

信用等级公告

联合[2018] 2567 号

联合资信评估有限公司通过对武汉地产开发投资集团有限公司及其拟发行的 2018 年度第三期中期票据进行综合分析和评估，确定武汉地产开发投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，武汉地产开发投资集团有限公司 2018 年度第三期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年九月十一日



武汉地产开发投资集团有限公司

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定

本期中期票据发行规模：

基础发行金额：10 亿元
发行金额上限：20 亿元

本期中期票据期限：10+5 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：置换有息债务

评级时间：2018 年 9 月 11 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	171.01	157.22	97.05	107.51
资产总额(亿元)	865.86	1035.65	1203.53	1232.70
所有者权益(亿元)	261.11	319.97	335.52	340.42
短期债务(亿元)	52.39	74.46	91.47	100.30
长期债务(亿元)	374.96	442.39	586.87	595.95
全部债务(亿元)	427.35	516.84	678.34	696.25
营业收入(亿元)	48.01	48.61	70.81	3.82
利润总额(亿元)	7.24	8.35	12.25	-0.21
EBITDA(亿元)	10.19	11.73	15.44	--
经营性净现金流(亿元)	-14.43	-74.73	-34.23	5.55
营业利润率(%)	26.25	25.91	25.75	32.25
净资产收益率(%)	1.79	1.93	2.57	--
资产负债率(%)	69.84	69.10	72.12	72.38
全部债务资本化比率(%)	62.07	61.76	66.91	67.16
流动比率(%)	274.72	273.16	292.38	286.00
全部债务/EBITDA(倍)	41.95	44.07	43.93	--
经营现金流动负债比(%)	-6.79	-29.06	-12.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.70	0.48	0.73	--

注：1. 2018 年 1 季度财务数据未经审计；2. 长期应付款已计入公司有息债务。

分析师

崔俊凯 顾喆彬

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

武汉地产开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）下属重点市政基础设施项目建设和棚户区改造的重要投资主体，在资产注入、财政拨付资金、债务置换、财政补贴等方面获得武汉市人民政府持续而有力的支持。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房地产业务及财政拨付资金易受宏观调控影响、经营性净现金流呈净流出态势、债务规模快速扩张等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来，基于公司在武汉市基础设施项目建设和棚户区改造中所处的重要地位，武汉市人民政府给予公司的支持有望持续；同时，公司房地产业务具有一定区域优势，随着建设项目的持续投入及经营规模的扩张，收入规模有望稳定增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限保障程度好。

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

优势

1. 公司作为武汉市国资委下属重要的基础设施建设主体，承担了武汉市重点市政工程建设及棚户区改造筹融资职能，公司在债务置换、财政拨付资金、资产注入、财政补贴等方面获得地方政府的持续支持。
2. 武汉市政府给予的城建资金、国有资本金和财政拨付资金是公司项目建设的资金来源和债务偿还来源的有力保障。
3. 公司房地产规模持续扩张，商品房销售收

- 入快速增长，带动公司整体收入水平提升。
4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限保障程度好。

关注

1. 公司房地产业务及财政拨付资金易受宏观调控、房地产政策及土地市场等影响。
2. 公司的基础设施建设、棚户区改造项目以及房地产业务规模持续扩张，资金占用明显，债务规模增长较快，存在较大的对外融资压力，公司债务负担较重。
3. 受公司房地产项目持续投入的影响，公司经营净现金流呈净流出态势。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

武汉地产开发投资集团有限公司

2018 年度第三期中期票据信用评级报告

一、主体概况

武汉地产开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2002 年 7 月，是由原武汉统建城市建设集团有限责任公司（以下简称“统建集团”）和武汉城市综合开发集团有限公司（以下简称“武汉城开集团”）合并重组而成的国有独资公司。2016 年，公司将资本公积中 4 亿元转增实收资本。截至 2018 年 3 月底，公司注册及实收资本为 10 亿元，武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）为公司唯一股东。

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

截至 2018 年 3 月底，公司设有职能保障、业务执行和业务管控三类合计 13 个部门，拥有 14 家全资及控股子公司。

截至 2017 年底，公司资产总额 1203.53 亿元，所有者权益 335.52 亿元（含少数股东权益 10.55 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 70.81 亿元，利润总额 12.25 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1232.70 亿元，所有者权益 340.42 亿元（含少数股东权益 9.87 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.82 亿元，利润总额-0.21 亿元。

公司注册地址：湖北省武汉市武汉经济开发区鼎力大厦；法定代表人：袁堃。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2018 年注册中期票据额度 20 亿元，本期计划发行 2018 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行

金额 10 亿元，发行金额上限 20 亿元，期限 10+5 年。本期中期票据设有调整票面利率选择权和投资者回售选择权，即在本期中期票据存续期的第 10 年末，公司可选择调整票面利率，后 5 年票面利率为调整后票面利率，投资者有权在回售登记期内，将持有的本期中期票据按面值全部或部分回售给公司，或选择继续持有本期中期票据。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期中期票据所募集资金将全部用于置换公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017 年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良

好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1~6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导

致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受东盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内

或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其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以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导

融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在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。特别是随着《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。

行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，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）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，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。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基

础资产，发行资产证券化产品等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以支持城投企业的转型升级。

表 1 2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：(1) 货物（原材料、燃料设备等）(2) 建设工程新改扩建 (3) 基础设施建设 (4) 土地储备前期开发、农田水利等建设工程 (5) 融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(财金【2017】55 号)	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	(1) 项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。(2) 项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。(3) 项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资料来源：联合资信综合整理

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 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 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。2018 年 3 月 5 日，中央政府发

布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、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

将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 保障性住房行业

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。

保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁住房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁住房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限价房、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

2016年，全国住房保障支出为6338.77亿元，同比增长17.48%，其中棚户区改造支出1706.66亿元，同比增长32.60%，廉租房支出84.82亿元，同比下降29.10%，公共租赁住房支出587.43亿元，同比下降8.13%，相应的中央对保障性住房租金补贴快速增至61.73亿元，同比增长23.81%。2017年，全国各类棚户区改造开工609万套，完成投资1.84万亿元。

2016年5月17号国务院办公厅公布《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发〔2016〕39号），提出“实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居目标的重要途径”。文件明确指出，到2020年，基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系，基本形成保基本、促公平、可持续的公共

租赁住房保障体系。

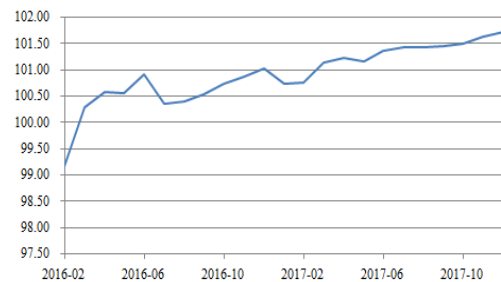
总体看，近年来，政府高度重视解决城市居民住房问题，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场以及住房租赁市场将面临较大发展空间。

3. 房地产开发行业

行业概况

2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图1 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平

平方米,同比增长7.70%,增速较上年下降14.80个百分点;共实现销售额13.37万亿元,同比增长13.70%,增速较上年下降21.20个百分点。价格方面,根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示,2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%,较2016年增速下降11.57个百分点,价格增速明显回落。整体看,2017年以来,在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下,商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

2017年,全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年,全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米,同比增长8%;土地成交量9.50亿平方米,同比增长8%;土地成交出让金4.06万亿元,同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米,同比增长26%,增速有所放缓;平均溢价率为29%,较2016年下降14.13个百分点。

从房地产开发资金来源来看,2017年房地产开发企业(单位)实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资(包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等)、自筹资金(以股权融资为主)和其他资金(以销售回款和债券融资为主)构成。2017年,房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元,占比为16.18%;利用外资168.19亿元,占比为0.11%;其他资金79770.46亿元,占比为51.12%;自筹资金50872.22亿元,占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看,2017年以来,随着金融去杠杆力度的推进,证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件,房地产融资继续收紧。北京“317新政”

的出台,标志房地产调控加码。2017年,其他资金增速降至8.60%,比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄,海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年,利用外资增速明显提升,2017年,利用外资同比增速为19.80%,较2016年同期上升72.40个百分点。

武汉市房地产市场

2017年,受房地产调控政策影响以及整体供应量、推盘量不足等因素叠加作用下,武汉楼市整体成交量下滑明显,但市场需求却依然旺盛,“一房难求”的现象十分突出。此外,商业、写字楼出现了放量回升,呈现“此消彼长”的发展势头。

从房地产开发投资看,武汉市2017年完成房地产开发投资2686.34亿元,同比增长6.7%。其中,住宅开发投资1840.31亿元,同比增长6.6%;住宅施工面积8419.85万平方米,同比增长1.0%;住宅新开工面积2203.54万平方米,同比增长19.2%;住宅竣工面积597.82万平方米,同比下降0.4%;商品房销售额4148.65亿元,同比增长26.8%;商品房待售面积239.07万平方米,同比下降46.4%。

从土地成交量看,武汉市2017年共计成交土地181宗,累计成交土地面积1097.84万平方米,同比增长33.00%,累计成交金额达1555.24亿元,同比增长45.00%。全年楼面均价约4870元/m²,与2016年基本持平。

从成交土地性质看,武汉市2017年成交的地块仍然以商住类为主,全年成交的181宗土地中64宗为纯住宅用地,39宗为纯商服用地,42宗为商住混合用地,10宗为商服混合用地,7宗住宅混合用地。

从住宅成交量看,武汉市2017年新建商品房成交26.64万套,其中住宅20.70万套,占比77.7%。武汉住宅市场依旧延续供求不平衡的状态,受价格管控等因素影响,商品住宅供应量仍显不足,当年商品住宅成交20.7万套,同比下降28%,成交面积2073.24万平方米,同比下

降31%。

总体看，2017年，武汉市房地产调控政策导致房地产成交量下滑，但是由于武汉市经济持续稳定发展，对刚需用房需求较大，土地成交量快速上升，未来武汉市房地产发展仍将保持上升空间。

4. 区域经济环境

公司是武汉市重大市政基础设施建设以及棚户区改造转贷及建设主体，武汉市区域发展环境对公司业务开展具有重要影响。

根据武汉市2015~2017年《国民经济和社会发展统计公报》，武汉市地区生产总值保持持续增长，三年分别为10905.60亿元、11912.61亿元和13410.34亿元。三次产业结构由2015年的3.5:47.5:49.0调整为2017年的3.0:43.7:53.3。2015~2017年，按常住人口计算全市人均地区生产总值分别为10.41万元、11.15万元和12.38万元。

2015~2017年，武汉市完成社会固定资产投资分别为7725.26亿元、7093.17亿元和7871.66亿元，分产业看，第一产业分别投资34.12亿元、44.83亿元和45.35亿元；第二产业分别投资2844.65亿元、2263.36亿元和2508.70亿元，第三产业投资分别为4802.12亿元、4731.60亿元和5263.16亿元。武汉市第二、三产业投资规模大且波动增长，是武汉市未来经济持续发展的增长点。

2017年武汉市完成保障性住房投资234.25亿元，建成保障性住房3.28万套，分别完成城中村改造、棚户区改造2.39万户、4.49万户。

2015~2017年，武汉市经济持续发展带动财政收入逐年增长，三年分别实现财政总收入为2231.67亿元、2423.20亿元和2677.66亿元，其中地方一般预算收入分别为1245.63亿元、1322.10亿元和1402.93亿元，税收收入是武汉市一般预算收入的重要来源，三年分别为1015.91亿元、1091.90亿元和1178.77亿元。

总体看，武汉市经济稳定发展，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司为国有独资公司，截至2018年3月底，实收资本10.00亿元，武汉市国资委为公司唯一股东。

2. 企业规模及竞争力

公司是武汉市国资委履行出资人职责的21家市属企业中四家龙头企业之一（其余三家为武汉地铁集团有限公司、武汉市城市建设投资开发集团有限公司以及武汉金融控股（集团）有限公司）。公司是武汉市重大市政基础设施建设以及棚户区改造转贷及建设主体。基建方面，公司主要承担武汉市重大的市政基础设施项目建设。棚改方面，公司下属子公司武汉市保障性住房投资建设有限公司（以下简称“保障房公司”）是武汉市政府授权的全市棚户区改造统贷平台，通过与国家开发银行等政策银行开展合作，筹措棚改项目建设资金，降低融资成本，具有一定区域垄断性。

公司的房地产业务主要由下属子公司武汉地产控股有限公司、武汉市统建城市开发有限责任公司及武汉城开房地产开发有限公司等负责。该三家公司均拥有房地产开发一级资质，行业经验丰富，在本地房地产企业中区域优势明显。

总体看，公司作为武汉市重大市政基础设施建设以及棚户区改造转贷及建设主体，同时，也是武汉市本土重要的房地产企业，在行业经验、品牌影响力等方面具备明显优势。

3. 人员素质

公司高级管理人员分别有董事长1人，总经理1人，副总经理3人，总会计师1人，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事长袁堃先生，生于1961年11月，

博士学位，经济师。曾担任武汉市市委委员，市人大常委会党组成员、秘书长，市人大常委会机关党组书记，市委市直机关工委委员。现任公司董事长兼党委书记。

公司总经理付明贵先生，生于 1965 年 12 月，研究生学历。曾任武汉碧水集团有限公司总经理、副董事长、党委副书记，现任公司总经理、副董事长，党委副书记。

截至 2018 年 3 月底，公司本部共有员工 178 人，从专业构成划分，初级职称占比 10.11%、中级职称占比 19.66%、高级职称占比 25.84%、其他职称占比 44.39%；从学历划分，大专以上的占比 85.40%，高中、中专占比 0.56%，初中以下占比 14.04%。

整体看，公司高层管理人员工作、专业经验丰富，员工学历水平较高，能够满足公司发展的需求。

4. 外部支持

作为武汉市重要的市属国有企业，公司自成立以来陆续承接武汉市重点基础设施以及棚户区改造项目，武汉市政府给予公司在资本金注入、城建资金拨付、政府债务置换以及财政补贴等方面持续和稳定的支持。

资本金注入

2015~2017 年，公司分别收到武汉市国资委投入的国有资本金 0.60 亿元、0.60 亿元和 0.45 亿元，公司相应计入“资本公积”。

2016 年，公司将资本公积中 4 亿元转增实收资本，注册资本增至 10 亿元。

2017 年，子公司保障房公司收到市直保障性住房专项资金 9.20 亿元，计入“资本公积”。

资产注入

2015 年，武汉市住房保障和房屋管理局将原值 1.52 亿元的惠民苑三期公租房划入公司；2016 年，武汉市财政局将邻里中心合计共 1998 套公租房以账面价值 2.40 亿元注入公司，计入“资本公积”，上述注入的公租房将会给公司

带来持续而稳定的收入来源。

城建资金拨付

公司作为武汉市重要的市政基础设施建设主体，近年来，武汉市政府在城建资金上给予公司一定的支持。2015~2017 年，公司分别收到政府投入的城建资金 5.61 亿元、13.40 亿元和 8.28 亿元，计入公司的“资本公积”，同时因涉及的项目类型不同，在审计做账时分别体现在“收到其他与投资活动有关的现金”和“吸收投资收到的现金”中。

财政拨付资金

2015~2018 年 1~3 月，公司分别收到财政拨款资金(即为土地整理收益)6.02 亿元、30.35 亿元、28.98 亿元和 5.00 亿元，均已计入公司的“资本公积”科目。

财政补贴

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司获得政府补贴 0.81 亿元、0.54 亿元、0.13 亿元和 0.10 亿元，计入“营业外收入”或“其他收益”。

政府债务置换

公司作为武汉市重点市政基础设施建设项目以及棚户区改造的主体，在工程建设上不断投入，形成较大的债务，武汉市人民政府对公司因上述工程所形成的债务并与公司进行了置换，公司由原欠款对象变更为武汉市人民政府，但是由于武汉市人民政府暂未明确该笔置换债券的具体偿还时间，将其计入公司有息债务。截至 2018 年 3 月底，公司共有 189.98 亿元债务被置换成地方政府债，计入“应付债券”。

总体看，公司作为武汉市重要的基础设施建设主体之一，近年来，持续获得武汉市政府有力的支持。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(2012 银行版，报告编号：B201509220097943022)，截至 2018 年 9 月 6 日，公司无未结清与已结清的不良类信贷信

息。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是按照现代企业制度和《中华人民共和国公司法》组建的国有独资公司。

公司不设股东会，由武汉市国资委行使股东会职权。公司不设监事会，由武汉市国资委实施监管。

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

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

2. 管理水平

公司根据自身业务发展需要建立了相应的管理制度。

投资管理方面，公司制定了《武汉地产集团投资管理办法》。公司成员公司之间的内部投资，由成员公司的董事会根据具体情况提出投资意向，并报公司董事会批准。成员公司增资扩股、资本转赠等股权变更，必须经过合法的程序进行。经成员公司董事会、股东会通过后，报公司董事会批准方可实施。成员公司接受投资者投入的股本溢价，接受捐赠的现金或非现金资产，资产评估增值部分等，都应计入“资本公积”相应的科目，不得纳入当期的损益。公司财务资产部对所属全资、控股或参股公司进行定期和不定期财务检查，维护国有资产的合法权益。

融资方面，《武汉地产集团财务管理办法》中明确规定，公司及成员公司的筹资行为应遵循严格控制贷款规模的过度膨胀和在加大现

金流量分析的基础上，制定和掌握好筹资的策略和方式。目前，银行筹资是公司资金筹集的最主要方式。

担保管理方面，公司制定了《武汉地产集团内部担保管理办法》。集团成员公司原则上不允许对外提供任何形式的担保；集团成员公司之间确有必要发生担保行为的，按《武汉地产集团内部担保管理办法》的有关规定执行。集团内成员公司因经营管理的需要必须由集团及其他成员公司提供担保时，由申请担保公司向提供担保的公司提出书面申请。担保公司召开董事会，审查、研究相关资料，担保公司的董事会应有三分之二以上的董事通过，担保才能成立。

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

财务管理方面，公司依照法律、行政法规和国家有关部门的规定，制定了《武汉地产集团财务管理办法》及各项具体业务核算制度，加强公司会计管理，提高会计工作的质量和水平。公司财务管理的基本原则是，遵守国家的法律法规，建立健全企业内部财务管理制度，做好财务管理基础工作，真实反映企业财务状况，依法计算和缴纳国家税收，保护投资者权益不受侵犯。公司财务管理的基本任务是，做好各项财务收支的计划、控制、核算、监督、分析和考核工作，依法合理筹集资金，有效利用企业各项资源，努力提高经济效益。

关联交易管理方面，公司制定了严格的关联交易管理制度，在公司与关联方公司发生的关联担保、关联交易、关联债权债务往来方面进行严格审批管理。公司制定了关联交易管理办法，规定了公司各业务部门在经营管理过程中，如遇到与关联人之间交易的或拟与关联人

之间进行交易的，相关部门须将有关关联交易情况（即交易各方的名称、住所、具体关联交易内容和金额，交易价格、定价的原则和依据，该项交易的必要性等事项）报告财务部。财务部收到报告后，应及时对该关联交易进行了解和审核，并提交办公室就关联交易的必要性、合理性、定价的公平性进行审查。

下属子公司的管理控制方面，公司与子公司是投资人与被投资人的关系，公司履行投资人所应具备的权利和义务关系，各子公司全部是独立的法人，具备相对独立的经营管理和财务管理模式。公司规定各项财务指标任务来对各子公司进行考核。各子公司在财务管理法规、公司财务管理制度的基础上，制定自身独立的财务管理制度，形成完全独立的财务体系。各子公司高管人员，系根据公司法等有关法律的规定产生，公司以投资人的身份对各子公司的高管人员进行考核。

总体看，公司治理规范，管理有效。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是武汉市重大市政设施项目建设主体及棚户区改造筹融资及建设主体，也是武汉市重要的房地产开发企业，主要业务包括基础设施建设、棚户区改造及房地产项目的投资开发。

2015~2017年，公司营业收入持续增长，年均复合增长21.45%。2017年，公司实现营业收入70.81亿元，同比增长45.69%，主要来自房屋销售收入的增加。2017年，公司房屋销售结转收入63.00亿元，同比增长56.21%，主要来自公司房地产项目中的汇悦天地一期、汉

口城市广场五期、恒达河苑、天成美景、东方雅园、城开二七温馨里等房屋销售的结转。2015~2017年，公司工程施工收入持续下滑，年均复合下降49.32%，2017年为1.19亿元，同比下降67.72%，主要系审计对当期关联企业交易进行了合并抵消所致。2015~2017年，公司混凝土收入波动下降，年均复合下降7.98%，2017年为1.89亿元，同比下降17.97%，主要系审计对当期关联企业交易进行了合并抵消所致。公司其他收入包含物业管理、设计等，占比小，对公司整体营业收入影响不大，2015~2017年，公司其他收入波动增长，年均复合增长17.49%，2017年，公司实现其他收入（包含主营业务的其他收入和其他业务收入）4.73亿元，同比增长108.36%，主要系公司出售了部分非房地产项目的房屋所致。

近年来，公司整体毛利率呈下滑态势，2015~2017年，公司综合毛利率分别为38.02%、34.40%和33.02%。2017年，公司房屋销售毛利率35.01%，较上年下降2.09个百分点，主要系公司购地的土地成本上涨所致；公司工程施工毛利率和混凝土收入毛利率分别大幅降至-63.85%和-5.76%，主要系关联交易较多，只抵消收入，未抵消成本所致。

2018年1~3月，公司房屋销售实现收入2.20亿元，相当于2017年房屋销售收入的3.49%，毛利率为52.01%；工程施工仅实现46.34万元，主要系大部分工程尚未达到业主方支付工程款的条件所致；混凝土实现收入0.67亿元，相当于2017年的35.46%，毛利率由负转正为9.22%。

总体看，近年来，受益于武汉市房地产市场快速增长，公司收入主要来源房屋销售板块收入呈快速增长趋势，提升整体营业收入水平。

表2 2015~2017年及2018年1~3月公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2015年			2016年			2017年			2018年1-3月		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
主营业务:	456465.08	95.08	37.89	475280.69	97.78	33.55	689040.62	97.30	32.10	35285.67	92.43	41.58
房屋销售	376980.61	78.53	42.14	403304.68	82.98	37.10	629987.07	88.96	35.01	22028.26	57.70	52.01
工程施工	46493.56	9.68	15.08	36996.80	7.61	7.60	11941.87	1.69	-63.85	46.34	0.12	33.51

混凝土收入	22325.97	4.65	15.04	23044.85	4.74	16.57	18903.69	2.67	-5.76	6703.21	17.56	9.22
物业管理	5432.77	1.13	29.48	4737.52	0.97	12.08	5974.42	0.84	5.68	2478.87	6.49	24.02
设计、晒图	4638.43	0.97	43.06	4843.91	1.00	33.81	2713.46	0.38	-48.16	1433.63	3.76	16.01
其他收入	593.75	0.12	20.63	2352.93	0.48	42.73	19520.11	2.76	52.66	2595.36	6.80	67.66
其他业务:	23611.00	4.92	40.46	10774.05	2.22	72.03	19107.49	2.70	66.28	2891.47	7.57	35.07
租金收入	19881.65	4.14	33.17	9045.66	1.86	68.36	9343.26	1.32	89.99	2880.94	7.55	34.83
管理费收入	3102.07	0.65	75.32	46.14	0.01	-67.49	140.04	0.02	-3.93	10.53	0.03	100.00
其他收入	627.28	0.13	98.98	1682.25	0.35	95.61	9624.19	1.36	44.29	--	--	--
合计	480076.08	100.00	38.02	486054.74	100.00	34.40	708148.11	100.00	33.02	38177.14	100.00	41.09

资料来源: 公司提供

2. 业务运营分析

(1) 基础设施建设

公司是武汉市重点市政项目建设主体, 自成立以来, 先后承担了武咸公路、二环线汉口

段等基建项目, 武汉市人民政府根据公司承接不同项目, 分别与公司签订了包括租用、委托经营和财政资金拨付资金补偿建设成本等三种模式, 以平衡公司在承接项目中的支出。

表 3 截至 2018 年 3 月底公司主要在建基础设施项目投资情况 (单位: 亿元)

项目名称	模式	总投资	截至 2018 年 3 月底已成投资	项目进展
东沙项目	--	27.00	35.28	未完工
二环线汉口	租用模式	43.27	47.30	完工未结算
机场快速通道	租用模式	35.00	38.40	完工未结算
武咸公路	租用模式	58.00	66.29	完工未结算
沙湖大桥	租用模式	16.00	14.73	完工未结算
琴台文化中心一期	委托经营	40.00	17.60	完工未结算
琴台文化艺术中心二期及三期	委托经营		11.53	完工未结算
琴台音乐厅	委托经营		10.60	完工未结算
苏泊尔双限房	--	4.42	5.00	完工未结算
后湖基本建设	财政拨款资金	68.30	32.27	完工未结算
后湖公建项目	财政拨款资金		13.51	未完工
长江大道 (范湖-中南段)	财政拨款资金	28.90	46.70	完工未结算
长丰大道	财政拨款资金	51.70	45.11	完工未结算
东湖通道	财政拨款资金	81.02	60.68	完工未结算
古田四路北延线	财政拨款资金	10.70	4.07	完工未结算
合计	--	464.31	449.07	--

资料来源: 公司提供 & 审计报告, 联合资信整理

注: 1. 截至目前, 东沙项目和苏泊尔双限房暂时未与武汉市人民政府签订相关协议。

2. 东湖通道、长江大道、长丰大道以及古田四路北延线等项目在公司合并报表中“其他应收款”中体现, 主要系上述四个项目未与政府商定移交时间, 暂时只体现为项目资金的往来。

① 租用模式

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

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

资的 7.75% 计算, 租用期 20 年。

上述四个项目由武汉市城乡建设委员会向企业出具项目建造确认书, 并代表政府与企业签订租用合同, 由武汉市财政局从年度城建资金或者其他专项资金中安排租金。因为签订租用合同时, 项目已完工, 未结算, 总投资按前期概算总投为基础计算, 所以上述项目的实际投资总额较概算总投高, 高出部分公司将在项目竣工结算后, 向武汉市政府再次申请项目资金。在租用模式下, 政府所拨付的资金均包含在每年拨付公司的城建资金当中。

表 4 公司租用模式租金安排情况 (单位: 亿元、年)

项目	概算总投	实际总投	租期	每年租金收入	租用资金安排
机场快速通道	22.31	35.00	20	1.73	34.58
武咸公路	30.26	58.00	20	2.35	46.90
沙湖大桥	12.02	16.00	20	0.93	18.63
二环线汉口段	43.27	43.27	15	3.35	50.30
合计	107.86	152.27	--	8.36	150.41

资料来源: 公司提供

注: 租用资金安排为政府合计拨付的租用资金。

②委托经营模式

琴台项目由公司作为业主负责建设, 由市国资委实行授权经营管理, 经营收益作为平衡投入的来源之一。公司作为资产业主方, 实施委托经营; 琴台大剧院管理有限公司(武汉天河影业和北京保利共同出资设立的与公司没有关联关系的主体)为受托经营的主体, 琴台大剧院管理有限公司按年盈利的 20% 向公司缴纳国有资产使用费。2015~2017 年, 公司分别收到琴台大剧院管理有限公司缴纳的国有资产使用费 37.44 万元、38.54 万元和 46.00 万元。2018 年 1~3 月, 琴台大剧院管理有限公司应缴纳的国有资产使用费需在年底结算。

③财政拨付资金补偿建设成本模式

根据武汉市政府文件《武汉市人民政府关于我市重大基础设施建设项目利用土地储备筹融资工作的意见》, 武汉市政府将重大基础设施项目与用于资金平衡的相应土地打包, 由市土地整理储备中心及其分支机构整理储备开发后全部交由市土地交易中心统一挂牌出让, 土地出让收入全额上交市财政, 再由武汉市财政局通过拨付专项财政资金平衡基础设施项目的建设成本。公司开展的后湖土地基础设施建设项目、东湖通道项目、长江大道项目、长丰大道项目采取该平衡模式。

后湖土地基础设施建设项目总投资 68.30 亿元, 截至 2018 年 3 月底, 已完成投资金额 45.78 亿元, 累计完成土地整理 2043 亩, 土地性质均为商住用地, 2017 年, 公司收到财政拨付资金 11.21 亿元, 计入公司“资本公积”; 2018 年 1~3 月, 公司后湖财政拨付资金 0.94

亿元, 计入公司“资本公积”。

东湖通道项目核定工程概算 81.02 亿元, 武汉市人民政府将武昌区农科院油料作物研究所地块、省工业设备安装公司、省电力建设工程公司等地块, 洪山区武汉理工大学宿舍地块、五环小区等地块, 汉阳区五里墩片等地块, 江汉区站北区-E 地块、唐家墩-B 地块等, 共计 17 宗土地, 整体涉及土地面积约 1154.70 亩, 可出让土地面积约为 1056.60 亩, 待上述土地出让后收入全额上缴市财政, 再由市财政统一拨付资金平衡建设成本。截至 2018 年 3 月底, 项目已完工并尚未收到上述回款。

长江大道项目总投资为 54.48 亿元, 武汉市人民政府将周边土地打包整理后, 合计 992.32 亩土地, 可出让面积 907.64 亩, 待上述土地出让后收入全额上缴市财政, 再由市财政统一拨付资金平衡建设成本。截至 2018 年 3 月底, 项目已完工并已收到回款 33.00 亿元。

长丰大道项目总投资为 51.70 亿元, 武汉市人民政府将整理长丰大道及古田四路北延线涉及的江岸、硚口、汉阳、武昌、洪山区等共 14 宗土地, 合计 1736.47 亩土地, 待上述土地出让后收入全额上缴市财政, 再由市财政统一拨付资金平衡建设成本。截至 2018 年 3 月底, 项目已完工并已收到回款 3.30 亿元。

公司的基础设施项目分别在公司的“在建工程”及“其他应账款”科目中体现。截至 2018 年 3 月底, 公司代建公共基础设施项目总投资规模达 464.31 亿元, 已完成投资 449.07 亿元。考虑到公司持续获得政府的财政拨付建设资金、城建资金和国有资本金, 公司代建项目的

资金压力一般。2017年，公司收到上述各类资金 46.91 亿元，2018 年 1~3 月，收到上述各类资金 5.00 亿元。

总体看，公司作为武汉市重点市政项目建设主体，在建市政项目的资金平衡对政府依赖性强。

(2) 保障性住房建设

公司是武汉市重要的棚户区改造筹融资和建设主体。公司参与棚户区改造具体操作是通过其子公司保障房公司向国家开发银行申请贷款，同时公司也通过自有资金和流贷筹措资金，待资金归集后，再由公司统一以借款形式拨付给武汉市土地整理储备中心城市分中心（以下简称“土地整理储备分中心”）按照项目具体实施进度拨付给其负责的棚户区改造项目。上述用于棚户区改造项目的资金具体还款来源为棚户区改造项目自身的综合收入、中央专项补助、省级配套资金及武汉市财政预算资金。

在会计处理上，公司的棚户区改造项目均在“其他应收款”科目中核算，待收到上述资金后，在“其他应收款”科目中予以冲减。

公司通过资金归集拨付给土地整理储备分中心的投入的棚户区改造项目合计 12 个，分别为省电影厂片棚改项目、青山滨江东片一期、武汉市青山滨江东片二期、青山滨江东片三期、青山工人村二期、武汉市硚口区 65 中北片、硚口区崇仁 A 片一期、武汉市利北社区、武汉市汉阳区归元西 A 片、武汉市江汉区楚宝片、汉汽宿舍片以及百步亭丹水池片。截至 2018 年 3 月底，公司已拨付 72.57 亿元，暂未

收到政府回款。

公司青山棚户区改造一期项目为早期工程，当年并未指定保障房公司为统贷平台，故该项目在公司合并报表“在建工程”中体现，武汉市人民政府就青山棚户区改造一期项目单独制定了平衡方案，根据《武汉市青山老工业区安居工程中棚户区改造一期项目资金平衡方案》，公司青山棚户区改造一期总投资 30.41 亿元，其中建设投资 28.10 亿元，利息 2.31 亿元；武汉市、区两级政府将会配套财政资金 6.72 亿元、土地出让收入 13.55 亿元，其他收益 10.23 亿元，项目盈余 0.09 亿元，合计 30.59 亿元平衡公司对青山区棚户区改造一期总投资 30.41 亿元。截至 2018 年 3 月底，青山棚户区改造一期项目已完成投资 28.23 亿元，累计收到财政拨付资金 27.38 亿元。

(3) 房地产开发与销售

近年来，公司已完成和在建房地产项目主要为住宅和少量商铺。从经营数据来看，2015~2017 年，公司房地产开发业务经营规模持续扩大，公司开发完成投资分别为 42.26 亿元、75.11 亿元和 118.78 亿元；房屋施工面积分别为 280.54 万平方米、366.26 万平方米和 427.50 万平方米；近三年公司房屋销售面积分别为 53.79 万平方米、90.77 万平方米和 63.75 万平方米。2018 年 1~3 月，公司房屋销售面积为 0.62 万平方米，实际完成销售额 1.11 亿元。2017 年，主要销售的项目包括汇悦天地、光谷 188、菁英城和汉口城市广场；2018 年 1~3 月，主要销售的项目为天成美景和翰林紫园。

表 5 2015~2018 年 1~3 月商品房销售主要指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
房地产开发完成投资（万元）	422550.00	751060.00	1187793.00	185606.00
房屋施工面积（万平方米）	280.54	366.26	427.50	354.20
房屋竣工（交房）面积（万平方米）	53.51	65.02	74.13	--
房屋销售面积（万平方米）	53.79	90.77	63.75	0.62
平均价格（元/平方米）	10221	9624.29	13455.67	17825.81
实际销售额（万元）	549782	873597.00	857799.00	11052.00

资料来源：公司提供

注：公司的房地产开发完成投资金额体现的为项目的形象进度，金额当中包含施工方的代垫款，合并现金流中体现仅为公司按进度拨付的工程款。

目前，公司房地产开发全部集中在武汉市。截至 2018 年 3 月底，公司在建普通住宅项目 19 个，总投资 243.08 亿元，已完成投资 108.27 亿元，未来尚需投入 134.81 亿元。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资	截至 2018 年 3 月完成投资金额	未来投资计划		占地面积	规划建筑面积
			2018 年 4-12 月			
在建项目						
汇悦天地二期	16.17	9.86	0.84		3.17	14.90
汉口城市广场七期	2.05	1.02	0.19		1.18	2.21
光谷 188 国际社区一期	8.75	7.18	1.02		3.52	10.46
光谷 188 国际社区二期	10.49	3.79	1.37		3.48	10.68
菁英城一期	11.05	5.46	0.66		4.21	12.36
菁英城二期	11.55	7.04	1.37		5.23	13.57
天汇龙城二期 B 地块	2.16	0.69	0.37		1.35	4.63
天汇龙城二期 H 地块	3.31	1.10	0.58		2.20	15.64
天汇龙城三期 O 地块	5.00	3.41	0.62		5.84	19.97
天汇龙城三期 QA 地块	7.50	2.40	1.09		3.81	15.64
天汇龙城三期 QB 地块	8.07	2.43	0.92		3.96	18.61
堤角新干线	11.07	8.48	0.80		3.78	19.01
恒达·盘龙湾河苑二期	8.02	2.65	0.57		5.68	13.33
汇悦天地 K4	38.47	12.09	5.72		6.19	26.80
新荣村地块（云悦邸）	25.65	16.88	2.96		3.17	11.63
恒融商务中心	9.00	6.70	2.30		1.94	7.99
岱山 K1-1	23.37	8.60	6.41		7.29	26.05
金沙半岛	21.27	1.99	5.00		39.80	26.43
光谷 188 三期	20.13	6.50	2.86		5.50	21.04
合计	243.08	108.27	35.65		111.30	283.96

资料来源：公司提供

表 7 截至 2018 年 3 月底公司主要拟建项目（单位：亿元、万平方米）

项目	总投资	2018 年计划投资	土地面积	规划建筑面积
汇悦天地 K3	5.90	0.56	2.12	6.17
二七城市广场 K3	15.92	--	7.80	29.80
二七城市广场 K1	5.00	--	2.07	7.15
汤湖项目	23.00	--	6.36	14.50
城开经开	5.10	--	0.78	2.97
合计	54.92	0.56	19.13	60.59

资料来源：公司提供

公司未来主要拟建项目共 5 个，包括汇悦天地 K3、二七城市广场 K3 及 K1、汤湖项目和城开经开等，预计总投资 54.92 亿元。整体来看，公司在建、拟建项目未来资本支出规模较大，存在较大的外部融资压力。

2017 年，公司为扩大经营规模，持续在武汉市进行拿地，其中当年主要新增 7 宗土地，合计金额 61.79 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司拥有土地储备 309.79 万平方米，账面价值

102.15 亿元，其中恒融项目、堤角项目 P2010(110)土地及三角湖专家公寓土地账面价值 6.21 亿元用以抵押借款。整体来看，公司项目和土地储备充足，为公司房地产开发的可持续发展提供了有力保障。但同时联合资信也关注到，公司房地产项目和土地储备都位于武汉市，受武汉市房地产政策及土地市场行情的影响大。

表 8 截至 2018 年 3 月底，公司土地储备情况（单位：平方米、万元）

土地储备	批准土地用途	土地面积	取得方式	账面价值	是否抵押
天汇龙城	住宅	303910.70	购买	31564.53	否
新春村	住宅	31004.55	购买	117823.90	否
后湖地块（076）号	住宅	49232.05	购买	5047.92	否
盘龙城地块	住宅	332956.50	购买	88134.80	否
恒融项目	住宅	11088.78	购买	12711.03	是
黄陂区木兰湖	住宅	30000.00	购买	226.62	否
二七城市广场 K3	住宅	78204.00	购买	23646.72	否
二七城市广场 K1	住宅	20748.00	购买	4956.27	否
盘龙新项目（300 亩）	住宅	173168.50	购买	2846.06	否
蔡甸区麦山街-致村霞光村	住宅	397953.40	购买	7470.83	否
盘龙城新项目	住宅	138800.00	购买	5811.66	否
菁英城项目	住宅	105555.83	购买	2428.00	否
咸安区浮山办事大畈村（青龙路旁）	住宅	329619.71	购买	14599.87	否
武汉阳逻经济开发区红岭村	住宅	133338.91	购买	2024.81	否
硚口区常码头改造项目	住宅	162938.00	购买	51555.54	否
光谷 188 地块	住宅	125665.19	购买	83547.13	否
堤角项目 P2010（110）土地	住宅	37826.00	购买	48058.45	是
沌口汤湖地块	住宅	63612.13	购买	114175.11	否
三角湖湖心岛土地	住宅	59600.00	购买	106.62	否
三角湖专家公寓土地	住宅	102569.22	购买	1280.16	是
文天大厦土地	住宅	986.00	购买	77.50	否
盘龙城土地	住宅	176684.90	购买	8300.31	否
金口项目	住宅	33047.13	购买	7941.44	否
浦悦黄浦村地块	住宅	26627.31	购买	137934.81	否
泰恒项目	住宅	46556.54	购买	36477.00	否
新益村项目	住宅	118344.72	购买	185667.04	否
武汉经济技术开发区 2C1 地块	住宅	7826.89	购买	27043.00	否
合计	--	3097864.96	--	1021457.13	--

资料来源：公司提供

（4）其他业务

工程施工

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

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建未完工合同量 5 个，合同金额 10.17 亿元。

从新签合同量来看，2017 年新签合同 44 个，新签合同金额达 7.42 亿元。

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

建开公司工程施工的结算模式一般为：在施工合同签订后由建设单位支付一定比例的预付款，一般占合同额的 10~20%；预付全额安全文明施工措施费；正式开工后，按实际完工进度付工程进度款；竣工资料归档手续完成后支付至审定价的 90%~95%，剩余 5%~10% 作为质保金，在办理竣工结算后期满五年后一次性付清支付质保金。

2015~2018 年 1~3 月，公司工程施工实现收入分别为 4.65 亿元、3.70 亿元、1.19 亿元、46.34 万元，其中 2017 年收入快速下滑，主要系审计对于关联企业交易进行了合并抵消所致，2018 年 1~3 月由于大部分工程尚未达到业主方支付工程款的条件，故收入很小；毛利率分别为 15.08%、7.60%、-63.85% 和 33.51%，其中，2017 年公司毛利率为负值，主要系关联交易较多，只抵消收入，未抵消成本所致。

混凝土业务

公司混凝土业务经营主体为武汉城开新

兴建材有限责任公司（以下简称“新兴建材公司”），新兴建材公司有 2 个生产基地，分别位于谏家矶和盘龙城，公司拥有砼输送泵车 3 部、拖泵 1 部、车载泵 1 部，垂直泵送高度可达 52 米以上，拥有散装水泥筒仓 1 座。目前具备年生产能力 200 万立方米以上。公司混凝土销售主要针对武汉市市政交通和其他建筑施工项目。2017 年和 2018 年 1~3 月，公司混凝土产量分别为 78.56 万立方和 13.85 万立方。

2015~2018 年 1~3 月，公司分别实现混凝土收入 2.23 亿元、2.30 亿元、1.89 亿元和 0.67 亿元，毛利率分别为 15.04%、16.57%、-5.76% 和 9.22%。

其他业务

公司其他收入包含物业管理、设计、晒图、闲置房屋的租金以及管理费收入，在整体营业收入中占比很小。2015~2017 年，公司其他收入波动增长，2017 年，公司其他业务实现收入 3.86 亿元，毛利率为 48.34%，2018 年 1~3 月，公司其他业务实现收入 0.55 亿元，毛利率为 38.73%。

3. 未来发展

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

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

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

充分发挥互联网优势，利用产业与资本双轮驱动所产生的资本运作效应，形成集团“投

资+服务”的互联网金融发展模式。打造以房地产基金、产业基金和股权投资基金为核心的金融投资与管理业务，以及以产业链金融为主的互联网金融服务体系，形成“大金融”业务板块。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015 年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）湖北分所对该合并财务报告进行了审计；信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2016~2017 年合并财务报告进行了审计，近三年审计报告均出具了标准无保留意见。2018 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，截至 2018 年 3 月底，公司合并范围二级子公司 14 家；公司新纳入合并范围二级子公司资产规模较小，其变动对公司影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司资产总额 1203.53 亿元，所有者权益 335.52 亿元（含少数股东权益 10.55 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 70.81 亿元，利润总额 12.25 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 1232.70 亿元，所有者权益 340.42 亿元（含少数股东权益 9.87 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.82 亿元，利润总额-0.21 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 17.90%。2017 年底，公司资产总额 1203.53 亿元，同比增长 16.21%，其中，流动资产占比 66.62%，非流动资产占比 33.38%。公司资产以流动资产为主。

表9 2015~2018年3月公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科目	2015年		2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	171.00	29.31	157.20	22.38	97.04	12.10	107.45	12.97
预付款项	98.27	16.85	140.46	20.00	145.87	18.19	145.49	17.56
其他应收账款	128.03	21.95	184.69	26.30	286.06	35.68	285.97	34.51
存货	182.64	31.31	214.89	30.60	260.35	32.47	279.55	33.73
流动资产合计	583.36	67.37	702.34	67.82	801.84	66.62	828.75	67.23
可供出售金融资产	3.95	1.40	28.07	8.42	35.82	8.92	33.12	8.20
在建工程	257.95	91.31	281.78	84.54	341.11	84.92	343.23	84.97
非流动资产合计	282.50	32.63	333.31	32.18	401.68	33.38	403.95	32.77
资产总额	865.86	100.00	1035.65	100.00	1203.53	100.00	1232.70	100.00

资料来源:公司审计报告及公司一季度财务报表

流动资产

2015~2017年,公司流动资产快速增长,年均复合增长17.24%。2017年底,公司流动资产801.84亿元,同比增长14.17%,主要由货币资金(占12.10%)、预付款项(占18.19%)、其他应收款(占35.68%)和存货(占32.47%)构成。

2015~2017年,公司货币资金快速下降,年均复合下降24.67%。2017年底,公司货币资金97.04亿元,同比下降38.27%,银行存款占99.89%,期末无受限货币资金。

2015~2017年,公司预付款项快速增长,均为预付工程款,年均复合增长21.84%。2017年底,公司预付款项145.87亿元,同比增长3.85%,主要系房地产开发项目持续扩张,导致预付工程款增加所致。

2015~2017年,公司其他应收款快速增长,年均复合增长49.48%。公司的其他应收款形成主要来自代建的市政基础设施建设项目和棚户区改造项目,公司因此产生的成本,将通过武汉市财政局拨付的资金来平衡,上述产生的债务风险可控。2017年底,公司其他应收款286.06亿元,同比增长54.89%,主要系棚户区改造项目投入及因棚改所需要购买的还建房房款增加所致。从集中度看,公司前五名其他应收款单位占合计数的29.91%,集中度不高,公司计提坏账准备0.16亿元。

表10 2017年底前五名其他应收款情况

(单位:万元)

项目	账面余额	性质
武汉市土地整理储备中心城市发展分中心	267231.00	棚改项目借款
武汉地铁地产联合置业有限公司	229638.50	商品房开发借款
武汉广电海格房地产开发有限公司	130342.21	代垫款
武汉花桥嘉诚实业有限公司	117669.20	预付安置房订购款借款
武汉房地产开发有限公司	110576.23	预付安置房订购款借款
合计	855457.14	--

资料来源:公司审计报告

2015~2017年,公司存货快速增长,年均复合增长19.40%。2017年底,公司存货260.35亿元,同比增长21.16%,公司存货构成中,其中自制半成品及产品186.60亿元(主要为用于房地产开发土地储备102.15亿元和在建商品房项目57.96亿元)占比71.67%,库存商品28.00亿元(公司已完工的商品房项目)占比15.01%、其他45.51亿元(主要为公司的廉租房和公租房)占比24.39%。公司计提跌价准备11.91万元。存货中有账面价值28.56亿元土地储备用作于抵押借款,抵押比率10.97%,土地抵押比率尚可。

非流动资产

2015~2017年,公司非流动资产快速增长,年均复合增长19.24%。2017年底,公司非流

动资产 401.68 亿元，同比增长 20.51%，主要来自可供出售金融资产和在建工程的增长，其中可供出售金融资产占 8.92%，在建工程占 84.92%。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 201.27%。2017 年底，公司可供出售金融资产 35.82 亿元，同比增长 27.60%，主要新增 13 亿元的武汉城发棚改项目私募投资基金，该笔资金专项用于投资公司的棚改项目。

公司的在建工程均为代建的基础设施项目，2015~2017 年，受政府代建项目持续建设的影响，公司在建项目不断增长，年均复合增长 15.00%。2017 年底，公司在建工程 341.11 亿元，同比增长 21.06%，主要系市政基础设施项目持续投入所致。

2018 年 3 月底，公司资产总额 1232.70 亿元，较 2017 年底增长 2.42%，其中流动资产占比 67.23%，非流动资产占 32.77%。2018 年 3 月底，公司流动资产 828.75 亿元，较 2017 年底增长 3.36%，主要来自货币资金增长和存货中的建成商品房的增加；公司非流动资产 403.95 亿元，较 2017 年底增长 0.57%。2018 年 3 月底，公司受限资产账面总额 47.85 亿元，占所有者权益的 14.06%，主要来自于公司存货、长期股权投资和投资性房地产中的土地、房产以及股权等抵押和质押。

总体来看，近年来，随着政府代建工程、棚户区改造及房地产业务规模逐年扩大，公司资产总额快速增长。公司资产构成中，其他应收款及在建工程均为政府代建项目及棚户区改造项目，规模较大，资金占用明显，且持续扩张，公司资产流动性一般，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 13.36%。2017 年底，公司所有

者权益 335.52 亿元，同比增长 4.86%。公司所有者权益中主要由实收资本（占 2.98%）、资本公积（占 88.64%）、未分配利润（占 5.84%）和少数股东权益（占 3.14%）构成。

2017 年底，公司资本公积 297.39 亿元，同比增长 20.08%，主要来自收到武汉市国资委投入的国有资本金 0.45 亿元；武汉市财政局根据《市财政局、市住房和城乡建设局关于 2017 年市直保障性安居工程专项资金收支计划的请示》（武财综【2017】424 号文）拨款 9.20 亿元至保障房公司；公司收到政府投入的城建资金 8.28 亿元和收到财政拨付资金 28.98 亿元。

2017 年底，公司少数股东权益 10.55 亿元，同比下降 76.67%，主要系公司将上海国际信托有限公司 13.33 亿元、国开发展基金有限公司 8.97 亿元、汇添富资本国开金富 1 号专项资产管理计划 14.40 亿元调整至长期应付款所致。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 340.42 亿元，较 2017 年底增长 1.46%，其中资本公积 304.17 亿元，较 2017 年底增长 2.28%，主要系拨付 5.00 亿元的城建资金。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 19.80%。2017 年底，公司负债总额 868.01 亿元，同比增长 21.28%，其中流动负债占比 31.59%，非流动负债占比 68.41%。

流动负债方面，2015~2017 年，公司流动负债不断增长，年均复合增长 13.64%。2017 年底，公司流动负债 274.24 亿元，同比增长 6.66%，主要由预收款项（占 47.34%）、其他应付款（占 14.18%）和一年内到期的非流动负债（占 31.99%）构成。

2015~2017 年，受武汉市房地产行情影响，公司预收款项快速增长，年均复合增长 21.63%。2017 年底，公司预收款项 129.82 亿元，同比增长 14.40%，主要来自天汇龙城、汇悦天地、光谷 188、菁英城等房地产项目的预

售房款。

2015~2017年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降24.70%。2017年底，公司其他应付款38.88亿元，同比下降29.16%，主要系公司自有资金充足，支付了部分的工程款及政府往来款所致。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长40.12%。2017年底，公司一年内到期的非流动负债87.72亿元，同比增长20.57%，其中，一年内到期的长期借款占72.21%、一年内到期的应付债券占14.08%、一年内到期的长期应付款占1.16%和一年内到期的其他长期负债占12.54%。

非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长23.01%。2017年底，公司非流动负债593.76亿元，同比增长29.48%，其中长期借款占46.62%、应付债券占45.12%和长期应付款占7.10%。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，年均复合增长1.99%。2017年底，公司长期借款276.83亿元，同比增长31.82%，主要包括质押借款、抵押借款、保证借款和信用借款。

2015~2017年，公司应付债券快速增长，年均复合增长65.05%。2017年底，公司应付债券267.88亿元，同比增长19.64%，其中公司债券4.35亿元、地方政府置换债券184.53亿元（主要系公司因代建政府基础设施项目产生的债务，现欠款对象应变更为武汉市人民政府，但是由于武汉市人民政府暂未明确该笔置换债券的具体偿还时间，将其计入公司有息债务）、中期票据44.00亿元和超短期融资券35.00亿元。

2015~2017年，公司长期应付款波动增长，年均复合增长100.37%。2017年底，公司长期应付款42.16亿元，同比增长397.72%，主要系公司从“所有者权益”中调入的上海国际信托有限公司融资借款13.33亿元、国开发展基金有限公司融资借款8.97亿元和汇添富资本国开金富1号专项资产管理计划（国开证券）

14.40亿元所致。公司长期应付款均含利息，已计入其有息债务。

2018年3月底，公司负债总额892.28亿元，较2017年底增长2.80%，流动负债占比32.48%，非流动负债占比67.52%。2018年3月底，公司流动负债289.77亿元，较2017年底增长5.66%，其中新增其他流动负债35.42亿元均为公司发行的短期融资券；公司非流动负债602.51亿元，较2017年底小幅增长1.47%，主要来自长期借款的增长。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务快速增长，年均复合增长25.99%。2017年底，公司全部债务678.34亿元，同比增长31.25%，其中短期债务占比13.48%，长期债务占比86.52%。2018年3月底，公司全部债务696.25亿元，较上年底增长2.64%，其中短期债务占比14.41%，长期债务占比85.59%。

债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率呈波动增长趋势。2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为72.12%、66.91%和63.62%，分别较上年增加3.02个、5.15个和5.59个百分点。2018年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为72.38%、67.16%和63.64%，较上年底分别增加0.26个、0.25个和0.02个百分点。

根据公司提供的数据，公司将于2018~2020年到期的有息债务分别为119.46亿元、80.52亿元和161.63亿元，公司面临的短期债务压力较大。

总体看，随着房地产项目以及代建工程规模快速扩张，公司融资需求大，导致债务大幅上升，公司债务负担进一步加重。

4. 盈利能力

近年来，随着公司主营业务规模不断扩张，房屋销售收入确认规模逐年上升，

2015~2017年，公司营业收入及营业成本快速增长，年均增长率分别为21.45%和26.25%。2017年，公司全年实现营业收入70.81亿元，同比增长45.69%，营业成本47.43亿元，同比增长48.76%；营业成本增幅高于营业收入增幅，受此影响，公司营业利润率较上年小幅减少0.16个百分点至25.75%。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用波动增长，年均复合增长8.93%。2017年，公司期间费用6.82亿元，同比下降2.99%，公司期间费用主要以管理费用（占49.00%）、财务费用（占35.57%）为主。近三年，公司期间费用率波动下降，2017年为9.63%，同比减少4.84个百分点。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要来自投资收益和营业外收入。2015~2017年，公司投资收益波动增长，2017年，公司实现投资收益0.69亿元，同比下降67.18%，主要系权益法核算的长期股权投资和处置可供出售金融资产取得的投资收益大幅度减少所致。2015~2017年，公司营业外收入（主要是政府补助）快速下降，分别为0.82亿元、0.78亿元和0.14亿元。近三年，公司非经常性损益分别为0.67亿元、2.88亿元和0.83亿元，对利润总额贡献率分别为9.33%、34.46%和6.80%。

2015~2017年，受武汉市房地产市场行情较好，商品房销售价格较高的影响，公司利润总额不断增长，三年分别为7.24亿元、8.35亿元和12.25亿元。

盈利指标方面，2015~2017年，公司总资产收益率有所增长，分别为0.89%、1.09%和1.13%；净资产收益率持续增长，分别为1.79%、1.93%和2.57%。

表 11 2015~2017 年公司盈利情况
(单位: 亿元、%)

项目	2015年	2016年	2017年
营业收入	48.01	48.61	70.81
减: 营业成本	29.76	31.88	47.43
加: 投资收益	-0.14	2.10	0.69

营业利润	6.44	7.66	12.16
加: 营业外收入	0.82	0.78	0.14
利润总额	7.24	8.35	12.25
营业利润率	26.25	25.91	25.75
总资产收益率	0.89	1.09	1.13
净资产收益率	1.79	1.93	2.57

资料来源: 审计报告及联合资信整理。

2018年1~3月，公司实现营业收入3.82亿元，相当于2017年全年营业收入5.39%，实现利润总额-0.21亿元，主要系公司预售房款尚未结转收入所致；公司营业利润率为32.25%，较2017年增长6.50个百分点。

总体看，近年来公司经营规模不断扩大，收入快速增长，利润水平保持相对稳定，整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动方面，2015~2017年，随着经营销售不断扩张，公司经营活动现金流入量快速增长，分别为59.72亿元、86.85亿元和90.75亿元；2017年，公司收到其他与经营活动有关的现金4.75亿元，同比下降58.81%，主要系收回拆借资金所致，2015~2017年，公司现金收入比分别为111.37%、154.90%和121.44%，收入实现质量较好。2015~2017年，公司经营活动现金流出波动增长，分别为74.15亿元、161.58亿元和124.98亿元；2016年，公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增至75.24亿元，主要系公司借款给了合作项目公司用于泛悦房地产开发项目，项目公司不在公司合并范围内。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-14.43亿元、-74.73亿元和-34.23亿元。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入波动下降，分别为40.48亿元、56.30亿元和37.21亿元。2017年，公司收回投资收到的现金大幅增至6.01亿元，主要系公司购买的理财产品到期收回所致，收到其他与投资活动有关的现金30.52亿元，同比下降

45.68%，公司收到的财政拨付资金较上年下降所致。2015~2017年，公司投资活动现金流出快速增长，三年分别为81.91亿元、89.15亿元和204.87亿元。2017年，公司投资支付的现金27.18亿元，同比下降11.71%，主要为公司支付的棚改基金。受代建基础设施项目及棚户区改造持续推进的影响，公司支付其他与投资活动有关的现金177.25亿元，同比增长267.65%。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长5.72%，分别为275.29亿元、206.90亿元和307.69亿元。2017年，公司吸收投资收到的现金17.87亿元，同比下降3.19%，主要来自城建资金和财政拨付资金，收到其他与筹资活动有关的现金42.85亿元，同比增长60.05%，主要来自财政资金拨款和与子公司部分拆迁款。2015~2017年，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长13.44%，分别为128.89亿元、110.06亿元和165.86亿元。2017年，公司支付其他与筹资活动有关的现金37.00亿元，同比增长57.17%，主要系公司持续投入棚户区改造所致。

2018年1~3月，公司经营活动现金流入34.73亿元，经营性净现金流5.55亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为-15.11亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为19.97亿元。

表12 公司现金流情况(单位:亿元、%)

项目	2015年	2016年	2017年
经营活动现金流入量	59.72	86.85	90.75
经营活动现金流出量	74.15	161.58	124.98
经营活动现金流量净额	-14.43	-74.73	-34.23
现金收入比	111.37	154.90	121.44
投资活动现金流量净额	-41.44	-32.85	-167.65
筹资活动现金流量净额	146.40	96.85	141.82

资料来源:审计报告及联合资信整理

总体看,受公司自身的房地产项目持续投入且不断扩大的影响,经营性现金流量持续呈净流出态势;未来,随着棚户区改造和代建项目持续推进,公司的融资需求大幅增加导致公司债务规模增长较快,公司存在较大的对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,近年来公司流动比率及速动比率均呈上升趋势,2017年底公司流动比率和速动比率分别为292.38%和197.45%,同比分别增加19.22个和7.87个百分点。2015~2017年公司经营活动现金流量净额持续为负,对流动负债无保障能力,但考虑到公司货币资金充足,短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看,2015~2017年,公司EBITDA不断增长,三年分别为10.19亿元、11.73亿元和15.44亿元;近三年全部债务/EBITDA倍数分别为41.95倍、44.07倍和43.93倍,考虑到政府持续对公司的支持,公司长期偿债能力尚可。

截至2018年3月底,公司获得各家银行授信总额为547.95亿元,已使用348.13亿元,尚余199.82亿元,公司间接融资渠道畅通。

截至2018年3月底,公司对外担保共4笔,被担保对象的性质分别为事业单位和关联方,对外担保余额为42.94亿元,对外担保比率为12.61%。公司对外担保企业中武汉地铁地产联合置业有限公司和武汉市城乡统筹示范区投资开发有限公司均为公司重要的关联方企业。

总体看,公司对外担保规模较大,但被担保方目前经营情况正常,公司或有负债的风险可控。

表13 截至2018年3月底公司对外担保情况

被担保方	担保余额(万元)	担保终止日期
武汉市土地资产管理委员会办公室	200000.00	2019.12.10
武汉地铁地产联合置业有限公司	29400.00	2019.11.16

武汉市城乡统筹示范区投资开发有限公司	100000.00	2021.5.25
武汉市城乡统筹示范区投资开发有限公司	100000.00	2021.5.25
合计	429400.00	--

资料来源：公司提供

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据基础发行金额为 10 亿元，发行金额上限为 20 亿元，以下以发行金额上限 20 亿元进行测算，相当于 2018 年 3 月底公司长期债务的 3.36%、全部债务的 2.87%。本期中期票据的发行金额上限对公司现有债务影响小。

2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.38%、67.16% 和 63.64%。以 2018 年 3 月底财务数据为基础，预计本期中期票据按照发行金额上限 20 亿元发行后，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 72.82%、67.78% 和 64.40%；同时考虑到公司于 2018 年 7 月和 8 月发行的“18 武汉地产 MTN001”和“18 武汉地产 MTN002”，合计 13 亿元，预计本期中期票据按照发行金额上限 20 亿元发行后，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 73.10%、68.18% 和 64.88%，债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据所募集资金将全部用于置换公司有息债务，因而公司的实际债务负担将小于上述指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量分别为 59.72 亿元、86.85 亿元和 90.75 亿元，分别为本期中期票据发行金额上限（20 亿元）的 2.99 倍、4.34 倍和 4.54 倍；近三年，经营活动产生的现金流量净额均呈净流出，经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据发行金额上限（20 亿元）无保障能力；

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 10.19 亿元、11.73 亿元和 15.44 亿元，分别为本期中期票据发行金额上限（20 亿元）的 0.51 倍、0.59 倍和 0.77 倍。总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限（20 亿元）保障能力较好。

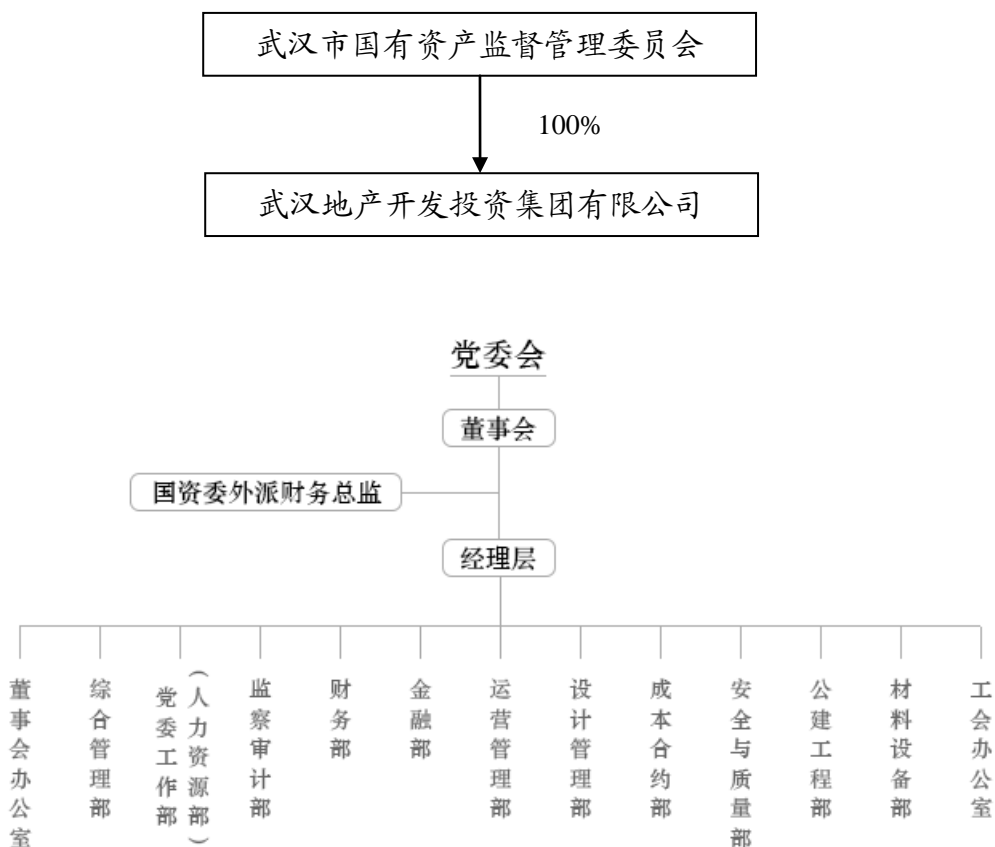
十、结论

公司作为武汉市国资委下属重要的市政基础设施项目建设和棚户区改造的重要投资主体，在资产注入、财政资金拨付、债务置换等方面获得武汉市人民政府持续而有力的支持。近年来，随着政府代建工程、棚户区改造及房地产业务规模逐年扩大，公司资产总额快速增长。公司资产构成中，其他应收款及在建工程均为政府代建项目及棚户区改造项目，规模较大且持续扩大，对资金占用明显，公司资产流动性一般，整体资产质量一般。同时，受公司因代建工程、棚户区改造以及房地产业务持续扩张影响，对外融资需求大，债务负担较重。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额上限保障能力较好。

总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险极低。

附件 1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图及组织结构图



附件 2 截至 2018 年 3 月底公司合并范围子公司情况表

(单位：万元、%)

公司名称	级次	实收资本	直接持股比例	主营业务
武汉地产控股有限公司	二级	20000.00	100.00	房地产开发
武汉地产集团东方物业管理有限公司	二级	1010.00	100.00	物业管理
武汉地产车城开发投资有限公司	二级	7000.00	100.00	房地产开发
武汉城开新兴建材有限责任公司	二级	3000.00	66.66	材料销售
武汉市保障性住房投资建设有限公司	二级	25271.50	100.00	房地产开发
武汉琴台资产经营管理有限公司	二级	1000.00	100.00	资产管理
武汉建开工程总承包责任有限公司	二级	7100.00	100.00	工程施工
武汉城星联合科技发展有限公司	二级	2000.00	51.00	材料生产研发和技术服务
武汉地产集团市政建设管理有限公司	二级	10000.00	100.00	建筑
武汉城市发展投资有限公司	二级	20000.00	100.00	土地一级开发；房地产开发
武汉市人防工程专用设备有限责任公司	二级	1000.00	100.00	制造业
武汉时代建筑设计有限公司	二级	600.00	39.17	设计咨询
云端武汉互联网产业投资发展有限公司	二级	5000.00	100.00	信息传输、软件和信息技术服务
武汉城发投资基金管理有限公司	二级	5000.00	55.00	基金管理投资

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	171.01	157.22	97.05	107.51
资产总额(亿元)	865.86	1035.65	1203.53	1232.70
所有者权益(亿元)	261.11	319.97	335.52	340.42
短期债务(亿元)	52.39	74.46	91.47	100.30
长期债务(亿元)	374.96	442.39	586.87	595.95
全部债务(亿元)	427.35	516.84	678.34	696.25
营业收入(亿元)	48.01	48.61	70.81	3.82
利润总额(亿元)	7.24	8.35	12.25	-0.21
EBITDA(亿元)	10.19	11.73	15.44	--
经营性净现金流(亿元)	-14.43	-74.73	-34.23	5.55
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.22	13.28	18.21	--
存货周转次数(次)	0.16	0.16	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	111.37	154.90	121.44	411.31
营业利润率(%)	26.25	25.91	25.75	32.25
总资本收益率(%)	0.89	1.09	1.13	--
净资产收益率(%)	1.79	1.93	2.57	--
长期债务资本化比率(%)	58.95	58.03	63.62	63.64
全部债务资本化比率(%)	62.07	61.76	66.91	67.16
资产负债率(%)	69.84	69.10	72.12	72.38
流动比率(%)	274.72	273.16	292.38	286.00
速动比率(%)	188.71	189.58	197.45	189.53
经营现金流动负债比(%)	-6.79	-29.06	-12.48	--
全部债务/EBITDA(倍)	41.95	44.07	43.93	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.70	0.48	0.73	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；

2、长期应付款已计入公司有息债务。

附件 4 主要财务指标的计算公式(新准则)

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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 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 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 武汉地产开发投资集团有限公司 2018 年度第三期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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