



2017年第一期秭归县投资公司养老产业 专项债券、2018年第一期秭归县楚元投资 有限责任公司养老产业专项债券2021年 跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2017年第一期秭归县投资公司¹养老产业专项债券、 2018年第一期秭归县楚元投资有限责任公司养老产业专项债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
17 秭归养老债 01 等级	AA+	AA+
18 秭归养老债 01 等级	AA+	AA+
评级日期	2021-6-29	2020-08-27

债券概况

债券简称：PR 秭归 01/17 秭归养老债 01，PR 秭归 02/18 秭归养老债 01

债券剩余规模：7.20 亿元（其中：17 秭归养老债 01：5.40 亿元，18 秭归养老债 01：1.80 亿元）

债券到期日期：

17 秭归养老债 01：2027 年 08 月 14 日

18 秭归养老债 01：2028 年 02 月 12 日

偿还方式：按年计息，在债券存续期的第 3-6 个计息年度末分别偿付债券发行总额的 10%，第 7-10 个计息年度末分别偿还发行总额的 15%

增信方式：保证担保

担保主体：重庆进出口融资担保有限公司

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对秭归县楚元控股集团有限公司（以下简称“公司”）及其 2017 年 8 月 14 日发行的第一期养老产业专项债券（以下简称“17 秭归养老债 01”）、2018 年 2 月 12 日发行的第一期养老产业专项债券（以下简称“18 秭归养老债 01”）的 2021 年度跟踪评级结果为：“17 秭归养老债 01”和“18 秭归养老债 01”（以下合称“本期债券”）的信用等级均维持为 AA+，公司主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司主营业务持续性仍较好，获得较大外部支持，且第三方保证担保仍有效提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，建设资金压力较大，存在一定或有负债风险，需关注房地产业务及土地转让业务的可持续性等相关风险因素。

未来展望

- 公司主营业务持续性仍较好，且获得较大外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	62.81	54.46	50.51
所有者权益	26.52	25.60	24.57
总债务	14.95	13.58	12.74
资产负债率	57.77%	53.00%	51.36%
现金短期债务比	8.66	41.82	6.87
营业收入	6.51	5.70	4.56
其他收益	0.61	0.00	0.00
利润总额	0.48	1.09	1.06
销售毛利率	4.11%	13.42%	18.81%
EBITDA	0.58	1.13	1.09
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.79	1.59
经营活动现金流净额	0.41	2.68	1.20
收现比	0.62	0.10	0.17

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

¹ 2017 年 11 月 24 日，公司名称由“秭归县投资公司”变更为“秭归县楚元投资有限责任公司”；2019 年 5 月 17 日，公司名称变更为“秭归县楚元控股集团有限公司”。

优势

- **公司综合开发项目业务持续性较好。**公司仍主要负责秭归县综合开发项目建设等业务，收入主要来源于综合开发项目业务。截至 2020 年末，在建综合开发项目储备较多，业务持续性较好。
- **公司获得较大外部支持。**公司作为秭归县重要建设主体，2020 年继续收到秭归县财政局拨付的补贴资金，较大提升了公司利润规模；同时公司在资本注入方面仍能获得较大支持，提升了公司的综合实力。
- **第三方保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司资产以项目成本、应收款项、土地资产为主；项目成本难以集中变现，应收款项回收时间不确定。此外，期末公司流动性受限资产占比较大，资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大资金压力。**截至 2020 年末公司主要在建综合开发项目及自营项目尚需投入规模较大，建设资金主要由公司自筹，且公司存货中工程施工成本金额较大，项目审定进度缓慢，回款时间存在滞后，整体资金压力较大。
- **需关注房地产业务及土地转让业务的可持续性。**截至 2020 年末公司房地产业务剩余可售面积规模较小；同时公司尚未有土地转让计划，未来需关注房地产业务及土地使用权转让业务的可持续性。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额 9.84 亿元，规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年8月14日发行10年期6亿元公司债券及2018年2月12日发行10年期2亿元养老产业专项债券，募集资金计划均用于秭归库区医养结合养老服务中心建设项目及补充营运资金。根据公司提供的资料，截至2021年6月15日两期债券募集资金余额合计2.17亿元，其中2.17亿元存放于1年期定期存单。

三、发行主体概况

2020年以来公司注册资本、实收资本、主营业务及控股股东均未发生变更。截至2021年5月末，公司注册资本仍为1.71亿元，实收资本仍为1.50亿元，控股股东及实际控制人仍为秭归县国有资产监督管理局（以下简称“秭归县国资局”），持股比例87.73%，此外，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持股比例12.27%，属于明股实债，不参与公司实际经营管理。

公司是秭归县重要建设主体，仍主要负责秭归县范围内综合项目开发等业务。2020年度，公司合并范围新增子公司4家，系划拨方式并入秭归久源水利投资开发有限责任公司、秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司、秭归县通途公路养护工程有限责任公司²，以及投资设立秭归县楚汇档案管理有限公司；同时，减少纳入合并范围子公司2家，系注销秭归县楚信企业管理有限公司、秭归县楚元能源有限公司。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2020年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	取得时点	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
秭归久源水利投资开发有限责任公司	2020-1-1	100%	5,000.00	水利管理业	划拨
秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司	2020-9-30	100%	155.00	道路运输业	划拨
秭归县通途公路养护工程有限责任公司	2020-9-30	100%	128.00	道路运输业	划拨
秭归县楚汇档案管理有限公司	2020-5-21	100%	30.00	档案管理服务	设立

2、2020年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
秭归县楚信企业管理有限公司	100%	1,000.00	商业服务业	注销
秭归县楚元能源有限公司	100%	2,000.00	批发和零售业	注销

资料来源：公司2020年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

² 工商变更登记时间：秭归久源水利投资开发有限责任公司2020年4月22日，秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司2020年9月21日，秭归县通途公路养护工程有限责任公司2020年9月21日。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，

城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提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，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域环境

受疫情影响，2020年秭归县主要经济指标及公共财政收入出现下滑，2021年以来区域财政恢复尚可

秭归县为湖北省宜昌市下辖县。2020年，疫情对当地主要经济指标和财政状况产生较大的负面影响。秭归县全年地区生产总值增长率由正转负，按可比价格计算同比下降8.1%。三次产业结构由2019年的17.3：36.5：46.2调整为2020年的19.78：31.78：48.44。第三产业占比较高，其中金融业、房地产业增加值分别增长1.5%和1.43%。

秭归县工业发展受疫情影响较大，2020年全县规模以上工业增加值同比下降幅度较大。主要发展产业方面，全县全年农副产品加工业实现产值12.1亿元，占规模以上工业总产值的36.97%；高技术制造业产值0.62亿元，同比下降15.3%。

全县固定资产投资增速下滑明显，其中全年第一产业投资下降56.8%，第二产业投资下降75%，第三产业投资下降50.8%。此外，当年全县金融机构存款余额和贷款余额较年初均有所增长，为当地的经济恢复提供了较好的金融基础。

表2 秭归县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	157.55	-8.1%	145	8.0%
第一产业增加值	31.17	2.4%	-	-
第二产业增加值	50.07	-22.0%	-	-
第三产业增加值	76.31	-0.3%	-	-
规模以上工业增加值	-	-66.0%	-	9.6%
固定资产投资	41.11	-57.1%	-	12.2%
社会消费品零售总额	66.77	-20.9%	60.78	12.4%
存款余额 ¹	196.74	11.10%	177.15	-0.02%
贷款余额	149.89	15.17%	130.15	4.51%
人均GDP（元） ²		42,743		39,338
人均GDP/全国人均GDP		59.00%		55.49%

注：¹存款余额、贷款余额增长率均为较年初的变化率；²人均GDP=当年GDP/年末户籍总人口；³“-”表示未取得数据。
 资料来源：2019年1-12月全县经济形势摘要、2020年1-12月全县经济形势摘要及秭归县人民政府官网，中证鹏元整理

根据《关于秭归县2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告》，2020年全县一般公共预算收入3.95亿元，同比下降50.58%，其中税收收入完成2.97亿元，税收占比为75.12%；实现政府性基金收入4.47亿元，其中土地出让金收入完成3.16亿元。2020年一般公共预算支出42.21亿元。

根据秭归县2021年1-3月全县经济概览，全县一季度规模以上工业总产值为2019年同期的42.73%；社会消费品零售总额为2019年同期的130.10%。财政方面，全县一季度实现地方公共财政预算收入2.09亿元，较2019年同期增长10.34%，其中税收收入1.42亿元。整体来看，2021年以来秭归县地区经济发展及财政状况尚处于恢复期中，财政收入恢复情况尚可。

五、经营与竞争

公司业务涵盖综合开发项目、商品房销售、转让土地使用权等，当期营业收入增长保持增长，其中2020年综合开发项目收入占比为51.95%，仍是公司主要收入来源，收入规模较上年略有下滑；商品房销售业务结转收入同比增长11.22%；同期公司转让自有土地使用权实现1.42亿元收入；其他业务收入主要为劳务服务、商品销售等，丰富了公司收入来源。

从毛利率来看，综合开发项目毛利率较为稳定，商品房销售业务毛利率因成本结转与收入确认不匹配而出现亏损，叠加转让土地使用权毛利率为负影响，2020年综合毛利率降至4.11%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
综合开发项目	33,831.83	16.67%	36,149.09	16.67%

商品房销售	12,096.96	-25.70%	10,877.05	1.25%
转让土地使用权	14,186.35	-6.82%	6,585.92	-1.41%
其他	5,012.71	22.29%	3,428.11	46.32%
合计	65,127.86	4.11%	57,040.17	13.42%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司综合开发项目可持续性较好，但需关注其回款情况，且面临较大资金支出压力

根据公司与秭归县人民政府签订项目《综合开发建设协议》，公司自筹资金负责秭归县范围内各类基础设施项目的建设，项目整体或某一阶段完工后，秭归县人民政府按经审定的项目成本加成20%与公司结算，公司将其确认为综合开发项目收入，相关款项由秭归县财政局支付。2020年公司实现综合开发项目收入3.38亿元，毛利率仍为16.67%，均来自翻坝物流园场平项目的收入确认。

截至2020年末，公司主要在建综合开发项目合计总投资48.93亿元，已投资30.51亿元，项目规模较大，随着其建设及审定进度推进，未来仍能为公司带来一定收入，但中证鹏元也关注到公司存货中已投入的工程施工期末账面价值15.14亿元，项目审定进度偏慢，回款存在滞后。

表4 截至2020年末公司主要在建综合开发项目情况（单位：亿元）

代建项目名称	预计总投资	累计已投资	收益方式
金缸城移民新区基础设施与中央商贸区项目	10.84	8.14	成本加成
翻坝物流园场地平整、基础设施与货运中心	10.65	7.62	成本加成
秭归港区二期工程件杂和滚装泊位水工建筑工程项目	8.14	3.32	成本加成
金曲路	3.40	0.76	成本加成
秭归县2014年第一批棚户区改造项目*	3.50	3.21	成本加成
秭归县北斗产业基地项目	3.00	0.34	成本加成
总部经济园项目	1.80	1.30	成本加成
银杏花园二期项目	1.60	1.45	成本加成
翻坝物流产业园安置房与商业中心项目	1.00	0.89	成本加成
县城出口一级路项目	0.98	0.89	成本加成
秭归县城出口一级路棚户区改造安置房项目	0.98	0.00	成本加成
花园路项目	0.89	0.82	成本加成
河东花园项目	0.85	0.68	成本加成
车管所项目	0.75	0.68	成本加成
秭归县人民医院金缸城院区场平防护工程	0.37	0.31	成本加成
秭归县消防设施完善项目	0.18	0.09	成本加成
合计	48.93	30.51	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，截至2020年末公司有总投资6.35亿元的秭归库区医养结合养老服务中心建设项目（即本期债

券募投项目），尚需投资3.94亿元，投资进度偏慢；募投项目收益来自全部运营收入³，随着其建设并投入运营，将丰富公司收入来源，但受建设进度及区域经济发展等影响较大。

同时中证鹏元也关注到，公司主要在建综合开发项目及自营项目合计尚需投资22.36亿元，且资金以公司自筹为主，存在较大资金压力。

表5 截至2020年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	预计尚需投资	收益方式
秭归库区医养结合养老服务中心建设项目	6.35	2.41	3.94	全部运营收益

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在售房地产项目剩余可售面积规模不大，需持续关注该业务持续性

公司商品房销售业务主要由子公司秭归县三丰建设有限公司（以下简称“三丰建设”）负责，房屋类型包含按市场价销售的项目及安置房项目⁴，其中市场化项目建设用地由公司招拍挂获得，建设后按市场价进行销售；安置房项目建设用地由政府无偿提供，三丰建设负责实施建设，建成以后以低于市场价格定向销售至被拆迁户。

近年来公司建设并销售项目主要有江山领秀、江山景秀，均包含住宅及店铺，其中江山领秀住宅以安置房为主。2020年公司实现商品房销售收入1.21亿元，主要来自前期已签约但尚未确认收入的安置房预收房款。

截至2020年末公司在售项目包含江山领秀项目及江山景秀项目，其中江山领秀项目位于金缸城新区经济园，当期住房和店铺签约面积和金额情况有所下降，主要系该项目剩余可售住宅和店铺较少所致；江山景秀项目位于金缸城新区中心区，且临近医院、学校、公园等诸多新型配套设施，该项目住宅自2018年开始预售，目前江山景秀住宅已基本售完，商铺于2020年开始对外销售，当期签约面积已达85.80%。

截至2020年末公司预收款项4.66亿元，随着相关房屋交房，未来仍能为公司带来一定收入；主要在售地产项目剩余可售面积规模较小，需关注房地产业务未来可持续性。

表6 公司房地产项目签约情况（单位：平方米、万元）

项目	2020年		2019年		预售时间	剩余可售面积
	签约面积	签约金额	签约面积	签约金额		
江山领秀（店铺）	0.00	0.00	5,502.84	2,916.50	2013年	181.84
江山领秀（住宅）	6,299.50	4,409.65	11,553.00	7,162.86	2015年	1,102.28

³ 主要包含床位收入（包括全护理床位收入、半护理床位收入、全自理床位收入和休闲养老床位收入等）、租金收入（包括综合商业租金收入和子女陪护中心租金收入）、停车位收入、其他收入和补贴收入等。

⁴ 中证鹏元尚未获得公司、被拆迁户及秭归县政府三方签订的安置协议书。

江山景秀（住宅）	1,318.15	659.08	3,554.63	1,777.32	2018年	0.00
江山景秀（商铺）	3,264.66	4,897.00	0.00	0.00	2020年	540.18
合计	10,882.31	9,965.73	20,610.47	11,856.68	-	1,824.3

注：签约金额依据合同签订时间统计，非实际收到款项时间。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司继续通过自有土地使用权转让及置换土地实现收入，需持续关注其可持续性

公司转让土地使用权收入来自转让自有土地实现收益，2020年实现转让土地使用权收入1.42亿元，其中包括以6,200.00万元价格转让一宗面积2,884.40平方米的其他商服用地给中石化秭归楚元石油有限责任公司，以5,164.00万元转让占地面积49,167.47平方米的建设用地使用权及地上工程建设的所有权给秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司，以及通过建设用地使用权置换取得的土地出让收入（换出土地面积8,991.64平方米，评估价值1,351.76万元；换入土地面积3,505平方米，评估价值429.02万元，差额部分以现金922.74万元补偿给公司）。该业务受区域土地使用规划影响较大，目前公司尚未有其他土地转让计划，需持续关注该业务可持续性。

公司在财政补贴等方面继续得到当地政府的较大支持

公司为秭归县基础设施建设运营主体，为增强公司的资本实力和抗风险能力，当地政府继续在财政补贴和资本注入等方面给予公司支持。政府补贴方面，2020年秭归县财政局给予公司政府补助5,937.48万元，计入“其他收益”核算，较大地提升了公司当期利润水平。资本注入方面，2020年公司获得各类形式的政府资本注入合计增加“其他资本公积”5,019.91万元，其中，包括秭归县国资局通过划拨方式将秭归久源水利投资开发有限责任公司、秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司、秭归县通途公路养护工程有限责任公司并入公司，纳入公司合并范围，同时，政府转入三峡日新水务环保（秭归）有限公司的股权投资款3,144.29万元，投资比例为40%，计入长期股权投资。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年，公司合并范围新增4家子公司，具体情况如表1所示。截至2020年末，公司纳入合并范围子公司明细见附录四。

资产结构与质量

公司资产中项目成本、应收款项、土地资产占比较高，且流动性受限资产规模较大，资产流动性较弱

截至2020年末公司资产总额同比增长15.33%，其中存货及应收款项占比较高，仍是主要资产构成。

截至2020年末，公司货币资金主要系包含2.44亿元银行存款及2.54亿元定期存单，期末2.57亿元货币资金使用受限，受限规模较大。

应收账款主要是应收秭归县财政局等单位业务款，由于公司主营业务回款较慢，2020年末应收账款同比增长28.89%，其中应收秭归县财政局款项10.35亿元，占应收账款账面余额的93.93%，需关注其回收情况。

2020年末其他应收款余额前五大欠款方主要系应收国有企业或事业单位3.27亿元的往来款和0.60的借款，以及应收民营企业湖北和笙置业有限公司0.56亿元的借款，合计占其他应收款余额的64.25%，该部分坏账准备期末余额125.75万元。2020年末应收账款及其他应收款合计占总资产比重达27.02%，规模较大且较大规模款项账龄偏长，形成资金占用，应收对象以政府部门及国有企业为主，发生坏账风险相对较小，但回收时间存在不确定性。

截至2020年末年公司存货主要系21.92亿元项目建设投入成本、7.52亿元土地资产。期末存货账面价值随着本期新增土地资产评估入账而有所上升，土地资产较2019年净增加4.90亿元，主要系本期以国有出让方式取得8宗商服用地、2宗仓储用地和2宗城镇住宅用地，面积合计61.91万平方米，以成本价格5.44亿元入账，均已办妥权证。此外，期末存货中使用权受限的土地和项目投入成本合计3.65亿元，占当期存货账面价值的12.36%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.98	7.93%	7.28	13.36%
应收账款	11.02	17.55%	8.55	15.70%
其他应收款	6.06	9.65%	5.58	10.24%
存货	29.54	47.03%	25.74	47.27%
流动资产合计	53.47	85.12%	48.71	89.45%
可供出售金融资产	4.59	7.30%	4.64	8.53%
在建工程	2.92	4.65%	0.41	0.76%
非流动资产合计	9.35	14.88%	5.74	10.55%
资产总计	62.81	100.00%	54.46	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

可供出售金融资产主要系以成本计量的权益工具投资，本期主要增加对三峡日清茅坪河生态治理（秭归）有限公司（250.00万元，持股比例5.00%）、秭归亿楚建设工程有限责任公司（500.00万元，持股比例10.00%）、宜昌市楚阳农旅综合开发有限公司（0.26万元，持股比例为51.00%）等投资，同时因取得控股权后纳入合并报表而减少秭归县通畅隧桥养护有限责任公司（959.94万元）、秭归县通途公路养护工程有限责任公司（371.00万元）等权益工具投资，2020年度公司未获得现金红利。在建工程系公司在建的自营项目，期末账面价值同比增加2.51亿元，主要系本期新增投入较大，其中期末账面价值

较大的在建项目包括秭归县人民医院金缸城院区1.69亿元、秭归县移民安置区天然气综合利用工程项目0.44亿元和九里砂场工程0.20亿元等，收益实现方式一般为建成后出租、出售或自主运营。

截至2020年末，受限资产及未办妥权证资产分别为6.30亿元、1.25亿元，合计占总资产的12.02%，流动性受限资产规模较大；公司资产中以项目建设成本及土地资产为主的存货、应收款项占比较高，资产整体流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入保持增长但盈利能力下滑，主营业务持续性仍较好，政府补贴仍较好地提升公司利润水平

2020年公司实现营业收入同比增长14.21%，主要系商品房销售业务结转前期已收到未确认的预收房款金额较大，且转让土地使用权规模有所增加所致；但综合开发项目收入占营业收入的51.95%，仍是公司主要收入来源。截至2020年末，公司在建综合开发项目储备较多，该业务可持续性仍较好，但受建设及审定进度影响较大。此外公司有总投资6.35亿元的在建自营项目，随着其建设完工并投入运营，将新增收入来源，但受项目建设进度及区域经济发展等影响存在一定不确定性。

从毛利率来看，2020年公司销售毛利率下降幅度较大，主要系本期商品房销售业务和转让土地使用权业务亏损影响。营业外收入主要为政府补助，2020年公司收到政府补贴0.59亿元，较好地提升了利润水平。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

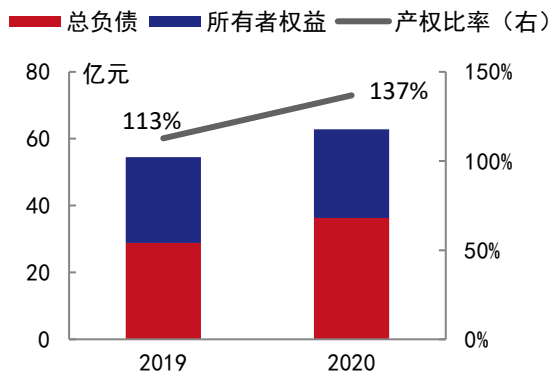
指标名称	2020年	2019年
营业收入	6.51	5.70
收现比	0.62	0.10
营业利润	0.48	0.48
其他收益	0.61	0.00
利润总额	0.48	1.09
销售毛利率	4.11%	13.42%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

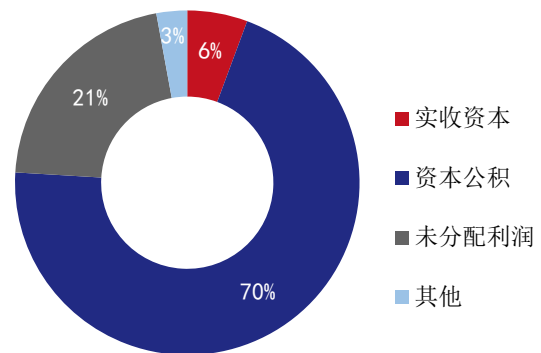
资本结构与偿债能力

公司债务有所上升，整体存在一定的偿债压力

2020年末公司负债规模有所增加，增幅高于所有者权益增幅，将产权比率推高至136.82%，净资产对负债保障程度较弱。

图1 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2020年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司预收款项主要是预售房地产项目产生，随着累计签约金额的增加，预收款项本期末同比增加17.38%，其中账龄1年以内款项占比96.23%。

其他应付款期末账面余额占负债总额比重为27.90%，主要系应付利息、保证金和9.81亿元的往来款等，其中应付秭归县土地收购储备中心1.63亿元往来款。

长期借款为公司向中国农业发展银行秭归县支行等金融机构取得的抵质押借款及保证借款，截至2020年末，公司待偿还长期借款3.81亿元（含一年内到期规模0.28亿元）。此外，根据公司提供的资料，公司在金融机构尚有12.13亿元的剩余可用授信额度。

截至2020年末，公司尚未偿还债券主要系2017年8月14日发行的票面利率为7.08%的10年期债券（即PR秭归01/17秭归养老债01）以及2018年2月12日发行的票面利率为7.80%的10年期债券（即PR秭归02/18秭归养老债01），债券期限均为10年，债券剩余本金规模合计7.20亿元。

2020年末长期应付款主要系应付湖北省投资公司2.08亿元借款、应付国开发展基金有限公司1.42亿元投资款，以及6.00亿元的各项财政专项资金和项目补助资金，同比增长幅度较大，主要系政府加大个项目专项资金和项目补助所致。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	4.66	12.84%	3.97	13.75%
其他应付款（合计数）	10.12	27.90%	8.75	30.33%
一年内到期的非流动负债	0.28	0.76%	0.17	0.60%
流动负债合计	15.61	43.01%	13.12	45.45%
长期借款	3.54	9.75%	1.90	6.58%
应付债券	7.34	20.23%	7.93	27.46%

长期应付款（合计数）	9.51	26.20%	5.92	20.51%
非流动负债合计	20.68	56.99%	15.74	54.55%
负债合计	36.29	100.00%	28.86	100.00%
其中：总债务	14.95	41.20%	13.58	47.05%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务规模有所上升，以长期债务为主。根据公司提供的债务偿还期限表，公司债务偿还时间主要集中在2023年及以后。

图 3 公司债务占负债比重

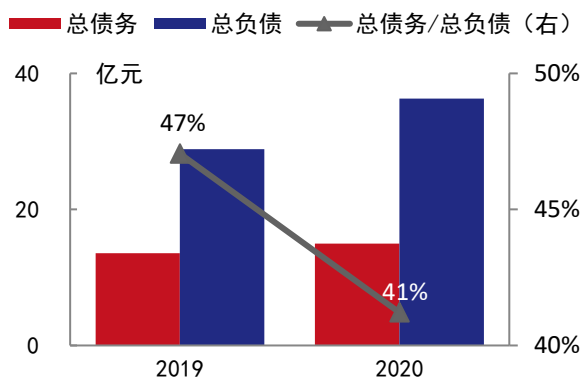
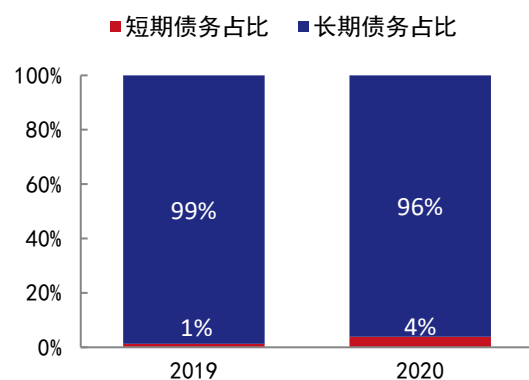


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从主要偿债指标来看，2020年末公司资产负债率略有提高，现金短期债务比为8.66，且公司在金融机构尚有一定的剩余可用授信额度，短期偿债表现较好。长期来看，公司债务主要为长期债务，逐年增长，且债务偿还集中于2023年以后偿还，仍面临一定债务偿还压力。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	57.77%	53.00%
现金短期债务比	8.66	41.82
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.79

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2021年5月27日）和子公司秭归县三丰建设有限公司（查询日2021年6月3日）均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险

截至2020年末公司对外担保合计金额为9.84元，占当期末净资产的比重为37.10%，均为对秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司的担保（控股股东为秭归县国资局），均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表11 截至2020年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	担保类型
秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司	1.24	2023年8月23日	抵押及质押担保
秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司	7.00	2035年9月27日	保证担保
秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司	1.60	2036年6月22日	保证担保
合计	9.84	--	--

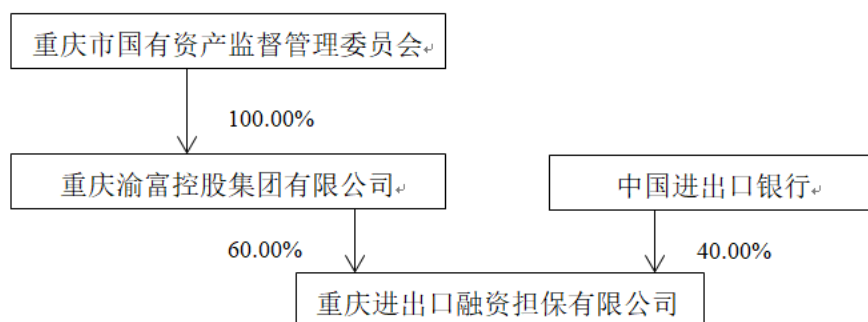
资料来源：公司2020年审计报告

八、本期债券偿还保障分析

重庆进出口的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

重庆进出口由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；历经多次增资，截至2020年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

图5 截至2020年末重庆进出口股权结构



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2018-2020年重庆进出口分别实现营业收入45,379.63

万元、56,106.89万元和69,436.56万元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表12 重庆进出口营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	51,558.26	74.25%	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%
利息收入	11,178.44	16.10%	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%
投资收益	5,914.30	8.52%	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%
其他收入	785.56	1.13%	814.20	1.45%	1,092.98	2.41%
合计	69,436.56	100.00%	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，重庆进出口资产总额为636,020.22万元，所有者权益合计为383,731.71万元；2020年度，重庆进出口实现营业收入69,436.56万元，利润总额24,046.06万元。

表13 重庆进出口主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	636,020.22	617,204.16	565,248.25
所有者权益合计	383,731.71	367,240.15	354,313.87
营业收入	69,436.56	56,106.89	45,379.63
担保费收入	51,558.26	34,703.19	27,181.82
利润总额	24,046.06	20,605.37	17,527.99
净资产收益率	5.40%	4.83%	4.39%
融资担保责任余额	-	3,009,275	2,822,038
准备金覆盖率	-	5.77%	5.41%
融资担保放大倍数	-	8.19	7.96
当期担保代偿率	-	1.63%	2.14%

注：“-”表示该数据尚未取得。

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、结论

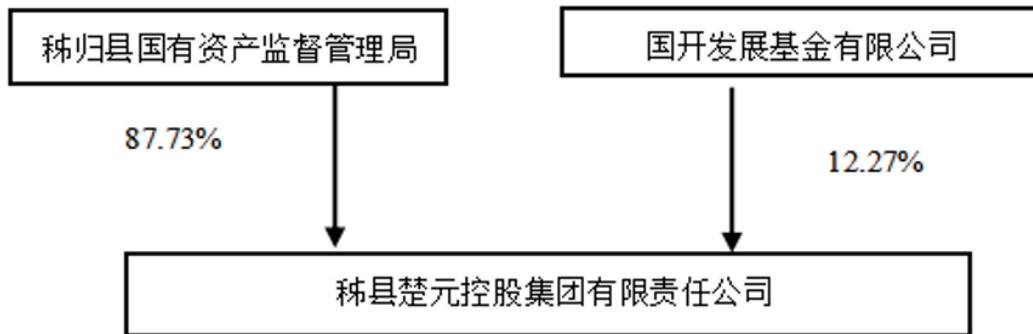
综上，中证鹏元维持“17秭归养老债01”和“18秭归养老债01”信用等级均为AA+，公司主体长期信用等级维持为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.98	7.28	5.77
应收账款	11.02	8.55	6.49
其他应收款	6.06	5.58	4.45
存货	29.54	25.74	27.17
流动资产合计	53.47	48.71	45.61
可供出售金融资产	4.59	4.64	4.64
非流动资产合计	9.35	5.74	4.90
资产总计	62.81	54.46	50.51
短期借款	0.30	0.00	0.00
预收款项	4.66	3.97	5.71
其他应付款（合计数）	10.12	8.75	6.31
一年内到期的非流动负债	0.28	0.17	0.84
流动负债合计	15.61	13.12	13.52
长期借款	3.54	1.90	0.41
应付债券	7.34	7.93	7.91
长期应付款（合计数）	9.51	5.92	4.11
非流动负债合计	20.68	15.74	12.43
负债合计	36.29	28.86	25.94
总债务	14.95	13.58	12.74
所有者权益	26.52	25.60	24.57
营业收入	6.51	5.70	4.56
营业利润	0.48	0.48	0.55
其他收益	0.61	0.00	0.00
利润总额	0.48	1.09	1.06
经营活动产生的现金流量净额	0.41	2.68	1.20
投资活动产生的现金流量净额	-2.61	-1.07	-0.22
筹资活动产生的现金流量净额	0.34	-0.16	-1.18
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	4.11%	13.42%	18.81%
收现比	0.62	0.10	0.17
资产负债率	57.77%	53.00%	51.36%
现金短期债务比	8.66	41.82	6.87
EBITDA（亿元）	0.58	1.13	1.09
EBITDA 利息保障倍数	0.59	1.79	1.59

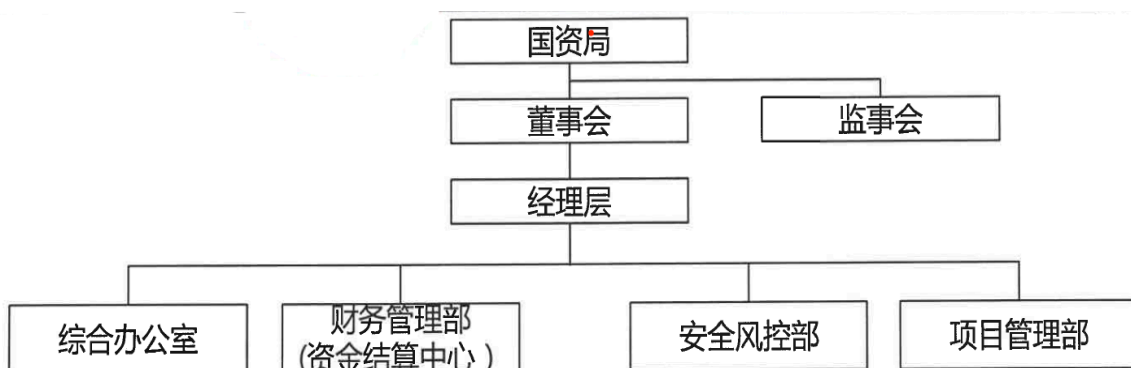
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 4 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
秭归县三丰建设有限公司*	40,000.00	100.00%	房地产业
秭归万安服务有限责任公司	1,000.00	100.00%	服务租赁业
秭归万安消防工程有限责任公司	110.00	100.00%	消防工程
秭归逸安物业有限责任公司	300.00	100.00%	房地产业
湖北朋乐康养管理有限公司	4,000.00	100.00%	商业服务业
宜昌天宏建筑工程有限公司	4,000.00	100.00%	房屋建筑业
秭归县楚炬天然气管道有限公司	5,000.00	100.00%	管道运输业
秭归县楚元健康产业开发有限公司	15,000.00	52.00%	医疗器械销售
秭归县楚汇档案管理有限公司	5,000.00	100.00%	档案管理服务
秭归久源水利投资开发有限责任公司	155.00	100.00%	水利管理业
秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司	128.00	100.00%	道路运输业
秭归县通途公路养护工程有限责任公司	30.00	100.00%	道路运输业

注：*原名为秭归三丰置业有限责任公司，于 2020 年 5 月 25 日变更为现用名。

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。