

赤壁城市发展集团有限公司

信用报告

评级

主体信用评级

长期主体评级

BBB-

展望

稳定

目录

关键评级因素	2
政府支持	3
湖北省政府、咸宁市政府及赤壁市政府的信用状况	4
经营状况	6
财务状况	7
流动性	8
公司背景	8
评级分数摘要	9
相关评级方法论	9

联系我们

主分析师

姓名 郭莹

职衔 董事

电话 +852 3615 8344

邮箱 winnie.guo@cspi-ratings.com

分析师

姓名 左一鸣

职衔 董事

电话 +852 3615 8341

邮箱 jameson.zuo@cspi-ratings.com

概述

- 中证鹏元国际已确认赤壁城市发展集团有限公司（简称“赤壁城发”）国际刻度长期主体评级，等级为“BBB-”，展望稳定。同时我们撤销于2023年8月28日发布的其相关债项评级。
- 公司是赤壁市重要的基础设施建设和土地开发主体，承接了大量区内的城建和棚改项目，除此之外公司还涉足商品销售、建筑施工和租赁等业务。公司股东及实际控制人均为赤壁市国有资产监督管理局（简称“赤壁国资”）。赤壁城发的主体评级是基于公司“b”的独立信用评分（SACP），以及我们认为赤壁市政府在赤壁城发有需要的时候，有极强的意愿为其提供额外支持的观点。

评级展望

- 赤壁城发稳定的评级展望反映了我们认为赤壁市政府将保持稳定的信用状况，并且公司在参与赤壁市发展中将继续发挥重要的战略性作用的预期。
- 出现以下情况时，我们将考虑下调赤壁城发的主体评级：1) 公司与赤壁市政府的关联性从现有基础上弱化；2) 赤壁市政府的财政实力大幅减弱或债务负担大幅加重；或者3) 公司在赤壁市基础设施建设领域的市场地位明显下降。
- 出现以下情况时，我们将考虑上调赤壁城发的主体评级：1) 赤壁市政府的经济和财政收入规模持续提升；或者2) 公司对赤壁市政府的重要性显著提升。

财务摘要

表 1：财务指标

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
债务/EBITDA	48.3x	40.9x	34.7x	33.4x	31.2x
EBITDA 利息保障倍数	0.5x	0.5x	0.6x	0.6x	0.6x
债务资本比率	63.4%	70.7%	64.9%	65.2%	65.5%
经营活动产生资金/债务	0.9%	1.3%	1.8%	1.9%	2.1%
经营活动产生的现金流/债务	-7.7%	2.9%	6.7%	7.0%	9.7%
自由现金流/债务	-11.5%	3.1%	6.9%	7.4%	10.3%
EBITDA 利润率	23.4%	27.1%	25.5%	23.8%	23.4%
资本回报率	1.1%	1.5%	1.9%	2.0%	2.1%

来源：公司，中证鹏元国际预测

关键评级因素

正面因素

- **赤壁市核心的基础设施建设和国有资产投资运营主体。**以总资产来衡量，赤壁城发是赤壁市最大的地方国有企业，也是赤壁市重要的基础设施建设及国有资产投资运营主体，主要从事赤壁市基础设施重点工程的建设、建筑施工、矿产和砂石开采销售、国有资产出租运营等领域业务，在促进区域经济发展中具有重要的战略作用。目前赤壁城发承接多项政府重大工程项目，同时开展商业化建筑施工业务，并拥有优质矿产资源、旅游景区资源及采砂特许经营权。我们认为，倘若赤壁城发发生财务困难，赤壁市人民政府将会愿意采取必要措施支持公司，确保区内经济发展不受影响。
- **赤壁市人民政府长期的支持记录。**赤壁城发由赤壁市国有资产监督管理局全资控股，最终实际控制人为赤壁市政府。公司的董事会成员和高级管理团队皆由赤壁市政府任免，公司的重大经营计划、投资决策以及公司重组和资本注入等事宜须由赤壁市政府批准，因此公司的运营与政府的主要职能高度交织。过去赤壁市人民政府给予了赤壁城发大量的支持，以财政补贴和资本注入形式，支持公司业务运行，提升公司的资本实力。公司在2021年、2022和2023年年分别获得2.7亿元、6,343万元和2.07亿元的各项政府补贴，对公司利润形成有效支撑。此外，赤壁市政府多次注资并把全市的优良资产和优质国有企业注入或并入公司，壮大公司的资产规模，提升公司的收入质量。我们相信，随着日后公司承建的重点工程项目的推进和国有资产的经营规模扩大，赤壁市人民政府将会继续对公司提供必要的支持。
- **赤壁市经济发展情况良好，信用状况稳定。**赤壁市为湖北省县级市，由咸宁市代管，北依省会武汉市，南临湘北重镇岳阳市，是武汉城市圈重要组成部分。咸宁市流动性状况较为健康。我们预计咸宁市2023年财政性存款余额将维持在与上年相近的水平，未来几年在预算盈余率向好的支撑下有望回升到30亿左右的水平。据此我们测算2024-2025年咸宁市财政性存款对利息支出平均值为187.0%，显示未来24个月咸宁市财政性存款足以偿付债务利息支出，内部流动性状况良好。赤壁市经济发展水平较高，2023年，赤壁市重点产业保持增长，全市31个行业中增速超过10%的行业有6个，占工业行业的19.4%；全市新增四上企业159个，在咸宁市排第1位。依托煤、石灰石等矿产资源，赤壁市形成了电力、建材等传统支柱产业。除了传统的非金属矿产资源相关行业以外，近年来赤壁市积极推进产业转型升级，2022年清洁能源、电子信息、大健康三大主导产业规上工业增加值占全市规上工业增加值51%。虽然赤壁市综合财政实力相对于其广义债务而言偏弱，但随着其经济转型发展，财政收入规模的扩大，整体信用状况将维持稳定。

负面因素

- **财务杠杆较高。**赤壁城发总体债务水平较高，尽管公司债务增速在2023年有所放缓但总量依然维持在较高水平。截至2023年末，公司有息负债规模约117亿元。此外，与其债务规模相比，公司的EBITDA相对薄弱。公司2023年的债务/EBITDA比率及EBITDA利息保障倍数为40.9倍和0.5倍。由于公司承担着赤壁市主要的基础设施建设项目，未来几年公司仍需依靠进一步举债来投入其项目建设，债务规模料将保持在较高水平，对公司的现金流和偿付能力形成一定压力。
- **运营效率较低、盈利能力偏弱。**受所处行业以及经营模式影响，公司运营效率偏低。2023年公司应收账款周转天数和存货周转天数分别为303天和3,074天，现金周转周期较长。此外，较长的应收账款回收周期使得公司的经营性现金流较弱，对其债务的保障能力较弱。另外，我们测算赤壁城发2022-2026年的平均EBITDA利润率为24.6%，处于较好水平，但在剔除政府补贴后，公司利润率相对偏弱，主要由于公司的基础设施建设业务和商品销售业务整体毛利率不高。此外，我们测算2022-2026年期间公司的平均资本回报率在1.8%，利润水平相对于资本投入较低。

表2：关键信用指标

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
财务状况和盈利能力					
收入	920.0	1,046.8	1,198.8	1,347.6	1,444.4
EBITDA	215.5	283.6	305.7	320.6	337.3
EBITDA 利润率	23.4%	27.1%	25.5%	23.8%	23.4%
资产收益率 (ROA)	1.1%	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%
资本回报率 (ROIC)	1.1%	1.5%	1.9%	2.0%	2.1%
现金流量度量					
经营活动产生资金 (FFO)	98.0	154.8	187.6	205.7	223.3
经营活动产生的现金流 (OCF)	-796.3	340.2	712.9	748.2	1,021.3
自由现金流 (FCF)	-1,193.3	357.2	734.5	793.8	1,086.9
可自由支配现金流(DCF)	-1,193.3	357.2	734.5	793.8	1,086.9
资产负债表度量					
现金及流动性投资	888.5	205.3	776.3	1,184.9	1,868.8
盈余现金	822.4	136.0	703.8	1,108.3	1,789.6
总债务	11,225.8	11,733.2	11,317.2	11,817.2	12,317.2
调整后的债务	10,403.3	11,597.2	10,613.4	10,708.9	10,527.6
总资本化	17,718.4	16,590.7	17,442.0	18,113.9	18,805.8
杠杆度量					
债务/EBITDA	48.3x	40.9x	34.7x	33.4x	31.2x
利息保障倍数	0.5x	0.5x	0.6x	0.6x	0.6x
债务资本比率	63.4%	70.7%	64.9%	65.2%	65.5%
经营活动产生资金/债务	0.9%	1.3%	1.8%	1.9%	2.1%
经营活动产生的现金流/债务	-7.7%	2.9%	6.7%	7.0%	9.7%
自由现金流/债务	-11.5%	3.1%	6.9%	7.4%	10.3%
可自由支配现金流/债务	-11.5%	3.1%	6.9%	7.4%	10.3%
债务/权益	160.2%	238.7%	173.3%	170.1%	162.2%
经营活动产生资金/现金利息费用	0.2x	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x

来源：公司，中証鵬元国际预测

政府支持

公司股东及实际控制人均为赤壁国资。公司作为赤壁市重要的基础设施开发建设和国有资产运营主体，拥有赤壁市内的多类国有资产、矿产资源及旅游景区资源，其正常运营对赤壁市的发展至关重要。因此，我们认为赤壁市政府在公司有需要时，有极强的意愿为其提供额外支持，反映出赤壁城发的信用评级和赤壁市政府的信用状况之间的密切联系。

赤壁市政府对赤壁城发高级管理人员的任命以及决策的参与体现了公司与赤壁市政府之间紧密的联系

赤壁市政府对公司人事安排方面严格把控，赤壁城发的董事会成员和主要管理层均由赤壁市政府委任。同时，公司的重大经营计划、投资决策以及公司重组和资本注入等事宜须由赤壁市政府批准。由此可见，赤壁城发与当地政府的联系紧密。鉴于赤壁城发在赤壁市的基础设施开发建设中发挥了重要作用，我们认为公司与政府的关系可被视为一种可持续的关系。

赤壁市政府持续的资产注入和财政补贴

为支持公司业务运营，赤壁市政府在过去给予了赤壁城发大力支持，包括财政补贴和资产注入。2022-2023年，赤壁城发收到的各类政府补贴分别为0.63亿元和2.07亿元，有效提升了公司现金流水平。此外，赤壁市政府还向公司进行资本注入和国有资产的并入，提升了公司资本实力和资产规模。目前赤壁城发管理和运营着较多国有资产，还拥有旅游资源，矿产资源和采砂特许经营权等当地优质资产，体现了政府对公司的重视和支持。

湖北省政府、咸宁市政府及赤壁市政府的信用状况

湖北省政府

2021-2023年间，湖北省GDP增速为12.9%、4.3%和6.0%，分别高于全国平均增速4.8、1.3和0.8个百分点，且领先于全国多数省份，展现出强劲的经济增长动力。2023年湖北全年实现GDP5.6万亿元，维持在全国省级地区经济排名第七位。我们测算当年湖北省人均GDP达95,427.5元，亦在全国省级地区中处于较高的水平。良好的经济发展态势主要得益于近年来该省的产业结构不断升级、工业生产稳定增长，同时对外开放进一步提高。在紧抓汽车、化工、钢铁等传统产业转型升级的同时，湖北省大力发展光电子信息、新能源、生命健康、高端装备、北斗五大优势产业。此外，长江经济带发展的持续深化为湖北省带来了新的发展机遇。因此，我们认为湖北省有望在接下来年度继续保持良好的经济增长速度。

得益于其扎实的经济基础，湖北省的财政预算实力较强，且在过去几年里维持着良好的收支平衡管理。2023年，湖北省预算收入（含一般公共预算收入及政府性基金收入）接近1.2万亿元，人均预算收入为19,766.3元，财政实力在全国各省中排名比较靠前。自2020年以来，中央政府加强了对湖北省的财政支持力度，使得该省的财政收入来源得到不断充实，财政收入增长保持在稳定区间。我们测算2023年湖北省预算盈余率为-15.4%，表明其赤字水平较为合理。基于自身稳定的财政预算收入及良好的预算盈余率表现，近年来湖北省的财政性存款亦维持在较为充裕的水平，能够为该省未来流动性支出提供有力的支持，使其保持健康的流动性。

近年来，湖北省债务规模持续增长，债务负担进一步提高。我们估算2023年湖北省广义债务规模接近3.1万亿元，其中，政府直接债务约1.6万亿元。据此测算当年湖北省广义债务对预算收入比例及广义债务对GDP比例分别为267.2%和55.4%，显示其杠杆水平在全国各省级地区中并不低。我们认为，湖北省正处于经济快速发展阶段，在未来几年该省仍将持续扩大债务规模以推动经济发展。由此，我们预计湖北省的债务水平将进一步上升，在未来几年内该省政府的偿债压力有可能持续提高。

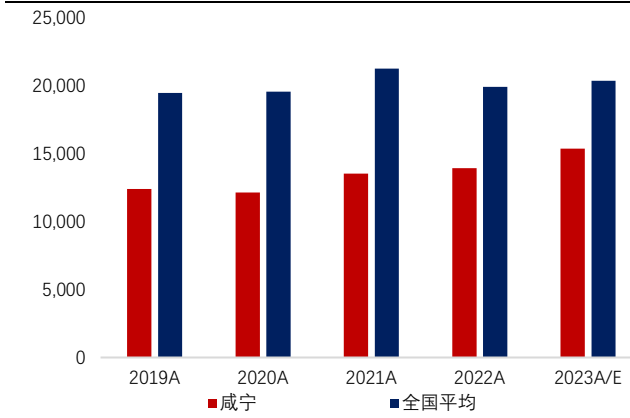
咸宁市政府

咸宁市，湖北省辖地级市，地处华中地区，湖北省东南部，是武汉城市圈和长江中游城市群重要成员。全市共辖1个市辖区、4个县，代管1个县级市，总面积10,033平方千米。2023年末，全市常住人口260.8万人。

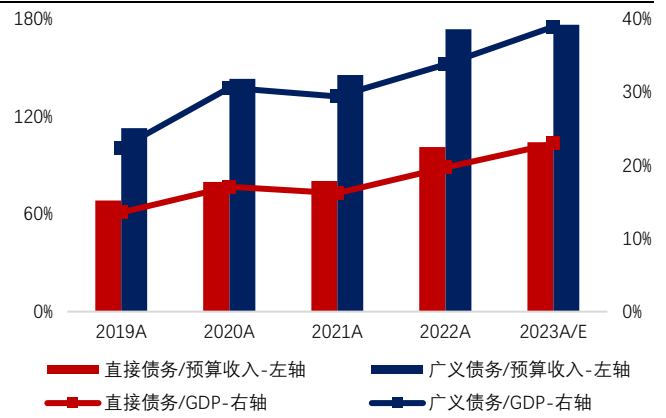
咸宁市预算盈余率和预算收入增长表现尚可。得益于税收收入和政府性基金收入的双重增长，叠加向上争资与资金盘活的共同驱动，2023年咸宁市预算收入增长率达10.0%，增速较为亮眼。我们测算2022-2026年咸宁市平均预算收入增长率为6.7%，认为咸宁市有望保持较快的预算收入增长速度。在收入端增长的推动下，2023年咸宁市预算盈余率较上年有明显缓和，我们测算约为-11.8%，于全国地市中处于较好水平。基于咸宁市政府加大财政支出结构调整的背景，我们预计未来该市预算盈余状况有望持续向好，财政预算风险总体可控。另一方面，咸宁市一般公共预算收入的主要构成为转移支付收入，税收收入以及非税收入的占比并不高。过去五年间，该市税收收入占一般公共预算收入比重的平均值为19.2%，非税收入的平均占比则为7.1%，显示咸宁市财政收入结构尚存较大优化空间。

咸宁市流动性状况较为健康。我们预计咸宁市2023年财政性存款余额将维持在与上年相近的水平，未来几年在预算盈余率向好的支撑下有望回升到30亿左右的水平。据此我们测算2024-2025年咸宁市财政性存款对利息支出平均值为187.0%，显示未来24个月咸宁市财政性存款足以偿付债务利息支出，内部流动性状况良好。我们估算咸宁市2024-2025年的流动性覆盖率平均值为190.9%，亦表明咸宁市流动性资金来源能够覆盖其流动性支出，整体流动性状况比较健康。

咸宁市产业分布仍存在明显提升空间，同时人均GDP水平偏低。2023年，受到工业增长乏力拖累，咸宁市地区生产总值实现1,819.2亿元，实际增长率为1.6%。其中，第一产业占比为15.8%，高于全省平均水平；工业占比由上年的36.3%减少至28.1%，工业增加值同比下降10.9%。我们测算当年咸宁市人均GDP为69,634.3元，较上年有所下跌，且较湖北省和全国平均水平分别低了27.0%和28.6%。总体来看，咸宁市的经济规模及经济发展阶段在湖北省各地级市中均排名靠后。

图 1: 人均预算收入 (人民币元)


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

图 2: 债务与 GDP 和政府预算收入比率 (咸宁市)


来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

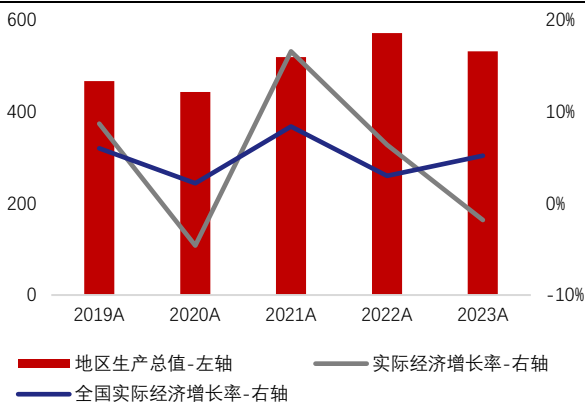
赤壁市政府

赤壁为湖北省县级市, 由咸宁市代管, 北倚省会武汉市, 南临湘北重镇岳阳市, 是武汉城市圈重要组成部分。赤壁市辖3个街道、10个镇、1个乡, 截至2023年末, 共有常住人口47.6万人。

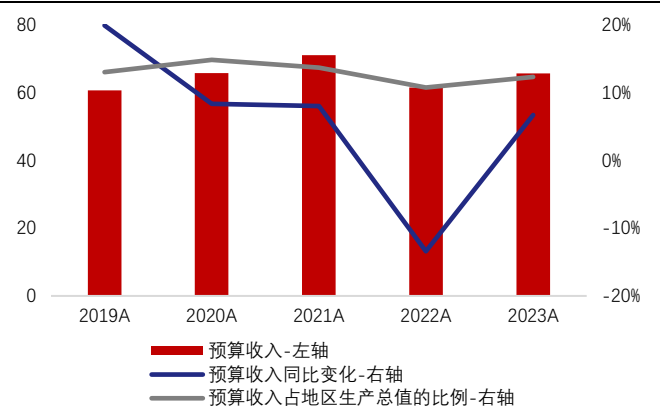
近年来赤壁市人均地区生产总值较高, 经济增速表现良好。2021年, 赤壁市人均GDP首次突破十万元大关。而据我们测算, 2023年赤壁市人均GDP为111,877.0元, 较咸宁市高出60.7%, 较全国平均水平高出25.5%。2021-2022年, 赤壁市GDP增速分别达16.6%和6.4%, 均大幅高于咸宁市及全省平均水平。2023年, 赤壁市重点产业保持增长, 全市31个行业中增速超过10%的行业有6个, 占工业行业的19.4%; 全市新增四上企业159个, 在咸宁市排第1位。近年来, 赤壁市不断推进产业结构转型升级, 逐步形成以清洁能源、电子信息、大健康作为主导的产业体系。同时, 赤壁市致力于推动传统产业向高端化方向发展, 不断为其经济增长注入新动能, 地区经济运行呈现多点带动、协同发力的良好态势。综上, 我们认为赤壁经济发展阶段较好, 并对其经济长期增长持乐观态度。

赤壁市综合财政实力仍有较大提升空间, 且广义债务对预算收入的比值偏高。2023年, 赤壁市实现财政收入65.6亿元, 营收规模较小。从收入端看, 当年赤壁市一般预算收入同比增加12.8%, 带动总体预算收入较上年提升6.7%。税收收入作为该市主要收入来源, 在2021-2023年间总体保持稳定上扬态势, 并未出现大幅波动的情况, 对赤壁市财政实力做出有力支撑。从支出端看, 一般预算支出与政府性基金支出均呈现较快增长。整体来看, 收入端增长幅度不及支出端, 2023年赤壁维持在两位数的财政赤字水平。随着该市着力提升财政资金使用效率, 不断优化支出结构, 我们预计其赤字情况将有所改善, 预算盈余率有望逐步提升。此外, 相较于自身偏小的预算收入体量, 赤壁市整体债务带来的负担比较重。2023年, 赤壁市直接债务增长至85.3亿元, 我们估计其广义债务规模约为147.1亿元。据此测算其当年广义债务与预算收入的比值为224.1%, 广义债务规模已经超过自身预算收入规模的两倍。

赤壁市流动性资金来源较为充裕, 流动性状况能够保持在相对健康水平。赤壁市债务相关的利息支出压力相对较轻, 我们测算2024-2025年该市财政性存款对利息支出比例的平均值为123.1%, 表明其自身财政性存款对债务利息支出的覆盖性尚可。参考赤壁市财政预算安排, 我们预计2024年该市还本付息金额较上年保持稳定, 且2024-2026年赤壁市财政赤字水平有望出现缓和。基于以上, 我们测算2024-2025年赤壁市平均流动性覆盖率为102.8%, 表明其流动性来源能够基本覆盖流动性支出需求, 广义流动性状况良好。

图 3: GDP 和实际 GDP 增速 (亿元人民币)


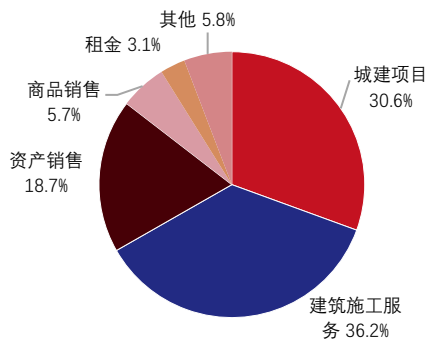
来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

图 4: 政府预算收入 (亿元人民币)


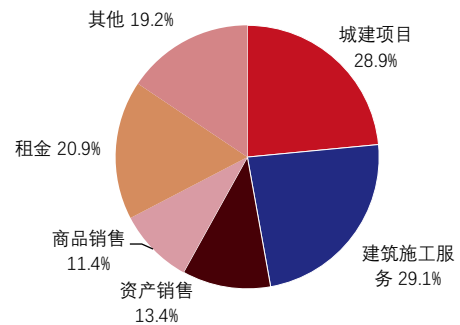
来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际测算

经营状况

公司是赤壁市重要的基础设施开发建设主体, 近三年公司的收入和毛利主要来源于项目建设、建筑施工服务及商品销售业务。截至2023年末, 赤壁城发总资产为193亿元。2022-2023年, 公司报告总营收分别约为9.2亿元及10.5亿元。公司主要业务板块为 i) 城建项目; ii) 建筑施工服务; iii) 商品销售; iv) 租金; v) 资产销售及vi) 其他业务。从公司2023年全年的收入结构来看, 城建项目、建筑施工服务和商品销售在公司营业收入占比分别为30.6%、36.2%及18.7%, 毛利占比分别为28.9%、29.1%及13.4%, 是公司重要的业务板块。

图 5: 公司收入结构 (2023)


来源: 公司, 中证鹏元国际整理

图 6: 公司毛利结构 (2023)


来源: 公司, 中证鹏元国际整理

(i) 项目建设

公司项目建设业务由公司子公司赤壁市蓝天城市建设投资开发有限公司 (以下简称“蓝天城投”), 赤壁市龙翔投资开发有限公司 (以下简称“龙翔投资”) 和赤壁高新投资有限公司 (以下简称“赤壁高新投”) 负责运营。蓝天城投承担了赤壁市大部分的城市道路、管网建设、绿化和保障房等城市项目建设。龙翔投资主要承担赤壁市棚户区改造项目。赤壁高新投承担了维达力三期 (万津实业电子玻璃基地项目) 的建设任务。公司主要采取委托建设模式及政府购买服务模式两种模式开展业务。2022-2023年, 项目建设产生的收入分别为 3.42 亿元和3.07 亿元, 占公司同期总收入的37.2%和 30.6%。截至 2023 年末, 公司在建项目总投资额约为 64亿元人民币, 其中已投资 约50 亿元人民币, 计划未来投资 约14 亿元人民币。

(ii) 建筑施工

公司的建筑师施工服务由子公司赤壁市赤马港建筑安装工程有限公司经营 (简称“赤马港建安”)。赤马港建安成立于 1998年, 并于2020年纳入公司合并报表。是一家集房屋建筑工程、建筑装饰装修工程、景观工程、机电设备安装工程、土石方工程、市政公用工程、地基与基础工程、建筑幕墙工程、消防工程施工于一体的综合性建筑企业, 赤马

港建安具备建筑装饰装修工程专业总承包一级和钢结构工程专业承包一级资质。2022年及2023年，建筑施工服务产生的收入分别为 2.06 亿元和3.64亿元，占公司同期总收入的 22.4%和36.2%。

(iii) 商品销售

赤壁城发的商品销售收入主要来自子公司赤壁高新技术投资有限公司（简称“赤壁高新投”）的技术设备贸易收入以及赤壁矿业投资开发有限公司（简称“赤壁矿投”）的石料销售收入。主要从事矿石、河砂资源开采加工生产与销售、矿产资源勘察、矿山修复、尾矿加工与销售等经营。

2022-2023年，商品销售产生的收入分别为 9,500 万元和5,700 万元，占公司同期总收入的 10.3%和5.7%。2023年，公司商品销售收入降幅较大且毛利率为负，主要是因为政府将赤壁市高新产业投资集团有限公司（以下简称“高投集团”）划出公司，高投集团负责的设备技术贸易业务收入随之减少，同时，公司石料销售收入大幅下降，主要是因为凤凰山和赵李桥羊楼洞两个矿山修复因赤壁市国土局变更方案而暂时停工，2023年末仍处于停工状态，综合影响下商品销售收入大幅下降且毛利率为负。

(iv) 租金

公司租金收入主要为门店、厂房等资产的对外租赁收入。门店租赁收入主要为子公司赤壁市国有资产经营发展有限公司的门店出租收入，该部分门店主要为2018年接收赤壁市水利局、教育局等政府单位的资产划转，大部分于2020年开始产生租金收入；厂房租赁收入主要为自营项目的租赁收入，目前主要有公共检测中心、科创慧谷及高新创业园、国资公司房地产三个园区的厂房对外出租。2022-2023年，租金业务产生的收入分别为 2,500万元和3,100万元，分别占公司同期收入的 2.7%和3.1%。

(v) 资产销售

资产销售收入来自固定资产或无形资产的转让收入。但该部分非持续性收入，主要作为公司收入规模的补充。2022年和2023年，资产销售业务的收入为1.48亿元和1.88亿元，占其当期总收入的16.0%和18.7%。

(vi) 其他业务

其他业务收入主要包括代管、代建服务费、培训费和监理等，收入规模相对较小。2023年公司注入了赤壁文旅板块的国有资产，拥有1个5A级景区，2个4A级景区，后续也将进行景区的进一步开发和运营，未来将产生可观的增量收入。2022-2023年，其他业务产生的收入分别为5,600 万元和5,900 万元，分别占公司同期收入的 6.1% 和 5.8%。

财务状况

公司杠杆率水平较高，偿债能力较弱

赤壁城发的负债规模大，2023年公司基础设施建设业务有所放缓，项目投入资金增速有所降低，公司总债务规模增速较2022年有所放缓，同时政府补贴有所提升。这导致公司的债务/EBITDA比率在2023年从2022年的48.3倍减少至40.9倍。尽管公司的债务规模增速有所放缓，其仅靠EBITDA偿还债务余额及利息仍较为困难。2023年，公司债务资本比率为70.7%。由于赤壁城发为当地重要的基础设施建设和片区开发主体，我们认为随着公司的债务规模会在未来几年保持在较高水平。

我们认为赤壁城发的债务结构为“中性”，因为公司的短期债务风险敞口有限，公司短期债务占总未偿债务比率处于20%以下。公司银行贷款的利率风险主要来自浮动利率，但我们认为这不会给公司带来重大的利率风险，因为涉及浮动利率的债务都是基于基本贷款利率浮动。

公司运营效率低，盈利水平较弱

受公司所处行业以及经营模式影响，赤壁城发的营运效率低。公司应收账款及存货周转天数分别为303天和3,074天。公司的存货主要包括拟开发土地及代建业务形成的开发成本，这些业务的施工周期及回报周期比较长，因此公司存货金额较大，从而导致公司的资金周转效率偏低。我们测算公司的现金周转周期约等于9年，高于基础设施建设行业的一般水平。

我们认为赤壁城发的盈利水平为“弱”，盈利主要依赖于政府补助。公司的业务具有一定公益性质，导致毛利率不高。受益于当地政府给予的补贴，公司在营业收入水平较低的情况下，EBITDA利润率表现尚可，2022-2026年期间公司平均EBITDA利润率为24.6%。考虑到公司业务偏向于基础设施投融资主体性质，我们认为资本回报率更能反映公司实际的盈利水平。考虑了政府补贴后，我们测算公司的平均资本回报率为1.8%（2022-2026年），公司整体盈利水平较弱。

流动性

在考虑了赤壁城发的速动比率和现金流流动性比率之后，我们评估公司的短期流动性为“弱”。赤壁城发未来12个月的现金流流动性比率估计为1.49倍，说明公司的现金流入在应对未来12个月的现金流出时相对紧张。公司的未来的短期到期债务仍有赖于再融资接续，自身的流动性来源有限。截至2024年6月末，公司未使用的银行授信余额约为45亿元。如果考虑到当地政府持续的流动性支持，我们相信赤壁城发的流动性将有一定保障，特别是由于公司为当地资产规模最大的地方国有企业，有较高的社会和经济重要性。

在评估赤壁城发的流动性时，我们做了以下主要假设：

- 预计2024、2025年初货币资金及短期投资分别为2.1亿元、7.8亿元；
- 预计2024、2025年度经营活动产生的资金流入分别为1.9亿元、2.1亿元；
- 预计2024、2025年度运营资金流入分别为5.4亿元、5.6亿元；
- 预计2024、2025年度短期债务还本付息金额分别为16亿元、21亿元。

公司背景

赤壁城发成立于2015年，是赤壁市重要的基础设施建设和片区开发主体，同时还涉足建筑施工、商品销售业务及租赁业务等。截至2024年3月末，公司注册资本、实收资本均为10亿元，控股股东和实际控制人均为赤壁国资，持股比例为100%。截至2023年末，赤壁城发资产规模为193亿元，为赤壁市资产规模最大的地方国有企业。

评级分数摘要

经营状况	弱
行业和营运风险状况	弱
宏观环境风险	低
财务状况	CCC+
初步杠杆状况	CCC+
现金流变动	中性
债务结构和财务制度	中性
财务波动性	中性
投资	中性
最终杠杆状况	CCC+
盈利水平	弱
指引性信用得分 (ICS)	b
调整因素	
公司结构和治理	中性
流动性	弱
补充分析	中性
独立个体信用评级 (SACP)	b
外部支持	
母公司支持	不适用
政府支持	极强
主体评级 (ICR)	BBB-

相关评级方法论

[《通用工商企业评级方法论》 \(2018年3月15日\)](#)

[《企业财务调整和比率定义》 \(2018年5月7日\)](#)

[《政府相关实体评级方法论》 \(2018年8月31日\)](#)

方法论偏差

授予本评级时，评审委员会采用了不同的权重来评估获评级实体的杠杆状况，与我们的《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）中规定的权重有偏差。评审委员会认为，我们的《通用工商企业方法论》所规定的杠杆比率主要关注现金流杠杆，未能恰当地反映中国地方政府融资平台真正的财务杠杆风险（该风险应从资产负债表杠杆角度进行评估）。债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、债务资本比率、经营活动产生资金/债务由 30%、30%、20%、20%的初始权重修正为 25%、25%、50%、0%的权重。

免责声明

委托评级——已披露但结果不受影响

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”、“我们”、“我们的”）以既定的方法和符合评级过程的方式发布信用评级和报告。有关政策、程序和方法的更多资料，请参阅本公司网站 www.cspi-ratings.com。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何数据的权利。

所有信用评级和报告都适用于免责声明和限制。信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。

信用评级只针对信用风险。本公司将信用风险定义为被评级对象可能无法履行其到期的合同和/或财务义务的风险。信用评级不能被认为是特定违约概率的事实，也不能作为违约概率的预测指标。信用评级构成了本公司信用评级审委会的前瞻性意见，包括对未来事件的预测，而这些预测在定义上不能作为事实来验证。

为了评级过程的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对评级过程中使用的任何数据进行尽职调查或第三方校验。发行人及其顾问需对其为评级流程所提供的数据准确性负最终责任。公司查阅了被评级对象或其有连系人士的账目及其他相关内部文件。公司已经根据既定的过程对评级过程中所采用数据的质素进行审查，并且信纳所采用数据的质素。

本公司信用评级的使用方应参考本公司网站上公布的评级符号和定义。等级相同的信用评级可能不能完全反映风险程度上的所有细微差别，因为信用评级是信用风险的相对度量。

本公司不对以任何形式对其提供的任何数据的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的数据所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本公司有权依据任何被本公司视为充分的理由，随时采取任何评级行动，并有权自行决定。信用评级的发布和跟踪取决于是否有足够的资料。

本公司的信用评级可能获得酬金，通常来自发行人、承销商或债务人。公司可根据要求提供费用表资料。

被评级对象参与信用评级过程。已向被评级对象或其有连系人士披露有关信用评级，以及在作出上述披露后，信用评级结果在发布前不曾作修订。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布信用评级和报告的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的信用评级和报告并非给处在使用此信用评级和报告可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于本公司信用评级和报告产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2024 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。