

信用等级公告

联合〔2020〕3665号

联合资信评估有限公司通过对武汉地产开发投资集团有限公司及其拟发行的2020年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定武汉地产开发投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，武汉地产开发投资集团有限公司2020年度第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月二十八日



武汉地产开发投资集团有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级: AAA
本期中期票据信用等级: AAA
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 7 亿元
本期中期票据期限: 5 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
募集资金用途: 用于偿还公司到期债务

评级时间: 2019 年 6 月 28 日

财务数据:

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	157.22	97.05	123.25	118.96
资产总额(亿元)	1035.65	1203.53	1542.01	1606.20
所有者权益(亿元)	319.97	335.52	474.29	486.29
短期债务(亿元)	74.46	91.47	117.33	88.66
长期债务(亿元)	445.12	578.60	639.82	711.70
全部债务(亿元)	519.57	670.07	757.16	800.37
营业收入(亿元)	48.61	70.81	74.21	8.29
利润总额(亿元)	8.35	12.25	14.02	0.44
EBITDA(亿元)	11.73	15.44	19.59	--
经营性净现金流(亿元)	-74.73	-34.23	-31.56	-25.87
营业利润率(%)	25.91	25.75	28.95	38.36
净资产收益率(%)	1.93	2.57	2.18	--
资产负债率(%)	69.10	72.12	69.24	69.72
全部债务资本化比率(%)	61.89	66.63	61.49	62.21
流动比率(%)	273.16	292.38	235.48	256.36
全部债务/EBITDA(倍)	44.31	43.39	38.65	--
经营现金流动负债比(%)	-29.06	-12.48	-7.44	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.48	0.73	1.00	--

注: 1. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计; 2. 公司长期应付款和专项应付款的有息部分已调整至长期债务

分析师: 张建飞 马颖 丁晓

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

武汉地产开发投资集团有限公司(以下简称“公司”)作为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“武汉市国资委”)履行出资人职责的 18 家市属企业中四家龙头企业之一,主要负责武汉市重大市政基础设施建设以及保障房建设与运营,同时利用自身品牌影响力及业务经营优势开展房地产开发业务,业务定位明确,区域竞争优势显著;近年来,公司资产及权益规模快速增长,收入及利润水平不断提升,同时在资本金及资产注入、城建资金拨付、土地整理收益返还以及政府债务置换等方面获得武汉市人民政府的持续有力支持。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司债务负担较重、房地产业务易受宏观调控影响、经营活动现金流持续呈净流出等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强,EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。考虑到公司在武汉市基础设施项目建设和保障房建设运营中所处的重要地位,未来武汉市人民政府给予公司的支持有望持续;同时,公司房地产业务具有区域优势,随着建设项目的持续投入及经营规模的扩张,收入规模有望稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 武汉市经济稳步增长,财政实力不断增强,公司外部发展环境良好。
2. 公司作为武汉市国资委履行出资人职责的 18 家市属企业中四家龙头企业之一,是武

汉市重大市政基础设施建设以及保障房建设与运营主体，在资本金及资产注入、城建资金拨付、土地整理收益返还和政府债务置换等方面获得地方政府的持续支持。

3. 公司房地产业务规模持续扩张，商品房销售收入快速增长，公司整体收入水平不断提高。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

关注

1. 公司房地产业务易受宏观调控、房地产政策及土地市场波动等影响，具备一定不确定性；市政项目的资金平衡对政府依赖性强，受财政拨付进度影响大。
2. 近年来，公司债务规模持续扩大，债务负担较重。
3. 公司基础设施建设、保障房建设以及房地产开发规模持续扩张，项目投入及代垫款对公司资金占用明显，未来面临较大的对外融资压力。
4. 受公司房地产项目持续投入的影响，公司经营净现金流持续为负；受代建项目持续投入影响，公司投资活动净现金流持续为负。

声 明

一、本报告引用的资料主要由武汉地产开发投资集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

武汉地产开发投资集团有限公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

武汉地产开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年 7 月，是由原武汉统建城市建设集团有限责任公司（以下简称“统建集团”）和武汉城市综合开发集团有限公司（以下简称“武汉城开集团”）合并重组而成的国有独资公司。2016 年，公司将资本公积中 4 亿元转增实收资本。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 10 亿元，武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）为公司唯一股东。

公司经营范围：法律、法规禁止的，不得经营；须经审批的，在审批后方可经营；法律法规未规定审批的，企业可自行开展经营活动。

截至 2019 年 3 月底，公司设有战略引领与保障中心、业务支撑与资源中心和风险控制与监督中心三大中心以及公建事业部合计 14 个部门，拥有 14 家二级子公司。

截至 2018 年底，公司资产总额 1542.01 亿元，所有者权益 474.29 亿元（含少数股东权益 12.12 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 74.21 亿元，利润总额 14.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 1606.20 亿元，所有者权益 486.29 亿元（含少数股东权益 14.00 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 8.29 亿元，利润总额 0.44 亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市武汉经济开发区鼎力大厦；法定代表人：袁堃。

二、本期中期票据概况

公司拟注册中期票据额度 10 亿元，本期计划在注册额度内发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行规模为

7 亿元，期限 5 年。本期中期票据按年付息，到期一次还本，募集资金将全部用于偿还公司即将到期的“19 武汉地产 SCP001”。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负

担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，

同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的

持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增长放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将持续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府

投融资平台公司)应运而生。地方政府投融资平台公司,是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立,从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营,拥有独立法人资格的经济实体。2008年后,在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下,城投公司快速增加,融资规模快速上升,城市基础设施建设投资快速增长,地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险,2010年以来,国家出台了一系列政策法规,如对融资平台及其债务进行清理,规范融资平台债券发行标准,对融资平台实施差异化的信贷政策等,以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年,《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号,以下简称“《43号文》”)颁布,城投公司的融资职能逐渐剥离,城投公司逐步开始规范转型。但是,作为地方政府基础设施建设运营主体,城投公司在未来较长时间内仍将是中國基础设施建设的重要载体。

行业政策

根据2014年《43号文》,财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351号),对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别,明确了全国地方政府性债务规模。之后,通过发行地方政府债券,以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离,未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身

经营能力偿还。2015年以来,国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理,并坚决遏制隐性债务增量,不允许新增各类隐性债务;同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能,弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来,伴随国内经济下行压力加大,城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月,国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月,国办发〔2018〕101号文件正式出台,要求合理保障融资平台公司正常融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资,避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求,为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持,改善了城投企业经营和融资环境。同时,国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表1 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能,发行债券不涉及新增地方政府债务;评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作,不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中,不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息,严禁与政府信用挂钩的误导性宣传,并应在相关发债说明书中明确,地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任,相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司,依法实施破产重整或清算,坚决防止‘大而不倒’,坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度,支持开发性金融机构、政策性

	发〔2018〕101号	银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《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）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在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。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

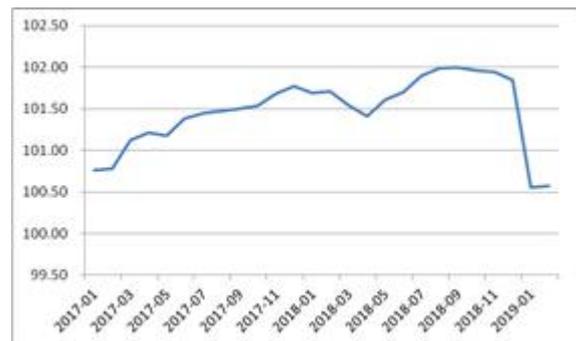
目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、

限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00

个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2%，较 2017 年增长 2%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11%；平均溢价率为 13%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 城市土地成交量仍呈增长态势，但土地

流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1—9 月，房地产开发企业开发资金 12.19 万亿元，同比增长 7.8%，较 2017 年同期下降 0.2 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的 33.31%和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.4 和 16.3 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04% 和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房

企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3—5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区

改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

3. 区域经济环境

公司作为武汉市重要的市政基础设施建设和保障房建设与运营主体，其发展与武汉市的经济和财政状况息息相关。

根据2016—2018年《武汉市国民经济和社会发展统计公报》，2016—2018年，武汉市分别实现地区生产总值11912.61亿元、13410.34亿元和14847.29亿元，同比分别增长7.8%、8.0%和8.0%。2018年，第一产业增加值362.00亿元，同比增长2.90%；第二产业增加值6377.75

亿元,同比增长 5.70%;第三产业增加值 8107.54 亿元,同比增长 10.10%。三次产业结构为 2.40:43.0:54.6。按常住人口计算,全市人均地区生产总值 13.52 万元,同比增长 6.4%。

2018 年,武汉市全年固定资产投资同比增长 10.6%。分产业看,第一产业投资同比下降 35.6%;第二产业投资同比增长 12.1%;第三产业投资同比增长 10.4%。2018 年,武汉市房地产开发投资 2780.36 亿元,同比增长 3.50%,其中住宅投资增长 6.30%,办公楼投资下降 13.50%,商业营业用房投资增长 20.90%。

2018 年,武汉市保障性住房投资 220.27 亿元,建成保障性住房 3.79 万套,分别完成城中村改造、棚户区改造 2.36 万户和 2.85 万户。

2016—2018 年,武汉市地方一般公共预算收入分别为 1322.1 亿元、1402.93 和 1528.70 亿元,分别同比增长 10.1%、11.2%和 11.0%。2018 年,武汉市实现税收收入 1294.21 亿元,同比增长 9.8%。

总体看,武汉市经济稳定发展,财政实力不断增强,房地产市场行情较好,为公司发展提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2019 年 3 月底,公司注册资本和实收资本均为 10.00 亿元,武汉市国资委为公司唯一股东。

2. 企业规模

公司是武汉市国资委履行出资人职责的 18 家市属企业中四家龙头企业之一(其余三家为武汉地铁集团公司、武汉市城市建设投资开发集团有限公司以及武汉金融控股(集团)有限公司)。作为武汉市重大市政基础设施建设以及保障房建设与运营主体,基建方面,公司主要承担武汉市重大的市政基础设施项目建设工作;保障房方面,公司下属子公司武汉市保障性住房投资建设有限公司(以下简称“保障房

公司”)负责武汉市内保障房建设和运营工作,并且担任武汉市政府授权的全市棚户区改造统贷平台;公司的房地产业务主要由下属子公司武汉地产控股有限公司、武汉市统建城市开发有限责任公司及武汉城开房地产开发有限公司等负责。该三家公司均拥有房地产开发一级资质,行业经验丰富,在本地房地产企业中区域优势明显。

总体看,公司作为武汉市重大市政基础设施建设以及保障房建设与运营主体,同时也是武汉市本土重要的房地产企业,在行业经验、品牌影响力等方面具备明显优势。

3. 人员素质

截至 2019 年 3 月底,公司高级管理人员 7 名,其中总经理 1 名,副总经理 3 名,总会计师 1 名,总工程师 1 名,纪委书记 1 名。

付明贵先生,生于 1965 年 12 月,研究生学历;曾任武警湖北总队直属政治处处长,武汉市水务局(市防汛办)党组成员、办公室调研员,汉口江滩管理办公室主任,武汉水资源发展投资有限公司董事长、党委书记,武汉碧水集团有限公司总经理、副董事长、党委副书记;现任公司总经理、副董事长和党委副书记。

截至 2019 年 3 月底,公司本部共有员工 184 人。按职称构成划分,初级职称人员占 9.78%、中级职称人员占 26.09%、高级职称人员占 21.74%、其他职称人员占 42.39%;按学历构成划分,大专以上学历的占 86.41%,高中、中专人员占 0.54%,初中以下人员占 13.04%。

综合来看,公司高层管理人员文化素质较高且管理经验丰富、员工整体素质较高,能够满足公司现有业务的经营需要。

4. 外部支持

公司作为武汉市重要的市政基础设施项目建设和保障房建设与运营主体,在资本金注入、城建资金拨付、土地整理收益返还以及政府债务置换等方面获得政府的有力支持。

资本金注入

2016—2018年，公司本部分别收到武汉市国资委投入的国有资本金0.60亿元、0.45亿元和0.50亿元，计入“资本公积”。

2017—2018年，子公司保障房公司分别收到保障性住房专项资金9.20亿元和8.06亿元，计入“资本公积”。

资产注入

2016年，武汉市财政局将邻里中心合计共1998套公租房以账面价值2.40亿元注入公司，公司计入“资本公积”。

2018年，武汉市政府将5.40亿元的资产注入到公司，包括武汉地产集团世纪配套有限责任公司股权90.00万元、武汉房地产开发有限公司净资产0.59亿元、保障房公司对武汉房地产开发有限公司的债权0.05亿元、廉租房1.86亿元和公租房2.90亿元，公司计入“资本公积”。

城建资金拨付

2016—2018年，公司分别收到武汉市政府拨付的城建资金13.40亿元、8.28亿元和14.34亿元，计入“资本公积”，主要用于租用模式下的基础设施项目建设。

土地整理收益返还

2016—2018年，公司分别收到武汉市政府拨付的土地收益返还30.35亿元、28.98亿元和4.55亿元，计入“资本公积”，用于财政资金补偿建设成本模式下的基础设施项目建设。

财政补贴

2016—2018年，公司获得政府补贴0.54亿元、0.11亿元和0.02亿元，计入“营业外收入”。

政府债务置换

截至2019年3月底，公司共有194.38亿元债务已被置换成地方政府债。2018年，公司将“应付债券”中100.97亿元置换债券余额转入“资本公积”，91.91亿元置换债券余额转入“专项应付款”，2018年公司新增1.50亿元的置换债，计入“专项应付款”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(报告编号：B2019042203423356)，截止2019年4月22日，公司本部无未结清的不良或关注类信贷信息，近三年无已结清的不良或关注类信贷信息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司不设股东会和监事会，由武汉市国资委行使股东会职权并实施监管。

公司设董事会，成员为7人，其中职工代表董事由公司职工代表大会选举产生，非职工董事由武汉市国资委任命或更换。董事任期3年，任期届满，可连任。董事会设董事长1人，副董事长1人，由武汉市国资委从董事会成员中指定。

公司设总经理，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议并向董事会报告工作。

2. 管理水平

根据自身管理需要，公司设立了全面预算管理制度、财务管理制度、重大投融资决策制度、担保制度、关联交易管理制度、对子公司内部控制、安全生产制度、资金运营内控制度、短期资金调度应急预案、信息披露制度和突发事件应急管理制度。

全面预算管理制度方面，公司根据《武汉市国资委出资企业财务预算管理暂行办法》等相关规定，完善了预算管理制度和编制流程，明确了年度预算编制过程。全面预算管理制度约定，预算报告需经董事会审议通过，同时公司需不断完善预算执行跟踪监控体系，强化预算执行分析，及时掌握预算执行进度与效果，提高预算的约束与控制作用。

财务管理制度方面，为加强公司会计管理，提高会计工作的质量和水平，公司依照法律、行政法规和国家有关部门的规定，制定了《武

汉地产集团财务管理办法》及各项具体业务核算制度，有效的保障了投资者的利益，提高了公司的经济效益。

投融资方面，公司设立了《武汉地产集团投资管理办法》和《武汉地产集团财务管理办法》。集团成员公司的投资需报集团公司董事会批准，集团成员要考虑公司的实际情况，制定和掌握好筹资的策略，以求降低财务成本，控制财务风险。

担保制度方面，公司制定了《武汉地产集团内部担保管理办法》。集团成员公司原则上不允许对外提供任何形式的担保；集团成员公司之间确有必要发生担保行为的，按《武汉地产集团内部担保管理办法》的有关规定执行。

关联交易管理方面，公司制定了严格的关联交易管理制度，在公司与关联方公司发生的关联担保、关联交易、关联债券债务往来方面进行严格审批管理。公司制定了关联交易管理办法，规定了公司各业务部门在经营管理过程中，如遇到与关联人之间交易的或拟与关联人之间进行交易的，相关部门须将有关关联交易情况报告财务部。

下属子公司的管理控制方面，公司与子公司是投资人与被投资人的管理，公司履行投资人所应具备的权利和义务关系，各子公司全部是独立的法人，具备相对独立的经营管理和财务管理模式。公司规定各项财务指标任务来对各子公司进行考核。各子公司在财务管理法规、公司财务管理制度的基础上，制定自身独立的财务管理制度，形成完全独立的财务体系。

安全生产制度方面，公司制定了《武汉地产集团建设工程安全生产管理办法》，明确了建设工程安全生产管理应当以人为本，坚持“安全第一、预防为主、综合治理”的方针，坚持“管生产必须管安全”和“谁去管、谁审批、谁负责”的原则。

总体看，公司已经建立起规范的内部控制管理制度，运作较为规范，管理水平良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是武汉市重大市政基础设施建设和保障房建设与运营主体，也是武汉市重要的房地产开发企业，主要业务包括基础设施建设、保障房建设运营及房地产项目的投资开发。

2016—2018年，公司营业收入快速增长，年均复合增长23.56%，增长主要来自房屋销售收入。从收入构成看，房地产开发业务是公司最主要的收入来源，2016—2018年分别实现收入40.33亿元、63.00亿元和64.30亿元，主要系竣工面积增长且销售价格上升所致。2016—2018年，公司工程施工收入波动下降，分别为3.70亿元、1.19亿元和1.90亿元，2017年收入同比下降67.72%，主要系审计对当期关联企业交易进行了合并抵消所致，2018年工程施工收入较小，主要是工程量下降所致。2016—2018年，公司混凝土销售收入有所波动，分别为2.30亿元、1.89亿元和2.83亿元，2017年收入下降主要系审计对当期关联企业交易进行了合并抵消所致，2018年收入增长主要来自混凝土销量上升。公司另有物业管理、设计晒图、租赁等业务，但其收入规模在公司营业收入中占比不大。

2016—2018年，公司毛利率波动上升，分别为34.40%、33.02%和37.66%。2016—2018年，公司房屋销售毛利率小幅波动，分别为37.10%、35.01%和36.90%。近三年，公司工程施工毛利率波动较大，分别为7.60%、-63.85%和34.53%，2017年毛利率大幅下降主要系审计在对当期关联企业交易进行合并抵消时抵消了收入、而成本为外购原材料支出无法抵消所致，2018年毛利率明显提升，主要系抵消了关联交易的成本所致。2016—2018年，公司混凝土销售毛利率分别为16.57%、-5.76%和12.12%，2017年毛利率为负，主要系审计在对当期关联企业交易进行合并抵消时抵消了收入、而成本为外购原材料支出无法抵消所致。

2019年1—3月，公司实现营业收入8.29亿元，相当于2018年的11.17%；其中，房屋销售收入6.81亿元，工程施工实现收入34.79万元，主要系项目未到结算时点所致；混凝土实现销售收入0.43亿元。2019年1—3月，公

司毛利率为45.78%，其中房屋销售毛利率为49.54%，混凝土销售毛利率为12.60%。

总体看，近年来，受益于武汉市房地产市场行情较好，公司房屋销售收入快速增长带动整体收入规模持续扩大。

表2 2016—2018年及2019年1—3月公司营业收入及毛利率构成情况(单位:万元、%)

业务	2016年			2017年			2018年			2019年1—3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务:	475280.69	97.78	33.55	689040.62	97.30	32.10	712848.74	96.06	36.44	81646.84	98.54	46.72
房屋销售	403304.68	82.98	37.10	629987.07	88.96	35.01	642975.95	86.65	36.90	68148.87	82.25	49.54
工程施工	36996.80	7.61	7.60	11941.87	1.69	-63.85	19017.98	2.56	34.53	34.79	0.04	50.06
混凝土销售	23044.85	4.74	16.57	18903.69	2.67	-5.76	28315.68	3.82	12.12	4305.46	5.20	12.60
物业管理	4737.52	0.97	12.08	5974.42	0.84	5.68	10296.58	1.39	18.14	2656.99	3.21	11.23
设计、晒图	4843.91	1.00	33.81	2713.46	0.38	-48.16	3034.73	0.41	76.53	1200.03	1.45	18.33
其他	2352.93	0.48	42.73	19520.11	2.76	52.66	9207.81	1.24	90.65	5300.69	6.40	62.42
其他业务:	10774.05	2.22	72.03	19107.49	2.70	66.28	29212.65	3.94	67.36	1211.55	1.46	-17.50
租赁	9045.66	1.86	68.36	9343.26	1.32	89.99	15658.85	2.11	55.86	396.80	0.48	-209.37
管理费	46.14	0.01	-67.49	140.04	0.02	-3.93	574.42	0.08	93.60	0.00	0.00	0.00
其他	1682.25	0.35	95.61	9624.19	1.36	44.29	12979.38	1.75	80.07	814.75	0.98	75.95
合计	486054.74	100.00	34.40	708148.11	100.00	33.02	742061.39	100.00	37.66	82858.39	100.00	45.78

资料来源:公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司是武汉市重点市政项目建设主体，自成立以来，先后承担了武咸公路、二环线汉口段等基建项目，武汉市人民政府根据公司承接项目不同，分别与公司采用租用、委托经营和

财政拨付资金补偿建设成本等模式，以平衡公司项目支出。

截至2019年3月底，公司主要在建基础设施项目概算总投资为384.65亿元，已完成投资458.83亿元。

表3 截至2019年3月底公司主要在建基础设施项目情况(单位:亿元)

项目名称	模式	概算总投资	调整后总投资	已投资	项目进展
东沙项目	--	27.00	27.00	37.82	未完工
二环线汉口段	租用模式	43.27	47.30	47.30	完工已结算
机场快速通道	租用模式	22.31	38.40	38.40	完工已结算
武咸公路	租用模式	30.26	60.28	60.28	完工已结算
沙湖大桥	租用模式	12.02	14.73	14.73	完工已结算
琴台文化艺术中心一期	委托经营	17.64	40.00	17.60	完工未结算
琴台文化艺术中心二期	委托经营	11.53		11.53	完工未结算
琴台音乐厅	委托经营	10.56		10.60	完工未结算
苏泊尔双限房	--	4.42	4.42	5.00	完工未结算
青山棚户区改造一期	财政资金补偿建设成本	30.41	30.41	29.16	完工未结算
后湖基建项目	财政资金补偿建设成本	60.83	60.83	34.46	完工未决算
后湖公建项目	财政资金补偿建设成本			13.61	未完工
长江大道(范湖-中南路)	财政资金补偿建设成本	28.90	28.90	49.51	完工未结算
东湖通道	财政资金补偿建设成本	40.51	40.51	62.87	完工未结算
姑嫂树路	财政资金补偿建设成本	23.71	23.71	22.25	完工未结算

临江大道	财政资金补偿建设成本	13.81	13.81	3.71	未完工
合计	--	384.65	437.77	458.83	--

资料来源：公司提供

注：1. 东沙项目和苏泊尔双限房暂未与武汉市人民政府签订相关协议。2. 上表中调整后总投资为公司考虑部分项目开工时间较早，项目建设周期较长，根据实际项目投资情况，经内部调整后的总投资

租用模式

根据《武汉市政府租用企业投资的城市基础设施项目管理工作暂行办法》，公司代建的机场快速通道、武咸公路、沙湖大桥和二环线汉口段四个项目实行租用模式，具体为：

①二环线汉口段道路工程（概算总投资约43.27亿元），年租金原则上按照项目总投资的7.75%计算，租用期为15年；②武咸公路改造工程（概算总投资约30.26亿元）、沙湖大桥工程（概算总投资约12.02亿元）和机场快速通道工程（概算总投资约22.31亿元）总投资合计64.59亿元，年租金原则上按照项目总投资的7.75%计算，租用期20年。

上述四个项目由武汉市城乡建设委员会向公司出具项目建造确认书，并代表政府与公司签订租用合同，由武汉市财政局从年度城建资金或其他专项资金中安排租金。

另外，由于签订租用合同时，项目虽已完工但未结算，总投资按前期概算总投资为基础计算。上述项目的实际投资总额较概算总投资高，高出部分公司将在项目竣工结算后，向武汉市政府再次申请相关资金。租用模式下，政府每年拨付的租金均包含在城建资金中。2016—2018年，公司分别收到城建资金13.40亿元、8.28亿元和14.34亿元，计入“资本公积”。

表4 公司租用模式下的四个项目租金安排情况（单位：亿元、年）

项目名称	概算总投资	调整后总投资	租期	每年租金收入	租用资金安排
机场快速通道	22.31	38.40	20	1.73	34.58
武咸公路	30.26	60.28	20	2.35	46.90
沙湖大桥	12.02	14.73	20	0.93	18.63
二环线汉口段	43.27	47.30	15	3.35	50.30
合计	107.86	160.71	--	8.36	150.41

资料来源：公司提供

委托经营模式

琴台项目由公司作为业主负责建设，由武汉市国资委实行授权经营管理，经营收益作为公司平衡投入的来源之一。公司作为资产业主方，委托琴台大剧院管理有限公司（由武汉天河影业有限公司和北京保利影剧院管理有限公司共同出资设立的与公司无关联关系的主体，以下简称“琴台大剧院”）进行经营管理，琴台大剧院按年盈利的20%向公司缴纳国有资产使用费。2016—2018年，公司分别收到琴台大剧院缴纳的国有资产使用费38.54万元、46.00万元和54.72万元。

财政资金补偿建设成本模式

根据武汉市政府文件《武汉市人民政府关

于我市重大基础设施建设项目利用土地储备筹融资工作的意见》，武汉市政府将重大基础设施项目与用于资金平衡的相应土地打包，由市土地整理储备中心及其分支机构整理储备开发后全部交由市土地交易中心统一挂牌出让，土地出让收入全额上交市财政，再由武汉市财政局通过拨付专项财政资金平衡基础设施项目的建设成本。公司开展的后湖土地基础设施建设项目、东湖通道项目、长江大道项目及青山棚户区改造一期等项目采取该平衡模式。2016—2018年，公司分别收到城建资金、财政资金合计37.75亿元、37.26亿元和18.89亿元，财政每年拨付给公司的财政资金将根据实际项目情况有所变动。

后湖土地基础设施建设项目（包括后湖基本建设及后湖公建项目）概算总投资 60.83 亿元，截至 2019 年 3 月底，已完成投资 48.07 亿元。截至 2019 年 3 月底，公司累计收到财政拨款资金 40.58 亿元，计入“资本公积”。

东湖通道项目核定工程概算 81.02 亿元（东湖通道由公司和武汉光谷建设投资有限公司各承担 50%，表 3 中的总投资为公司应出资部分），武汉市人民政府将武昌区农科院油料作物研究所地块、省工业设备安装公司、省电力建设工程公司等地块，洪山区武汉理工大学宿舍地块、五环小区等地块，汉阳区五里墩片等地块，江汉区站北区-E 地块、唐家墩-B 地块等，共计 17 宗土地，待出让及扣除相关税费后，返还给公司作为平衡东湖通道工程的投入。截至 2019 年 3 月底，项目已完工并已收到财政拨款资金 0.04 亿元，公司计入“资本公积”。

长江大道项目概算总投资为 28.90 亿元，武汉市人民政府将周边土地打包整理后，交由武汉市土储中心进行招拍挂，待出让后扣除相关费用，返还给公司作为平衡长江大道工程的投入。截至 2019 年 3 月底，项目已完工并收到财政拨款资金 28.19 亿元，公司计入“资本公积”。

长丰大道项目涵盖长丰大道及古田四路北延线工程，项目概算总投资 62.40 亿元，公司将其投入计入“其他应收款”。截至 2019 年 3 月底，项目已完工并收到财政拨款资金 33.21 亿元，公司计入“资本公积”。

姑嫂树路和临江大道项目，概算总投资分别为 23.71 亿元和 13.81 亿元，截至 2019 年 3 月底分别已完成投资 22.25 亿元和 3.71 亿元。截至 2019 年 3 月底，姑嫂树路尚未收到财政拨款资金，临江大道项目收到财政拨款资金 1.82 亿元，公司计入“资本公积”。

根据《武汉市青山老工业区安居工程中棚户区改造一期项目资金平衡方案》，青山区棚户区改造一期项目总投资 30.41 亿元，其中建设投资 28.10 亿元，利息 2.31 亿元；总收入 23.78

亿元，其中土地收入 13.55 亿元，其他收益 10.23 亿元。考虑配套应到位财政资金为 6.72 亿元；项目盈余 0.09 亿元。截至 2019 年 3 月底，青山棚户区改造一期项目已投资 29.16 亿元，处于已完工未结算的状态。截至 2019 年 3 月底，项目累计收到财政拨款资金 27.38 亿元，公司计入“资本公积”。

总体看，公司作为武汉市重点市政项目建设主体，在建市政项目的资金平衡对政府依赖性强，受财政拨款进度影响大。

（2）保障房建设与运营

公司保障房相关业务由保障房公司负责。

公司的保障房一部分来自于自建，另一部分为政府划入。自建部分由公司作为保障房项目业主开展项目建设，项目建设资金来源于中央补助公共租赁住房专项资金和银行项目贷款。项目建成后，统一由保障房公司进行后期运营管理；另一部分公租房由政府以资产划入形式移交保障房公司名下。2016 年，根据武汉市财政局(2012)1256 号及武汉市财政局(2014)11 号文件，武汉市政府向保障房公司划入 1998 套公租房，交由保障房公司运营。

公司建设的保障房是公租房，保障房公司代财政收缴房租收入，因此公司营业收入中未体现上述租金收入。武汉市政府设立保障性安居工程专项资金，由武汉市财政局负责将纳入财政管理的保障性安居工程专项资金逐年拨付至公司，支持公司保障房项目建设和运营业务。2016—2018 年，武汉市财政局向保障房公司拨付的保障性安居工程专项资金分别为 9.34 亿元、9.20 亿元和 8.06 亿元。

账务处理方面，公司将保障房建设投入计入“存货”科目，未来公租房竣工决算后，由“存货”科目转入“长期应收款”科目；收到政府拨付的保障房专项资金时，将其计入“资本公积”科目。

截至 2019 年 3 月底，公司已完工保障房项目共 9 个，总投资 77.16 亿元，已完成投资 74.45 亿元。

表 5 截至 2019 年 3 月底公司已完工保障房项目

(单位: 亿元)

项目名称	建设期间	总投资	已投资
惠民居	2011.12—2013.08	5.43	5.43
惠康居	2014.01—2017.01	2.52	2.38
福临居	2013.12—2016.12	2.08	1.83
青和居	2013.02—2015.09	14.13	14.13
青雅居	2015.02—2018.01	4.03	3.64
中央华城	2013.09—2017.11	6.61	5.42
青康居	2012.06—2014.04	30.41	29.66
青宜居	2008.12—2010.12		
青馨居	2014.09—2016.08	11.96	11.96
合计	--	77.16	74.45

资料来源: 公司提供

截至 2019 年 3 月底, 公司无在建和拟建的保障房项目。

另外, 保障房公司还是武汉市重要的棚户

区改造筹融资统借统贷主体。保障房公司向银行申请的棚户区改造项目贷款由棚户区改造项目公司直接使用, 并由各棚户区改造项目公司负责偿还贷款。由于上述项目实际建设及项目贷款还款资金均由棚户区改造项目公司负责, 上述项目并未纳入公司合并报表范围。

(3) 房地产开发与销售

公司房地产开发产品主要为住宅, 另有少量商铺, 目前业务全部在武汉市内。2016—2018 年, 公司房地产开发分别完成投资 75.11 亿元、118.78 亿元和 183.56 亿元, 分别实现合同签约金额 87.36 亿元、85.78 亿元和 174.92 亿元。受益于竣工面积增长与销售价格上升, 2016—2018 年公司房地产销售收入快速增长。2019 年 1—3 月, 公司房地产开发完成投资 42.64 亿元, 实现合同签约金额 11.33 亿元。

表 6 公司商品房销售主要指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
房地产开发完成投资 (万元)	751060.00	1187793.00	1835595.00	426365.00
房屋施工面积 (万平方米)	366.26	427.50	647.17	550.42
房屋竣工 (交房) 面积 (万平方米)	65.02	74.13	104.73	15.23
房屋销售面积 (万平方米)	90.77	63.75	129.81	5.39
平均价格 (元/平方米)	9624.29	13455.67	13475.46	21022.63
合同签约金额 (万元)	873597.00	857799.00	1749249.00	113312.00

资料来源: 公司提供

注: 上表中房地产开发完成投资金额系项目形象进度相关投资 (包含施工方代垫款)

截至 2019 年 3 月底, 公司已完工房地产项目包括幸福时代、汇悦天地二期、汉口秀园等项目, 累计投资 181.31 亿元, 销售额为 379.09 亿元, 销售进度达到 99%。

截至 2019 年 3 月底, 公司在建房地产项目共 17 个, 总投资 242.08 亿元, 已完成投资 111.65 亿元, 未来尚需投入 130.43 亿元。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司主要在建房地产项目 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	已完成投资	2019 年投资计划	项目类别	预计竣工日期
光谷 188 国际社区二期	10.49	4.84	1.92	住宅	2019 年 12 月
菁英城二期	11.55	8.25	1.37	住宅	2019 年 10 月
天汇龙城二期 B 地块	5.47	2.70	1.72	住宅	2021 年 4 月
天汇龙城二期 H 地块				住宅	2021 年 4 月
天汇龙城三期 QA 地块	7.50	3.14	2.35	住宅	2019 年 12 月
天汇龙城三期 QB 地块	8.07	3.72	1.21	住宅	2020 年 12 月
恒达·盘龙湾荷苑二期	8.02	3.55	0.35	住宅	2019 年 12 月
汇悦天地 K4	38.47	14.99	4.28	住宅	2021 年 7 月
光谷 188 三期	20.13	7.73	2.40	住宅	2021 年 8 月
岱山 K1-1	23.37	12.19	4.28	住宅	2021 年 11 月

新荣村地块（云悦邸）	25.65	18.96	1.97	住宅	2020年4月
金沙半岛	21.27	4.96	3.75	住宅	2020年4月
恒融商务中心	9.00	7.94	0.78	商业	2019年12月
天汇四期N地块	15.09	1.62	2.83	住宅	2022年9月
新益村K2	14.00	3.91	5.09	住宅	2022年11月
城开经开	4.00	2.90	1.54	商业	2021年11月
东西湖泾河项目	20.00	10.24	1.02	住宅	2022年12月
合计	242.08	111.65	36.86	--	--

资料来源：公司提供

表8 截至2019年3月底公司主要拟建房地产项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	已完成投资	规划建筑面积	项目类别
汇悦天地K3	5.90	3.43	6.17	住宅
菁英城三期	--	0.67	1.60	住宅
二七城市广场K3	15.92	2.68	29.80	住宅
二七城市广场K1	5.00	9.40	7.15	住宅
汤湖项目	23.00	11.97	14.60	住宅
十大家项目	--	11.66	50.00	住宅
城开经开	5.10	3.33	2.97	商业
江夏金口地块	4.94	0.86	7.27	住宅
黄埔村项目	28.73	13.88	23.36	住宅
五里界	8.93	3.87	8.38	住宅
青山十八街坊	--	8.41	8.82	住宅
经开小军山122M地块	--	3.25	9.38	住宅
常码头K2地块	17.33	7.10	23.35	住宅
新洲-问津地块	15.39	4.08	--	住宅
城开花山武汉玺院项目	--	10.94	--	住宅
合计	--	95.51	--	--

资料来源：公司提供

注：拟建项目主要指物业取得有关土地使用权证但未取得必要建筑工程施工许可或公司就有关地块与有关政府部门签署土地出让合同时的项目

截至2019年3月底，公司拟建项目共15个，除菁英城三期、十大家项目、青山十八街坊、经开小军山122M地块和城开花山武汉玺院项目等5个项目总投资金额暂时无法确定外，其余拟建项目计划总投资130.24亿元。公司拟建项目已完成投资95.51亿元，主要为土地购买支出。

土地储备方面，截至2019年3月底，公司拥有土地储备263.17万平方米，土地出让金总额为183.77亿元。整体看，公司项目和土地储备充足，为房地产开发业务的可持续发展提供了有力保障。同时联合资信也关注到，公司房地产项目和土地储备主要位于武汉市，受武汉市房地产政策及土地市场行情的影响大。

表9 截至2019年3月底公司土地储备情况（单位：平方米、万元）

地块	批准土地用途	土地面积	土地出让金总额
新春村（汇悦天地）	住宅	20005.76	163815.76
盘龙城地块（天汇龙城三期）	住宅	172668.08	15721.38
武汉盘龙城经济开发区	住宅	303910.70	21271.69
黄陂区木兰湖	住宅	30000.00	226.62
二七城市广场K3	住宅	78204.00	118125.00
二七城市广场K1	住宅	20748.00	
盘龙城新项目（300亩）	住宅	173168.50	10844.22

三角湖湖心岛土地	住宅	59600.00	1440.50
三角湖专家公寓土地	办公	102569.22	
荆州 P (2018) 016 号地块	住宅	121025.42	40000.00
咸安区浮山办事处大畈村 (青龙路旁)	住宅	329619.71	14793.38
小军山 69 地块	住宅	64565.25	61015.00
盘龙湾项目	住宅	141567.37	7799.55
光谷 188 地块	住宅	76900.09	79883.00
新益村项目	住宅	86059.54	243360.00
金口项目	住宅	33047.13	7636.00
硚口区常码头改造项目	住宅	162938.00	259530.00
黄浦村地块 (新益村项目)	住宅	26627.31	142400.00
江夏区五里界街毛家畈村地块	住宅	46556.54	36477.00
青山 18 街	住宅	17407.54	80822.00
天汇龙城 (城开) X 地块	住宅	360608.70	15721.38
丹水池 K1 地块	住宅	72317.92	208240.00
黑泥湖地块	住宅	7210.32	15930.00
越城区则水牌 1 号地块	住宅	96892.00	191100.00
归元西 D	住宅	27500.00	101500.00
合计	--	2631717.10	1837652.48

资料来源：公司提供

注：上表中的土地出让金金额与公司存货科目中的土地储备余额统计口径不一致，前者包含公司已完工并交付的房地产开发项目所在土地的成本以及已经取得施工许可证的土地的成本，后者则已剔除前述成本

(4) 其他业务

工程施工

公司工程施工业务经营主体是武汉建开工程总承包有限责任公司（以下简称“建开公司”）。建开公司拥有房屋建筑施工总承包一级、市政公用施工总承包二级、建筑装饰装修工程专业承包一级、建筑装饰工程设计专业承包一级、地基与基础工程专业承包一级、建筑幕墙工程专业承包二级、机电设备安装工程专业承包二级资质。

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建未完工合同共 13 个，合同金额合计 18.04 亿元。

从新签合同量看，2017—2018 年，公司分别新签合同 44 个和 29 个，新签合同金额分别达 7.42 亿元和 11.85 亿元。

建开公司承揽工程采用工程总承包模式，通过公开市场招投标方式获得总承包合同并负责组织施工，同时依据项目特性，在征得业主同意后，部分工程进行专业分包或劳务分包。

建开公司工程施工的结算模式一般为：在

施工合同签订后由建设单位支付一定比例的预付款，一般占合同额的 10~20%；预付全额安全文明施工措施费；正式开工后，按实际完工进度付工程进度款；竣工资料归档手续完成后支付至审定价的 90%~95%，剩余 5%~10% 作为质保金，在办理竣工结算后期满五年后一次性付清支付质保金。

2016—2018 年及 2019 年 1—3 月，公司工程施工业务分别实现收入 3.70 亿元、1.19 亿元、1.90 亿元和 34.79 万元，其中 2017 年收入快速下滑，主要系审计对于关联企业交易进行了合并抵消所致，2019 年 1—3 月由于项目未到结算时点，故收入规模很小；毛利率分别为 7.60%、-63.85%、34.53%和 50.06%，其中，2017 年公司毛利率为负值，主要系关联交易较多，收入进行合并抵消，而对应成本为外购原材料等支出，无法进行抵消所致。

混凝土业务

公司混凝土业务经营主体为武汉城开新兴建材有限责任公司（以下简称“新兴建材公司”），新兴建材公司混凝土销售主要针对武汉

市市政交通和其他建筑施工项目。2017—2018年，新兴建材公司混凝土产量分别为78.56万立方和58.88万立方。

2016—2018年及2019年1—3月，公司分别实现混凝土收入2.30亿元、1.89亿元、2.83亿元和0.43亿元，毛利率分别为16.57%、-5.76%、12.12%和12.60%，其中，2017年公司毛利率为负值，主要系关联交易较多，只抵消收入，未抵消成本所致。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司将加速产业转型与规模化的跨越式发展，推进“大城建、大地产、大金融”的构建。

公司将通过深度融合武汉新型城市化和智慧城市建设，充分利用PPP模式和资本运作方式，引入大规模资本进入公共建设和服务领域，打造集团基础设施及公共配套设施建设、公共事业服务和建筑产业化于一体的“大城建”板块，构建千亿级投资建设平台。

公司未来将积极拓展中心城区高端综合体和区域新城建设业务，涵盖大型住区建设、商务、休闲、娱乐等开发板块，同时介入教育、医疗、文化、旅游等功能性地产设施的建设，打造“大地产”业务板块。

充分发挥互联网优势，利用产业与资本双轮驱动所产生的资本运作效应，形成集团“投资+服务”的互联网金融发展模式。打造以房地产基金、产业基金和股权投资基金为核心的金融投资与管理业务，以及以产业链金融为主的互联网金融服务体系，形成“大金融”业务板块。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对2016—2017年合并财务报表进行了审计，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对2018年合并财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司2019年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，截至2019年3月底，公司拥有合并范围内二级子公司14家。其中，2017年新增一家二级子公司，由于其资产规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至2018年底，公司资产总额1542.01亿元，所有者权益474.29亿元（含少数股东权益12.12亿元）。2018年，公司实现营业收入74.21亿元，利润总额14.02亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额1606.20亿元，所有者权益486.29亿元（含少数股东权益14.00亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入8.29亿元，利润总额0.44亿元。

2. 资产质量

2016—2018年，由于房地产项目和基建项目的持续投入，公司资产规模快速增长，2018年底，公司资产总额1542.01亿元，同比增长28.12%；其中流动资产占64.75%，非流动资产占35.25%，公司资产以流动资产为主。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	157.20	15.18	97.04	8.06	123.25	7.99	118.96	7.41
预付款项	140.46	13.56	145.87	12.12	195.92	12.71	218.96	13.63
其他应收款	184.69	17.83	286.06	23.77	342.88	22.24	323.78	20.16
存货	214.89	20.75	260.35	21.63	320.05	20.76	355.49	22.13
流动资产合计	702.34	67.82	801.84	66.62	998.38	64.75	1036.41	64.53

可供出售金融资产	28.07	2.71	35.82	2.98	48.21	3.13	53.54	3.33
在建工程	281.78	27.21	341.11	28.34	437.54	28.37	443.96	27.64
非流动资产合计	333.31	32.18	401.68	33.38	543.63	35.25	569.79	35.47
资产总额	1035.65	100.00	1203.53	100.00	1542.01	100.00	1606.20	100.00

资料来源：联合资信根据审计报告整理

流动资产

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长19.23%。2018年底，流动资产998.38亿元，同比增长24.51%，主要系预付款项、其他应收款和存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占12.34%）、预付款项（占19.62%）、其他应收款（占34.34%）和存货（占32.06%）构成。

2016—2018年，公司货币资金有所波动，2018年底，货币资金123.25亿元，同比增长27.00%，主要系房地产项目预收房款增加及融资规模扩大所致；货币资金由银行存款（占99.60%）和其他货币资金（占0.40%）构成，其中受限货币资金0.25亿元，为银行承兑汇票保证金，受限比例较低。

预付款项主要是公司预付的施工单位工程款、拆迁补偿款等。2016—2018年，公司预付款项快速增长，年均复合增长18.10%，2018年底，预付款项为195.92亿元，同比增长34.31%，主要系公司房地产项目的预付工程款增加所致。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长36.25%，2018年底为342.88亿元，同比增长19.86%，主要系公司对土地一级开发和基础设施建设项目的代垫款项增加所致。2018年底，公司其他应收款前五名合计占35.02%，主要是公司对武汉市土地整理储备中心城市发展分中心、武汉市公共资源交易管理办公室、武汉地铁地产联合置业公司、武汉万地汉宜房地产开发有限公司和青山区土地整理储备事务中心的款项。公司其他应收款主要为应收武汉市政府单位或国有企业的代垫款项，回款风险较低，但对资金形成占用。从账龄来看，1年以内的占96.46%，3年以上的

占3.54%，账龄较短。

表 11 2018 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

项目	账面余额	占比
武汉市土地整理储备中心城市发展分中心	37.10	10.81
武汉市公共资源交易管理办公室	23.62	6.88
武汉地铁地产联合置业公司	22.96	6.69
武汉万地汉宜房地产开发有限公司	22.79	6.64
青山区土地整理储备事务中心	13.78	4.01
合计	120.24	35.02

资料来源：公司审计报告

2016—2018年，公司存货快速增长，年均22.04%。2018年底，公司存货320.05亿元，同比增长22.93%，增长主要来自房地产项目投入。2018年底，公司存货主要包括在产品（占74.71%）、库存商品（占9.84%）和其他（占15.42%），在产品主要是公司房地产开发成本，包括土地储备合计86.76亿元，库存商品为公司已完工未交付的商品房，其他包括保障房公司的公租房、廉租房和新兴建材公司的发出商品。2018年底，存货计提跌价准备11.91万元，存货中受限部分合计38.62亿元，主要系公司将土地使用权和建筑物抵押贷款所致。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长27.71%。2018年底，非流动资产543.63亿元，同比增长35.34%，主要系在建工程增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占8.87%）、长期应收款（占4.99%）和在建工程（占80.48%）构成。

2016—2018年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长31.05%。2018年底，公司可供出售金融资产48.21亿元，同比增长

34.59%，主要由于公司对武汉城发棚改项目私募投资基金追加投资；可供出售金融资产主要由公司对武汉城发棚改项目私募投资基金、汉口银行股份有限公司和国华人寿保险股份有限公司的股权投资构成。

2016—2018年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长123.42%，2018年底为27.13亿元，同比增长399.17%，主要为子公司武汉城市发展投资有限公司对武汉市土地整理储备中心的代垫款。

在建工程主要为公司的基础设施建设项目，2016—2018年，公司在建工程快速增长，年均复合增长24.61%。2018年底，公司在建工程437.54亿元，同比增长28.27%，主要系公司对东沙项目、武咸公路、青山棚户区改造一期、长江大道（范湖-中南路）、东湖通道和姑嫂树路持续投入所致。

2019年3月底，公司资产总额1606.20亿元，较2018年底增长4.16%，其中流动资产占64.53%，非流动资产占35.47%。2019年3月底，公司流动资产1036.41亿元，较2018年底增长3.81%，主要系存货和预付款项增加所致；公司非流动资产569.79亿元，较2018年底增长4.81%。

总体看，随着公司代建工程、保障房建设和房地产业务规模的逐步扩大，公司资产规模快速增长。资产中存货、其他应收款和在建工程占比高，存货主要为公司房地产开发成本，其他应收款和在建工程主要为公司代垫款项和基建项目投入，对公司资金占用明显。整体看，公司资产流动性一般，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长21.75%。2018年底，公司所有者权益474.29亿元，同比增长41.36%，主要系资本公积增加所致；所有者权益主要由资本公积（占90.92%）和未分配利润（占

5.77%）构成。

2016—2018年，公司资本公积快速增长，年均复合增长31.95%。2018年底，公司资本公积431.21亿元，同比增长45.00%，包括公司将置换债由应付债券调整至资本公积100.97亿元、政府资本金注入9.58亿元、资产注入4.39亿元、城建资金拨付14.34亿元、土地收益返还4.55亿元。

2019年3月底，公司所有者权益486.29亿元，较2018年底增长2.53%，其中资本公积437.26亿元，较2018年底增长1.40%，主要系收到政府拨付的城建资金所致。

总体看，公司所有者权益规模快速增长，以资本公积为主，稳定性较好。

负债

2016—2018年，公司负债总额快速增长，年均复合增长22.14%。2018年底，公司负债1067.72亿元，同比增长23.01%，其中流动负债占39.71%，非流动负债占60.29%，负债结构以非流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长28.41%。2018年底，公司流动负债423.98亿元，同比增长54.60%，主要系其他应付款和预收款项增长所致；公司流动负债主要由预收款项（占41.44%）、其他应付款（占24.42%）和一年内到期的非流动负债（占26.18%）构成。

公司预收款项主要由商品房预售款、房租和工程款构成。2016—2018年，公司预收款项快速增长，年均复合增长24.43%。2018年底，公司预收款项175.71亿元，同比增长35.35%，主要系公司收取青馨居、天汇龙城三期、天成美景、光谷188等商品房销售款所致。

其他应付款主要系公司与政府部门的往来款和资金拆借款。2016—2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长37.34%。2018年底，公司其他应付款为103.52亿元，同比增长166.27%，主要系往来款增长所致。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动

负债快速增长，年均复合增长 23.52%，2018 年底为 111.01 亿元，同比增长 26.55%，主要系公司发行超短期融资券所致；一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 48.47%）、一年内到期的应付债券（占 39.80%）和一年内到期的长期应付款（占 11.73%）构成。

2016—2018 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 18.48%。2018 年底，非流动负债 643.74 亿元，同比增长 8.42%；非流动负债主要由长期借款（占 46.35%）、应付债券（占 19.23%）、长期应付款（占 16.27%）和专项应付款（占 18.12%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 19.20%，主要系保证借款增加所致，用于商品房开发项目和基础设施建设项目。2018 年底，公司长期借款为 298.38 亿元，同比增长 7.78%，主要由信用借款、抵押借款、保证借款、质押借款构成。

2016—2018 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 25.65%，2018 年底应付债券为 123.77 亿元，同比下降 53.80%，主要系地方政府置换债券调整转入资本公积和专项应付款所致；公司应付债券由中期票据、境外债和资产支持专项计划构成。

2016—2018 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 251.61%，2018 年底为 104.71 亿元，同比增长 236.08%，主要系公司增加长江养老-武汉地产棚户区改造债权投资计划、中银城市发展（天津）投资有限公司（武汉棚改项目私募投资基金）、泰康资产管理有限责任公司（武汉地产棚改项目债权投资）融资款和来自中国外贸金融租赁有限公司的租赁款所致。

2016—2018 年，公司专项应付款快速增长，年均复合增长 169.03%，2018 年底为 116.63 亿元，同比增长 554.08%，主要系地方政府置换债资金、地方债资金、棚改二期青山区财政资金、武汉市武昌区国棉二厂宿舍棚户区改造项目、武汉市武昌区武咸包片棚户区改造项目

以及武汉市铁塔厂储备项目专项债券的增加所致。

2019年3月底，公司负债总额1119.91亿元，较2018年底增长4.89%，其中流动负债占36.10%，非流动负债占63.90%；流动负债总额404.27亿元，较2018年底下降4.65%，主要系一年内到期的非流动负债下降所致；非流动负债总额715.64亿元，较2018年底增长11.17%，主要来自长期借款和长期应付款的增长。

从有息债务看，2016—2018年，公司全部债务不断增长，年均复合增长20.72%，2018年底为757.16亿元，同比增长13.00%。公司有息债务以长期债务为主，2018年底长期债务占84.50%。2019年3月底，公司全部债务800.37亿元，较上年底增长5.71%，其中长期债务占88.92%。

表12 公司债务构成及债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
短期债务	74.46	91.47	117.33
长期债务	445.12	578.60	639.82
全部债务	519.57	670.07	757.16
资产负债率	69.10	72.12	69.24
全部债务资本化比率	61.89	66.63	61.49
长期债务资本化比率	58.18	63.30	57.43

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

注：将长期应付款和专项应付款中有息部分调整至长期债务核算

从债务指标看，2016—2018年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所波动，2018年底分别为69.24%、61.49%和57.43%。2019年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.72%、62.21%和59.41%，较2018年底均有所上升。

有息债务到期分布方面，2019—2021年，公司分别需要偿付的有息债务为117.33亿元、177.40亿元和144.07亿元。

总体看，近年来，公司债务规模大幅增长，债务负担较重；随着代建类项目和房地产项目

的持续投入，公司将面临较大的对外融资压力。

4. 盈利能力

2016—2018年，随着房屋销售收入增长，公司营业收入快速增长，分别为48.61亿元、70.81亿元和74.21亿元；同期，公司营业成本波动增长，分别为31.88亿元、47.43亿元和46.26亿元。2016—2018年，公司营业利润率分别为25.91%、25.75%和28.95%。

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用分别为7.03亿元、6.82亿元和9.53亿元，2018年期间费用同比增长39.76%，主要系财务费用增长所致。2016—2018年，公司期间费用率分别为14.47%、9.63%和12.85%。

公司非经常性损益主要来自投资收益和营业外收入。2016—2018年，受权益法核算的长期股权投资收益和处置可供出售金融资产投资的收益波动所致，公司投资收益有所波动，分别为2.10亿元、0.69亿元和2.36亿元；2016—2018年，受政府补助不断减少所致，公司营业外收入不断下降，分别为0.78亿元、0.14亿元和0.05亿元。近三年，公司非经常性损益分别为2.88亿元、0.83亿元和2.41亿元，分别占利润总额的9.33%、34.46%和17.19%。

2016—2018年，公司营业利润分别为7.66亿元、12.16亿元和14.32亿元；同期，公司利润总额分别为8.35亿元、12.25亿元和14.02亿元。

从盈利指标看，2016—2018年，公司总资产收益率分别为1.09%、1.14%和1.32%，净资产收益率分别为1.93%、2.57%和2.18%。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	48.61	70.81	74.21
营业成本	31.88	47.43	46.26
投资收益	2.10	0.69	2.36
营业利润	7.66	12.16	14.32
营业外收入	0.78	0.14	0.05
利润总额	8.35	12.25	14.02
营业利润率	25.91	25.75	28.95
总资产收益率	1.05	1.14	1.32

净资产收益率	1.93	2.57	2.18
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理			

2019年1—3月，公司实现营业收入8.29亿元，相当于2018年全年营业收入的11.17%，实现利润总额0.44亿元；同期，公司营业利润率为38.36%，较2018年增加9.41个百分点。

总体来看，受房屋销售收入增长较快影响，公司营业收入和利润总额持续增长，但盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为86.85亿元、90.75亿元和117.24亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为75.29亿元、86.00亿元和111.32亿元，主要为房地产项目销售回款；近三年，公司现金收入比分别为154.90%、121.44%和150.01%，收入实现质量较好；同期，公司经营活动现金流出量分别为161.58亿元、124.98亿元和148.80亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金流分别为75.24亿元、8.31亿元和46.15亿元，2018年同比增长455.43%，主要系支付的往来款增加所致。受公司房地产开发项目投入以及往来款支出规模较大影响，2016—2018年，公司经营活动现金流量净额持续为负，分别为-74.73亿元、-34.23亿元和-31.56亿元。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	86.85	90.75	117.24
经营活动现金流出量	161.58	124.98	148.80
经营活动现金流量净额	-74.73	-34.23	-31.56
投资活动现金流量净额	-32.85	-167.65	-105.65
筹资活动现金流量净额	96.85	141.82	163.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动产生的现金流入量快速下降，分别为56.30亿元、37.21亿元和12.95亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金分别为56.20亿

元、30.52亿元和11.08亿元；同期，公司投资活动现金流出量分别为89.15亿元、204.87亿元和118.60亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金分别为48.21亿元、177.25亿元和92.24亿元，主要是公司基建项目投入。2016—2018年，公司投资活动现金流量净额分别为-32.85亿元、-167.65亿元和-105.65亿元。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量分别为206.90亿元、307.69亿元和371.43亿元，其中取得借款收到的资金分别为161.67亿元、246.97亿元和326.51亿元；同期，公司筹资活动现金流出量分别为110.06亿元、165.86亿元和208.34亿元，2018年，公司支付其他与筹资活动有关的现金下降较多，主要系2018年公司向武汉市土地整理储备中心城市发展分中心支付土地整理费用减少所致。2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为96.85亿元、141.82亿元和163.09亿元。

2019年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-25.87亿元，投资活动现金流量净额为-18.84亿元，筹资活动现金流量净额为40.43亿元。

总体来看，受房地产项目投入和往来款支出影响，公司经营净现金流持续为负；受代建项目支出影响，公司投资性净现金流持续为负；未来，随着公司房地产项目、代建项目和保障房项目投入的不断增长，公司存在较大的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2018年底分别为235.48%和159.99%，分别同比下降56.90和37.46个百分点。2018年底，公司现金类资产为123.25亿元，为同期短期债务的1.05倍；公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。考虑到公司现金类资产充足，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA快速增长，分别为11.73亿元、15.44亿元和19.59亿元；同期，全部债务/EBITDA倍数不断下降，分别为44.31倍、43.39倍和38.65倍；EBITDA利息倍数分别为0.48倍、0.73倍和1.00倍。EBITDA对全部债务的保障能力较弱。

截至2019年3月底，公司共获得银行授信总额为379.35亿元，已使用257.11亿元，尚未使用122.24亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保共4笔，被担保企业为公司重要关联方，对外担保余额17.94亿元，担保比率为3.69%。公司或有负债风险可控。

表15 截至2019年3月底公司对外担保（单位：亿元）

被担保企业	担保余额	担保期限
武汉市城乡统筹示范区投资开发有限公司	10.00	2016/5/26-2021/5/25
	4.00	2017/6/21-2020/5/27
	1.00	2017/7/19-2020/5/27
武汉地铁地产联合置业有限公司	2.94	2018/6/29-2021/6/28
合计	17.94	--

资料来源：公司提供

考虑到公司是武汉市重要的市政基础设施项目建设和保障房建设与运营主体，在资本金注入、城建资金拨付、土地整理收益返还以及政府债务置换等方面获得政府的有力支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务分析

截至2019年3月底，母公司资产规模为971.66亿元，较2018年底增长3.25%。其中，流动资产446.97亿元。从构成看，流动资产主要由其他应收款、预付款项和货币资金构成，非流动资产主要由在建工程和可供出售金融资产构成。

截至2019年3月底，母公司所有者权益为362.33亿元，较2018年底增长2.68%。其中，资本公积占97.33%。母公司所有者权益较

为稳定。

截至 2019 年 3 月底，母公司负债规模为 609.33 亿元，较 2018 年底增长 3.60%，主要由非流动负债构成。其中，非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2019 年 3 月底，母公司资产负债率为 62.71%，与 2018 年底保持持平。母公司负债水平较高。

2018 年，母公司实现营业收入 1.35 亿元，营业成本为 0.79 亿元。母公司 2018 年净利润为 0.99 亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行规模为 7 亿元，相当于 2019 年 3 月底公司长期债务的 0.98%、全部债务的 0.87%。本期中期票据的发行对公司现有债务影响小。

2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.72%、62.21% 和 59.41%。不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 69.86%、62.41% 和 59.64%。考虑到本期中期票据的发行用于偿还公司到期债务，公司实际的债务负担低于上述指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 11.73 亿元、15.44 亿元和 19.59 亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的 1.68 倍、2.21 倍和 2.80 倍，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强；2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 86.85 亿元、90.75 亿元和 117.24 亿元，分别为本期中期票据的 12.41 倍、12.96 倍和 16.75 倍，经营活动产生的现金流入量对本期中期票据的保障能力强；2016—2018 年，公司经营活动净现金流持续为负，对本期中期票据无保障能力。总体看，公司经营活动

现金流入量对本期中期票据的保障能力强，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

十、结论

公司作为武汉市国资委履行出资人职责的 18 家市属企业中四家龙头企业之一，主要负责武汉市重大市政基础设施建设以及保障房建设与运营，同时利用自身品牌影响力及业务经营优势开展房地产开发业务，业务定位明确，区域竞争优势显著；在资本金及资产注入、城建资金拨付以及政府债务置换等方面获得武汉市人民政府的持续有力支持。

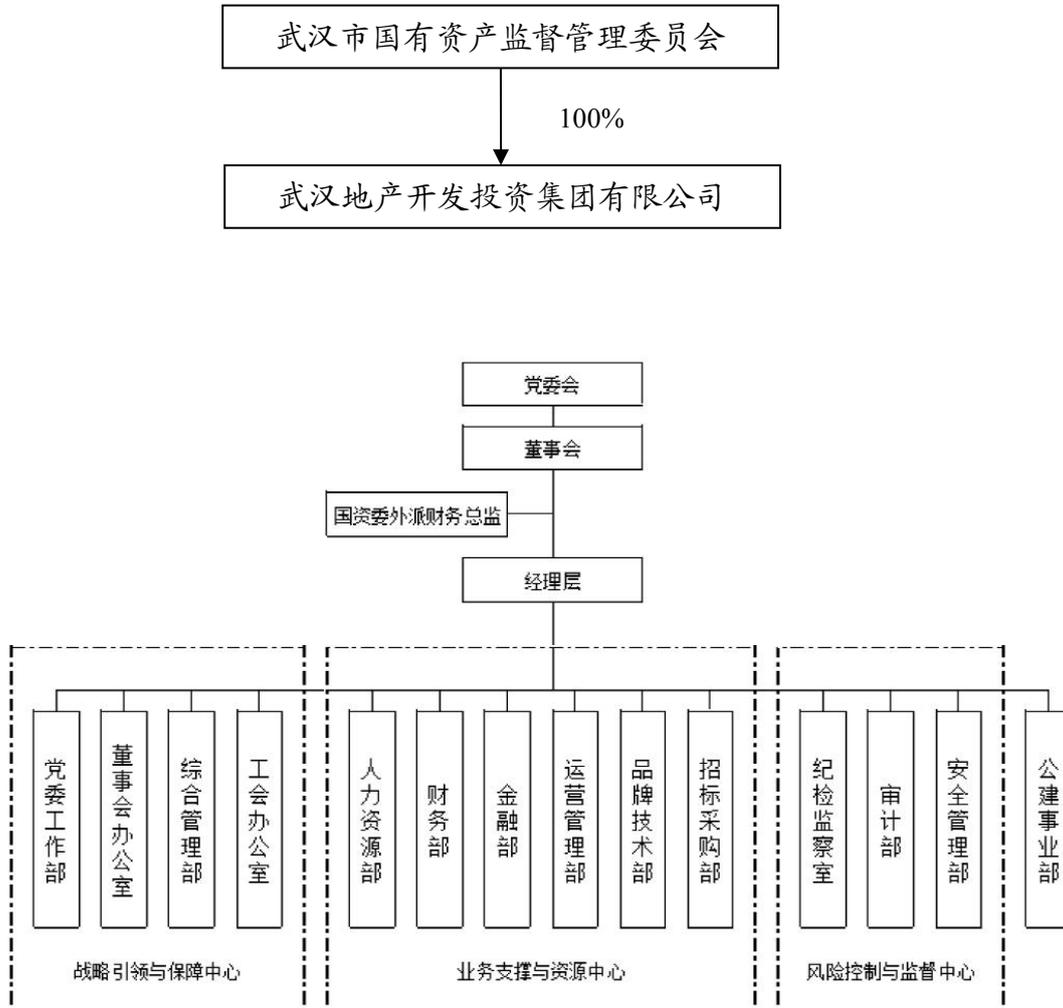
近年来，受基础设施及保障房建设、房地产开发规模的逐步扩大，公司资产总额快速增长；资产中存货、其他应收款和在建工程占比高，对公司资金占用明显，公司整体资产质量一般；债务负担较重。公司房地产业务规模持续扩张，商品房销售收入快速增长，公司整体收入及利润水平不断提升。同时，受公司因代建工程、保障房建设以及房地产业务持续扩张影响，公司经营活动和投资活动净现金流持续为负，对外融资需求大。

未来随着武汉市经济的发展，公司市政基础设施及保障房建设以及房地产开发业务的推进，公司的收入有望保持快速增长。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

综合评估，联合资信认为本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底公司合并范围内二级子公司情况

公司名称	实收资本 (万元)	直接持股比例 (%)	主营业务
武汉地产控股有限公司	20000.00	100.00	房地产开发
武汉地产集团东方物业管理有限公司	1010.00	100.00	物业管理
武汉地产车城开发投资有限公司	7000.00	70.00	房地产开发
武汉城开新兴建材有限责任公司	3000.00	66.66	材料销售
武汉市保障性住房投资建设有限公司	25271.50	79.14	房地产开发
武汉琴台资产经营管理有限公司	1000.00	100.00	资产管理
武汉建开工程总承包责任有限公司	7100.00	100.00	工程施工
武汉城星联合科技发展有限公司	2000.00	51.00	材料生产研发和技术服务
武汉地产集团市政建设管理有限公司	10000.00	100.00	建筑
武汉城市发展投资有限公司	20000.00	100.00	土地一级开发；房地产开发
武汉市人防工程专用设备有限责任公司	1000.00	100.00	制造业
武汉时代建筑设计有限公司	600.00	39.17	设计咨询
云端武汉互联网产业投资发展有限公司	5000.00	100.00	信息传输、软件和信息技术服务
武汉城发投资基金管理有限公司	5000.00	55.00	基金管理投资

资料来源：公司提供

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	157.22	97.05	123.25	118.96
资产总额(亿元)	1035.65	1203.53	1542.01	1606.20
所有者权益(亿元)	319.97	335.52	474.29	486.29
短期债务(亿元)	74.46	91.47	117.33	88.66
长期债务(亿元)	445.12	578.60	639.82	711.70
全部债务(亿元)	519.57	670.07	757.16	800.37
营业收入(亿元)	48.61	70.81	74.21	8.29
利润总额(亿元)	8.35	12.25	14.02	0.44
EBITDA(亿元)	11.73	15.44	19.59	--
经营性净现金流(亿元)	-74.73	-34.23	-31.56	-25.87
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.67	18.32	17.51	--
存货周转次数(次)	0.15	0.20	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	154.90	121.44	150.01	339.58
营业利润率(%)	25.91	25.75	28.95	38.36
总资本收益率(%)	1.09	1.14	1.32	--
净资产收益率(%)	1.93	2.57	2.18	--
长期债务资本化比率(%)	58.18	63.30	57.43	59.41
全部债务资本化比率(%)	61.89	66.63	61.49	62.21
资产负债率(%)	69.10	72.12	69.24	69.72
流动比率(%)	273.16	292.38	235.48	256.36
速动比率(%)	189.58	197.45	159.99	168.43
经营现金流动负债比(%)	-29.06	-12.48	-7.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	44.31	43.39	38.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.48	0.73	1.00	--

注：1. 公司 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 公司长期应付款和专项应付款的有息部分已调整至长期债务

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 武汉地产开发投资集团有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

武汉地产开发投资集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

武汉地产开发投资集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对武汉地产开发投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，武汉地产开发投资集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注武汉地产开发投资集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现武汉地产开发投资集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对武汉地产开发投资集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如武汉地产开发投资集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对武汉地产开发投资集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与武汉地产开发投资集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。