

信用等级公告

联合〔2020〕3127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

二〇二〇年八月十二日



咸宁市城市建设投资开发有限公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
17 咸宁债/17 咸宁城投债	AA	稳定	AA	稳定
18 咸宁城投 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
18 咸宁城投 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

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”）是湖北省咸宁市城区（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，咸宁市经济持续增长，公司在政府补贴方面获得咸宁市政府支持持续有力。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）到，公司资产流动性较弱、债务规模持续增长以及未来投资规模大等因素对公司整体信用水平的不利影响。

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 咸宁债/17 咸宁城投债	13.50 亿元	12.15 亿元	2027/07/27
18 咸宁城投 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2023/04/20
18 咸宁城投 MTN002	6.00 亿元	6.00 亿元	2023/12/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

随着公司承接的基础设施建设、棚户区改造项目的持续推进，以及公司土地整理规模的不断扩大，公司未来的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。

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。

评级时间：2020 年 8 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

优势

1. 公司发展的外部环境良好。跟踪期内，咸宁市经济持续稳定发展，整体财政实力不断增强；2019 年，咸宁市实现地区生产总值 1594.98 亿元，完成财政总收入 147.29 亿元。
2. 公司业务具有专营优势。公司是咸宁市城区（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，业务具有区域专营优势。
3. 持续获得有力的外部支持。跟踪期内，咸宁市政府在政府补贴方面给予了公司持续有力的支持。

关注

1. 资产流动性较弱。公司流动资产中存货占比高，应收类款项对资金占用明显，整体资产流动性较弱。
2. 代建业务收入规模较小，回款较为滞后。公司城市基础设施建设业务投资规模较大，但受政府结算进度影响，确认收入较少，且回款较为滞后。
3. 债务负担持续加重。2019 年，公司全部债务 129.81

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	4
			现金流量	5
			资产质量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子集
政府支持				1

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1 - F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 黄琪融 李坤 章进

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

亿元, 较上年底增长 17.19%; 全部债务资本化比率 54.43%, 较上年底增长 3.73 个百分点。

4. 面临较大的筹资压力。公司在建项目尚需投资规模较大, 存在较大的筹资压力。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产 (亿元)	50.24	47.79	46.32	48.66
资产总额 (亿元)	238.84	260.17	271.28	287.57
所有者权益 (亿元)	102.69	107.73	108.69	107.25
短期债务 (亿元)	4.97	3.49	9.91	5.00
长期债务 (亿元)	79.79	107.28	119.89	129.98
全部债务 (亿元)	84.76	110.77	129.81	134.98
营业收入 (亿元)	8.91	12.38	15.09	0.18
利润总额 (亿元)	1.14	1.31	1.24	-1.46
EBITDA (亿元)	1.97	2.37	2.64	--
经营性净现金流 (亿元)	-27.99	-22.46	-18.44	-2.04
现金收入比 (%)	42.02	33.13	34.36	520.79
营业利润率 (%)	10.19	8.75	9.35	-70.76
净资产收益率 (%)	1.10	1.14	1.11	--
资产负债率 (%)	57.01	58.59	59.94	62.71
全部债务资本化比率 (%)	45.22	50.70	54.43	55.73
流动比率 (%)	418.97	588.29	629.28	562.39
速动比率 (%)	198.80	250.24	263.19	227.14
经营现金流动负债比 (%)	-53.11	-55.61	-46.80	--
现金短期债务比 (倍)	10.11	13.71	4.67	9.73
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.21	1.72	0.49	--
全部债务/EBITDA (倍)	42.94	46.72	49.15	--
公司本部				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	217.86	227.48	238.95	245.18
所有者权益 (亿元)	111.81	114.08	114.55	113.45
全部债务 (亿元)	43.85	51.31	63.63	56.34
营业收入 (亿元)	6.56	7.38	5.25	0.00
利润总额 (亿元)	1.08	1.46	0.71	-1.10
资产负债率 (%)	48.68	49.85	52.06	53.73
全部债务资本化比率 (%)	28.17	31.02	35.71	33.18
流动比率 (%)	266.84	299.29	300.08	318.73
经营现金流动负债比 (%)	-5.53	-8.53	-22.53	--

注: 长期应付款中有息部分已计入有息债务核算, 2020 年一季度财务报表未经审计

债项评级历史：

债券简称	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
17 咸宁债 /17 咸宁城 投债 18 咸宁城投 MTN001 18 咸宁城投 MTN002	AA	稳定	2019.06.19	黄琪融 张建飞	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 咸宁城投 MTN002	AA	稳定	2018.09.21	厉剑 黄琪融	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 咸宁城投 MTN001	AA	稳定	2018.03.16	崔俊凯 黄琪融	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 咸宁债 /17 咸宁城 投债	AA	稳定	2017.07.11	厉 剑 黄琪融 陈 茜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

咸宁市城市建设投资开发有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于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，股东为咸宁城市发展（集团）有限责任公司（以下简称“咸宁市城发”）（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 2019 年底，公司资产总额 271.28 亿元，所有者权益 108.69 亿元（其中少数股东权益 0.70 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 15.09 亿元，利润总额 1.24 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 287.57 亿元，所有者权益 107.25 亿元（其中少数股东权益 0.70 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.18 亿元，利润总额-1.46 亿元。

公司注册地址：咸宁大道 45 号；法定代表人：李军平。

三、存续债券概况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 23.15 亿元。跟踪期内，“17 咸宁债/17 咸宁城投债”、“18 咸宁城投 MTN001”及“18 咸宁城投 MTN002”均已按时支付利息。

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	12.15	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 2020 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。“17 咸宁债/17 咸宁城投债”设置了提前偿还条款，于债券存续期的第 3—6 年分别偿付发行总额的 10%，于存续期的第 7—10 年分别偿付发行总额的 15%；截至本报告出具日，公司已按时兑付本金 1.35 亿元。

“18 咸宁城投 MTN001”及“18 咸宁城投 MTN002”的募集资金均用于偿还公司到期借款及利息，截至 2020 年 3 月底，上述债券募集资金均已使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

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

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

表2 2016-2020年1季度中国主要经济数据
(单位: 万亿元、%)

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

注: 1. 增速及增幅均为同比增长情况; 2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价; 3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率, GDP为不变价规模; 4. 城镇失业率统计中, 2016—2017年为城镇登记失业率, 2018年开始为城镇调查失业率, 指标值为期末数
数据来源: 联合资信根据国家统计局和wind数据整理

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

14.1%、-10.7%和 0.4%, 对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元, 增长 10.8%。2020 年一季度, 社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额(不含农户)和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%, 三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

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

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

财政收入增长放缓, 支出保持较快增长,

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

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

2. 宏观政策环境

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

至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的

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

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施

老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

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

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模

快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资

需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，

从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年

部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信综合整理

(3) 行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受

城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投

企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济环境

公司的经营区域与投资项目主要集中在咸宁市城区，2019年，咸宁市经济持续增长，产业结构逐步优化，财政实力稳步提升；2020年1—4月，疫情对咸宁经济发展和财力影响较大。

咸宁市是湖北对外开放的“南大门”、武汉“1+8”城市圈中极具发展潜力的核心城市之一，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，截至2018年底，咸宁市地域面积10023平方公里，常住人口254.33万人。

根据2019年《咸宁市国民经济和社会发展统计公报》初步核算，咸宁市实现地区生产总值1594.98亿元，同比增长8.1%。其中，第一产业增加值200.00亿元，增长3.3%；第二产业增加值704.90亿元，增长8.9%；第三产业增加值690.08亿元，增长8.8%。三次产业结构比调整为2019年的12.5：44.2：43.3，第三产业占比大幅提升。2019年，咸宁市人均地区生产总值62650元，增长7.8%。

2019年，咸宁市固定资产投资(不含农户)同比增长11.7%。其中，一、二、三次产业投资分别增长-13.4%、8.9%和17.1%。按类别分：基础设施投资和制造业投资分别增长21.0%和16.6%，房地产投资下降17.4%。

2019年，咸宁市商品房施工面积1384.24万平方米，比上年增长16.7%；商品房销售面积459.66万平方米，增长1.5%；商品房销售额221.02亿元，增长15.2%。

2019年，咸宁市完成地方财政总收入147.29亿元，同比增长5.59%；一般公共预算收入94.62亿元，增长3.6%；其中，税收收入66.71亿元，占一般公共预算收入的70.5%。2019年，咸宁市一般公共预算支出280.65亿元，增长13.0%；财政自给率为33.72%，财政自给能力弱。

根据咸宁市政府官网披露的《1—4月全市经济运行情况分析》，2020年1—4月，受新冠肺炎疫情影响，咸宁市规模以上工业下降38.9%，固定资产投资增长11.9%；完成一般公共预算收入22.75亿元，同比下降36.0%，其中地方税收收入17.21亿元，同比下降31.5%。

六、基础素质分析

公司是咸宁市主城区内(不含开发区及生态新城)唯一的土地一级开发及基础设施建设主体，业务仍具有区域专营优势，并持续获得咸宁市政府在政府补贴方面的大力支持。

2019年，公司获得政府补助1.64亿元，“其

他收益”。

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（中征码：4212010000059883），截至2020年7月15日，未结清的信贷信息中不存在关注类及不良类借款，已结清的信贷信息中存在20笔关注类借款。

七、管理分析

跟踪期内，公司高级管理人员、法人治理结构及管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务包括土地一级开发、城市基础设施代建、城建项目的管理和房地产开发等。跟踪期内，公司主营业务收入及主营业务毛利率均有所增长；2020年一季度受新冠肺炎疫情

影响，收入大幅下滑，毛利率由正转负。

跟踪期内，公司主营业务收入主要来自代建业务、建筑业务及土地整理业务。2019年，公司实现主营业务收入15.06亿元，同比增长22.74%，主要系当期公司土地整理业务及房地产项目大规模确认收入所致。

2019年，公司主营业务综合毛利率增长至10.26%。其中，代建业务毛利率同比下降5.23个百分点至6.53%，主要系当年计提税费较高所致。土地整理业务毛利率快速下降至24.57%，主要系当期确认收入的地块整理成本较高所致。2019年，建筑施工业务毛利率同比下降2.18个百分点至1.68%，主要系当期用料及人工成本上升所致。

2020年1—3月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现主营业务收入0.17亿元，较上年同期下降78.85%。同期，公司主营业务毛利率由正转负，为-73.00%。

表4 公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

板块	2018年			2019年			2020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	71427.01	58.23	11.76	53585.50	35.58	6.53	807.55	46.76	39.73
建筑业务	45599.75	37.17	3.86	34876.24	23.16	1.68	563.37	32.62	-286.27
土地整理	2123.64	1.73	62.52	47798.30	31.74	24.57	--	--	--
房地产销售	430.86	0.35	49.71	11648.27	7.73	8.52	--	--	--
出租车业务	836.51	0.68	-3.45	841.02	0.56	-106.55	82.19	4.76	-199.19
广告业务	251.46	0.20	-10.45	165.03	0.11	-28.10	--	--	--
房屋出租业务	1231.88	1.00	-8.57	1086.49	0.72	-106.55	240.96	13.95	86.39
其他	764.18	0.62	41.13	609.36	0.40	-4.12	33.04	1.91	99.73
合计	122665.29	100.00	9.66	150610.22	100.00	10.26	1727.12	100.00	-73.00

注：2017年及2018年，公司确认的房地产销售收入来自历史遗留的零星项目，相关成本较低，因此毛利率偏高

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整理开发业务

公司受咸宁市政府委托开展土地整理业务，目前公司可供开发的土地储备充足，但土地开发收入的实现受政府土地出让计划以及房地产市场调控影响存在不确定性。

公司土地整理业务的承接主体为子公司咸宁宏业土地整理经营有限公司（以下简称“宏业公司”）。跟踪期内，业务模式未发生变化。

2019年，公司整理土地11214.10亩，出让2757.00亩，确认土地整理收入4.78亿元。2020年1—3月，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司未开展土地整理业务。

表5 公司土地出让情况（单位：亩、宗、万元）

项目	2018年	2019年
土地整理面积	8.31	11214.10
土地出让面积	155.88	2757.00
土地出让宗数	8	45

土地出让总成交价	452.89	156400.21
----------	--------	-----------

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司正在整理的土地项目共10宗，土地面积约710.69万平方米，总投资额约5.39亿元，已投资5.04亿元，均分布在咸安区范围内。此外，公司预计将启动7宗土地的整理工作，土地整理面积约63.24万平方米，总投资额尚未确定。

(2) 代建业务

公司代建项目包括基础设施建设项目及棚户区改造项目。跟踪期内，受政府结算进度影响，确认收入有所下滑，且回款较为滞后；棚户区改造项目的计划投资规模大，公司存在较大的资本支出压力。

基础设施建设业务

公司作为咸宁市城区范围内（除生态新城及开发区）唯一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。跟踪期内，公司基础设施建设业务模式未发生变动。

公司近年来完成的重大基础设施建设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。2019年及2020年1—3月，公司分别确认代建业务收入5.36亿元及0.08亿元；合计收到回款

1.32亿元，代建业务回款较为滞后。

在建项目方面，截至2020年3月底，公司重点在建市政项目详见表5，总投资额为24.11亿元，已完成投资4.94亿元。

表5 截至2020年3月底主要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
北部空间基础设施工程	2.50	0.01	2020年
潜山国家森林公园生态建设及森林旅游开发项目	11.65	2.23	2021年
永安阁景区工程	2.56	1.81	2021年
淦河流域综合治理EPC项目	7.40	0.89	2024年
合计	24.11	4.94	--

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司拟建项目为肖桥货运停车场（一期），建设周期为一年，计划总投资合计0.14亿元。

棚户区改造业务

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主要以签订《委托代建协议》或《购买服务协议》的模式进行，相关资金均已纳入咸宁市财政预算。具体如下：

表6 截至2020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	已投资额	计划建设工期
2014年咸宁市第一批棚户区改造	《委托代建协议》	是	14.39	6.12	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	3.51	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	2.34	2015.11—2018.10
2016年咸宁市第一期棚户区改造	《购买服务协议》	是	37.57	12.69	2016.10—2019.10
2017年咸宁市第一期棚户区改造	《购买服务协议》	是	27.71	5.54	2017.09—2019.09
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	11.72	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	5.15	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
甘鲁棚户区改造项目	《购买服务协议》	是	2.92	2.05	三年
合计	--	--	165.84	58.78	--

注：建设工期系根据公司协议中约定周期；已投资额为工程部提供的数据，与审计报告中的数据存在差异

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司在建棚户区改造项目计划总投资额为165.84亿元，已投资58.78亿元。截至2020年3月底，公司棚改项目累计收到回款1.83亿元，计入“预收账款”。

(3) 建筑业务

公司建筑业务收入来自子公司南楚公司，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2020年3月底，南楚公司拥有一级建造师1名，二级建造师10名，拥有房屋建筑工程施工总承包壹级、建筑装修装饰工程专业承包贰级、地基与基础工程专业承包叁级、钢结构工程专业承包叁级、市政公用设施承包贰级建设资质共六项行业专业资质。

2017—2019年，建筑业务收入分别为1.81亿元、4.56亿元及3.49亿元，在主营业务收入中的占比较高。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，分别为3.71%、3.86%及1.68%。2020年1—3月，公司实现建筑业务收入563.37万元，该业务毛利率为-286.27%。

近年来，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2020年3月底，南楚公司在建建筑施工项目（如表7所示）预计总投资额为2.35亿元，尚需投资1.83亿元。

表7 截至2020年3月底公司在建建筑施工项目

(单位: 万元)

项目名称	总投资	已投资	建设期
杨下棚户区一期及附属工程1	3567.21	3500.00	2017.6—2020.9
杨下棚户区二期及附属工程2	5000.00	4021.00	2018.5—2020.8
肖桥棚户区改造项目2-12#楼及附属工程	9500.00	9000.00	2018.5—2020.5
东外环泉塘村村民还建点项目	5413.45	1802.00	2019.10—2020.10
合计	23480.66	18323.00	--

资料来源: 公司提供

(4) 房地产开发业务

商品房开发业务

公司房地产开发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。

公司近年完成的商品房项目分别有社保小区、星晨花园及南苑小区二期等房地产项目，总开发规模达14.59万平米，截至2020年3月底，已完成销售额2.50亿元。公司在售商品房项目为香城学府（南苑三期），可销售面积约7.35万平方米，已签约销售2.47万平方米，签约销售均价为4300元/平方米，截至2020年3月底已累计签约销售1.05亿元。

截至2020年3月底，公司在建商品房项目共4个（详见表8），预计总投资6.35亿元，已投资1.78亿元。

表8 截至2020年3月底公司在建商品房项目概况(单位: 亿元、平方米)

项目名称	总投资	施工面积	已完成投资	未来投资计划	
				2020年4—12月	2021年
康园小区一期	0.60	15391.00	0.40	--	--
中小学教师安居工程二期8-11#楼及地下车库	1.63	45960.53	0.50	0.40	0.40
南苑三期	2.80	7521.00	0.53	0.60	0.40
中小学教师安居工程二期12-14#楼及地下车库B区	1.32	35788.89	0.30	0.20	0.30
合计	6.35	104661.42	1.73	1.20	1.10

资料来源: 公司提供

公租房建设业务

公司以自主开发的经营模式对公租房进行建设，公租房开发主要是由下属子公司安

居公司开展，分两种模式：一是由安居公司为主体开发建设，公司按协议价进行回购；二是由公司为主体开发建设，安居公司负责

代建管理。

公司近年完成的公租房项目为肖桥小区、长安花苑和南苑小区公租房3个项目，建筑面积27.68万平方米，共计约2936套，总投资4.32亿元。

2019年，安居公司实现房地产销售收入11648.27万元，同比大幅增长。2020年1—3月，公司未实现房地产销售收入。

3. 未来发展

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，利用子公司宏业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。

公司将进一步扩大城市公共资源经营范围，挖掘经营潜力，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；同时，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，做大做强咸宁市城市广告发展有限公司广告公司。

公司也将加强子公司建设，着力推进平台的市场化经营。利用政府拥有的资源，公司将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，并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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019年合并财务报表，北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。

截至2020年3月底，公司合并范围子公司共6家。2019年及2020年1—3月，合并范围无变化，公司财务数据可比性较强。

截至2019年底，公司资产总额271.28亿元，所有者权益108.69亿元（其中少数股东权益0.70亿元）。2019年，公司实现营业收入15.09亿元，利润总额1.24亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额287.57亿元，所有者权益107.25亿元（其中少数股东权益0.70亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入0.18亿元，利润总额-1.46亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，以流动资产为主；流动资产中变现能力较弱的存货占比高，应收类款项对公司资金占用明显，资产流动性较弱，整体资产质量一般。

2019年底，公司资产总额271.28亿元，较上年底增长4.27%。其中，流动资产占91.40%，非流动资产占8.60%，公司资产以流动资产为主。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	47.79	18.37	46.32	17.07	48.66	16.92
其他应收款	24.82	9.54	24.65	9.09	25.63	8.91
存货	136.53	52.48	144.24	53.17	157.43	54.74
流动资产合计	237.60	91.32	247.95	91.40	264.10	91.84
可供出售金融资产	10.77	4.14	10.76	3.97	10.76	3.74
固定资产	7.26	2.79	7.59	2.80	7.45	2.59
非流动资产合计	22.57	8.68	23.34	8.60	23.47	8.16
资产总额	260.17	100.00	271.28	100.00	287.57	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2019年底,公司流动资产合计247.95亿元,较上年底增长4.36%,主要由货币资金、其他应收款及存货构成。

2019年底,公司货币资金46.32亿元,较上年底变动不大;货币资金主要由银行存款(占99.99%)构成,使用受限货币资金0.33亿元。应收账款20.35亿元,较上年底增长29.27%,主要系应收咸宁市财政局项目结算款增加所致;其中应收咸宁市财政局款项占99.17%,集中度高,回收风险低,但对公司资金占用明显;此外,按账龄分析法计提坏账准备的应收账款共21.61亿元,计提坏账准备1.29亿元。预付款项12.27亿元,较上年底变动不大,主要为项目工程款和拆迁补偿款。其他应收款24.65亿元,较上年底下降0.72%,主要由应收事业单位及其余平台公司的往来款构成;从账龄来看,按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款(19.17亿元)中,1年以内的占56.03%,1~2年的占6.68%,2~3年的占16.85%,3年以上的占20.44%,账龄偏长从集中度来看,前五名单位欠款占其他应收款总额的74.26%,集中度较高;整体看,公司其他应收款规模较大,整体回收风险较低,但对公司资金形成占用。存货144.24亿元,较上年底增长5.65%,主要系基础设施建设项目投入增加所致;构成主要为土地(45.85亿元)及工程施工(95.89亿元,由棚户区改造项目及基础设施建设项目构成)。

2019年底,公司非流动资产23.34亿元,较上年底增长3.39%,主要来自在建工程的增加。

2019年底,公司可供出售金融资产10.76亿元,其中,对湖北省联合铁路投资有限公司和市自来水公司的投资规模分别为7.50亿元和1.33亿元。在建工程3.05亿元,主要为“17咸宁城投债/17咸宁债”的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。

2020年3月底,公司资产总额287.57亿元,较2019年底增长6.00%。其中,流动资产占91.84%,非流动资产占8.16%。同期,公司存货较2019年底增长9.14%至157.43亿元,主要系棚

户区改造项目投入的增加所致;其他科目变动较小。

受限资产方面,2019年底,公司所有权或使用权受到限制的资产为土地及不动产,账面金额为4.71亿元,占公司资产总额的比重为1.74%。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益小幅增长,其中实收资本与资本公积合计占比高;公司有息债务规模快速增长,以长期债务为主,整体债务负担一般。

所有者权益

2019年底,公司所有者权益108.69亿元(其中少数股东权益0.70亿元),较上年底增长0.89%,主要由实收资本(占11.32%)、资本公积(占76.92%)及未分配利润(占9.80%)构成。

2019年,公司实收资本未发生变化,为12.30亿元。资本公积83.60亿元,较上年底变动不大,主要由土地使用权、资本金及房产构成。

2020年3月底,公司所有者权益107.26亿元(其中少数股东权益0.70亿元),构成较2019年底变动不大。

负债

2019年底,公司负债总额162.59亿元,较上年底增长6.22%,主要来自应付债券的增长。其中,流动负债占24.23%,非流动负债占75.77%,流动负债占比较上年底下降2.57个百分点。

2019年底,公司流动负债39.40亿元,较上年底下降3.95%,主要来自预收款项的下降。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2019年底,公司应付账款7.20亿元,较上年底下降10.44%,主要系部分工程款支付所致。预收款项2.07亿元,较上年底下降73.56%,主要系预收土地整理款、广告款及售房款结转收入所致。2019年底,公司其他应付款(含应付利息)18.87亿元,较上年底下降8.39%,主要为应付咸宁市市政工程建设处、咸宁香城泉都旅游投资发展有限公司、咸安区官埠桥镇等公

公司的往来款。一年内到期的非流动负债9.91亿元，较上年底增长184.33%，主要包括一年内到期的长期借款7.57亿元和一年内到期的应付债券1.35亿元。

2019年底，公司非流动负债123.19亿元，较上年底增长9.94%，主要系应付债券的增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2019年底，公司长期借款67.21亿元，较上年底增长1.60%，主要由质押借款（59.88亿元，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）、抵押借款（4.75亿元）和保证借款（2.58亿元）构成。应付债券37.44亿元，较上年底增长54.17%，主要系当年公司发行“19咸宁城投专项债”及“19咸宁城投PPN001”（合计14.60亿元）所致。长期应付款15.25亿元，较上年底下降9.50%，主要系偿还部分融资租赁款所致。公司长期应付款的欠款对象主要为中国农发重点建设基金有限公司、国开证券股份有限公司、国银金融租赁股份有限公司等；报告已将该科目中的有息部分调整至长期债务核算。2019年底，公司专项应付款3.30亿元，较上年底下降30.96%，主要系房产局代管专项资金减少所致。

2020年3月底，公司负债总额180.33亿元，较2019年底增长10.90%，其中流动负债占26.04%，非流动负债占73.96%。同期，公司应付账款9.94亿元，较上年底增长37.95%，主要系应付土地收储款增加；其他应付款28.50亿元，较上年底增长54.66%，主要系与咸宁香城泉都旅游投资发展有限公司往来款增长所致；长期应付款20.25亿元，较上年底增长32.82%，主要系当年新增融资租赁款和债权融资计划。

表 10 公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2018年	2019年	2020年3月
短期债务	3.49	9.91	5.00
长期债务	107.28	119.89	129.98
全部债务	110.77	129.81	134.98
长期债务资本化比率	49.90	52.45	54.79
全部债务资本化比率	50.70	54.43	55.73

资产负债率	58.59	59.94	62.71
-------	-------	-------	-------

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，2019年底，公司全部债务129.81亿元，较上年底增长17.19%。其中，短期债务占7.63%，长期债务占92.37%，以长期债务为主。2020年3月底，公司全部债务134.98亿元，较2019年底增长3.99%。

债务指标方面，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均不断上升，2019年底分别为59.94%、54.43%和52.45%，较上年底分别增长1.35个、3.73个及2.55个百分点。2020年3月底，上述指标分别为62.71%、55.73%和54.79%。

有息债务到期分布方面，公司将于2020年4—12月、2021年和2022年到期的债务规模分别为13.45亿元、5.62亿元和11.83亿元，集中偿付压力不大。

4. 盈利能力

2019年，公司收入规模持续增长，利润总额对政府补助的依赖大，整体盈利能力一般。

2019年，公司实现营业收入15.09亿元，同比增长21.91%，主要系土地整理开发和房地产销售收入增长所致；营业成本13.52亿元，同比增长21.51%，低于营业收入的涨幅。2019年，公司营业利润率同比增长0.60个百分点至9.35%。

表 11 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
营业收入	12.38	15.09
营业成本	11.12	13.52
利润总额	1.31	1.24
营业利润率	8.75	9.35
总资本收益率	0.78	0.84
净资产收益率	1.14	1.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2019年期间费用1.30亿元，同比增长12.11%；在营业收入中的占比为8.60%，同比下降0.75个百分点。

2019年，公司政府补助1.64亿元，计入“其他收益”；当期实现利润总额1.24亿元。公司利润总额对政府补助的依赖程度高。

盈利指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率较为稳定，2019年分别为0.84%和1.11%。

2020年1—3月，公司实现营业收入0.18亿元，相当于2019年全年水平的1.19%；营业利润率为-70.76%，主要系受新冠疫情影响，公司项目暂停；利润总额为-1.46亿元。

5. 现金流分析

跟踪期内，受基础设施建设项目和棚户区改造项目持续投资的影响，公司经营活动现金流仍呈净流出态势；公司经营及投资所需资金均依赖于外部融资。公司在建和拟建项目投资规模较大，未来存在较大的筹资压力。

经营活动现金流入方面，2019年，公司经营产生的现金流入26.42亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金主要为经营业务收款，为5.19亿元；现金收入比34.36%，收入实现质量较差；收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款，为21.23亿元。2019年，公司经营现金流出44.86亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金27.13亿元，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主要为支付的往来款。2019年，经营活动现金流仍呈持续净流出态势，为-18.44亿元。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年
经营活动现金流入量	33.59	26.42
经营活动现金流出量	56.05	44.86
经营活动现金流量净额	-22.46	-18.44
投资活动现金流量净额	-4.92	-0.47
筹资活动现金流量净额	24.93	17.11
现金收入比	33.13	34.36

资料来源：联合资信根据审计报告整理

投资活动方面，2019年，公司投资活动产生的现金流入量及流出量均较小，分别为0.01

亿元和0.48亿元。当期，投资活动现金流量净额为-0.47亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资活动现金流入量进一步下降至25.49亿元，主要为取得借款和发行债券收到的现金。当期，公司筹资活动现金流出量为8.38亿元，为偿还债务本息支出。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为17.11亿元。

2020年1—3月，公司经营净现金流为-2.04亿元；投资活动净现金流为-0.45亿元；筹资活动净现金流为4.84亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力强，长期偿债能力指标较弱，考虑到公司融资渠道畅通，且持续得到咸宁市政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，2019年底，公司流动比率及速动比率分别为629.28%和263.19%，较上年底分别增长40.99个及12.95个百分点；2020年3月底，上述两指标较2019年底分别下降至562.39%和227.14%。2017—2019年，公司经营现金流动负债比为-46.80%，经营活动净现金流对流动负债无保障能力。2020年3月底，公司现金短期债务比为9.73倍，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA、全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为2.64亿元、49.15倍和0.49倍，公司长期偿债能力指标较弱。

截至2020年6月底，公司担保余额0.80亿元，担保比率0.75%，系对土储中心提供的担保，公司或有负债风险较低。

截至2020年6月底，公司共获得各家银行授信总额191.43亿元，已使用金额123.87亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司资产和所有者权益主要集中于母公司，母公司负债水平一般。

2019年底，母公司资产总额238.95亿元，较2018年底增长5.04%。其中，流动资产为193.50亿元，非流动资产45.45亿元。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。

2019年底，母公司所有者权益为114.55亿元，较2018年底变动不大。其中，实收资本占10.74%、资本公积占78.86%。母公司所有者权益稳定性强。

2019年底，母公司负债总额124.40亿元，较2018年底增长9.70%，主要由其他应付款、长期借款及应付债券构成。母公司2019年资产负债率为52.06%，整体负债水平一般。

2019年，母公司实现营业收入5.25亿元，营业成本4.91亿元。当年母公司营业利润率为5.57%，母公司利润总额0.71亿元。

2020年3月底，母公司资产总额245.18亿元，所有者权益113.45亿元；2020年1—3月，母公司未实现营业收入，利润总额-1.10亿元。

十、公司存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司由联合资信评定的“17 咸宁债/17 咸宁城投债”“18 咸宁城投 MTN001”及“18 咸宁城投 MTN002”的债券余额合计 23.15 亿元。

2019 年，公司 EBITDA 为存续债券余额合计的 0.11 倍；经营活动现金流入量为存续债券余额合计的 1.14 倍。

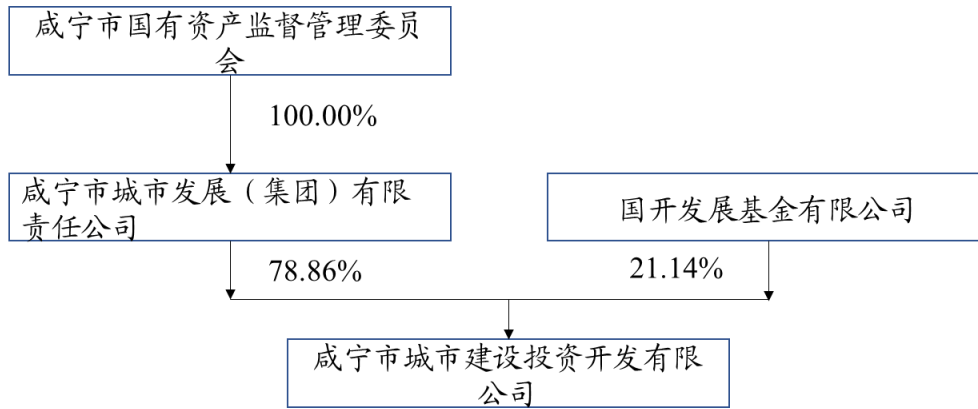
考虑到“17 咸宁债/17 咸宁城投债”设置了分期偿付条款，公司将于 2023 年迎来偿债高峰，当年需偿还总金额为 12.35 亿元。公司 EBITDA 及经营活动现金流入量分别为上述偿还金额的 0.21 倍和 2.14 倍。

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较强。

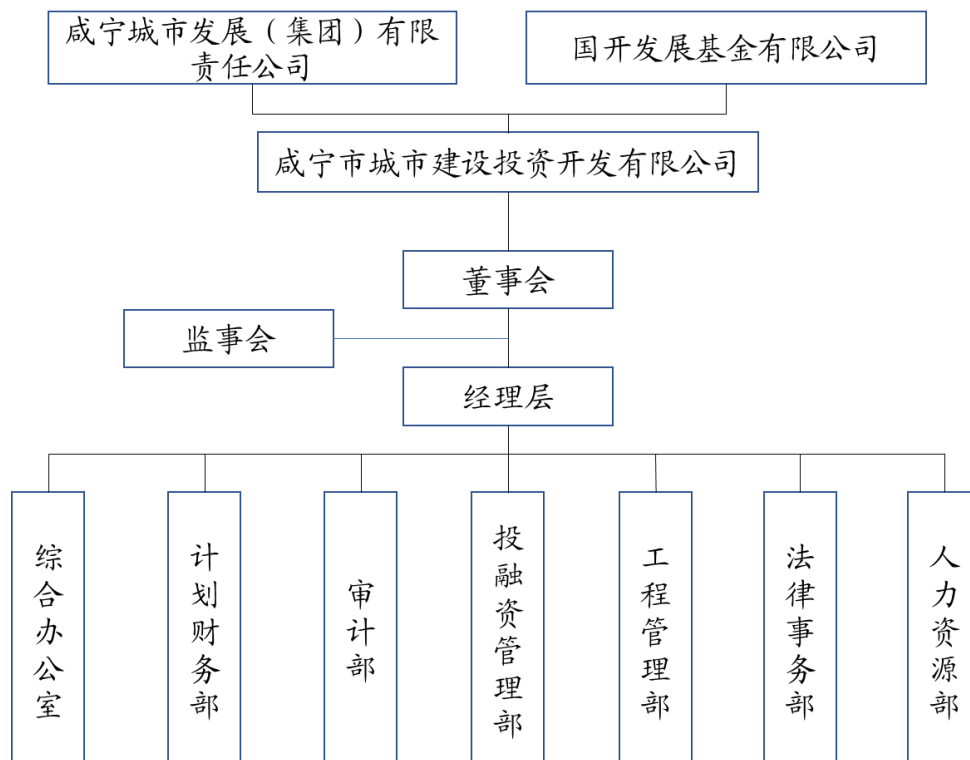
十一、结论

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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1—2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1—3 截至 2020 年 3 月底合并范围内二级子公司概况

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	100.00
咸宁宏业土地整理经营有限公司	土地整理开发等	53100.00	56.50
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	100.00
咸宁城发建工集团有限公司	房地产开发等	20000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.24	47.79	46.32	48.66
资产总额(亿元)	238.84	260.17	271.28	287.57
所有者权益(亿元)	102.69	107.73	108.69	107.25
短期债务(亿元)	4.97	3.49	9.91	5.00
长期债务(亿元)	79.79	107.28	119.89	129.98
全部债务(亿元)	84.76	110.77	129.81	134.98
营业收入(亿元)	8.91	12.38	15.09	0.18
利润总额(亿元)	1.14	1.31	1.24	-1.46
EBITDA(亿元)	1.97	2.37	2.64	--
经营性净现金流(亿元)	-27.99	-22.46	-18.44	-2.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.90	0.89	0.84	--
存货周转次数(次)	0.07	0.09	0.10	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.06	--
现金收入比(%)	42.02	33.13	34.36	520.79
营业利润率(%)	10.19	8.75	9.35	-70.76
总资本收益率(%)	0.82	0.78	0.84	--
净资产收益率(%)	1.10	1.14	1.11	--
长期债务资本化比率(%)	43.73	49.90	52.45	54.79
全部债务资本化比率(%)	45.22	50.70	54.43	55.73
资产负债率(%)	57.01	58.59	59.94	62.71
流动比率(%)	418.97	588.29	629.28	562.39
速动比率(%)	198.80	250.24	263.19	227.14
经营现金流动负债比(%)	-53.11	-55.61	-46.80	--
现金短期债务比(倍)	10.11	13.71	4.67	9.73
EBITDA 利息倍数(倍)	0.21	1.72	0.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	42.94	46.72	49.15	--

注：全部债务包括长期应付款中有息部分；2020 年一季度财务报表未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.46	28.62	24.76	28.59
资产总额(亿元)	217.86	227.48	238.95	245.18
所有者权益(亿元)	111.81	114.08	114.55	113.45
短期债务(亿元)	5.36	2.76	6.60	1.35
长期债务(亿元)	38.50	48.55	57.03	54.99
全部债务(亿元)	43.85	51.31	63.63	56.34
营业收入(亿元)	6.56	7.38	5.25	0.00
利润总额(亿元)	1.08	1.46	0.71	-1.10
EBITDA(亿元)	1.59	2.28	1.48	--
经营性净现金流(亿元)	-3.60	-5.17	-14.53	0.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.69	0.55	0.30	--
存货周转次数(次)	0.07	0.06	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.03	0.02	--
现金收入比(%)	39.03	34.94	5.10	--
营业利润率(%)	9.82	12.00	5.57	--
总资本收益率(%)	0.94	1.30	0.76	--
净资产收益率(%)	0.97	1.28	0.62	--
长期债务资本化比率(%)	25.61	29.85	33.24	32.65
全部债务资本化比率(%)	28.17	31.02	35.71	33.18
资产负债率(%)	48.68	49.85	52.06	53.73
流动比率(%)	266.84	299.29	300.08	318.73
速动比率(%)	103.60	130.00	132.61	143.70
经营现金流流动负债比(%)	-5.53	-8.53	-22.53	--
现金短期债务比(倍)	5.32	10.36	3.75	21.18
EBITDA 利息倍数(倍)	1.15	1.16	0.62	--
全部债务/EBITDA(倍)	27.50	22.49	42.89	--

注：全部债务包括长期应付款中有息部分；2020 年一季度财务报表未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期—上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= ((本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1) ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入/主营业务收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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

附件 5—1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5—2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5—3 评级展望设置及其含义

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

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