

信用等级公告

联合〔2020〕2893号

联合资信评估有限公司通过对天门市城市建设投资有限公司及其拟发行的 2021 年公司债券的信用状况进行综合分析和评估,确定天门市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为 AA, 2021 年天门市城市建设投资有限公司公司债券的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告



联合资信评估有限公司

评级总监: [Signature]

二〇二〇年七月二十八日

2021 年天门市城市建设投资有限公司

公司债券信用评级报告

评级结果：

发行人主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：10 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设和补充流动资金

评级时间：2020 年 7 月 28 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	B	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	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
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

天门市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是湖北省天门市最重要的城市基础设施建设和安置房建设主体。近年来，天门市经济持续发展，财政实力稳步提升，公司持续得到天门市政府在资金资产注入、财政补贴、债务置换等方面的大力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司基础设施建设业务回款质量较差、经营性净现金流持续为负、未来投资规模大、资产流动性较弱等对公司信用水平可能产生的不利影响。

基于公司的行业地位和业务属性，公司有望得到政府的持续支持，联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期债券的保障程度较高，分期还本条款的设置有助于降低公司的集中偿付压力。但在本期债券存续期间募投项目的经营性收入对本期债券应付本息合计的保障能力弱，本息偿付对公司自身运营资金依赖性强。湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北省担保”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估，湖北省担保主体长期信用等级为 AAA，展望为稳定，其担保显著提升了本期债券的偿付安全性。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，公司本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司发展的外部环境良好。近年来，天门市经济持续发展，财政实力稳步提升；2019 年，天门市实现地区生产总值 650.82 亿元，同比增长 7.7%；完成一般公共预算收入 21.36 亿元，同比增长 4.67%。
2. 公司持续获得政府支持。公司是天门市最重要的基础设施建设和安置房建设主体，持续获得政府在资金资产注入、财政补贴、债务置换等方面的支持。

分析师:

文 中 登记编号 (R0150220120008)

章 进 登记编号 (R0150220120019)

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. **外部担保显著提升了本期债券到期偿还的安全性。**湖北省担保为本期债券提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保,显著提升了本期债券偿付的安全性。同时,本期债券设置了本金分期偿还条款,能有效降低公司的集中偿付压力。

关注

1. **公司资产流动性较弱。**公司资产中应收类账款和存货占比较高,且存货抵质押比率较高,资产流动性较弱。
2. **公司主营业务回款较差,外部融资压力大。**公司基础设施建设和安置房建设业务回款质量较差,经营活动净现金流持续为负,未来在建和拟建项目投资规模较大,公司存在较大的筹资压力。
3. **本期债券本息偿付对公司自身运营资金依赖强。**募投项目在本期债券存续期间累计产生经营性收入对本期债券应付本息合计的保障能力弱,债券本息的偿付将主要依赖公司自身运营资金。

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)	22.28	26.57	30.15
资产总额 (亿元)	140.56	155.87	179.64
所有者权益 (亿元)	88.25	90.30	92.36
短期债务 (亿元)	4.02	6.47	6.65
长期债务 (亿元)	40.97	50.49	66.54
全部债务 (亿元)	44.99	56.95	73.19
营业收入 (亿元)	10.51	15.15	16.54
利润总额 (亿元)	2.09	2.11	2.12
EBITDA (亿元)	2.36	2.39	2.21
经营性净现金流 (亿元)	-6.18	-4.25	-7.79
现金收入比 (%)	17.83	43.18	105.99
营业利润率 (%)	22.03	15.34	13.20
净资产收益率 (%)	2.37	2.33	2.30
资产负债率 (%)	37.21	42.07	48.59
全部债务资本化比率 (%)	33.77	38.68	44.21
流动比率 (%)	1416.03	1020.27	848.22
速动比率 (%)	683.83	511.22	447.58
经营现金流动负债比 (%)	-68.01	-30.18	-40.04
现金短期债务比 (倍)	5.55	4.11	4.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.79	1.44	0.65
全部债务/EBITDA (倍)	19.10	23.78	33.09
公司本部			
项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	131.21	134.81	138.27
所有者权益 (亿元)	88.06	89.05	89.53
全部债务 (亿元)	29.90	28.06	23.24
营业收入 (亿元)	9.94	5.60	6.66
利润总额 (亿元)	2.08	1.05	0.54
资产负债率 (%)	32.88	33.94	35.26
全部债务资本化比率 (%)	25.35	23.96	20.61
流动比率 (%)	788.76	490.56	347.82
经营现金流动负债比 (%)	-46.96	21.44	34.94

注: 长期应付款中有息部分已调至长期债务核算

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020/5/27	文中、刘沛伦	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	--
AA	稳定	2020/3/26	文中、刘沛伦	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	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由天门市城市建设投资有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

外中

章进



联合资信评估有限公司

2021 年天门市城市建设投资有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

天门市城市建设投资有限公司（下称“公司”）系根据《市人民政府关于将城建系统国有固定资产划转天门市城市建设投资公司的批复》（天政函〔2000〕19号）和《天门市国有资产管理局关于市城建系统国有资产划转的批复》（天国资〔2000〕12号），由天门市国有资产管理局（现更名为天门市人民政府国有资产监督管理委员会，以下简称“天门市国资委”）于2000年8月出资成立，初始注册资本2.18亿元；后经多次注资，截至2019年底，公司注册资本26.78亿元，实收资本20.00亿元¹，天门市国资委持股74.68%，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持股25.32%，天门市国资委为公司控股股东及实际控制人。

公司经营范围：对外投资及资本营运，城市基础设施建设投资经营，开发区建设投资经营，土地整理开发，中小企业项目及建设项目的投资、咨询、评估和中小企业贷款项目统借统还，委托方款，房地产开发，城市供水及污水处理设施的建设、管理、维护。（涉及许可证的凭许可证经营）

截至2019年底，公司本部内设办公室、规划部、投资管理部、资产经营部、财务部、项目融资部、综合协调部共7个职能部门；拥有纳入合并范围子公司13家。

截至2019年底，公司资产总额179.64亿元；所有者权益92.36亿元；2019年，公司实现营业收入16.54亿元，利润总额2.12亿元。

公司注册地址：天门市竟陵陆羽大道中3号；法定代表人：陈晓明。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划于2021年发行10.00亿元的天门市城市建设投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”），期限为7年。本期债券采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第3至第7年末，每年按照债券发行总额的20%等额偿还债券本金，到期利息随本金一起支付。本期债券由湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北省担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 募集资金用途及募投项目概况

本期债券募集资金10.00亿元，其中7.20亿元用于天门市生态创新电子产业园及配套基础设施建设项目（以下简称“电子产业园项目”或“募投项目”），2.80亿元用于补充营运资金。

表1 本期债券募集资金使用情况

（单位：亿元、%）

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	募集资金占投资总额比例
电子产业园项目	10.51	7.20	68.51
补充营运资金	--	2.80	--
合计		10.00	--

资料来源：公司提供

电子产业园项目

电子产业园项目位于天门市熊河大道与西环路交叉处，项目实施主体为公司本部。

根据国开中咨（北京）投资咨询有限公司出具的《天门市生态创新电子产业园及配套基础设施建设项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），电子产业园项目净用地面积

¹中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）出具的公司2016—2018年度审计报告中将国开基金投入的资本金6.78亿元计入“长期应付款”，认定公司实收资本为20.00亿元。

30.69万平方米，总建筑面积36.82万平方米。项目建设内容包括厂房、仓库、职工公寓、管理用房及相关配套附属设施等。项目总投资10.51亿元，其中工程费用8.04亿元，工程建设其他费用0.88亿元，预备费0.51亿元，建设期利息1.08亿元；项目资本金3.31亿元，占比31.49%，由公司自筹。电子产业园项目建设期2年，运营期17年，项目收入为厂房、仓库、职工公寓、管理用房、

停车位等物业的租赁收入，运营期预计实现收入15.96亿元，在本期债券存续期内预计实现收入4.63亿元。

募投项目于2019年10月开工，计划建设期为2年。截至2020年6月底，募投项目已完成可行性研究及政府核准，累计完成投资5077.83万元，项目工程进度为5%。

表2 募投项目批复情况

审批部门	获批日期	审批文件
天门市城乡规划局	2018年2月7日	《建设用地规划许可证》（地字第2018-天规（用地）-3627号）
	2018年2月27日	《建设工程规划许可证》（建字第2018-天规（工程）-3628号）
天门市国土资源局	2018年3月22日	《不动产权证书》（鄂（2018）天门市不动产权第005533号） 《不动产权证书》（鄂（2018）天门市不动产权第005534号） 《不动产权证书》（鄂（2018）天门市不动产权第005535号）
天门市发展和改革委员会	2018年3月28日	《天门市发展和改革委员会关于天门市生态创新电子产业园及配套基础设施建设项目节能审查意见》（天发改文〔2018〕73号）
天门市维护社会稳定领导小组办公室	2018年5月25日	《关于<天门市发展和改革委员会关于天门市生态创新电子产业园及配套基础设施建设项目社会稳定风险评估意见>的复函》
天门市发展和改革委员会	2019年9月10日	《天门市发展和改革委员会关于天门市生态创新电子产业园及配套基础设施建设项目核准的批复》（天发改文〔2019〕243号）
湖北省生态环境厅	2019年9月11日	《建设项目环境影响登记表》（备案号为201942900600000630）

资料来源：公司提供

三、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，为对冲疫情影响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。

四、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,明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、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、绿色低碳、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

近年天门市经济稳定增长，综合财政实力持续增强，但财政自给率很低，对上级转移性收入依赖强，政府债务负担较轻。

天门市为湖北省直管市，地处湖北省中部，北抵大洪山，南依汉江，西靠荆宜，东临武汉，是武汉城市圈成员。天门市辖 3 街道、20 镇、1 乡，总面积 2622 平方公里。

近年天门市经济总量不断扩大。根据天门市 2016—2018 年度《国民经济和社会发展统计公报》，近三年天门市经济持续增长，分别实现地区生产总值 471.27 亿元、528.25 亿元和 591.15 亿元，同比增速分别为 8.0%、8.0% 和 8.2%。其中，2018 年第一产业实现增加值 80.44 亿元，同比增长 2.8%；第二产业实现增加值 302.85 亿元，同比增长 8.2%；第三产业实现增加值 207.86 亿元，同比增长 10.7%。三次产业结构由 2016 年的 15.9:50.7:33.4 调整为 13.6:51.2:35.2。

2018 年，天门市完成固定资产投资额

427.92 亿元，同比增长 11.3%。其中工业投资增长 10.1%，房地产开发投资增长 137.3%，投资增速均比上年加快。商品房销售相对活跃，2018 年各类商品房销售面积达到 128.32 万平米，同比增长 14.8%。

根据天门市人民政府网站公布的《天门市 2019 年主要经济指标（1—12 月）》，2019 年 1—12 月，天门市实现地区生产总值 650.82 亿元，同比增长 7.7%；规模以上工业增加值同比增长 8.5%；固定资产投资（不含农户）同比增长 4.3%。

根据天门市财政局公布的《天门市政府决算公开报表》及《关于天门市 2019 年财政预算执行情况和 2020 年财政预算（草案）的报告》，2017—2019 年，天门市地方综合财力分别为 83.70 亿元、107.20 亿元和 123.31 亿元，其中上级补助收入占比较高，分别为 58.45%、48.52% 和 61.89%；同期，天门市一般公共预算收入稳定增长，三年分别实现 19.25 亿元、20.40 亿元和 21.36 亿元，2019 年同比增长 4.67%。2019 年，天门市实现税收收入 16.58 亿元，在一般公共预算收入中占 77.62%；一般公共预算支出 88.65 亿元，财政自给率（24.09%），主要依靠转移性收入平衡。2019 年，天门市实现政府性基金预算收入 25.63 亿元，其中国有土地使用权出让收入 24.51 亿元。2019 年底，天门市政府债务余额 68.70 亿元，地方政府债务率为 55.71%，地方政府债务负担较轻。

五、基础素质分析

公司是天门市最重要的基础设施建设和安置房建设主体，持续得到天门市政府在资金资产注入、财政补贴、政府债务置换等方面较大力度的支持。

1. 股权状况

截至 2019 年底，公司注册资本 26.78 亿元，实收资本 20.00 亿元，天门市国资委持股 74.68%，是公司控股股东及实际控制人。

2015—2016 年，国开基金与天门市国资委、

公司三方共同签署项目投资合同(以下简称“投资合同”),国开基金将通过公司对湖北金莓科技发展有限公司等7家单位进行项目投资,每年以分红、股息或通过回购溢价方式获得投资收益,约定投资收益率不超过1.2%,投资期限约为20年。国开基金的投资款以增加注册资本的形式注入公司,天门市国资委承诺在投资期届满后将对国开基金持有股份(合计25.32%)进行回购,公司将国开基金投资款计入“长期应付款”。根据投资合同,国开基金不向公司委派董事、监事、和高级管理人员,仅在涉及影响国开基金相关权益时,必须经全体股东表决权三分之二以上通过。

2. 企业规模及竞争力

公司是天门市最重要的基础设施建设和安置房建设主体。区域内与公司具有相似职能的公司还包括天门市天力城市建设综合开发有限公司(以下简称“天力公司”)、天门市园区建设投资有限公司(以下简称“园区建投”)及湖北天琪交通投资有限责任公司(以下简称“天琪交投”)。天力公司、园区建投和公司的实际控制人均为天门市国资委,其中,天力公司与公司业务范围存在重叠,均按照天门市政府规划各自承担基础设施建设和安置房建设任务;园区建投承担天门市内岳口工业园、龙尾山工业园、天门工业园和天门经济开发区的基础设施建设,与公司业务在地域上有所区分。天琪交投实际控制人为天门市交通运输局,负责天门市内交通基础设施建设。

3. 人员素质

截至2019年底,公司拥有高管人员6名,包括董事长1名、总经理1名、副总经理2名、总经济师1名及财务总监1名。

公司董事长陈晓明先生,1961年12月出生,本科学历;历任天门市工业局团委书记,中国建设银行荆门分行团委副书记,天门市人事局考试培训中心主任,天门市外事侨务旅游局

副局长,天门市委市政府接待办公室主任,中共天门市委副秘书长、市委办公室副主任。

公司副董事长、总经理杨锋先生,1972年4月出生,本科学历;历任天门市彭市镇冯庙办事员处党总支副书记、主任,罗场办事处党总支书记,彭市镇党委委员、武装部长、组织委员、副镇长、党委副书记、纪委书记,天门市汪场镇党委副书记、人大主席,天门市卢市镇党委副书记、常务副镇长、镇长,天门经济开发区工委副书记、管委会副主任,天门市住房和城乡建设委员会副主任、党组成员。

截至2019年底,公司共有员工59人。从学历构成看,大专以下学历35人,大专学历5人,本科及以上学历19人。

4. 外部支持

资金资产注入

公司于2000年9月成立,根据天政函(2000)19号文和天国资(2000)12号文,天门市国资委向公司注入实物资产2.18亿元;2004年5月,根据天政函(2004)48号文,天门市国资委将公司资本公积0.59亿元转增实收资本,同时以实物和无形资产增资1.21亿元;2007年8月,根据天国资办15号文,天门市国资委将部分资产划出公司,同时将土地使用权等资产划入公司,净增资2.92亿元;2011年3月,根据天国资办(2010)16号文,天门市国资委以货币和实物向公司增资3.10亿元,上述增资均计入“实收资本”。

2013年12月,根据天政办发(2013)89号文和天国资(2013)24号文,天门市国资委向公司注入货币资金1.00亿元、土地使用权15.04亿元,其中10.00亿元计入“实收资本”,6.04亿元计入“资本公积”。

2015年,根据天国资办(2015)36号文和天国资办(2015)57号文,天门市国资委向公司注入土地资产37.30亿元,其中1.00亿元冲抵财政款项,36.30亿元计入“资本公积”。

2015年12月和2017年12月,根据天国

资办天国资办〔2015〕51号文和天国资办〔2017〕63号文，国开基金分次对公司进行货币增资，累计6.78亿元，均计入“长期应付款”。

财政补贴

2017—2019年，公司获得政府补助分别为0.54亿元、850.68万元和173.74万元，计入“其他收益”；截至2019年底，公司递延收益中政府补助余额为0.26亿元。

债务置换

2015—2017年，公司分别收到政府债务置换资金2.33亿元、9.24亿元和5.78亿元，上述置换资金由政府直接拨付相关债权银行，冲减应收政府款项后尚未结算的部分暂计入“其他应付款”。

专项资金拨入

2018年，公司收到天门市财政局拨付的专项债券资金1.00亿元，计入“专项应付款”；2019年，公司收到政府专项债券资金合计5.36亿元，计入“预收款项”，上述专项债券资金本息均不由公司承担。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告（银行版）（机构信用代码：G1043060000127330Z），截至2020年7月1日，公司本部无未结清的不良信贷记录，公司已结清债务中，存在32笔已结清关注类贷款和3笔已结清欠息记录（最近1笔结清日期为2012年6月25日，根据相关银行出具说明，另外2笔欠息系系统原因所致）。目前上述欠息均已正常结清，上述关注类贷款均已正常收回。

六、管理分析

公司法人治理结构基本规范，内部管理制度基本建立，能够满足日常经营管理需求。

1. 法人治理结构

公司建立了符合《公司法》及其他法律法

规要求的规范化公司治理结构。根据《公司章程》，公司建立了股东会、董事会、监事会、经营管理层，明确了职权范围，建立了规范的法人治理结构。

股东会决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换董事和监事、审议批准董事会和监事的报告等；股东会成员包括天门市国资委和国开基金，国开基金不参与公司日常经营管理。

董事会设有5名董事，包含职工董事1名；董事会成员中的非职工董事由出资人委派或更换，职工董事由公司职工代表大会选举产生。董事会向出资人报告工作并执行出资人决定、审定公司发展规划和投资方案、决定公司内部管理机构设置等。监事会设有5名监事，包含职工监事3名，职工监事由职工代表大会选举产生；监事会设监事会主席1名。监事会负责检查公司财务、对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。公司设总经理、副总经理、总经济师和财务总监等高级管理人员，总经理对董事会负责，主持公司日常经营管理工作。

2. 管理水平

公司内设办公室、规划部、投资管理部、资产经营部、财务部、项目融资部、综合协调部等7个职能部门；职能部门设置合理，部门职责清晰，并根据自身经营管理需要建立了相应的管理制度。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度，规定由财务部负责财务核算及资金管理，对财务管理体系、会计核算、财务预算、资金管理、固定资产及成本费用管理等做出了规定。

融资管理方面，公司制定了融资管理制度，明确融资活动应当符合适度、合规、降低综合成本等原则，规定公司获得金融机构的长期借款、短期借款、融资租赁等的融资，由天门市国资委批准，授权范围内由项目融资部、财务部具体实施，并对融资活动的程序进行了规范。

投资管理方面，公司制定了投资管理制度，

对股权投资、固定资产投资、金融投资等事项进行了规范，规定对本部、全资及控股公司的投资统一管理，对投资决策责任管理、决策流程、监督管理方面进行了规范。

重大事项方面，公司按照国家相关文件精神建立了“三重一大”决策机制，对企业重大决策事项、重要人事任免事项、重大项目安排事项和大额度资金运作事项所包含的具体事项、决策原则、决策机构和决策程序进行了规定，有利于保障公司在重大问题决策上的科学性和合规性。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事基础设施建设及安置房业务，并涉及土地整理和污水处理等业务，收入主要来源于基础设施建设、拆迁安置房和土地转让业务；近年公司收入规模持续增长，综合毛利

率逐年下降。

2017—2019 年，受拆迁安置房收入和基础设施建设业务收入增长影响，公司主营业务收入持续增长，分别实现 10.49 亿元、15.14 亿元和 16.54 亿元。从收入构成来看，基础设施建设、拆迁安置房和土地转让收入为公司收入的主要来源；基础设施建设业务收入 2019 年增幅较大，当期实现收入 4.15 亿元；2019 年上述三项业务收入占比合计 98.78%。污水处理业务收入近年持续增长，但收入规模较小。

从毛利率来看，近三年公司综合毛利率逐年下降，分别为 21.98%、15.32%和 13.34%。2017 年毛利率较高系当年转让地块价值较高，且当期收到财政补贴冲减成本导致基础设施建设业务毛利率较高共同所致。土地转让业务毛利率逐年下降系政府征收公司土地价值差异所致；拆迁安置房业务毛利率较稳定；污水处理业务具有较强公益性，近年持续亏损，主要依靠财政补贴平衡。

表 5 公司主营业务收入构成与毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施建设	18975.83	18.09	28.81	21432.37	14.16	15.21	41543.78	25.12	16.04
拆迁安置房	8526.57	8.13	16.65	83351.80	55.07	17.51	69207.50	41.85	16.66
土地转让	76554.74	72.97	21.26	45196.84	29.86	12.36	52495.26	31.75	7.30
污水处理	850.00	0.81	-12.29	1380.00	0.91	-18.38	1822.00	1.14	-1.18
其他	--	--	--	--	--	--	289.57	0.18	17.44
合计	104907.14	100.00	21.98	151361.01	100.00	15.32	165358.10	100.00	13.34

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

公司受天门市政府委托开展基础设施建设业务和拆迁安置房业务，在手项目充裕，但回款质量较差且未来资金压力大；土地转让整理业务主要受政府土地规划影响较大，该项业务盈利水平及可持续性具有一定不确定性。

基础设施建设及拆迁安置房

根据天门市人民政府出具的《市人民政府关于将天门市内财政投资基础设施建设项目交由天门市城市建设投资有限公司承担建设的通

知》（天政发〔2009〕11 号、天政发〔2009〕13 号、天政发〔2009〕15 号）、《市人民政府关于将天门市内拆迁安置房建设项目交由天门市城市建设投资有限公司承担建设的通知》（天政发〔2009〕12 号、天政发〔2009〕14 号、天政发〔2009〕16 号），公司是天门市最重要的基础设施建设和安置房建设主体，承担天门市内财政投资基础设施建设及拆迁安置房建设工作。

天门市政府将基础设施建设及拆迁安置房项目交由公司管理，公司作为项目业主单位，

通过公开招标的方式选择施工单位进行施工，公司按工程进度与施工单位结算，待工程项目完工后移交天门市政府。公司按照工程实际投资成本加成一定比例确认收入，加成比例根据项目对外发包合同金额分别上浮 15%（0.10 亿元以下）、18%（0.10~1.00 亿元）和 20%（1.00 亿元及以上）。

2017—2019 年，公司分别确认基础设施建设业务收入 1.90 亿元、2.14 亿元和 4.15 亿元，确认拆迁安置房业务收入分别为 0.85 亿元和 8.34 亿元和 6.92 亿元；同期收到市政工程和拆

迁安置房回款累计 10.45 亿元，回款质量较差。

截至 2019 年底，公司主要在建项目包括博物馆和青少年宫、2017 棚户区改造-文昌阁、高新园棚户区改造-侯口安置房、北湖小区等项目，总投资合计 60.16 亿元，已完成投资 21.92 亿元；拟建项目主要包括鸿硕精密电工湖北电子产业园一期建设项目、天门市文昌阁二期棚户区改造项目等，总投资合计 18.29 亿元。2020 年、2021 年和 2022 年，公司拟分别投资 21.62 亿元、22.38 亿元和 12.62 亿元。公司未来存在较大的筹资压力。

表6 截至2019年底公司主要在建及拟建项目情况（单位：%、万元）

项目类型	项目名称	建设期	进展	总投资	已投资	2020 年拟投资	2021 年拟投资	2022 年拟投资
在建项目	杨家新沟河道改造及沿岸配套设施建设项目	2014-2021	40.29	37902.17	15271.00	11315.59	11315.58	--
	天门河截污工程（第二期）	2017-2021	56.83	7458.06	4163.84	1647.11	1647.11	--
	南洋大道（西环—三乡）改造项目	2018-2020	64.17	5958.83	3823.92	2134.91	--	--
	汉北路（环北大道-陆羽大道）	2018-2020	47.06	7002.58	3295.65	3706.93	--	--
	老年大学	2015-2019	84.75	5962.20	5052.71	--	--	--
	北湖环境	2018-2019	84.75	2811.87	2382.94	--	--	--
	竞东路南延	2014-2019	84.64	10318.72	8733.45	--	--	--
	博物馆和工人文化宫	2014-2019	68.39	17659.18	12076.46	5582.72	--	--
	陆羽大道（东湖至汉北）	2017-2020	67.64	3396.25	2297.09	1099.16	--	--
	科技馆及青少年宫	2015-2020	52.21	16394.26	8559.69	7834.57	--	--
	华侨大道东广沟路中	2017-2019	84.75	2410.78	2043.04	--	--	--
	天门河截污工程（第一期）天城置业	2015-2020	80.59	8017.14	6461.21	1555.93	--	--
	华侨大道中段（广沟路-西湖路）	2017-2021	52.30	3009.21	1573.96	717.63	717.63	--
	广沟路	2017-2021	58.73	2506.81	1472.27	517.27	517.27	--
	华侨大道西段（西湖路-东堤路）	2018-2021	50.15	2727.46	1367.91	679.78	679.78	--
	岳口污水处理厂污水收集管网系统	2014-2019	84.75	4173.43	3536.81	--	--	--
	3 号路（环北大道-陆羽大道）	2018-2021	29.65	2921.17	866.00	1027.59	1027.59	--
	在建基础设施建设项目小计			140630.12	82977.95	37819.18	15904.95	--
	2017 棚户区改造—文昌阁	2018-2021	37.10	112748.64	41825.26	23641.13	23641.13	23641.12
	高新园棚户区改造-侯口安置房	2018-2021	20.68	146065.15	30205.13	38620.01	38620.01	38620.00
	南湖片区第一期棚改	2018-2020	26.16	55657.30	14559.52	13699.26	13699.26	13699.26
	高新园棚户区改造-友谊安置房	2018-2020	29.21	44237.44	12920.49	10438.98	10438.98	10438.99
	老政府大院还建（前壕棚户区）	2018-2020	72.33	16927.60	12244.15	4683.45	--	--
	高新园棚户区改造-陈方安置房	2018-2020	32.57	34930.19	6815.03	14057.58	14057.58	--
	北湖小区	2016-2020	30.08	45833.36	13788.04	32045.32	--	--
	开行棚改-鸿渐路（老社保小区）	2014-2019	84.75	4615.53	3911.47	--	--	--
	在建拆迁保障房项目小计			461015.21	136269.09	137185.73	100456.96	86399.37
	在建项目合计			601645.33	219247.04	175004.91	116361.91	86399.37
拟建项目	天门市芯创电子信息产业园一期建设项目	--	--	33837.67	--	--	17432.43	16405.24
	鸿硕精密电工湖北电子产业园一期建设项目	--	--	48889.67	--	--	25467.85	23421.82
	拟建自营项目小计			82727.34	--	--	42900.28	39827.06
	天门市文昌阁二期棚户区改造项目	--	--	62618.70	--	16836.69	45782.01	--

天门市文昌阁三期棚户区改造项目	--	--	37552.33	--	18776.17	18776.16	--
拟建拆迁安置房项目小计			100171.03	--	35612.86	64558.17	--
拟建项目合计			182898.37	--	35612.86	107458.45	39827.06
项目总计			784543.70	219247.04	210617.77	223820.36	126226.43

注：部分项目实际投资规模小于原计划总投资规模；尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

土地转让

公司土地转让业务系对外出售自有土地，天门市土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）根据需求与公司签订《国有土地使用权收购协议》，按地块性质及获取方式加成一定比例支付收购款。2017年，土储中心收购公司5宗土地，共支付土地收购款7.66亿元；2018年，土储中心收购公司6宗土地（其中2宗土地按成本收购），合计支付土地收购款4.52亿元；2019年，土储中心收购公司6宗土地（其中3宗土地按成本收购），合计支付土地收购款5.25亿元。截至2019年底，公司上述土地收购款已收到，可转让的土地账面价值合计36.26亿元。

污水处理及水务业务

公司污水处理业务由全资子公司天门市黄金污水处理有限公司和天门市岳口潭湖污水处理有限公司运营，其污水处理能力分别为0.93万吨/日和5.00万吨/日，分别负责天门市城区和岳口镇区的污水处理业务。公司污水处理业务收入的确认与业务实际开展关联低，根据政府划拨相关资金确认收入。2017—2019年，污水处理业务收入持续增长，分别为850.00万元、1380.00万元和1822.00万元。

3. 未来发展

城市基础设施建设和安置房建设是公司当前的首要任务，未来，公司仍将承接天门市城区内大部分的基础设施建设，并增加安置房项

目的承接及投资，奠定其在天门市的重要地位。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2017—2019年财务报表，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至2019年底，公司拥有纳入合并范围子公司13家。2018年，合并范围新纳入2家子公司；2019年，合并范围新增1家新设立的子公司。上述子公司资产和收入规模均较小，对财务数据影响有限，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额179.64亿元；所有者权益92.36亿元；2019年，公司实现营业收入16.54亿元，利润总额2.12亿元。

2. 资产质量

近年公司资产规模波动增长，以流动资产为主；其中存货占比较高且抵质押比率较高，应收类款项对公司资金占用明显。公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2017—2019年，公司资产规模持续增长，年均复合增长13.05%；2019年底，公司资产总额179.64亿元，较上年底增长15.25%，资产结构以流动资产为主（占91.93%），近三年资产结构保持稳定。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	128.78	91.62	143.67	92.18	165.14	91.93
货币资金	22.28	15.85	26.57	17.05	30.15	16.78
应收账款	23.16	16.48	31.55	20.24	36.93	20.56

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应收款	9.58	6.81	7.27	4.67	9.72	5.41
存货	66.59	47.38	71.68	45.99	78.00	43.42
非流动资产	11.77	8.38	12.19	7.82	14.50	8.07
无形资产	4.99	3.55	4.99	3.20	5.10	2.84
资产总额	140.56	100.00	155.87	100.00	179.64	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2017—2019年，公司流动资产持续增长，年均复合增长13.24%，主要来自应收账款和存货持续增长；2019年底，公司流动资产165.14亿元，较上年底增长14.94%，主要由货币资金、应收账款和存货构成。

2017—2019年，公司货币资金持续增长，年均复合增长16.32%，2019年底为30.15亿元，较上年底增长13.48%，主要为银行存款，其中0.10亿元因用作保证金而使用权受限。

2017—2019年，公司应收账款持续增长，年均复合增长26.28%；2019年底为36.93亿元，较上年底增长17.06%，公司应收账款主要为应收天门市政府的基础设施及拆迁安置房代建款项（占比98.86%），回款风险小但对公司资金形成较大占用；公司应收账款按百分比法计提坏账准备0.13亿元，计提比例为0.35%。

2017—2019年，公司预付款项波动增长，年均复合增长61.47%；2019年底为5.96亿元，较上年底大幅增长203.84%，主要系预付工程款项。

2017—2019年，公司其他应收款有所波动；2019年底，其他应收款9.72亿元，较上年底增长33.85%，主要系新增天门市政府自然资源和规划局的土地购买保证金2.02亿元；公司其他应收款主要为与天门市政府单位的往来款和保证金，集中度较高。公司其他应收账款按百分比法计提坏账准备804.00万元，计提比例为0.82%。

表 8 2019 年底公司其他应收款前五名欠款方情况
(单位：亿元、%)

单位名称	期末余额	占比
天门市政府自然资源和规划局	2.02	20.61

单位名称	期末余额	占比
天门市政府重点工程项目建设管理处（武荆项目）	1.66	16.88
天门市人民政府	1.51	15.37
天门市教育局	1.10	11.22
天门市政府国有资产监督管理委员会	0.64	6.54
合计	6.93	70.62

资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货持续增长，年均复合增长 8.23%；2019 年底为 78.00 亿元，较上年底增长 8.81%，主要构成为 44.61 亿元土地资产和 33.01 亿元开发成本，增长主要系对棚改项目的投入。2019 年底，公司存货未计提减值准备，其中账面价值 34.88 亿元的土地资产已用作银行借款和债券的抵押，受限比例较高。

公司其他流动资产主要是公司 2015 年政企分离改制（剥离土储中心相关职能）前整理的土地资产，由于公司无产权且不属于建造合同，故单独列示。2017—2019 年，公司其他流动资产持续下降，年均复合下降 6.26%；2019 年底较上年底下降 5.95%至 4.04 亿元。

非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长10.98%，2019年底为14.50亿元，较上年底增长18.91%，主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

2017—2019年，公司长期应收款持续下降，年均复合下降25.38%；2019年底为1.18亿元，较上年底下降22.36%。公司长期应收款主要是公司根据投资合同、《国开发展基金投资协议》和《天门市政府专项建设基金社会投资类项目资金监管使用三方协议》（以下简称“三方协议”）支付给湖北金莓科技发展有限公司、湖北天门

纺织机械股份有限公司等用款单位的国开基金投资款，其中一部分款项如约于2019年分期偿还，一部分款项计划于2020年收回而调整计入流动资产。

2017—2019年，公司长期股权投资稳定增长，年均复合增长5.92%，2019年底为2.73亿元，较上年底增长3.38%。公司长期股权投资主要是对天门市江汉农业投资有限公司、天门市兴盛投资咨询有限公司、徐工湖北环保科技股份有限公司的投资。2019年增长主要系对天门市宏大建设投资有限公司追加投资。

2017—2019年，公司无形资产变化不大，2019年底为5.10亿元，主要为政府划拨的林地资产。2019年底新增0.11亿元系子公司天城水务吸收合并天门凯迪水务有限责任公司从而新增土地使用权所致。

2019年底，公司受到限制的资产账面价值为36.79亿元，在资产总额中的占比为20.48%，包括货币资金0.10亿元、存货中的土地34.88亿元及应收账款1.81亿元。

3. 负债和所有者权益

近年来，公司所有者权益小幅增长，债务规模持续增长，整体债务负担一般。

所有者权益

2017—2019年，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长2.30%，2019年底为92.36亿元，较上年底增长2.29%，主要来自未分配利润增加；主要由实收资本（占21.65%）、资本公积（占57.99%）和未分配利润（占18.57%）构成。

2017—2019年，公司实收资本均为20.00亿元；资本公积均为53.56亿元，资本公积构成主要为土地。

负债

2017—2019年，公司负债规模持续增长，年均复合增长29.18%；2019年底为87.28亿元，较上年底增长33.11%，主要系长期借款增长所致；构成以非流动负债（占77.69%）为主。

2017—2019年，公司流动负债持续增长，

年均复合增长46.31%，主要系预收款项增长。2019年底，公司流动负债19.47亿元，较上年底增长38.26%；主要由应付账款、其他应付款、预收款项和一年内到期的非流动负债构成。

2017—2019年，公司应付账款持续增长，分别为0.52亿元、2.25亿元和2.30亿元，2018年底大幅增加主要系子公司天门市三乡置业有限公司新增应付工程款。

2017—2019年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长9.99%，公司其他应付款主要是与天门市财政局的资金往来，其中以政府债务置换款为主。2019年底，公司其他应付款4.34亿元，较上年底变化不大。

2017—2019年，公司预收款项大幅增长，分别为0.63亿元、0.97亿元和5.79亿元，主要系收到文昌阁棚改等项目的政府专项债券资金。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长28.66%，2019年底为6.65亿元，较上年底变化不大，包括一年内到期的应付债券3.20亿元、一年内到期的长期借款2.58亿元和一年内到期的长期应付款0.87亿元。

2017—2019年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长25.27%，主要系长期借款持续增长；2019年底，公司非流动负债67.81亿元，较上年底增长31.70%；主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2017—2019年，公司长期借款快速增长，年均复合增长57.74%，2019年底为56.60亿元，较上年底增长55.89%；包括质押借款（质押物为应收账款）、抵押借款（抵押物为土地使用权）和保证借款，借款利率分布于4.45%~6.00%。

2017—2019年，公司应付债券年均复合下降31.64%，系“14天门债”“16天门债”分期还本及一年内到期部分调整计入流动负债所致；2019年底，应付债券余额5.58亿元。

2017—2019年，公司长期应付款（不含专项应付款）持续下降，年均复合下降16.68%，2019年底为4.37亿元，较上年底下降19.50%。

公司长期应付款全部为公司代收取的国开基金投资款，公司收取后支付给投资合同和三方协议中约定的用款单位。本报告将长期应付款计入有息债务。

有息债务方面，2017—2019年，公司全部债务持续增长，年均复合增长27.55%；2019年底为73.19亿元，较上年底增长28.52%，主要系长期借款有所增长；其中，长期债务占90.92%，公司债务以长期债务为主。

表9 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
短期债务	4.02	6.47	6.65
长期债务	40.97	50.49	66.54
全部债务	44.99	56.95	73.19
长期债务资本化比率	31.71	35.86	41.88
全部债务资本化比率	33.77	38.68	44.21
资产负债率	37.21	42.07	48.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

债务指标方面，2017—2019年，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率均持续上升；2019年底，上述三项指标分别为41.88%、44.21%和48.59%。公司债务负担一般。

从公司有息债务到期分布情况来看，2020—2022年，公司需偿还有息债务本金分别为7.32亿元、6.65亿元和5.88亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

近年公司营业收入大幅增长，利润主要来自主营业务。

2017—2019年，公司营业收入持续增长，年均复合增长25.45%，2019年为16.54亿元。同期，营业成本年均复合增长32.28%，2019年为14.34亿元。受成本增速较快影响，近年公司营业利润率持续下降，2019年为13.20%。

2017—2019年，公司期间费用主要为管理费用，规模较小。2017—2019年，期间费用占营业收入的比重分别为1.36%、1.59%和0.52%。

2017—2019年，公司获得政府补助分别为

0.54亿元、850.68万元和173.74万元，计入“其他收益”；同期公司利润总额基本稳定，分别为2.09亿元、2.11亿元和2.12亿元。

表10 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年	2019年
营业收入	10.51	15.15	16.54
利润总额	2.09	2.11	2.12
营业利润率	22.03	15.34	13.20
总资本收益率	1.72	1.59	1.31
净资产收益率	2.37	2.33	2.30

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

盈利能力指标方面，2017—2019年，公司总资本收益率和净资产收益率均呈持续下降趋势，2019年分别为1.31%和2.30%。

5. 现金流

受项目持续投入影响，近年公司经营活动净现金流持续为负；投资活动现金流持续呈现净流出，未来项目投资支出大，公司对外部融资依赖程度高。

从经营活动看，2017—2019年，公司经营活动现金流入持续增长，分别为16.10亿元、21.03亿元和29.19亿元；同期，销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金均保持增长，2019年分别为17.53亿元（含政府专项债资金）和11.65亿元。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款和政府补助。2017—2019年，公司现金收入比分别为17.83%、43.18%和105.99%，2019年现金收入比较高，系当期收到政府专项债资金规模较大及政府提高资金拨付效率所致。2017—2019年，公司经营活动现金流出持续增长，2019年为36.98亿元，主要系基础设施建设业务、拆迁安置房业务持续投入所致；受此影响，公司经营活动现金流持续净流出，分别为-6.18亿元、-4.25亿元和-7.79亿元。

投资活动方面，2017—2019年，公司投资活动无现金流入，公司投资活动现金流出主要

为对联营企业的投资和吸收合并天门凯迪水务有限责任公司支付的现金净额。2017—2019年，公司投资活动现金流量呈现净流出状态，分别为-3.32亿元、-1.19亿元和-1.77亿元。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入量持续增长，2019年为23.44亿元；公司筹资渠道主要为银行贷款。同期，公司筹资活动现金流出有所上升，主要系公司存续债券进入还本期，2019年为10.40亿元，主要用于偿还债务本息，公司支付其他与筹资活动有关的现金系根据投资合同和三方协议约定分期偿还国开基金投资款。2017—2019年，公司筹资活动净现金流分别为7.52亿元、9.73亿元和13.04亿元。

表 11 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	16.10	21.03	29.19
经营活动现金流出量	22.29	25.27	36.98
经营活动现金净流量	-6.18	-4.25	-7.79
现金收入比	17.83	43.18	105.99
投资活动现金净流量	-3.32	-1.19	-1.77
筹资活动现金净流量	7.52	9.73	13.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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，考虑公司的业务地位及政府的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率持续下降，2019年分别为848.22%和447.58%；公司经营活动现金净流量持续为负，对流动负债无保障能力；2019年底，公司现金短期债务比为4.53倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA变化不大，分别为2.36亿元、2.39亿元和2.21亿元；同期，公司全部债务/EBITDA分别为19.10倍、23.78倍和33.09倍，EBITDA利息倍数分别为1.79倍、1.44倍和0.65倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱。

截至 2019 年底，公司获得银行授信额度合计 88.04 亿元，尚未使用额度 27.47 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至2019年底，公司对外担保余额合计 5.93亿元，担保比率为6.42%，被担保主体为天琪交投和公司联营企业天门市宏大建设投资有限公司，均为保证担保且未采取反担保措施。考虑担保规模不大且被担保对象均为国资背景，公司或有负债风险较小。

表 12 2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保期限	担保余额
湖北天琪交通投资有限责任公司	2016/6/22—2038/6/22	3.25
天门市宏大建设投资有限公司	2016/9/8—2030/9/7	1.52
	2017/4/26—2028/5/15	1.16
合计		5.93

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

7. 母公司财务分析

公司主要资产和权益均来自母公司，近年母公司营业收入波动下降，整体债务负担较轻。

2019年底，母公司资产总额138.27亿元，较上年底增长2.57%；其中流动资产占76.31%。母公司流动资产主要由存货、应收账款和其他应收款构成。

2019年底，母公司所有者权益89.53亿元，资产负债率为35.26%，债务负担较轻；负债总额48.75亿元，较上年底增长6.53%，其中流动负债占62.23%，其他应付款和长期借款在负债总额中占比较大。

2019年，母公司实现营业收入6.66亿元，利润总额为0.54亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行规模 10.00 亿元，相当于 2019 年底公司长期债务和全部债务的 15.03% 和 13.66%，对公司现有债务规模的影响较大。

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

48.59%、44.21%和 41.88%；以公司 2019 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 51.30%、47.39%和 45.32%，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 2.36 亿元、2.39 亿元和 2.21 亿元，为本期债券拟发行规模上限的 0.24 倍、0.24 倍和 0.22 倍；同期，公司经营活动现金流入量分别为 16.10 亿元、21.03 亿元和 29.19 亿元，分别为本期债券拟发行规模上限的 1.61 倍、2.10 倍和 2.92 倍；公司经营活动的现金流量净额为负，对本期债券无保障能力。

本期债券设置本金分期偿还条款，在本期

债券存续期的第 3 至第 7 年末，每年按照债券发行总额的 20%等额偿还债券本金，即 2.00 亿元。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为分期偿还本金的 8.05 倍、10.52 倍和 14.60 倍；同期，EBITDA 分别为分期偿还本金的 1.18 倍、1.20 倍和 1.11 倍。公司经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力强。

3. 募投项目对本期债券的保障能力分析

根据可研报告，募投项目收入均为物业租赁收入。募投项目预计在本期债券存续期内实现营业收入 4.63 亿元。考虑到项目测算数据中的单价和市场实际情况存在一定偏差，同时受出租率等租赁市场波动因素影响，项目未来经营收入存在一定不确定性。

表 13 本期债券存续期内募投项目运营预测情况（单位：万元）

序号	项目	存续期							
		合计	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	厂房租赁收入	41820.93	0.00	0.00	7310.55	7767.46	8224.37	9115.35	9403.20
2	仓库租赁收入	450.51	0.00	0.00	78.75	83.67	88.60	98.19	101.29
3	职工公寓租赁收入	1465.01	0.00	0.00	256.09	272.10	288.10	319.32	329.40
4	管理用房租赁收入	844.42	0.00	0.00	147.61	156.84	166.06	184.05	189.86
5	车位租赁收入	1675.72	0.00	0.00	293.25	314.20	335.14	356.09	377.04
经营收入合计		46256.58	0.00	0.00	8086.26	8594.26	9102.27	10072.99	10400.79

资料来源：联合资信根据募投项目可研报告整理

本期债券募集资金 10.00 亿元，其中 7.20 亿元用于募投项目的建设，假设本期债券于 2021 年发行，发行利率为 7.00%。在本期债券存续期的第 3 至 7 年末，等额偿还用于募投项目的债券本金的 20%，即 1.44 亿元。在不考虑其他因素的情况下，本期债券存续期（2021—2028 年）内募投项目现金流入和净现金流量合计分别为 4.63 亿元和 4.42 亿元，为本期债券用于募投项目部分本息的 0.48 倍和 0.45 倍。债券存续期第 1 年和第 2 年，募投项目尚在建设期

未能形成收入，公司需靠自身经营收入支付当期应付的债券利息；在债券存续期的第 3 至 7 年，募投项目现金流入量对单年还本付息额的保障倍数介于 0.42 至 0.68 倍之间，净现金流对单年还本付息额的覆盖倍数介于 0.40 至 0.64 倍之间。

总体看，本期债券存续期内的募投项目现金流入对本期债券募投项目使用资金的保障能力弱，债券本息的偿付将主要依赖公司自身运营资金。

表 14 本期债券存续期内募投项目现金流量预测表（单位：万元、倍）

项目	存续期							
	合计	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
现金流入	46256.58	0.00	0.00	8086.26	8594.26	9102.27	10072.99	10400.79
营业收入	46256.58	0.00	0.00	8086.26	8594.26	9102.27	10072.99	10400.79
现金流出	2065.13	0.00	0.00	334.23	395.07	415.59	453.03	467.21
经营成本	1541.32	0.00	0.00	242.66	297.75	312.52	338.96	349.43
营业税金及附加	523.81	0.00	0.00	91.57	97.32	103.07	114.07	117.78
净现金流	44191.44	0.00	0.00	7752.03	8199.19	8686.68	9619.96	9933.58
偿还本息合计	97200.00	5040.00	5040.00	19440.00	18432.00	17424.00	16416.00	15408.00
偿还利息	25200.00	5040.00	5040.00	5040.00	4032.00	3024.00	2016.00	1008.00
偿还本金	72000.00	0.00	0.00	14400.00	14400.00	14400.00	14400.00	14400.00
现金流入对本息的覆盖倍数	0.48	--	--	0.42	0.47	0.52	0.61	0.68
净现金流对本息的覆盖倍数	0.45	--	--	0.40	0.44	0.50	0.59	0.64

注：1.假设本期债券于 2021 年发行，发行利率为 7.00%；2.表中现金流出情况不含项目建设投入
资料来源：联合资信根据募投项目可行性研究报告整理

十、债权保护条款分析

1. 保证担保

本期债券由湖北省担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保期限为本期债券存续期间及本期债券到期之日起两年。根据担保协议，在本期债券存续期间和到期时，如公司不能全部兑付本期债券利息和/或本金，湖北省担保应主动承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记托管机构或主承销商指定的账户。

湖北省担保前身为湖北中企投资担保有限公司，成立于 2005 年 2 月，2014 年 9 月更名为“湖北省担保集团有限责任公司”，并于 2019 年 12 月更为现名。截至 2019 年 9 月底，湖北省担保注册资本和实收资本均为 75.00 亿元，股东为湖北中经资本投资发展有限公司（以下简称“中经投资”）和中国农发重点建设基金。其中，控股股东为中经投资（持股比例 66.67%），实际控制人为湖北省国有资产监督管理委员会。

湖北省担保是湖北省内规模最大的省级国有融资担保平台，在全省担保体系中处于核心地位。截至 2019 年底，湖北省担保资产总额

134.28 亿元，所有者权益 104.52 亿元，担保责任余额 240.46 亿元。2019 年，湖北省担保实现营业收入 3.90 亿元，实现净利润 5.44 亿元。

联合资信评定湖北省担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了湖北省担保担保能力极强，风险极低。

湖北省担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著增强了本期债券的偿付安全性。

2. 账户及资金监管

公司聘请湖北银行股份有限公司天门支行（以下简称“监管银行”）为本期债券偿债资金监管银行，根据公司与该行签订的《2020 年天门市城市建设投资有限公司公司债券账户及资金监管协议》，公司将在监管银行开设募集资金使用专项账户和偿债资金专项账户。募集资金使用专项账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行公司债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户，所有与本期债券相关的支出活动，均必须通过募集资金使用专项账户进行；偿债资金专项账户用以存放本期债券每年所需偿还的利息与本金，本期债券存续期间的还本付息工作将通过偿债资金专项账户完成。偿债资金专项账户内资金仅能划付至本期债券

募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账户。

公司应于每年度付息日、本金兑付日前 7 个工作日之前，按照募集说明书中确定的本息金额向偿债资金专项账户中划入偿债资金，并在兑付日前 5 个工作日之前向监管银行发出划款指令，在兑付日前 3 个工作日前将资金划转至中央国债登记结算有限责任公司/中国证券登记结算有限责任公司制定的账户。当确定公司不能按期偿还当期本息时，监管银行将严格控制募集资金使用专项账户及偿债资金专项账户中的所有资金支出。偿债资金专项账户的设立将保证债券本息的按时兑付，对本期债券偿付安全性起到了进一步保障作用。

十一、结论

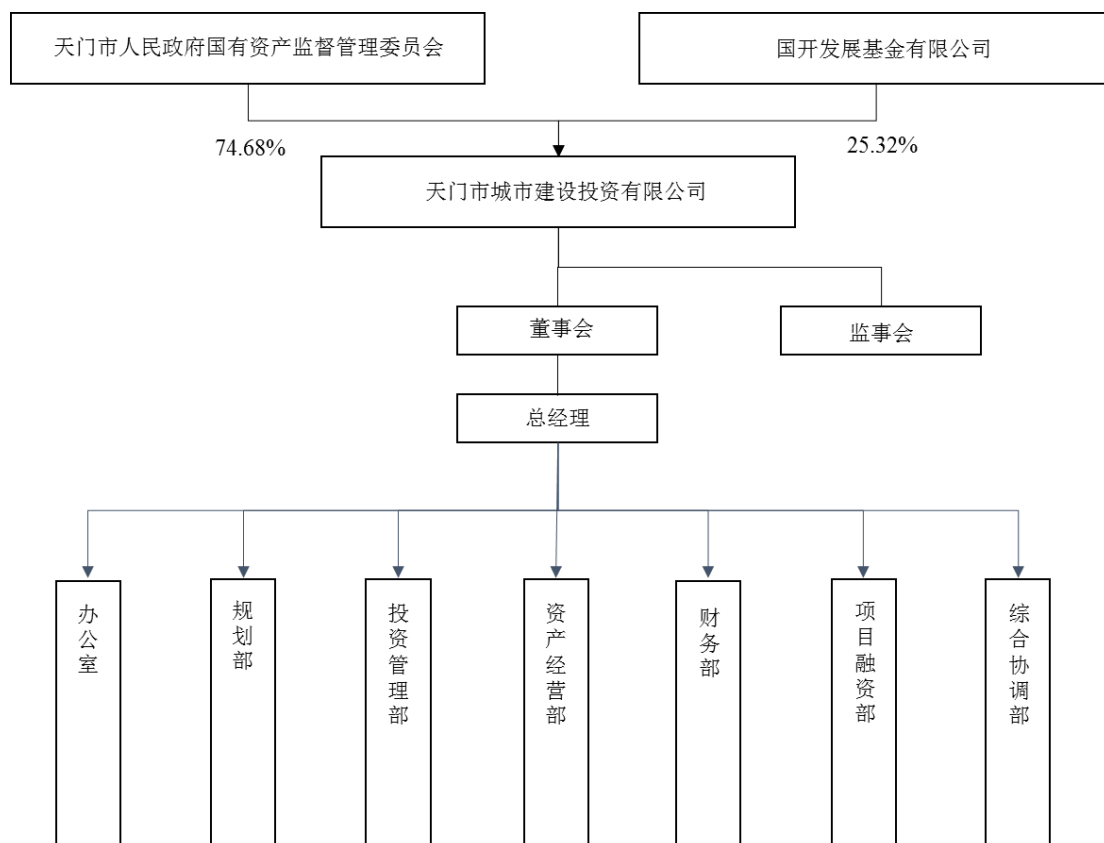
公司是天门市最重要的基础设施建设和安置房建设主体，持续得到天门市政府在资金资产注入、财政补贴及债务置换等方面的支持。

近年来，公司资产规模波动增长，资产结构以流动资产为主；资产中应收类账款和存货占比较高，且存货抵质押比率较高，应收类款项对资金占用明显，资产流动性较弱，资产质量一般。公司整体债务负担一般，但近年债务规模持续增长。公司主营业务回款质量较差，在建和拟建项目资金需求大，公司面临较大的融资压力。

本期债券设置本金分期偿还条款，可有效降低公司的集中偿付压力；但募投项目在本期债券存续期间产生的经营性收入对债券本息的保障能力弱，未来偿债资金将主要依赖公司自身的运营资金。湖北省担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了本期债券本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，公司本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图及组织架构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)	
			直接	间接
天门市黄金污水处理有限公司	1000.00	污水处理, 排水设施的建设、管理及维护, 污水处理费的征收及使用(涉及许可的凭许可证经营)	100.00	--
天门城投房地产开发有限公司	1000.00	房地产开发(涉及许可凭许可证经营)	100.00	--
天门市天源土地整理开发有限公司	500.00	拟定土地收储计划和方案, 实施拟收储土地的征地补偿和地上附着物的赔付和处置, 对收储土地进行整理和开发(涉及许可的凭许可证经营)	100.00	--
天门市天力项目管理有限公司	200.00	负责天门城市建设投资有限公司策划和投资项目的前期准备工作(包括项目策划、可研编制与报批、立项核准、规划选址、环评社评、用地许可等), 负责建设项目的预算审查, 招标管理, 合同签订, 项目的建设、管理、验收和办理竣工决算以及项目建成后的维护和管理	100.00	--
天门市岳口潭湖污水处理有限公司	1000.00	对污水处理、排水设施的建设、管理及维护; 污水处理费的征收及使用项目的筹建	100.00	--
天门市天城置业有限公司	41684.00	房地产开发与经营、自建商品房销售、房屋租赁、项目投资、投资管理、资产管理、建材生产销售、物业管理、园林绿化、市政基础设施建设投资、水利基础设施建设投资、土地开发整理、保障性建设住房、企业管理咨询(涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营)	100.00	--
天门市三乡置业有限公司	10000.00	房地产开发与经营、房屋租赁、物业管理、企业管理咨询、市政基础设施建设投资、水利基础设施建设投资、保障性住房建设投资(涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营)	100.00	--
天门市绿港新城投资建设开发有限公司	10000.00	市政基础设施的建设投资、土地成片整理开发、保障性住房建设、水利基础设施的投融资、园区管理及服务、工业企业投资及管理(涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营)	100.00	--
天门市茶韵文化旅游投资建设开发有限公司	10000.00	旅游资源开发和经营管理、旅游宣传促销策划、旅游景区配套基础设施建设、旅游项目投资、文化传播、保障性住房建设投资、水利等基础设施的投融资、园林绿化、文化教育产业的投资与建设(涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营)	100.00	--
天门市高新投资建设开发有限公司	10000.00	中小科技型企业投资、土地开发整理、市政基础设施投资建设和公共服务平台设施建设、保障性住房建设、水利基础设施投资建设、科技工业园开发及管理、工程项目管理、建设项目管理(涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营)	100.00	--
天门市天城水务有限公司	10000.00	天门市城区和乡镇自来水的生产、供应和污水处理、管网投资建设及安装维护(涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营)	100.00	--
天门永佳物业管理有限公司	100.00	物业管理、修缮、清扫保洁; 搬家、装潢服务; 设备的维修、保养、管理; 车辆运行及看护管理; 绿化管理; 消防管理; 车辆出租; 绿化工程及花木租售; 蔬菜粮食供应; 服装清洗供应(涉及许可经营项目, 应取得相关部门许可后方可经营)	100.00	--
天门市天城工业投资开发有限公司	5000.00	实业投资、股权投资、资产经营、实物租赁、资产出售、企业经营管理、物业管理、咨询服务、仓储服务及建筑相关业务	100.00	--

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）	22.28	26.57	30.15
资产总额（亿元）	140.56	155.87	179.64
所有者权益（亿元）	88.25	90.30	92.36
短期债务（亿元）	4.02	6.47	6.65
长期债务（亿元）	40.97	50.49	66.54
全部债务（亿元）	44.99	56.95	73.19
营业收入（亿元）	10.51	15.15	16.54
利润总额（亿元）	2.09	2.11	2.12
EBITDA（亿元）	2.36	2.39	2.21
经营性净现金流（亿元）	-6.18	-4.25	-7.79
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.42	0.55	0.48
存货周转次数（次）	0.12	0.19	0.19
总资产周转次数（次）	0.07	0.10	0.10
现金收入比（%）	17.83	43.18	105.99
营业利润率（%）	22.03	15.34	13.20
总资本收益率（%）	1.72	1.59	1.31
净资产收益率（%）	2.37	2.33	2.30
长期债务资本化比率（%）	31.71	35.86	41.88
全部债务资本化比率（%）	33.77	38.68	44.21
资产负债率（%）	37.21	42.07	48.59
流动比率（%）	1416.03	1020.27	848.22
速动比率（%）	683.83	511.22	447.58
经营现金流动负债比（%）	-68.01	-30.18	-40.04
现金短期债务比（倍）	5.55	4.11	4.53
全部债务/EBITDA（倍）	19.10	23.78	33.09
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.44	0.65

注：长期应付款已调至长期债务核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	8.54	6.29	8.14
资产总额（亿元）	131.21	134.81	138.27
所有者权益（亿元）	88.06	89.05	89.53
短期债务（亿元）	2.87	4.67	4.83
长期债务（亿元）	27.03	23.39	18.41
全部债务（亿元）	29.90	28.06	23.24
营业收入（亿元）	9.94	5.60	6.66
利润总额（亿元）	2.08	1.05	0.54
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-6.63	4.80	10.60
财务指标			
销售债权周转次数（次）	0.40	0.24	0.31
存货周转次数（次）	0.12	0.07	0.10
总资产周转次数（次）	0.07	0.04	0.05
现金收入比（%）	12.06	114.73	221.40
营业利润率（%）	22.67	19.70	8.63
总资本收益率（%）	1.73	0.89	0.48
净资产收益率（%）	2.36	1.18	0.60
长期债务资本化比率（%）	23.49	20.80	17.06
全部债务资本化比率（%）	25.35	23.96	20.61
资产负债率（%）	32.88	33.94	35.26
流动比率（%）	788.76	490.56	347.82
速动比率（%）	359.55	214.46	144.71
经营现金流动负债比（%）	-46.96	21.44	34.94
现金短期债务比(倍)	2.98	1.35	1.69
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/

注：长期应付款中已调至长期债务核算；因未取得数据，母公司 EBITDA 及相关指标无法计算

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 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 + 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

联合资信评估有限公司关于 2021 年天门市城市建设投资有限公司 公司债券的跟踪评级安排

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

天门市城市建设投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 2 个月内发布跟踪评级报告。

天门市城市建设投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对天门市城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，天门市城市建设投资有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注天门市城市建设投资有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现天门市城市建设投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对天门市城市建设投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如天门市城市建设投资有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对天门市城市建设投资有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与天门市城市建设投资有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。