

信用等级公告

联合[2017] 1439 号

联合资信评估有限公司通过对咸宁市城市建设投资开发有限公司及其拟发行的咸宁市城市建设投资开发有限公司2017年度公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

咸宁市城市建设投资开发有限公司
主体长期信用等级为

AA

咸宁市城市建设投资开发有限公司
2017 年度公司债券的信用等级为
AA

特此公告。



咸宁市城市建设投资开发有限公司

2017 年度公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

本期债券发行额度：13.5 亿元

本期债券期限：10 年

偿还方式：按年计息，分期还本，存续期第 3~10 年末分别偿还本金的 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%

募集资金用途：项目建设以及补充营运资金

评级时间：2017 年 7 月 11 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
现金类资产(亿元)	12.01	19.60	37.85
资产总额(亿元)	134.62	156.98	194.62
所有者权益(亿元)	46.27	68.55	88.87
短期债务(亿元)	5.33	6.29	6.41
长期债务(亿元)	21.59	23.65	26.52
全部债务(亿元)	26.92	29.94	32.93
调整后全部债务(亿元)	28.42	38.97	48.04
营业收入(亿元)	3.86	7.74	11.19
利润总额(亿元)	1.10	2.26	1.23
EBITDA(亿元)	1.51	2.45	2.10
经营性净现金流(亿元)	1.78	20.59	-5.46
营业利润率(%)	45.80	28.42	21.49
净资产收益率(%)	2.39	3.01	1.34
资产负债率(%)	65.63	56.33	54.34
全部债务资本化比率(%)	36.78	30.40	27.03
调整后全部债务资本化比率(%)	38.05	36.24	35.09
流动比率(%)	133.06	201.25	252.18
全部债务/EBITDA(倍)	17.77	12.20	15.69
调整后全部债务/EBITDA(倍)	18.77	15.87	22.89
经营现金流动负债比(%)	2.98	40.81	-9.63

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息部分

分析师

厉剑 黄琪融 陈茜

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

咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）是咸宁市城区内（不含开发区及生态新城）唯一的土地一级开发和基础设施建设主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了咸宁市政府在资产划拨、资本金注入等方面给予公司持续有力的支持，公司具备较强的土地整理和基础设施建设项目开发优势，资产及所有者权益规模不断增长。同时联合资信关注到，公司未来投资规模大、资产流动性一般以及收入实现质量处于较低水平等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司承接的咸宁市基础设施建设项目及房地产项目的开展，公司未来收入和利润规模有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券设置了提前还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

1. 咸宁市经济的持续增长为公司的发展创造了良好的外部环境。
2. 公司作为咸宁市重要的市政建设主体，在所辖区域内具有专营性优势；咸宁市政府对公司的定位和支持明确，在资本金注入和资产注入等多方面给予公司有力支持。
3. 本期债券设置了提前还款安排，有效降低了公司资金集中支付压力。

关注

1. 公司资产中存货及应收类账款的占比较高，且其他非流动资产规模较大，资产流

动性一般。

2. 近年来，公司土地整理业务受地方政府土地出让规划影响较大，且代建业务回款情况较弱，公司整体收入实现质量处于较低水平。
3. 公司未来计划投资规模大，存在一定的对外筹资压力。
4. 本期募投项目门票估算值偏高，其未来收益水平受旅游行业及当地经济的景气程度影响将存在一定不确定性。

声 明

一、本报告引用的资料主要由咸宁市城市建设投资开发有限公司（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。

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。

咸宁市城市建设投资开发有限公司

2017 年度公司债券信用评级报告

一、主体概况

咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）于 2005 年 12 月 1 日经咸宁市政府批准，由咸宁市人民政府授权咸宁市国有资产监督管理委员会（以下简称“咸宁市国资委”）注资 3.52 亿元设立。2007 年 4 月，根据咸宁市人民政府办公室咸政办发【2007】25 号文件、咸宁市国有资产监督管理委员会咸国资【2007】7 号文件，咸宁市国资委对公司增资 5.48 亿元，其中货币出资 1.71 亿元，土地使用权出资 3.77 亿元。增资后，公司注册资本为 9 亿元，该次增资已经武汉经纬会计师事务所有限公司出具武经会验字【2007】第 003 号验证。2012 年 12 月，公司以资本公积 7000 万元转增实收资本，将注册资本增加至 9.70 亿元。该次增资已经湖北中安信会计师事务所有限公司出具鄂中安信验字【2012】014 号验证。2016 年 9 月 8 日，根据咸宁市国资委下发的咸国资文【2016】59 号文，公司唯一股东咸宁市国资委将其所持有公司全部股权无偿转让给咸宁城市发展（集团）有限责任公司，公司股东变更为咸宁城市发展（集团）有限责任公司（以下简称“咸宁城发”）；同时，公司企业类型由有限责任公司（国有独资）变更为有限责任公司（非自然人投资或控股的法人独资）。2015 年及 2016 年，国开发展基金有限公司先后 5 次对公司进行增资（合计 2.60 亿元），公司于 2017 年 6 月底完成相关工商变更手续。截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 12.30 亿元，股东为咸宁城发（持股 78.86%）及国开发展基金有限公司（持股 21.14%），实际控制人为咸宁市国资委。

公司经营范围主要包括：土地储备收购、

开发经营；城市基础设施、公用事业、基础产业的建设、运营；政府公共资源的特许经营；市域内产业、中小企业及项目的融资、投资、委贷、咨询评估（凭有效资质经营）服务。

根据业务发展需要，公司设立了综合办公室、计划财务部、审计部、投融资管理部、工程部、法律事务部和人力资源部等 7 个职能部门。截至 2016 年底，公司合并报表范围内共 7 家子公司，分别为咸宁市安居工程开发有限公司、咸宁市城顺出租汽车有限公司、湖北香城泉都建设投资有限公司（以下简称“香泉建投”）、咸宁宏业土地整理经营有限公司（以下简称“宏业公司”）、咸宁市城市广告发展有限公司、咸宁市城市资产经营有限公司（以下简称“资产公司”）和湖北南楚建筑工程有限公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 194.62 亿元，所有者权益 88.87 亿元（其中，少数股东权益 7.25 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 11.19 亿元，利润总额 1.23 亿元。

公司注册地址：咸宁大道45号；法定代表人：盛文军。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2017年发行公司债券不超过13.50亿元（以下简称“本期债券”），债券期限为10年。本期债券采用固定利率形式，利率在存续期内固定不变。

本期债券设置提前偿还条款，在债券存续期内的第 3~10 年底分别按照发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%的比例偿还债券本金。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金额度及用途

本期债券拟募集资金总额不超过 13.50 亿

元，其中 8.10 亿元用于潜山森林公园生态建设及森林旅游开发项目，5.40 亿元用于补充营运资金，具体情况如下：

表1 本期债券募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

序号	募集资金用途	投资总额	拟使用募集资金金额	占投资总额比例
1	潜山森林公园生态建设及森林旅游开发项目	116469.64	81000.00	69.55
2	补充营运资金	--	54000.00	--
合 计		116469.64	135000.00	--

资料来源：公司提供

（一）项目概况

根据《潜山森林公园生态建设及森林旅游开发项目可行性研究报告》，潜山森林公园生态建设及森林旅游开发项目的建设主体为公司本部，建设地点位于湖北省咸宁市的潜山国家森林公园，范围包括潜山、香吾山、淦河，整体形成“两山夹一河”的空间格局，东临孟养浩东路，南至太乙大道，西靠梅家庄，北至淦河大道，总面积 6000 公顷。建设内容主要包括：

（1）山体生态修复工程

项目拟对约 10000 亩山体区域进行生态修复，主要是对裸露的山体采取植被混凝土护坡绿化技术进行生态修复。

（2）水环境综合整治工程

项目拟对约 70 公里淦河干线水域进行水环境综合整治，主要包括：河道整治、水环境治理、河道景观设计等。

（3）环境及绿化升级改造工程

①环境整治

改造美化长印至温泉谷沿线的建筑；改造漏水池塘，完善周边绿化和设施；维修“两馆一苑”原有设施设备，新建小商店、售票处，并在桂花馆前建观景平台，改造书苑。

②杂树清理

对竹种园 50 亩区域内杂树进行清理，清理杂树约 500 株；清理竹林 80 亩，修建竹种隔离带 3.5 公里。

③名树种引进

收集、保存、驯化亚热带树木，建设鄂东

南树木种质资源储备库，建设面积 1000 亩，含南入口建设。在公园周边新建樱花片林及配套设施，总建筑面积约 200 亩。

④主干道绿化升级

5000m 主干道按照绿化、彩化、美化的要求，适当扩大面积，栽植杜鹃、红继木、格桑花等，增强效果。

（4）森林防灾抢险系统建设工程

项目拟建立森林防灾抢险系统，包括：建设防灾值班室、险情瞭望台，建设防火林带，建造森林消防蓄水池 10 座，配置防火灭火器材设备 50 套，消防通讯器材 20 套，专用消防车 5 辆，订制防火宣传资料 10000 份等。

（5）配套设施工程

①交通设施

改造景区连接道路共 10.3km，新建景区生态景观路 8.3km，建设路肩和排水沟 9.4km，砌筑挡土墙 823m³，绿化边坡 1448 m²，设置交通标志牌 17 个。购置小火车（电瓶车）20 台。修建电瓶车库 5 座共 500 m²。

②“两山一河”亮化

潜山、香吾山、淦河沿线约 50km 彩色灯光亮化，潜山电视塔、潜山寺重要景点亮化，安装灯具约 5000 盏。

③西入口

修建登山步行道 2000m，同时建设导览标识 50 个、垃圾处理 200 个、休闲座椅 100 个、路灯 200 盏以及安全设施 500 m² 等。

④配套工程

辅助工程。

配套建设给排水、供配电、供气、弱电等

(二) 项目批复

表2 潜山森林公园生态建设及森林旅游开发项目审批情况

核准时间	核准部门	核准内容	核准文号
2016年4月29日	咸宁市发展和改革委员会	关于潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目的立项批复	咸发改审批[2016]150号
2016年8月23日	咸宁市发展和改革委员会	关于潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目的可行性研究报告批复	咸发改审批[2016]228号
2016年7月29日	咸宁市发展和改革委员会	固定资产投资节能登记表	--
2016年6月15日	咸宁市环保局	关于潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目环境影响报告书审批意见的函	咸环保审[2016]126号
2016年6月7日	咸宁市国土资源局	用地预审意见	咸国土预[2016]38号
2016年5月26日	咸宁市城乡规划局	建设项目选址意见书	咸规选 2016026号
2016年12月9日	咸宁市政府办公室	关于潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目社会稳定风险评估报告的批复	--

资料来源：公司提供

(三) 项目资金使用

项目总投资额 116469.64 万元（包含建设投资费用以及融资成本）。其中，建设投资费用包括山体生态修复工程费用 35000.00 万元、水环境综合整治工程费用 20000.00 万元、环境及绿化升级改造工程费用 24600.00 万元、森林防灾抢险系统建设工程费用 11120.00 万元、配套设施工程费用 4250.00 万元、工程建设其它费用 4075.96 万元以及预备费用 7923.68 万元；融资成本为建设期利息 8100.00 万元。资金来源分两个部分：公司自筹资本金 35469.64 万元，外部融资 81000.00 万元。该项目拟使用本期债券募集资金 81000.00 万元，占项目总投资的 69.55%。

(四) 项目建设进度

该项目建设期为 24 个月，计划工期为 2016 年 11 月至 2018 年 11 月。

第一阶段（2016 年 11 月~2017 年 2 月）：项目前期工作，包括施工图设计、审查，办理工程报建手续。

第二阶段（2017 年 2 月~2018 年 10 月）：全面进行项目基础设施建设、主体工程建设，购置设备并安装，进行人员招聘及培训。

第三阶段（2018 年 11 月）：项目竣工验收、试营业。

截至 2017 年 6 月底，本项目正在进行前期规划、报建手续、河道清淤及杂树清理等工作。

(五) 募投项目社会效益

潜山森林公园生态建设及森林旅游开发项目属于国家《产业结构调整指导目录（2011 年本 2013 年修正本）》鼓励的“生态旅游、民族风情游及其他旅游资源综合开发服务”和“旅游基础设施建设”范畴，符合国家、湖北省、咸宁市发展生态旅游、培育旅游产业的产业政策。同时项目建设属于国家发改委印发的《绿色债券发行指引》通知中鼓励的“促进绿色发展、发展森林旅游等林产业”的范畴，发挥企业债券融资对促进绿色发展的支持作用。

项目的实施有利于增强咸宁市旅游竞争力、提升旅游地位、塑造城市形象，促进当地旅游事业的全面发展；有利于提升项目所在地居民收入，通过项目所属的旅游业所带来的管理带动效应来提高当地人民生活水平和质量；同时，有利于拉动当地的就业水平，尤其在旅游交通、旅游餐饮、旅游景区等领域。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了

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

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

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

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础

设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

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

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

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将

有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5% 以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业及区域环境分析

1. 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台

在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010 年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014 年国务院的《43 号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号，以下简称“《351 号文》”）对 2014 年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015 年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016 年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国

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

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

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完

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

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

4. 区域经济

目前公司经营与投资的项目主要集中在咸宁市主城区。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受咸宁市经济发展的影响，并与该地区规划密切相关。

（1）区域概况

咸宁市是湖北对外开放的“南大门”，中部崛起中快速发展的以现代工业文明为特征的生态旅游宜居城市。现辖咸安、嘉鱼、赤壁、通城、崇阳和通山一区一市四县和咸宁经济开发区。咸宁市面积9861平方公里，人口290万。

咸宁区位优势，位处华中腹地，武汉城市圈和长株潭城市群两个“两型”社会综合配套改

革试验区的中间地带，武汉、长沙、南昌所构成的中部城市群的中心。东邻赣北、南及潇湘、西望荆楚、北靠武汉，距北京市、上海市、广州市、成都市的空中里程均约1000公里，离武汉市仅67公里。

咸宁交通便捷。107国道、京珠高速、大广高速、京广铁路、武咸城际铁路、武深高速（在建）、武咸快速路（在建）贯通南北，106国道、杭瑞高速、沪蓉高速、咸黄高速（将建）、岳（阳）九（江）铁路（将建）承东接西，138公里的长江黄金水道依境东流。

咸宁产业特色明显。已基本形成了以苗木、蔬菜、猕猴桃、生猪、雷竹、水果为主体的农业体系和以电力能源、纺织服装、食品饮料、机电制造、森工造纸、冶金建材等支柱产业为核心的工业格局。

咸宁市是武汉“1+8”城市圈极具发展潜力的核心城市之一，已成为东部沿海地区和武汉市产业转移的聚集区。泰国华彬国际集团、台湾统一集团、光宝集团、香港华润集团、王老吉集团、北京中交集团、广东碧桂园集团、南玻集团、华帝股份、浙江德力西集团、洁丽雅集团、中国三江航天集团、葛洲坝集团等一批世界及国内500强企业、上市公司、著名品牌和驰名商标企业已相继落户咸宁。

（2）区域经济

根据《2016年咸宁市国民经济和社会发展的统计公报》，初步核算，2016年，咸宁市地区生产总值1107.93亿元，按可比价计算，比上年增长7.6%。其中：第一产业增加值184.34亿元，增长4.0%；第二产业增加值527.81亿元，增长6.4%；第三产业增加值395.78亿元，增长11.1%。三次产业结构比为16.6：47.7：35.7，第三产业增加值比重比同期提高了1.6个百分点。全年人均地区生产总值44027元，增长6.8%。

2016年，咸宁市全年全社会固定资产投资1463.49亿元，比上年增长17.5%。其中，固定资产投资1438.29亿元，增长17.6%。在固定资产投资中，第一产业完成103.49亿元，增长17.6%；第二产业完成657.57亿元，增长9.5%；第三产业完成677.23亿元，增长26.2%。全年民间投资935.13亿元，增长4.3%，占固定资产投资的比重为65.0%；工业投资643.16亿元，增长7.3%，占固定资产投资投资的比重为44.7%。

2016年，咸宁市全年房地产投资56.99亿元，比上年下降4.9%。商品房施工面积1181.97万平方米，下降12.5%；商品房销售面积307.02万平方米，增长4.9%；商品房销售额106.25亿元，增长14.2%。

（3）政府财政实力

近三年，咸宁市地方可控财力波动较大，主要由一般公共预算收入、上级补助收入和政府性基金收入构成。

2014~2016年，咸宁市地方可支配收入年均复合下降7.68%，其中，2016年地方可控财力为239.98亿元，同比上升12.13%。2016年，咸宁市一般公共预算收入83.34亿元，占可支配收入总额的34.73%；其中，税收收入50.01亿元，占一般公共预算收入的60.01%。此外，2016年，基金收入完成18.96亿元，占可支配收入的7.90%，近三年，基金收入下降幅度较大，主要系国有土地使用权出让收入下降影响所致；上级补助收入137.68亿元，占当年可支配收入的57.37%，其中一般性转移支付82.95亿元，专项转移支付收入47.22亿元。整体看，咸宁市地方财力对转移支付收入依赖较大，一般公共预算收入中非税收入占比较高，财力稳定性一般；近两年，咸宁市基金收入大幅下降，对地方整体财政实力产生一定程度影响。

表3 咸宁市全口径2014~2016年地方可支配收入情况（单位：亿元）

编号	科目	2014年	2015年	2016年
1	一般公共预算收入	70.76	80.12	83.34
1.1	其中：税收收入	48.99	50.29	50.01
1.2	非税收入	21.76	29.84	33.33

2	上级补助收入	117.59	123.50	137.68
2.1	其中：一般性转移支付收入	68.96	74.63	82.95
2.2	专项转移支付收入	44.52	44.73	47.22
2.3	返还性收入	4.11	4.14	7.52
3	政府性基金收入	92.43	10.39	18.96
3.1	其中：国有土地使用权出让收入	76.21	9.86	16.81
1+2+3	地方可控财力	281.55	214.01	239.98

资料来源：咸宁市财政局

表 4 截至 2016 年底咸宁市市本级政府债务构成情况（单位：万元）

地方债务（截至 2016 年 12 月底）	金额	地方财力（2016 年度）	金额
（一）直接债务余额	514243.03	（一）地方一般预算收入	369334.00
1. 外国政府贷款	2171.96	1. 税收收入	231382.00
2. 国际金融组织贷款	--	2. 非税收入	137952.00
（1）世界银行贷款	--	（二）转移支付和税收返还收入	339887.00
（2）其他国际金融组织贷款	--	1. 一般性转移支付收入	197474.00
3. 国债转贷资金	279.81	2. 专项转移支付收入	111490.00
4. 农业综合开发借款	73.97	3. 税收返还收入	30923.00
5. 解决地方金融风险专项借款	--	（三）国有土地使用权出让收入	57650.00
6. 国内金融机构借款	99888.59	1. 国有土地使用权出让金	56406.00
（1）政府直接借款	--	2. 国有土地收益基金	--
（2）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	99888.59	3. 农业土地开发资金	1244.00
7. 债券融资	408390.00	4. 新增建设用地有偿使用费	--
（1）中央代发地方政府债券	408390.00	（四）预算外财政专户收入	--
（2）由财政承担全部偿还责任的融资平台债券融资	--		
8. 粮食、供销企业亏损挂账	--		
9. 向单位、个人借款	--		
10. 拖欠工资及工程款	3204.70		
11. 其他	234.00		
（二）担保债务余额	98126.73		
1. 政府担保的外国政府贷款	--		
2. 政府担保的国际金融组织贷款	--		
（1）世界银行贷款	--		
（2）亚洲开发银行贷款	--		
（3）国际农业发展基金会贷款	--		
（4）其他国际金融组织贷款	--		
3. 政府担保的国内金融机构借款	58018.60		
4. 政府担保的融资平台债券融资	--		
5. 政府担保向单位、个人借款	--		
6. 其他	40108.13		
地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	563306.40	地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	766871.00
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%			71.86%

资料来源：咸宁市财政局

截至 2016 年底，咸宁市本级地方政府债务余额为 56.33 亿元，其中直接债务为 51.42 亿元。截至 2016 年底，咸宁市政府债务率（（地方本级政府债务余额÷地方本级综合财力）×100%）为 71.86%，政府债务负担较重。

总体来看，随着咸宁市经济实力持续增强，城乡居民收入水平的提高，加大了对城市基础设施和公用事业的需求，政府债务负担较重。

（4）未来发展规划

根据咸宁市人民政府规划，咸宁市将继续

推进城市基础设施建设项目，实施城市提质工程。

未来，咸宁市向东将重点进行香城大道、泉都大道改造升级和东外环、咸宁大道延伸等工程建设；向南，重点进行马柏路综合整治，打击“三乱”、“两违”，畅通城市出口；向西，重点建设淦河大桥、龙潭大桥修建和南站路、西外环等工程；向北，重点进行 107 国道咸安绕城段和高铁新区、站中大道等工程建设，推进鱼水路、站前广场综合整治。在主城区，咸宁市政府将着力推进交通整治，改善交通循环；加快城际铁路沿线开发；加大背街小巷、“城中村”和棚户区改造力度。

在“六城三区”¹，按照“产城一体、园城一体、港城一体”的思路，加快道路、供水、供电、环保等基础设施建设，加大板块招商力度，实现组团式发展。提升城市文化功能，重修永安阁、三元书院，启动建设茶博馆，基本完成潜山古寺及配套工程，彰显城市文脉。提升城市综合服务功能，调整优化公交线路，增加公交港湾、首末站，完善休闲、健身、公厕、停车泊位等服务设施；发展特色餐饮，打造夜市、特色街和城市商业综合体；建设中央商务区，打造咸宁金融港。提升城市生态功能，突出显山露水见园林的城市特色，保护山体水体，抓好城市绿化，加强环境监测。深入推进国家卫生城市、国家森林城市、国家环保模范城市、国家双拥模范城市等“多城同创”，继续办好国际温泉文化旅游节，扩大城市知名度。

总体来看，咸宁市各项基础设施建设工作稳步推进，成为公司业务可持续发展的有力保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 6 月底，公司注册资本 12.30

亿元，股东为咸宁城发（持股 78.86%）及国开发展基金有限公司（持股 21.13%），实际控制人为咸宁市国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是咸宁市人民政府授权从事咸宁市城区（不含开发区及生态新城）土地一级开发、城市基础设施及相关配套设施的唯一建设主体，担负着推进咸宁市城市化进程的重要责任，在咸宁市城区范围内具有专营性优势，并受到政府在资产注入、税费减免、政府补贴和土地出让收入返还等方面的有力支持。

业务方面，公司先后完成了宜园小区 1-4 号楼、咸宁市实验外国语学校工程、银泉名城、长安花园一期、长安花苑二期、新武广客运站配套道路、南外环道路、银泉大道、潜山国家森林公园、淦河东岸整治等项目。

近年，公司经营规模和实力不断壮大，专营性优势明显，发展前景良好。

3. 人员素质

公司高管人员 5 名，包括董事长兼总经理 1 名，副总经理 3 名，财务总监 1 名。

盛文军，男，董事长兼总经理，出生于 1970 年，在职研究生学历。历任嘉鱼县老官咀镇副镇长、党委副书记，嘉鱼县官桥镇党委书记、镇长，赤壁市委常委、总工会主席、宣传部长、政法委书记、公安局长、组织部长、市委副书记。现任公司董事长、总经理、法定代表人。

张建群，男，常务副总经理，出生于 1962 年 2 月，本科学历。历任咸宁市城镇规划室工程师；咸宁温泉技术开发区土地规划局副主任工程师、副科长、科长；咸宁市建设委员会城市管理科科长。

袁亚非，男，副总经理，出生于 1963 年 8 月，大专学历。历任咸宁地区经管站办事员；咸宁地区土管局干部、土地评估所副所长；咸宁市国土局办公室副主任、财务审计科科长、土地利用科科长。现任公司副总经理，同时兼

¹生态旅游新城、生态工业新城、职教新城、贺胜梓山湖生态科技新城、咸嘉临港新城、咸安新城和金桂湖低碳经济示范区、向阳湖现代农业示范区、河背生态湿地保护区。

任咸宁市城市建设资金管理中心副主任、咸宁市土地储备中心主任。

孙钢，男，副总经理，出生于 1958 年 9 月，大学学历。历任咸宁地区商业局干部，咸宁地区商业局团委副书记，咸宁地委纪委工作，咸宁地区投资公司副经理，咸宁地区投资公司经理，市纪委党组成员、投资公司经理。现任公司副总经理，同时兼任市发改委党委委员。

截至 2016 年底，公司在岗员工人数为 181 人。按教育程度分类，本科及以上学历占 83.43%，大专学历占 12.70%，中专及高中学历占 3.87%。按年龄结构分类，30 周岁以下占 8.29%，30~50 周岁占 87.85%，50 周岁以上 3.86%。

总体看，公司高层管理人员文化素质较高，相关管理经验丰富；公司员工素质较高，能满足公司现阶段经营发展需求。

4. 政府支持

公司是咸宁市土地一级开发和基础设施建设的主体，受到政府在资产注入、税费减免、政府补贴和土地出让收入返还方面的有力支持。

(1) 资本金注入

资本金注入方面，2005 年，公司由咸宁市国资委出资成立，设立时注册资本 3.52 亿元，其中以货币出资 0.30 亿元、无形资产（国有土地使用权）出资 1.89 亿元，以国有净资产划拨出资 1.33 亿元，投资额大于注册资本部分 2116.01 万元计入资本公积。2007 年，根据《关于对咸宁市城市建设投资开发有限公司增资的通知》（咸国资【2007】7 号）文件，咸宁市国资委对公司增资 5.48 亿元，其中以货币出资 1.71 亿元，土地使用权出资 3.77 亿元。增资后，公司注册资本为 9.00 亿元。2012 年 12 月 10 日，根据湖北中安信会计师事务所有限公司出具的鄂中安信验字[2012]014 号验资报告，公司以资本公积 7000 万元转增实收资本，

将注册资本增加至 97000.00 万元。

(2) 资产注入

资产注入方面，2011 年，根据咸国资产权【2011】7 号文件，咸宁市国资委将下属凯悦酒店及市水务局、组织部、财政局等单位的行政事业性资产作为投资投入公司，增加资本公积 1.68 亿元；2011 年，公司增加对南楚公司投资，评估增值增加资本公积 4.42 亿元；2011 年 12 月咸宁市政府将所持有的南楚公司国有股权划入公司，增加资本公积 1.05 亿元。根据咸国资产权【2011】19 号和咸国资产权【2011】20 号文件，将咸宁市担保集团有限责任公司（原名“咸宁市中小企业投资融资担保有限责任公司”，以下简称“担保公司”）²、咸宁市下岗失业人员小额贷款担保服务中心 100%股权划入公司，增加资本公积 0.74 亿元；2011 年，公司收到财政补贴的长江产业园建设配套资金 0.70 亿元，咸宁市财政局拨入桂花中路配套资金 40 万元，均计入“资本公积”。

2015 年，根据咸国资产权【2015】15 号文件，咸宁市国资委将潜山林场建筑及潜山林场配套辅助设施等国有资产无偿划拨至公司；划拨的资产以 2015 年 10 月 31 日为基准日，评估价值为 9.39 亿元，作为市国资委对公司的新增投资，计入“资本公积”。根据咸国资产权【2015】16 号文件，将银桂路市政协临街二层门面整体划入城市资产经营公司，整体划入资产总额 2858.17 万元，相应计入“资本公积”。根据咸宁市财政局出具的《关于确认资本公积的函》，咸宁市财政局决定将截至 2015 年底公司未偿还市财政局借款余额 99398 万元作为市政府对公司的资本公积拨入，计入“资本公积”。

2017 年，根据咸宁市财政局下发的《关于确认资本公积的函》，咸宁市财政局决定将截至 2016 年底对公司未偿还的市财政借款余额 10.65 亿元（体现在“长期应付款-财政局”中）

²担保公司 2015 年引进新股东，并增加注册资本至 60000 万元，公司对其持股比例由 100%变为 25%，故 2015 年未将其纳入合并范围；但由于咸国资产权【2011】20 号文件内容为政府对公司的历史支持，因此，仍将其记入报告内。

作为市政府对公司的资本公积拨入，计入“资本公积”，已在2016年审计报告中体现。

土地资产注入方面，2012年，根据咸宁市国资委《关于对市城投公司增资的文体局体育中心宗地评估值确认的批复》（咸国资产权【2012】25号）及《关于对市城投公司增资的两宗土地评估值确认的批复》（咸国资产权【2012】27号），咸宁市国资委将三宗价值总额为25.00亿元商住用地注入至公司，计入资本公积。

（3） 债务置换

根据《咸宁市人大常委会关于批准市人民政府将咸宁市2014年第一批棚户区改造项目委托代建资金列入本级财政预算的决议》、《咸宁市人大常委会关于批准市人民政府将咸宁市2015年第一批棚户区改造项目委托代建资金列入本级财政预算的决议》以及《咸宁市人大常委会关于批准市人民政府将咸宁市2015年第二批棚户区改造项目委托代建资金列入本级财政预算的决议》，咸宁市第四届人民代表大会常务委员会第二十一次会议、第二十八次会议及第三十次会议分别审议并批准将公司负责的2014年咸宁市第一批棚户区改造项目、2015年咸宁市第一批棚户区改造项目以及2015年咸宁市第二批棚户区改造项目之委托代建资金分年度列入市本级财政预算。

2015年，咸宁市财政部门按照《省财政厅关于报送2015年采用定向承销方式发行转换债券的政府债务项目的通知》（鄂财政[2015]25号）内容，将上报并经省财政厅审定的债务项目中的原属于中国农业发展银行咸宁市分行、交通银行湖北省分行、国家开发银行对本公司的债权进行置换，置换金额为5.90亿元，计入“长期应付款-财政局”，置换后上述债务的债权人变更为咸宁市财政局。

2016年，咸宁市财政部门根据《省财政厅关于报送2015年采用定向承销方式发行转

换债券的政府债务项目的通知》（鄂财政[2015]25号）、《省财政厅关于做好2016年地方政府债券管理有关工作的通知》（鄂财预发[2016]17号）内容，将上报并经省财政厅审定的债务项目中的原属于中国农业发展银行咸宁市分行、交通银行湖北省分行、国家开发银行对本公司的债权进行置换，置换金额为14.10亿元，计入“长期应付款-财政局”，置换后上述债务的债权人变更为咸宁市财政局。

（4） 政府补贴及资金返还

资金补贴方面，根据咸宁市财政局“关于《关于规范市城投公司土地核算工作的请示》的回复意见”（咸财综函【2007】24号），咸宁市财政部门定期将按土地出让价款10%比例计提的偿债准备金拨付给公司，列入补贴收入。2014年，公司收到市财政部门拨付的发展专项资金0.17亿元；2015年，公司获得土地出让金返还0.49亿元；2016年，公司获得土地出让金返还2.25亿元。

此外，咸宁市政府每年给予公司一定的公租房建设补贴（计入“专项应付款”），2015年及2016年，分别获得该补贴4.83亿元和6.96亿元。

税费减免方面，根据财政部、国家税务总局财税【2011】70号和咸财综发【2011】704号、咸财综发【2012】604号、咸财综发【2013】784号文件，公司土地出让和土地整理收入免征所得税。

应收款项保障

根据咸宁市人民政府于2017年2月20日下发的《咸宁市人民政府关于咸宁市城市建设投资开发有限公司应收账款及其他应收款还款计划说明的函》（咸政函【2017】2号），截至2015年12月31日，公司对咸宁市城市建设资金管理中心的其他应收款合计为5.74亿元，其中包括公司对各项目指挥部、领导小组、办公室的其他应收款；公司对咸宁市土地储备中心的其他应收款合计为1.28亿元；公司对咸宁经济开

发区管理委员会的其他应收款合计为 0.50 亿元；公司对咸宁市财政局的应收账款为 1.70 亿元，对咸宁市财政局的其他应收款为 0.32 亿元，合计对咸宁市财政局的应收款项为 2.02 亿元。以上应收账款和其他应收款合计为 9.53 亿元。为保障公司健康发展，降低对公司的资金占用，咸宁市人民政府责成相关单位于 2017 年起加快与公司往来款项的支付进度，预计 2018 年之前完成所欠公司全部应收款项的支付，具体还款计划见表 5。对于此部分款项的支付，咸宁市人民政府计划将咸宁市内 1266.26 亩商住用地的预计土地出让收入（预计为 12.78 亿元）作为支付上述应收款项的主要来源，扣除相应的成本后，预计将实现土地出让收益 10.22 亿元。

表 5 咸宁市政府对应收款项的还款安排
(单位：年、亿元)

年度	当期还款	往来款余额
2017	4.53	5.00
2018	5.00	0.00
合计	9.53	--

资料来源：公司提供

整体而言，作为咸宁市基础设施项目建设的投融资主体，公司在发展过程中得到政府多方面的大力支持，且具备一定的持续性；对公司的融资和债务偿还能力形成了有力保障。

六、管理体制分析

1. 法人治理结构

公司严格按照相关法律、法规、规章的要求，制定并完善了《咸宁市城市建设投资开发有限公司章程》，对公司的经营宗旨和范围、治理结构、公司与子公司、参股公司的关系、财务会计和收益分配、公司合并分立增资减资、公司解散和清算等事项作出了明确规定。

公司不设股东会，由董事会行使职权。董事会共设董事 4 名，成员由公司股东选举 3 人，由公司职工代表大会选举产生职工董事 1 人。董事每届任期 3 年，可连选连任。董事会设董

事长 1 人，由股东从董事会成员中指定。

公司设立监事会。监事会成员为 5 人，其中由公司股东选举 3 人，由公司职工代表大会选举产生职工代表 2 人。监事会设主席 1 人，由公司股东从监事会成员中指定。董事、总经理、副总经理等高级管理人员及财务人员不得兼任监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制。公司设总经理一名，副总经理若干名。董事会成员经股东批准，可兼任总经理、副总经理。总经理、副总经理由董事会聘任或解聘，任期 3 年。总经理对董事会负责。总经理负责主持公司生产经营活动、实施年度经营计划、拟定基本管理制度等工作。

总体看，公司法人治理结构较为简单，董事会和监事会（除职工监事）均由股东任命，实施董事会下总经理负责制，能满足现阶段公司的基本要求。

2. 管理水平

公司自成立以来根据相关法律法规逐步建立了一系列管理流程与制度，具体包括融资管理流程与制度、投资管理流程与制度、项目管理流程、土地储备整理及交易管控制度与流程、人力资源管理流程与制度。

融资管理方面，为了保证公司项目建设资金及公司正常运作的资金需求，公司对融资计划的制定方案、制定时间、制定要求及资金使用的相关要求作出了具体规定。公司计划财务部负责本规定的归口管理、负责与金融机构及相关部门对接并编制融资所需的方案及计划等。

对外担保管理方面，为了保护投资者的合法权益以及公司的财务安全，有效控制公司经营风险，公司仅对符合条件的单位进行担保，且被担保对象需提供反担保（反担保的提供方应具备实际承担能力）。公司财务部及子公司财务部作为决策和职能管理部门，负责对被担保人的资信情况以及该担保事项的收益和凤

险情况进行调查分析，并将调查结果上报至经理会议或股东会（需表明核查意见）；公司经理会议、子公司股东会作为公司担保行为的决策机构，需审慎对待和严格控制对外担保产生的债务风险，并对违规或失当的对外担保产生的损失依法承担连带责任。

投资管理方面，为规范公司的投资行为、防范投资风险、保证投资安全、提高投资效益，公司制定了投资管理制度。制定对投资项目的受理和申报；投资项目论证、评估、审批；编制年度投资计划和预算；投资项目的筹资；项目实施监控；项目竣工验收和后评价等方面作出具体规定。

项目管理方面，公司对项目管理总体框架进行了规范，同时公司对项目前期管理、招标投标管理、质量管理、进度管理、工程变更管理、工程验收管理、成本管理、安全管理等方面指定了具体规范的流程。

土地储备整理及交易管控方面，公司规范了土地储备程序；完善了监督机制，使土地开发与监管分离；对土地储备项目进行了全方位、全过程监督；完善了资金拨付体系；完善了制度保障体系。对年度土地储备计划的编制、土地储备整理及交易的流程、关键事项控

制、中介结构管控等方面做出了具体规定。

人力资源管理方面，公司在实施人力资源管理内部控制过程中分别对以下几个方面进行了关键环节控制：人力资源政策、规章、制度；职位分工与职责权限；人员招聘与录用；员工培训；员工绩效考核；薪酬、津贴与福利；员工晋升与离退职。

子公司管理方面，根据公司制定订的《子公司管理制度》，公司依据对子公司出资及认购的股份，享有参与对子公司重大事项决策的权利。公司对全资子公司、控股子公司进行统一管理，建立有效的管理流程制度，在财务、人力资源、企业进行管理等方面实施有效监督。

整体看，目前公司的管理体系满足公司现阶段发展，未来随着公司进一步发展，内部管理体系将进一步完善。

七、公司经营

1. 经营概况

公司作为咸宁市重要的城市基础设施投资建设主体，主要从事咸宁市主城区土地一级开发及基础设施项目的投融资建设等业务。

表 6 2014~2016 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

行业名称	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	23355.72	62.76	76.38	40780.22	53.56	58.98	22492.43	20.30	69.54
房地产销售	2671.31	7.18	6.56	571.39	0.75	66.04	1516.92	1.37	5.01
出租车业务	729.48	1.96	27.92	768.01	1.01	41.87	905.90	0.82	37.15
广告业务	136.57	0.37	-126.84	229.73	0.30	-36.26	150.92	0.14	-172.41
建筑业务	8741.06	23.49	6.28	33124.20	43.50	5.61	17571.79	15.86	5.51
代建业务	--	--	--	--	--	--	67070.38	60.54	10.71
房屋出租业务	--	--	--	--	--	--	611.78	0.55	74.96
担保业务	1079.26	2.90	49.33	--	--	--	--	--	--
其他	499.86	1.34	2.28	670.70	0.88	20.31	459.57	0.41	26.87
合 计	37213.27	100.00	51.43	76144.23	100.00	35.02	110779.68	100.00	22.14

资料来源：公司提供

2014~2016年，公司主营业务收入分别为3.72亿元、7.61亿元和11.08亿元，2016年大幅上升主要系公司于当年新增了代建业务收入所致。

从主营业务构成来看，2016年，公司实现

代建业务收入6.71亿元，为公司收入的主要来源。2014~2016年，公司土地整理业务收入波动较为明显，2016年，该板块业务收入为2.25亿元，较上年下降44.85%，主要系受国家宏观政策及当地土地出让计划的影响，公司土地整理

业务收入下滑；同时土地出让价格受当地房地产市场影响处于较低水平所致。近三年，公司建筑业务收入波动较大，2016年为1.76亿元，较上年下降46.83%，主要系当年办理结算的工程项目较少所致。公司其他业务收入占比较小且近年变化不大，对主营业务收入的影响较小。

从毛利率看，近三年公司主营业务综合毛利率持续下降，2016年为22.14%，较上年下降12.88个百分点，主要系受收入占比较大且毛利率较低的代建业务影响所致。其中，代建业务毛利率为10.71%，处于《综合开发建设协议》中投资回报率的范围内。2014~2016年，公司土地整理业务毛利率波动下降，2016年为69.54%，较上年上升10.56个百分点，主要系咸宁市政府于2016年规范土地管理、调整统一征地拆迁补偿标准使相应成本降低所致；房地产销售业务毛利率波动较大，2015年为66.04%，较2014年增长59.48个百分点，主要系2015年公司未产生房屋销售，该业务收入主要由管理费及车库款构成（成本均较低），导致其毛利率快速上升；2016年为5.01%，与2014年毛利率水平相当。近三年，公司建筑业务毛利率维持在较低水平，2016年为5.51%，较2015年变化不大。

2. 土地整理开发业务

作为咸宁市人民政府下属公司，咸宁市人民政府赋予公司对咸宁市域范围内土地整理的职能，公司按照咸宁市城市发展规划，经市政府批准对相关土地进行一级开发。公司土地整理业务的承做主体为公司本部及下属子公司宏业公司。

公司本部

业务模式方面，根据公司与咸宁市土地收购储备中心（以下简称“土储中心”）签订的《委托整理经营协议》，公司对批准开发的土地进行征收、拆迁、补偿、安置，然后对其进行平整、熟化处理，最后交由咸宁市国土资源局土地交易中心进行“招拍挂”，由竞得人将土地出让收入上缴财政的土地出让金专户，土地拍卖金额扣除城市建设专项资金、土地开发

基金以及廉租房建设基金等各项基金后，财政局按一定比例返还给公司。

会计核算方面，公司土地整理业务所有前期投入资金来自于公司经营收益及外部筹资，公司按照实际土地整理支出作为成本（计入存货），项目完工经审计并最终出售后，公司依据土地成交确认书以及财政部门核对的财政计提和分成结果结转成本、确认收入，未返还的款项计入应收账款。

宏业公司

业务模式方面，根据宏业公司与土储中心签订《土地储备开发整理委托协议书》，土储中心委托宏业公司负责咸宁市165平方公里主城区规划范围内的所有储备中心储备地块的土地整理开发经营、工程项目建设等，主要包括前期征地、房屋征收、青苗补偿、看护控违、“三通一平”、还建房及基础设施建设等工作。

协议约定，储备土地前期开发整理费用全部有土储中心投资，其费用包括①征地、报批及办证费用；②房屋及地上附着物的拆迁补偿安置费用；③储备地块内的土地平整工程、基础设施建设及还建房的工程费用等。

协议确定了宏业公司的收益构成：①对于土储中心制定的土地收储方案，土储中心将拟定前期开发整理的总投资，并以打包的方式将前期开发整理工作全权委托给宏业公司，宏业公司本着节约利用的原则开展工作，结余资金为宏业公司收益；②对于房屋及地面附着物的拆迁、环境、安置、补偿、土地平整及基础设施建设等与所涉及的费用，土储中心按国家现行收费标准打包给宏业公司，结余资金为宏业公司收益；③对于代建项目工程，土储中心安置财评预算造价全额打包给宏业公司，工程竣工后，若实际工程造价低于打包价，结余差价归宏业公司所有，若高于打包价土储中心不予补足；④对于“三通一平”、还建房及基础设施建设等代建管理工作，宏业公司按照工程造价的2%~4%向土储中心计取项目管理费。

2014~2016年，公司累计整理土地2202.68亩；分别出让土地551.38亩、669.20亩和564.67

亩。2014~2016年，公司合并范围内分别确认土地整理收入2.34亿元、4.08亿元和2.25亿元。从回款情况看，近三年公司收到土地出让金返还分别为2.13亿元、1.83亿元和2.25亿元，反映在“销售商品、提供劳务收到的现金”中，欠款反映在“应收账款”中。

表 7 2014~2016 年公司土地出让情况
(单位: 亩、宗、万元/亩、万元)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
出让土地面积	551.38	669.20	564.67
土地出让宗数	27	14	11
土地出让单价	78.71	53.52	58.26
土地出让总成交价	43400.00	35815.00	32900.00
土地一级开发收入	23355.72	26169.29	22492.43

资料来源: 公司提供

注: 由于宏业公司系土地整理完成并移交后确认土地整理收入, 且 2015 年宏业公司所整理土地未实现出让, 因此上表中“土地一级开发收入”与表 6 有差异。

从土地储备情况看, 截至2016年底, 公司共有可出让土地储备7883.43亩, 主要分布在咸安区范围内。

公司对2016~2020年土地整理及出让情况进行了规划, 咸宁市政府承诺将桂乡大道东侧, 规划用于商住的土地约2000亩土地及咸宁大道向东延伸两侧范围内规划用于商住的土地共895.3亩配置给公司进行土地整理工作, 整理工作完成后该地块将在6年内出让完毕。截至目前, 上述地块的征地及苗木补偿工作已完成, 尚未进行拆迁。

总体看, 公司土地储备充足, 未来随着储备地块的开发与逐步出让, 公司土地整理收入有望增长; 同时, 联合资信也关注到, 土地开发收入的获得受政府出让规划决策以及房地产市场调控影响大, 土地开发收入的实现存在一定的不确定性。

3. 基础设施建设项目

公司作为咸宁市重要的城市基础设施建设主体, 承担着大量市政工程建设等基础设施建设项目建设任务。

业务模式上, 依据公司与咸宁市人民政府

签订《综合开发建设协议》, 约定由咸宁市人民政府制定项目建设计划, 将相关征地拆迁、基础设施建设项目以委托方式移交给公司实施; 公司负责市政府安排的是主城区基础设施建设项目的资金筹措、施工建设和经营管理, 工程项目竣工验收后, 公司将验收合格的工程移交城市建设管理部门和有关管理部门, 并提交工程项目相关文件。确认收入方面, 由市政府委托审计部门对已完成的工程进行审计后, 每年按照审计结果对以上工程进行验收, 并支付项目建设进度款; 协议约定, 市政府应支付的相应资金=工程实际造价+投资回报, 除双方另有特殊约定外, 投资回报率为工程实际造价的10%~25%。

公司近年来完成市政项目累计总投资43.84亿元, 其中建设完成的重大项目有新武广客运站配套道路、东南外环道路、桂花中路建设、潜山国家森林公园、淦河整治等, 总投资14.68亿元。2016年, 公司确认代建业务收入6.71亿元, 实际收到回款3.52亿元, 代建业务回款质量较差。

在建项目方面, 截至2016年底, 公司重点在建市政项目有9个(详见表8), 以上项目涉及的总投资达33.32亿元, 已完成投资23.33亿元。

表 8 截至 2016 年底公司在建基础设施建设项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	项目总投	已投资	计划完工时间
青龙路、金桂路、十六潭路道路建设工程	4.90	3.98	2016.10
东外环工程	6.09	3.69	2017.10
武咸城际铁路建设	3.27	3.09	2017.05
南外环路工程	3.63	2.03	2017.08
十六潭公园	2.41	1.84	2017.05
武广高速铁路咸宁站主体工程	2.51	1.24	2017.09
桂乡大道改造工程(张双连接线)	1.73	1.16	2017.07
金桂路延伸工程	1.18	1.05	2017.07
永安阁景区建设工程	2.56	0.30	2018.06
合计	33.32	23.33	--

资料来源: 公司提供

注: 青龙路、金桂路、十六潭路道路建设工程实际已完工, 但由于竣工决算尚未完成, 故被列入上表。

拟建项目方面，截至2016年底，公司重点拟建项目共11个，具体明细参见表9，拟建项目资金来源为自筹资金，计划总投资合计30.67亿元。上述项目拟将整理相应地块，依靠出让腾挪后的剩余土地取得一定的土地出让收入弥补资金成本。

表9 截至2016年底公司拟建政府项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	资金来源	项目建设期
“两山一河”工程	1.53	自筹资金	2年
大屋肖河改造工程	0.12	自筹资金	1年
北部空间基础设施工程	2.50	自筹资金	2年
淦河中上游水生态环境综合治理工程	18.85	银行贷款	3年
107国道(车站路--桂乡互通)综合改造工程	0.07	自筹资金	1年
桃源大道延伸段工程	1.58	自筹资金	2年
小车队停车场改造工程	0.69	自筹资金	2年
肖桥货运停车场及城管(环卫)停车场工程	0.28	自筹资金	1年
北部空间桂乡大道储备地块还建点项目	1.20	自筹资金	3年
长安大道、淦河大道路面改造工程	0.57	自筹资金	1年
咸宁大道西延伸段道路工程	3.30	自筹资金	3年
潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目	11.65	自筹和外部融资	2年
合计	42.32	--	--

资料来源：公司提供

整体看，公司作为咸宁市最重要的基础设施建设投融资主体，承担的基础设施建设项目较多，在咸宁市城市建设和经济发展中具有重要地位；未来，公司基础设施建设项目投资计划大，存在一定的资本支出压力。

4. 建筑业务

公司建筑业务收入来自子公司南楚公司，主要包括全部公租房项目和其他工业及民用项目施工。

南楚公司建筑资质等级较高，截至2016年底，拥有一级建造师2名，二级建造师9名。资质方面，南楚公司目前已拥有中华人民共和国建设部颁发的房屋建筑工程施工总承包一级资

质、湖北省住房和城乡建设厅颁发的建筑装饰装修工程专业承包二级等多项资质。

南楚公司建筑业务主要采取自营模式，依托公司资源优势，通过公开招投标承接重大建设项目。该业务实施项目经理部制，项目中标后由项目经理对项目进行承包、建设，南楚公司与项目经理部签订内部协议，双方明确权益和利益。在项目施工过程中，南楚公司对各职能部门进行检查和监督。在项目竣工验收后，南楚公司对项目造价送审书进行复核盖章。项目审价结算完毕，在基本收齐除保修金以外的全部工程款项后，南楚公司依据内部协议规定进行分配。

南楚公司建筑业务类别主要分为公建和房建两大类，上述两种施工业务均采用相同的会计处理模式：

①在建造合同的结果能够可靠估计时，根据完工百分比法确认合同收入和合同费用。南楚公司按照累计实际发生的合同成本占合同预计总成本的比例确定合同完工进度。资产负债表日，按照合同总收入乘以完工进度扣除以前会计期间累计已确认收入后的金额，确认为当期合同收入；同时，按照合同预计总成本乘以完工进度扣除以前会计期间累计已确认费用后的金额，确认为当期合同费用；

②若建造合同的结果不能可靠估计，则合同成本能够收回的，合同收入根据能够收回的实际合同成本予以确认，合同成本在其发生的当期确认为合同费用；合同成本不可能收回的，在发生时立即确认为合同费用，不确认合同收入；合同预计总成本超过合同总收入的，南楚公司将预计损失确认为当期费用。

2014~2016年，建筑业务收入分别为0.87亿元、3.31亿元和1.76亿元，在主营业务收入中的占比较大；受其业务性质以及模式的影响，该板块毛利率处于较低水平，三年分别为6.28%、5.61%及5.51%。

近三年，南楚公司已建设完成宜园小区1~4号楼、咸宁市实验外国语学校工程、银泉名城、

社保小区、南苑小区等39个项目，总建筑面积88.70万平方米，总投资13.23亿元。

截至2016年底，南楚公司无在建建筑施工工程项目。

5. 房地产开发业务

商品房销售业务

公司房地产销售业务主要由子公司咸宁市安居工程开发有限公司（以下简称“安居公司”）负责，安居公司成立于1998年，具有房地产开发三级资质，于2011年纳入公司合并范围。

业务模式方面，公司商品房开发主要采取自主开发及委托开发模式为主。自主开发项目是由公司自主完成从土地的购买、房地产项目的自主开发建设、房屋最终销售的全链条模式。在业务经营过程中，公司通过严格控制工程建设各项成本费用支出，从而最大化提高利润空间。委托开发项目是通过公开招投标外包给符合资质要求的专业建筑施工公司进行施工，由项目实际投资人自主开发、自负盈亏，公司只收取开发管理费。目前，公司商品房项目以自主开发模式为主。

公司近年完成的商品房项目分别有社保小区一期、潭惠小区、长安花园一期、宜园小区等房地产项目，总开发规模达27.12万平方米，截至2016年底，已完成销售额5.10亿元；其中，潭惠小区已销售完毕，社保小区一期、长安花园一期以及宜园小区已接近销售尾声，分别完成销售95.00%、80.00%以及90.00%。

截至2016年底，公司在建商品房项目（详见表10）预计总投资2.64亿元，已投资1.76亿元。

公租房建设业务

公司公租房建设业务的主要承做主体仍为安居公司。

业务模式方面，安居公司通过投标获取项目，项目竣工结算后，5年内进行出租，第

5年开始可进行销售。

公租房建设资金来源主要为中央财政投资补助、地方政府配套投资和银行贷款。公租房的租金及停车位租金标准按照附近相同规模住房租金标准为参照，根据咸宁市房屋租金整体标准及项目建设利息、维护费用等因素，公租房租金为6元/平方米，停车位为100元/月。承租人在租赁5年期满后，可选择申请购买居住的公共租赁住房，公共租赁住房出售价格以综合造价为基准，具体价格由市物价部门会同市住房保障、市财政等部门研究确定，定期向社会公布。另外公租房项目中还有部分配套公共设施，其中80%左右为商业设施可供出售，能够为未来资金回收提供保障。

会计处理方面，公司每年根据项目进度确认项目建设成本，计入“存货-开发成本”，现金流量表中体现在“购买商品、接受劳务支付的现金”；待项目达到可使用状态时结转至“存货-开发成本”。公租房在出租后，公司根据合同金额确认收入，并计入“营业收入-房屋出租”。公租房在实际外售时，根据合同金额确认收入，并计入“营业收入-房地产销售”，同时将成本结转至“营业成本-房地产销售”；收到房款后，冲减“应收账款”，相应现金流计入“销售商品、提供劳务收到的现金”。

公司近年完成的公租房项目为长安花苑二期和南苑小区公租房2个项目，建筑面积16.25万平方米，共计约1190套，总投资1.62亿元。

截至2016年底，公司在建房公租房项目（详见表10）预计总投资52.10亿元，已投资26.68亿元，尚需投资25.42亿元。

其中，2014年咸宁市第一批棚户区改造项目建设总投资14.39亿元，建设期为2014年10月至2017年9月，共拆迁472689m²，还建656403m²，出让还建剩余土地615.94亩；截至2016年底已完成投资9.32亿元。根据《咸宁

市人大常委会关于批准市人民政府将咸宁市2014年第一批棚户区改造项目委托代建资金列入本级财政预算的决议》，咸宁市第四届人民代表大会常务委员会第二十一次会议审议并批准将该项目委托代建资金16.31亿元分年度列入市本级财政预算。

咸宁市2015年第一批棚改项目分为三个片区：甘鲁村片区、职教园片区及龙潭村片区。项目总投资19.04亿元，涉及拆迁居民总户数5230户，拆迁总建筑面积516452 m²，还建总建筑面积483200m²。建设期限3年，工程施工时间确定为2015年10月~2018年9月。截至2016年底已完成投资5.18亿元。根据《咸宁市人大常委会关于批准市人民政府将咸宁市2015年第一批棚户区改造项目委托代建资金列入本级财政预算的决议》，咸宁市第四届人民代表大会常务委员会第二十八次会议审议并批准将该项目委托代建资金分年度列入市本级财政预算。

咸宁市2015年第二批棚改项目分为四个片区：老财贸片区、原市水利局片区、中心花坛片区及余佐村片区。项目总投资5.70亿元，涉及拆迁居民总户数1199户，拆迁总建筑面积14084 m²，全部采用货币化补偿的方式进行安置，可供出让用地面积362.6亩。项目建设期3年，工程施工时间确定为2015年11月~2018年10月。截至2016年底已完成投资0.84亿元。根据《咸宁市人大常委会关于批准市人民政府将咸宁市2015年第二批棚户区改造项目委托代建资金列入本级财政预算的决议》，咸宁市第四届人民代表大会常务委员会第三十次会议审议并批准将该项目委托代建资金分年度列入市本级财政预算。

农民集中住房建设项目将泉塘村五组和温泉村六组的全部土地面积征用，用于农民集中居住住宅建设项目用地。集中居住区总建筑面积142350 m²，共7栋建筑，包括居民住宅楼5栋（29层），公共建筑2栋；该项目总投资5.04亿元，截至2016年底完成投资4.95

亿元。

表 10 截至 2016 年底公司主要在建房地产项目明细
(单位：亿元)

类型	项目名称	拟投资	截至 2016 年底已投资	未来投资计划
公租房	公租房项目	7.93	6.39	1.54
公租房	2014 年咸宁市第一批棚户区改造项目	14.39	9.32	5.07
公租房	2015 年咸宁市第一批棚户区改造项目	19.04	5.18	13.86
公租房	2015 年咸宁市第二批棚户区改造项目	5.70	0.84	4.86
公租房	农民集中居住住宅建设项目	5.04	4.95	0.09
小计		52.10	26.68	25.42
商品房	南苑小区	1.19	0.72	0.47
商品房	温中、实小教师项目	0.54	0.34	0.20
商品房	南苑二期	0.46	0.25	0.21
商品房	星辰小区	0.45	0.45	--
小计		2.64	1.76	0.88
合计		54.74	28.44	26.30

资料来源：公司提供

注：公租房项目拟投资额为初始设定，建设中根据实际情况调整投资额，表中公租房项目投资额将有所调整。

整体看，安居公司房地产销售收入规模不大。2014~2016年，公司实现房地产销售收入分别为0.27亿元、0.06亿元和0.15亿元。

6. 其余主营业务

房屋租赁业务

房屋租赁业务收入主要来自公司可出租门面、公租房、办公楼及停车场等资产的出租。其中，可出租门面均为公司自行购入，购入金额为2152.48万元。

截至2016年底，公司拥有可出租门面147户，已出租141户，出租率达96%，平均租金为2400元/户·月；拥有可出租公租房1190户，已出租792户，出租率为66%，平均租金为29.76元/平方米；拥有可出租办公楼7栋，均已出租，平均租金为261495.77元/栋。

2016 年，公司实现该板块业务收入 611.78 万元，毛利率为 74.96%。

出租车业务

出租车业务主要由子公司城顺汽车公司

运营，截至2016年底，城顺汽车公司拥有自有出租车164辆，以外包方式运营，城顺汽车公司每月收取一定租金（4440元/月*辆）；拥有挂靠车辆12辆，城顺汽车公司每月收取一定的挂靠费（390元/月*辆）。

表 11 2014~2016 年出租车业务情况
(单位: 台、元/月*辆)

类型	2014 年	2015 年	2016 年
自有车辆	144	152	164
挂靠车辆	32	24	12
出租费	4000	4440	4440
挂靠费	180	390	390

资料来源：公司提供

公司出租车收入规模较小，近三年分别为729.48万元、768.01万元和905.90万元。

广告业务

公司广告业务主要由子公司咸宁市城市广告发展有限公司运营，该公司收入包括广告牌的出租费，以及拍卖费（每三年进行一次广告牌拍卖）。整体看，广告收入规模不大，2014~2016年，广告公司分别实现收入136.57万元、229.73万元和150.92万元。

7. 未来规划

未来，公司进一步创新土地经营方式，着力提高土地经营效益。公司将继续以土地经营为核心，加大土地储备力度，为城市建设及平台的可持续发展打下基础；同时加强管理土地资产，不断创新土地经营方式，提高土地经济收益，利用土地储备公司和安居公司参与土地二级市场开发，进一步提升土地经营效益。

进一步扩大城市公共资源经营范围，挖掘经营潜力。充分开发、整合城市户外广告资源，逐步垄断全市户外广告经营权，推动户外广告统一规划、统一管理、统一经营，做大做强广告公司；同时，将城市公共资源经营努力延伸到地下综合管网、地热水经营等领域。

加强子公司建设，着力推进平台的市场化经营。利用政府拥有的资源，继续扩增平台控

股的经营性子公司，建立健全对子公司的管控模式。积极进行产业板块布局，全面进入土地置业、空间资源开发、公共资源经营、金融投资等领域，全力推进平台市场化经营和集团化运作。

八、财务分析

1. 财务质量与财务概况

公司提供了2013~2015年度三年连审及2016年合并财务报告，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对以上财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

合并范围变化方面，截至2016年底，公司合并范围子公司共7家。2015年，公司新成立一家子公司宏业公司，另因担保公司于2015年引进新股东，并增加注册资本至60000万元，公司对其持股比例由100%变为25%，因此2015年度未将其纳入合并范围。2016年，公司合并范围无变化。整体看，公司合并报表范围变化对财务报表可比性影响较小。

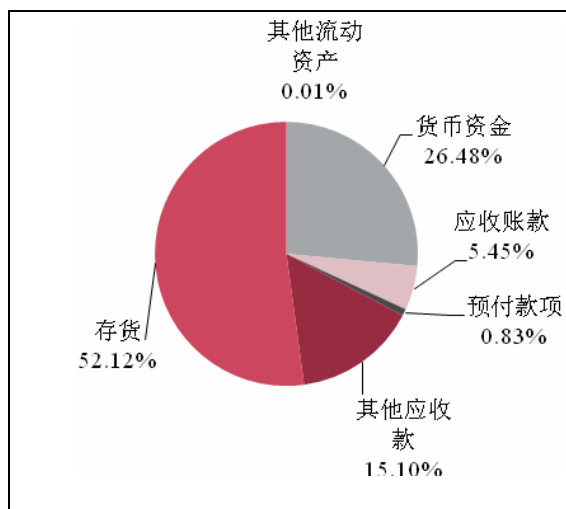
截至2016年底，公司合并资产总额194.62亿元，所有者权益88.87亿元（其中，少数股东权益7.25亿元）；2016年，公司实现营业收入11.19亿元，利润总额1.23亿元。

2. 资产构成

2014~2016 年，公司资产规模快速增长，年均增长 20.24%，2016 年底为 194.62 亿元，同比上升 23.98%。从资产构成上看，公司资产总额中流动资产占比 73.43%，非流动资产占比 26.57%，公司资产以流动资产为主。

2014~2016 年，公司流动资产增长较快，年均增长 33.90%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 142.91 亿元，同比增长 40.77%，主要来自货币资金及存货的增长。从构成上看，公司流动资产以货币资金（占 26.48%）、应收账款（占 5.45%）、其他应收款（占 15.10%）、存货（占 52.12%）为主。

图1 2016年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

注：图中数据取近似值，因此总和不等于100.00%

2014~2016年，受公司融资力度加大的影响，货币资金快速增长，年均增长77.49%。截至2016年底，公司货币资金为37.85亿元，同比上升93.63%，主要由银行存款及库存现金构成。截至2016年底，公司货币资金中无受限资金。

2014~2016年，公司应收账款波动增长，年均复合增长40.49%。截至2016年底，公司应收账款账面余额7.93亿元，同比上升241.81%，主要系公司于2016年开始确认代建业务收入，导致2016年对咸宁市财政局的代建项目应收款增加3.00亿元；计提坏账准备0.14亿元，计提比例1.77%。从账龄来看，1年以内的占74.98%、1~2年的占16.78%、2~3年的占5.48%、3年以上的占2.75%。总体看，公司应收账款账龄较短，前5名集中度高，考虑到主要欠款对象为咸宁市财政局，发生坏账损失的可能性较低，回收风险较小。

表12 2016年底应收账款前5名（单位：亿元、%）

欠款方	金额	占比
咸宁市财政局	7.40	93.35
法院明镜嘉园	0.17	2.15
市旅游新城游客集散中心工程-吴九龙	0.06	0.72
咸宁实验外国语学校工程	0.04	0.48
社保小区房款	0.03	0.39
合计	7.70	97.09

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司其他应收款波动增长，年均增长18.42%。截至2016年底，其他应收款账面余额为22.55亿元，同比上升55.34%，主要系往来款的增加；计提坏账准备0.96亿元，计提比例为4.26%，计提比例高。从账龄来看，1年以内的占62.03%、1~2年的占9.53%、2~3年的占5.63%、3年以上的占22.80%，账龄较短。公司其他应收款前五名集中度低，占其他应收款总额的27.35%。整体看，公司其他应收款规模较大，对资金占用较高，对整体资产的流动性的影响较大。

表13 截至2016年底公司其他应收款前5名

（单位：亿元、%）

欠款方	欠款性质	金额	占比
咸宁市资金管理中心	往来款	2.32	10.30
湖北咸宁温泉生态旅游新城管理委员会	往来款	1.31	5.81
咸宁市职业教育投资发展有限公司	往来款	0.91	4.06
市潜山森林公园工程建设指挥部	往来款	0.85	3.78
桂花中路道路工程建设指挥部	往来款	0.77	3.41
合计	--	6.17	27.35

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司存货快速增长，年均增长28.47%。截至2016年底，存货为74.49亿元，同比增长17.06%，主要系土地资产和开发成本的增加所致。公司存货主要包括土地账面价值49.35亿元、开发产品0.34亿元、开发成本24.80亿元，其中开发成本占33.29%，主要是南苑小区、星辰小区、南苑公租房、南苑二期等项目的开发成本；公司未对存货计提跌价准备。截至2016年底，存货中用于抵押的土地使用权价值25.68亿元，在存货中的占比为34.47%，抵押比率较高。

2014~2016年，公司非流动资产波动下降，年均下降2.96%。截至2016年底，公司非流动资产51.71亿元，同比下降6.76%，主要由在建工程（占36.63%）、其他非流动资产（占31.72%）和可供出售金融资产（占19.41%）构成。

近三年，公司可供出售金融资产波动下降，年复合下降2.08%。截至2015年底为9.84亿元，同比下降6.02%，主要系原子公司咸宁市国有资

产经营有限公司（以下简称“国资公司”）的剥离，导致公司不再持有国资公司名下的湖北省联合发展投资有限公司以及湖北恒丰纸业有限公司的股权所致；截至2016年底为10.04亿元，同比增长2.03%，主要系公司新增对湖北省梓山湖生态新城投资有限公司的投资所致。

2014~2016年，公司长期股权投资快速增长，2015年底为1.42亿元，较2014年底增加1.35亿元，主要系公司对咸宁市担保集团有限责任公司（以下简称“担保公司”）的持股比例减少，导致担保公司由子公司中移除，而计入长期股权投资所致；2016年为1.55亿元，同比上升9.46%，主要系公司追加对咸宁华润城投燃气有限公司的投资所致。

2014~2016年，公司固定资产波动增长，年复合增长率为1.72%。截至2016年底，固定资产原值6.74亿元，累计计提折旧2.14亿元。其中，房屋建筑物占97.75%，其余为少量办公设备和运输工具等。截至2016年底，公司房屋建筑物中产权证号为京房权证朝字第781205、781206、781207号，咸宁房产证温泉字第00044779、00044780号的房产所有权（合计1.42亿元）用于抵押贷款。

近三年，公司在建工程持续下降，年复合下降30.33%，主要系根据公司与咸宁市政府签订的《综合开发协议》，近两年均有在建工程转至存货以及其他非流动资产所致。截至2016年底为18.94亿元，同比下降12.44%，主要为城市基础设施建设和房屋建筑物工程项目；其中，城市基础设施建设占66.90%，房屋建筑物占33.10%。

近三年，公司其他非流动资产波动增长，截至2016年底为16.40亿元，主要由工程项目构成；同比下降5.25%，主要系部分工程项目已结转至营业成本所致。

受限资产方面，截至2016年底，公司受限资产合计27.10亿元，均用于民生银行、国家开发银行、农业发展银行、湖北银行及咸宁农村商业银行的抵、质押贷款；其占公司资产总额

的比例为13.92%。

总体来看，公司资产规模快速增长，资产中以土地为主的存货、其他应收款及以城市基础设施与房屋建筑物为主的在建工程占比大，资产流动性一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益（包含少数股东权益）快速增长，年均复合增长38.59%。截至2016年底为88.87亿元，同比上升29.65%，主要来自资本公积及少数股东权益的增长。

截至2015年底，公司资本公积为50.05亿元，较2014年上升20.22亿元，主要系国资委对公司资产划拨（9.68亿元）政策、国开发展基金有限公司向公司注资1.00亿元用于2015年第一批棚户区改造项目以及财政局将公司与其形成的9.94亿元借款转至资本公积所致。截至2016年底，公司资本公积为62.27亿元，同比增长24.42%，主要系①根据咸宁市财政局于2017年4月28日下发的《关于确认资本公积的函》，公司将截至2016年底未偿还咸宁市财政局的市财政借款余额10.65亿元（原计入“长期应付款-财政局”）作为咸宁市政府对公司的资本公积拨入；②根据《国开发展基金投资合同》，国开发展基金有限公司于2016年分两次向公司增资（合计1.60亿元）用于湖北省咸宁市2014年第一批棚户区改造项目及湖北省咸宁市2015年第二批棚户区改造项目的建设，由于截至2016年底公司尚未完成相关工商变更手续，因此计入资本公积所致。

截至2016年底，公司少数股东权益为7.25亿元，较上年底增加6.76亿元，主要系子公司宏业公司、香泉建投及资产公司均获得中国农业发展银行重点基金的增资所致。

截至2016年底，公司实收资本、资本公积、未分配利润、盈余公积和少数股东权益在所有者权益中分别占10.91%、70.07%、9.60%、1.26%和8.16%，所有者权益稳定性良好。

总体看，公司所有者权益中实收资本与资本公积合计占比高，所有者权益稳定性较好。

负债

2014~2016年，公司负债总额年均增长9.40%，2016年底为105.75亿元，同比增长19.58%，其中流动负债和非流动负债分别占53.59%和46.41%，负债结构不尽合理。

流动负债方面，2014~2016年，公司流动负债波动下降，年复合下降2.74%，2016年底为56.67亿元，同比上升12.34%，主要由应付账款（占16.81%）、预收账款（占12.97%）、其他应付款（占57.84%）和一年内到期的非流动负债（占10.34%）构成。

2014~2016年，公司短期借款波动增长，年复合增长9.35%。截至2016年底，公司短期借款为0.55亿元，同比上升33.82%，主要由质押借款（占90.91%）和保证借款（占9.09%）构成。

2014~2016年，公司预收款项波动下降，年均复合下降12.43%，2016年底为7.35亿元，同比上升3.59%，主要为预收土地出让返还款。

2014~2016年，受公司业务逐渐扩张的影响，公司应付账款持续增长，年复合增长率为8.62%。截至2016年底，公司应付账款为9.52亿元，同比增长2.98%，主要为公司预收土地出让返还款所对应的土地整理成本。从账龄看，1年以内的占8.51%、1~2年以内的占8.21%、2~3年以内的占4.29%、3年以上的占79.00%，整体账龄较长。

2014~2016年，公司其他应付款波动下降，年均下降4.39%。截至2016年底，其他应付款为32.78亿元，主要为应付各工程项目建设处、指挥部以及应付相关政府机关的往来款；同比上升21.89%，主要系上述往来款的增加所致。从账龄看，1年以内的占73.04%、1~2年以内的占9.58%、2~3年以内的占3.22%、3年以上占14.16%，整体账龄较短。截至2016年底，其他应付款前五名单位合计占总额34.10%，集中度较为分散。

表 14 截至 2016 年底公司其他应付款前 5 名

（单位：亿元、%）

公司名称	款项内容	金额	占比
咸宁市市政工程建设处	往来款	5.40	16.47
咸宁市财政局	往来款	2.56	7.81
咸宁市咸安区温泉街道办事处	往来款	1.20	3.65
银广厦集团有限公司	往来款	1.15	3.51
咸宁市碧云园林绿化有限责任公司	往来款	0.87	2.66
合计	--	11.18	34.10

资料来源：公司审计报告

2014~2016年，公司一年内到期的非流动负债波动上升，年复合增长14.50%，2016年底为5.86亿元，同比下降0.38%，主要系公司一年内到期的长期借款减少所致。从构成上看，一年内到期的长期借款占42.18%、一年内到期的应付债券占25.60%和一年内到期的长期应付款占32.22%。

非流动负债方面，2014~2016年，公司非流动负债快速增长，年复合增长率为31.35%。截至2016年底，公司非流动负债为49.08亿元，同比上升29.20%，主要由长期借款（占50.97%）、应付债券（占3.06%）、长期应付款（占30.80%）和专项应付款（占15.17%）构成。

2014~2016年，公司长期借款快速上升，年复合增长率为20.99%。截至2016年底，公司长期借款为25.02亿元，同比上升21.14%，主要由质押借款（占46.02%）、抵押借款（占19.61%）和质押与保证借款（占29.98%）构成。

截至2016年，公司应付债券为1.50亿元，为2012年发行的“12咸宁城投债/PR咸宁投”，债券期限6年，每年付息，自第三年起平均还本（即1.50亿元）。截至2016年底，该期债券余额3.00亿元，其中1.50亿元已调整至一年内到期的非流动负债。

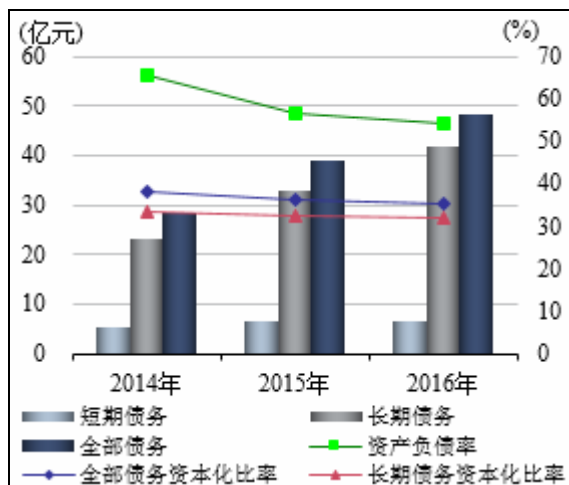
2014~2016年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长216.99%。截至2016年底，公司长期应付款为15.12亿元，主要为融资租赁款及咸宁市政府债务置换款；同比上升67.57%，主要系2016年，公司获得的咸宁市政府债务置换款项增加所致。由于公司长期应付款属于有息债

务，本报告已将此科目计入长期债务核算。

2014~2016年，公司专项应付款波动增长，年复合增长率为17.94%。截至2016年底，公司专项应付款为7.45亿元，同比增长40.08%，主要为收到的公租房建设补贴资金，该资金将随着公租房工程的完工而结转，实际无支付压力。

有息债务方面，2014~2016年，公司调整后全部债务快速上升，年均复合增长30.01%，2016年底为48.04亿元，同比增长23.30%。公司调整后全部债务中短期债务占13.34%，调整后长期债务占86.66%，公司债务结构合理。

图2 2014~2016年底公司债务负担情况



资料来源：根据公司审计报告整理

债务指标方面，近三年，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均持续下降，三年平均值分别为57.19%、36.03%和32.29%；2016年底分别为54.34%、35.09%和31.90%，均低于三年平均值。总体看，公司债务负担小幅下降。

总体看，随着近年公司各项目的持续推进，公司负债规模持续扩大，负债结构以流动负债为主，有息债务快速增长，但受益于所有者权益的快速上升，公司债务负担有所减轻。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入快速增长，年均增长70.22%。2016年，公司实现营业收入11.19亿元，同比增长44.44%，主要系公司于

2016年确认基础设施代建业务收入所致。同期，公司营业成本为8.68亿元，同比增长73.33%，增速高于收入的增幅。

2014~2016年，公司期间费用快速增长，年复合增长率为34.56%。2016年，公司期间费用为1.05亿元，同比增长70.69%，主要系折旧费用及利息支出的增长导致管理费用及财务费用的上升所致。2016年，公司期间费用率为9.39%，较2015年上升1.45个百分点。整体看，公司期间费用控制能力有所下滑。

2014~2016年，公司利润总额分别为1.10亿元、2.26亿元和1.23亿元；2014~2015年，公司分别获得政府补助165.00万元和7592.00万元，2016年末获得政府补助。政府补助对公司利润总额的贡献低。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率持续下降，2016年为21.49%，较上年减少6.93个百分点；总资本收益率及净资产收益率波动下降，2016年分别为1.19%和1.34%，主要系公司净利润下降的同时所有者权益快速增长所致。公司整体盈利能力有待提升。

整体看，公司收入规模快速增长，整体盈利能力有待增强。未来随着土地出让的持续推进、经营性投资项目陆续完工，公司未来收入规模和利润水平有望得到改善。

5. 现金流

从经营活动看，2014~2016年，公司经营活动产生的现金流入量分别为22.51亿元、32.98亿元和23.86亿元。近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动下降，年复合下降率为27.61%，2016年为5.92亿元，同比增长38.61%。2014~2016年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为11.21亿元、28.72亿元和17.95亿元；其中，2016年占比较大的主要为收到的往来款16.79亿元。近三年，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长18.95%，2016年为29.32亿元，同比上升136.53%。其中，2016年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为

19.26亿元，较上年增加15.73亿元；支付其他与经营活动有关的现金为8.23亿元，其中金额较大的主要为退保证金1.00亿元和支付的往来款6.58亿元。2014~2016年，经营活动现金流量净额分别为1.78亿元、20.59亿元和-5.46亿元。2014~2016年，公司现金收入比分别为292.56%、55.13%和52.91%，公司现金收入实现质量较差。

投资活动方面，公司投资活动产生的现金流入量较小；2014~2016年，投资活动的现金流出分别为4.86亿元、17.69亿元和1.16亿元，主要表现为购建固定资产、无形资产等支付的现金，其中2015年支出较大系公司加大基础设施建设项目及土地整理项目的投入所致。2014~2016年，受投资活动现金流出规模较大影响，投资活动现金流量净额均为负，分别为-4.86亿元、-17.68亿元和-1.13亿元。

筹资活动方面，近三年，公司筹资活动现金流入量分别为20.90亿元、10.28亿元和34.53亿元；其中，2016年主要为吸收投资收到的现金19.56亿元（收到政府债务置换资金10.65亿元及中国农业发展银行重点基金对子公司宏业公司、资产公司及香泉建投的投资款）及取得借款收到的现金14.95亿元。2014~2016年，公司筹资活动现金流出分别为10.74亿元、4.47亿元和9.64亿元；2016年主要为偿还债务支付的现金9.20亿元。2014~2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为10.16亿元、5.81亿元和24.89亿元。

总体看，近年来，公司经营活动净现金流受往来款收支波动的影响较大；未来随着公司主营业务的逐步推进，公司仍存在一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2014~2016年，公司流动比率及速动比率均快速上升，三年加权平均值分别为213.08%和94.45%，2016年底，公司流动比率和速动比率分别为252.18%和120.74%，较2015年底分别上升50.93个百分点

和45.63个百分点。2014~2016年，公司经营现金流动负债比分别为2.98%、40.81%和-9.63%，指标显示公司短期偿债能力较弱。但考虑到公司短期债务规模较小，且现金类资产较为充足，实际短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司EBITDA分别为1.51亿元、2.45亿元和2.10亿元，调整后全部债务/EBITDA分别为18.77倍、15.87倍和22.89倍，指标反映公司EBITDA对调整后全部债务的保障能力弱。考虑到公司作为咸宁市城区内基础设施建设唯一的投融资主体，咸宁市政府对公司各方面的支持力度较大，综合来看，公司整体偿债能力尚可。

或有负债方面，截至2016年底，公司合并口径对外提供担保7.80亿元，担保比率8.78%，全部为对咸宁市土地收购储备中心提供的担保（包括信用担保和抵押担保）。整体看，公司或有负债风险较小。

表 15 截至 2016 年底公司对外担保情况

（单位：万元）

被担保方	余额	担保到期日
咸宁市土地收购储备中心	18000	2018/02/13
咸宁市土地收购储备中心	30000	2019/12/19
咸宁市土地收购储备中心	12000	2019/04/27
咸宁市土地收购储备中心	6000	2019/04/27
咸宁市土地收购储备中心	12000	2019/04/27
合计	78000	--

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司共获得各家银行授信总额96.42亿元，已使用金额55.78亿元，尚未使用额度为40.64亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心企业信用报告，截至2017年7月4日，公司未结清关注类贷款10笔，已结清关注类贷款18笔。根据咸宁农村商业银行于2017年6月29日出具的说明，公司于2017年1月5日及2017年5月5日办理的银团贷款中，共6笔贷款被列为关注类贷款，主要是咸

宁农村商业银行的五级分类所致，实际上述贷款均能按时结息。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2017年4月11日出具的《关于咸宁市城市建设投资开发有限公司贷款项目资产质量分类情况的说明》，截至2017年4月7日，公司作为借款人于国开行湖北分行共有22笔关注类贷款，上述贷款被列为关注类贷款系国家开发银行资产质量分类执行标准较为严格所致，上述贷款还本付息情况均正常。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及咸宁市区域经济及财力状况、咸宁市政府对于公司的各项支持的综合判断，公司整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券计划发行13.50亿元，占2016年底公司调整后长期债务、调整后全部债务和负债总额的比重分别为32.43%、28.10%和12.77%。本期债券的发行对公司现有债务的影响较大。

截至2016年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为54.34%、35.09%和31.90%；本期债券发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至57.30%、40.91%和38.28%，公司债务负担将加重，但仍处于可控范围内。

2. 本期债券偿还能力分析

2014~2016年，公司EBITDA值分别为1.51亿元、2.45亿元和2.10亿元，为本期债券拟发行额度的0.11倍、0.18倍和0.16倍，EBITDA值对本期债券覆盖程度弱。

2014~2016年，公司经营活动的现金流入量分别为22.51亿元、32.98亿元和23.86亿元，分

别为本期债券发行额度的1.67倍、2.44倍和1.77倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般；2014~2016年，公司经营活动现金流量净额分别为1.78亿元、20.59亿元和-5.46亿元，分别为本期债券发行额度的0.13倍、1.53倍和-0.40倍；公司经营活动现金流量净额对本期债券保障能力弱。

假设本期债券于2017年成功发行，并且公司于第3个计息年度末至第10个计息年度末每年偿还本金的10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15%，则公司未来单年最大偿付本金额度为2.03亿元。

2014~2016年，公司EBITDA分别为上述最大偿付额度（2.03亿元）的0.75倍、1.21倍和1.03倍；经营活动流入量分别为上述最大偿付额度（2.03亿元）的11.09倍、16.25倍和11.76倍；经营活动现金净流量对上述最大偿付额度的保障倍数分别为0.88倍、10.14倍和-2.69倍。

总体看，公司EBITDA对本期债券覆盖程度弱，对未来最大偿付本金额度的覆盖程度一般；经营活动产生的现金流入量对本期债券覆盖程度一般，对未来最大偿付本金额度的覆盖程度高。本期债券的分期偿付条款可有效的缓解公司集中偿付压力。

3. 偿债资金来源

根据《潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目可行性研究报告》，本期债券本金偿付来源主要为募投项目经营收入。

项目未来门票预测算

依据《可行性研究报告》，本期债券募投项目拟将咸宁市潜山国家森林公园景区逐步提升到AAAAA级景区，则本项目运营期前3年拟参照咸宁市AAAA级景区的收费标准计算门票收入，第4年开始拟参照湖北省内AAAAA级景区的收费标准计算门票收入；根据咸宁市已有的AAAA级景区门票价格进行推测，本期债券募投项目在运营期前3年（2019~2021年）的门票价格拟定为100元/人次，随着生态景观效

果的逐步到位，本期债券募投项目运营期后 5 年（2022~2026 年）的门票价格将参照湖北省国家 AAAA 级风景区的门票收费标准，暂定为 120 元/人次。

项目未来旅游接待情况预测算

依据《可行性研究报告》，根据近几年咸宁市旅游发展情况，结合国内同类型森林公园的发展经验，以 2015 年 60 万人次的旅游规模为基数，按照前 3 年递增率 15%，后 5 年递增率 12%进行游客规模预测。

2018 年旅游规模： $60 \times (1+15\%)^3 = 91.25$ (万人)

2022 年旅游规模： $91 \times (1+12\%)^4 = 140.00$ (万人)

表 16 募投项目运营期旅游接待情况预测表

(单位：万人次)

年份	2018	2019	2020	2021
旅游人次	91	102	114	128
年份	2022	2023	2024	2025
旅游人次	140	140	140	140

资料来源：《潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目可行性研究报告》

预计 2022 年达到饱和，可以推算出 2016 年至 2026 年本项目旅游开发区域旅游接待的游客量情况如表 16。

项目未来补贴收入

根据咸宁市人大常委会于 2016 年 10 月 20 日出具的《关于批准市人民政府将给予咸宁市城市建设投资开发有限公司潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目的财政补贴列入本级财政预算的决议》（简称“《决议》”），批准市人民政府将给予咸宁市城市建设投资开发有限公司潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目的财政补贴列入本级财政预算。具体补贴年限及金额安排为：2019~2026 年，每年给公司补贴 8000.00 万元，共计 64000.00 万元。

经测算，以上建设项目的税前及税后投资回收期分别为 8.69 年和 9.15 年；税前及税后内部收益率分别为 10.22%和 8.09%。

项目未来现金流量测算以及对本期债券本金覆盖分析

根据上述《可行性研究报告》，本期募投项目经营现金流预测表编制如下：

表 17 本期债券募投项目未来现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	建设期		经营期							
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
经营性现金流入	180268.51	0.00	0.00	17540.00	18684.80	19966.98	23221.99	24135.31	25103.43	25808.00	25808.00
营业收入	109687.28	0.00	0.00	9000.00	10080.00	11289.60	14360.37	15221.99	16135.31	16800.00	16800.00
增值税销项税额	6581.24	0.00	0.00	540.00	604.80	677.38	861.62	913.32	968.12	1008.00	1008.00
补贴收入	64000.00	0.00	0.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00	8000.00
经营性现金流出	63979.34	0.00	0.00	4987.11	5671.02	6424.85	8182.78	8748.88	9597.29	10107.76	10259.64
经营成本	40009.78	0.00	0.00	3587.95	3911.95	4274.83	5196.06	5454.55	5728.54	5927.95	5927.95
营业税金及附加	658.12	0.00	0.00	54.00	60.48	67.74	86.16	91.33	96.81	100.80	100.80
增值税	6581.24	0.00	0.00	540.00	604.80	677.38	861.62	913.32	968.12	1008.00	1008.00
所得税	16730.20	0.00	0.00	805.16	1093.79	1404.91	2038.94	2289.68	2803.81	3071.01	3222.89
经营活动现金流量净额	116289.17	0.00	0.00	12552.89	13013.78	13542.12	15039.21	15386.43	15506.14	15700.24	15548.36

资料来源：联合资信根据《潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目可行性研究报告》整理

注：处于谨慎原则，在测算“营业收入”时，游客量的取值略低于表 16 中的测算数（游客量于 2022 年达到饱和）

本期债券还本付息的资金主要来源是潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目的经营收入，主要为景区门票收入。募投项目预期收益规模受项目所在地区旅游业景气程度影

响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

假设本期债券于 2017 年成功发行，则存续期为 2017~2027 年；由于《可行性研究报告》未对本期募投项目 2027 年的现金流进行预测，

因此，下表中对于 2027 年的现金流入量以及现金流量净额的预测为联合资信根据募投项目整体情况预测，预测依据为：

a) 根据《决议》，2027 年，本期募投项目将不再收到政府补贴。同时，基于《可行性研究报告》，本项目旅游开发区旅游接待人数于 2022 年达到饱和（140 万人次/年），假设 2027 年，湖北省国家 AAAAA 级风景区的门票收费标准仍为 120 元/人次，则 2027 年营业收入为 16800 万元；假设 2027 年增值税销项税额与 2026 年一致，则当年经营性现金流入量为 17808 万元；

b) 假设 2027 年的经营成本、营业税金及附加、增值税以及所得税均与 2026 年的数据相同，则 2027 年现金流量净额为 7548.36 万元。

表18 项目预测现金流对本期债券中用于募投项目建设部分本金的覆盖情况
(单位：亿元、倍)

年份	偿还用于募投项目建设部分本金及利息	现金流入量偿还倍数	现金流量净额偿还倍数
2018	1.08	--	--
2019	1.08	1.62	1.17
2020	1.89	0.99	0.69
2021	1.78	1.12	0.76
2022	1.67	1.39	0.90
2023	1.57	1.54	0.98
2024	1.86	1.35	0.83
2025	1.70	1.52	0.92
2026	1.54	1.68	1.01
2027	1.38	1.29	0.54
合计	15.55	1.27	0.80

资料来源：联合资信整理

注：1.假设本期债券于 2017 年成功发行，则 2018 年为第一个计息年度；

2.现金流入量、现金流量净额数据取自表 17；

3.利率以 8.00%测算。

本期债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目未来现金流量预测表测算，本期债券发行期间（2018~2027年）项目累计产生现金流入量和现金流量净额分别为19.80亿元和12.37亿元，对本期债券的利息以及用于募投项目建设部分的本金总额（15.55亿元）的偿

还倍数分别是1.27倍和0.80倍。

本期募投项目累计产生的经营性现金流入量可以覆盖本期债券本息的偿还。但募投项目的总收益水平受到旅游行业及当地经济的景气程度影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

本期债券存续期内现金流分期保障分析

本期募投项目于2019年起产生现金流入，本期债券偿还本金的资金主要来源为项目自身收入。根据表18，募投项目现金流入量对本期债券本金的覆盖倍数介于0.99倍~1.68倍之间，现金流量净额对本期债券本息合计的覆盖倍数介于0.54倍~1.17倍之间。除2020年以外，募投项目现金流入量对本期债券本金的分期偿还覆盖倍数较好。

总体上，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。在项目经营期，本期债券募投项目的收益与本期债券本息的支付存在一定不匹配性。

4. 债权保护条款分析

账户及资金监管

公司分别与湖北省咸宁农村商业银行股份有限公司（以下简称“咸宁农商行”）以及中国建设银行股份有限公司咸宁岔路口支行（以下简称“建行岔路口支行”）签署《2016年咸宁市城市建设投资开发有限公司公司债券资金账户开立和监管协议》（以下简称“《监管协议》”），公司在咸宁农商行以及建行岔路口支行同时开立募集资金专项账户（以下简称“募集专户”），用于管理募集资金，确保募集资金专项用于本期债券《募集说明书》约定的募集资金投向或经依法变更后的项目；并开立偿债资金专项账户（以下简称“偿债专户”），用于管理偿债资金。

根据公司与上述两家银行签署《2016年咸宁市城市建设投资开发有限公司公司债券资金账户开立和监管协议之补充协议（三方）》（以下简称“《补充协议》”），公司将本期债券

用于募投项目部分的募集资金存储于在咸宁农商行开立的募集专户中，将用于补充营运资金部分的募集资金存储于在建行岔路口支行开立的募集专户中；并在咸宁农商行开立唯一的偿债专户，用于本期债券还本付息。

按照《监管协议》以及《补充协议》的约定，公司应在本期债券发行之后的一个月内在咸宁农商行开设唯一的偿债专户，并按本期债券《募集说明书》和协议的约定按时足额将偿债资金存入偿债专户。在本期债券还本付息日（T日）前10个工作日（即T-10日），如账户监管人确认偿债专户内的资金足够支付当期债券本息，则于当日向公司报告；如在T-10日偿债资金专户内没有足够的资金用于支付当期债券本息，账户监管人盈余当日通知公司要求补足。

债权人代理人

为明确公司、债券持有人及债券代理人之间的权利以为，保障本期债券持有人的利益，协助本期债券的顺利发行和兑付，公司聘请湖北咸宁农村商业银行股份有限公司（以下简称“咸宁农商行”或“债权人代理人”）作为本期债券的全体债券持有人的债权人代理人；并与其签订《2016年咸宁市城市建设投资开发有限公司公司债券债权代理协议》（以下简称“《债权代理协议》”）。

根据《债权代理协议》，公司应依据法律、行政法规和募集说明书的规定享有各项权利、承担各项义务，按期支付本次企业债的本息；在债券存续期内，依法履行持续信息披露义务；如果发生以下任何事件，公司应及时通知债券代理人：a) 公司按照本期债券募集说明书规定，并根据与本期债券登记托管机构的约定将到期的本期债券利息/本金按时足额划入登记托管机构制定的账户；b) 公司未按照或预计不能按照本期债券募集说明书的规定按时、足额支付本期债券利息和/或本金；c) 公司发生或预计将发生超过1会计年度经审计的净资产总额10%以上的重大损失；d) 公司发生减资、合并、

分立、解散或进入破产程序；e) 公司发生标的金额超过上一会计年度经审计的净资产总额10%以上的重大仲裁、诉讼或收到重大行政处罚；f) 公司拟变更债券募集说明书约定条款或拟变更债权人代理人；g) 本期债券被暂停交易；h) 法律、行政法规及国际有关主管部门规定的其他情形。

根据协议，债权人代理人应持续关注公司资信状况，根据公司提交的相关报告判断，当可能出现影响债券持有人重大权益的事宜时，应根据本期债券《债券持有人会议规则》的规定着急债券出游人会议；应在本期债券存续期内的每一付息日、兑付日、回售日、到期日五日前督促公司按时履行本期债券募集说明书规定的付息/还本的义务；公司不能偿还到期债务时，债权人代理人根据债券持有人会议之决定受托参与公司整顿、和解、重组或者破产的法律程序。

十、结论

咸宁市经济实力持续增强，城市基础设施建设不断推进，为公司发展创造了良好的外部环境。公司作为咸宁市城区内（不含开发区及生态新城）唯一的基础设施建设主体，具有专营性优势。近年，咸宁市政府在资产划拨、资本金注入、财政补贴等方面给予公司持续有力的支持。

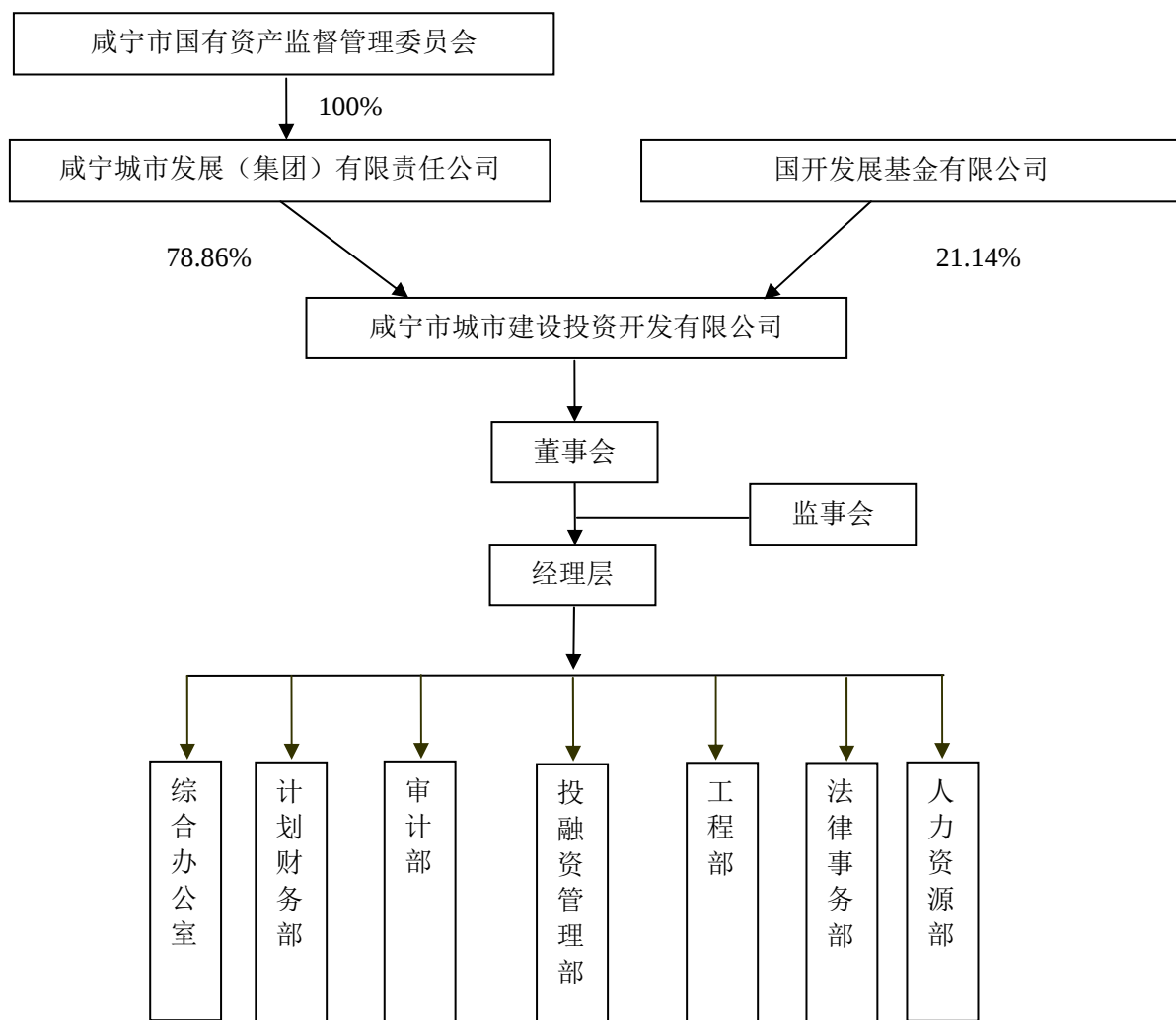
近年来，公司资产及收入规模快速增长，但收入实现质量差。公司资产构成中存货及应收类账款的占比高，且其他非流动资产规模较大，资产流动性一般。未来，随着公司对政府类项目及房地产开发项目的持续投入，公司债务压力将进一步增大，但良好的外部经营环境和有力的政府支持将有助于公司保持经营稳定性，并对公司偿债能力形成有效支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券发行后，公司债务负担会有所加重。本期债券募投项目累计产生的经营性现金

流入量可以覆盖本期债券的本息偿还。公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般，但对未来最大偿付本金额度的覆盖程度较高。本期债券分期偿还本金将有效的减轻公司集中偿付压力。

基于以上，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 公司股权结构图及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	12.01	19.60	37.85
资产总额(亿元)	134.62	156.98	194.62
所有者权益(亿元)	46.27	68.55	88.87
短期债务(亿元)	5.33	6.29	6.41
长期债务(亿元)	21.59	23.65	26.52
调整后长期债务(亿元)	23.09	32.67	41.63
全部债务(亿元)	26.92	29.94	32.93
调整后全部债务(亿元)	28.42	38.97	48.04
营业收入(亿元)	3.86	7.74	11.19
利润总额(亿元)	1.10	2.26	1.23
EBITDA(亿元)	1.51	2.45	2.10
经营性净现金流(亿元)	1.78	20.59	-5.46
财务指标			
销售债权周转次数(次)	0.98	2.49	2.23
存货周转次数(次)	0.04	0.09	0.13
总资产周转次数(次)	0.03	0.05	0.06
现金收入比(%)	292.56	55.13	52.91
营业利润率(%)	45.80	28.42	21.49
总资本收益率(%)	1.68	2.16	1.19
净资产收益率(%)	2.39	3.01	1.34
长期债务资本化比率(%)	31.81	25.65	22.98
调整后长期债务资本化比率(%)	33.29	32.28	31.90
全部债务资本化比率(%)	36.78	30.40	27.03
调整后全部债务资本化比率(%)	38.05	36.24	35.09
资产负债率(%)	65.63	56.33	54.34
流动比率(%)	133.06	201.25	252.18
速动比率(%)	57.72	75.11	120.74
经营现金流动负债比(%)	2.98	40.81	-9.63
全部债务/EBITDA(倍)	17.77	12.20	15.69
调整后全部债务/EBITDA(倍)	18.77	15.87	22.89
EBITDA 利息倍数(倍)	0.27	0.39	0.31

注：调整后全部债务=全部债务+其他应付款中有息部分

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
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+少数股东损益) / (所有者权益+长期债务+短期债务+少数股东权益) ×100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益×100%
主营业务利润率	(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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 咸宁市城市建设投资开发有限公司 2017 年度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。

咸宁市城市建设投资开发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。

咸宁市城市建设投资开发有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对咸宁市城市建设投资开发有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，咸宁市城市建设投资开发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咸宁市城市建设投资开发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，如发现咸宁市城市建设投资开发有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对咸宁市城市建设投资开发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。

如咸宁市城市建设投资开发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咸宁市城市建设投资开发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咸宁市城市建设投资开发有限公司联系，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。