收入	14.12	12.26	14.86	16.06
销售商品收入	-2.16	3.43	28.07	2.80
土地代征收入	100.00	100.00	91.43	100.00
房地产业务收入	0.30	24.67	17.05	39.71
科技园建设及配套	34.29	47.90	35.04	37.20
环保综合治理	50.04	30.68	29.75	30.14
通行费收入	74.98	73.86	49.79	61.15
化工产品收入	8.33	7.56	4.19	17.59
委贷收入	100.00	100.00	100.00	100.00
担保收入	100.00	100.00	100.00	100.00
其他业务收入	57.40	29.27	11.59	58.39
<b>合计</b>	<b>24.63</b>	<b>27.84</b>	<b>34.63</b>	<b>30.40</b>

注：1、其他收入主要系土地转让收入、物业收入、广告收入和咨询费收入等；2、在公司财务核算中，土地代征收入是以净额列示，2020 年因政府回购长期未开发用地而结转成本使得当期毛利率略低于 100.00%。资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用为主，2020 年公司期间费用随着财务费用的增加而有所攀升，主要系当期新增融资较多使得财务费用阶段性增加所致。公司期间费用率呈波动上升趋势，整体处于较高水平。随着未来融资力度的加大，财务费用规模或将进一步增长，公司期间费用控制能力有待加强。

公司利润总额对投资收益依赖较大，近年来呈逐年下降趋势。2020 年投资收益较 2019 年有所上升，主要系公司处置天风证券股权及联投资本对持有的华工科技和烽火通信的两家上市公司定增项目获得投资收益增加所致，但 2020 年利润总额较 2019 年持续下滑，主要系磷化集团原材料成本增加、毛利水平压低、外加计提疫情期间停工停产的固定资产及在建工程减值，且当期联投资本的子公司湖北联投资产管理有限公司对部分应收款项计提 4.15 亿减值损失使得期末资产减值损失规模加大所致。经营性业务利润方面，2020 年，随着公司营业总收入及毛利率的提升，公司经营性业务利润持续上涨。

2020 年，公司收现比指标大于 1，经营性回款情况较好。

**表 13: 近年来公司盈利能力相关指标**

项目	2018	2019	2020	2021.1-3
营业总收入 (亿元)	179.61	203.72	231.33	31.11
期间费用合计 (亿元)	43.39	42.91	53.75	8.47
期间费用率 (%)	24.16	21.06	23.24	27.23
经营性业务利润 (亿元)	-6.17	9.28	15.56	0.44
资产减值损失 (亿元)	3.01	3.71	12.92	0.18
投资收益 (亿元)	31.08	10.20	12.55	0.32
利润总额 (亿元)	22.22	17.66	15.57	0.65
收现比 (X)	1.32	1.34	1.19	2.05

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

### 2020 年以来, 公司总资产规模持续增长; 财务杠杆率持续处于高位; 应收类款项占比呈逐年上升趋势, 需关注款项回收情况

2020 年末公司总资产规模较 2019 年末大幅增长, 主要系应收账款、可供出售金融资产及在建工程增加所致, 应收账款增加主要系一方面花山城投近两年土地出让较多使得应收武汉市土地整理储备中心东湖新技术开发区分中心的土地代征业务工程款增加, 另一方面梧桐湖公司、梓山湖公司等与当地按照补充协议以实际完成投资额的一定比例确认应收账款所致; 可供出售金融资产增加主要系子公司湖北担保计入可供出售的理财产品及可供出售债务工具规模较 2019 年增加所致; 在建工程增加主要系硃孝高速和鄂咸高速等项目投入所致。2021 年 3 月末总资产随着其他应收款及存货的增加而有所增加。

2020 年末公司总负债较 2019 年末有所增加, 主要系当期其他应付款、长期借款和应付债券增加所致, 其中其他应付款增加系各新城公司土地重新收储需要支付拆迁款增加所致; 长期借款和应付债券随着融资规模的加大而有所增加。2021 年 3 月末公司偿还部分短期借款使得总负债略有下降。

2020 年末公司所有者权益较 2019 年末有所下降, 主要系偿还部分永续债使得其他权益工具减少所致。此外, 2020 年 12 月, 子公司联交投引入山东高速增资使得当期末少数股东权益有所增加。截至 2021 年 3 月末, 公司所有者权益随着少数股东权益小幅上升而有所增加。

随着公司持续融资推进城市综合开发、房地产及交通建设等项目建设及偿还到期债务, 截至 2021 年 3 月末, 公司总资本化比率达 67.05%, 仍处于高位。考虑到公司其他权益工具中的永续期债券未来仍需还本付息, 截至 2021 年 3 月末, 调整后公司资产负债率和总资本化比率分别达到 80.57% 和 77.40%, 公司债务负担较重。公司仍以长期债务为主, 符合基础设施项目投资建设周期较长的特点。

公司下属联交投公司的通行费业务能为公司带来持续现金流入, 同时持有上市公司东湖高新、天风证券等优质股权, 资产收益性较高; 公司资产中存货及应收类款项占比较大, 资产流动性一般。

公司应收类款项主要系应收城市综合开发业务的土地代征款及联投控股的往来款项, 截至 2021 年 3 月末, 公司其他应收款中应收联投控股往来款 117.69 亿元。该部分往来款项对公司资金占用较大, 需关注应收类款项的回收情况。

**表 14: 近年来公司资本结构及资产质量相关指标**

项目	2018	2019	2020	2021.3
<b>总资产 (亿元)</b>	<b>1,878.50</b>	<b>2,095.98</b>	<b>2,191.69</b>	<b>2,198.59</b>
货币资金 (亿元)	147.86	233.28	212.60	156.23
应收账款 (亿元)	60.43	110.37	242.41	242.69
其他应收款 (亿元)	248.39	291.16	267.43	297.00
存货 (亿元)	658.51	641.23	550.63	557.42
可供出售金融资产 (亿元)	197.42	174.39	209.55	0.00
长期股权投资 (亿元)	60.20	60.91	65.46	71.46
固定资产 (亿元)	231.16	228.39	219.36	218.74
在建工程 (亿元)	88.94	114.39	146.04	154.96
<b>总负债 (亿元)</b>	<b>1,289.49</b>	<b>1,460.02</b>	<b>1,581.15</b>	<b>1,575.86</b>
短期借款 (亿元)	103.07	100.91	93.52	81.23
应付账款 (亿元)	101.32	78.84	64.69	60.64
预收款项 (亿元)	95.20	123.78	85.43	0.00
其他应付款 (亿元)	77.07	89.29	96.96	98.97
一年内到期的非流动负债 (亿元)	173.99	267.99	124.94	125.75
长期借款 (亿元)	447.28	435.51	577.62	607.63
应付债券 (亿元)	171.00	253.33	354.03	349.04
<b>所有者权益合计 (亿元)</b>	<b>589.00</b>	<b>635.96</b>	<b>610.54</b>	<b>622.73</b>
实收资本 (亿元)	43.28	43.28	43.28	43.28
其他权益工具 (亿元)	211.93	248.77	195.62	195.62
资本公积 (亿元)	137.15	134.46	134.37	134.47
未分配利润 (亿元)	16.26	19.84	18.66	17.57
少数股东权益 (亿元)	176.77	186.31	214.92	228.01
<b>短期债务/总债务 (X)</b>	<b>0.29</b>	<b>0.35</b>	<b>0.21</b>	<b>0.20</b>
<b>资产负债率 (%)</b>	<b>68.64</b>	<b>69.66</b>	<b>72.14</b>	<b>71.68</b>

总资本化比率 (%)	62.55	64.00	67.07	67.05
应收类款项/总资产(%)	17.05	20.40	24.92	26.55

注：1.2020 年以来，公司执行新收入准则，将已完工尚未结算工程款由“存货”调整至“合同资产”列报，2020~2021 年 3 月末，公司合同资产分别为 47.39 亿元和 44.44 亿元；2.截至 2021 年 3 月末，公司可供出售金融资产余额为 0.00 亿元，主要系公司根据新准则对可供出售金融资产进行重分类，该科目余额分别调整至债权投资、其他权益工具投资等科目；公司预收款项余额为 0.00 亿元，主要系按照新准则需要将因转让商品而预先收取客户的合同对价从“预收账款”项目变更为“合同负债”项目列报所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020 年公司经营活动现金流大幅好转至净流入，且随着总债务的增加，公司整体偿债压力较大

公司经营活动净现金流呈波动变化，2020 年较 2019 年大幅好转至净流入，主要系当期房地产项目预售现金流入大幅增加且各新城公司土地回款增加所致。2020 年，公司投资活动净现金流相较于 2019 年大幅下滑至净流出，主要系 2019 年子公司联投置业将武汉昌联地产有限公司对外转让使得当期收到处置子公司现金较多，且 2020 年对外投资支出规模较大所致。2020 年，筹资活动净现金流随着当期还本付息支出较多而呈净流出。

2020 年，公司 EBITDA 较 2019 年有所上升，随着债务的逐年增加，公司 EBITDA 对当期债务本息覆盖能力趋弱；同期，公司经营活动净现金流有所改善，但仍无法覆盖当期债务本息。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况

项目	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流 (亿元)	75.54	-48.84	23.81	-31.77
投资活动净现金流 (亿元)	-47.31	13.34	-34.45	-28.69
筹资活动净现金流 (亿元)	-57.34	121.47	-11.66	3.51
EBITDA (亿元)	68.79	62.03	66.35	-
总债务 (亿元)	983.73	1,130.76	1,243.52	1,267.44
总债务/EBITDA (X)	14.30	18.23	18.74	-
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.93	0.83	0.80	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.08	-0.04	0.02	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数 (X)	1.02	-0.66	0.29	-
货币资金/短期债务 (X)	0.52	0.59	0.83	0.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从母公司口径来看，截至 2021 年 3 月末，母公司总资产增加至 996.70 亿元，主要包括货币资金、其他应收款和长期股权投资，上述科目分别为 33.53

亿元、653.19 亿元和 284.14 亿元，其中其他应收款主要是与股东联投控股以及联投置业、武汉联投地产有限公司、花山新城和联投资本等下属子公司之间的往来款；同期末母公司所有者权益合计 334.78 亿元，2019 年以来呈逐年下降趋势，主要系未分配利润减少所致；同期末母公司总债务规模进一步增长至 567.04 亿元，仍以长期债务为主，但母公司短期债务规模较大，货币资金无法覆盖当期短期债务。母公司口径收入较小，而财务费用较高，经营性业务利润持续为负使得公司利润总额亏损较大。2020 年及 2021 年 1~3 月，母公司利润总额分别为-14.38 亿元和-2.95 亿元，其中经营性业务利润分别为-19.38 亿元和-3.03 亿元，投资收益分别为 5.74 亿元和 0.08 亿元。2020 年，母公司经营活动净现金流持续呈净流出；投资活动净现金流持续呈小规模净流出，筹资活动现金流持续呈净流入。整体来看，随着融资规模的不断增长，母公司总负债有所上升，且短期债务压力较大。

截至 2021 年 3 月末，公司合并口径 2021 年 4~12 月以及 2022~2023 年需偿还到期债务分别为 205.07 亿元、401.51 亿元和 298.62 亿元，还款压力较大。中诚信国际将对公司到期债务偿还的及时性予以关注。

表 16：截至 2021 年 3 月末公司合并口径债务到期分布情况 (亿元)

到期时间	2021.4~12	2022	2023	2024	2025 及以后
到期债务	205.07	401.51	298.62	71.84	404.58

注：表中到期债务含计入权益的融资工具。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

对外担保方面，除子公司湖北担保从事的担保业务外，子公司神农磷业对外担保 1.17 亿元，所担保债务已到期，债务人无力偿还，担保人的担保责任尚未履行完毕。上述担保情况在联投矿业收购湖北神农投资集团有限公司前已产生，根据联投矿业原股东签订的《投资协议》，所担保债务由原被收购主体实际控制人陈长宏最终承担。因此，若神农磷业承担相应的担保责任，神农磷业可向其追偿。截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额占净资产比



率为 0.19%，因对外担保引致的或有风险可控。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司利用包括固定资产、在建工程等多项资产进行质押和抵押，受限资产价值总额 33.84 亿元，占公司总资产的 1.54%，受限资产规模相对不大。

公司和银行等金融机构保持了良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末，公司获得银行授信总额度约 1,534.23 亿元，尚未使用额度约 663.09 亿元，外部流动性支持较为充足。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 5 月 7 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

## 外部支持

**公司作为服务于武汉城市圈“两型”社会综合配套改革试验区的国有大型控股企业，地位十分重要，可持续获得政府及股东的有力支持**

公司是经湖北省委、省政府批准成立，并服务于武汉城市圈“两型”社会综合配套改革试验区的国有大型控股企业，业务范围涵盖了高速公路投资与运营、城市综合开发、工程建设、房地产开发、委贷及担保、化工产品与商品销售等。

公司在资产划转、信贷融资等方面均有一定的优势，同时公司获得政府划转高速公路和路桥等优质资产。2020 年，公司亦得到了政府补贴收入合计为 0.95 亿元。

**中诚信国际认为**，鉴于湖北省稳步增强的经济实力、公司在湖北省重要的主体地位，预计未来仍将继续获得政府及股东的支持。

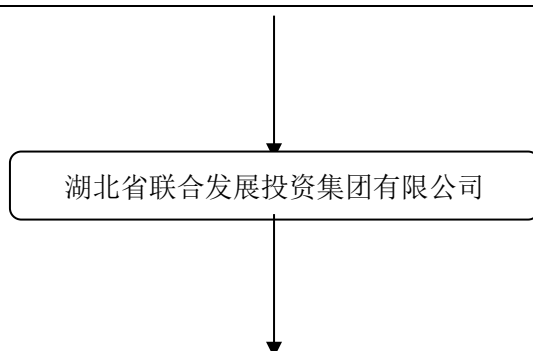
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持湖北省联合发展投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 联投 01”、“17 联投 01”、“18 联

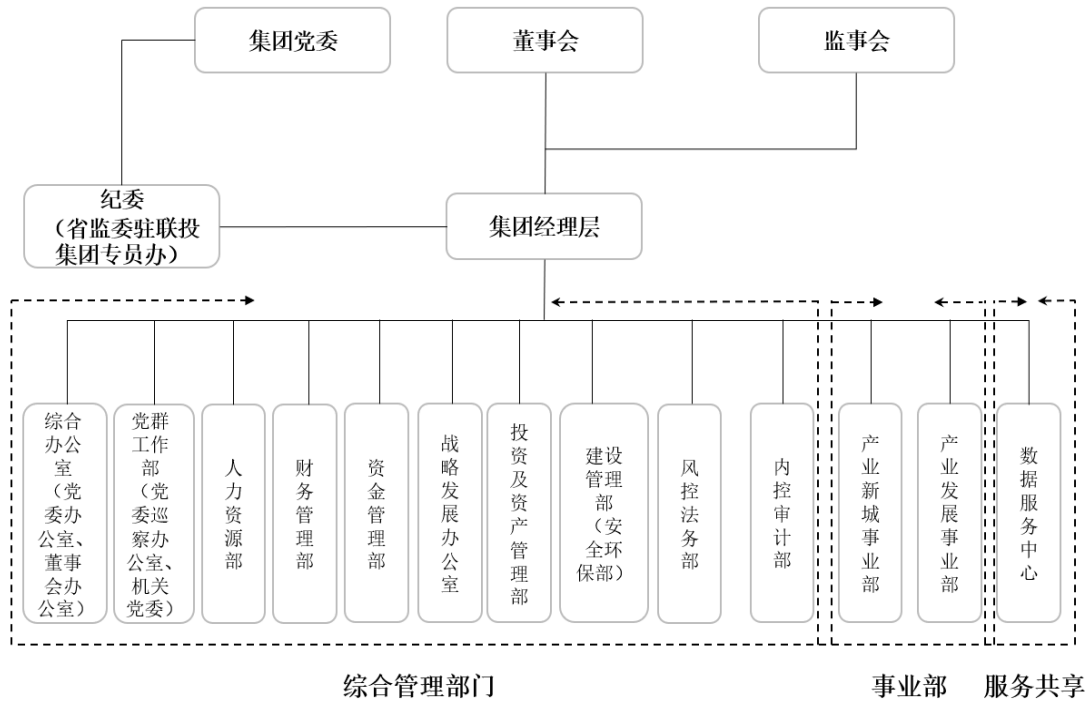
投 Y1”和“18 联投 Y3”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：湖北省联合发展投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）

序号	股东名称	持股比例 (%)	序号	股东名称	持股比例 (%)
1	湖北省联投控股有限公司	38.66	10	鄂州市城市建设投资有限公司	1.16
2	华能贵诚信托有限公司	22.06	11	黄石市国有资产经营有限公司	1.16
3	武汉金融控股(集团)有限公司	6.93	12	孝感市城市建设投资公司	1.16
4	武钢绿色城市建设发展有限公司	4.62	13	黄冈市人民政府国有资产监督管理委员会	1.16
5	东风汽车集团有限公司	4.62	14	咸宁市人民政府国有资产监督管理委员会	1.16
6	三峡基地发展有限公司	4.62	15	仙桃市人民政府国有资产监督管理委员会	1.16
7	中国葛洲坝集团股份有限公司	4.62	16	潜江市国有资产监督管理委员会办公室	1.16
8	湖北中烟工业有限责任公司	2.31	17	天门市国有资产监督管理委员会办公室	1.16
9	湖北烟草投资管理有限责任公司	2.31			



全称	持股比例
湖北省建设投资集团有限公司	100.00%
湖北省数字产业发展集团有限公司	100.00%
湖北省磷化集团有限公司	100.00%
武汉联投置业有限公司	87.33%
联投(恩施)建设投资有限公司	100.00%
湖北联投商业有限公司	100.00%
湖北联投汽车经营服务有限公司	100.00%
湖北省建筑设计院	100.00%
湖北联投招标代理有限公司	100.00%
湖北省联投资本投资发展有限公司	79.97%
湖北联投鄂咸投资有限公司	94.00%
湖北省梓山湖生态新城投资有限公司	93.33%
湖北联投蕲春投资有限公司	70.00%
湖北联投小池滨江新城投资有限公司	70.00%
湖北联投仙桃投资有限公司	70.00%
湖北驿山书法艺术发展有限公司	70.00%
湖北联发投汉南投资有限公司	55.00%
湖北省梧桐湖新区投资有限公司	51.00%
湖北联合交通投资开发有限公司	51.00%
湖北梁子湖生态文明示范区开发建设有限公司	50.00%
湖北省联合铁路投资有限公司	50.00%
湖北省华中农业高新投资有限公司	47.95%
武汉花山生态新城投资有限公司	42.17%
湖北鄂州梁子湖生态文明建设有限公司	36.43%
武汉东湖高新集团股份有限公司	22.89%



资料来源：公司提供

## 附二：湖北省联合发展投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,478,645.35	2,332,759.71	2,126,006.31	1,562,294.68
应收账款	604,280.10	1,103,676.65	2,424,052.71	2,426,942.26
其他应收款	2,489,123.29	2,911,647.48	2,674,311.54	2,970,004.17
存货	6,585,065.65	6,412,299.79	5,506,281.68	5,574,228.44
长期投资	2,626,267.71	2,547,709.79	2,945,283.87	3,313,472.61
在建工程	889,413.40	1,143,894.29	1,460,449.63	1,549,552.43
无形资产	351,824.61	369,807.74	368,066.56	344,699.38
总资产	18,784,955.62	20,959,774.37	21,916,918.75	21,985,889.25
其他应付款	784,171.78	892,916.73	969,582.04	989,748.62
短期债务	2,818,050.06	3,927,446.96	2,573,931.56	2,538,904.88
长期债务	7,019,282.38	7,380,116.78	9,861,238.45	10,135,509.17
总债务	9,837,332.45	11,307,563.74	12,435,170.01	12,674,414.06
总负债	12,894,919.56	14,600,197.04	15,811,492.56	15,758,607.35
费用化利息支出	344,601.65	353,350.25	384,167.26	-
资本化利息支出	393,270.22	392,268.01	448,042.26	-
实收资本	432,833.92	432,833.92	432,833.92	432,833.92
少数股东权益	1,767,670.30	1,863,062.46	2,149,162.91	2,280,122.65
所有者权益合计	5,890,036.06	6,359,577.33	6,105,426.20	6,227,281.89
营业总收入	1,796,067.26	2,037,205.91	2,313,327.99	311,102.47
经营性业务利润	-61,702.45	92,842.42	155,593.86	4,387.39
投资收益	310,848.17	101,975.84	125,530.69	3,174.36
净利润	124,179.96	55,129.66	38,281.01	-56.23
EBIT	566,808.56	529,996.42	539,890.05	-
EBITDA	687,925.94	620,316.75	663,457.53	-
销售商品、提供劳务收到的现金	2,372,772.31	2,723,307.12	2,748,236.55	637,659.46
收到其他与经营活动有关的现金	591,757.98	318,699.98	703,681.29	85,080.44
购买商品、接受劳务支付的现金	1,782,613.98	2,407,570.90	2,177,761.73	596,621.11
支付其他与经营活动有关的现金	77,193.21	721,551.77	715,849.78	245,654.49
吸收投资收到的现金	439,580.53	1,018,956.00	602,899.18	9,946.00
资本支出	291,054.74	268,346.53	327,626.24	76,721.05
经营活动产生现金净流量	755,446.88	-488,409.51	238,144.42	-317,652.16
投资活动产生现金净流量	-473,068.66	133,369.07	-344,453.34	-286,889.90
筹资活动产生现金净流量	-573,353.75	1,214,718.22	-116,567.98	35,102.82
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	24.63	27.84	34.63	30.40
期间费用率(%)	24.16	21.06	23.24	27.23
应收类款项/总资产(%)	17.05	20.40	24.92	26.55
收现比(X)	1.32	1.34	1.19	2.05
总资产收益率(%)	3.07	2.67	2.46	-
资产负债率(%)	68.64	69.66	72.14	71.68
总资本化比率(%)	62.55	64.00	67.07	67.05
短期债务/总债务(X)	0.29	0.35	0.21	0.20
FFO/总债务(X)	0.03	0.04	0.04	-0.10
FFO 利息倍数(X)	0.41	0.57	0.67	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	1.02	-0.66	0.29	-
总债务/EBITDA(X)	14.30	18.23	18.74	-
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.16	0.26	-
货币资金/短期债务(X)	0.52	0.59	0.83	0.62
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.93	0.83	0.80	-

注：1、各期财务报表执行新会计准则，均采用期末数；2、为准确反映公司实际债务情况，将 2018~2021 年 3 月末其他流动负债中的带息债务计入短期债务；将长期应付款、其他非流动负债中的带息债务计入长期债务；3、公司 2021 年一季度财务报表未经审计，且未提供合并口径现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效。

### 附三：湖北省联合发展投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	365,420.64	622,207.61	428,385.68	335,280.31
应收账款	420.00	0.00	149.81	149.81
其他应收款	4,737,800.62	5,990,171.94	6,511,758.46	6,531,862.27
存货	16,322.85	17,328.91	17,936.61	17,941.83
长期投资	2,722,929.32	2,791,054.60	3,027,135.46	3,052,029.16
在建工程	16,996.80	17,268.88	17,374.62	17,374.58
无形资产	23,709.48	1,396.18	3,042.21	3,015.66
总资产	7,891,304.80	9,447,530.45	10,015,104.13	9,966,960.39
其他应付款	616,469.52	600,990.63	649,802.88	545,699.66
短期债务	1,611,016.36	2,029,350.03	1,215,936.90	1,173,712.57
长期债务	2,257,600.00	3,021,200.00	4,491,350.00	4,496,700.00
总债务	3,868,616.36	5,050,550.03	5,707,286.90	5,670,412.57
总负债	4,752,653.51	6,019,551.34	6,762,781.51	6,619,158.95
费用化利息支出	-	-	-	-
资本化利息支出	-	-	-	-
实收资本	432,833.92	432,833.92	432,833.92	432,833.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	3,138,651.28	3,427,979.11	3,252,322.62	3,347,801.43
营业总收入	674.50	2,341.12	1,423.04	0.00
经营性业务利润	-102,136.85	-90,293.64	-193,799.16	-30,296.32
投资收益	45,735.28	10,066.15	57,403.68	772.91
净利润	-57,650.57	-77,978.06	-141,979.72	-29,521.18
EBIT	-	-	-	-
EBITDA	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	157.28	109,587.18	50,751.44	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	720,459.27	339,378.46	657,242.97	875,214.49
购买商品、接受劳务支付的现金	3,981.52	1,021.45	649.27	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	802,308.37	1,301,847.88	1,121,194.40	936,977.42
吸收投资收到的现金	400,000.00	500,000.00	400,000.00	0.00
资本支出	38.66	56.26	6.98	6.71
经营活动产生现金净流量	-89,708.39	-859,294.65	-418,270.00	-63,765.53
投资活动产生现金净流量	-28,803.11	-39,535.82	-63,067.18	-24,127.50
筹资活动产生现金净流量	238,097.74	1,155,617.44	287,515.24	-5,212.34
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	94.91	-
期间费用率(%)	15,140.07	3,855.17	13,655.39	-
应收类款项/总资产(%)	60.04	63.40	65.02	65.54
收现比(X)	0.23	46.81	35.66	-
总资产收益率(%)	-	-	-	-
资产负债率(%)	60.23	63.72	67.53	66.41
总资本化比率(%)	55.21	59.57	63.70	62.88
短期债务/总债务(X)	0.42	0.40	0.21	0.21
FFO/总债务(X)	-	-	-	-
FFO 利息倍数(X)	-	-	-	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-	-	-	-
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	0.23	0.31	0.35	0.29
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	-	-	-	-

注：1、各期财务报表执行新会计准则，各期数据均采用期末数；2、公司未提供母公司现金流量表补充资料及利息支出数据，故相关指标失效。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。