

信用等级公告

联合〔2019〕1482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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“17咸宁债/17咸宁城投债”“18咸宁城投MTN001”及“18咸宁城投MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年六月十九日



咸宁市城市建设投资开发有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA

上次主体长期信用等级：AA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 咸宁债/17 咸宁城投债	13.5 亿元	2027/07/27	AA	AA
18 咸宁城投 MTN001	5 亿元	2023/04/20	AA	AA
18 咸宁城投 MTN002	6 亿元	2023/12/10	AA	AA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	37.85	50.24	47.79	49.39
资产总额(亿元)	194.66	238.84	260.17	274.11
所有者权益(亿元)	81.93	102.69	107.73	107.36
短期债务(亿元)	6.41	4.97	3.49	3.40
长期债务(亿元)	41.63	79.79	107.28	117.66
全部债务(亿元)	48.04	84.76	110.77	121.06
营业收入(亿元)	11.19	8.91	12.38	1.58
利润总额(亿元)	1.23	1.15	1.31	-0.30
EBITDA(亿元)	2.10	1.97	2.37	--
经营性净现金流(亿元)	-5.46	-27.99	-22.46	-4.45
营业利润率(%)	21.49	10.19	8.75	3.80
净资产收益率(%)	1.45	1.10	1.14	--
资产负债率(%)	57.91	57.01	58.59	60.83
全部债务资本化比率(%)	36.96	45.22	50.70	53.00
流动比率(%)	313.10	418.97	588.29	553.15
全部债务/EBITDA(倍)	22.89	42.94	46.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.31	0.21	1.72	--
经营现金流流动负债比(%)	-9.63	-53.11	-55.61	--

注：全部债务包括长期应付款中有息部分；2019 年一季度财务数据未经审计

评级观点

跟踪期内，咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）维持其在咸宁市城区内（不含开发区以及生态新城）土地一级开发和基础设施建设唯一开发主体的地位。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经济的持续增长为公司发展提供了良好的外部环境，公司自身业务上的专营性优势，以及公司在资产注入及政府补贴方面获得政府持续有力的支持。同时联合资信关注到，公司债务规模快速增长、未来投资规模大、土地出让进度以及政府拨付效率的不确定性等因素对公司信用状况带来的不利影响。

未来随着公司承接的咸宁市基础设施建设、棚户区改造项目的开展，以及公司土地整理规模的不断扩大，公司未来收入和利润规模将有望增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，“17咸宁债/17咸宁城投债”“18咸宁城投MTN001”和“18咸宁城投MTN002”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为咸宁市城区内（不含开发区以及生态新城）唯一的土地一级开发和基础设施建设主体，跟踪期内，咸宁市政府在资产划拨及政府补贴等方面给予了公司持续有力的支持。
2. 公司经营活动现金流入量对存续债券本金偿付的保障程度好。

关注

1. 公司应收类账款占比较高，对公司资金形成占用，公司资产流动性较弱。
2. 跟踪期内，公司土地整理收入受当地房地

分析师：黄琪融 张建飞

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

产市场因素的影响较大，代建业务回款质量一般。

3. 公司债务规模快速增长，未来拟投资规模较大，存在一定筹资压力。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模仍然较大，经营及投资所需现金对外部融资依赖高。

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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于咸宁市城市建设投资开发有限公司（以下简称“公司”）及相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至2019年3月底，公司注册资本及实收资本均为12.30亿元，股东为咸宁市城市发展（集团）有限责任公司（以下简称“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有资产监督管理委员会（以下简称“咸宁市国资委”）。

截至2018年底，公司资产总额260.17亿元，所有者权益107.73亿元（包含少数股东权益0.72亿元）。2018年，公司实现营业收入12.38亿元，利润总额1.31亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额274.11亿元，所有者权益107.36亿元（包含少数股东权益0.72亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入1.58亿元，利润总额-0.30亿元。

公司注册地址：咸宁大道45号；法定代表人：李军平。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券中由联合资信所评的包括“17咸宁债/17咸宁城投债”“18咸宁城投MTN001”和“18咸宁城投MTN002”，债券余额合计24.50亿元。跟踪期内，“17咸宁债/17咸宁城投债”及“18咸宁城投MTN001”均已按时支付利息；“18咸宁城

投MTN002”尚未到付息日。

表1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元）

名称	余额	到期兑付日	票面利率
17咸宁债/17咸宁城投债	13.50	2027/07/27	5.99%
18咸宁城投MTN001	5.00	2023/04/20	5.75%
18咸宁城投MTN002	6.00	2023/12/10	5.75%

资料来源：联合资信整理

“17咸宁债/17咸宁城投债”募集资金中8.10亿元用于潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目，5.40亿元用于补充公司运营资金。截至2019年3月底，募集资金已按计划使用13.13亿元，募投项目已建设完成60%。

“18咸宁城投MTN001”募集资金用于偿还公司到期借款。截至本报告出具日，募集资金均已使用完毕。

“18咸宁城投MTN002”募集资金用于置换公司借款及利息。截至本报告出具日，募集资金已使用5.76亿元。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和

上涨,居民消费价格指数(CPI)涨幅总体稳定,工业生产者出厂价格指数(PPI)与工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅均有回落;就业形势总体良好;固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造了良好条件。2018年,我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较2017年同期(3.1万亿元)继续增加。财政收入保持平稳较快增长,财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强;继续通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展;推动地方政府债券发行,加强债务风险防范;进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕。2018年,央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,市场利率呈小幅波动下行走势;M1、M2增速有所回落;社会融资规模增速继续下降,其中,人民币贷款仍是主要融资方式,且占全部社会融资规模增量的比重(81.4%)较2017年明显增加;人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落,但整体保持平稳增长,产业结构继续改善。2018年,我国农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,工业新动能发展显著加快,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较2017年(59.6%)略有上升,仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较2017年下降1.3个百分点,

主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较2017年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、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,并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较2017年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势;受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响,全国基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)14.5万亿元,同比增长3.8%,增速较2017年大幅下降15.2个百分点;制造业投资增速(9.5%)持续提高,主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级。2018年,全国社会消费品零售总额38.10万亿元,同比增长9.0%,增速较2017年回落1.2个百分点,扣除价格因素实际增长6.9%。2018年,全国居民人均可支配收入28228元,同比名义增长8.7%,扣除价格因素实际增长6.5%,增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓,贸易顺差持续收窄。2018年,国际环境错综复杂,金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行,国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年,我国货物贸易进出口总值30.5万亿元,同比增加9.7%,增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看,出口和进口总值分别为

16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩

大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、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各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司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

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以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，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018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
------	------	------

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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2018年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的

重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资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。

2. 区域经济

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。

根据2016-2018年《咸宁市国民经济和社会发展统计公报》初步核算，2016-2018年，咸宁市地区生产总值分别为1107.93亿元、1234.86

亿元和1362.42亿元，同比分别增长7.6%、8.1%和8.5%。2018年中，第一产业增加值186.88亿元，增长2.9%；第二产业增加值662.83亿元，增长8.8%；第三产业增加值512.71亿元，增长10.6%。三次产业结构比从2016年的16.6: 47.7: 35.7调整为13.7: 48.7: 37.6。2018年，咸宁市人均地区生产总值53655元，增长8.1%。

2016-2018年，咸宁市建筑业增加值分别为473.17亿元、535.55亿元和590.37亿元，按可比价计算，同比分别增长6.7%、7.8%和8.5%。分行业看：采矿业增长11.8%，制造业增长7.7%，电力、燃气及水的生产和供应业增长15.1%。年末全市规模以上工业企业达到932家，比上年增加52家。

2016-2017年，咸宁市固定资产投资分别为1463.49亿元和1676.07亿元。2018年，咸宁市固定资产投资（不含农户）同比增长11.3%。其中一、二、三次产业投资分别增长-16.5%、17.8%和9.1%。基础设施、制造业和房地产等重点领域投资分别增长14.6%、11.0%和5.0%。

2018年，咸宁市商品房施工面积1185.89万平方米，比上年增长2.5%；商品房销售面积453.08万平方米，增长22.2%；商品房销售额191.79亿元，增长52.4%。

2016-2018年，咸宁市地方财政总收入分别为117.84亿元、129.49亿元和139.49亿元。其中，2018年，一般公共预算收入91.32亿元，增长12.1%。在一般公共预算收入中，税收收入62.17亿元，增长14.7%，税收收入占一般公共预算收入的比重为68.1%，比上年提高6.3个百分点。全年一般公共预算支出247.67亿元，增长9.1%。

总体看，咸宁市经济持续增长，产业结构持续优化。固定资产投资需求仍较高，为公司经营提供了良好的外部条件。

六、基础素质分析

公司是咸宁市人民政府授权从事咸宁市城

区土地一级开发、城市基础设施及相关配套设施的建设主体，在咸宁市城区范围内的城市基础设施建设及土地一级开发行业领域处于垄断地位。

跟踪期内，咸宁市政府在政府补贴及资产注入方面持续给予公司有力支持。其中，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2018年底对公司未偿还的市财政借款余额0.75亿元（体现在“长期应付款-财政局”中）作为市政府对公司的资本公积拨入，计入“资本公积”；此外，咸宁市国资委向公司无偿划入资产，价值3.26亿元，计入“资本公积”。公司获得政府补助金额为1.66亿元，体现在“营业外收入”科目中。

根据渤海银行武汉分行提供的《企业信用报告（详版）》（征信码：4212010000059883），截止2019年5月31日，公司不存在未结清及已结清的不良或关注类贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司原董事长吴胜利由于工作变动不再担任公司董事长职务，由李军平先生担任。

李军平，出生于1977年8月，中共党员。历任赤壁市车埠镇秘书、副镇长，共青团赤壁市委书记，赤壁市余家桥乡党委书记、乡长，通山县委常委、县政府副县长。现任公司党委书记、董事长。

公司董事长到任时间较短，对公司整体经营规划未造成较大影响。

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度等其他方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为咸宁市城区内唯一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、城市基础设施项目的投融资建设、内，公司主营业务构成未发生变化。城建项目的管理和房地产销售等业务。跟踪期

表 3 2017-2018 年及 2019 年 1-3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
代建业务	58145.71	66.64	10.71	71427.01	58.23	11.76	--	--	--
建筑业务	18117.32	20.76	3.71	45599.75	37.17	3.86	15280.34	96.79	9.75
土地整理	6798.20	7.79	6.34	2123.64	1.73	62.52	--	--	--
房地产销售	1507.86	1.73	30.28	430.86	0.35	49.71	96.71	0.61	-55.81
出租车业务	848.32	0.97	20.69	836.51	0.68	-3.45	210.64	1.33	-29.66
广告业务	179.20	0.21	-25.59	251.46	0.20	-10.45	3.90	0.03	-1033.84
房屋出租业务	874.80	1.00	74.77	1231.88	1.00	-8.57	177.99	1.13	-180.15
其他	785.56	0.90	24.23	764.18	0.62	41.13	17.42	0.11	-6.01
合计	87256.96	100.00	10.04	122665.29	100.00	9.66	15787.00	100.00	6.41

资料来源：公司提供

2018年，公司实现主营业务收入为12.27亿元，同比增长40.55%，主要系当期公司建筑业务合同完工量增加及代建业务实施进度较快所致。2018年，公司主营业务毛利率小幅下滑至9.66%，主要系毛利率较低的建筑业务收入在主营业务收入中的占比大幅提升所致。当期公司土地整理业务毛利率大幅增长至62.52%，主要系受当年土地价格较高的影响。公司土地整理、房地产销售等其他业务收入占比小，但毛利率变动大。

2019年1-3月，公司主营业务收入1.58亿元，相当于2018年全年的12.88%，规模较小主要系公司土地整理业务以及代建业务均于年底确认收入所致。同期，公司主营业务毛利率为6.41%。

2. 业务经营分析

（1）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子公司咸宁市宏业土地整理经营有限公司（以下简称“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。

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。

近年来，公司合并范围内累计整理土地5920.89亩。2017-2018年，公司分别出让土地332.79亩、155.88亩。2017-2018年，公司分别确认土地整理收入0.68亿元和0.21亿元。

表4 2017-2018年及2019年1-3月土地出让情况
(单位: 亩、宗、万元/亩、万元)

项目	2017年	2018年	2019年1-3月
土地整理面积	445.54	8.31	--
土地出让面积	322.79	155.88	1460.90
土地出让宗数	5	8	14
土地出让单价	42.19	452.89	50.81
土地出让总成交价	13620.00	71955.00	74232.87

资料来源: 公司提供

注: 公司未统计2018年土地整理面积

目前，咸宁市政府将桂乡大道东侧，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，预计总投资额为15.96亿元，待整理工作完成后该地块将在6年内出让完毕。截至2019年3月底，上述地块已投资5.25亿元。

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。

(2) 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和棚户区改造等基础设施建设项目建设任务。

市政工程建设业务

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主城区（不含开发区以及生态新城）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%。

公司近年来完成的重大市政项目包括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。2018年，公司确认代建业务收入7.14亿元；截至2019年3月底，公司累计确认收入19.66亿元，累计收到回款9.84亿元（包含棚改项目回款），代建业务回款质量一般。

在建项目方面，截至2019年3月底，公司重点在建市政项目有10个（详见表5），以上项目涉及的总投资达53.87亿元，已完成投资15.64亿元。

表5 截至2019年3月底在建基础设施建设项目情况
(单位: 亿元)

项目名称	总投资	已投资	计划完工时间
淦河上游水环境综合治理工程	30.88	5.53	2020
龙潭河综合整治工程	3.80	0.20	2020
北部空间基础设施工程	2.50	0.50	2019
肖桥大道项目	0.63	0.47	2018
长安大道、淦河大道路面改造工程	0.57	0.50	2018

长安大道立面综合整治工程	0.17	0.17	2018
市残疾人康复中心建设工程	0.30	0.20	2018
咸宁市妇女儿童活动中心建设工程	0.81	0.53	2018
潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目	11.65	6.72	2019
永安阁景区工程	2.56	0.82	2019
合计	53.87	15.64	--

资料来源：公司提供

注：上表中2018年应完工项目已进入竣工结算阶段

拟建项目方面，截至2019年3月底，公司重点拟建项目详见表6，资金来源主要为自筹资金及外部融资，计划总投资合计21.08亿元。

表6 截至2019年3月底公司拟建市政工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	项目建设内容	建设周期
咸宁市停车场建设项目	17.68	停车场工程的建设和相应配套设施	2年
康美小镇项目配套安置社区工程	0.50	安置社区建设	1年
嫦娥大道南延伸段（规划二路-规划三路）市政道路工程	0.40	市政道路建设	1年
康美小镇项目配套市政设施工程	2.50	市政配套设施建设	2年
合计	21.08	--	--

资料来源：公司提供

棚户区改造项目

公司是咸宁市主城区范围内主要的棚户区

改造项目实施主体，其负责的棚户区改造项目均已纳入咸宁市财政预算。具体如下：

表7 截至2019年3月底公司在建棚户区改造项目明细（单位：亿元）

项目名称	签订协议类型	是否纳入预算	计划投资额	截至2019年3月底已投资	建设工期
2014年咸宁市第一批棚户区改造	《委托代建协议》	是	14.39	5.91	2014.10-2017.09
2015年咸宁市第一批棚户区改造	《委托代建协议》	是	19.04	8.64	2015.10-2018.09
2015年咸宁市第二批棚户区改造	《委托代建协议》	是	5.70	2.32	2015.11-2018.10
2016年咸宁市第一期棚户区改造	《购买服务协议》	是	38.11	7.39	2016.10-2019.10
咸宁市肖桥村、杨下村等五个片区棚户区改造	《购买服务协议》	是	18.30	4.62	2016.10-2019.10
咸宁市大畈村等七个片区棚户区改造	《购买服务协议》	是	18.82	2.00	2017.05-2020.05
咸宁市金桂西路大畈四组等三个片区（城中村）棚户区改造	《购买服务协议》	是	13.33	3.74	2017.09-2018.09
咸宁市金叶社区等三个片区（城中村）棚户区改造	《购买服务协议》	是	8.06	5.04	2018.02-2019.02
合计	--	--	135.75	39.66	--

资料来源：公司提供

注：建设工期系根据公司协议中约定周期。

截至2019年3月底，公司在建及拟建棚户区改造项目计划总投资额为135.75亿元，已投资39.66元。

整体看，跟踪期内，公司项目持续推进，但回款质量仍然较差。未来，公司基础设施建设项目及棚户区改造项目投资计划大，存在一定的资本支出压力。

（3）建筑业务

公司建筑业务收入来自子公司湖北南楚建筑工程有限公司（以下简称“南楚公司”），主要

业务包括公租房项目和其他工业及民用项目施工。

截至2018年底，南楚公司拥有一级建造师4人，二级建造师30人。资质方面，南楚公司目前已拥有中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修装饰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。

2018年，南楚公司实现建筑业务收入4.56亿元，同比增长151.93%，主要系往年已完工但未确认收入的项目于2018年确认收入所致；该业务收入在主营业务收入中的占比增长至37.17%。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，为3.86%。

近年，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。

表8 截至2019年3月底公司在建及拟建建筑施工项目
(单位：亿元)

项目名称	总投资	已投资	建设期
在建项目：			
东外环杨下棚户区改造项目	1.20	0.90	2017.4-2019.12
东外环肖桥棚户区改造项目（2~12#楼）	1.60	1.30	2018.5-2019.12
拟建项目：			
泉塘棚户区改造项目	0.60	--	2019.5-2020.5
合计	3.40	2.20	--

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，南楚公司在建及拟建建筑施工工程项目（如表8所示）预计总投资额为3.40亿元，尚需投资2.20亿元。

（4）其他业务

公司其他业务由房地产销售、房屋出租、出租车经营及广告经营业务构成，2018年分别实现收入430.86万元、1231.88万元、836.51万元及251.46万元，规模均不大。

3. 未来规划

未来，公司将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，加大土地整理力度，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. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。2019年一季度财务数据未经审计。

截至2019年3月底，公司合并范围子公司共9家。2018年公司合并范围新增1家子公司，由于新增子公司规模较小，公司合并报表范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至2018年底，公司资产总额260.17亿元，所有者权益107.73亿元（包含少数股东权益0.72亿元）。2018年，公司实现营业收入12.38亿元，利润总额1.31亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额274.11亿元，所有者权益107.36亿元（包含少数股东权益0.72亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入1.58亿元，利润总额-0.30亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额260.17亿元，同比增长8.93%。其中，流动资产占91.32%，非流动资产占8.68%，公司资产以流动资产为主。

表9 2017-2019年3月底公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	50.24	21.04	47.79	18.37	49.39	18.02
其他应收款	25.72	10.77	24.82	9.54	28.97	10.57
存货	116.05	48.59	136.53	52.48	143.03	52.18
流动资产合计	220.83	92.46	237.60	91.32	251.58	91.78
可供出售金融资产	10.04	4.20	10.77	4.14	10.77	3.93
固定资产	4.34	1.82	7.26	2.79	7.21	2.63
非流动资产合计	18.01	7.54	22.57	8.68	22.53	8.22
资产总额	238.84	100.00	260.17	100.00	274.11	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2018年底，公司流动资产合计237.60亿元，同比增长7.59%，主要来自存货的增加。2018年底，公司货币资金47.79亿元，同比下降4.88%，主要系公司各项目的顺利推进导致公司资金减少所致。应收账款账面余额15.74亿元，同比增长30.35%，主要为应收咸宁市财政局的项目结算款（15.71亿元）。预付款项12.60亿元，同比下降24.59%，主要系工程款及拆迁补偿款的结算所致。其他应收款账面余额为24.82亿元，同比下降3.48%，主要系与棚改项目指挥部的往来款的减少所致。存货136.53亿元，同比增长17.65%，主要系土地整理和基础设施建设项目投入的增加所致；构成主要为土地（51.76亿元）及工程施工（81.42亿元，由棚户区改造项目及基础设施建设项目构成）。

2018年底，公司非流动资产22.57亿元，同

比增长25.34%，主要来自固定资产和在建工程的增加。2018年底，公司可供出售金融资产10.77亿元，较上年底变动不大。固定资产7.26亿元，同比增长67.43%，主要系当年咸宁市政府将武咸城际铁路咸宁东广场、南站站前广场及武广客运专线咸宁站市政配套工程划转至公司所致。在建工程2.54亿元，主要为“17咸宁城投债/17咸宁债”募投项目潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目的建设成本。

2019年3月底，公司资产总额274.11亿元，较2018年底增长5.36%。从构成看，流动资产占91.78%，非流动资产占8.22%，流动资产构成变动不大。公司流动资产251.58亿元，较2018年底增长5.88%，主要来自货币资金的增加以及因项目正常投入导致的存货的增加。公司非流动资产变动不大。

受限资产方面，2018年底，公司受限资产合计0.98亿元，占资产总额的0.36%，受限资产规模较小。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主；流动资产中存货及应收类账款占比较高，对资金占用明显，整体资产流动性较弱。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018年底，公司所有者权益107.73亿元（包括少数股东权益0.72亿元），同比增长4.91%，主要由实收资本（占11.42%）、资本公积（占77.61%）及未分配利润（占9.03%）构成。

2018年底，公司资本公积83.61亿元，同比增长5.36%，主要系当年咸宁市国资委无偿划入资产（价值3.26亿元）及咸宁市财政局减免其对公司的债权金额0.75亿元所致。

2019年3月底，公司所有者权益107.36亿元，较上年底变动不大。

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

负债

2018年底，公司负债总额152.44亿元，同比增长11.96%，主要来自长期借款、应付债券及长期应付款的增长。其中，流动负债占26.49%，非流动负债占73.51%，流动负债占比同比下降12.22个百分点。

2018年底，公司流动负债40.39亿元，同比下降23.37%，主要来自应付账款及其他应付款的下降。其中，应付账款同比下降25.16%至8.04亿元，主要系部分土地整理项目达到结算条件导致公司应付咸宁市土地收购储备中心的收储成本下降所致。预收款项7.84亿元，同比下降2.25%，主要由预收土地整理款、工程款以及广告款所致。其他应付款（含应付利息）同比下降28.53%至20.12亿元，其中其他应付款19.48亿元，同比减少8.67亿元，主要系往来款的减

少所致。

2018年底，公司非流动负债112.06亿元，同比增长34.28%，主要系当年项目投资需要，公司加大融资力度所致。长期借款同比增长20.89%至66.15亿元，主要由质押借款（60.41亿元，主要以《政府购买服务协议》项下享有的全部权益与收益、应收账款及其他应收款作为质押担保）及保证借款（3.04亿元）构成。应付债券24.28亿元，同比增长81.96%，主要系当年公司发行“18咸宁城投MTN001”及“18咸宁城投MTN002”（合计11.00亿元）所致。公司长期应付款（包含专项应付款）21.62亿元，其中长期应付款16.85亿元，同比增长43.65%，主要系融资租赁款的增长，本报告已将该科目中的有息部分调整至长期债务核算；专项应付款4.78亿元，同比增长30.60%，主要系当年收到中央棚改资金2.90亿元所致。

表 10 2017-2019 年 3 月底公司债务情况

（单位：亿元、%）

科目	2017 年底	2018 年底	2019 年 3 月底
短期债务	4.97	3.49	3.40
长期债务	79.79	107.28	117.66
全部债务	84.76	110.77	121.06
长期债务资本化比率	43.73	49.90	52.29
全部债务资本化比率	45.22	50.70	53.00
资产负债率	57.01	58.59	60.83

资料来源：根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，2018年底，公司全部债务110.77亿元，同比增长30.68%。其中短期债务占3.15%，长期债务占96.85%。

债务指标方面，2018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58.59%、50.70%及49.90%，同比分别增长1.58个、5.48个及6.17个百分点。总体看，公司债务负担虽有所加重，但整体处于可控水平。

2019年3月底，公司负债总额166.75亿元，较上年底增长9.38%，主要来自其他应付款及长期借款的增长。2019年3月底，公司流动负债45.48亿元，较上年底增长12.61%，其中其

他应付款（含应付利息）增长 27.49%至 25.65 亿元，主要来自往来款的增长。公司非流动负债 121.27 亿元，较上年底增长 8.22%，其中长期借款较上年底增长 9.55%至 72.47 亿元。其余科目变动均不大。

2019年3月底，公司全部债务121.06亿元，其中长期债务占97.19%。从债务指标上看，2019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进一步增长至 60.83%、53.00%及52.29%，债务负担上升。

跟踪期内，公司负债规模快速增长，以非流动负债为主，有息债务快速增长，整体债务负担可控。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入12.38亿元，较上年增长38.87%，主要系公司当年确认的代建收入及建筑收入大幅增长所致。同期，公司营业成本11.12亿元，同比增长40.96%，增幅高于营业收入的涨幅。受此影响，公司营业利润率下降1.44个百分点至8.75%

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
营业收入	8.91	12.38
营业成本	7.89	11.12
利润总额	1.15	1.31
营业利润率	10.19	8.75
总资本收益率	0.82	0.78
净资产收益率	1.10	1.14

资料来源：审计报告

2018年，公司期间费用1.16亿元，同比增长45.21%，主要由财务费用及管理费用构成。2018年，公司期间费用率9.35%，较2017年上升0.41个百分点。

2018年，公司利润总额1.31亿元，较上年增长15.37%。其中，收到政府补助1.66亿元。政府补助为公司利润的重要来源。

从盈利指标来看，2018年，公司总资本收益率下降0.04个百分点至0.78%，净资产收益率增长0.04个百分点至1.14%。公司整体盈利能力

弱。

2019年1-3月，公司实现营业收入1.58亿元，相当于2018年全年的12.76%，主要为建筑业务收入；公司营业利润率3.80%。2019年1-3月，公司利润总额-0.30亿元。

跟踪期内，公司收入规模快速增长，利润总额对政府补助的依赖程度高，整体盈利能力弱。

5. 现金流

经营活动现金流入方面，2018年，公司经营产生的现金流入33.59亿元，同比增长20.44%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金4.10亿元；现金收入比同比下降8.89个百分点至33.13%，收入实现质量差。收到其他与经营活动有关的现金29.49亿元，主要为收到的往来款29.15亿元。公司经营现金流出56.05亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金26.95亿元，主要为基础设施建设项目及棚户区改造项目投入。支付其他与经营活动有关的现金28.64亿元，主要为支付的往来款27.93亿元。2018年，经营活动现金流呈净流出，为-22.46亿元。公司现金收入实现质量差。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017年	2018年
经营活动现金流入小计	27.89	33.59
经营活动现金流出小计	55.88	56.05
经营活动产生的现金流量净额	-27.99	-22.46
投资活动产生的现金流量净额	-1.25	-4.92
筹资活动产生的现金流量净额	41.64	24.93
现金收入比	42.02	33.13

资料来源：根据审计报告整理

投资活动方面，2018年，公司投资活动产生的现金流量小，为0.51亿元；投资活动现金流出量5.43亿元，主要表现为购建固定资产、无形资产等支付的现金。当年，投资活动现金流量净额-4.92亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入量43.19亿元，较上年下降17.06%。其中，取得借款收到的现金25.84亿元；发行债券收到

的现金10.91亿元。2018年，公司筹资活动现金流出量18.25亿元，主要为偿还债务支付的现金15.57亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额24.93亿元。

2019年1-3月，公司经营活动现金流量净流出4.45亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金0.39亿元，收到的其他与经营活动有关的现金7.47亿元，支付其他与经营活动有关的现金7.17亿元。公司现金收入比为24.85%。同期，公司投资活动现金流小。从筹资活动看，筹资活动现金流量净额8.82亿元，其中取得借款收到的现金为6.70亿元，偿还债务支付的现金0.32亿元。

总体看，跟踪期内，公司收现质量差，受棚户区改造项目总投资额较大以及往来款收支规模的影响，当期经营活动现金净流出规模仍然较大，公司经营及投资所需现金均依赖于外部融资。考虑到公司所建项目的拟投资额较大，未来具有较大的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，2018年，公司流动比率及速动比率显著增长，分别为588.29%和250.24%，同比分别上升169.31个百分点和51.43个百分点。截至2019年3月底分别为553.15%及238.65%，同比有所下降。跟踪期内，公司短期债务规模较小，且现金类资产较为充足，短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为2.37亿元，全部债务/EBITDA为46.72倍。

截至2019年3月底，公司担保余额6.00亿元，担保比率5.59%，系对土储中心提供的担保，由于该公司为政府部门，公司或有负债风险较低。

表13 截至2019年3月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	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	60000	

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司共获得各家银行授信总额203.64亿元，已使用金额128.18亿元，公司间接融资渠道畅通。

考虑到公司作为咸宁市城区内（不含开发区以及生态新城）基础设施建设的唯一主体，咸宁市政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底，母公司资产规模为227.48亿元，同比增长9.62%。母公司资产占合并口径资产总额的87.45%。其中，流动资产为181.61亿元，非流动资产45.87亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款及存货构成。非流动资产主要由可供出售金融资产及长期股权投资构成。

2018年底，母公司所有者权益为114.08亿元，同比增长2.03%。其中，实收资本占10.78%、资本公积占79.18%。母公司所有者权益稳定强。

截至2018年底，母公司负债规模同比增长6.93%至113.40亿元，主要由其他应付款、长期借款及应付债券构成。母公司2018年资产负债率为49.85%，整体债务负担处于可控范围。

2018年，母公司营业收入7.38亿元，占合并口径营业总收入的59.58%。营业成本6.38亿元。当年母公司营业利润率为12.00%。母公司利润总额1.46亿元，同比增长34.56%。

整体看，母公司资产和权益规模占合并口径的比重较大，对合并口径营业收入和利润的贡献较高。

九、公司存续债券偿债能力分析

公司存续债中由联合资信评定的“17咸宁债/17咸宁城投债”“18咸宁城投MTN001”及

“18 咸宁城投 MTN002”债券余额合计 24.50 亿元。

2018 年，公司 EBITDA 为 2.37 元，为“17 咸宁债/17 咸宁城投债”“18 咸宁城投 MTN001”及“18 咸宁城投 MTN002”债券余额合计的 0.10 倍；经营活动现金流入量 33.59 亿元，分别为存续债券余额合计 1.37 倍。

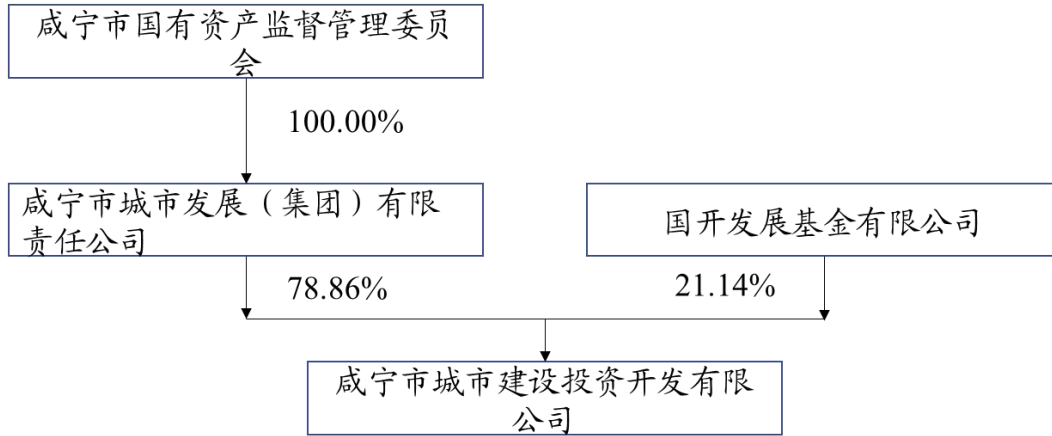
考虑到“17 咸宁债/17 咸宁城投债”设置了分期偿付条款，公司将于 2023 年迎来偿债高峰，当年需偿还总金额为 13.03 亿元。公司 EBITDA 及经营活动现金流入量分别为上述偿还金额的 0.18 倍和 2.58 倍。

公司经营活动现金流入量对存续债券本金偿付的保障能力强。

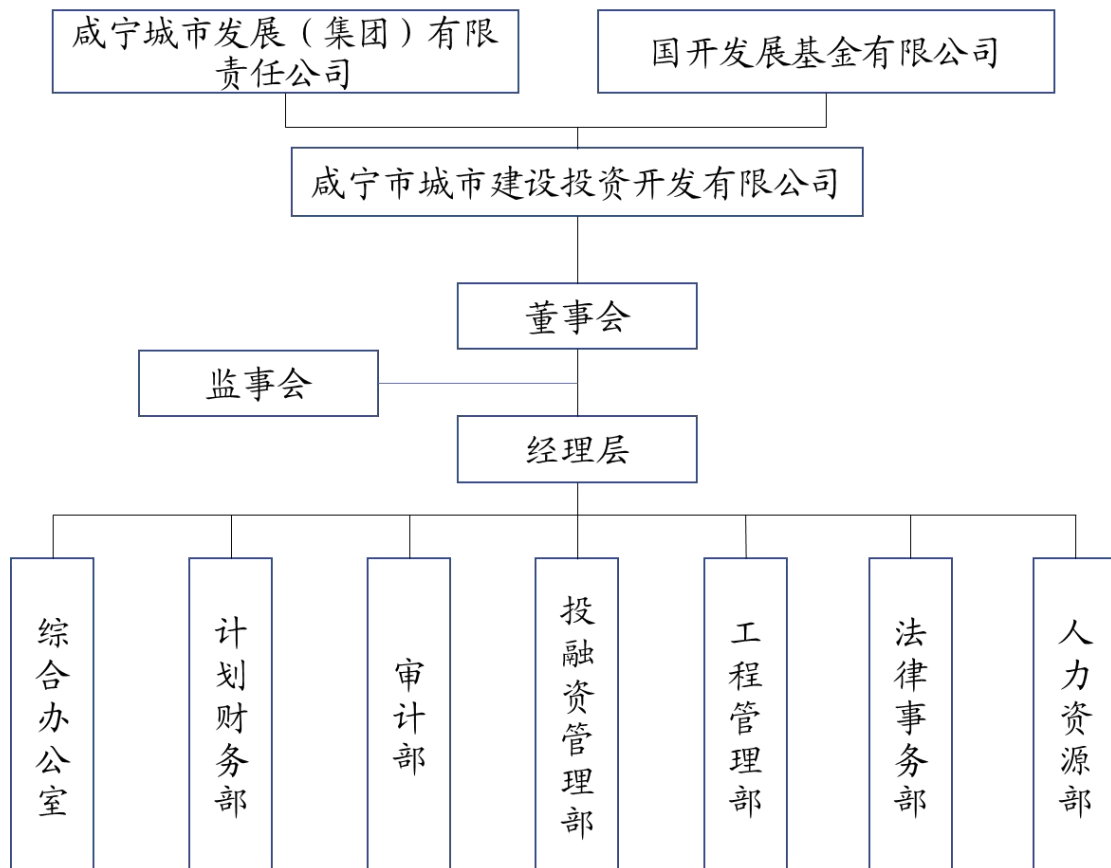
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“17 咸宁债/17 咸宁城投债”“18 咸宁城投 MTN001”和“18 咸宁城投 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司全资子公司及控股子公司概况

子公司名称	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
咸宁市安居工程开发有限公司	房地产开发等	2000.00	100.00
咸宁市城市广告发展有限公司	广告建设与经营等	10000.00	90.00
咸宁市城市资产经营有限公司	土地开发经营等	58300.00	27.44
咸宁市城顺出租汽车有限公司	出租车经营；体育健身服务	3000.00	80.00
咸宁宏业土地整理经营有限公司	土地整理开发等	53100.00	50.85
湖北南楚建筑工程有限公司	工业与民用建筑施工	35000.00	99.89
湖北香城泉都建设投资有限公司	河背湿地区域内项目投资；土地征用、开发、整理、经营；河背湿地区域内城市基础设施、公益事业工程设计、建设、运营	18000.00	55.56
咸宁市城发市政工程有限公司	市政公用工程施工总承包等	4000.00	100.00
咸宁城发建工集团有限公司	房地产开发等	2000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.85	50.24	47.79	49.39
资产总额(亿元)	194.66	238.84	260.17	274.11
所有者权益(亿元)	81.93	102.69	107.73	107.36
短期债务(亿元)	6.41	4.97	3.49	3.40
长期债务(亿元)	41.63	79.79	107.28	117.66
全部债务(亿元)	48.04	84.76	110.77	121.06
营业收入(亿元)	11.19	8.91	12.38	1.58
利润总额(亿元)	1.23	1.15	1.31	-0.30
EBITDA(亿元)	2.10	1.97	2.37	--
经营性净现金流(亿元)	-5.46	-27.99	-22.46	-4.45
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.23	0.90	0.89	--
存货周转次数(次)	0.10	0.08	0.09	--
总资产周转次数(次)	0.06	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	52.91	42.02	33.13	24.85
营业利润率(%)	21.49	10.19	8.75	3.80
总资本收益率(%)	1.25	0.82	0.78	--
净资产收益率(%)	1.45	1.10	1.14	--
长期债务资本化比率(%)	33.69	43.73	49.90	52.29
全部债务资本化比率(%)	36.96	45.22	50.70	53.00
资产负债率(%)	57.91	57.01	58.59	60.83
流动比率(%)	313.10	418.97	588.29	553.15
速动比率(%)	120.74	198.80	250.24	238.65
经营现金流动负债比(%)	-9.63	-53.11	-55.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.31	0.21	1.72	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.89	42.94	46.72	--

注：全部债务包括长期应付款中有息部分；2019 年一季度财务数据未经审计

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	
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/主营业务收入年复合增长率	(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	主营业务收入 (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×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+一年内到期的长期(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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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