跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 804 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持荆门高新技术产业开发有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“15荆高新/15荆高新债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月八日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

荆门高新技术产业开发有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

债券名称	债券余额	起息日	期限	跟踪评级结果	上次评级结果
15 荆高新/15 荆高新债	7 亿元	2015/8/11	7 年	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 8 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	1.51	8.09	40.11	54.28
资产总额(亿元)	33.38	89.25	156.89	186.17
所有者权益(亿元)	30.04	63.70	72.61	72.93
短期债务(亿元)	0.94	0.11	0.20	0.20
长期债务(亿元)	1.01	18.11	76.41	101.23
全部债务(亿元)	1.95	18.22	76.61	101.43
调整后全部债务(亿元)	1.95	21.34	80.64	104.05
营业收入(亿元)	4.37	6.25	6.64	0.40
利润总额(亿元)	1.15	2.45	2.74	0.33
EBITDA(亿元)	1.24	2.47	2.94	--
经营性净现金流(亿元)	2.00	-8.83	-21.39	-10.00
营业利润率(%)	22.11	23.93	32.92	96.63
净资产收益率(%)	3.81	3.74	3.76	--
资产负债率(%)	10.00	28.63	53.72	60.82
全部债务资本化比率(%)	6.09	22.23	51.34	58.17
调整后全部债务资本化比率(%)	6.09	25.09	52.62	58.79
流动比率(%)	1050.20	1769.90	2899.06	1874.75
经营现金流动负债比（%）	99.72	-206.94	-468.1	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.57	7.38	26.07	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.57	8.64	27.44	--

注：2017 年 1 季度报表未经审计；调整后全部债务=短期债务+其他应付款中有息债务+长期债务+长期应付款。

分析师

张 宁　王 超

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

荆门高新技术产业开发有限责任公司（以下简称“公司”）是荆门高新区·掇刀区整体开发和建设的重要主体。跟踪期内，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在园区开发建设及保障房建设等方面具有较强的经营优势；荆门高新区·掇刀区经济稳步发展，财政实力不断增强，公司在资产注入和资金等方面得到地方政府的大力扶持。同时，联合资信关注到，公司受限资产规模较大、盈利能力较弱以及债务规模大幅增长等因素对其信用水平形成的不利影响。

随着荆门高新区·掇刀区经济不断发展，公司外部环境有望持续向好。公司拥有较丰富的土地资源、保障房项目和园区开发项目储备，未来随着各项目逐步实现收入，公司收入水平有望持续增长。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 AA，评级展望为稳定，维持“15 荆高新/15 荆高新债”的信用等级为 AA。

优势

1. 随着荆门高新区·掇刀区经济稳步发展，财政实力不断增强，政府债务负担较轻，为公司提供了良好的外部环境。
2. 公司作为荆门高新区·掇刀园区整体开发和建设的重要投资建设主体，外部支持明确。跟踪期内，政府继续对公司发展提供了资金和资产注入等方面的支持。

关注

1. 受公司业务性质所限，公司经营业务盈利能力较弱。
2. 公司资产中以受限土地使用权为主的存货及投资性房地产占比较大，资产流动性一般。

3. 跟踪期内，随着公司园区开发项目投资的不断增加，经营性现金流大额为负，对外融资需求较为强烈，债务规模快速增长。

声　明

一、本报告引用的资料主要由荆门高新技术产业开发有限责任公司（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。

荆门高新技术产业开发有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于荆门高新技术产业开发有限责任公司（以下简称“公司”或“荆门高新”）主体长期信用及存续期内债券跟踪评级安 排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

2016 年 12 月，经公司股东大会决议，公司原股东荆门帝通商贸有限公司、荆门市观雁湖生态旅游开发有限公司分别将其持有公司 0.83%股权，无偿转让给荆门高新区国资局，并将未分配利润中 30000 万元转增资本，同时，同意中国农发重点建设基金有限公司对公司增资 10000 万元。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为人民币 160000 万元，实收资本为 114500 万元。荆门高新技术产业园区国有资产监督管理局持有公司 93.75%股权，为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，截至 2017 年 3 月底，公司下设财务部、综合部、投融资部、工程部、资产经营部 5 个职能部门；公司员工总数 26 人；下辖控股子公司 4 家。

截至2016年底，公司合并资产总额156.89亿元，所有者权益合计72.61亿元。2016年，公司实现营业收入6.64亿元，利润总额2.74亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 186.17 亿元，所有者权益合计 72.93 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.40 亿元，利润总额 0.33 亿元。

公司住所：荆门高新区·掇刀区凤袁路 1 号；法定代表人：何江。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司于 2015 年 8 月发行“15 荆高新/15 荆高新债”（以下简称“本期债券”），募集资金 7 元，每年付息一次并在存续期的 3~7 年按照发行总额的 20%偿还本金，2016 年正常付息。本期债券用于荆门高新区迎春社区棚户区改造项目 1.50 亿元、荆门高新区天乐社区棚户区改造项目 1.30 亿元和荆门高新区龙王社区棚户区改造项目 4.20 亿元。迎春社区棚户区改造项目计总投资 3.24 亿元，截至 2017 年 3 月底已完成投资 3.20 亿元，其中募集资金已使用 2.20 亿元；荆门高新区天乐社区棚户区改造项目计总投资 2.78 亿元，截至 2017 年 3 月底已完成投资 2.76 亿元，其中募集资金已使用 1.90 亿元；荆门高新区龙王社区棚户区改造项目计总投资 8.69 亿元，截至 2017 年 3 月底已完成投资 1.09 亿元，其中募集资金已使用 0.3 亿元。

在项目实际建设过程中，迎春社区、天乐社区最先开工建设，龙王社区建设进度较为缓慢。由于前两个社区急需建设资金，公司为保证两个社区尽快建成，避免烂尾楼现象，便将债券资金中 2.20 亿元、1.90 亿元优先用于两个社区，龙王社区建设资金缺口由公司自筹或通过其他渠道解决。截至 2017 年 3 月底，募集资金尚未使用额度 2.60 亿元。

表 1　截至 2016 年底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	起息日	期限	债券余额	还本付息方式
15 荆高新/15 荆高新债	7.00	2015/8/11	7	7.00	每年付息一次并在存续期 3~7 年按照发行总额的 20%偿还本金
合计	**7.00**	--	--	**7.00**	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，我国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，我国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，我国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定

性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

1. 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。近些年，全国各地区城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《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》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、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，从而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年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《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，以下简称“《351号文》”）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相

对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称“《88号文》”），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发<地方政府性债务风险分类处置指南>的通知》（财预【2016】152号，以下简称“《152号文》”），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而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，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文”），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模的持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国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发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

4. 区域经济环境

为拓宽高新区发展空间，促进高新区与掇刀区协调发展，促进掇刀区在整个辖区范围内进行总体功能分区和布局，促进产业集中集聚集群发展，2016年1月，荆门掇刀区与荆门高新区正式合并。

荆门高新区概况

荆门高新区位于湖北中部素有“荆楚门户”之称的荆门南城区，2000 年 11 月经省政府

批准设立省级高新技术产业园区，2013 年 12 月 20 日经国务院批复成功晋级国家高新技术产业开发区，下设内设机构 12 个，分支机构 6 个，下辖街道 1 个，管理面积 50 平方公里，总体规划控制面积 100 平方公里。目前北片区 17.6 平方公里已经满园，正在全面南下，重点建设南片区。

近年来，荆门高新区工业基础不断夯实，节能环保与环境修复，高端装备制造，健康产业等主导产业优势突出，是全国和湖北重要的装备制造基地和体育用品产业基地，光电子、体育用品、无纺布、新能源等骨干产业初具规模，先后引进了李宁、格林美、中集、福耀、航特等世界知名品牌。

荆门高新区定位于循环经济发展示范区，建设湖北乃至中西部地区最具吸引力的区域资源循环利用与再造的特色型产业园区。经过十多年的发展，荆门高新区先后建成聚盛国家级科技企业孵化器、荆门百盟·慧谷科技企业加速器两大科技创新载体，产品检验检测中心、产学研网络服务平台、大型科研仪器设备共享网络平台等科技创新平台，中航通用飞机设计研究院、东光物联网技术研究院、荆门医药工业技术研究院等一批省级以上科研机构；培育格林美、中集宏图、金龙非等国家高新技术企业 34 家，省级创新型试点企业 9 家,省级高新技术产业化基地 1 个，逐步提升了高新区的层次和水平。

荆门掇刀区概况

荆门市掇刀区是 2001 年 3 月 17 日经国务院批准设立的县级行政区，下辖团林铺镇、麻城镇、掇刀石街道办事处和白庙街道办事处。

掇刀区是荆门市加速城市扩张的重点和核心城区，辖区内有湖北省两个专业化工园区之一的省级荆门化工循环产业园。掇刀区先后被湖北省政府确定为城乡一体化发展试点区、社会管理创新综合改革试点区和湖北省首批现代服务业发展示范区。掇刀区产业结构以第二产业和第三产业为主，其中第三产业占比在 50%以上。近年来，掇刀区以化工产业园建设为重点不断推进新型工业化，同时建立城市商贸物流区、麻城集中工业园、现代多功能农业示范区等项目片区推进产业优化升级。

荆门高新区·掇刀区财政概况

根据荆门高新区·掇刀区经济发展局的统计数据，2016 年，荆门高新区·掇刀区实现生产总值 222.50 亿元，同比增长 9.5%；固定资产投资总额 217 亿元，同比增长 20.1%；高新技术产业增加值 39.30 亿元，同比增长 18.1%。

随着经济快速发展，荆门高新区·掇刀区财政实力也有所提高。2016 年，高新区·掇刀区一般预算收入为 32.01 亿元，同比增长 25.10%；地方综合财力合计 57.84 亿元，同比增长 11.92%。一般预算收入为高新区收入的最主要来源（占 55.34%），其中税收收入和非税收入分别占比 79.22%和 20.78%；另外，2016 年，转移支付和税收返还收入、国有土地使用权出让收入分别占荆门高新·掇刀区综合财力的 9.63%和 35.03%。

整体看，高新区·掇刀区地方综合财力中一般预算收入占比较大，但地方综合财力规模相对较小；未来随着区域经济的进一步发展，地方综合财力有望稳步增长，为完善地区各项建设提供有力保障。

荆门高新·掇刀区政府债务构成

截至 2016 年底，高新区·掇刀区地方政府直接债务余额为 8.84 亿元，担保债务余额为 2.45 亿元，地方政府债务余额为 10.07 亿元（地方政府债务余额=直接债务余额+担保债务余额×50%）。以 2016 年荆门高新区·掇刀区政府地方财力为基础，荆门高新区·掇刀区政府债务率（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%）为 17.41%。总体看，高新区·掇刀区政府债务负担较轻。

表 2 荆门高新区·掇刀区综合财力统计表（单位：万元）

地方财力（2016 年度）	金额
（一）地方一般预算收入	320055
1、税收收入	261485
2、非税收入	58570
（二）转移支付和税收返还收入	85680
1、一般性转移支付收入	66989
2、专项转移支付收入	18534
3、税收返还收入	157
（三）国有土地使用权出让收入	172635
（四）预算外财政专户收入	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	578370

注：高新区财政纳入掇刀区财政，归掇刀区财政局统一核算。
资料来源：掇刀区财政局

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东变更为荆门高新区国资局（占比 93.75%）和中国农发重点建设基金有限公司（占比 6.25%），其实际控制人未发生变化，仍为荆门高新区国资局。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本 16 亿元，实收资本 11.45 亿元。

2. 人员素质

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化。

截至2017年3月底，公司本部共有员工26人，从学历构成看，本科及以上学历员工共15人，大专学历员工共10人，大专以下学历员工1人；从年龄结构看，30岁以下员工共8人，30-50岁员工共15人，50岁以上员工3人。

跟踪期内，公司高管人员构成未发生重大变化，公司员工的整体文化素质较高，管理能力和管理水平能够满足公司日常经营需要。

3. 政府支持

公司主要组织实施荆门高新区·掇刀区园区的开发建设，获得了高新区管委会在货币注资、资产注入及财政补助等方面的大力支持。

货币注资

2016 年，荆门高新技术产业园区国有资产监督管理局向公司子公司新源公司和高投公司，注入货币资金 6.12 亿元，在资本公积科目中反应，现金流量体现在“吸收投资收到的现金”。

资产注入

2016 年，荆门高新技术产业园区国有资产监督管理局向公司子公司荆门掇刀新源城乡建设投资有限公司，注入账面价值为 523.48 万元的房产，同时在“固定资产”和“资本公积”科目中反应。

财政补贴

2016 年，公司收到的政府补贴系公司以及子公司收到的财政局拨付的高新区和掇刀区建设开发补助 7637.92 万元。（在“营业外收入-补贴收入”中反映）。

总体看，跟踪期内，荆门高新区·掇刀区政府为公司发展提供了资金和资产注入等多方面的支持，一定程度提升了公司的整体实力和可持续发展能力。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（自主查询版,机构信用代码：G1042080400042700Q），截至2017年5月9日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生变化，管理体制执行情况良好。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是荆门高新区·掇刀区园区整体开发和建设的重要投资建设主体，承担着园区内保障房建设、土地一级开发及市政项目建设等职责。跟踪期内，公司收入规模稳步增长，2016

年公司实现营业收入 6.64 亿元，同比增长 6.22%。其中，园区开发建设收入是公司的主要收入来源，近年来该板块收入占比持续维持在 85%以上。此外，公司房地产板块 2016 年实现销售收入 170.60 万元，全部为工业厂房和门面房的租赁收入。公司其他板块收入主要为小部分廉租房租赁收入以及转包管理费收入，2016 年为 152.31 万元，较上年增长 131.12 万元，主要是因为公司新增将项目转包而收取的项目管理费用所致。同期，公司项目管理费收入 9239.37 万元，同比增长 163.87%，全部由新源公司的项目管理费收入构成。2016 年，公司营业收入毛利率为 33.08%，同比增加 8.83 个百分点，主要系园区开发建设业务毛利率上升及项目管理费收入增加所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.40 亿元，相当于 2015 年的 6.02%，主要是园区开发建设收入，收入规模较小是因为园区开发完工项目多在年底结算所致。2017 年 1~3 月，公司综合毛利率上升至 96.79%，较上年增加 63.71 个百分点，主要是因为公司应该支付给施工方的工程款尚未到付款时间导致施工成本较少导致园区开发建设收入毛利率较高所致。

表 3　2015~2016 年及 2017 年 1~3 月公司营业收入情况 （单位：万元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
园区开发建设收入	58810.87	47212.56	19.72	56819.54	44218.10	22.18	3418.65	127.68	96.27
房地产销售收入	158.35	125.05	21.03	170.60	152.46	10.63	10.67	0.34	96.81
项目管理费收入	3501.42	0.00	100.00	9239.37	0.00	100.00	558.64	0.00	100.00
其他业务收入	21.19	0.00	100.00	152.31	55.03	63.87	5.24	0.07	98.66
合计	**62491.83**	**47337.60**	**24.25**	**66381.81**	**44425.58**	**33.08**	**3993.20**	**128.09**	**96.79**

注：产业园开发建设板块个别项目未按投入成本的 132%确认收入（2016 年及以后变为 130%）；各项求和数与合计数不等系四舍五入所致。

资料来源：公司审计报告

2．经营分析

园区开发建设板块

公司的园区开发建设业务主要涉及荆门高新区·掇刀区土地征收、地上建筑物的拆迁补偿、村民回迁安置、景观植被恢复、适建地块土地平整，适宜建设区内道路、供水、供电、供气、排水、污水、中水、通信等市政基础设施、公共配套设施建设等。公司是荆门高新区·掇刀区综合开发建设的主体，其中高新区的业务主要由公司本部承担，掇刀区内的业务主要由新源公司承担。近年来，公司陆续完成了福耀一路、福耀二路道路绿化建设项目，目前在建项目包括崇仁路、明礼路等市政建设项目。2016年，公司在高新区实现该板块收入为56819.54万元，实际收到0.16亿元。

公司及其子公司新源公司分别与荆门高新区管委会和掇刀区人民政府签订《荆门市高新技术产业园区综合开发建设协议》和《荆门市掇刀区综合开发建设协议》，公司根据管委会和荆门掇刀区人民政府的招商引资进度完成其指定的园区建设项目，确保管委会和掇刀区人民政府招商引资项目顺利开展。

高新区园区开发具体运作模式为：根据公司与高新区签订协议，公司依据荆门市高新技术产业园区综合开发建设实施方案，完成园区的开发建设工作，项目资金由公司自筹，工期一般在一年左右。各项目竣工并经验收合格后，公司及时将具备移交条件的项目移交甲方或其指定的第三方，公司将政府购买该服务费用（项目投入成本的一定比例，2016年由132%变为130%）计入营业收入。此

外，根据协议，若政府部门对公司进行了增资，相应的回报适当降低。项目投入成本包括基础设施报批等各项税费、房屋及土地征收补偿费、拆迁安置补偿费、产业园区综合开发建设项目前期费用、基础设施开发建设费用、融资成本及其他费用。账务处理上，公司将项目投入成本计“存货”，项目完工验收移交后，公司将项目整理成本及相应服务费确认为“营业收入”，并相应从“存货”中结转营业成本。

掇刀区园区开发具体运作模式为：根据新源与掇刀区政府签订协议，公司依据荆门市掇刀区综合开发建设实施方案，完成掇刀区的开发建设工作，项目资金来自于政府拨款和公司垫资，各项目竣工并经验收合格后，公司及时将具备移交条件的项目移交甲方或其指定的第三方。掇刀区政府对已完成的项目进行验收并在审计决算后，足额将荆门市掇刀区综合开发建设项目的管理费（项目投入成本减去资本化利息的一定比例，2016年由12%变为5%）支付给公司。此外，根据协议，若政府部门对公司进行了增资，相应的回报适当降低。账务处理上发生的相关成本计入“预付账款”，项目管理费计入“营业收入-项目管理费收入”中反映。政府拨付项目建设成本及管理费时，先计入“预收账款”科目，年底掇刀区政府对已完成的项目进行验收并在审计决算后，转出“预收账款”以冲销“预付账款”中园区开发建设成本，未抵消“预付账款”转至“应收账款”中核算。

截至2017年3月底，公司主要在建园区开发建设项目合计总投资88.60亿元，已完成投资29.74亿元，尚需投资58.86亿元，融资压力较大。

表4　截至2017年3月底公司主要园区开发建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资额	未来计划投资金额		
			2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年
H8 号路	11200	8300	1000	1900	
综合服务区	7500	5500	1360	640	
生物医药公共服务平台	20000	18000	200	1800	
装备制造产业园	87380.86	7794.12	36158.4	23428.34	20000
荆门高新区创新创业产业孵化基地建设项目	268902.72	79501.2	70000	60000	59401.52
新能源汽车产业园二期	203185.69	53788.01	87420	61977.68	
创新创业产业园	81894.18	31678.2	40000	10215.98	
国安新能源汽车零部件产业化基础设施建设项目	27378.05	1219.52	26158.53		
埃斯顿工业机器人项目	50000	372.64	20000	15000	14627.36
官堰湖片区拆迁安置工程	50000	41357.62	8642.38		
化工循环产业园	50000	23363.12	20000	6636.88	
华洲圆房地产公司-汉正街	20570	20570			
东外环征地拆迁工程	8000	5930.84	2069.16		
合计	**886011.50**	**297375.27**	**313008.47**	**181598.88**	**94028.88**

资料来源：公司提供

保障性住房建设

公司承担高新区·掇刀区内保障性住房的开发和建设，主要包括高新·掇刀内廉租房和棚户区改造等项目。2007年以来，公司通过财政拨款和银行融资完成了惠泽园、清水园、迎春小区一期棚户区建设，凤凰苑小区、康惠小区廉租房等保障性住房项目建设。截至2016年底，公司尚有凤凰苑小区尾楼1.66亿元，尚未销售完毕。2016年，公司未实现保障房销售收入。

根据高新区管委会《高新区棚户区改造项目管理办法》（高新办发【2014】2 号，以下简称“《管理办法》”），高新区管委会委托公司为棚户区改造项目的融资开发人，项目按“成本+一定收益”的原则确定融资开发成本及还建房销售价格。其中，融资开发成本根据高新区建设环保局等初步测算，高新区棚户区改造项目还建房建设成本不得超过 2000 元/平方

米（可根据市场变化进行调整）；还建房售价按政府指导价格执行，应不超过 2400 元/平方米。同时，为了确保项目产生一定收益，若因市场原材料成本及房价变化导致棚户区改造项目的实际收益低于预期收益时，将由高新区管委会对公司收益的差额部分进行补贴。

公司保障房业务模式主要是：政府划拨保障房建设用地给公司，由公司负责保障房的手续报建、项目建设等，建设资金由公司自筹。项目建设成本计入“存货”，待交房后，公司将售房款计入“营业收入”，同时相应结转成本。

公司目前主要保障房项目为迎春社区棚户区改造项目、龙王社区棚户区改造项目、天乐社区棚户区改造项目及惠泽园社区（四期），项目总投资合计 14.71 亿元。截至 2017 年 3 月底公司已投入 7.06 亿元，尚需投资 7.65 亿元，存在一定外部融资压力。

表5　截至2017年3月底公司主要保障房项目情况（单位：万元）

项目名称	项目概况	总投资	截至 2017 年 3 月底已投资额	投资计划	
				2017 年 4~12 月	2018 年
荆门高新区迎春社区棚户区改造项目	项目总建筑面积 167415.35 平方米，其中，建设住宅建筑面积 121572.45 平方米，配套建设商业建筑面积 14810.11 平方米。规划安置拆迁居民 1350 户。	32421.68	31978.00	443.68	
荆门高新区天乐社区棚户区改造项目	项目总建筑面积 139932.3 平方米，其中，建设住宅建筑面积 106983.4 平方米；配套建设商业建筑面积 6880.11 平方米，小区幼儿园 766.04 平方米，规划规划安置拆迁户数为 1188 户。	27770.83	27610.00	160.83	
荆门高新区龙王社区棚户区改造项目	项目总建筑面积 435150 平方米，其中，建设住宅建筑面积 259800 方平米，建设商业建筑面积 45200 平方米，规划入住户数约 2888 户。	86947.34	10921.00	20000.00	56026.34
合计		**147139.85**	**70509.00**	**20604.51**	**56026.34**

资料来源：公司提供

总体看来，未来随着各保障房项目逐步完工交房，公司保障房收入有望增长。同时，由于公司保障房销售主要为市场化行为，下游需求变化可能导致一定销售风险，联合资信将密切关注各保障房项目完工后实际销售情况。

3. 未来发展

目前，荆门高新区·掇刀区正处于高速发展阶段，公司未来拟建项目主要为新能源新材料产业园以及公共服务平台项目，预计总投资额为 35 亿元。总体看，未来几年将是高新区·掇刀区园区开发建设项目集中实施的阶段，有望对该板块收入增长提供一定支撑，同时，公司未来投资规模较大，将面临一定融资压力。

表 6 公司未来拟建项目（单位：万元）

项目名称	总投资金额	资金来源		计划 2017 年投资额	计划 2018 年投资额
		自筹	其他		
新能源新材料产业园	250000	50000	200000	140000	60000
公共服务平台	100000	20000	80000	50000	50000
合计	**350000**	**70000**	**280000**	**190000**	**110000**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供了 2016 年度合并财务报表，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年 1 季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，截至 2016 年底，纳入公司合并范围的子公司为 4 家，合并范围无变化。总体来看，财务数据可比性较强。

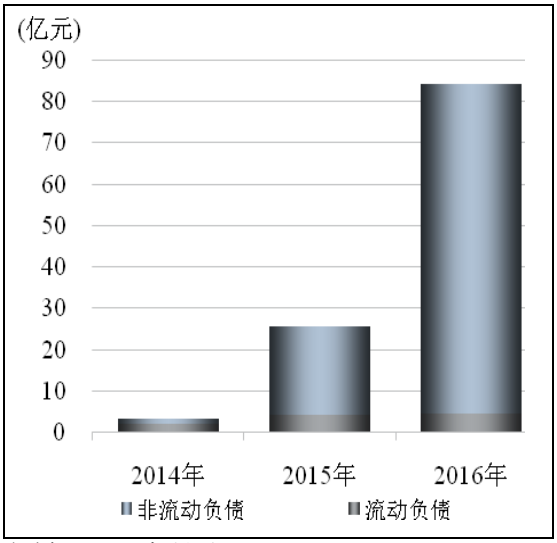
截至2016年底，公司合并资产总额156.89亿元，所有者权益合计72.61亿元。2016年，公司实现营业收入6.64亿元，利润总额2.74亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 186.17 亿元，所有者权益合计 72.93 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.40 亿元，利润总额 0.33 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 156.89 亿元，同比增长 75.79%，主要系货币资金及存货规模快速增长所致。其中流动资产占 84.44%，非流动资产占 15.56%。

图 1　2014~2016 年公司资产构成



资料来源：公司审计报告

流动资产

截至 2016 底，公司流动资产 132.49 亿元，同比增长 75.35%，主要由存货（占 60.69%）、应收账款（占 4.54%）、货币资金（占 30.27%）构成。

截至2016年底，公司货币资金40.11亿元，同比增长395.54%，大幅增长的原因主要为公司园区建设规模大幅增加为此融资规模也相应增加。从其构成来看，主要由银行存款（占99.98%）构成。

截至2016年底，公司应收账款6.01亿元，同比增长37.22%，全部为应收掇刀区财政局款项，账龄在一年以内。其中，归属于高新区园区开发款项5.52亿元，掇刀区管理费0.48亿元。

截至2016年底，公司其他应收款4.79亿元，同比增长153.26%，主要系与荆门市城市建设投资公司和湖南猎豹项目股份有限公司荆门分公司往来款增加2.86亿元所致。其中，按账龄发计提坏账准备的其他应收款3.92亿元，主要由1年以内款项构成（占比79.00%），账龄较短。其他应收款前五名占比75.34%，集中度较高。

表7 截至2016年底其他应收款前五名

（单位：亿元）

债务人名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计数的比例(%)
荆门市城市建设投资公司	往来款	1.80	1 年以内	37.40
湖南猎豹股份有限公司荆门分公司	往来款	1.06	1 年以内	22.10
荆门市掇刀区人民政府兴隆街道办事处	往来款	0.29	1-2 年	6.07
荆门市掇刀区财政局	往来款	0.25	3 年以上	5.20
荆门市掇刀区土地储备中心	借款	0.22	3 年以上	4.57
合计		**3.63**		**75.34**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底公司存货 80.76 亿元，同比增长 32.76%，主要是因为公司对荆门高新区和掇刀土基础设施建设项目的投资增加所致。截至 2016 年底，存货主要包括开发成本 50.45 亿元（全部为土地使用权，合计面积 4370.52 亩，用途为商业用地）、开发产品 1.66 亿元（保障房项目）和工程施工 28.65 亿元，其中开发成本中账面价值共计 42.83 亿元的土地资产已抵押给银行用于取得借款。

非流动资产

截至 2016 年底，公司的非流动资产 24.41 亿元，同比增长 78.21%，主要由可供出售金融资产（占 14.13%）、长期应收款（占 18.85%）、其他流动资产（占 11.47%）和投资性房地产（占 51.25%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 3.45 亿元，较上年增长 2.94 亿元，主要系增加对湖南猎豹汽车股份有限公司投资 2.90 亿元所致。

截至 2016 年底，公司新增长期应收款 4.60 亿元，由公司新增对荆门化工循环产业开发有限公司借款，并由其开展产业园委托代建工程款项构成。

截至2016年底，公司投资性房地产12.51亿元，较上年持平，主要由房屋建筑物（1.83亿元）和土地使用权（10.68亿元）构成，未来主要用于出售或出租，照成本进行初始计量，采用公允价值模式进行后续计量。其中，价值10.68亿元土地已作为抵押物用于公司取得银行借款。

截至 2016 年底，公司新增其他非流动资产 2.80 亿元，由对荆门市成希商贸有限公司贷款 0.30 亿元和湖北金泉新材料有限责任公司贷款 2.50 亿元构成。

截至2017年3月底，公司资产总额186.17亿元，较上年增长18.66%，其中流动资产占比84.44%，非流动资产占比15.56%。截至2017年3月底，公司货币资金54.28亿元，较上年底增加35.33%，主要是因为公司园区建设规模大幅增加为此融资规模也相应增加；公司应收账款7.58亿元，较上年底增长14.95%，主要系应收荆门管委会代建工程款增加所致；公司其他应收款11.07亿元，较上年底增加10.94亿元，主要系对往来款增加所致；公司存货87.28亿元，较上年底增长8.06%，主要是因为公司对荆门高新区和掇刀区土地开发及基础设施建设项目的投资增加所致；公司长期股权投资0.90亿元，较上年增加6000万元，主要系对荆门市中小企业信用担保有限公司投资增加所致。

总体来看，跟踪期内，公司资产中以土地使用权为主的存货和投资性房地产占比较大，且土地抵押比率较高。总体看，公司资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益72.61亿元，同比增长13.98%。主要系资本公积及实收资本增长所致。2016年底，公司归属于母公司的所有者权益中实收资本占15.77%、资本公积占74.10%、盈余公积占0.79%、未分配利润占7.91%。

截至2016年底，公司实收资本11.45亿元，同比增长38.79%，主要系公司未分配利润转增资本3.00亿元所致。

截至 2016 年底，公司资本公积 53.81 亿元，同比增长 12.96%，主要系政府向公司子公司注入货币资金 6.12 亿元所致。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 72.93 亿元，较上年增长 0.45%。总体看，公司所有者权益较为稳定。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 84.29 亿元。其中流动负债占 10.19%，非流动负债占 89.81%。

截至 2016 年底，公司流动负债总额 4.57 亿元，同比上升 7.05%，主要由应付账款（占 25.35%）和其他应付款（45.62%）构成。

截至 2016 年底，公司应付账款 1.16 亿元，同比减少 38.23%%，主要尚未结算的工程款构成。

截至 2016 年底，公司其他应付款 2.08 亿元，同比增长 181.65%，主要系借款及往来款增加所致。其中有息债务 1.20 亿元，已调至调整后短期债务反映。

2016 年底，公司非流动负债 79.72 亿元，

主要由长期借款（占比 64.49%），应付债券（占比 31.36%）和长期应付款（占比 3.65%）构成。

随之公司建设规模不断增加，截至 2016 年底，公司长期借款 51.41 亿元，同比大增 362.94%，主要由质押保证借款 16.45 亿元，抵押借款 9.90 亿元，抵押质押借款 7.90 亿元和抵押质押保证借款 6.30 亿元构成。

截至 2016 年底，公司应付债券 25.00 亿元，同比增加 257.14%，由 2015 年发行的“15 荆高新债”7.00 亿元以及 2016 年发行的“16 荆高新专项债”18 亿元构成。

截至 2016 年底，公司新增长期应付款 2.91 亿元，同比增长 4.68%，主要为应付其他公司的款项，全部为有息债务。

有息债务方面，截至2016年底，公司全部债务为76.61亿元，同比增加320.47%。其中，公司长期债务76.41亿元，占全部债务比例为99.74%，债务期限结构较合理。从债务指标来看,截至2016年底年公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率增至53.72%、51.34%和51.28%。若将其他应付款及长期应付款中的有息债务考虑在内，公司调整后长期债务及调整后全部债务分别为79.32亿元和80.64亿元，调整后长期债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为52.21%和52.62%。

截至2017年3月底，公司负债总额113.23亿元，较上年增长34.35%，主要系长期借款及其他应付款增加所致，其中流动负债占7.59%，非流动负债占92.41%。截至2017年3月底，公司预收账款1.89亿元，较上年增加1.27亿元，主要系公司子公司新源城投收到政府拨付在建项目工程款所致；其他应付款5.17亿元，较上底增长3.09亿元，主要系往来款及应付工程款增加所致。长期借款76.23亿元，较上年增长48.28%，主要系园区开发投资需求增加所致。

截至 2017 年 3 月底，公司有息债务为 101.43 亿元，较上年增长 32.40%，主要系公司长期借款增加所致。受此影响，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别增加至 60.82%、58.17%和 58.12%。截至 2017 年 3 月底，长期应付款的有息债务为 2.62 亿元，若将此有息债务考虑在内，公司调整后有息债务为 104.05 亿元，全部债务资本化比率为 58.79%。

整体看，随着园区开发规模的增长，公司债务结构以长期债务为主，且债务规模扩张较快，但债务负担仍处于适宜水平。

3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入为 6.64 亿元，同比增长 6.22%。其中，园区开发建设收入仍是公司营业收入的重要组成部分（占 85.54%）。成本方面，随着收入的逐年增长，2016 年公司营业成本年均复合增长 14.45%，2016 年为 4.44 亿元。

从期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）看，公司期间费用主要由管理费用构成， 2016 年，公司期间费用率为 2.76%。总体看，公司费用控制能力良好。

非经常性损益方面，2016年公司营业外收入为0.76亿元，主要由政府补贴构成。2016年，公司利润总额为2.74亿元。

盈利指标方面， 2016 年，公司营业利润率为 32.92%，同比上升 8.99 个百分点，主要系园区开发板块毛利率上升所致。受公司增资影响， 2016 年公司总资本收益率和净资产收益率下降趋势至 1.94% 和 3.76%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.40 亿元为上年全年营业收入的 6.02%，同期，公司实现利润总额 0.33 亿元，营业利润率为 96.63%，较上年增长 63.71 个百分点，主要是因为公司应该支付给施工方的工程款尚未到付款时间导致施工成本较少所致。

整体看，公司营业收入稳步增长，收入主要来自园区开发建设业务，但公司整体盈

利能力较弱。随着公司各保障房项目逐步交房实现收入，未来公司收入利润规模有望持续增长。

4. 现金流

从经营活动现金流量来看， 2016 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分为 4.25 亿元，同比增加 32.43%，主要由园区开发建设回款构成；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 22.76 亿元，同比增长 96.54%，主要是因为随着园区开发规模的不断增加，投资项目大幅增加所致。受往来款影响， 2016 年，公司收到/支付其他与经营活动有关的现金同比大幅增长，分别为 2.25 亿元和 5.00 亿元。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-21.39 亿元。2016 年，公司现金收入比为 64.03%，受财政局开发项目回购款滞后性影响，公司实际收入现金实现质量一般。

从投资活动现金流量来看， 近三年公司均无投资活动产生的现金流入。同期，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模的现金规模较小；投资支付的现金 6.17 亿元，主要有对湖南猎豹汽车投资 2.90 亿元和对荆门市成希商贸有限公司湖北金泉新材料有限责任公司贷款 2.80 亿元构成； 2016 年，公司支付其他与投资活动有关的现金 4.60 亿元，主要为对荆门化工循环产业开发有限公司借款构成。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -10.96 亿元。

2016 年，公司吸收投资收到现金 6.12 亿元，主要由收到政府的货币资金构成。随着公司建设规模的增加，公司取得借款收到的现金不断增长，2016 年为 43.95 亿元。2016 年，公司收到其他与筹资活动有关的现金 19.32 亿元，主要为公司于 2016 年发行的专项债构成。2016 年，公司筹资活动产生的现金流量流出为 5.02 亿元，主要由偿还债务支付的现金和分配股利支付的现金构成。公司支付其他与筹资活动有关的现金为 1.25 亿元，主要由支付湖南猎豹汽车款项构成。2014～2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 9.07 亿元、15.24 亿元和 64.37 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量为-10.00 亿元，由于对高新区及掇刀区内的基础设施建设和土地开发投资增加所致，公司经营活动现金流量持续为负；投资活动产生的现金流量净额为-0.73 亿元；同期公司筹资活动产生的现金净流量为 24.90 亿元。

总体看，随着园区开发建设的不断投入，公司经营性现金净流量持续为负，且收入实现质量一般；投资活动现金呈净流出态势；未来随着公司棚户区改造项目及园区开发项目逐步展开，公司将面临一定融资压力。

5. 偿债能力

2016 年，受公司存货规模和货币资金增加影响，公司速动比率和流动比率分别为 1131.77%和 2899.06%，均呈上升趋势；截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 858.67%和 1874.75%。截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产为 54.28 亿元，且短期债务较少，总体看，公司具备较强的短期偿债能力。

2016 年，公司 EBITDA 为 2.94 亿元，公司调整后全部债务/EBITDA 倍数为 27.44 倍，调整后 EBITDA 对全部债务保护能力较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 底，公司共获得银行授信 91.90 亿元，未使用额度 20.04 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

十、存续期内债券偿债能力分析

截至本跟踪评级报告出具之日，公司存续期内债券为“15荆高新/15荆高新债”，本金7亿元，在存续期的3~7年按本金的20%偿付。2016年，公司EBITDA2.94亿元，为本期债券发行额度的0.42倍；公司经营活动现金流入量

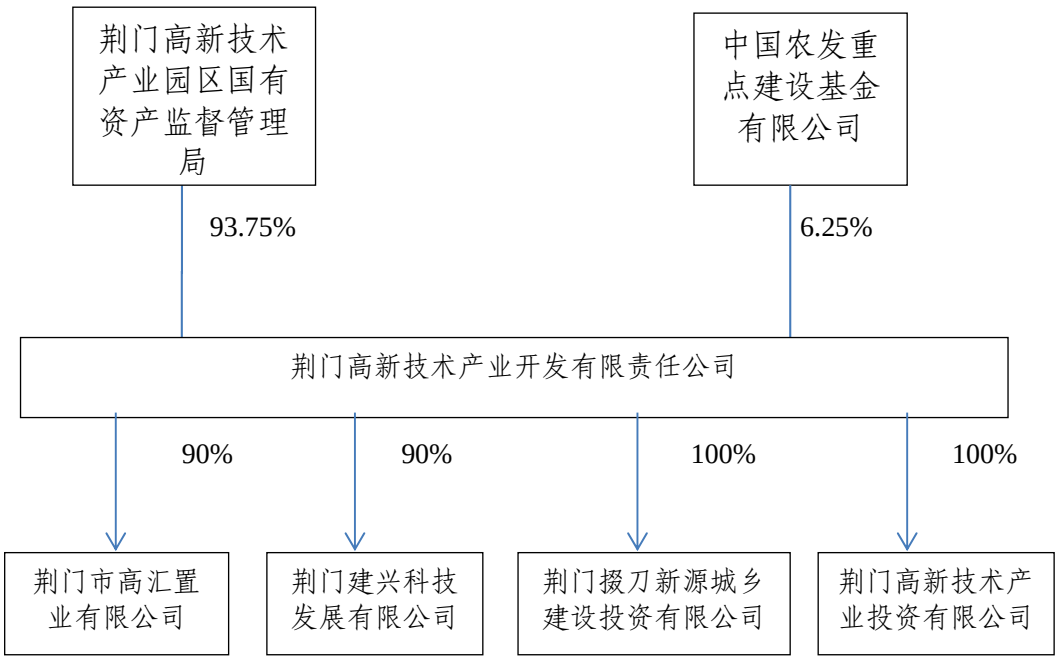
6.50亿元为本期债券发行额度的0.93倍；公司经营现金流量净额对本期债券没有保护能力。总体看，跟踪期内，公司EBITDA及经营活动现金流对本期债券保障程度较弱。

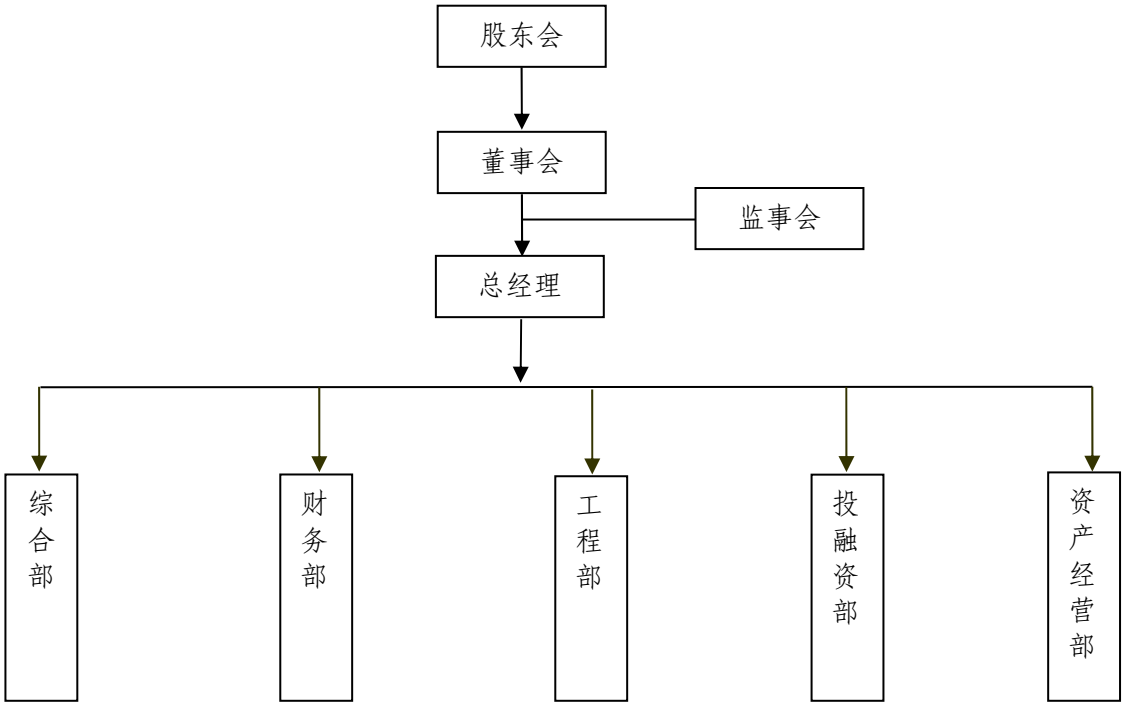
2016年，公司EBITDA是分期应偿还本金1.40亿元的2.10倍；公司经营活动现金流入量为分期应偿还本金的4.64倍。总体看，跟踪期内，公司EBITDA对本期债券每年应偿还本金的覆盖程度一般，公司经营活动现金流入量对每年应偿还本金的保障能力尚可。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“15 荆高新/15 荆高新债”的信用等级为 AA。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.51	8.09	40.11	54.28
资产总额(亿元)	33.38	89.25	156.89	186.17
所有者权益(亿元)	30.04	63.70	72.61	72.93
短期债务(亿元)	0.94	0.11	0.20	0.20
长期债务(亿元)	1.01	18.11	76.41	101.23
全部债务(亿元)	1.95	18.22	76.61	101.43
调整后全部债务（亿元）	1.95	21.34	80.64	104.05
营业收入(亿元)	4.37	6.25	6.64	0.40
利润总额(亿元)	1.15	2.45	2.74	0.33
EBITDA(亿元)	1.24	2.47	2.94	--
经营性净现金流(亿元)	2.00	-8.83	-21.39	-10.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	-	2.85	1.28	--
存货周转次数(次)	0.18	0.08	0.06	--
总资产周转次数(次)	0.13	0.07	0.04	--
现金收入比(%)	98.33	51.36	64.03	24.64
营业利润率(%)	22.11	23.93	32.92	96.63
总资本收益率(%)	3.83	2.91	2.61	--
调整后总资本收益率（%）	3.83	2.91	1.89	--
净资产收益率(%)	3.81	3.74	3.76	--
长期债务资本化比率(%)	3.25	22.13	51.28	58.12
全部债务资本化比率(%)	6.09	22.23	51.34	58.17
调整后全部债务资本化比率(%)	6.09	25.09	52.62	58.79
资产负债率(%)	10.00	28.63	53.72	60.82
流动比率(%)	1050.20	1769.90	2899.06	1874.75
速动比率(%)	118.76	344.78	1131.77	858.67
经营现金流动负债比(%)	99.72	-206.94	-468.10	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.57	7.38	26.07	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	1.57	8.64	27.44	--

注：2017 年 1 季度数据未经审计；调整后全部债务=短期债务+其他应付款中有息债务+长期债务+长期应付款。

附件 3　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	
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

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 4-1　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 4-2　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

附件 4-3　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。