

信用等级公告

联合〔2020〕3593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相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持武汉地产开发投资集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“16武汉地产MTN001”“16武汉地产MTN002”“16武汉地产MTN003”“17武汉地产MTN001”“17武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN001”“18武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN003”和“20武汉地产MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



武汉地产开发投资集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	上次评级	本次评级展望	上次评级展望
发行人主体	AAA	AAA	稳定	稳定
16 武汉地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	稳定
16 武汉地产 MTN002	AAA	AAA	稳定	稳定
16 武汉地产 MTN003	AAA	AAA	稳定	稳定
17 武汉地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	稳定
17 武汉地产 MTN002	AAA	AAA	稳定	稳定
18 武汉地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	稳定
18 武汉地产 MTN002	AAA	AAA	稳定	稳定
18 武汉地产 MTN003	AAA	AAA	稳定	稳定
20 武汉地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
16 武汉地产 MTN001	15.00	15.00	2021/06/20
16 武汉地产 MTN002	10.00	10.00	2021/06/20
16 武汉地产 MTN003	10.00	10.00	2021/07/22
17 武汉地产 MTN001	5.00	5.00	2022/09/04
17 武汉地产 MTN002	4.00	4.00	2022/09/04
18 武汉地产 MTN001	7.00	7.00	2023/07/23
18 武汉地产 MTN002	6.00	6.00	2023/08/23
18 武汉地产 MTN003	20.00	20.00	2033/11/22
20 武汉地产 MTN001	7.00	7.00	2025/01/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020年9月8日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
			偿债能力	3
调整因素和理由				调整子级
政府支持				3

评级观点

武汉地产开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）是湖北省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，主要负责武汉市的重大市政基础设施建设和保障房建设与运营等业务，同时开展房地产开发业务，业务定位明确，区域地位突出。跟踪期内，公司在城建资金拨付、土地收益返还以及政府债券资金拨付等方面持续得到武汉市政府的大力支持。同时，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、经营性现金流持续净流出以及经营受到新冠肺炎疫情冲击等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司建设项目的持续投入、经营规模的扩张以及疫情后武汉市经济的复苏，公司的收入规模有望稳步增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“16武汉地产MTN001”“16武汉地产MTN002”“16武汉地产MTN003”“17武汉地产MTN001”“17武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN001”“18武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN003”和“20武汉地产MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 区域地位突出。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，是武汉市重要的市政基础设施建设和保障房建设运营主体，房地产开发业务在武汉市具有明显的区域优势。
2. 持续得到政府支持。跟踪期内，公司持续得到武汉市政府在城建资金拨付、土地收益返还以及政府债券资金拨付等方面的大力支持。

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：张建飞 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

3. **经营状况良好。**2019 年，公司营业收入规模进一步增长，资产和所有者权益总额均平稳增长。

关注

1. **房地产开发业务易受外部因素影响。**公司房地产业务易受宏观调控、房地产政策及土地市场等因素影响，存在一定不确定性；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，公司房屋销售规模有所下降。
2. **公司资产流动性较弱。**公司资产中应收类款项、房地产开发项目和基础设施建设项目占比大。
3. **债务负担较重。**跟踪期内，公司债务规模不断持续增长，2020 年 3 月底，公司全部债务 910.74 亿元，全部债务资本化比率为 63.27%。
4. **现金流对外部融资依赖大。**公司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；受房地产及代建项目持续投入影响，跟踪期内，公司经营和投资活动现金流持续大额净流出，外部融资需求大。
5. **新冠肺炎疫情对武汉市及公司经营带来一定影响。**受新冠肺炎疫情影响，2020 年武汉市经济发展及财政实力均受到较大影响；预计公司 2020 年经营情况受新冠肺炎疫情和支持复工复产等政策影响，有一定下行压力。联合资信将持续关注武汉市经济恢复和公司经营情况。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	97.05	123.25	135.83	132.33
资产总额（亿元）	1203.53	1542.01	1792.94	1805.46
所有者权益（亿元）	335.52	474.29	527.21	528.63
短期债务（亿元）	91.47	117.33	137.16	82.02
长期债务（亿元）	578.60	639.82	742.88	828.71
全部债务（亿元）	670.07	757.16	880.04	910.74
营业收入（亿元）	70.81	74.21	99.40	6.84
利润总额（亿元）	12.25	14.02	14.27	0.36
EBITDA（亿元）	15.44	19.59	21.26	--
经营性净现金流（亿元）	-34.23	-31.56	-49.36	-10.50
现金收入比（%）	121.44	150.01	105.52	222.05
营业利润率（%）	25.75	28.95	22.24	20.18
净资产收益率（%）	2.57	2.18	1.89	--
资产负债率（%）	72.12	69.24	70.59	70.72

全部债务资本化比率(%)	66.63	61.49	62.54	63.27
流动比率(%)	292.38	235.48	234.52	270.31
速动比率(%)	197.45	159.99	128.86	143.75
经营现金流流动负债比(%)	-12.48	-7.44	-9.47	--
现金短期债务比(倍)	1.06	1.05	0.99	1.61
EBITDA 利息倍数(倍)	0.73	1.00	0.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	43.39	38.65	41.39	--

公司本部				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	810.91	941.03	1031.87	1021.86
所有者权益(亿元)	236.76	352.88	391.29	392.01
全部债务(亿元)	505.40	447.71	452.07	453.96
营业收入(亿元)	1.61	1.35	5.29	0.16
利润总额(亿元)	0.08	1.00	0.03	-0.28
资产负债率(%)	70.80	62.50	62.08	61.64
全部债务资本化比率(%)	68.10	55.92	53.60	53.66
流动比率(%)	293.65	181.11	190.16	192.69
经营现金流流动负债比(%)	0.20	-0.16	0.46	--

注: 1. 2020年一季度财务数据未经审计; 2. 已将长期应付款和专项应付款中有息部分调整至有息债务核算; 3. 未获取母公司资本化利息, 用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替计算相关指标

评级历史:

债项名称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 武汉地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/28	张建飞 马颖 丁晓	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文
16 武汉地产 MTN001、 16 武汉地产 MTN002、 16 武汉地产 MTN003、 17 武汉地产 MTN001、 17 武汉地产 MTN002、 18 武汉地产 MTN001、 18 武汉地产 MTN002、 18 武汉地产 MTN003	AAA	AAA	稳定	2019/06/28	张建飞 马颖 丁晓	城市基础设施投资企业主体信用评级方法(2018年) 城投行业企业主体信用评级模型(2016年)	阅读全文

18 武汉地 产 MTN003	AAA	AAA	稳定	2018/08/11	崔俊凯 顾喆彬	城市基础设施 投资企业主体 信用评级方法 (2017年) 城投行业企业 主体信用评级 模型(2016 年)	阅读原文
18 武汉地 产 MTN002	AAA	AAA	稳定	2018/06/15	顾喆彬 崔俊凯	城市基础设施 投资企业主体 信用评级方法 (2017年) 城投行业企业 主体信用评级 模型(2016 年)	阅读原文
18 武汉地 产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2018/06/15	顾喆彬 崔俊凯	城市基础设施 投资企业主体 信用评级方法 (2017年) 城投行业企业 主体信用评级 模型(2016 年)	阅读原文
17 武汉地 产 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/08/23	崔俊凯 顾喆彬	基础设施建 设投资企业信 用分析要点 (2015年)	阅读原文
17 武汉地 产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/08/23	崔俊凯 顾喆彬	基础设施建 设投资企业信 用分析要点 (2015年)	阅读原文
16 武汉地 产 MTN001/16 武汉地产 MTN002/16 武汉地产 MTN003	AAA	AAA	稳定	2017/07/24	崔俊凯 顾喆彬	基础设施建 设投资企业信 用分析要点 (2015年)	--
16 武汉地 产 MTN003	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2015/10/19	车驰 崔俊凯	基础设施建 设投资企业信 用分析要点 (2015年)	阅读全文
16 武汉地 产 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2015/10/19	车驰 崔俊凯	城投债评级 方法及风险点 简介(2010年)	阅读全文
16 武汉地 产 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2015/10/13	车驰 崔俊凯	城投债评级 方法及风险点 简介(2010年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

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，符合真实性、准确性和完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于武汉地产开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构和经营范围未发生变化。截至2020年3月底，公司注册资本和实收资本均为10.00亿元，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”）持有公司100%股权，是公司的唯一股东和实际控制人。

截至2020年3月底，公司本部内设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等合计14个职能部门，公司合并范围内拥有子公司15家。

截至2019年底，公司资产总额1792.94亿元，所有者权益合计527.21亿元（其中少数股东权益14.36亿元）；2019年，公司实现营业收入99.40亿元，利润总额14.27亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1805.46亿元，所有者权益528.63亿元（其中少数股东权益14.95亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入6.84亿元，利润总额0.36亿元。

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：付明贵。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2020年3月底，联合资信所评公司存续债券包括“16武汉地产MTN001”“16武汉地产MTN002”“16武汉地产MTN003”“17武汉地产MTN001”“17武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN001”“18武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN003”和“20武汉地产MTN001”，债券余额合计84.00亿元。跟踪期内，除“20武汉地产MTN001”尚未到付息期外，公司已按期足额支付相关存续债券的当期利息；截至评级报告出具日，存续债券的募集资金已按计划使用完毕。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限
16 武汉地产 MTN001	15.00	15.00	2016/06/20	5
16 武汉地产 MTN002	10.00	10.00	2016/06/20	5
16 武汉地产 MTN003	10.00	10.00	2016/07/22	5
17 武汉地产 MTN001	5.00	5.00	2017/09/04	5
17 武汉地产 MTN002	4.00	4.00	2017/09/04	5
18 武汉地产 MTN001	7.00	7.00	2018/07/23	5
18 武汉地产 MTN002	6.00	6.00	2018/08/23	5
18 武汉地产 MTN003	20.00	20.00	2018/11/22	10+5
20 武汉地产 MTN001	7.00	7.00	2020/01/17	5

注：“18 武汉地产 MTN003”附有发行人第10年调整票面利率选择权和投资者回售选择权

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至2019年底，上述存续债券募集资金使用情况如下表所示。

表2 截至2019年底募集资金用途及募投项目进展情况（单位：亿元）

债券简称	募集资金用途	募投项目总 投资	截至2019年底已 投资	项目进展
16 武汉地产 MTN001	光谷188国际社区一期、汇悦天地一期、天汇龙城一期建设	25.89	25.89	项目已完结
16 武汉地产 MTN002	汉口城市广场四期、五期建设	17.50	17.50	项目已完结
16 武汉地产 MTN003	汇悦天地二期普通商品房建设	14.22	14.22	项目已完结

17 武汉地产 MTN001	天汇龙城二期 G 地块、天汇龙城三期 O 地块项目	15.02	15.02	项目已完工
17 武汉地产 MTN002	菁英城一期和菁英城二期商品房建设	22.60	15.88	已完工
18 武汉地产 MTN001	天汇龙城三期 QA 地块、天汇龙城三期 H 地块及天汇龙城三期 QB 地块项目	18.88	9.55	天汇龙城三期 QA 地块已完工，其他在建
18 武汉地产 MTN002	岱山 K1-1 商品房项目	23.37	11.00	在建
18 武汉地产 MTN003	偿还到期债务	--	--	--
20 武汉地产 MTN001	偿还到期债务	--	--	--

注：“汇悦天地”二期普通商品房项目建设开发已投并未包含涉及项目周边的绿化等设施投资
资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未

消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 3 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比

上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增

速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为 -7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为 -5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长 -3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长 -3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长 -3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长 -1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长 -6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长 -1.3%，其中一季度增长 -8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长 -12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0% 和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 -6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9% 和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期

扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087% 和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572% 和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降，收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长 -10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长 -11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长 -8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同

比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020年上半年全国一般公共预算支出11.64万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降30.0%）、节能环保支出（下降15.4%）、交通运输支出（下降13.3%）、科学技术支出（下降12.2%）、教育支出（下降7.6%）。2020年上半年财政收支缺口2.02万亿元，较一季度缺口（0.93万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6月调查失业率5.7%，较3月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高2月份的6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至3.75万亿元（较上年增加1.6万亿元，增幅74.4%），并加快发行使用进度和使用范

围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债1万亿元，增加赤字预算1万亿元至3.76万亿元，赤字率3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调LPR报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额400亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额4000亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6月国务院要求推动金融机构向企业让利1.5万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%，再贴现利率为2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济及政策前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大

力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大(-11.7%)，下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

五、行业与区域经济

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居

环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中

在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，

由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指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。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 4 2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25% 降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	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

资料来源：联合资信整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、

数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 房地产行业分析

(1) 房地产行业概况

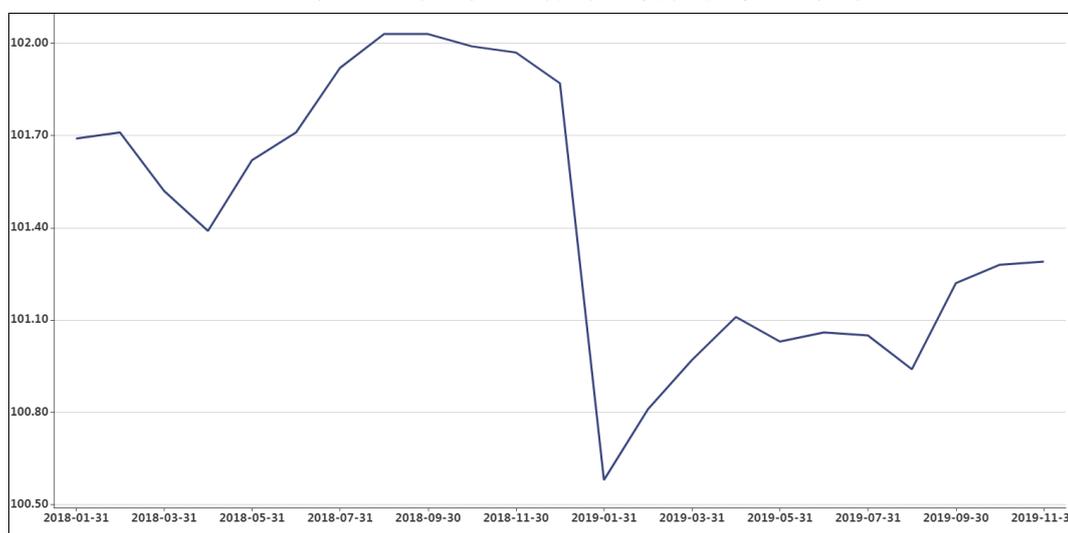
2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的

居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图1 2018年-2019年11月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平

方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2

月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。进入2019年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍将下行。同时，本次疫情对在建设项目复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给

予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019年，房地产开发企业土地购置面积2.58亿平方米，同比下降11.40%，相较2018年累计同比增长14.20%的增速下滑25.60个百分点；土地成交价款14709.28亿元，累计同比下降8.70%，相较于2018年累计同比增长18.00%的增速下滑26.70个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019年1-3月，土地市场较为冷清；4月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019年，房地产开发到位资金合计17.86万亿元，同比增长7.60%，增速相较2018年回升1.20个百分点。其中，国内贷款合计2.52万亿元，同比增长5.10%，国内贷款增速于2018年全年维持负增长，于2019年3月增速开始转正，全年增速较2018年回升10.00个百分点；自筹资金合计5.82万亿元，同比增长4.20%，增速较2018年下滑5.50个百分点；其他资金合计9.50万亿元，同比增长10.49%，增速较2018年提升2.65个百分点。

表5 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%

其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

(3) 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月

全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。

表 6 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：
第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险

提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。

表 7 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监会（2019）23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率

2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济环境

2019年，武汉市经济持续稳步发展，一般公共预算收入小幅增长。受新冠肺炎疫情影响，2020年上半年武汉市各项经济及财政指标均同比下降，随着新冠疫情逐步得到控制，武汉市的经济将逐步恢复。

根据《2019年武汉市国民经济和社会发展统计公报》，2019年武汉市实现地区生产总值16223.21亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%；其中第一产业增加值378.99亿元，第二产业增加值5988.88亿元，第三产业增加值9855.34亿元，三次产业结构为2.3:36.9:60.8。2019年，按常住人口计算，武汉市人均地区生产总值14.55万元。

从固定资产投资来看，2019年武汉市固定资产投资（不含农户）同比增长9.8%。按产业分，第一产业投资增长84.5%，第二产业投资增长11.8%，第三产业投资增长8.7%。

房地产开发方面，2019年武汉市全年房地产开发投资同比增长6.7%，其中住宅投资增长11.6%，办公楼投资下降3.7%，商业营业用房投资下降16.2%。2019年，武汉市房屋施工面积13556.46万平方米，同比增长15.3%，其中本年新开工面积3430.84万平方米，增长10.4%；全年房屋竣工面积697.50万平方米，增长52.1%。保障性住房建设方面，2019年武汉市城中村改造、棚户区改造分别完成1.26万户和2.51万户，保障性住房投资198.03亿元，建成保障性住房2.78万套。

根据《关于2019年全市和市本级预算执行情况与2020年全市和市本级预算草案的报告》，2019年武汉市完成一般公共预算收入1564.12亿元，同比增长2.3%，其中税收收入1320.34亿

元，占一般公共预算收入的84.41%，一般公共预算收入质量较好；一般公共预算支出2237.10亿元，财政自给率为69.92%。2019年，武汉市完成政府性基金收入1744.39亿元，同比下降8%。截至2019年底，武汉市地方政府债务余额3376.70亿元，其中一般债务余额1444.84亿元，专项债务余额1931.86亿元。

根据武汉市统计局发布的数据，2020年1—6月，武汉市地区生产总值按可比价格计算，较上年同期下降19.5%，降幅较2020年一季度大幅收窄；同期，武汉市规模以上工业增加值较上年同期下降20.1%，降幅较2020年一季度收窄19.6个百分点；固定资产投资较上年同期下降48.5%，较2020年一季度收窄33.1个百分点。2020年1—6月，武汉市完成一般公共预算收入590.34亿元，同比下降37.8%，其中税收收入524.00亿元，同比下降35.8%。

六、基础素质分析

跟踪期内公司继续得到武汉市政府在城建资金拨付、土地收益返还和政府债券资金拨付等方面的大力支持。

公司是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。2019年，公司收到武汉市政府拨入的城建资金12.16亿元、国有资本投入0.78亿元、土地收益返还17.81亿元、公租房财政拨款0.44亿元、划入廉租房0.67亿元和保障性住房专项建设资金0.62亿元，此外公司收到5.00亿元政府债券资金用于东湖通道（红庙立交—梅园）和后湖地区基础设施配套项目建设，上述资金合计37.47亿元，计入“资本公积”。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社

会信用代码:91420100737546008W),截至2020年9月5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。

七、管理分析

跟踪期内,根据《关于付明贵、王建国同志职务的通知》(武干〔2020〕53号),付明贵任公司董事长和党委书记,免去其公司总经理职务。截至评级报告出具日,公司总经理岗位人员空缺。

跟踪期内,公司在法人治理结构和管理制度方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主营市政基础设施建设、保障房建设运营和房地产开发等业务。2019年,公司营业收入大幅增长,毛利率有所下降。

2019年,公司实现营业收入99.40亿元,同

比增长33.95%,主要来自房屋销售收入的增长;房屋销售收入是公司收入的主要来源,占比超过85%,2019年为84.53亿元,同比增长31.46%;工程施工业务实现收入4.04亿元,同比增加2.14亿元;混凝土销售收入1.84亿元,同比下降35.02%,系混凝土销量下降所致。此外,公司还开展物业管理、房屋租赁、资金拆借等业务,2019年实现房屋租赁收入2.10亿元,资金拆借利息收入3.94亿元。

毛利率方面,2019年公司综合毛利率为32.24%,同比下降5.42个百分点;其中房屋销售业务毛利率为31.98%,同比下降4.92个百分点,系材料成本增长所致;工程施工业务毛利率为18.48%,同比下降16.05个百分点,系施工所需原材料成本上升所致;混凝土销售业务毛利率为14.38%,同比上升2.26个百分点。

2020年1-3月,受新冠肺炎疫情影响,公司实现业务收入6.84亿元,相当于2019年全年收入的6.88%,同比减少1.61亿元,其中房屋销售收入为6.19亿元;综合毛利率为30.74%。

表8 公司营业收入及毛利率构成情况(单位:亿元、%)

业务	2018年			2019年			2020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
主营业务:	71.28	96.06	36.44	92.79	93.35	31.74	6.68	97.72	32.82
房屋销售	64.30	86.65	36.90	84.53	85.04	31.98	6.19	90.49	34.72
工程结算	1.90	2.56	34.53	4.04	4.07	18.48	0.00	0.01	100.00
混凝土销售	2.83	3.82	12.12	1.84	1.85	14.38	0.17	2.41	13.62
物业管理	1.03	1.39	18.14	0.95	0.96	6.30	0.11	1.57	-83.00
设计、咨询	0.30	0.41	76.53	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
其他	0.92	1.24	90.65	1.43	1.44	94.17	0.22	3.23	49.99
其他业务:	2.92	3.94	67.36	6.61	6.65	39.31	0.16	2.28	-58.49
房屋租赁	1.57	2.11	55.86	2.10	2.11	51.43	0.00	0.01	-14094.73
管理费	0.06	0.08	93.6	0.07	0.07	84.77	0.00	0.00	--
其他	1.30	1.75	80.07	4.44	4.47	94.18	0.15	2.26	22.33
合计	74.21	100	37.66	99.40	100.00	32.24	6.84	100.00	30.74

注:主营业务-其他包括项目管理费和基金管理费等收入,其他业务-其他主要为担保费和资金拆借利息
资料来源:公司提供

2. 业务经营分析

(1) 基础设施建设

公司市政基础设施建设业务分为租用、委托经营和财政资金补偿建设成本三种模式。跟踪期内,公司继续承接武汉市区域内的基础设施项目建设,并持续获得政府的城建资金拨付和土地收益返还。公司已完工未决算项目规模

较大,受政府资金拨付影响较大。

公司是武汉市重要的市政基础设施建设主体,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、委托经营和财政资金补偿建设成本等模式,以平衡公司项目支出。

截至2020年3月底,公司主要在建基础设施项目概算总投资403.82亿元,调整后总投资

456.95 亿元，已完成投资 468.28 亿元。

表 9 截至 2020 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	41.02	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	60.29	60.29	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	39.80	完工未结算
琴台文化艺术中心二期	委托经营	11.53			完工未结算
琴台音乐厅	委托经营	10.56			完工未结算
苏泊尔双限房	--	4.42	4.42	4.19	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	17.86	完工未结算
后湖基建项目	财政资金补偿建设成本	68.30	68.30	39.91	完工未决算
后湖公建项目	财政资金补偿建设成本			12.25	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	49.35	完工未结算
东湖通道	财政资金补偿建设成本	40.51	40.51	65.65	完工未结算
姑嫂树路	财政资金补偿建设成本	23.71	23.71	24.16	完工未结算
临江大道	财政资金补偿建设成本	13.81	13.81	5.70	未完工
姑嫂树上桥匝道	财政资金补偿建设成本	2.00	2.00	0.99	完工未结算
军运会配套道路	财政资金补偿建设成本	9.36	9.36	3.80	完工未结算
天鹅湖	财政资金补偿建设成本	1.40	1.40	0.55	完工未结算
新华路	财政资金补偿建设成本	6.41	6.41	2.33	完工未结算
合计	--	403.82	456.95	468.28	--

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
资料来源: 公司提供

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)概算总投资合计 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。2019 年，公司收到城建资金 12.16 亿元，计入“资本公积”。

委托经营模式

琴台项目由公司作为业主负责建设，由武汉市国资委授权琴台大剧院管理有限公司（以下简称“琴台大剧院”，系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且与公司无关联关系的主体）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。2019 年，公司收到琴台大剧院缴纳的国有资产使用费 54.72 万元。

财政资金补偿建设成本模式

根据《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。2019年，公司收到土地收益返还 17.81 亿元。

(2) 保障房建设与运营

公司保障房业务不产生租金收入，依靠政府专项建设资金进行回款，近年来公司无新建的保障房项目。

公司保障房相关业务由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。

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。其他公租房由政府以资产形式划转给保障房公司，并交由保障房公司运营。

由于公司建设的保障房是公租房，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建设资金，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。2019年，公司收取市保障性住房专项建设资金 0.62 亿元、公租房财政拨款 0.44 亿元，此外还获得政府划入的价值 0.67 亿元的廉租房。

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 2020 年 3 月底，公司完工的保障房项目有惠民居、惠康居、福临居等 9 个项目，无在建和拟建的保障房项目。

除保障房项目建设外，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

公司房地产项目集中在武汉市内，主要为住宅项目。受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度公司房屋竣工和销售面积大幅下降。公司在建和拟建项目投资规模较大，存在较大的资金支出压力，同时房地产开发业务受宏观环境及调控政策影响大。

公司房地产开发产品主要为住宅，另有少量商铺，主要由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和武汉城开房地产开发有限公司负责。目前，公司房地产开发业务主要集中在武汉市内。

2019年，公司房地产开发完成投资 199.86 亿元，完成施工面积 830.99 万平方米，实现合同签约金额 79.81 亿元，同比大幅下降；2020年 1—3 月，公司房地产开发投资额为 33.46 亿元，合同签约金额 11.32 亿元。

表 10 公司商品房销售主要指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
房地产开发完成投资（亿元）	183.56	199.86	33.46
房屋施工面积（万平方米）	647.17	830.99	779.40
房屋竣工（交房）面积（万平方米）	104.73	67.27	16.53
房屋销售面积（万平方米）	129.81	50.67	5.52
平均价格（元/平方米）	13475.46	15750.94	20510.14
合同签约金额（亿元）	174.92	79.81	11.32

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）
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司已完工房地产项目总投资217.56亿元，已实现销售额415.76亿元，销售进度达到99.00%。

截至2019年底，公司在建房地产项目26个，总投资385.48亿元，已完成投资159.29亿元，

2020年预计投资54.63亿元。

拟建项目方面，截至2019年底，公司拟建房地产项目有17个，总投资额401.29亿元，除汇悦天地K3项目未确定投资计划外，2020年拟建房地产项目预计投资18.04亿元。

表 11 截至 2019 年底公司主要在建房地产项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资 (含土地投资)	已投资	2020 年投资计划	项目类别
天汇龙城二期 B 地块	2.16	1.73	0.79	住宅
天汇龙城二期 H 地块	3.31	2.14		住宅
天汇龙城三期 QB 地块	8.07	3.23	0.59	住宅
天汇龙城三期 D 地块	5.90	1.82	1.35	住宅
汇悦天地 K4	38.47	14.69	4.53	住宅
光谷 188 三期	20.13	8.54	2.79	住宅
岱山 K1-1 (星河 2049)	23.37	11.00	4.26	住宅
新荣村地块 (云悦邸)	25.65	18.11	1.13	住宅
金沙半岛 (武汉院子)	21.27	4.27	1.93	住宅
天汇四期 N 地块 (龙华苑)	15.09	1.03	2.15	住宅
新益村 K2 (汉悦府)	19.00	7.77	6.08	住宅
城开经开	4.00	2.93	1.53	住宅
汤湖项目 (观筑)	18.00	9.58	2.11	住宅
五里界 (锦上公馆)	6.00	3.73	1.82	住宅
青山十八街坊 (和平中心)	19.00	13.75	1.58	住宅
经开小军山 122M 地块 (君樾府)	15.00	4.01	1.15	住宅
东西湖泾河项目 (武地华发时光)	16.00	10.75	2.07	住宅
常码头 K2 地块 (汉樾台)	24.00	8.61	2.60	住宅
新洲-问津地块 (水韵长洲)	3.91	4.47	2.18	住宅
城开花山项目 (玺苑)	26.00	9.10	2.95	住宅
江夏金口地块	4.00	1.30	1.57	住宅
央著一期	17.22	2.06	1.79	住宅
铭悦国际	9.80	2.10	1.44	住宅
璟樾府 (143-R2)	18.56	6.75	1.43	住宅
荆韵	19.19	4.44	1.46	住宅
梅苑二期	2.37	1.38	3.34	住宅
合计	385.48	159.29	54.63	--

资料来源：公司提供

表 12 截至 2019 年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	规划建筑面积	2020 年投资计划
汇悦天地 K3	5.90	6.17	待定
菁英城三期	1.50	1.60	0.49
二七城市广场 K3	15.92	29.8	0.05
二七城市广场 K1	5.00	7.15	0.07
十大家项目	40.00	50.00	1.35
黄埔村项目 (武地 融创黄浦中心)	28.73	23.36	0.88
绍兴则水牌一期	43.75	28.10	3.52
绍兴市镜湖新区蛟里 2 号地块 (滨湖湾)	72.00	--	1.72
绍兴市镜湖 03-04-01 地块 (奥璟园)	60.00	--	2.22
武昌热电厂	28.00	15.54	0.81
归元西 D 地块	18.57	11.07	2.17
花山项目-185 地块	15.00	--	0.51
花山项目-186 地块	5.00	--	0.17
丹水池御央首府	34.50	35.62	1.98
黑泥湖融誉	4.71	3.32	0.26

常码头 K3 地块	21.21	0.00	1.00
丹水 K3-1	1.50	7.22	0.83
合计	401.29	--	--

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至2019年底，公司储备土地面积25.66万平方米，共缴纳土地出让金18.22万元。

(4) 其他业务

工程施工

公司工程施工业务由武汉建开工程总承包有限责任公司（以下简称“建开公司”）负责。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。

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。

2019年，公司工程施工业务取得收入4.04亿元，同比增加2.14亿元，对收入形成一定补充。

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。

2019年和2020年1—3月，混凝土业务分别实现收入1.84亿元和0.17亿元。

3. 未来发展

未来，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。

城建方面，公司将通过深入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。

地产方面，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。

金融方面，公司将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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度合并财务报表，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务数据未经审计。

截至2020年3月底，公司有纳入合并范围的子公司15家。跟踪期内，公司合并范围内减少2家子公司，新增3家子公司，合并范围变动对公司财务数据的可比性影响较小。

截至2019年底，公司资产总额1792.94亿元，所有者权益合计527.21亿元（其中少数股东权益14.36亿元）；2019年，公司实现营业收入99.40亿元，利润总额14.27亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额1805.46亿元，所有者权益528.63亿元（其中少数股东权益14.95亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入6.84亿元，利润总额0.36亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以应收类款项、房地产开发项目和基础设施建设项目投入为主，公司资产流动性较弱，整体质量一般。

2019年底，公司资产总额1792.94亿元，较2018年底增长16.27%，其中流动资产占68.19%，非流动资产占31.81%，公司资产结构以流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	123.25	7.99	135.83	7.58	132.33	7.33
预付款项	195.92	12.71	168.25	9.38	177.57	9.83
其他应收款	342.88	22.24	347.20	19.36	312.90	17.33
存货	320.05	20.76	550.86	30.72	565.37	31.31
流动资产	998.38	64.75	1222.66	68.19	1207.58	66.88
可供出售金融资产	48.21	3.13	54.51	3.04	53.24	2.95
在建工程	437.54	28.37	454.77	25.36	463.30	25.66
非流动资产	543.63	35.25	570.28	31.81	597.89	33.12
资产总额	1542.01	100.00	1792.94	100.00	1805.46	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

2019年底，公司流动资产1222.66亿元，较2018年底增长22.46%，主要来自存货的增长；公司流动资产主要由货币资金（占11.11%）、预付款项（占13.76%）、存货（占45.05%）和其他应收款（占28.40%）构成。

2019年底，公司货币资金135.83亿元，较2018年底增长10.21%，主要由银行存款（占99.59%）构成，无受限货币资金；预付款项168.25亿元，较2018年底下降14.13%，全部为预付工程款。

2019年底，公司其他应收款347.20亿元，较2018年底增长1.26%，主要为公建项目垫款、安置（还建）房源款和往来款。公司其他应收款前五名余额合计占其他应收款余额的31.22%，主要是公司与关联方以及武汉市土地整理储备中心城市发展分中心、武汉地铁地产联合置业有限公司等之间形成的代垫款，对资金形成明显占用，未计提坏账准备。2019年底，公司其他应收款中对非关联方往来款合计计提坏账准备0.20亿元。

表14 2019年底公司其他应收款余额前五名情况
（单位：亿元、%）

欠款单位	余额	款项性质	占其他应收款余额比例
武汉万地汉宜房地产开	25.58	代垫款	7.36

发有限公司			
武汉市土地整理储备中心城市发展分中心	24.15	代垫款	6.95
武汉地铁地产联合置业有限公司	23.83	代垫款	6.86
武汉市青山区人民政府房屋征收管理办公室	20.88	一级土地开发垫款	6.01
武汉元慧置业有限公司	14.03	房源安置款	4.04
合计	108.46	--	31.22

注：武汉万地汉宜房地产开发有限公司为公司参股子公司

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年底，公司存货550.86亿元，较2018年底增长72.12%，系房地产项目持续投入所致。公司存货主要由在建房地产开发项目（占76.46%）、已完工房地产项目（占6.82%）和土地储备（占16.07%）构成。

2019年底，公司其他流动资产为16.63亿元，较2018年底增长59.16%，全部为待抵扣和预缴税款。

2019年底，公司非流动资产570.28亿元，较2018年底增长4.90%，主要来自在建工程、长期股权投资和可供出售金融资产的增长。

2019年底，公司可供出售金融资产54.51亿元，较2018年底增长13.07%，主要系增加对武汉中建武地开发建设有限公司等企业的投资所致；长期应收款17.13亿元，较2018年底下降36.86%，为公司土地收储形成的代垫款和

公租房项目投入；长期股权投资 20.23 亿元，较 2018 年底增加 10.88 亿元，主要系对厦门兆武地置业有限公司和武汉地华志合房地产开发有限公司追加投资所致；在建工程 454.77 亿元，较 2018 年底增长 3.94%，全部为基础设施建设项目投入。

2020 年 3 月底，公司资产总额 1805.46 亿元，较 2019 年底小幅增长 0.70%，资产结构变动不大。

截至 2019 年底，公司受限资产总额 67.18 亿元，受限比例为 3.75%，包括用于抵押借款的存货 65.66 亿元和用于质押借款的股权投资 1.53 亿元。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，债务规模快速增长，以长期债务为主，整体债务负担较重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益为 527.21 亿元，较 2018 年底增长 11.16%，主要系资本公积增长所致。所有者权益主要由实收资本（占 1.90%）、资本公积（占 88.90%）和未分配利润（占 7.05%）构成。2019 年底，公司实收资本 10.00 亿元，较 2018 年底无变动；资本公积 468.68 亿元，较 2018 年底增长 8.69%，主要系公司收到政府划拨的资金和资产所致。

2020 年 3 月底，公司所有者权益为 528.63 亿元，与 2019 年底基本持平。

负债

2019 年底，公司负债总额 1265.72 亿元，较 2018 年底增长 18.54%，流动负债和非流动负债分别占 41.19% 和 58.81%。

2019 年底，公司流动负债为 521.34 亿元，较 2018 年底增长 22.96%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债增长所致。

2019 年底，公司短期借款 1.70 亿元，较 2018 年底下降 21.30%，全部为保证借款；应付

账款 29.21 亿元，较 2018 年底增长 27.90%，主要是未结算的工程款；预收款项 218.28 亿元，较 2018 年底增长 24.23%，全部为房地产项目销售款；其他应付款 123.42 亿元，较 2018 年底增长 19.22%，主要是往来款和质保金、押金以及暂收安置（还建）房源款等款项；一年内到期的非流动负债 134.24 亿元，较 2018 年底增长 20.93%，包括一年内到期的长期借款 89.14 亿元、一年内到期的应付债券 42.21 亿元和一年内到期的长期应付款 2.89 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 744.38 亿元，较 2018 年底增长 15.63%，主要来自长期借款、应付债券和长期应付款的增长。

2019 年底，公司长期借款 368.19 亿元，较 2018 年底增长 23.40%，包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款；应付债券 138.96 亿元，较 2018 年底增长 12.28%，主要系公司发行“19 武汉地产 MTN001”所致；长期应付款 137.97 亿元，较 2018 年底增长 31.75%，主要为融资租赁款和债权投资计划资金增加所致；专项应付款 98.54 亿元，较 2018 年底下降 15.51%，系偿还债务所致，期末主要包括地方债资金 97.41 亿元。

2020 年 3 月底，公司负债总额 1276.83 亿元，较 2019 年底增长 0.88%，变动不大。

截至 2019 年底，公司全部债务 880.04 亿元，较 2018 年底增长 16.23%，其中短期债务占 15.59%，长期债务占 84.41%；2020 年 3 月底，公司全部债务 910.74 亿元，较 2019 年底增长 3.49%，主要系增加借款和发行债券所致。

债务指标方面，2019 年底，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 70.59%、62.54% 和 58.49%，2020 年 3 月底上述指标分别为 70.72%、63.27% 和 61.05%，公司债务负担较重。

表 15 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	117.33	137.16	82.02
长期债务	639.82	742.88	828.71

全部债务	757.16	880.04	910.74
资产负债率	69.24	70.59	70.72
长期债务资本化比率	57.43	58.49	61.05
全部债务资本化比率	61.49	62.54	63.27

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务数据整理

2020—2022年，公司需偿还有息债务规模分别为137.16亿元、145.73亿元和135.27亿元。

4. 盈利能力

受房地产业务收入增长影响，2019年公司收入规模大幅增长，但盈利能力有所减弱。

2019年，公司实现营业收入99.40亿元，同比增长33.95%，主要来自房地产销售收入的增长；同期，公司营业成本67.35亿元，同比增长45.60%，营业利润率为22.24%，同比下降6.71个百分点。

表 16 近年公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
营业收入	74.21	99.40
营业成本	46.26	67.35
投资收益	2.36	3.91
利润总额	14.02	14.27
营业利润率	28.95	22.24
总资本收益率	1.20	1.18
净资产收益率	2.18	1.89

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019年，公司期间费用为11.79亿元，占营业收入的11.86%，主要是财务费用和管理费用；同期，公司实现投资收益3.91亿元，主要为股权投资实现的收益；利润总额为14.27亿元。

盈利指标方面，2019年公司总资本收益率和净资产收益率分别为1.18%和1.89%，同比均小幅下降。

2020年1—3月，公司实现营业收入6.84亿元，相当于2019年全年营业收入的6.88%；同期，公司实现利润总额0.36亿元，营业利润率为20.18%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动和投资活动现金

流持续呈现净流出状态。未来，随着公司债务的逐步到期和在建项目的持续投入，公司面临一定的融资压力。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入136.72亿元，同比增长16.62%；其中销售商品、提供劳务收到的现金104.89亿元，主要为房地产项目销售款；公司收到其他与经营活动有关的现金31.83亿元，主要为往来款、代收代付款和政府补助。2019年，公司现金收入比为105.52%，收现质量好。2019年，公司经营活动现金流出186.08亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金111.91亿元，主要为房地产项目投资款；支付其他与经营活动有关的现金52.24亿元，主要是往来款和代收代付款。受房地产项目持续投入和销售规模下降影响，2019年公司经营活动现金流量净额为-49.36亿元，持续呈现净流出状态。

表 17 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	117.24	136.72
经营活动现金流出量	148.80	186.08
经营活动现金流量净额	-31.56	-49.36
现金收入比（%）	150.01	105.52
投资活动现金流量净额	-105.65	-33.41
筹资活动现金流量净额	163.09	95.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流入33.63亿元，其中收到其他与投资活动有关的现金28.46亿元，为政府拨付的城建资金、土地收益返还等；同期，公司投资活动现金流出67.04亿元，其中支付其他与投资活动有关的现金64.75亿元，主要为基建项目投入和拆借款。2019年，公司投资活动现金流量净额持续为负，为-33.41亿元。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入287.88亿元，主要是取得借款和发行债券收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出192.32亿元，为偿还债务本息的现金流出。2019年，公司筹资活动现金流量净额为95.56亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金流量净额为-10.50亿元，投资活动现金流量净额-12.20亿元，筹资活动现金流量净额19.18亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力指标较弱。考虑到公司的区域地位和武汉市政府的持续有力支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为234.52%和128.86%，较2018年底分别下降0.95个和31.13个百分点。2019年，公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为270.31%和143.75%；公司现金短期债务比为1.61倍。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为21.26亿元，全部债务/EBITDA为41.39倍，EBITDA利息倍数为0.43倍。公司长期偿债能力指标较弱。

截至2019年底，公司共获得银行授信额度444.35亿元，尚有99.52亿元未使用，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司对外担保合计33.11亿元，担保比率为6.28%，被担保企业主要为国有企业，其中厦门兆祁隆房地产开发有限公司、武汉谏悦房地产开发有限公司和武汉地华志合房地产开发有限公司为公司参股房地产开发企业，目前经营情况良好。公司或有负债风险可控。

表 18 公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保人	担保类型	担保金额
武汉市城乡统筹示范区投资开发有限公司	单人担保	20.05
武汉地铁地产联合置业有限公司	单人担保	2.94
武汉谏悦房地产开发有限公司	单人担保	3.92
厦门兆祁隆房地产开发有限公司	多人联保	4.90
武汉地华志合房地产开发有限公司	多人联保	1.30
合计	--	33.11

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

公司资产和权益主要集中在母公司，收入则主要来源于子公司，母公司负债水平较高，盈利能力弱。

2019年底，母公司资产总额1031.87亿元，较2018年底增长9.65%。其中流动资产486.44亿元，主要由预付款项和其他应收款构成；非流动资产545.42亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程构成。

2019年底，母公司所有者权益391.29亿元，较2018年底增长10.88%。其中，实收资本10.00亿元，资本公积382.87亿元，权益结构稳定性较好。

2019年底，母公司负债总额640.58亿元，较2018年底增长8.92%，资产负债率下降0.42个百分点至62.08%。

2019年，母公司实现营业收入5.29亿元，利润总额为0.03亿元。

2020年3月底，母公司资产总额1021.86亿元，所有者权益392.01亿元；2020年1—3月，母公司实现收入0.16亿元，利润总额-0.28亿元。

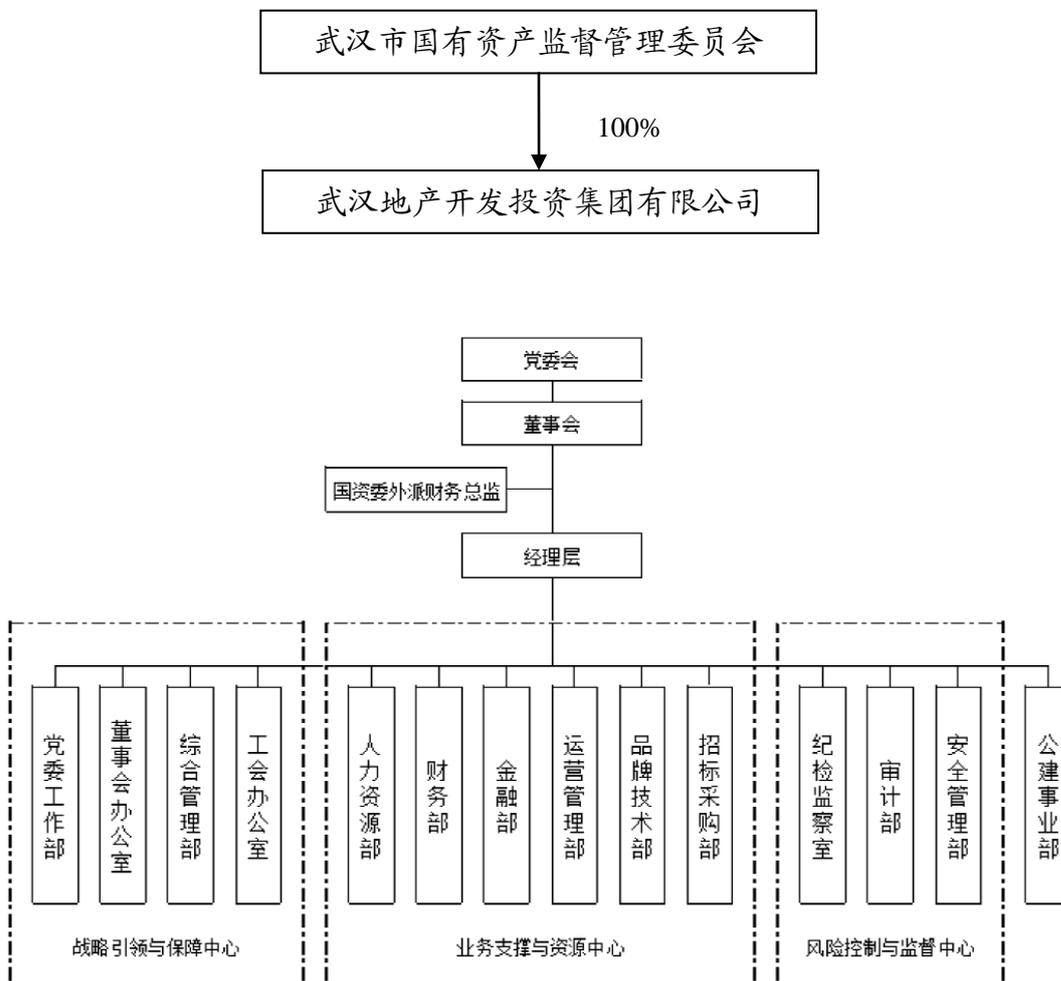
十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至评级报告出具日，联合资信所评公司存续债券包括“16武汉地产MTN001”“16武汉地产MTN002”“16武汉地产MTN003”“17武汉地产MTN001”“17武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN001”“18武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN003”和“20武汉地产MTN001”，债券余额合计84.00亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为上述存续债券余额的0.25倍和1.63倍。公司将于2021年兑付“16武汉地产MTN001”“16武汉地产MTN002”和“16武汉地产MTN003”，单年最高需偿付债券总金额35.00亿元，2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为上述单年需偿付最高债券金额的0.61倍和3.91倍。公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“16武汉地产MTN001”“16武汉地产MTN002”“16武汉地产MTN003”“17武汉地产MTN001”“17武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN001”“18武汉地产MTN002”“18武汉地产MTN003”和“20武汉地产MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图和组织架构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)
武汉地产控股有限公司	房地产开发	20000.00	100.00
武汉地产集团东方物业管理有限公司	物业管理	1010.00	97.88
武汉地产车城开发投资有限公司	房地产开发	7000.00	100.00
武汉城开新兴建材有限责任公司	材料销售	3000.00	35.00
武汉市保障性住房投资建设有限公司	保障房住房购建和运营	25271.50	79.14
武汉琴台资产经营管理有限公司	资产管理	1000.00	100.00
武汉建开工程总承包责任有限公司	工程施工	7100.00	100.00
武汉城星联合科技发展有限公司	材料生产研发和技术服务	2000.00	51.00
武汉地产集团市政建设管理有限公司	建筑	2000.00	100.00
武汉城市发展投资有限公司	土地一级开发；房地产开发	20000.00	100.00
武汉市人防工程专用设备有限责任公司	制造业	1000.00	100.00
武汉城发投资基金管理有限公司	基金管理投资	250.00	55.00
武汉文化创意产业投资发展有限公司	文化创意产业投融资	10000.00	70.00
武汉迎宾馆酒店物业管理有限公司	酒店管理和物业服务	300.00	100.00
武汉会议中心管理有限公司	会议服务	1000.00	100.00

注：公司对武汉城开新兴建材有限责任公司具有实际控制权，将其纳入合并范围
资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	97.05	123.25	135.83	132.33
资产总额 (亿元)	1203.53	1542.01	1792.94	1805.46
所有者权益 (亿元)	335.52	474.29	527.21	528.63
短期债务 (亿元)	91.47	117.33	137.16	82.02
长期债务 (亿元)	578.60	639.82	742.88	828.71
全部债务 (亿元)	670.07	757.16	880.04	910.74
营业收入 (亿元)	70.81	74.21	99.40	6.84
利润总额 (亿元)	12.25	14.02	14.27	0.36
EBITDA (亿元)	15.44	19.59	21.26	--
经营性净现金流 (亿元)	-34.23	-31.56	-49.36	-10.50
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	18.32	17.51	23.46	--
存货周转次数 (次)	0.20	0.16	0.15	--
总资产周转次数 (次)	0.06	0.05	0.06	--
现金收入比 (%)	121.44	150.01	105.52	222.05
营业利润率 (%)	25.75	28.95	22.24	20.18
总资本收益率 (%)	1.14	1.20	1.18	--
净资产收益率 (%)	2.57	2.18	1.89	--
长期债务资本化比率 (%)	63.30	57.43	58.49	61.05
全部债务资本化比率 (%)	66.63	61.49	62.54	63.27
资产负债率 (%)	72.12	69.24	70.59	70.72
流动比率 (%)	292.38	235.48	234.52	270.31
速动比率 (%)	197.45	159.99	128.86	143.75
经营现金流动负债比 (%)	-12.48	-7.44	-9.47	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.73	1.00	0.43	--
全部债务/EBITDA (倍)	43.39	38.65	41.39	--
现金短期债务比 (倍)	1.06	1.05	0.99	1.61

注：1. 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 已将长期应付款和专项应付款中有息部分调整至有息债务核算

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	43.65	36.28	58.82	69.39
资产总额 (亿元)	810.91	941.03	1031.87	1021.86
所有者权益 (亿元)	236.76	352.88	391.29	392.01
短期债务 (亿元)	66.73	89.68	67.96	63.42
长期债务 (亿元)	438.67	358.03	384.11	390.54
全部债务 (亿元)	505.40	447.71	452.07	453.96
营业收入 (亿元)	1.61	1.35	5.29	0.16
利润总额 (亿元)	0.08	1.00	0.03	-0.28
EBITDA (亿元)	1.30	3.20	2.92	--
经营性净现金流 (亿元)	0.27	-0.36	1.18	-0.29
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	1.18	1.49	6.65	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比 (%)	100.00	105.01	21.11	0.88
营业利润率 (%)	49.07	31.55	20.50	-58.83
总资本收益率 (%)	0.18	0.40	0.32	--
净资产收益率 (%)	0.06	0.28	0.00	--
长期债务资本化比率 (%)	64.95	50.36	49.54	49.91
全部债务资本化比率 (%)	68.10	55.92	53.60	53.66
资产负债率 (%)	70.80	62.50	62.08	61.64
流动比率 (%)	293.65	181.11	190.16	192.69
速动比率 (%)	293.27	180.87	189.90	192.41
经营现金流动负债比 (%)	0.20	-0.16	0.46	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.65	0.54	0.07	--
全部债务/EBITDA (倍)	389.89	140.09	154.95	--
现金短期债务比 (倍)	0.65	0.40	0.87	1.09

注: 1. 2020 年一季度财务数据未经审计; 2. 已将长期应付款和专项应付款中有息部分调整至有息债务核算; 3. 母公司资本化利息未获取, 用分配股利、利润或偿付利息支付的现金代替计算相关指标

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	营业利润 / 营业收入净额 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

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

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