



赤壁市蓝天城市建设投资开发有限责任公司 及相关债券2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



赤壁市蓝天城市建设投资开发有限责任公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
16 赤壁债/PR 赤壁债	AAA	AAA
18 赤壁债/PR18 赤壁	AAA	AAA
20 赤壁债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持赤壁市蓝天城市建设投资开发有限责任公司（以下简称“赤壁城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“16 赤壁债/PR 赤壁债”、“18 赤壁债/PR18 赤壁”、“20 赤壁债”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：赤壁市具有一定的工业基础，经济实力位居咸宁市前列，公司作为赤壁市主要基础设施建设主体，业务持续性仍较好，获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的建设资金压力，偿债压力较大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。重庆三峡融资担保集团有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效地提升了“16 赤壁债/PR 赤壁债”、“18 赤壁债/PR18 赤壁”的安全性，湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”）提供的保证担保有效地提升了“20 赤壁债”的安全性。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 13 日

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhuiq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	153.16	133.71	115.64
所有者权益	71.04	64.09	62.24
总债务	56.42	59.05	41.30
资产负债率	53.62%	52.07%	46.18%
现金短期债务比	0.37	1.29	1.20
营业收入	6.08	5.62	4.37
其他收益	1.20	0.02	1.25
利润总额	1.35	1.84	1.18
销售毛利率	13.27%	26.26%	29.26%
EBITDA	1.85	2.41	1.99
EBITDA 利息保障倍数	0.47	1.69	1.31
经营活动现金流净额	-6.32	10.52	-0.83
收现比	104.57%	139.07%	15.07%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **赤壁市具有一定工业基础，经济发展水平较高。**依托煤、石灰石等矿产资源，赤壁市重点发展了电力、建材等传统支柱产业，同时电子信息等新兴产业近年亦加快发展。2021年赤壁市GDP及其增速位列咸宁市下辖区县第一，人均GDP达到全国平均水平的1.36倍。
- **公司是赤壁市主要基础设施建设主体，业务持续性仍较好。**城建项目收入和土地整理收入是公司主要收入来源，截至2021年末，公司主要在建代建项目较多，已投资金额较大，且拟开发土地账面价值较大，预计未来城建及土地整理业务可持续性较好。
- **公司持续获得较多的外部支持。**2021年公司继续收到财政补贴，大幅提升了公司的利润水平；同时，公司还在资产划转、资产注入等方面获得赤壁市政府支持，提升了公司的资本实力。
- **担保方提供的保证担保能继续有效提升债券的信用水平。**经中证鹏元评定，三峡担保、湖北担保主体信用等级均为AAA，三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升“16赤壁债/PR赤壁债”、“18赤壁债/PR18赤壁”的信用水平，湖北担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升“20赤壁债”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性仍较弱。**公司资产仍以存货、在建工程为主，项目成本、土地难以集中变现；截至2021年末，公司受限资产金额较大。
- **公司仍面临较大的资金压力。**截至2021年末，公司主要在建项目尚需投入资金较多，仍面临较大的资金支出压力。
- **公司总债务规模较大，债务压力较大。**公司总债务规模较大，资产负债率持续上升；短期债务占比持续提升，且2021年末现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数大幅下滑至较低水平。
- **公司仍存在一定的或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保金额共计16.24亿元，占期末公司净资产的比重为22.86%，对外担保均未设置反担保措施，担保对象均为政府企事业单位和平台公司。

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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP规模	3		资产负债率	4
	GDP增长率	5		EBITDA利息保障倍数	6
	地区人均GDP/全国人均GDP	4		现金短期债务比	5
	公共财政收入	2		收现比	5
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			

业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-5-27	邵宇鸿、刘洁筠	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2018-6-16	杨再昆、林心平	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+	2016-5-5	杨再昆、董斌	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
16 赤壁债/PR 赤壁债	10.00	4.00	2021-5-27	2023-8-10
18 赤壁债 /PR18 赤壁	5.00	4.00	2021-5-27	2025-11-22
20 赤壁债	12.00	12.00	2021-5-27	2027-12-4

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2016年8月发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于湖北省赤壁市生态产业园建设项目。截至2021年12月31日，债券募集资金专项账户余额为79,819.07元。

公司于2018年11月发行7年期5亿元公司债券，募集资金原计划3.6亿元用于建设赤壁市25个地块的停车场建设工程，1.4亿元用于补充公司营运资金。截至2021年12月31日，债券募集资金专项账户余额为56,968.58元。

公司于2020年12月发行7年期12亿元公司债券，募集资金原计划8.4亿元用于赤壁市高新区标准厂房建设项目，2.6亿元用于偿还或置换2020年内到期的企业债本金和利息，1.0亿元用于补充营运资金。截至2021年12月31日，债券募集资金专项账户余额为226,724.81元。

三、发行主体概况

截至2021年末，公司注册资本、实收资本均未发生变化，仍为138,600.00万元。公司控股股东仍为赤壁城市发展集团有限公司（以下简称“城发集团”）。

2022年3月，城发集团回购国开发展基金有限公司持有的4.04%的股份，截至2022年3月末公司股权结构为城发集团持股86.44%，国开发展基金有限公司持股13.42%，赤壁市投资公司持股0.14%。公司实际控制人为赤壁市财政局，公司产权及控制关系详见附录二。

跟踪期内公司仍主要负责赤壁市基础设施建设项目的投资、开发、建设以及土地整理等业务，为赤壁市重要投融资主体。跟踪期内公司合并范围内新增两家子公司，其中赤壁市泰旭置业有限公司（以下简称“泰旭置业”）系赤壁高新投资有限公司¹（以下简称“赤壁高新投”）向自然人陈宏国、黄忠良购买，根据2021年9月签订的《股权转让协议》，赤壁高新投以泰旭置业净资产为依据确定支付对价0.27亿元取得其100%股权。截至2021年末，纳入公司合并报表范围的子公司共有19家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

¹ 赤壁高新投资有限公司于2022年3月更名为“赤壁市高新产业投资集团有限公司”

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
赤壁城发智慧停车运营管理有限公司	500	100%	商务服务业	新设
赤壁市泰旭置业有限公司	1,000.00	100%	房地产业	购买
赤壁市和安中小学生社会实践基地有限公司	4,000.00	51%	娱乐业	新设
赤壁市城发物业管理服务有限公司	100	100%	商务服务业	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资

基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

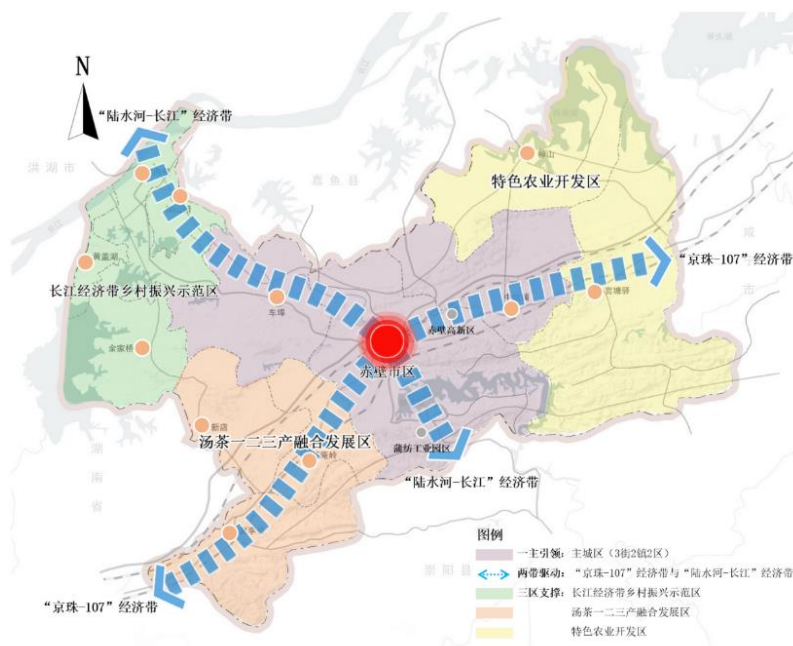
区域经济环境

赤壁市系咸宁最具发展潜力的区县之一，具有一定工业基础，依托煤、石灰石等矿产资源，形成了电力、建材等传统支柱产业，同时电子信息等新兴产业近年亦快速发展

区位特征：赤壁市具有一定区位优势，农产品丰富，非金属矿资源富集。赤壁市系咸宁市代管的县级市，地处“微三角”（嘉鱼、平江、岳阳）、“小三角”（咸宁、岳阳、九江）、“大三角”（湖北、湖南、江西）的中心，交通较便利，京广铁路和武广高铁在境内开设站点，京珠高速、107国道穿城而

过。全市总面积1,717.71平方千米，设3个街道办事处、10个镇、1个乡、2个场（官塘驿林场、羊楼洞茶场）、3个区（沧湖生态农业开发区、赤壁高新区、蒲纺工业园区），根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日零时，赤壁市常住人口47.04万人，近十年人口有一定净流出。赤壁市物产丰富，有着鲜明的农业特色，盛产茶叶、猕猴桃、苧麻等农产品，已建成全国三大茶场之一的羊楼洞茶场被授名“世界茶业第一古镇”，全国最大的中华猕猴桃基地。同时，赤壁市非金属矿产资源丰富，已探明矿产有13种，矿点100余处，非金属矿藏为石灰石、煤等。

图 1 区域空间图



资料来源：赤壁市国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要

经济发展水平：赤壁市是咸宁最具发展潜力的区县之一，经济发展水平位列全市各区县第一。2021年，赤壁市地区生产总值突破500亿元大关，经济总量及增速均位列咸宁市下辖区县第1名；产业结构持续优化，三次产业比重由上年的11.9：41.9：46.2调整为11.9:41.0:47.1。固定资产为经济增长主要动力，2021年全市固定资产投资同比大幅增长27.5%，重点开工254个项目，包括万津实业电子玻璃生产基地项目、智能门窗产业基地、龙兴无纺布、中亮光电等一批重大产业项目建成投产，预计2022年将加速维达力四期、中亮光电二期等项目建设。工业发展保持平稳增长，全年规模以上工业总产值689.06亿元，同比增长19.3%，新增25家规模以上工业企业至238家。旅游等现代服务业快速发展带动消费需求回暖，全年社会消费品零售总额增长29.4%，其中旅游总收入实现80.32亿元，同比大幅增长62.9%，收入规模已超2019年。近年赤壁市人均GDP波动上升，2021年达到全国人均水平的136%，经济发展水平较高。

表2 咸宁市各区县 2021 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万	一般公共预算收入	政府性基金收入
------	-----	--------	-----------	----------	---------

赤壁市	519.54	16.6%	11.05	18.50	22.13
咸安区	414.51	11.4%	6.30	12.65	7.37
嘉鱼县	307.83	10.1%	10.78	16.02	21.11
通城县	191.04	12.7%	4.48	8.00	-
崇阳县	169.51	12.4%	3.97	7.89	7.33
通山县	149.39	10.4%	3.82	5.73	2.65

注：2021年人均GDP=各地当年地区生产总值/七普常住人口数

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 赤壁市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	519.54	16.6%	443.39	-4.6%	466.85	8.7%
固定资产投资	-	27.5%	-	-21.6%	-	11.9%
社会消费品零售总额	188.03	29.4%	145.25	-14.7%	150.38	11.9%
进出口总额	-	-	25.59	13.9%	22.46	146.8%
人均 GDP（元）	110,457		89,828		94,686	
人均 GDP/全国人均 GDP	136%		125%		135%	

注：“-”数据未公告；2021年人均GDP=当年地区生产总值/七普常住人口数。

资料来源：2019年及2020年赤壁市国民经济与社会发展统计公报、2021年赤壁市主要经济指标完成情况（1-12月），中证鹏元整理

产业情况：赤壁市有一定工业基础，以电力、建材、造纸、食品、纺织、电子信息等支柱产业为主。电力、建材、造纸等传统支柱产业依托华润电力湖北有限公司、华新水泥（赤壁）有限公司、赤壁晨力纸业有限公司等一批龙头企业，对当地经济财政支撑作用较大；随着能源结构优化，未来将加快发展清洁替代能源，拟打造赤壁百万千瓦新能源基地。食品方面，主要依托羊楼洞茶场为优质原料基地，重点形成了青砖茶产业集群。纺织产业主要集聚在蒲纺工业园，形成“纺纱”“织布”“印染”“制衣”四大功能特色的纺织产业园。近年以维达力实业（赤壁）有限公司为龙头的电子信息产业快速发展渐成规模，已有18家电子信息相关企业相继落户赤壁。目前全市高新技术企业超过56家，高正新材料、银轮换热器、凯利隆科技等3家企业获得湖北省专精特新“小巨人”称号，61家企业被认定为科技型中小企业，应急装备、电子信息、赤壁青砖茶、纺织服装成功入围全省114个重点成长型产业集群。

发展规划及机遇：赤壁市将坚持“工业强市”战略，加快发展新兴产业。根据赤壁市十四五规划，未来赤壁市将按照“一主引领、两带驱动、三区支撑”区域和产业发展布局，积极提升产业配套能力，围绕“一块砖、一块屏、一块布”为核心，重点发展青砖茶、电子信息、纺织服装等产业，进一步做大做强赤壁高新区、蒲纺工业园为主的园区经济。

财政及债务：赤壁市财政实力一般，债务平稳增长。2021年赤壁市一般公共预算收入为18.50亿元，受减税降费等影响，尚未恢复至2019年同期；当期税收收入占比略有下降，主要纳税企业包括华润电力湖北有限公司、维达力实业(赤壁)有限公司、华新水泥(赤壁)有限公司等。2021年全市一般公共预算

支出同比下降 9.0%，财政自给率有所提升但整体仍处于较低水平。受益房地产市场回暖，土地成交活跃度上升，当期政府性基金收入大幅增加。近年赤壁市地方政府债务余额保持平稳增长，整体债务压力一般。

表4 赤壁市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	18.50	14.50	20.36
税收收入占比	76.49%	78.43%	68.81%
财政自给率	36.73%	26.19%	44.30%
政府性基金收入	22.13	14.92	13.99
地方政府债务余额	48.65	46.13	39.54

资料来源：2019年数据来源《关于赤壁市2019年政府决算和2020年上半年政府预算执行情况的报告》、2020年数据来源《关于赤壁市2020年政府决算和2021年上半年政府预算执行情况的报告》、2021年数据来源《关于嘉鱼县2021年政府预算执行情况和2022年政府预算草案的报告》，中证鹏元整理

投融资平台：赤壁市目前发债平台为公司1家。

五、经营与竞争

作为赤壁市重要的城市建设实施主体，公司业务主要涵盖城市基础设施建设、土地整理业务等。跟踪期内公司收入规模持续增长，2021年收入规模同比增长8.14%。从收入结构来看，城建项目收入和土地整理收入仍是营业收入的主要部分，2020年两者合计占总收入比重为88.68%，2021年无土地整理收入，城建项目收入占营业收入比重为70.95%。

毛利率方面，2021年城建业务受财政结算情况影响毛利率有所提升，但主要受毛利率较高土地整理业务收入大幅减少影响，公司销售毛利率下降幅度较大。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
城建项目收入	43,113.96	8.41%	18,167.63	6.97%
土地整理收入	-	-	31,663.13	34.30%
商品销售收入	11,664.98	7.28%	1,768.62	18.21%
租金收入	1,697.08	98.00%	3,585.55	49.10%
其他收入	4,292.22	44.88%	1,007.22	54.48%
合计	60,768.24	13.27%	56,192.15	26.26%

注1：土地整理收入包括土地出让收入及整理收入。

注2：其他收入包括广告制作收入、车辆检测费、物业费收入等。

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

公司工程项目较多，业务持续性较好，但收入实现受结算进度和政府政策影响或存在滞后，且在

建项目存在较大的资金压力

作为赤壁市重要基础设施建设主体，公司主要负责城市道路、桥梁、交通水利等基础设施和安置房建设工作。业务模式上，公司与赤壁市人民政府签订了《赤壁市城市基础设施项目委托建设协议》，赤壁市人民政府委托公司进行赤壁市基础设施项目建设，公司每年以项目的实际投入成本，向市政府申报确认，具体金额以各个子项目工程结算审计报告为准。代建管理费原则上按照审定总投资的20%计，具体金额由双方协商确定。实际操作中，代建管理费实际比例根据具体项目确定。

账务处理上，公司以投资成本加成代建管理费确认为城建项目收入，将投资成本确认为城建项目成本。受政府结算情况影响，公司确认收入的工程项目2020年主要为赤马港产业园基础设施建设项目和陆水河整治项目，2021年主要包括武广高速站前广场项目、河北大道工程项目、光谷基础设施建设项目等。

表6 2020-2021年公司城建项目收入确认情况（单位：万元）

年度	项目名称	确认收入	确认成本	业务模式
2021年	武广高速站前广场项目	10,932.40	9,500.22	代建
	河北大道工程项目	7,381.22	7,078.62	代建
	光谷基础设施建设项目	6,362.67	5,872.36	代建
	站前横路工程项目	5,533.78	5,191.50	代建
	沿河大道工程项目	4,319.32	3,993.69	代建
	发展大道工程项目	3,331.94	3,002.31	代建
	赤马港产业园项目	2,741.27	2,331.45	代建
	东风路工程项目	2,534.58	2,519.39	代建
	调整差额	(23.21)	-	代建
	合计	43,113.96	39,489.54	
2020年	赤马港产业园基础设施建设项目	2,848.61	2,416.13	代建
	陆水河整治项目	15,319.01	14,485.18	代建
	合计	18,167.63	16,901.31	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司当前主要在建项目包括营里片区棚改项目、赤壁市棚改重点项目和赤壁市基础设施建设项目等。湖北省赤壁市生态产业园建设项目为公司2016年发行的7年期10亿元公司债券募投项目，该项目包括经济开发区项目、赤壁产业园建设项目、赤壁市城建重点项目部分项目等子项目，其中湖北省赤壁市生态产业园建设项目、经济开发区项目、赤壁产业园建设项目建成后由公司负责运营，可形成产品销售和出租收入。截至2021年末，主要子项目已建成，该项目自2020年开始形成产业园厂房租金收入，2021年租金收入约0.16亿元，主要租户包括蓝炬兴业（赤壁）科技有限公司、湖北隆天光电科技有限公司等。

赤壁市高新区标准厂房建设项目为公司发行的“20赤壁债”募投项目，总建筑面积53.3万平方米，其中：新建厂房48万平方米，新建办公用房0.8万平方米及配套设施建设4.5万平方米，截至2021年末项目仍在建设中。

赤壁市中心城区公共停车场建设项目为公司2018年发行的城市停车场专项债券募投项目，截至2021年末，停车场项目主体已完工并投入运营。

截至2021年末，公司主要在建项目计划总投资81.01亿元，已投资55.14亿元，至少尚需投资25.87亿元，未来项目建设面临较大的资金压力，且代建项目收入受项目结算情况及地方政策的影响较大，存在一定的波动性。

表7 截至2021年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	是否为代建项目
营里片区棚改项目	25.14	21.78	3.36	是
赤壁市棚改重点项目	9.00	8.62	0.38	是
赤壁市中伙铺镇	6.00	2.59	3.41	是
木田小学项目	1.70	1.40	0.30	是
武广高速站前广场项目	1.06	1.03	0.03	是
赤壁市高新区标准厂房建设项目	12.00	8.66	3.34	否
新型城镇化建设项目	10.03	0.02	10.01	否
湖北省赤壁市生态产业园建设项目	10.00	7.23	2.77	否
赤壁市中心城区公共停车场建设项目	6.08	3.81	2.27	否
合计	81.01	55.14	25.87	

注1：公司在建工程较多，此表仅统计投资额相对较大的主要在建项目。

注2：维达力三期（万津实业）项目实际为赤壁市高新区标准厂房建设项目的子项目之一，2021年末合并为一个项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司未实现土地整理收入，受土地交易市场行情波动等因素影响，该项收入未来存在一定波动性

近年来公司土地整理业务运营模式有所改变，赤壁市土地储备中心（以下简称“土储中心”）与公司原为合署办公，公司可对赤壁市范围内的土地收储后直接进行平整，土地整理完成后交由政府部门“招拍挂”予以出让；政府将土地出让金扣除财政提留部分后，剩余部分返还给公司，扣除相关税费后作为土地整理收入。2018年土储中心划归至赤壁市自然资源和规划局，该业务改为土储中心与公司签订地块收购合同，待宗地通过“招拍挂”方式出让并收回出让金后，土储中心按照合同约定的收购价格向公司支付款项。因此自2019年起，公司均按照合同约定价格扣除相关税费后确认出让收入。

2020年公司出让土地5宗，面积合计30.45万平方米，其中大晟地块以拍卖方式实现出让收入。2021年受土地交易市场行情波动影响，公司未出让土地。

表8 2020年公司土地整理收入确认情况（单位：平方米、万元）

期间	出让土地名称	面积	收入	成本
2020年	北站东开发地块	63,506.98	11,003.53	3,551.60
	大晟地块	8,104.21	245.87	245.87

喷胶棉厂地块	61,480.31	4,171.03	3,609.54
木田畈幼儿园不动产	7,187.95	646.53	411.31
清泉社区三地块	164,207.49	15,596.16	12,984.36
合计	304,486.94	31,663.13	20,802.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末公司存货中拟开发土地账面价值为33.25亿元，土地整理业务持续性较好，但收入规模及毛利率水平易受土地交易市场行情、土储中心收购计划等因素影响而产生波动。

公司涉足业务较多，商品销售收入、租金收入等其他收入对公司收入及利润形成良好补充

2020-2021年公司分别实现商品销售收入0.18亿元、1.17亿元，主要系子公司湖北省洞庄茶业有限公司的茶叶销售收入及赤壁高新投平板玻璃设备销售收入；2021年商品销售收入大幅增长主要系赤壁高新投购买设备，维达力实业（赤壁）有限公司使用设备并支付设备使用租赁费，由此确认的设备销售收入1.05亿元，该销售收入不具有可持续性。

租金收入主要为厂房、广告位等资产对外出租，另外公司提供土地中介服务推荐，获取部分推介费收入。

财政补贴有效提升了公司利润水平，股权等资产划拨带动公司资本公积增长

作为赤壁市主要的投融资主体，公司在财政补贴、财政资金拨入等方面获得的外部支持力度较大。2020年股权无偿划拨增加资本公积0.38亿元，2021年收到项目配套资金及土地房屋无偿划转等增加资本公积5.77亿元。截至2021年末，公司资本公积为51.77亿元，同比增加10.83%。

表9 2020-2021年政府对公司的重大资产、股权划拨情况（单位：万元）

期间	文件名称	划拨单位	内容	确认资本公积
2021年	-	赤壁市财政局	项目配套资金	51,419.76
	赤教文[2020]6号	赤壁市教育局	原黄龙中学土地房屋无偿划转	1,350.11
	-	-	赤壁市高新投资有限公司新增投资性房地产	4,103.67
2020年	-	城发集团	湖北省客运铁路投资有限责任公司0.48%股权	2,400.00
	-	赤壁市国资局	赤壁市建设监理有限公司100%股权划拨至公司	1,412.81

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

财政补贴方面，当地政府通过财政补助方式给予公司城建业务的经营支持。2020-2021年，公司获得的各类补助资金分别为1.45亿元、1.20亿元，大幅提升了公司的利润水平。

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华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，资产构成以存货、在建工程为主，整体流动性仍较弱

受公司业务开展、外部融资规模扩大及资产划拨的综合影响，近年来公司资产规模快速增长。公司资产以存货、在建工程为主，且两者合计占比逐年增加。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.09	2.02%	9.33	6.97%
应收账款	3.56	2.32%	2.55	1.91%
其他应收款	15.77	10.29%	9.08	6.79%
存货	64.10	41.85%	23.72	17.74%
流动资产合计	88.31	57.66%	47.64	35.63%
在建工程	51.60	33.69%	74.94	56.05%
其他非流动资产	5.81	3.79%	6.31	4.72%
非流动资产合计	64.85	42.34%	86.08	64.37%
资产总计	153.16	100.00%	133.71	100.00%

资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司货币资金余额为3.09亿元，其中0.35亿元为使用受限的质押定期存单，占货币资金的比重为11.48%。

应收账款主要对象为赤壁市财政局，截至2021年末应收赤壁市财政局3.02亿元，占应收账款期末余额比重为84.35%。公司其他应收款跟踪期内增长较快，主要系与区域内投融资平台及赤壁产业园区内招商企业的业务往来款增加所致；截至2021年末其他应收款前五名应收对象分别为城发集团（6.87亿元）、赤壁城市建设综合开发有限公司（3.37亿元）、赤壁青砖茶产业发展集团有限公司（0.98亿元）、湖北住方科技有限公司（0.84亿元，控股股东为广东住方科技有限公司，持股比例100%）、赤壁市土地收购储备中心（0.77亿元），合计占其他应收款期末余额的比重为81.27%，对公司资金形成一定的占用，存在一定回收风险。

公司存货主要包括拟开发土地、库存商品、开发成本等，2021年存货增长较快主要受在建工程项目调整影响。2021年末存货中拟开发土地账面价值33.25亿元、库存商品29.27亿元，拟开发土地中已办理产权证书的土地共56宗，面积合计3,530.78亩，均是出让性质的工业、商住、住宅用地；尚未办证的土

地账面价值约为3.57亿元，均为收购或招拍挂取得，主要是城镇住宅用地、其他商服用地等；截至2021年末，用于抵押的土地使用权账面价值合计为17.56亿元，抵押比例为52.80%。库存商品主要包括营里片区等5个棚改项目、易地扶贫项目工程成本等。

在建工程为公司承接的政府工程项目和公司自建项目，截至2021年末主要包括高新区标准厂房建设项目（8.06亿元）、车埠马坡武深高速入口等项目（7.22亿元）、生态产业园项目（5.97亿元）、赤壁市棚改重点项目（5.88亿元）等。其他非流动资产包括输水管道及配套机器设备1.03亿元和预付长期工程款4.77亿元，近年变动不大。

总体来看，跟踪期内公司资产规模增长较快，资产仍以存货、在建工程为主，两者合计占2021年末总资产的比重为75.54%；截至2021年末，公司所有权或使用权受到限制的资产金额为21.72亿元，占总资产比重为14.18%，综合来看，资产流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入持续增长，政府补助对公司利润贡献大

跟踪期内公司营业收入保持增长，2021年营业收入同比增长8.14%。公司作为赤壁市重要的基础设施建设主体，承接的政府工程项目较多，截至2021年末，公司拟开发土地账面价值33.25亿元，库存商品余额29.27亿元，未来城建项目和土地整理收入可持续性较好，但其规模易受政府结算情况和当地土地出让市场行情出现波动。近年来公司收现情况波动较大，主要受土地整理和城建业务回款情况的影响。

毛利率方面，受城建业务结算情况及收入结构变化影响，2021年毛利率下降明显，主营业务盈利能力有所减弱。

公司其他收益和营业外收入主要为政府补助，2020-2021年收到的政府补助分别为1.45亿元、1.20亿元，占同期利润总额的比重分别为78.79%、88.48%，大幅提升了公司的利润水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	104.57%	139.07%
营业收入	6.08	5.62
营业利润	1.32	0.47
其他收益	1.20	0.02
营业外收入	0.04	1.44
利润总额	1.35	1.84
销售毛利率	13.27%	26.26%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，债务偿还压力较大

公司融资力度仍在不断加大，2021年末负债总额为82.12亿元，同比增长17.95%；受资本公积和未分配利润增加影响，公司所有者权益稳步增长，2021年末所有者权益规模增长至71.04亿元。由于负债规模增长速度快于所有者权益，公司产权比率仍在增长，截至2021年末公司产权比率为115.60%，整体上净资产对负债的保障程度减弱。

图 2 公司资本结构

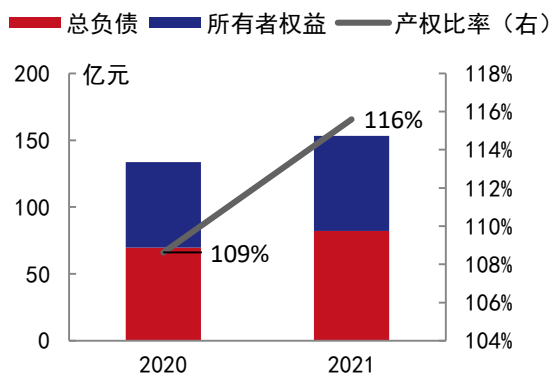
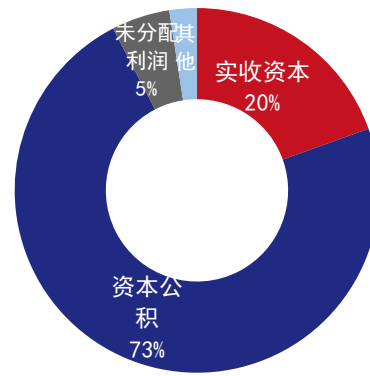


图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司其他应付款主要包括往来款20.70亿元和非金融机构借款0.80亿元，2021年大幅增长主要系与区域内其他平台的往来款增长所致；2021年其他应付款中应付城发集团余额为19.63亿元，占其他应付款余额比例为90.70%。2021年末公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款4.53亿元和一年内到期的应付债券3.00亿元。

公司长期借款主要为通过保证、质押和担保方式取得的银行借款，到期日较为分散；随公司棚户区改造、维达力三期等项目建设推进，近三年长期借款规模波动增长。公司应付债券为2016年发行的7年期10亿元企业债、2018年发行的7年期5亿元停车场专项债券和2020年发行的7年期12亿元企业债，截至2021年末余额为20.08亿元，其中3亿元将于一年内到期。公司长期应付款系应付湖北省扶贫投资开发有限公司易地扶贫搬迁贷款和应付融资租赁款，及棚改项目资本金、易地扶贫搬迁资金及赤壁市电子信息产业园项目资金等。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	21.64	26.35%	10.32	14.82%
一年内到期的非流动负债	7.53	9.17%	5.28	7.58%
流动负债合计	33.04	40.23%	17.01	24.43%
长期借款	28.90	35.20%	29.61	42.53%

应付债券	17.08	20.80%	20.19	29.01%
长期应付款（合计）	3.05	3.71%	2.81	4.04%
非流动负债合计	49.08	59.77%	52.61	75.57%
负债合计	82.12	100.00%	69.62	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务规模为56.42亿元，占总负债比重为68.70%，债务结构方面，2021年短期债务占比有所提升。

图 4 公司债务占负债比重

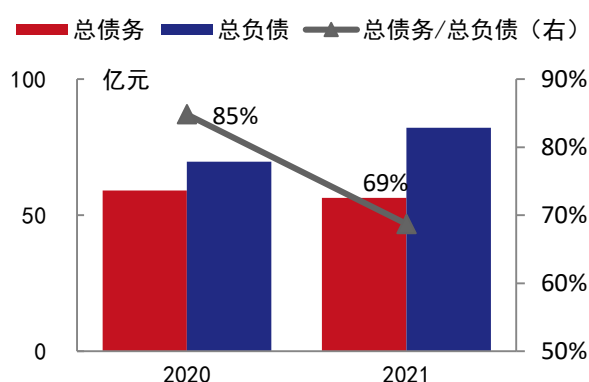
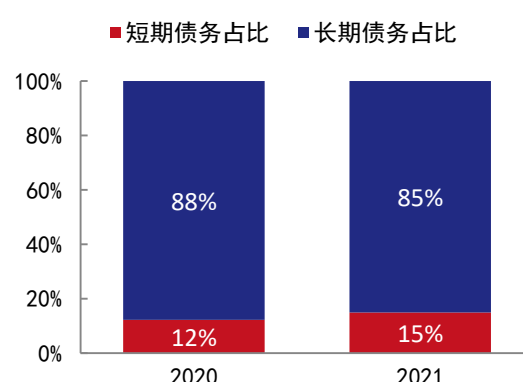


图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，公司资产负债率略有上升。短期偿债能力方面，2021年末现金短期债务比大幅下滑至0.37，货币资金对短期债务的覆盖程度大幅降低。根据公司提供资料，截至2021年末，公司尚未使用的银行授信额度15.36亿元，未设置抵押的土地使用权账面价值约为15.70亿元（不含未办理土地证的土地使用权），再融资弹性一般。综合来看，公司总债务规模持续增长，债务偿还压力较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	53.62%	52.07%
现金短期债务比	0.37	1.29
EBITDA 利息保障倍数	0.47	1.69

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日²，公司本部和子公司赤壁市龙翔投资开发有限公司及赤壁市陆禹投资开发有限公司（以下简称“陆禹投资”）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；公司本部存在10笔已结清关注类贷款，已于2018年10月9日及之前还清；此外，公司本部相关还款责任信息概要中存在30,030万元关注类余额；陆禹投资未结清信贷信息中存在32,530万元的关注类中长期借款，贷款银行为中国工商银行股份有限公司赤壁支行。公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额共计16.24亿元，占期末公司净资产的比重为22.86%，被担保方均为政府企事业单位和平台公司，但均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表14 截至 2021 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	是否有反担保
赤壁市三国投资开发有限公司	2.60	2028年2月14日	否
赤壁市城市建设综合开发有限责任公司	2.70	2029年2月28日	否
赤壁市城市建设综合开发有限责任公司	1.90	2033年12月13日	否
赤壁市三国投资开发有限公司	0.30	2022年4月29日	否
赤壁美丽乡村建设开发有限公司	0.24	2022年12月20日	否
赤壁市国有资产经营发展有限公司	0.30	2023年1月8日	否
赤壁市水务集团有限公司	1.00	2025年6月15日	否
赤壁市中医医院	0.30	2023年8月11日	否
赤壁美丽乡村建设开发有限公司	5.40	2028年2月2日	否
赤壁文化旅游投资开发有限公司	0.42	2024年3月23日	否
赤壁市赤马港建筑安装工程有限公司	0.05	2022年3月29日	否
赤壁市矿产投资开发有限公司	0.35	2036年6月23日	否
赤壁市鱼管家服务有限责任公司	0.10	2022年9月29日	否
赤壁市公交集团有限公司	0.10	2022年6月27日	否
赤壁市矿产投资开发有限公司	0.30	2026年9月30日	否
赤壁市公交集团有限公司	0.10	2024年11月22日	否
赤壁市公交集团有限公司	0.10	2023年1月6日	否
合计	16.24	--	--

资料来源：公司提供

² 公司本部征信报告查询日为 2022 年 4 月 29 日，赤壁市龙翔投资开发有限公司和赤壁市陆禹投资开发有限公司征信报告查询日为 2022 年 5 月 26 日。

八、抗风险能力分析

公司作为赤壁市重要的城市开发建设主体和资本运营实体之一，承担了赤壁市大量的基础设施建设项目，2020-2021年公司营业收入规模持续增长，在建城建项目规模较大，其业务持续性较好，此外，近年公司获得赤壁市政府在资金注入、资产划拨等方面的支持力度较大，未来公司有望继续获得赤壁市政府的支持。

但中证鹏元也关注到，公司资产以存货、在建工程为主，整体流动性较弱，遇到极端情况资产集中变现存在一定难度，削弱了对流动负债的保障能力；公司总债务规模较大，预计未来总债务仍将保持一定规模，且在建项目资金支出面临较大压力，整体面临较大的资金压力和债务压力。

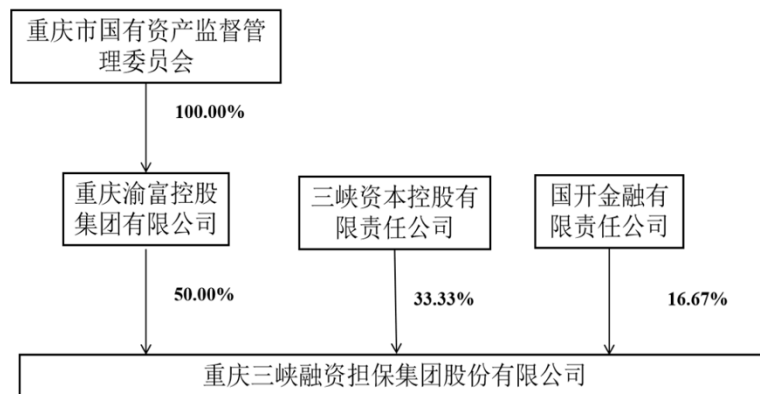
总体来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

债券保障措施分析

三峡担保经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升“16赤壁债/PR赤壁债”、“18赤壁债”的信用水平

三峡担保为“16赤壁债/PR赤壁债”、“18赤壁债/PR18赤壁”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本为5.00亿元。三峡担保2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至2021年末，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富集团，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”）。

图6 截至2021年末三峡担保股权结构图


资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事融资担保、非融资担保、小额贷款、自有资金投资、投资咨询及财务顾问等业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2021年实现营业收入12.95亿元，其中已赚担保费、利息净收入和投资收益分别占当期营业收入的69.81%、25.64%和1.24%。随着担保业务规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.64%，但受资产结构调整和执行新金融工具准则影响，债券收益由投资收益科目调整至利息净收入，投资收益下滑明显而利息净收入规模有所增长。

表15 三峡担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	9.04	69.81%	6.92	64.45%	6.41	57.69%
利息净收入	3.32	25.64%	2.18	20.31%	2.66	23.99%
投资收益	0.16	1.24%	1.11	10.30%	1.44	13.00%
其他收入	0.50	3.86%	0.53	4.94%	0.59	5.32%
合计	12.95	100.00%	10.74	100.00%	11.11	100.00%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保担保业务包括债券担保、借款类担保、非融资担保等，以债券担保为主，2021年当期担保发生额为658.33亿元，同比增加131.52%，主要系借款类担保和债券担保业务大幅增长所致。

表16 母公司担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	658.33	284.35	252.82
当期解除担保额	605.66	276.97	218.93
期末在保余额	901.12	848.44	841.06
其中：融资担保	818.55	757.49	781.02
发行债券担保	651.32	619.81	664.81
借款类担保	165.98	135.27	112.62

其他融资担保	1.25	2.41	3.59
非融资担保	82.57	90.96	60.04
融资担保责任余额	480.20	356.28	294.29
当期担保代偿项目数	32	41	26
当期担保代偿额	5.88	3.68	3.71
当期担保代偿率	0.97%	1.33%	1.69%
累计担保代偿额	41.52	35.64	31.96
累计担保代偿率	1.35%	1.44%	1.46%
累计代偿回收额	16.97	12.41	11.22
累计代偿回收率	40.87%	34.81%	35.09%
融资担保放大倍数	8.49	6.33	5.45

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

债券担保业务方面，三峡担保在保债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种。2021年三峡担保债券担保业务规模大幅增长，当期担保发生额同比上升334.79%，在保余额同比增长5.08%。三峡担保的债券担保业务客户主要分布在重庆、湖北、江西、四川、山东和湖南等地，截至2021年末，三峡担保债券担保业务前五大客户的担保余额为56.08亿元，占母公司净资产的91.95%；在保债券主要为城投类企业发行的企业债，发行人主体信用级别以AA为主；反担保措施一般为不动产抵押、第三方连带责任保证等。

三峡担保借款类担保主要为银行贷款担保。为支持中小微企业和三农企业的发展，2018年以来三峡担保加大业务投入和产品创新力度，陆续开发推出速贷保、结算流量贷、政府采购贷等标准化产品。标准化产品坚持小额分散原则，单笔担保金额一般在500万元以下。2020年以来三峡担保加快标准化产品担保业务的推广，与重庆农商行合作，面向“三农”、小微客户推出了“旺农贷-渝农贷”互联网贷款担保产品，业务上线以来累计为近30万户“三农”、小微客户提供普惠金融服务，借款类担保业务规模进一步上升，2021年母公司借款类担保发生额为192.48亿元，同比增加334.79%；截至2021年末借款类担保余额为165.98亿元，同比增长22.71%。

三峡担保非融资担保业务主要为履约保函担保和诉讼保全担保等。2020年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，开始开展电子投标保函业务，于当年4月初开具首单电子投标保函。2021年非融资担保发生额为150.62亿元，同比增长10.78%；非融资担保的担保余额有所下降，截至2021年末担保余额为82.57亿元，同比下降9.23%。

担保业务质量方面，三峡担保担保代偿项目主要为借款类担保项目，2021年当期担保代偿额整体较上年有所增加，但受2021年当期解保规模大幅增加的影响，2021年当期担保代偿率同比下降了0.36个百分点至0.97%，累计担保代偿率同比下降了0.09个百分点至1.35%。三峡担保的担保代偿回收情况有所改善，2021年累计代偿回收额为16.97亿元，累计代偿回收率为40.87%，同比上升6.06个百分点。截至2021年末三峡担保应收代偿款账面价值为9.28亿元，较年初上升了27.22%。代偿项目主要来自制造业、建筑

业、租赁和商务服务业等行业。在新冠疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注三峡担保在保项目的风险情况和代偿项目回收情况。

截至2021年末三峡担保的总资产规模为110.25亿元，较2019年末下降了13.78%，主要系重庆市小微企业融资担保有限公司股权划出所致。资产结构方面，截至2021年末货币资金余额为18.09亿元，其中受限货币资金余额为2.39亿元，主要为开展担保业务而质押给银行的定期存款。应收代偿款账面价值为9.28亿元，同比增长27.22%；已累计计提坏账准备10.45亿元，计提比例为52.97%，需关注应收代偿款的回收风险。三峡担保债权投资主要是委托贷款，截至2021年末净值为8.29亿元，同比增长24.29%，已计提1.26亿元减值准备，需关注委托贷款的回收风险。三峡担保发放贷款主要为小额贷款业务，2021年末净值为4.56亿元，较上年末小幅增加，需关注小额贷款的回收风险。截至2021年末三峡担保其他债权投资账面价值为18.47亿元，同比增长33.65%，投资资产配置以债券为主。从资产分类来看，截至2021年末三峡担保母公司I级资产占比为57.64%、I级和II级资产合计占比为80.78%，III级资产占比为18.09%，均满足相关监管规定，整体资产流动性较好。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，三峡担保负债总额为43.40亿元，包括未到期责任准备金16.21亿元、担保赔偿准备金11.05亿元、应付债券5.87亿元和存入保证金2.53亿元，合计占负债总额的比例为82.16%。截至2021年末三峡担保所有者权益66.85亿元，其中实收资本仍为48.30亿元，一般风险准备5.28亿元。截至2021年末三峡担保融资担保放大倍数为8.49，整体而言，融资担保放大倍数处于较高水平。

盈利能力方面，随着在保规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.56%，带动当年三峡担保的营业收入同比增长20.60%。三峡担保营业支出主要为提取担保赔偿准备金、业务及管理费和信用减值损失，2021年计提的信用减值损失有所上升，主要系应收代偿款减值损失增加所致；2021年三峡担保利润规模有所增加，利润总额同比增长了34.01%，净资产收益率同比上升1.27个百分点至5.57%，近年整体盈利能力持续增强。

表17 近年三峡担保主要财务数据（亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	12.95	10.74	11.11
其中：已赚担保费	9.04	6.92	6.41
利息收入	3.32	2.18	2.66
投资收益	0.16	1.11	1.44
营业支出	7.59	6.69	7.92
其中：提取担保赔偿准备金	2.14	1.93	2.10
业务及管理费	1.83	1.85	2.26
信用减值损失	2.25	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	2.03	3.28
营业利润	5.36	4.05	3.18

利润总额	5.32	3.97	3.20
净利润	3.76	2.95	2.85
净资产收益率	5.57%	4.30%	4.13%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆国资委，股东实力强。截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务等方面给予三峡担保较大力度支持。

综上，三峡担保的控股股东背景强，可提供有力支持，此外三峡担保担保业务发展基础好，资本实力较强，近年整体盈利能力持续增强，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，三峡担保代偿规模仍较大，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款存在一定回收风险等风险因素。经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，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“16赤壁债/PR赤壁债”、“18赤壁债/PR18赤壁”的安全性。

湖北担保经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升“20赤壁债”的信用水平

湖北担保为“20赤壁债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。湖北担保是湖北省省级担保机构，原名为湖北中企投资担保有限公司，设立于2005年2月，初始注册资本为7,100万元，设立时股东为湖北中经中小企业投资有限公司（后更名为“湖北联投资本投资发展有限公司”，以下简称“联投资本”）和湖北融汇投资担保有限公司，出资比例分别为98.59%和1.41%。此后，历经多次增资及股权变更。2019年，湖北担保获得中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）注资25.00亿元，联投资本和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别持股66.67%和33.33%。截至2021年末，湖北担保注册资本和实收资本均为75亿元，控股股东为联投资本，持股比例为66.67%，间接控股股东为湖北省联合发展投资集团有限公司（以下简称“联投集团”）；实际控制人为湖北省国资委，具体股权结构如下图所示。

图 7 截至 2021 年末湖北担保股权结构图


资料来源：公开资料

湖北担保主要经营直接融资担保、间接融资担保等融资性担保业务及投资业务，受各项业务规模变动的影响，近年湖北担保营业收入整体大幅增长。2020年以来，湖北担保担保业务收入同比显著增长，主要原因是湖北担保新增大量的担保项目，尤其是部分债券担保项目一次性收取并确认全部存续期的保费，2020年湖北担保债券担保业务规模快速增长，同时叠加收入确认方式影响，导致当年担保费收入同比显著增长。2020年湖北担保实现担保费收入8.83亿元，相当于2019年的4.82倍。2021年，湖北担保实现担保费收入8.41亿元，较2020年略有下降。湖北担保其他业务收入主要为融资租赁服务收入，近年业务规模整体增长较快。湖北担保投资收益主要来自债券投资收益、理财收益、信托计划投资收益，近年规模持续下降。

湖北担保自成立以来，秉承“支持实体企业发展，促进地方经济建设”发展思路，与全国部分中资银行以及主流券商、基金公司、信托公司、资产管理公司等建立了合作关系，在湖北省担保行业内建立了较为突出的行业地位。近年湖北担保加快产品创新，积极推动银担合作，全力推进债券担保业务，2019-2021年当期担保发生额分别为173.81亿元、404.29亿元和242.71亿元。

表18 湖北担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期担保发生额	242.71	404.29	173.81
担保余额	471.71	525.95	299.43
其中：融资担保余额	468.21	525.85	299.33
间接融资担保余额	49.86	41.40	24.72
直接融资担保余额	418.35	484.45	274.61
非融资担保余额	3.50	0.10	0.10
融资担保责任余额	393.93	405.76	240.36

融资担保责任余额放大倍数	4.21	4.65	2.57
当期担保代偿率	0.65%	0.00%	1.60%
累计担保代偿率	0.74%	0.78%	1.01%
累计代偿回收率	39.96%	48.62%	35.99%

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

目前湖北担保直接融资担保业务主要为债券担保业务，截至2021年末，湖北担保担保业务已分布于全国17个省份。债券担保业务主要分布于湖北省内以及浙江、江西、福建等经济发达地区，客户集中于城投类企业，且集中在湖北省，行业和区域集中度较高，不利于分散业务风险。湖北担保债券担保业务主要为城投类企业发行的企业债和公司债。债券担保业务来源主要为证券公司推荐以及业务人员自主拓展，自湖北担保展业以来，伴随湖北担保市场影响力的逐步提升以及债券市场担保需求的增长，近年债券担保业务规模快速增加。截至2021年末，湖北担保债券担保余额418.35亿元，占湖北担保担保余额的88.69%。此外，湖北担保与某非持牌消费金融类企业合作信托计划担保，底层资产为消费贷款，收费标准为0.3%/年，截至2020年末在保余额为207.00亿元，2021年无新增，导致当期担保发生额同比大幅下降，截至2021年末湖北担保信托计划担保已全部解保。

湖北担保间接融资担保业务主要为新型政银担和贷款担保，主要客户为中小微民营企业和地方国企。近年湖北担保积极推动银担合作，与武汉市财政局、地方金融工作局、再担保集团及8家合作银行签订《湖北省新型政银担合作协议》、与再担保集团及6家合作银行签订《银担“总对总”批量担保业务合同》，在落地湖北银行“再担助力贷”批量业务、抗疫专项贷批量项目、平安税金贷批量项目、浙江网商银行“网商助力贷”批量业务、创业贷批量项目、建设银行总对总批量项目等政银担创新业务的基础上持续发力，不断扩大业务规模。截至2021年末，湖北担保间接融资担保余额为49.86亿元。

湖北担保非融资担保业务规模小，主要为履约保函业务，随着湖北省政府招投标项目信息化推进，湖北担保非融资担保业务规模将有所增加。2021年湖北担保设立保函业务部发展非融资担保业务，主要开展工程保函担保业务，包括电子投标保函、履约保函等业务。目前湖北担保项目来源主要为业务人员自主拓展，后续计划采取与工程咨询公司合作设立代理制度进行项目拓展。截至2021年末，湖北担保非融资担保余额为3.50亿元。

湖北担保代偿项目早期主要为贷款担保项目，目前主要为面向中小微民营企业的批量化贷款担保产品，2019-2021年当期担保代偿率分别为1.60%、0.00%和1.92%，其中2020年当期担保代偿率为0.00%，主要系2020年湖北省贷款延期还本付息政策执行等因素所致。湖北担保主要通过催收、诉讼、债权转让、处置抵押物等方式进行追偿，截至2021年末，湖北担保累计代偿回收率为39.96%，整体回收情况一般。在疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注湖北担保在保项目的风险情况和代偿回收情况。

受益于对外融资规模增加和经营积累影响，近年湖北担保总资产规模有所增加，截至2021年末湖北

担保总资产规模为150.46亿元，较2019年末增加12.05%。湖北担保资产主要由货币资金、委托贷款、其他应收款、可供出售金融资产和长期应收款构成。截至2021年末，湖北担保货币资金规模为43.16亿元，其中受限资金9.27亿元，为存出保证金6.11亿元和3.16亿元不可转让大额存单。截至2021年末湖北担保委托贷款账面价值为10.82亿元，其中前五名单位账面余额合计10.22亿元，集中度高，需持续关注湖北担保委贷风险控制情况。其他应收款主要为湖北担保应收代偿款和联投集团往来款，账龄主要在1年以内，截至2021年末为11.08亿元，其中2020年大幅增加主要系公司并表子公司湖北省融资租赁有限责任公司（以下简称“湖北租赁公司”）期末资金归集至联投集团所致，2021年末联投集团合并范围内应收款项大幅减少，同期末其他应收款规模随之下降。

湖北担保债权投资主要由债券投资、理财产品和信托计划产品构成，近年随之投资规模增加整体上升，截至2021年末湖北担保债权投资余额为60.56亿元，累计计提减值准备1.20亿元；其中债券投资、理财产品和信托计划产品分别为29.74亿元、17.43亿元和13.39亿元。湖北担保的长期应收款为湖北租赁公司的应收融资租赁款，截至2021年末账面价值为23.15亿元；因2020年湖北租赁公司ABS成功发行，部分租赁资产出表导致湖北担保2020年末长期应收款规模有所下降；2021年末增加主要系当年租赁投放规模较大所致。

湖北担保近年来负债规模逐年增加，主要由担保业务的各项准备金、其他应付款及应付债券构成，截至2021年末，湖北担保负债合计为30.63亿元。湖北担保其他应付款主要为资金往来和代收代付款项，近年随着资金往来规模减少，其他应付款规模逐渐减少，截至2021年末账面价值为4.22亿元。随着湖北担保担保业务规模的扩大，近年湖北担保未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模大幅增加，截至2021年末账面价值分别为4.21亿元和3.94亿元。湖北担保应付债券为2020年湖北租赁公司发行的14.00亿元私募债券，截至2021年末余额为13.98亿元。

受益于经营利润积累，近年湖北担保资本实力有所增强，截至2021年末，湖北担保所有者权益合计119.83亿元，较2019年末增加14.64%；其中实收资本（或股本）75.00亿元，未分配利润33.26亿元。截至2021年末，湖北担保融资担保放大倍数为4.21，放大倍数相对较低，整体看，湖北担保现阶段代偿能力极强。

湖北担保盈利主要来源于担保业务、自有资金投资业务以及融资租赁业务等其他业务收入，其中投资业务收入计入投资收益科目。受益于担保业务和融资租赁业务规模大幅扩张，近年湖北担保营业总收入规模大幅增加，2019-2021年分别为3.90亿元、8.26亿元和11.29亿元。投资业务方面，近年湖北担保投资收益对利润的贡献程度较高，2019-2021年湖北担保分别实现投资收益5.12亿元、4.82亿元和4.38亿元，主要为债权投资利息收入。湖北担保营业总成本主要由提取赔偿准备金、管理费用、财务费用和信用减值损失构成。随着新增担保业务规模的明显提升，湖北担保提取的担保赔偿准备金随之上升，2021年提取赔偿准备金1.36亿元。近年湖北担保财务费用规模持续增加，其中2020年起大幅增长主要系湖北租赁公司成功发行14.00亿元私募债券所致。近年湖北担保管理费用规模整体较为稳定。此外，湖北担保

2021年对债券投资计提信用减值损失1.18亿元，对盈利形成一定侵蚀。

从盈利指标来看，2020年随着担保业务和投资业务的扩张，湖北担保净利润大幅增加，但受部分债券投资计提信用减值损失影响，2021年净利润规模有所下滑。近年湖北担保盈利水平有所波动，2019-2021年湖北担保净资产收益率分别为6.16%、7.37%和6.22%。

表19 湖北担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业总收入	11.29	8.26	3.90
担保费收入	8.41	8.83	1.83
委贷利息收入	0.34	0.68	0.83
咨询费收入	0.20	0.13	0.28
其他业务收入	2.13	2.13	1.23
营业总成本	3.96	3.41	1.93
营业成本	0.05	0.62	0.24
提取赔偿准备金	1.36	0.46	0.15
财务费用	2.43	1.64	0.53
管理费用	1.38	1.06	1.11
投资收益	4.38	4.82	5.12
资产减值损失（损失以“-”号填列）	-	0.19	-0.01
信用减值损失（损失以“-”号填列）	-1.18	0.00	0.00
营业利润	9.22	10.08	7.19
利润总额	9.54	10.81	7.25
净利润	7.23	8.00	5.44
净资产收益率	6.22%	7.37%	6.16%

资料来源：湖北担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

湖北担保是湖北省省级担保机构，间接控股股东为联投集团，实际控制人为湖北省国资委，湖北担保股东背景强，可在资金、业务开展等方面为湖北担保提供有力支持。联投集团成立于2008年7月，注册资本为43.28亿元。联投集团是经湖北省委、省政府批准成立并服务于武汉城市圈“两型”社会综合配套改革试验区的大型国有控股企业，业务涉及工程建设、高速公路投资与运营、房地产开发、科技园区开发、城市基础建设及土地代征、商品销售、矿业、环保科技等多项业务，拥有高速公路、股权资产、土地等大量的优质资源。截至2021年末，联投集团资产总额为2,236.54亿元，所有者权益为569.02亿元；2021年实现营业总收入371.54亿元，净利润14.71亿元。

综上，湖北担保为湖北省省级担保机构，资本实力强，整体资产流动性较好，融资担保放大倍数相对较低，尚未使用的银行担保授信额度较多，业务发展空间较大；同时中证鹏元也关注到了湖北担保2021年担保业务规模下降、债券担保业务行业和区域集中度较高、投资的信托计划和发放的委托贷款规模较大且客户集中度较高、累计代偿回收情况一般等风险因素。经中证鹏元综合评定，湖北担保主体信

用等级为AAA，评级展望稳定，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“20赤壁债”的安全性。

十、结论

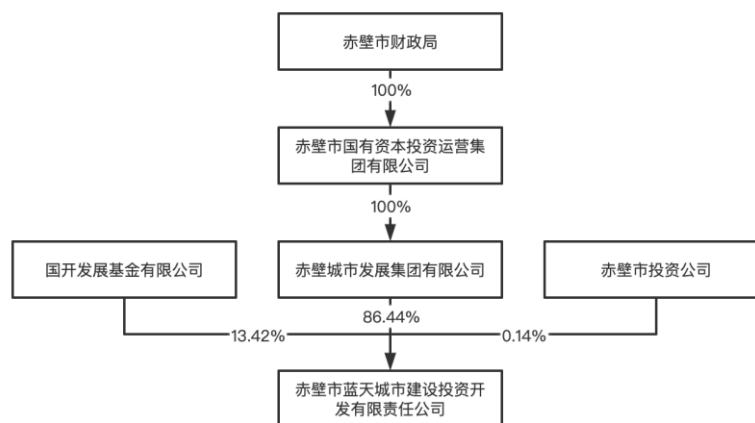
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“16赤壁债/PR赤壁债”、“18赤壁债/PR18赤壁”、“20赤壁债”的信用等级为AAA。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	3.09	9.33	6.16
应收账款	3.56	2.55	7.72
其他应收款	15.77	9.08	4.42
存货	64.10	23.72	20.38
流动资产合计	88.31	47.64	56.37
在建工程	51.60	74.94	48.55
其他非流动资产	5.81	6.31	6.20
非流动资产合计	64.85	86.08	59.27
资产总计	153.16	133.71	115.64
短期借款	0.24	0.50	0.30
其他应付款	21.64	10.32	2.84
一年内到期的非流动负债	7.53	5.28	3.86
流动负债合计	33.04	17.01	16.44
长期借款	28.90	29.61	24.97
应付债券	17.08	20.19	11.18
长期应付款（合计）	3.05	2.81	0.81
非流动负债合计	49.08	52.61	36.96
负债合计	82.12	69.62	53.40
总债务	56.42	59.05	41.30
营业收入	6.08	5.62	4.37
所有者权益	71.04	64.09	62.24
营业利润	1.32	0.47	1.19
其他收益	1.20	0.02	1.25
利润总额	1.35	1.84	1.18
经营活动产生的现金流量净额	-6.32	10.52	-0.83
投资活动产生的现金流量净额	2.42	-12.93	-7.10
筹资活动产生的现金流量净额	-2.43	5.48	3.60
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	13.27%	26.26%	29.26%
收现比	104.57%	139.07%	15.07%
资产负债率	53.62%	52.07%	46.18%
现金短期债务比	0.37	1.29	1.20
EBITDA（亿元）	1.85	2.41	1.99
EBITDA 利息保障倍数	0.47	1.69	1.31

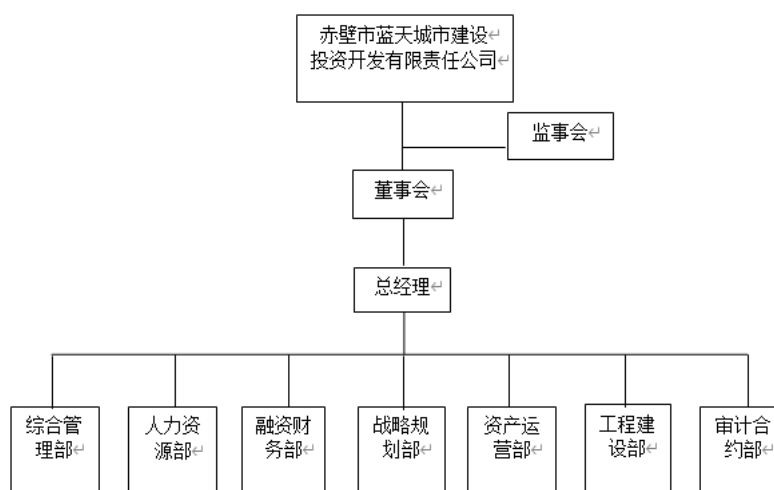
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
赤壁市蓝天城投广告资源开发有限责任公司	100	100%	广告业
赤壁市城发揽目文化传媒有限公司	446	65%	软件开发及批发兼零售
赤壁城发汽车管理服务有限公司	1,000	100%	机动车、电子产品和日用产品修理业
赤壁市赤强汽车服务有限公司	1,800	100%	商务服务业
赤壁市银里机动车检测有限公司	1,000	60%	商务服务业
赤壁城发智慧停车运营管理有限公司	500	100%	商务服务业
赤壁市陆禹投资开发有限公司	13,000	77%	房地产开发
赤壁市龙翔投资开发有限公司	10,000	100%	房地产业
湖北省洞庄茶业有限公司	3,000	51%	茶业
赤壁高新投资有限公司	100,000	100%	商务服务业
赤壁高投科技有限公司	10,000	100%	零售业
湖北粤港湾产业城（赤壁）开发有限公司	10,000	100%	房地产开发
赤壁高晶电子科技有限公司	5,000	100%	零售业
赤壁彩光电子科技有限公司	5,000	100%	零售业
赤壁市泰旭置业有限公司	1,000	100%	房地产业
赤壁市建设监理有限责任公司	300	100%	建筑业
赤壁市和安教育服务有限公司	10	100%	教育行业
赤壁市和安中小学生社会实践基地有限公司	4,000	51%	娱乐业
赤壁市城发物业管理服务有限公司	100	100%	商务服务业

注：赤壁高新投资有限公司于 2022 年 3 月更名为“赤壁市高新产业投资集团有限公司”。

资料来源：公司 2021 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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
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。