

信用等级公告

联合[2016]1471 号

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2016 年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司公司债券进行了主动评级，确定：

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA_{pi}，
评级展望为“稳定”

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司拟发行的 2016 年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司公司债券信用等级为 AAA_{pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：王华伟

二零一六年十二月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

2016年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司

公司债券主动评级报告

本次债券信用等级: AAA_{pr}

主体信用等级: AA_{pr}

评级展望: 稳定

发行规模: 17.3 亿元

债券期限: 7 年

还本付息方式: 按年付息, 存续期内第 3 年至第 7 年末每年分期偿还本金的 20%

担保方式: 全额不可撤销连带责任保证担保

担保方: 中合中小企业融资担保股份有限公司

发行目的: 用于募投项目建设以及补充公司营运资金

评级时间: 2016 年 12 月 26 日

财务数据:

发行人-武汉市黄陂区城建投资开发有限公司

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	122.28	171.13	168.69
所有者权益 (亿元)	66.87	69.76	88.22
长期债务 (亿元)	20.89	31.99	27.63
全部债务 (亿元)	21.44	40.49	27.93
营业收入 (亿元)	14.97	7.86	8.23
净利润 (亿元)	4.23	2.89	2.44
EBITDA (亿元)	4.27	2.94	2.60
经营性净现金流 (亿元)	-5.04	-10.79	-5.72
营业利润率 (%)	27.15	30.42	7.39
净资产收益率 (%)	6.53	4.23	3.08
资产负债率 (%)	45.32	59.24	47.70
全部债务资本化比率 (%)	24.28	36.72	24.05
流动比率 (倍)	9.38	5.64	11.09
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.07	0.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.86	1.39	1.34
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.21	0.15	0.13

担保方-中合中小企业融资担保股份有限公司

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	56.66	63.24	77.06
所有者权益合计 (亿元)	53.23	54.31	57.98
营业收入 (亿元)	3.12	6.95	10.68
净利润 (亿元)	1.61	2.67	4.45
经营性净现金流 (亿元)	1.16	2.96	5.14
资产负债率 (%)	6.05	14.12	24.48
融资性担保放大倍数 (倍)	2.27	5.58	7.70

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 3、公司长期应付款调至长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对武汉市黄陂区城建投资开发有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了其作为武汉市黄陂区城市基础设施开发建设的重要主体, 主要负责黄陂区范围内基础设施建设, 在政府补助、资产和资金注入等方面得到了武汉市黄陂区政府的大力支持。同时联合评级也关注到, 公司资产流动性较弱及收入实现质量差等因素对其信用水平带来的不利影响。

近几年, 武汉市黄陂区地方可控财力稳步增长; 未来根据黄陂区的开发需要, 城市基础设施建设的投资力度将进一步加大, 公司发展外部环境良好。随着公司基础设施建设工程的陆续完工以及政府回款安排的逐步落实, 未来公司收入规模和利润水平有望改善, 经营活动获现能力有望提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券设立提前分期偿还条款, 在一定程度上缓解了本次债券未来的集中偿付压力。中合中小企业融资担保股份有限公司 (以下简称“中合中小”) 为本次债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保; 经联合评级评定, 中合中小主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为“稳定”。中合中小担保实力强, 可有效增强本次债券的偿付保障能力。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 武汉市黄陂区经济及财政实力持续增强, 为公司发展创造了良好的外部环境。

2. 公司是武汉市黄陂区城市开发建设的重要主体, 在资产注入、股权划拨以及政府补助方面获得政府的大力支持。

3. 中合中小为公司提供了连带责任保证

担保，有效增强了本次债券的偿付保障能力。

关注

1. 自 2015 年起，公司不再承做黄陂区土地整理项目，对公司盈利能力造成一定影响。

2. 公司在基础设施建设项目的拟投资规模较大，未来筹资压力较为明显。

3. 公司资产以存货为主，土地资产占比大，资产变现能力较弱，整体流动性较弱；公司资本公积中水库使用权占比较大，所有者权益质量较差。

4. 本次债券发行规模大，对公司现有债务影响明显。本次债券募投项目内部收益率及财务净现值均为负，项目自身不具备盈利能力，未来债券的本息偿还将依赖于公司自身现金流入量。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

郑 鹏

电话：010-85172818

邮箱：zhengp@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以 pi 后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由武汉市黄陂区城建投资开发有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因武汉市黄陂区城建投资开发有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与武汉市黄陂区城建投资开发有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对武汉市黄陂区城建投资开发有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：



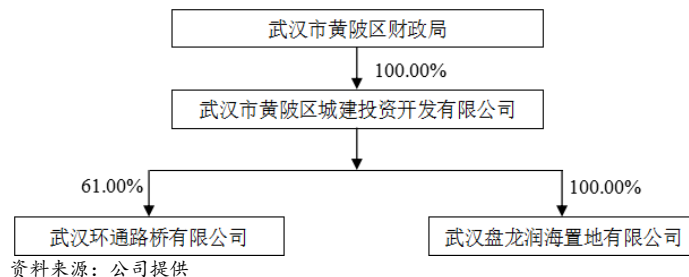
联合信用评级有限公司

于明

一、主体概况

武汉市黄陂区城建投资开发有限公司（以下简称“本公司”或“公司”）成立于 2001 年 7 月 25 日，初始注册资本为 1.20 亿元，依据武汉市国有资产管理委员会下发的武国资委[2001]13 号文件，黄陂区建委代行出资人职责；2003 年 5 月，黄陂区建委以土地使用权对公司增资 7.16 亿元；2008 年 10 月，武汉市黄陂区人民政府下发《关于将武汉市黄陂区城建投资开发有限公司国有股权整体划转给黄陂区财政局的通知》，公司出资人变更为黄陂区财政局；截至 2015 年底，公司注册资本合计 8.36 亿元，黄陂区财政局为公司唯一股东及实际控制人。

图 1 公司股权结构图



公司经营范围：城市基础设施建设及投资，建设项目总承包，土地转让，城市给水，城市建设项目中介服务，物流管理，建设和装饰材料、工程机械设备销售。

截至 2015 年底，公司内设经营部、工程部、财务部、综合部和稽核部 5 个职能部门，公司目前拥有一家全资子公司及一家控股子公司，分别为武汉盘龙润海置地有限公司（以下简称“盘龙润海”）及武汉环通路桥工程有限公司（以下简称“环通路桥”）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 168.69 亿元，负债合计 80.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.22 亿元，其中归属母公司所有者权益 88.17 亿元；2015 年，公司实现营业收入 8.23 亿元，净利润（含少数股东损益）2.43 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.72 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.10 亿元。

公司注册地址：黄陂区前川街黄陂大道建设大厦；法定代表人：黄文胜。

二、本次公司债券及募投项目概况

1. 本次债券概况

公司计划于 2016 年发行 17.30 亿元 2016 年武汉市黄陂区城建投资开发有限公司公司债券（以下简称“本次债券”），债券期限为 7 年，采用固定利率，票面利率根据 Shibor 基准利率加上基本利差确定，并在债券存续期内保持不变。

本次债券每年付息一次，于债券存续期内的第 3~7 年末每年按照债券本金总额 20%的比例偿还债券本金，后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付。年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。

本次债券由中合中小提供全额不可撤销连带责任保证担保，经联合评级评定，中合中小主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”。中合中小担保实力强，可有效增强本次债券的偿付保障能力。同时，公司将设立偿债资金专户，以进一步保证债券本息的按时兑付。公司将根据本

次债券还本付息的资金需求，将企业日常经营所产生的部分现金划转至偿债资金专户，专门用于本次债券的还本付息，对本次债券偿付安全性进一步起到了保障作用。

2. 本次债券投资项目概况

本次债券拟募集资金 17.30 亿元，其中募集资金中 6.30 亿元用于临空产业园空港花园还建小区建设项目、5.00 亿元用于临空产业园后湖人家还建小区建设项目、5.00 亿元用于临空产业园横店街还建小区建设项目、1.00 亿元用于补充公司营运资金，本次债券募投项目属于具有经营性现金流的非公益性项目。募集资金使用情况如下表

表 1 本次公司债券募集资金使用计划（单位：万元、年）

项目名称	总投资额	拟使用本次债券资金	建设周期
临空产业园空港花园还建小区建设项目	112,420.16	63,000.00	3
临空产业园后湖人家还建小区建设项目	88,971.45	50,000.00	3
临空产业园横店街还建小区建设项目	78,608.39	50,000.00	3
补充营运资金	--	10,000.00	--
合计	280,000.00	173,000.00	--

资料来源：公司提供

（1）临空产业园横店街还建小区建设项目

项目整体概况

根据《关于黄陂区临空产业园横店街还建小区项目可行性研究报告的批复》，该项目地点位于横店街彭家垱、建国社区、红旗社区，建设工期为 36 个月。项目规划总用地面积 368,332.07 平方米，总建筑面积 455,920.73 平方米，容积率 1.24，建筑密度 24.5%，绿地率 38.9%，主要建设内容为 17 层高层住宅 2 栋，16 层高层住宅 4 栋，11 层小高层住宅 28 栋，9 层住宅建筑 1 栋，6 层多层住宅 26 栋，6 层综合楼 1 栋，2 层服务管理用房，配套建设停车位、绿化、给排水、电气、照明、消防、通风、燃气、道路等附属工程。项目总投资为 78,608.39 万元，资金来源为公司自筹。

项目整体批复情况

2015 年 3 月 20 日，公司获得武汉市黄陂区发展和改革委员会《关于黄陂区临空产业园横店街还建小区项目可行性研究报告的批复》（陂发改投资[2015]131 号）；

2015 年 2 月 11 日，公司获得武汉市黄陂区国土资源和规划局《关于临空产业园横店街还建小区建设用地预审意见的复函》（陂土资规预审[2015]137 号）；

2014 年 12 月 25 日，获得武汉市黄陂区环境保护局《关于临空产业园横店街还建小区项目环境影响报告表的批复》（陂环管[2014]165 号）。

资金筹措与经济效益

项目收入主要由房产和商业销售收入组成。按照项目建设期 3 年，经营期 5 年来测算，预计项目的投资回收期 8.27 年（含建设期），内部收益率是-1.82%。

项目建设进度

截止 2016 年 7 月 11 日，临空产业园横店街还建小区建设项目已完成前期投资额 3,892.09 万元，项目完工进度为 4.95%。

（2）临空产业园后湖人家还建小区建设项目

根据《关于黄陂区临空产业园后湖人家还建小区项目可行性研究报告的批复》，该项目建设地点位于横店街川龙大道西侧建华村、红寨村，建设工期为36个月。项目规划总用地面积243,560.22平方米，总建筑面积495,019.6平方米，容积率2.11，建筑密度21.2%，绿地率34%，主要建设内容为16层高层住宅13栋，11层小高层住宅36栋，5层综合楼，2层服务管理用房，配套建设停车位、绿化、给排水、电气、照明、消防、通风、燃气、道路等附属工程。项目总投资为88,971.45万元，资金来源为公司自筹。

项目整体批复情况

2015年3月20日，公司获得武汉市黄陂区发展和改革委员会《关于黄陂区临空产业园后湖人家还建小区项目可行性研究报告的批复》（陂发改投资[2015]135号）；

2015年2月16日，公司获得武汉市黄陂区国土资源和规划局《关于临空产业园后湖人家还建小区建设用地预审意见的复函》（陂土资规预审[2015]135号）；

2014年12月26日，公司获得武汉市黄陂区环境保护局《关于临空产业园后湖人家还建小区项目环境影响报告表的批复》（陂环管[2014]166号）。

资金筹措与经济效益

项目建成后主要收入来源主要是房产和商业销售收入构成。按照项目建设期3年，经营期5年测算，预计项目投资回收期8.54年（含建设期），内部收益率为-3.38%。

项目建设进度

截止2016年7月11日，临空产业园后湖人家还建小区建设项目已完成前期投资额8,185.04万元，项目完工进度为9.20%。

（3）临空产业园空港花园还建小区建设项目

根据《关于黄陂区临空产业园空港花园还建小区项目可行性研究报告的批复》，该项目建设地点位于横店街建国社区，建设工期为36个月。项目规划总用地面积320,573.51平方米，总建筑面积522,260.55平方米，容积率1.63，建筑密度为23.36%，绿地率33.08%，主要建设内容为16层5栋，15层1栋，11层小高层住宅46栋，6层多层住宅29栋，物业及其他配套用房，配套建设停车位、绿化、给排水、电气、照明、消防、通风、燃气、道路等附属工程。项目总投资为112,420.16万元，资金来源为公司自筹。

项目整体批复情况

2015年4月18日，公司获得武汉市黄陂区发展和改革委员会《关于黄陂区临空产业园空港花园还建小区项目可行性研究报告的批复》（陂发改投资[2015]143号）；

2015年2月11日，公司获得武汉市黄陂区国土资源和规划局《关于临空产业园空港花园还建小区建设用地预审意见的复函》（陂土资规预审[2015]136号）；

2014年12月24日，公司获得武汉市黄陂区环境保护局《关于临空产业园空港花园还建小区项目环境影响报告表的批复》（陂环管[2014]164号）。

资金筹措与经济效益

项目建成后收入来源主要是由房地产销售收入和物业费用收入构成。按照项目建设期3年，经营期5年来测算，预计项目投资回收期10.43年（含建设期），内部收益率是-9.87%。

项目建设进度

截止2016年7月11日，临空产业园空港花园还建小区建设项目已完成前期投资额12,749.98

万元，项目完工进度为 11.34%。

三、行业分析

公司业务以工程施工业务和土地整理业务为主，以公交运营和道路养护为辅，属于城市基础设施建设行业。

1. 行业概况

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，主要着眼于确立企业的投资主体地位，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财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，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，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发发改办财金[2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信，为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称《43 号文》）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称《351 号文》），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为公司债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府

融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来，从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问，到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整公司债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

总体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势。

2. 区域经济

公司是武汉市黄陂区重要的城市开发建设主体，承担着区内基础设施建设以及土地整理项目投资融资的任务。公司的经营范围、投资方向及融资能力直接受黄陂区经济实力及财政收支状况的影响，并与武汉市黄陂区发展规划密切相关。

（1）武汉市经济概况

武汉市地处中国中部，是拥有常住人口910万的特大中心城市，距广州、北京、上海、重庆等特大中心城市均在1,000公里左右，总面积8,494平方公里，常住人口1,022万人，是全国重要的工业基地和交通枢纽，有很强的市场集散功能和经济辐射作用。随着“中部崛起”及“长江经济带”战略的提出与实施，武汉发展机遇良好。优越的自然地理位置及便利的交通条件，加上雄厚的经济力量，武汉已成为长江中游地区经济发展的龙头。

根据《武汉市2015年暨“十二五”期间国民经济和社会发展统计公报》，2015年，武汉市实现生产总值（GDP）10,905.60亿元，按可比价格计算，较2014年增长8.8%。其中，第一产业增加值359.81亿元，增长4.8%；第二产业增加值4,981.54亿元，增长8.2%；第三产业增加值5,564.25亿元，增长9.6%。人均生产总值104,132元，增长6.8%。

2015年，武汉市一般公共预算总收入2,231.67亿元，比上年增长12.7%。地方一般公共预算收入1,245.63亿元，增长12.0%。其中，税收收入1,015.91亿元，增长12.0%；非税收入229.73亿元，增长11.9%。

2015年，武汉市实现社会固定资产投资7,725.26亿元，比上年增长10.3%。其中，民间投资4,340.99亿元，增长6.8%，占全社会固定资产投资的56.5%。全年施工项目（不含房地产开发，下同）2,777个，下降6.9%。其中，本年新开工项目1,797个，下降4.9%。全年投产项目1,779个，增长10.2%。

（2）黄陂区经济概况

黄陂区位于湖北省东部偏北、武汉市北部，与武汉市中心城区依水相依，五桥相连。区域面积2,261平方公里，占武汉市的1/4；人口116万人，占全区的1/8，是武汉市版图面积最大、人口最多的新型城区。黄陂区推进产业特色发展、规模发展、集约发展、转型发展。

根据《黄陂区2015年国民经济和社会发展统计公报》，黄陂区2015全年完成生产总值570.22亿元，按可比价计算，比上年增长11%。其中，第一产业增加值114.16亿元，增长4.8%；第二产

业增加值 270.96 亿元，增长 12.7%；第三产业增加值 185.11 亿元，增长 11%。三次产业结构为 20:47.5:32.5，与上年相比第一产业下降了 0.7 个百分点，第二产业下降了 0.2 个百分点，第三产业上升了 0.9 个百分点；2015 年一般公共预算总收入 65.3 亿元，比上年增长 0.7%。地方一般公共预算收入 48.32 亿元，增长 3.9%。其中，税收收入完成 31.61 亿元，下降 3.7%；非税收入 16.71 亿元，增长 21.9%；全年规模以上工业增加值 191.43 亿元，比上年增长 13.9%；全社会固定资产投资 627.22 亿元，比上年增长 11.2%。

总体看，黄陂区优良的区位和快速增长的区域经济为公司提供了良好的经营环境。

（3）黄陂区财政实力

2013~2015 年，武汉市黄陂区地方可控财力呈波动增长态势，近三年分别为 115.62 亿元、112.38 亿元和 124.65 亿元。从财政收入结构看，2015 年，一般预算收入、上级补助收入和政府性基金收入分别占地方可控财力的 38.76%、32.47%和 28.76%，一般预算收入和上级补助收入为武汉市黄陂区本级可控财力的主要组成部分。2015 年，黄陂区一般预算收入为 48.32 亿元，较上年增长 3.9%，其中，税收收入 31.61 亿元，较上年下降 3.7%；政府性基金收入 40.48 亿元，较上年增长 5.97%。

表 2 武汉市黄陂区 2013~2015 年财政收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	增长率
（一）地方一般预算收入	40.71	46.74	48.32	8.95
1、税收收入	32.52	32.82	31.61	98.59
2、非税收入	8.19	13.92	16.71	42.84
（二）政府性基金收入	48.40	38.20	40.48	-8.55
1、国有土地使用权出让金	48.40	38.20	40.48	-8.55
2、其他	--	--	--	--
（三）上级补助收入	26.51	27.44	35.85	16.29
1、税收返还收入	1.39	0.75	0.78	-25.09
2、一般性转移支付收入	16.93	17.19	20.69	10.55
3、专项转移支付收入	8.18	9.50	14.37	32.54
（四）预算外财政专户收入	--	0.0015	--	--
地方可控财力	115.62	112.38	124.65	3.83

资料来源：武汉市黄陂区财政局

黄陂区地方政府债务全部为直接债务，截至 2015 年全部债务余额合计 81.00 亿元（直接债务余额+担保债务余额*50%）。黄陂区政府债务率为 64.99%，地方政府债务负担较重。

表 3 2015 年武汉市黄陂区地方可支配收入及地方政府债务（单位：万元）

地方财力（2015 年度）	金额	地方债务（截至 2015 年 12 月）	金额
（一）地方一般预算本级收入	483,221.00	（一）直接债务余额	810,000.00
1、税收收入	316,141.00	1、外国政府贷款	
2、非税收入	167,080.00	2、国际金融组织贷款	
（二）转移支付和税收返还收入	358,454.00	（1）世界银行贷款	109.49
1、一般性转移支付收入	206,926.00	（2）亚洲开发银行贷款	
2、专项转移支付收入	143,728.00	（3）国际农业发展基金会贷款	
3、税收返还收入	7,800.00	（4）其他国际金融组织贷款	
（三）国有土地使用权出让收入	404,761.00	3、国债转贷资金	24,516.00

1、国有土地使用权出让金	404,761.00	4、农业综合开发借款	
2、国有土地收益基金		5、解决地方金融风险专项借款	589.00
3、农业土地开发资金		6、国内金融机构借款	
4、新增建设用地有偿使用费		(1) 政府直接借款	
(四) 预算外财政专户收入		(2) 由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	328,824.50
		7、债券融资	
		(1) 中央代发地方政府债券	152,340.00
		(2) 由财政承担偿还责任的融资平台债券融资	120,000.00
		8、粮食企业亏损挂账	
		9、向单位、个人借款	183,621.01
		10、拖欠工资和工程款	
		11、其他	
		(二) 担保债务余额	
		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	
		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	
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	124.35	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	810,000.00
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%		64.99%	

资料来源：武汉市黄陂区财政局

总体看，近年来武汉市黄陂区可控财力波动增长，一般预算收入和上级补助收入为地方可控财力的主要来源；黄陂区政府债务全部为直接债务，政府整体债务负担较重。

四、基础素质分析

1. 公司规模

公司为黄陂区内国有独资的政策性投资有限公司，直属区政府领导，是黄陂区基础设施开发建设以及土地整理的重要实施主体及投融资平台。

截至 2015 年底，公司下设 1 家全资子公司以及 1 家控股子公司，所涉及的业务范围包括城市基础设施建设，建筑工程施工以及房地产开发。

截至 2015 年底公司合并资产总额 168.69 亿元，2015 年实现营业收入 8.23 亿元。截至 2015 年底，公司承担的在建项目主要有饮水安全工程、旧城改造工程、新十公路改扩建工程、黄武公路和川龙大道整治及大修等项目，上述项目预计总投资 23.86 亿元，尚需投资 4.03 亿元。

总体看，公司作为黄陂区重要的投融资平台，统筹推进黄陂区基础设施项目建设。同时，按照黄陂区政府的要求，负责黄陂区范围内的土地整理工作。

2. 人员素质

截至 2015 年底，公司高级管理人员有总经理 1 人、副总经理 2~3 人。

公司董事长黄文胜先生，1980 年 10 月生，湖北省武汉市黄陂区人，湖北省委党校政经专业研究生毕业，经济师，1991 年 7 月加入中国共产党。自 1998 年参加工作以来，黄文胜曾任大潭原种场党务副书记、黄陂区经信局副局长、汉口北管委会副主任，现任公司法人。

公司总经理阮诗军先生，1974 年 7 月生，湖北省潜江市人，武汉大学经济管理学院 MBA 专业研究生毕业，土地登记代理人。自 1998 年 7 月参加工作以来，阮诗军曾任黄陂区国土规划信息中心主任、湖北省国土资源厅土地利用处主任科员、黄陂区土地储备交易中心主任、六指街道办事处副主任，现任公司总经理。

截至 2015 年底，公司本部共有员工 17 人，本科及以上学历占 64.32%；从年龄结构看，30 岁及以下人员 57.91%，30~50 岁员工 39.24%，50 岁以上员工 2.85%。

总体看，公司高管人员具有丰富的工作经验和政府工作背景；公司员工素质满足目前公司经营需要，随着业务规模的增长，对公司人员的数量和能力将提出更高的要求。

3. 政府支持

公司承担着武汉市黄陂区城市基础设施投资建设任务以及全区土地整理和开发的职责等，获得区政府的大力支持：

（1）资本金注入

根据 2008 年《区人民政府关于将部分土地使用权无偿划转至武汉市黄陂区城建投资开发有限公司的通知》，黄陂区人民政府将 2 宗土地面积为 183,804.07 平方米，评估价值为 836,125,240.84 元（经中南资产评估有限公司出具的鄂中资评字[2008]第 035 号评估报告评估）的土地使用权投入至公司，增加实收资本 836,000,000.00 元，差额 125,240.84 元计入“资本公积—股本溢价”。

（2）股权划转

根据 2008 年《区人民政府关于将部分土地使用权无偿划转至武汉市黄陂区城建投资开发有限公司的通知》，黄陂区人民政府将 2 宗土地面积为 183,804.07 平方米，评估价值为 836,125,240.84 元（经中南资产评估有限公司出具的鄂中资评字[2008]第 035 号评估报告评估）的土地使用权投入至公司，增加实收资本 836,000,000.00 元，差额 125,240.84 元计入“资本公积—股本溢价”。

（3）资产注入

根据区政府于 2010 年 6 月 28 日以及 2010 年 6 月 29 日出具的《关于将部分土地使用权无偿划转至武汉市黄陂区城建投资开发有限公司的通知》，区政府将 6 宗共计 655,942.05 平方米，评估价值合计 15.65 亿元的土地使用权投入至公司（经湖北中南资产评估有限责任公司出具鄂中资评字[2010]036 号、[2011]037 号评估报告评估），计入“存货”，同时增加资本公积。

根据《关于确认政府资本性投入的通知》（陂财文[2015]857 号），为保证公司的日常运营及项目建设，经政府办公厅研究决定，将武汉市黄陂区财政局历年来拨付给公司的“专项资金—刘店地区开发资金”160,000 万元作为政府对公司资本性投入，计入“资本公积”。

（4）土地出让金

根据区政府于 2008 年 12 月 1 日下发的《关于黄陂区土地出让收入处理的通知》，为了更加有效的缓解平台公司建设资金不足和项目开发资金瓶颈的问题，充实公司的现金类和营运资金，从通知颁发日起，由区财政将黄陂区每年的土地出让收入部分返还给区域投公司。2013~2014 年，

公司分别收到土地出让收入 13.80 亿元、6.31 亿元。2015 年未收到土地出让收入。

（5）税收优惠

根据鄂政[2015]11 号文，公司 2014~2018 年取得的财政性资金和政府补贴收入列入不征税范围；黄陂区地税局按照湖北省地方税务局《关于土地流转有关税收问题的通知》（鄂地税发[2013]97 号）的相关规定，对公司 2014~2018 年取得的土地整理收入的营业税和土地增值税，予以免税办理；黄陂区税务局按照《财政部国家税务总局关于专项用途财政学资金企业所得税处理问题的通知》（财税[2011]70 号）的相关规定，对公司 2014~2018 年取得的土地整理收入和工程代建收入的所得税，予以免税办理。

（6）应收账款保障

根据武汉市黄陂区政府出具的《关于应付武汉市黄陂区城建投资开发有限公司款项有关情况的说明》，截至 2015 年底，区政府各部门、各行政事业单位与公司形成应收账款、其他应收账款和长期应收账款共计 248,902.74 万元，上述账款形成原因主要为区政府委托公司及下属子公司从事建设项目多处于建设期，项目建设周期与回款周期存在跨期及与相关单位形成借款。为了保障公司的持续经营能力，区政府及相关部门将在 2020 年末以前将上述款项清偿完毕；其中，2016~2020 年分别计划偿还 38,902.74 万元、45,000.00 万元、50,000.00 万元、55,000.00 万元以及 60,000.00 万元。

（7）政府补助

作为黄陂区基础设施建和土地整理的主体，公司近年来在基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等方面投入较大，区政府在政府补助方面给予了公司一定的支持。根据区财政局出具的《关于 2013 年确认财政补贴收入的函》、《关于 2014 年确认财政补贴收入的函》以及陂财文[2015]858 号，2013~2015 年，公司分别收到财政补贴收入 3,000.00 万元、5,000.00 万元以及 20,167.50 万元。

总体看，公司作为黄陂区城市基础设施主体，黄陂区政府在资本金注入、股权划转、资产注入、土地出让金、税收优惠、应收账款保障和政府补助方面给予了较大支持。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司是由武汉市黄陂区财政局出资的国有独资企业，根据《公司法》和其他相关规定，建立了现代化的法人治理结构，设立董事会、监事会和经理层。

公司设立董事会，不设股东会。董事会由 5 人组成，设董事长 1 人，董事 4 人。

公司设立监事会，设监事长 1 人，监事 4 人，监事会领导稽核部的工作。

公司设立总经理 1 人，总经理层由董事长授权履行《公司章程》中所规定的职权，总经理主持公司的生产经营和管理工作，实行董事会领导下的总经理负责制。

2. 管理水平

公司设 5 个职能部门，并根据自身特点建立了相应的管理体系。

在财务管理方面，公司依照法律、行政法规的规定，建立财务会计制度和内部审计制度，目前公司的资金由公司结算中心统一调度，统筹使用。公司实行资金集中式的财务运作模式，即各公司独立核算，但在资金资源的控制运用上由公司统一运作，成立专门的资金管理部门，负责调剂下属公司的资金余缺。

在资金管理方面，公司为加强资金管理，规范内部交易的经济行为，维护股东合法权益，制定了资金管理办法。资金管理的基本任务是做好各项结算资金计划、预算控制、核算、分析和考核等管理工作，合理筹集和使用资金，保证生产经营工作的有序进行，严格执行结算纪律，提高资金使用效率。按照“集中、公开、合理、监督”的原则，公司资金管理实行集中管理、统一信贷前提下的分级分权管理原则。财务部是资金管理的组织实施机构。主要负责信贷与抵押担保业务以及内部贷款的审批、资金收支与资金占用指标下达与考核、投资收益管理以及资金划拨和回收。下级子公司提出资金需求，以委托贷款方式发放。

在固定资产管理方面，公司固定资产实行财务管理本部、归口管理部门和使用单位三级管理。财务管理本部负责公司固定资产总分类核算、会同各归口管理部门办理固定资产增减变动、调拨、报废等账务处理。

在对外担保管理方面，公司财务部对公司本部以及子公司的担保业务实施集中管理制度。公司财务部负责对被担保企业的资信状况、该项担保的利益和风险进行充分分析，并对被担保企业生产经营状况、财务情况、投资项目进展情况、人员情况进行实地考察，通过各项考核指标，对被担保企业的盈利能力、偿债能力、成长能力进行评价。财务部根据被担保企业资信评价结果，就是否提供担保、反担保具体方式和担保额度提出建议，上报公司总经理，总经理上报给董事会。公司股东大会或董事会做出担保决策后，由合规人员审查有关主债权合同、担保合同和反担保合同等法律文件，由财务部负责与主债权人签订书面担保合同，与反担保提供方签订书面反担保合同。

总体看，公司管理体系较为完善，能够满足公司日常的经营管理需求。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为黄陂区基础设施建设和土地开发主体，近年代建项目建设管理费收入、工程结算收入和土地整理收入是公司营业收入的主要来源。2013~2015年，受土地整理收入快速下降的影响，公司营业收入波动下降，分别为14.97亿元、7.86亿元和8.23亿元。从毛利率看，2013~2015年，公司毛利率波动下降，分别为27.52%、31.98%和10.82%。

表4 2013~2015年公司营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2013年			2014年			2015年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建设管理	3,612.40	2.41	100.00	6,599.94	8.39	100.00	--	--	--
工程结算	6,709.21	4.48	-17.57	7,563.07	9.62	18.76	82,298.52	100.00	10.82
土地整理	138,000.00	92.20	27.10	63,110.40	80.27	25.00	--	--	--
租金	1,350.00	0.90	100.00	1,350.00	1.72	100.00	--	--	--
合计	149,671.60	100.00	27.52	78,623.42	100.00	31.98	82,298.52	100.00	10.82

资料来源：公司提供

总体看，公司营业收入稳定性较弱，主要系土地整理收入快速下降的影响。

2. 业务运营

(1) 基础设施建设

公司城市基础设施建设业务主要表现为建设管理业务以及工程结算业务。其中，管理业务按工程管理费确认收入，工程结算业务按投资成本以及加成确认收入。承做主体方面，建设管理业务主要由公司本部经营；截至 2014 年底，公司工程结算业务主要由下属子公司环通路桥承做，自 2015 年起，公司工程结算业务主要由公司本部承做。

建设管理业务方面，作为黄陂区基础设施建设的重要主体，公司每年根据黄陂区政府规划，承担大量基础设施建设任务，包括交通基础设施、饮水工程、学校及医院建设等。

2014 年以前，公司所代建的项目每年与黄陂区政府签订基础设施建设项目工程建设管理协议。根据协议，黄陂区政府委托公司负责工程项目质量、投资以及进度控制，并负责项目投融资工作；待工程完工后，公司将验收合格的工程移交黄陂区建设管理部门，黄陂区政府根据审计的工程实际造价金额按约定比例（每年不一致）将工程建设管理费支付给公司。公司将工程建设管理费计入“营业收入—建设管理”，由于公司按加成部分确认收入，因此该业务不产生营业成本。

2015 年，公司确认建设或购买形成的在建资产中城市建设项目 366,859.21 万元，黄陂区财政局将根据财政资金安排在 9 年内完成资金的支付。

工程结算业务方面，环通路承接的市政项目每年按工程进度与黄陂区政府进行结算。自 2015 年起，依据区政府《关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司城市基础设施投资处理的通知》文件的精神，由区财政局将每年对投入到区旧城改造、安全饮水基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等方面的资金，按其相应资金成本总额的 110% 返还给区域投公司。

2013~2014 年，公司分别确认建设管理业务收入 3,612.40 万元和 6,599.94 万元；2015 年未确认该板块业务收入，主要系公司将 2015 年区财政局返还公司的区旧城改造、安全饮水基础设施建设、棚户区改造及安置房建设等资金计入工程结算业务收入所致。

2013~2015 年，公司先后完成后湖北路道路工程、十索旅游公路改建工程、空港南大街工程等项目；三年分别确认工程结算收入 6,709.21 万元、7,563.07 万元和 8.23 亿元，在公司营业收入中占比分别为 4.48%、9.62% 和 100.00%。2013~2015 年，该板块业务毛利率波动较大，三年分别为 -17.57%、18.76% 和 10.82%。

表 5 2013~2015 年工程结算业务收入情况（单位：万元）

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
后湖北路道路工程	2,207.00	620.00	--
十索旅游公路改建工程	1,386.86	949.80	779.89
空港南大街工程	970.00	2,289.00	780.00
锦里沟工程	500.00	--	--
前川六条街刷黑工程	--	2,070.68	1,580.00
川龙大整治刷黑工程	--	860.00	10,150.00
路网工程	487.63	609.97	1,259.04
台创园工程	--	--	1,000.00
零星工程	1,157.72	163.62	3,758.85
城投公司项目	--	--	62,990.74
合计	6,709.21	7,563.07	82,298.52

资料来源：公司提供

注：城投公司项目具体为区旧城改造、安全饮水基础设施建设和棚户区改造及安置房建设。

表 6 截至 2015 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	截至 2015 年底完成投资
饮水安全工程	6.45	5.81
旧城改造工程	2.65	2.12
新十公路改扩建工程	5.73	4.01
黄武公路	4.23	3.81
川龙大道整治及大修	4.80	4.08
合计	23.86	19.83

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司承担的在建项目主要有饮水安全工程、旧城改造工程、新十公路改扩建工程、黄武公路和川龙大道整治及大修等项目，上述项目预计总投资 23.86 亿元，尚需投资 4.03 亿元。

总体看，公司未来投资规模较大，存在一定筹资压力。

（2）土地整理业务

公司土地整理业务主要由本部承做，主要负责武汉市黄陂区的土地收购、整理以及前期开发利用等。

根据 2008 年区政府下发的《关于将黄陂区土地整理相关业务委托黄陂区城建投资开发有限公司经营的通知》，黄陂区国有土地储备中心（以下简称“土储中心”）将土地收购、整理、前期开发利用等相关业务委托给公司经营，公司承担相应的土地业务费、农业开发资金、廉租房保障基金、失地农民保障基金、教育基金和水利建设基金等相关费用；土储中心将全部或部分土地出让收入支付给公司作为土地整理开发的投资回报。公司将收到的投资回报部分计入“营业收入—土地整理”，同时所承担的相关费用计入“营业成本—土地整理”。2015 年，应区政府的要求，公司不再承担黄陂区土地整理任务。

2013~2014 年，公司分别实现土地整理业务收入 13.80 亿元和 6.31 亿元；2015 年未确认该板块业务收入，主要系公司未承做黄陂区土地整理项目所致。2013~2014 年，土地整理业务毛利率有所下降，分别为 27.10%和 25.00%。

（3）租赁业务

公司租赁业务收入主要来自夏家寺水库。2009 年，公司将夏家寺水库的水面使用权以包租的方式有偿租赁给武汉市黄陂区水产服务中心（以下简称“水产中心”）用作水产养殖；该水库水面使用面积约 45,000 亩，签订的租赁期为 5 年，自 2009 年 1 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日，每年的租金为 1,350.00 万元。2015 年，公司未确认夏家寺水库租赁业务收入，系未签订正式租赁协议所致。由于该业务经营成本由水产中心承担，2013~2014 年，该业务毛利率均为 100.00%。

2015 年，由于租赁协议条款以及租金仍在协商，因此公司未确认该板块业务收入。

3. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 1.66 次、0.68 次和 0.52 次，存货周转次数分别为 0.74 次、0.14 次和 0.15 次，呈波动下降趋势；总资产周转次数分别为 0.24 次、0.05 次和 0.05 次，呈持续下降趋势。

与同业上市公司比较，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业较低水平。

表 7 2015 年城投行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

企业简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
东湖高新	3.11	0.79	0.41
上海建工	5.08	2.53	0.97
黄陂城投	0.52	0.15	0.05

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司经营效率逐年下降且处于行业较低水平。

4. 未来发展

公司是黄陂区最大的区属城镇基础设施建设企业，未来伴随黄陂区经济的发展及政府财政实力的不断增强，在政府的大力支持下，公司基础设施建设业务收入及利润有望获得较大发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年三年连审报告经武汉中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报表遵照财政部最新的企业会计准则的规定编制。

2015 年公司合并报表范围内共 2 家子公司，分别为环通路桥、盘龙润海（持股 100%，截至 2015 年底资产总额为 17.19 万元）。其中，环通路桥系武汉市黄陂区人民政府于 2008 年底无偿划转至公司，公司持有其 61.00% 的股权；盘龙润海为 2014 年新纳入合并范围。公司于 2012 年和 2014 年 5 月份分别收购盘龙润海 49%、51% 的股权，支付共计 1,006.71 万元。总体看，公司子公司规模不大，对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 168.69 亿元，负债合计 80.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）88.22 亿元，其中归属母公司所有者权益 88.17 亿元；2015 年，公司实现营业收入 8.23 亿元，净利润（含少数股东损益）2.43 亿元，其中归属母公司所有者的净利润 2.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.72 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.10 亿元。

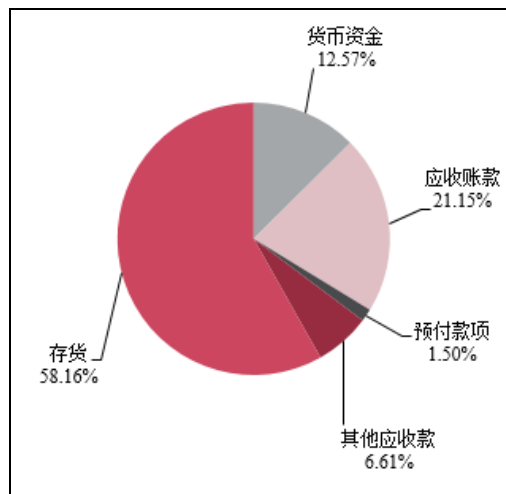
2. 资产质量

2013~2015 年，公司的资产总额波动增长，年均复合增长率为 17.46%。截至 2015 年底，公司资产总额为 168.69 亿元，较上年下降 1.43%。其中，流动资产占 53.19%，非流动资产占 46.81%，公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

2013~2015 年，公司的流动资产总额波动增长，年均复合增长率为 24.01%。截至 2015 年底，公司流动资产为 89.73 亿元，较上年下滑 0.40%，主要来自货币资金和其他应收款的减少。从资产构成上看，公司流动资产主要为货币资金（占比 12.57%）、应收账款（占比 21.15%）和存货（占比 58.16%）。

图 2 截至 2015 年底流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2013~2015 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降率为 3.01%。截至 2015 年底，公司货币资金为 11.28 亿元，较上年下降 38.62%，均为银行存款。截至 2015 年底，公司货币资金中无受限资金。

2013~2015 年，公司应收账款快速增长，年均复合增长 35.56%。截至 2015 年底，公司应收账款为 18.98 亿元，较上年增长 49.49%，主要为应收黄陂区财政局的工程回款及黄陂区水产服务中心的租赁款；在按账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，1~2 年的占 49.95%，2~3 年的占 49.95%，3 年以上的占 0.10%。公司对黄陂区水产服务中心及关葛道路工程建设指挥部的欠款分别计提 202.50 万元和 0.75 万元坏账准备。

2013~2015 年，公司其他应收款波动减少，年均复合下降 2.55%。截至 2015 年底，公司其他应收款为 5.93 亿元，较上年下降 37.51%，主要系往来款项的减少所致；同期，公司计提了 806.71 万元坏账准备，计提较充分其中；组合中按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款，账龄在 1 年以内的占 1.26%，1~2 年的占 0.80%，2~3 年的占 0.68%，3 年以上的占比 97.26%。从集中度来看，公司前五大客户欠款金额为 5.86 亿元，占其他应收账款总额的 97.41%，集中度高。根据区政府下发的《关于应付武汉市黄陂区城建投资开发有限公司款项有关情况的说明》，政府及相关部门将在 2020 年末以前将于公司形成应收账款、其他应收账款和长期应收账款共计 248,902.74 万元清偿完毕；其中，2016~2020 年分别计划偿还 3.89 亿元、4.50 亿元、5.00 亿元、5.50 亿元以及 6.00 亿元。总体看，公司其他应收款账龄较长且规模较大，对公司资金形成一定占用。

表 8 截至 2015 年底其他应收款欠款金额前五名（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占比
黄陂区财政局	2.22	1~3 年	36.93
刘店指挥部	2.46	3 年及以上	40.85
盘龙城开发区管委会	0.90	1~3 年及 3 年以上	14.97
黄陂区公路管理局养护中心	0.16	1~2 年	2.66
指挥部	0.12	3 年及以上	2.00
合计	5.86	--	97.41

数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司的存货稳定增长，年均复合增长 34.07%。截至 2015 年底，公司存货为 52.19 亿元，较上年增长 7.76%，主要为土地使用权和土地拆迁成本，其中土地使用权 33.08 亿元、土地拆迁成本 13.83 亿元。截至 2015 年底，公司用以抵押的土地使用权为 8.50 亿元，占比 25.69%，在一定程度上削弱了公司的资产流动性。

（2）非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产波动中有所增长，年均复合增长 11.13%。截至 2015 年底，公司非流动资产为 78.97 亿元，较上年下降 2.57%，主要系可供出售金融资产和在建工程减少所致。公司非流动资产中可供出售金融资产占 3.85%，长期股权投资占 3.83%，在建工程占 43.23%，其他非流动资产占 48.88%。

2013~2015 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 125.22%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 3.02 亿元，较上年大幅增长 586.65%，主要系跟踪期内武汉新港江北铁路有限责任公司（以下简称“新港铁路”）召开关于新港铁路引入国开发展基金增资的股东会决议，经表决同意公司委派一名董事对新港铁路产生重大影响，公司将对新港铁路的投资由可供出售金融资产转入长期股权投资所致。

2013~2015 年，公司其他非流动资产有所增长，年均复合增长 5.47%。截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 38.60 亿元，较 2014 年底无变化。公司其他非流动资产构成为轻轨一号线汉口延长线 10.00 亿元、天河机场三期工程 2.50 亿元和夏家寺水库使用权 26.10 亿元，其中前两个项目均为公司代黄陂区政府出资，夏家寺水库使用权为黄陂区政府向公司无偿划拨，并已办理土地使用权证。

2013~2015 年，公司的在建工程波动增长，年均复合增长率 20.45%。截至 2015 年底，公司在建工程为 34.14 亿元，较上年下降 6.95%。

总体看，近年来，公司资产规模波动增长，资产构成以流动资产为主；流动资产中存货和应收账款的占比较高，存货中土地资产规模较大，公司资产流动性较弱；非流动资产的主要构成为其他非流动资产和在建工程，考虑到夏家寺水库在其他非流动资产的占比大，公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

2013~2015 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 20.51%。截至 2015 年底，公司负债总额为 80.47 亿元，较上年下滑 20.62%，其中流动负债和非流动负债的占比分别为 10.05%和 89.95%，公司负债以非流动负债为主。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债波动较大，年均复合增长 14.02%。截至 2015 年底，公司流动负债为 8.09 亿元，较上年下降 49.36%，主要系一年内到期的非流动负债的减少所致；从结构上看，应付账款（占比 18.00%）、预收款项（占比 16.19%）和其他应付款（占比 50.96%）占比较大。

2013~2015 年，公司应付账款波动中略有增长，年均复合增长 1.61%。截至 2015 年底公司应付账款为 1.46 亿元，较上年增长 19.06%，主要为应付尚未完工的工程结算款。从账龄看，1 年以内的占 71.48%，1~2 年的占 8.41%，2~3 年的占 10.32%，3 年以上的占 9.79%。2013~2015 年，公司预收款项波动中略有增长，年均复合增长 1.50%。截至 2015 年底，公司预收款项为 1.31 亿元，

较上年下降 23.51%，系预收黄陂区财政局的建设工程款项结转收入所致。从账龄看，1 年内的占 59.03%，1~2 年的占 40.97%。

2013~2015 年，公司的其他应付款快速增长，年均复合增长 23.65%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 4.12 亿元，较上年增长 5.49%，主要包括应付资金往来款 4.02 亿元和土地保证金 747 万元。

截至 2014 年底，公司的一年内到期的流动负债为 8.50 亿元，均为一年内到期的长期借款。由于公司与中国农业发展银行武汉市黄陂区支行就 2016 年 2 月 3 日到期的 3.7 亿贷款签订了延期协议，因此，截至 2015 年底，公司无一年内到期的非流动负债。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 21.31%。截至 2015 年底，公司流动负债为 72.39 亿元，较上年下降 15.24%，主要系专项应付款减少所致；从结构上看，长期借款（占比 8.65%）、应付债券（占比 16.38%）、长期应付款（占比 13.13%）和专项应付款（占比 61.83%）占比较大。

2013~2015 年，公司的长期借款快速下降，年均复合下降 38.22%。截至 2015 年底，长期借款为 6.26 亿元，较上年下降 13.91%，主要由抵押借款（占比 58.98%）、信用借款（占比 29.18%）和保证借款（占比 11.84%）构成；其中，中国农业发展银行武汉市黄陂区支行的 3.7 亿贷款于 2016 年 2 月 3 日到期，公司与中国农业发展银行签订了借款延期协议，延期期限至 2018 年 2 月 3 日，原抵押标的继续为贷款承担抵押担保责任，在一定程度上暂时缓解了公司的资金支出压力。

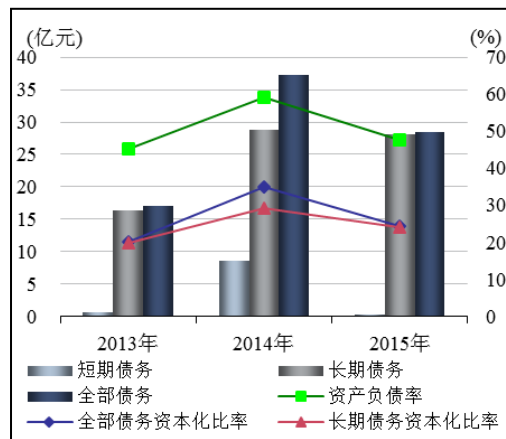
截至 2015 年底，公司应付债券为 11.86 亿元，较上年增加 3,440 万元，主要来自“14 黄陂城投债”的溢价。

2013~2015 年，公司的长期应付款波动幅度较大，年均复合增长 45.77%。截至 2015 年底，公司长期应付款为 9.50 亿元，较上年下降 27.96%，主要为黄陂区公路局、黄陂区人民医院、武汉市木兰山生态旅游发展有限公司、黄陂区土储中心向银行申请的长期借款转借给公司使用形成的长期应付款项，与黄陂区财政局形成的长期应付款由 2015 年债务置换形成，由于以上长期应付款的利息均由公司支付，本报告将长期应付款调整至长期债务。

2013~2015 年，公司专项应付款波动增长，年均复合增长 25.75%。截至 2015 年底，公司专项应付款为 44.76 亿元，主要为轻轨一号线出资款、黄陂区川龙大道改造工程黄武公路及连接线工程等收到的专项款。

2013~2015 年，公司的全部债务波动增长，年均复合增长 14.14%。截至 2015 年底，公司全部债务为 27.93 亿元，较上年下滑 31.02%，主要系一年内到期非流动负债减少所致。其中，长期债务占 98.93%，短期债务占 1.07%；公司以长期债务为主，债务结构合理。

图3 2013~2015年公司债务情况



资料来源：根据公司审计报告整理

从债务指标来看，受公司2014年发行债券的影响，公司债务负担在当年加重。2013~2015年，公司的资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率都呈波动增长态势，三年均值分别为50.69%、27.90%和26.12%。截至2015年底，上述三项指标分别为47.70%、24.05%和23.85%，公司整体债务负担较上年有所减轻。

总体看，公司债务以长期债务为主，债务结构合理；2015年，公司债务规模缩减，且所有者权益规模上升，整体债务压力较2014年有所减小。

（2）所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长14.86%，主要来自资本公积的增加。截至2015年底，公司所有者权益（含少数股东权益）为88.22亿元，其中少数股东权益483.51万元，在所有者权益中的占比小；在公司所有者权益中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为9.48%、65.71%、2.16%和22.65%。截至2015年底，公司资本公积为57.94亿元，较上年上升38.15%，主要构成为土地使用权8.36亿元、夏家寺水库使用权26.10亿元以及刘店综合体的专项开发资金16.00亿元。

总体看，公司所有者权益稳定性较好；但公司资本公积中水库占比大，所有者权益质量较差。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入波动下降，年均复合下降25.85%。2015年，公司营业收入为8.23亿元，较上年增长4.67%，收入主要来自工程结算业务；同时，营业成本也波动下降，三年年均复合下降17.75%，2015年为7.34亿元，同比增长37.24%，成本涨幅明显高于收入涨幅。2013~2015年，公司营业利润率分别为27.15%、30.42%和7.39%。

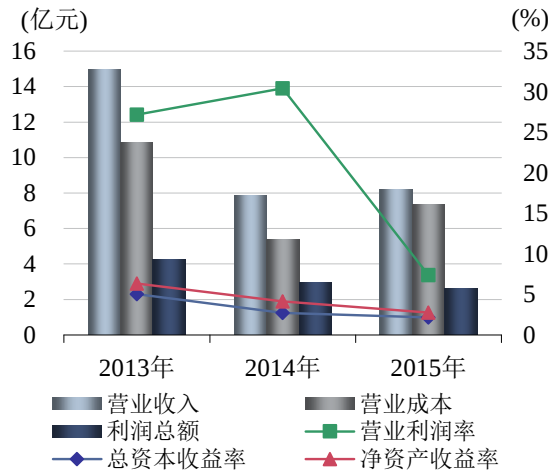
期间费用方面，主要由管理费用构成，2013~2015年，公司期间费用分别为769.28万元、953.58万元和944.75万元，年均复合增长10.82%。2015年，公司期间费用中，管理费用以及财务费用的占比分别为89.36%和10.64%；其中，由于公司对外融资规模扩大，近三年财务费用的增长较快。2013~2015年，公司费用收入比分别为0.51%、1.21%和1.15%。总体看，公司对期间费用的控制力度较强。

近年，政府补助为公司主要利润来源，2013~2015年公司实现利润总额分别为4.26亿元、2.93亿元和2.58亿元，获得政府补助分别0.30亿元、0.50亿元和2.02亿元。2015年，公司利润总额

对政府补助依赖较大。

从盈利指标看，2013~2015 年，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率逐年下降，三年均值分别为 3.02%、2.72%和 4.12%，2015 年分别为 2.15%、1.52%和 3.08%。公司整体盈利能力一般。

图 4 2013~2015 年公司盈利情况



资料来源：根据公司审计报告整理

总体来看，受政府回款进度以及土地整理市场因素的影响，公司收入规模波动下降，公司利润总额对政府补助依赖较大，整体盈利能力一般。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营活动现金流入量波动下降，年均复合下降 50.22%，2015 年为 4.00 亿元，同比增长 111.93%。2013~2015 年，公司销售商品提供劳务收到的现金波动较大，年均复合下降 65.87%，2015 年为 1.53 亿元，主要系公司回款项未及时收回所致；2013~2015 年，公司收到的其他与经营活动有关的现金分别为 3.00 亿元、0.63 亿元和 2.47 亿元，其中，2015 年金额较大的包括收到政府补助 2.02 亿元、收到往来款 0.44 亿元等。2013~2015 年公司经营活动现金流出规模大幅减少，年均复合下降 32.25%，2015 年为 9.72 亿元，同比下降 23.31%；2013~2015 年公司购买商品、接受劳务支付的现金逐年下降，年均复合下降 22.08%；2015 年为 9.37 亿元，同比下滑 24.14%。2013~2015 年，公司经营活动现金流净额分别为 -5.04 亿元、-10.79 亿元和 -5.72 亿元。2013~2015 年公司现金收入比分别为 87.82%、15.95%和 18.61%，收入实现质量差。

投资活动方面，2013~2015 年公司没有投资活动方面的现金流入；投资活动现金流出分别为 9.81 亿元、13.96 亿元和 0.62 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅减少，2015 年为 273.44 万元，同比大幅下降 99.80%。

筹资活动方面，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入量波动下降，年均复合下降 39.29%。2015 年，公司筹资活动现金流入量为 8.84 亿元，同比下降 75.11%。2013~2015 年公司筹资活动现金流入主要为收到其他与筹资活动有关的现金。2013~2015 年，公司取得借款收到的现金大幅下降，分别为 11.05 亿元、2.10 亿元和 0.31 亿元；同期，公司收到其他与筹资活动有关的现金波动下降，2015 年为 8.54 亿元，同比下降 60.17%，金额较大的主要为黄陂区财政局、土储中心和黄陂区人民

医院对公司的转借款构成。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金及支付其他与筹资活动有关的现金。2015 年，公司筹资活动现金流净额分别为 22.01 亿元、31.14 亿元和 -0.75 亿元。

总体看，公司经营活动现金流入受政府回款额实际到位情况的影响较大，近年，经营现金流持续为负，公司收入实现质量差；公司目前投入资金主要依靠政府资金拨付以及借款等融资渠道，未来随着在建项目的进一步推动，公司融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，流动比率呈波动增长态势，三年均值为 9.11%；速动比率呈波动下降趋势，三年均值为 4.05%；2015 年底分别为 11.09%和 4.64%。2013~2015 年，公司现金类资产分别为 11.99 亿元、18.38 亿元和 11.28 亿元，对短期债务的保障倍数分别为 21.80 倍、2.16 倍和 37.60 倍；公司经营现金流净额为负，对短期债务不具有保障能力。总体看，公司现金类资产较为充足，对短期债务的保障程度高。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 呈现下降趋势，分别为 4.27 亿元、2.94 亿元和 2.60 亿元；2015 年，公司 EBITDA 中，折旧占 0.62%、摊销占 0.15%、利润总额占 99.24%，无计入财务费用的利息支出。2013~2015 年，EBITDA 全部债务比指标分别 0.20 倍、0.07 倍和 0.09 倍，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.86 倍、1.39 倍和 1.34 倍。从指标上看，公司长期偿债能力较弱；考虑到公司债务期限结构、政府回款资金的逐步到位以及政府对公司的持续支持，未来，公司对全部债务的保障能力有望增强。

截至 2016 年 5 月底，公司对外担保总额 14.50 亿元，担保比率为 16.44%，公司存在一定的或有负债风险。

表 9 截至 2016 年 5 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
武汉盘龙城建设发展有限公司	100,000.00	2016.01.27	2026.01.26
武汉盘龙城镇建设发展有限公司	75,000.00	2016.04.05	2021.04.05
武汉盘龙城镇建设发展有限公司	70,000.00	2016.02.02	2021.02.01
合计	145,000.00	--	--

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司获得银行授予信用 9.80 亿元，均已使用，公司融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1042011600506500K），截至 2016 年 7 月 14 日，公司有 4 笔未结清关注类贷款以及 5 笔已结清关注类贷款。对于上述 4 笔未结清关注类贷款，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 2016 年 3 月 25 日出具的《关于武汉市黄陂区城建投资开发有限公司贷款项目资产质量分类情况的说明》，公司在国开行湖北分行存量项目贷款余额合计 7,420 万元；由于国开行湖北分行资产质量分类执行标准较为严格，将上述贷款资产划分为关注类，但仍属于国开行湖北分行优良贷款，所有项目还本付息情况正常。

总体看，基于对公司自身经营和财务状况，以及武汉市黄陂区经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到武汉市黄陂区政府对公司在资产注入、股权划拨以及补贴收入等方面的支持，公司整体抗风险能力强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行额度为 17.30 亿元，占 2015 年底公司全部债务和长期债务的 61.94% 和 62.62%，本次公司债的发行对公司现有债务影响很大。

截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.70%、24.05% 和 23.85%。以 2015 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本次债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 52.57%、33.89% 和 33.74%。本次债券成功发行后，公司债务负担将加重，但仍在可控范围内。

2. 本次债券偿还能力分析

2013~2015 年，公司 EBITDA 值分别为 4.27 亿元、2.94 亿元和 2.60 亿元；为本次债券拟发行额度的 0.25 倍、0.17 倍与 0.16 倍，EBITDA 值对本次债券覆盖程度弱。

2013~2015 年，公司经营活动的现金流入量分别为 16.15 亿元、1.89 亿元和 4.00 亿元，分别为本次债券发行额度的 0.93 倍、0.11 倍和 0.23 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度弱；2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -5.04 亿元、-10.79 亿元和 -5.72 亿元，公司经营活动现金流量净额对本次债券无保障能力。

假设本次债券于 2017 年成功发行，并且公司于第 3 个计息年度末开始每年偿还本金的 20%，则公司最大偿付本金额度为 5.86 亿元。

2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为上述最大偿付额度（5.86 亿元）的 0.73 倍、0.50 倍和 0.46 倍；经营活动流入量分别为上述最大偿付额度（5.86 亿元）的 2.76 倍、0.32 倍和 0.68 倍。

总体看，公司经营活动产生的现金流入量对本次债券覆盖程度较弱，对未来最大偿付本金额度的覆盖程度较弱。考虑到本次债券可分期偿付，公司集中偿付压力将得到一定的缓解。

3. 偿债资金来源

本次债券的偿债资金主要来源于公司自身经营收入和募投项目投资收益。根据公司提供的《临空产业园空港花园还建小区建设项目可行性研究报告》、《临空产业园横店街还建小区建设项目可行性研究报告》、《临空产业园后湖人家还建小区建设项目可行性研究报告》，本次债券建设期付息来源于公司自身营业收入，后续本息偿付来源为募投项目经营收入。经测算，以上建设项目的税后内部收益率分别为 IRR=-9.87%、IRR=-1.82% 和 IRR=-3.38%，税后投资回收期分别为 10.43 年、8.27 年和 8.54 年，项目投资不能实现在经营期全部回收，项目收益和投资无法实现平衡，本期债券未来还本付息更多地依靠公司自身营业收入，一定程度上加大公司偿还压力和债务负担，联合资信将对此持续关注。根据《可行性研究报告》的上述说明，本次募投项目经营现金流预测表编制如下：

表 10 本次债券募投项目经营现金流量预测表（单位：万元）

项目	合计	年份					
		2017	2018	2019	2020	2021	2022
经营性现金流入	335,165.43	124,061.50	120,482.15	46,983.24	36,567.18	3,535.68	3,535.68
收入	335,165.43	124,061.50	120,482.15	46,983.24	36,567.18	3,535.68	3,535.68
经营性现金流出	145,961.12	88,920.91	31,467.88	12,296.00	10,954.67	1,160.83	1,160.83

建设投资	56,000.00	56,000.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
经营成本	2,515.84	710.31	752.41	384.92	332.84	167.68	167.68
经营税金及附加	19,104.42	7,071.51	6,867.48	2,678.04	2,084.33	201.53	201.53
所得税	68,340.86	25,139.10	23,847.98	9,233.04	8,537.50	791.62	791.62
经营性净现金流量	189,204.30	35,140.58	89,014.27	34,687.24	25,612.51	2,374.85	2,374.85

资料来源：根据《临空产业园空港花园还建小区建设项目可行性研究报告》、《临空产业园横店街还建小区建设项目可行性研究报告》以及《临空产业园后湖人家还建小区建设项目可行性研究报告》整理。

本次债券还本付息的资金来源是募投项目中安置住宅销售收入、商品住宅销售收入、商业销售收入等。募投项目预期收益规模受项目所在地区房地产行业景气程度影响，未来可能存在一定不确定性。

假定本次债券以票面利率 8.00%来测算，本次债券需偿还的本息合计为 24.22 亿元。

表 11 债券发行期间项目预测现金流对本次债券本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	现金流入量对本息偿还的覆盖倍数	现金流量净额对本息偿还的覆盖倍数
2017	1.384	0.00	1.384	8.96	2.54
2018	1.384	0.00	1.384	8.71	6.43
2019	1.384	3.46	4.844	0.97	0.71
2020	1.1072	3.46	4.5672	0.80	0.56
2021	0.8304	3.46	4.2904	0.08	0.06
2022	0.5536	3.46	4.0136	0.09	0.06
2023	0.2768	3.46	3.7368	0.00	0.00
合计	6.92	17.30	24.22	1.38	0.78

资料来源：联合评级整理

注：1.上表中利息以 8%年化利率来测算；2.假设本次债券于 2016 年成功发行，则 2017 为本次债券的第一个计息年；3.现金流入量、现金流量净额数据取自表 10。

（1）本次债券存续期内现金流总额保障分析

根据募投项目经营现金流量预测表测算，本次债券发行期间（2017~2023 年）项目累计经营现金流入量和经营性净现金流量分别是 33.52 亿元和 18.92 亿元，剔除物业收入部分后分别为 31.89 亿元和 17.29 亿元，对本次债券本息合计（24.22 亿元）偿还倍数分别是 1.32 倍和 0.71 倍，项目累计经营现金流入量可以覆盖本次债券本息的偿还。但项目累计经营性净现金流量无法完全覆盖本期债券本息的偿还，并且募投项目的总收益水平受到房地产行业及当地经济的景气程度影响，未来存在不确定性。

（2）本次债券存续期内现金流分期保障分析

2017~2022 年，本次募投项目募投项目自身可产生现金流入，其还本付息资金主要来源于项目自身收入。根据表 11，2017~2022 年，募投项目现金流入量对本次债券本息合计的覆盖倍数介于 0.08 倍~8.96 倍之间，现金流量净额对本次债券本息合计的覆盖倍数介于 0.56 倍~6.43 倍之间；2017~2018 年，募投项目现金流入量对当期的本次债券本息的偿还覆盖程度尚可，但 2019~2022 年，募投项目现金流入量和现金流量净额对当年的本息偿还保障程度很弱，当年的主要偿债来源将依赖于公司自身的经营性现金流入。

由于本次募投项目的经营期从 2018 年至 2022 年，因此，本次债券存续期最后一年（2023 年）的还本付息依靠公司自有资金支付。

总体看，本次募投项目内部收益率及财务净现值均为负，项目自身不具备盈利能力，其各年度本息的实际偿付能力将依赖于公司自身的经营性现金流入。

九、本次债券增信担保

本次债券由中合中小提供全额不可撤销连带责任保证担保，具体为本次债券到本次债券兑付日，如公司不能全部履行本次债券责任，中合中小承担担保责任，担保范围包括本次债券本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他支付的费用。上述担保期间为本次债券存续期及债券到期日起两年。

中合中小成立于 2012 年 7 月，是国务院利用外资设立担保公司的试点项目。中合中小由中国进出口银行、美国摩根大通集团、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司机构等共同发起设立。初始注册资本 51.26 亿元。2016 年 5 月，中合中小进行了增资扩股，增资完成后公司注册资本增至 71.76 亿元。截至 2015 年底，中合中小资产总额 77.06 亿元，其中货币资金 0.11 亿元，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 7.21 亿元，可供出售金融资产 50.15 亿元；负债总额 19.08 亿元，所有者权益 57.98 亿元，其中股本 51.26 亿元。2015 年底，中合中小实现营业收入 10.68 亿元，主要为担保业务净收入；中合中小营业支出为 4.89 亿元，主要为提取担保合同准备金和业务及管理费，净利润为 4.45 亿元，综合收益总额 4.73 亿元。2016 年 5 月，中合中小完成增资扩股，资本实力进一步增强。经联合评级评定，中合中小主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其担保实力强，可有效增强本次债券的偿付保障能力。

十、偿债资金专户监管

公司聘请湖北银行股份有限公司武汉黄陂支行为本次债券偿债资金监管银行，并与该行签订了本次债券《偿债资金专户监管协议》，在协议签订之日起 30 个工作日内，公司需在监管银行的开设偿债资金专户，用以存放本次债券每年所需偿还的利息与本金。

监管账户是公司在监管银行处开立的专门用于接收发行公司债券所募资金及所有项目相关资金的银行账户，所有与本次债券相关的支出活动，均必须通过该账户进行。

偿债账户实行专户管理，本次债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成。偿债账户内资金仅能划付至本次债券募集说明书规定的债券托管机构的指定银行账户。公司应在本次债券付息日或兑付日前 5 个工作日内向监管银行发出加盖相关账户预留印鉴的划款指令，监管银行应根据公司的划款指令，在本次债券付息日或兑付日前 3 个工作日内将当期应付的利息/本息划转至本次债券登记结算机构指定的账户。监管银行在完成划款工作后 2 个工作日内，应将有关结算凭证传真给公司。

偿债资金专户的设立将保证债券本息的按时兑付，对本次债券偿付安全性进一步起到了保障作用。

十一、综合评价

公司作为武汉市黄陂区重要的城市基础设施开发建设主体，公司在土地资产注入、补贴收入等方面获得政府的大力支持。公司资产规模波动增长，但主要以存货为主，资产流动性较弱；公

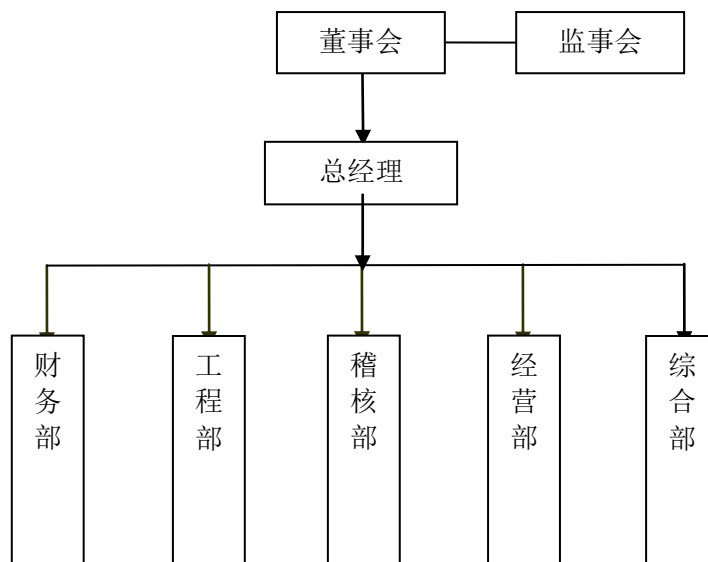
司整体债务规模呈波动增长趋势，债务负担较轻；公司整体盈利能力一般，政府补贴对公司利润总额影响较大；经营活动现金流入规模波动下降，收入实现质量差；未来随着公司项目回款资金的逐步到位，公司收入水平有望得到提升。

考虑到公司在武汉市黄陂区内的基础设施建设业务中的重要地位，以及近年来武汉市黄陂区生产总值和地方可控财力的稳步增长，公司获得政府支持的力度有望进一步提高，联合评级对公司的评级展望为稳定。

本次债券分期偿还本金将减轻公司集中偿付压力，募投项目内部收益率及财务净现值均为负；中合中小为本次债券提供了全额不可撤销连带责任保证担保，可有效增强本次债券的偿付保障能力。

总体看，本次债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1 武汉市黄陂区城建投资开发有限公司 组织结构图



附件 2 武汉市黄陂区城建投资开发有限公司下属子公司情况

公司名称	取得方式	公司持股比例	表决权比例
武汉环通路桥有限公司	划拨	61%	61%
武汉盘龙润海置地有限公司	非同一控制下企业合并	100%	100%

资料来源：公司审计报告

附件 3 武汉市黄陂区城建投资开发有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	122.28	171.13	168.69
所有者权益（亿元）	66.87	69.76	88.22
短期债务（亿元）	0.55	8.50	0.30
长期债务（亿元）	20.89	31.99	27.63
全部债务（亿元）	21.44	40.49	27.93
营业收入（亿元）	14.97	7.86	8.23
净利润（亿元）	4.23	2.89	2.44
EBITDA（亿元）	4.27	2.94	2.60
经营性净现金流（亿元）	-5.04	-10.79	-5.72
应收账款周转次数（次）	1.66	0.68	0.52
存货周转次数（次）	0.74	0.14	0.15
总资产周转次数（次）	0.24	0.05	0.05
现金收入比率（%）	87.82	15.95	18.61
总资本收益率（%）	5.36	2.91	2.15
总资产报酬率（%）	6.81	1.99	1.52
净资产收益率（%）	6.53	4.23	3.08
营业利润率（%）	27.15	30.42	7.39
费用收入比（%）	0.51	1.21	1.15
资产负债率（%）	45.32	59.24	47.70
全部债务资本化比率（%）	24.28	36.72	24.05
长期债务资本化比率（%）	23.80	31.44	23.85
EBITDA 利息倍数（倍）	2.86	1.39	1.34
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.07	0.09
流动比率（倍）	9.38	5.64	11.09
速动比率（倍）	4.71	2.61	4.64
现金短期债务比（倍）	21.80	2.16	37.60
经营现金流动负债比率（%）	-80.98	-67.58	-70.77
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.21	0.15	0.13

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3、报告中涉及货币内容除特别说明外，均指人民币；4、公司长期应付款调至长期债务。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2 ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / (期初总资产+期末总资产) / 2 ×100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益+期末所有者权益) / 2 ×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券
 +一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。