信用等级公告

联合〔2020〕2509 号

联合资信评估有限公司通过对武汉市黄陂区城建投资开发有限公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持武汉市黄陂区城建投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA，“17 黄陂城投债/PR 陂城债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司
2020年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
17 黄陂城投债/PR 陂城债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 黄陂城投债/PR 陂城债	17.30 亿元	13.84 亿元	2024/4/19

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 7 月 23 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	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（以下简称“公司”）是武汉市黄陂区重要的城市基础设施开发建设主体，跟踪期内，持续获得黄陂区政府在财政补贴和建设资金拨付等方面的支持。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司资产流动性较弱、筹资压力大等可能对其信用水平带来的不利影响。

公司存续债券“17 黄陂城投债/PR 陂城债”由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。中合中小担保实力极强，其担保显著提升了“17 黄陂城投债/PR 陂城债”本息偿付的安全性。同时，“17 黄陂城投债/PR 陂城债”设置了分期还本条款，可一定程度上缓解公司的集中偿付压力。

随着公司基础设施建设项目的陆续完工以及政府回款安排的逐步落实，未来公司的收入规模和利润水平有望改善，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，“17 黄陂城投债/PR 陂城债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **稳定的外部支持。**公司为黄陂区重要的城市基础设施开发建设主体，跟踪期内持续获得区政府在财政补贴和建设资金拨付等方面的支持。
2. **公司债务负担减轻。**2019 年底，公司全部债务 25.56 亿元，较上年底下降 2.66%；全部债务资本化比率 20.37%，债务负担处于

分析师：薛琳霞　刘沛伦
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

较低水平。

3. **分期还本条款和增信机制。**“17黄陂城投债/PR陂城债”设置本金分期偿还条款，可一定程度上缓解公司的集中偿付压力；中合中小为“17黄陂城投债/PR陂城债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了其偿付的安全性。

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中存货和其他非流动资产占比较高，存货以工程施工成本为主，且部分土地资产因抵押受限，其他非流动资产由水库使用权和代黄陂区政府对市级大型项目的投入构成。
2. **筹资压力大。**公司在建和拟建项目投资规模大，且未获得银行授信，融资渠道亟待拓宽。
3. **地区经济和财政收入受新冠肺炎疫情负面影响大。**受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1－5 月，黄陂区地区经济和财政收入同比均大幅下降。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿元）	34.36	4.55	7.05
资产总额（亿元）	188.67	182.32	181.98
所有者权益（亿元）	94.67	98.55	99.89
短期债务（亿元）	3.20	3.20	4.12
长期债务（亿元）	33.22	23.06	21.44
全部债务（亿元）	36.42	26.26	25.56
营业收入（亿元）	4.84	14.43	9.87
利润总额（亿元）	3.55	1.82	1.48
EBITDA（亿元）	3.65	1.99	1.80
经营性净现金流（亿元）	-2.44	-14.35	1.87
营业利润率（%）	12.38	10.35	13.00
净资产收益率（%）	3.67	1.51	1.31
资产负债率（%）	49.82	45.95	45.11
全部债务资本化比率（%）	27.78	21.04	20.37
流动比率（%）	1069.81	507.65	538.96
速动比率（%）	435.68	147.66	171.14
现金短期债务比（倍）	10.74	1.42	1.71
经营现金流动负债比（%）	-22.51	-79.09	10.98
EBITDA 利息倍数（倍）	4.48	1.21	1.15
全部债务/EBITDA（倍）	9.97	13.22	14.17
公司本部（母公司）			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	173.36	166.97	164.37
所有者权益（亿元）	94.02	98.18	99.25
全部债务（亿元）	33.82	24.26	22.03
营业收入（亿元）	0.79	13.09	7.01
利润总额（亿元）	3.38	1.89	1.21
资产负债率（%）	45.77	41.20	39.62
全部债务资本化比率（%）	26.46	19.81	18.16
流动比率（%）	1,129.79	484.03	617.33
经营现金流动负债比（%）	-25.51	-90.16	24.66

注：1.公司利息支出采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”科目数据；2. 将需于一年内支付的分期偿还债券本金调整至短期债务核算

评级历史：

债项简称	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
17 黄陂城投债/PR 陂城债	AAA	AA	稳定	2019/6/21	薛琳霞 刘沛伦	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
17 黄陂城投债/PR 陂城债	AAA	AA	稳定	2016/7/25	黄琪融 郝一哲 车驰	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 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编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（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、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。

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司
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”）关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（以下简称“公司”）及“17黄陂城投债/PR陂城债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本未发生变化，股东由武汉市黄陂区财政局更改为“武汉市黄陂区人民政府国有资产监督管理局”（以下简称“黄陂区国资局”）。截至2019年底，公司注册资本及实收资本均为8.36亿元，黄陂区国资局为公司唯一股东及实际控制人。

公司经营范围变更为：城市基础设施建设及投资，建设项目总承包，土地储备、土地使用权租赁、生态环境治理、土地开发整理、房地产开发、商品房销售、公共服务设施的投资与建设，城乡危房改造，给排水工程施工，建筑劳务分包，物业管理，建筑和装饰材料、工程机械设备销售。（涉及许可经营项目，应取得相关部门许可后方可经营）

公司本部部门设置变更为计划财务和金融部、项目前期成本控制部、综合管理部和城市发展部共4个部门。截至2019年底，公司拥有纳入合并范围的子公司6家。

截至2019年底，公司资产总额181.98亿元，所有者权益99.89亿元；2019年，公司实现营业收入9.87亿元，利润总额1.48亿元。

公司注册地址变更为：黄陂区前川街油岗村、定远村万象城S2栋1-3层（9）商室；法定代表人：张道恕。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至报告出具日，联合资信所评“17黄陂城投债/PR陂城债”尚需偿还余额13.84亿元。“17黄陂城投债/PR陂城债”设置了本金分期偿还条款，在第5~7个计息年度末分别偿还本金的20%，即3.46亿元，跟踪期内公司已按时偿付当期本金及付息。

表1　跟踪评级债券基本信息

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
17黄陂城投债/PR陂城债	13.84亿元	2024/04/19	5.48%

资料来源：联合资信整理

“17黄陂城投债/PR陂城债”募集资金总额为17.30亿元，其中6.30亿元用于临空产业园空港花园还建小区建设项目、5.00亿元用于临空产业园后湖人家还建小区建设项目、5.00亿元用于临空产业园横店街还建小区建设项目、1.00亿元用于补充公司营运资金。

截至2019年底，“17黄陂城投债/PR陂城债”的募集资金已全部使用完毕，募集资金的提取使用按照约定执行。

从项目建设进度来看，截至2019年底，临空产业园空港花园还建小区项目已投资10.93亿元，于2018年确认收入6.93亿元；临空产业园后湖人家还建小区项目已投资8.50亿元，于2019年确认收入5.50亿元；临空产业园横店街还建小区项目已投资7.36亿元，尚未确认收入。

表2　“17黄陂城投债/PR陂城债”募投项目建设情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	使用募集资金金额	2019年底完成投资
临空产业园空港花园还建小区	11.24	6.30	10.93
临空产业园后湖人家还建小区	8.90	5.00	8.50
临空产业园横店街还建小区	7.86	5.00	7.36
合计	**28.00**	**16.30**	**26.79**

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

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；
3. 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，GDP 为不变价规模；
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发

展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，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-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫

情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些

政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

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水利项目建设。

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	坚决遏制假借 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合规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. 区域经济环境

2019 年，黄陂区经济和地方财政收入均保持高速增长，受新冠肺炎疫情影响，2020 年 1－5 月黄陂区经济数据同比大幅下降。

根据《关于黄陂区2019年国民经济和社会发展计划执行情况与2020年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2019年黄陂区实现地区生产总值逾900亿元，增长8.1%；全社会固定资产投资增长18%，工业投资增长18%；规模以上工业增加值增长10%；社会消费品零售总额增长9.8%；城乡居民人均可支配收入28633元，增长8.1%。

根据黄陂区政府网站公布的《武汉市黄陂区关于2019年财政预算执行情况和2020年财政预算草案的报告》，2019年，黄陂区地方一般公共预算收入预计完成68.42亿元，同比增长9%，其中税收收入完成50.15亿元，占比增至73.30%；预计实现转移支付收入37.83亿元；预

计完成一般公共预算支出127.40亿元，财政自给率为53.70%。黄陂区全年政府性基金预算收入预计完成91.26亿元，其中国有土地使用权出让收入85.40亿元。2019年底，黄陂区债务余额131.69亿元。

根据黄陂区政府网站公布的《黄陂统计月报（2020.1－5）》，黄陂区地方一般公共预算收入同比下降47%，规模以上工业增加值同比下降32.7%，固定资产投资额同比下降64.1%。

六、基础素质分析

公司是黄陂区基础设施建设和土地整理的主体，跟踪期内黄陂区政府在政府补助和项目建设资金拨付等方面给予了公司一定的支持。

作为黄陂区基础设施建设和土地整理的主体，公司近年来在基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等方面投入较大，区政府在政府补助方面给予了公司一定的支持。2019 年，公司收到城建基金补助 0.64 亿元，计入“其他收益”；公司收到财政拨付的项目建设资金 3.86 亿元，计入“专项应付款”。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1042011600506500K），截至 2020 年 6 月 5 日，公司本部有 9 笔已结清关注类贷款，无未结清不良信贷记录。对于上述已结清关注类贷款，根据国家开发银行湖北省分行（以下简称“国开行湖北分行”）于 2016 年 3 月 25 日出具的《关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司贷款项目资产质量分类情况的说明》，由于国开行湖北分行资产质量分类执行标准较为严格，将上述贷款资产划分为关注类，但仍属于国开行湖北分行优良贷款，公司所有项目还本付息情况正常。

七、管理分析

跟踪期内，公司章程因股东、公司经营范围和注册地址变更进行了相应调整，在高管人员、法人治理结构和管理制度等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事城市基础设施建设和租赁业务，跟踪期内新增材料销售、房地产开发和物业服务。跟踪期内，公司的营业收入和毛利率均有所下降。

2019年，公司实现营业收入9.87亿元，同比大幅下降31.60%，主要系公司工程结算业务收入下降所致。跟踪期内，工程结算收入仍是公司的主要收入来源，但在营业收入中的占比降至79.00%。跟踪期内，公司新增材料销售收入1.82亿元。跟踪期内，公司毛利率下降至13.17%。

表5 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	14.19	98.34	18.39	7.80	79.00	10.10
租赁	0.24	1.66	100.00	0.24	2.41	100.00
材料销售	0.00	0.00	--	1.82	18.40	15.42
其他	0.00	0.00	--	0.02	0.18	-33.04
合计	**14.43**	**100.00**	**19.75**	**9.87**	**100.00**	**13.17**

注：2018年工程结算毛利率较高主要由于工程结算收入中的6.93亿元土地置换收入成本为0，该收入为非经常性收入；若剔除土地置换收入，工程结算剩余部分毛利率为9.53%；尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）城市基础设施建设业务

受黄陂区财政局委托，公司从事黄陂区的还建房和市政基础设施建设，由于上年公司将土地置换收益计入工程结算收入导致该项收入规模较大，2019 年公司工程结算收入同比大幅下降。目前在建项目存在一定资本支出压力。

公司城市基础设施建设业务由下属子公司武汉环通路桥工程有限公司（以下简称“环通路桥”）和公司本部承做，其中安置房项目采用回购模式，回款不与项目投资进度挂钩，待项目满足结算条件后确认收入；市政类基础设施项目自 2015 年起采用每年对当年投资额加成 10%的模式确认收入。

针对 2015 年之前已投入但尚未完工的城市基础设施建设项目，公司与黄陂区财政局签订了《项目回购协议》，根据该协议，黄陂区财政局将在 9 年内回购公司建设的城市基础设施建设项目 36.69 亿元（根据 2015 年底工程账面价值计算，体现在“在建工程”），回购项目包括饮水安全工程、黄陂区前汉大道新改扩建工程、黄陂区川龙大道改造工程、黄武公路及连接线工程等。2019 年，新港铁路优化项目竣工结算，黄陂区财政局回购了该项目余额 0.34 亿元。截至 2019 年底，尚有 14.49 亿元待回购。

2019 年，公司结算收入的项目包括后湖人家还建房、新港铁路优化、钓台道京九街至百锦街综合改造等项目，2019 年城市基础设施工程结算共确认收入 7.80 亿元，较上年大幅下降 45.11%，主要由于上年工程结算收入中包括土地置换收入 6.93 亿元。2019 年底，公司应收账款较上年底增加 2.82 亿元，公司部分收入通过与“预收款项”冲抵实现。

表 6　2019 年工程结算业务收入（单位：万元）

项目名称	2019 年
后湖人家还建房	55000.00
新港铁路优化	12690.96
钓台道京九街至百锦街综合改造	2199.95
天湖路扩宽工程	1087.38
汉口北大道改造工程	883.36
石蔡工程	789.71
天河海航工业园 2 号线工程	778.87
祁水改造工程项目部	683.66
黄土公路前川至长岭段综合改造工程（木兰大道）	622.12
汉口北泵站河西路南段道路工程	611.67
北部旅游公路项目蔡姚线、姚蔡线沥青摊铺工程	445.07
姚集至河口段灾毁恢复工程	412.81
岱黄辅道路面大中修工程	394.04
岱黄高速公路府河收费站广场渐变段改造工程	340.91
腾飞东路普洛斯工业园外环路-2 号路工程	218.18
汉口北阳逻湾南路道路工程	181.82
汉口北客运站中心西环线道路工程	146.36
黄陂木兰溪公路项目一标二标段	134.60
其他	371.77
合计	**77993.23**

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要在建城市基础设施项目有木兰大道（黄土公路）S108升级工程、新河特大桥和南湖村立交等工程，计划总投资32.72亿元，已投资27.34亿元，尚需投资5.38亿元，存在一定资本支出压力。

表 7　2019 年底公司主要在建城市基础设施项目

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	待投资
木兰大道（黄土公路）S108 升级	21.00	16.80	4.20
新河特大桥	4.10	3.69	0.41
南湖村立交	3.50	3.15	0.35
湖滨路延长线	2.48	2.23	0.25
汉口北环湖路	0.67	0.60	0.07
泵站河西路南段	0.38	0.34	0.04
汉口北客运中心西延线	0.38	0.35	0.03
汉口北客运中心西环线	0.21	0.18	0.03
合计	**32.72**	**27.34**	**5.38**

资料来源：公司提供

（2）房地产开发

跟踪期内，公司新增房地产开发业务，待开发项目采用市场化模式，待投资规模较大。

公司新增市场化房地产开发项目“坤合一盘龙云海城”，总建筑面积53.51万平方米，其中住宅建筑面积34.09万平方米、商业建筑面积3.09万平方米，分别采用销售和自持出租的方式实现收益。该项目计划总投资约39亿元，采用滚动开发模式，主要分三期建设，其中一期计划总投资9.24亿元，计划于2021年7月开盘销售，于2022年底完工。截至2019年底，公司已投入2.42亿元，全部为前期土地投入，计划2020年投入3.42亿元。预计项目整体可于2023年第四季度竣工，实现净利润11.70亿元。

（3）其他

公司其他收入主要来自租赁业务和材料销售，其中公司租赁业务收入主要来自夏家寺水库。2009年，公司将夏家寺水库的水面使用权以包租的方式有偿租赁给水产中心用作水产养殖，该水库水面使用面积约45000亩。2016年，公司与水产中心重新签订租赁合同，签订的租

赁期为5年，期限为2016年1月1日至2020年12月31日，每年的租金为2500.00万元。由于该业务经营成本由水产中心承担，毛利率为100%。公司材料销售业务系环通路桥从事的混凝土和沥青等建筑材料的生产和销售，2019年实现销售收入1.82亿元，销售对象主要为基础设施建设项目施工方，收入可持续性好。

3. 未来发展

除继续稳定发展城市基础设施建设板块之外，公司积极参与房地产开发、旧城改造等房地产类业务，增加广告、物业服务等城市运营业务，并以乡村振兴为契机，积极探索美丽乡村建设融资渠道。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年度财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司共6家。跟踪期内，公司合并范围新增3家子公司，其中2家系投资新设、1家（武汉木兰红基物业管理有限公司）系非同一控制下合并，以上子公司资产及净资产规模均较小，对公司合并报表影响不大。公司财务数据的可比性强。

截至2019年底，公司资产总额181.98亿元，所有者权益99.89亿元；2019年，公司实现营业收入9.87亿元，利润总额1.48亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模和结构变化不大，存货和其他非流动资产占比较高，存货以工程施工成本为主，且部分土地资产因抵押受限，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 181.98 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 50.49%，非流动资产占 49.51%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	**92.11**	**50.52**	**91.87**	**50.49**
货币资金	4.55	2.50	7.05	3.87
应收账款	11.66	6.40	14.49	7.96
其他应收款	10.08	5.53	7.32	4.02
存货	65.32	35.83	62.70	34.45
非流动资产	**90.21**	**49.48**	**90.10**	**49.51**
可供出售金融资产	18.48	10.14	18.48	10.15
长期股权投资	8.74	4.79	8.91	4.89
在建工程	14.83	8.13	15.13	8.31
其他非流动资产	41.48	22.75	41.48	22.79
资产合计	**182.32**	**100.00**	**181.98**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年底，公司流动资产 91.87 亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 7.67%）、应收账款（占 15.77%）、其他应收款（占 7.97%）和存货（占 68.25%）构成。

2019 年底，公司货币资金 7.05 亿元，较上年底增长 54.92%，主要系往来款流入规模较大所致；货币资金全部为银行存款和库存现金，无受限资金。

2019 年底，公司应收账款 14.49 亿元，较上年底增长 24.18%，主要由于黄陂区财政局欠款大幅增加；公司应收账款主要为黄陂区财政局尚未支付的工程结算业务费用（12.95 亿元），在应收账款总额中占 89.39%。应收账款共计提坏账准备 29.37 万元。

2019 年底，其他应收款 7.32 亿元，较上年底下降 27.41%，，主要由于与黄陂区财政局的往来款余额减少 2.40 亿元。其他应收款多为与黄陂区内政府单位或平台公司的往来款，对资金形成占用，前 3 名欠款单位分别为黄陂区财政局、黄陂区刘店地区交通综合改造工程建设协调指挥部办公室和武汉盘龙城经济开发区管理委员会，余额合计占 95.81%，集中度高。公司其他应收款共计提坏账准备 446.26 万元。根据黄陂区政府 2016 年 7 月下发的《关于应付武

汉市黄陂区城建投资开发有限公司款项有关情况的说明》，政府及相关部门在 2020 年末以前将与公司形成应收账款、其他应收账款和长期应收账款共计 24.89 亿元清偿完毕；2019 年底，账龄 3 年以上的其他应收款余额约 3.48 亿元。

2019 年底，公司存货 62.70 亿元，较上年底下降 4.01%，主要是工程施工结转成本所致。存货主要由工程施工（40.32 亿元）、土地代整理成本（12.49 亿元）和土地使用权（6.79 亿元）构成，2019 年底新增拟开发产品 2.42 亿元，系公司在建房地产项目“坤合-盘龙云海城”的已投入成本。公司存货未计提跌价准备；其中受限资产 6.75 亿元，占存货的 10.77%，系为“14 黄陂城投债/PR 陂城投”提供反担保而受限。

2019 年底，公司非流动资产 90.10 亿元，较上年底变化不大，主要由可供出售金融资产（占 20.51%）、长期股权投资（占 9.88%）、在建工程（占 16.79%）和其他非流动资产（占 46.04%）构成。其中，长期股权投资在权益法测算下增长 1.91%；在建工程因增加对孵化器项目的投入增长 2.01%；其他科目均变化不大，其中其他非流动资产由水库使用权（26.10 亿元）和代黄陂区政府对市级大型项目的投入（15.38 亿元）构成。

2019年底，公司受限资产6.75亿元，均为存货中的土地受限，在总资产中占3.71%。

3. 负债和所有者权益

公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，资本公积中水库资产占比较高，公司权益质量一般。跟踪期内，公司债务规模有所下降，债务负担有所减轻，处于较低水平。

所有者权益

2019年底，公司所有者权益为99.89亿元，较上年底增长1.36%，主要未分配利润略有增长。公司所有者权益主要由资本公积（占60.59%）和未分配利润（28.32%）构成，公司权益结构较为稳定性。资本公积中水库资产为26.10亿元，占比较大（43.13%），权益质量一般。

负债

2019 年底，公司负债总额 82.09 亿元，较上年底下降 2.01%，主要是预收款项结转收入、偿还债券本金和缴纳税费所致。公司负债中非流动负债占比为 79.23%，较 2018 年底有所提升。

2019 年底，公司流动负债 17.05 亿元，较上年底下降 6.05%，主要由短期借款（占 17.19%）、应付账款（占 10.79%）、其他应付款（占 6.87%）和预收款项（占 55.90%）构成。其中，短期借款 2.93 亿元，较上年底增加 2.13 亿元，全部为质押借款，质押物为公司应收账款；预收款项 9.53 亿元，较上年底下降 24.94%，主要系还建房项目款结转收入（体现在工程结算收入），公司预收款项主要是委托在建项目的；其他科目变化不大。

2019 年底，公司非流动负债 65.04 亿元，较上年底变化不大。公司非流动负债主要由应付债券（占 33.87%）和专项应付款（占 66.13%）构成。应付债券 22.03 亿元，较上年底下降 9.19%，系公司存续债券“14 黄陂城投债”4.67 亿元和“17 黄陂城投债”分期还本所致。专项应付款 43.01 亿元，主要构成为由黄陂区财政局对重点项目拨付的投资款，较上年底增长 7.09%。

2019年底，公司全部债务25.56亿元，较上年底下降2.66%，主要由于公司偿还了部分长期借款及债券本金。全部债务中，短期债务占16.10%，长期债务占83.90%。

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45.11%、20.37%和17.67%，较上年底分别下降0.84个、0.67个和1.29个百分点。

表 9　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
短期债务	3.20	4.12
长期债务	23.06	21.44
全部债务	26.26	25.56
资产负债率	45.95	45.11
全部债务资本化比率	21.04	20.37
长期债务资本化比率	18.96	17.67

注：将需于一年内支付的分期偿还债券本金调整至短期债务核算
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从 2019 年底的存量债务来看，2020－2022 年公司需偿付的有息债务规模分别为 5.86 亿元、5.96 亿元和 3.56 亿元，公司债务期限较为均衡。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模明显下降，利润总额对政府补贴存在一定依赖。

2019 年，公司实现营业收入 9.87 亿元，较上年下降 31.60%；营业成本为 8.57 亿元，较上年下降 26.00%；营业利润率为 13.00%，较上年提高 2.65 个百分点。

表 10　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	14.43	9.87
政府补助	0.51	0.64
利润总额	1.82	1.48
营业利润率	10.35	13.00
总资本收益率	1.31	1.21
净资产收益率	1.51	1.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用以管理费用为主，2019 年公司期间费用为 0.54 亿元，占营业收入的比重为 5.51%，较上年提高 3.34 个百分点，公司费用控制能力较好。

2019 年，公司获得政府补助 0.64 亿元，计入“其他收益”。公司利润总额 1.48 亿元，较上年下降 18.57%，利润总额对政府补贴存在一定依赖。

从主要盈利指标看，2019 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 1.21%和 1.31%，同比分别下降 0.10 个和 0.20 个百分点。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营性现金流入和流出均大幅下降，由净流出转为净流入；筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。

从经营活动看，2019 年，公司经营活动现金流入 7.15 亿元，较上年下降 66.81%，销售商品、提供劳务收到的现金 3.50 亿元，同比大幅降低，现金收入比为 35.42%，较上年下降 108.86 个百分点，主要系 2019 年确认的安置房收入款项已于上年通过预收形式入账。公司收到其他与经营活动有关的现金 3.65 亿元，同比大幅增长，主要包括黄陂区财政局拨付的 2.40 亿元资产置换差额补足金[1]和环通路桥与其他公司的往来款。2019 年公司经营活动现金流出 5.28 亿元，同比大幅降低 85.30%，主要系还建房项目接近完工投入减少所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 1.87 亿元，较上年净流出转为净流入。

表 11　公司现金流量表主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入	21.54	7.15
经营活动现金流出	35.89	5.28
经营活动净现金流	-14.35	1.87
现金收入比	144.28	35.42
投资活动净现金流	-4.23	-0.14
筹资活动净现金流	-11.23	0.77

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从投资活动看，2019年公司无投资活动现金流入；公司投资活动现金流出0.14亿元，同比大幅减少，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。公司投资性净现金流为-0.14亿元。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动现

[1] 2018 年黄陂区政府收回公司持有的 8 宗土地，并注入了部分资产进行置换，注入资产评估价值低于土地价值的 10.90 亿元由货币资金补足，截至 2019 年底，黄陂区政府尚需补足 3.70 亿元，计入“其他应收款”。

金流入6.41亿元，较上年增长29.92%，主要来自短期借款和黄陂区财政局拨付的项目建设款（计入专项应付款3.86亿元）；筹资活动现金流出5.64亿元，主要是偿还债务本息。2019年，公司筹资活动现金净流入0.77亿元，较上年净流出转为净流入。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标尚可，考虑到公司在黄陂区的重要地位及政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

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538.96%和171.14%，同比分别上升31.30个和23.47个百分点。经营性净现金流由负转正，经营现金流动负债比率为10.98%。2019年底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数为1.71倍，较上年底（1.42倍）略有提升。综合来看，公司短期债务规模较小，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为1.80亿元，全部债务/EBITDA为14.17倍，EBITDA利息倍数为1.15倍，公司长期偿债指标尚可。

截至2019年底，公司对外担保金额11.20亿元，担保比率11.21%，被担保单位均为黄陂区国有企业，其中对武汉盘龙城镇建设发展有限公司（以下简称“盘龙城镇”）担保金额规模较大（8.20亿元）。盘龙城镇是公司参股子公司，是负责黄陂区水务资产建设及经营、市政工程建设的投融资建设主体，参股黄陂区多家城投公司。盘龙城镇注册资本10.00亿元，黄陂区国资局持股50.20%，公司持股49.80%。总体看，公司或有负债风险可控。

表 12 截至 2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保金额	担保到期
武汉盘龙城镇建设发展有限公司	8.20	2021.2
武汉临空经济区建设投资开发有限公司	3.00	2021.7
合计	**11.20**	--

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司未获得银行授信，公司对外融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务概况

公司资产和收入主要集中在母公司，公司合并报表基本能反映母公司财务情况。

2019年底，母公司资产总额164.37亿元，较上年底下降1.55%，非流动资产占比（55.03%）略有提升。母公司流动资产以存货和应收账款为主，非流动资产以可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程为主。

2019年底，母公司所有者权益为99.25亿元，较上年底增长1.09%。其中，资本公积60.48亿元，未分配利润27.69亿元。

2019年底，母公司负债总额65.12亿元，较上年底下降5.33%。其中，流动负债占18.39%，非流动负债占81.61%。非流动负债主要由应付债券和专项应付款构成。

2019年底，母公司资产负债率为39.62%，较2018年下降1.58个百分点。

2019年，母公司营业收入7.01亿元，利润总额为1.21亿元。

十、存续期债券偿债能力分析

“17 黄陂城投债/PR 陂城债”设置了分期偿还条款，从债券存续期第三年开始每年偿还本金的 20%，即 3.46 亿元。2019 年公司经营活动产生的现金流入量（7.15 亿元）、经营活动现金流量净额（1.87 亿元）和 EBITDA（1.80 亿元），分别为“17 黄陂城投债/PR 陂城债”余额（13.84 亿元）的 0.52 倍、0.14 倍和 0.13 倍，分别为单年偿付本金（3.46 亿元）的 2.07 倍、0.54 倍和 0.52 倍。

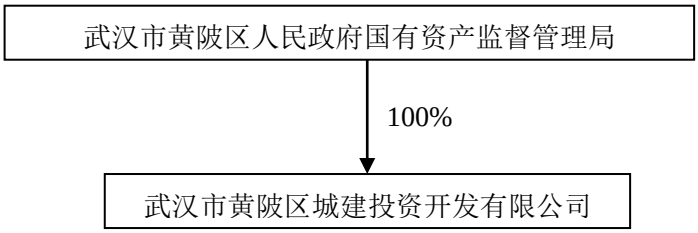
中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合中小”）为“17 黄陂城投债/PR 陂城债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中合中小主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（详见《中

合中小企业融资担保股份有限公司2020年主体长期信用评级报告》)。中合中小为“17 黄陂城投债/PR 陂城债”提供的担保有效增强了“17黄陂城投债/PR 陂城债”偿付的安全性。

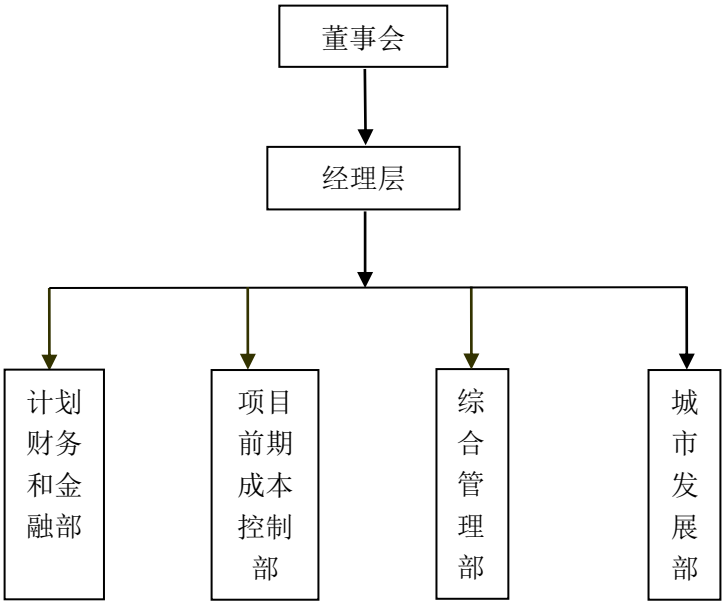
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“17黄陂城投债/PR陂城债”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司下属子公司情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
武汉环通路桥工程有限公司	5000.00	100.00
武汉盘龙润海置地有限公司	1000.00	100.00
武汉坤合建设开发有限公司	10000.00	100.00
武汉星美诚市政工程有限公司	1000.00	100.00
武汉美乡建设开发有限公司	2000.00	100.00
武汉木兰红基物业管理有限公司	88.00	100.00

注：武汉环通路桥工程有限公司工商注册信息变更正在办理中
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
财务数据			
现金类资产（亿元）	34.36	4.55	7.05
资产总额（亿元）	188.67	182.32	181.98
所有者权益（亿元）	94.67	98.55	99.89
短期债务（亿元）	3.20	3.20	4.12
长期债务（亿元）	33.22	23.06	21.44
全部债务（亿元）	36.42	26.26	25.56
营业收入（亿元）	4.84	14.43	9.87
利润总额（亿元）	3.55	1.82	1.48
EBITDA（亿元）	3.65	1.99	1.80
经营性净现金流（亿元）	-2.44	-14.35	1.87
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.32	1.39	0.76
存货周转次数（次）	0.07	0.17	0.13
总资产周转次数（次）	0.03	0.08	0.05
现金收入比（%）	211.77	144.28	35.42
营业利润率（%）	12.38	10.35	13.00
总资本收益率（%）	2.72	1.31	1.21
净资产收益率（%）	3.67	1.51	1.31
长期债务资本化比率（%）	25.98	18.96	17.67
全部债务资本化比率（%）	27.78	21.04	20.37
资产负债率（%）	49.82	45.95	45.11
流动比率（%）	1069.81	507.65	538.96
速动比率（%）	435.68	147.66	171.14
经营现金流动负债比（%）	-22.51	-79.09	10.98
现金短期债务比（倍）	10.74	1.42	1.71
全部债务/EBITDA（倍）	9.97	13.22	14.17
EBITDA 利息倍数（倍）	4.48	1.21	1.15

注：1.公司利息支出采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”科目数据；2. 将需于一年内支付的分期偿还债券本金调整至短期债务核算

附件3 主要财务数据及指标（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	34.01	4.52	6.17
资产总额（亿元）	173.36	166.97	164.37
所有者权益（亿元）	94.02	98.18	99.25
短期债务（亿元）	2.40	2.40	0.59
长期债务（亿元）	31.42	21.86	21.44
全部债务（亿元）	33.82	24.26	22.03
营业收入（亿元）	0.79	13.09	7.01
利润总额（亿元）	3.38	1.89	1.21
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-2.26	-14.21	2.95
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.05	1.27	0.56
存货周转次数（次）	0.01	0.20	0.13
总资产周转次数（次）	0.00	0.08	0.04
现金收入比（%）	866.97	133.67	19.27
营业利润率（%）	34.06	10.13	11.98
总资本收益率（%）	2.64	1.33	0.89
净资产收益率（%）	3.59	1.65	1.08
长期债务资本化比率（%）	25.05	18.21	17.77
全部债务资本化比率（%）	26.46	19.81	18.16
资产负债率（%）	45.77	41.20	39.62
流动比率（%）	1129.79	484.03	617.33
速动比率（%）	517.38	161.32	223.81
经营现金流动负债比（%）	-25.51	-90.16	24.66
现金短期债务比（倍）	14.17	1.88	10.53
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

注：1.公司利息支出采用现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”科目数据；2. 将需于一年内支付的分期偿还债券本金调整至短期债务核算；3. 公司未提供母公司折旧、摊销等数据，无法计算母公司 EBITDA 及相关指标

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

中合中小企业融资担保股份有限公司
2020 年主体长期信用评级报告

一、公司概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“公司”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于 2012 年 7 月，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年 5 月，公司进行了增资扩股，并引进新股东海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”），该公司为海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）的关联方，海航科技与海航资本合计持有公司 43.34%的股份；公司增资完成后注册资本增至 71.76 亿元，无控股股东和实际控制人。截至 2019 年末，公司股东及持股比例情况见表 1。

表 1　2019 年末公司股东及持股情况　单位：%

股　东	2019 年末
海航科技股份有限公司	26.62
JPMorgan China Investment Company Limited	17.78
海航资本集团有限公司	16.72
中国宝武钢铁集团有限公司	14.63
海宁宏达股权投资管理有限公司	9.47
中国进出口银行	6.97
西门子（中国）有限公司	4.88
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.93
合　计	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

二、业务经营分析

公司担保业务目前业务以融资担保为主。受融资担保行业监管趋严等因素影响，近年来公司担保业务发展明显放缓，担保余额小幅下降；公司担保业务中城投债担保占比高。截至 2019 年末，公司担保余额 837.04 亿元，以融资性担保业务为主；公司城投债担保余额 741.21 亿元，占总担保余额的 88.55%。

近年来，由于融资担保新规的影响，公司高流动性资产配置比例有所上升，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。截至 2019 年末，公司投资资产净额 67.63 亿元，占资产总额的 66.34%；公司委托贷款总额 7.89 亿元，计提的减值准备余额 2.86 亿元。

三、风险管理分析

受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；担保代偿率持续上升，面临较大的代偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、股票面临退市风险，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注后续追偿情况。从客户分布来看，现阶段公司担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2019 年末，公司单一最大客户担保

余额 18.00 亿元，单一最大客户集中度为 21.88%；前五大客户担保余额 84.60 亿元，前五大客户集中度为 102.83%。担保代偿方面，受宏观经济增速放缓及部分行业风险暴露等因素的影响，近年来公司担保代偿规模上升较为明显。截至 2019 年末，公司累计代偿金额 35.63 亿元，累计代偿率为 4.08%。

截至 2019 年末，公司委托贷款中包含一笔与股东海航资本的业务往来，现已逾期，贷款净额 4.89 亿，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续催收情况；除此以外公司投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，但有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的直接股权投资，该笔投资截至 2019 年底余额 6985 万元。此外，公司部分名股实债投资产生违约，需关注后续处置进展。存续担保业务已经没有与海航及其关联公司的担保业务。

四、财务概况

截至 2019 年末，公司资产总额 101.94 亿元，负债总额 21.15 亿元，所有者权益 80.79 亿元；担保余额 837.04 亿元。2019 年，公司实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益（含公允价值变动收益）2.52 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

五、结论

公司资本实力位于国内担保行业前列，担保业务主要以城投债为主，规模较大，具有一定行业地位和系统重要性；公司是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其多元化的股权结构有助于其市场化的运营；由于监管政策调整，公司投资策略有所转变，投资业务结构变化较为明显，高流动性资产占比的上升带动资产流动性水平有所提升。另一方面，公司担保业务以直接融资担保业务为主，城投类项目担保占比高，且单笔规模较大，担保业务客户及行业相对集中；公司担保代偿规模上升较为明显，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，需关注相关风险；公司投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且投资资产和委托贷款出现多笔违约，涉及金额较大，需关注相关违约资产后续处置及资金回收情况；受担保业务收入增速放缓、投资收益下降、资产减值损失增加等多重因素影响下，需关注公司投资资产结构调整及担保业务代偿风险对其未来盈利的影响。综上，联合资信评估有限公司评定中合中小企业融资担保股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。