



# 2020年湖北省恩施城市建设投资有限公司 公司债券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：

# 2020年湖北省恩施城市建设投资有限公司公司债券 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
20 恩施城投债/20 恩施债	AA+	AA+

## 评级观点

- 中证鹏元维持恩施城市建设投资有限公司（以下简称“恩施城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“20 恩施城投债/20 恩施债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：恩施市经济稳步恢复，为公司提供了良好的外部发展环境，公司业务持续性较好，获得的外部支持力度较大；且武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用担保”）为本期债券提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性；同时，中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，面临较大的建设资金压力和债务压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

## 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 06 月 29 日

## 联系方式

**项目负责人：** 蒋晗  
 jianghan@cspengyuan.com

**项目组成员：** 陈晓薇  
 chenxw@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 年	2020 年	2019 年
总资产	244.05	225.63	199.61
所有者权益	102.40	98.62	90.10
总债务	109.31	85.62	75.28
资产负债率	58.04%	56.29%	54.86%
现金短期债务比	0.88	1.36	2.27
营业收入	17.09	17.57	11.92
其他收益	-0.48	0.26	0.11
利润总额	2.09	1.86	1.52
销售毛利率	27.37%	29.90%	27.63%
EBITDA	3.37	3.02	2.62
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.72	0.68
经营活动现金流净额	-3.16	0.72	-17.64
收现比	0.41	0.57	1.03

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **恩施市自然资源富集，经济稳步恢复。**恩施市系恩施州政治、经济、文化中心和交通枢纽，依托优越的生态环境和丰富的硒矿等自然资源，形成了文旅服务、硒食品精深加工等特色产业。2021 年地区生产总值保持增长，公共财政收入稳步恢复中。
- **公司业务可持续性较好。**公司是恩施市重要的基础设施建设主体，主要从事恩施市城市基础设施建设、土地整理、自来水供应等业务。截至 2021 年底，公司在建项目数量较多，投资规模较大。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2021 年公司及其子公司获得政府投入资本金。此外，2021 年公司获得政府给予的公交运营补贴、新车购置补贴、老年卡乘车补贴等多项补贴。
- **武汉信用担保提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**根据中证鹏元综合评定，武汉信用担保主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

## 关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以开发成本和投资性房地产为主，变现能力差。应收款项回收时间不确定，对资金形成一定程度占用，此外，截至 2021 年末公司受限资产占比偏高，一定程度上限制了资产流动性。
- **经营活动现金流表现欠佳，面临较大的建设资金压力。**公司业务回款能力欠佳，且截至 2021 年末，主要在建项目尚需投资规模较大，随着项目建设的持续推进，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模增加，整体偿债压力较大。**近年公司总债务规模持续上升，绝对规模较大，占总负债比重较高，且公司 EBITDA 利息保障倍数处于较低水平。
- **公司存在或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额为 8.45 亿元，且主要为对民营企业的担保；其中，对恩施州和润建设投资集团有限公司（以下简称“和润建设”）的担保余额 3 亿元，和润建设已进入破产重整阶段，存在一定的或有负债风险。

## 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

## 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	6
	GDP 规模	2		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	2		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	6			
	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	2021-06-30	蒋晗、刘惠琼	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2016-05-10	肖彬俊、刘志强	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA	2012-07-19	王贞姬、侯则伊	<a href="#">城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
20 恩施城投债 /20 恩施债	9.50	9.50	2021-6-30	2027-05-14

## 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2020年5月14日发行7年期9.5亿元公司债券，募集资金计划用于恩施市白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目和补充营运资金（可用于新冠疫情防控相关支出）。截至2019年末，“16恩施城投债/PR恩施债”募集资金已使用完毕，公司后将“16恩施城投债/PR恩施债”募集资金专户作为本期债券募集资金专户，截至2022年3月2日，本期债券募集资金专项账户余额为2.22亿元

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2021年12月末，公司注册资本为10.50亿元，实收资本为12.50亿元，控股股东和实际控制人仍为恩施市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“恩施市国资局”），持股比例93.66%，股权结构图如附录二所示。

跟踪期内公司高管无变更。截至2021年末，公司纳入合并报表范围较上年无变化，公司纳入合并范围内的子公司为11家，详见附录四。

## 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

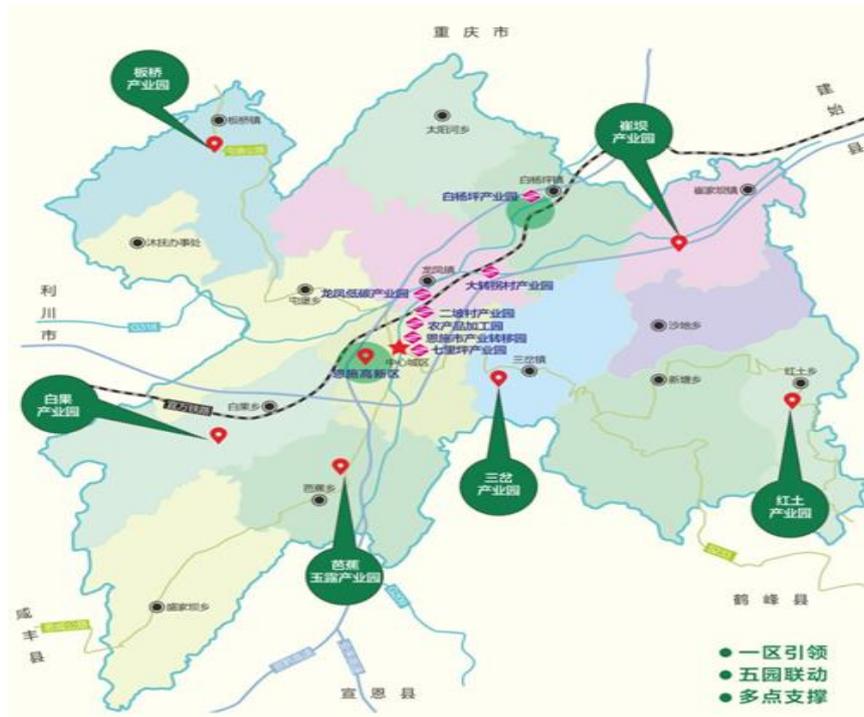
恩施市系恩施州首府所在地，交通较为便利，生态环境优越，硒矿等自然资源富集，发展了文旅服务、硒食品精深加工等主导产业，整体经济发展水平偏低，地方财力一般

**区位特征：**恩施市系恩施州<sup>1</sup>首府所在地，全州政治、经济、文化中心和交通枢纽，生态环境优越，富含硒矿等自然资源。恩施市位于湖北省西南部，武陵山北部，清江中上游。恩施市交通较为便利，依托以宜万、渝利铁路和沪渝、沪蓉、恩来、恩黔等高速公路为主骨架，以普通国省道为主干线，以水运及航空为补充的综合交通运输体系，已实现州府至县市“两小时交通圈”。恩施市国土面积3,972平方公里，下辖5个街道、13个乡镇、1个管理处，截至2020年11月1日零时，全市常住人口83.68万人，较2010年增长10.42%，人口结构中土家族、苗族、侗族等少数民族人口占比约四成。恩施市境内自然景观奇特，森林覆盖率高达63.1%，拥有1个5A景区、3个4A景区，是中国优秀旅游城市、国家园林城市。恩施市拥有世界最大独立硒矿床，富含大量具有工业开采价值的硒金属（工业纯硒）；是华中地区重要的“动植物基因库”，素有“华中药库”美誉；境内可供开发利用河流众多，水能理论蕴藏量大。

### 图1 恩施市区域空间图

---

<sup>1</sup> 全称为“恩施土家族苗族自治州”，系湖北省辖自治州。



资料来源：公开资料

**经济发展水平：**恩施市以第三产业为主，消费和投资带动经济增长，但发展水平偏低。2021年恩施市地区生产总值突破400亿元，三次产业结构比为9.3：36.3：54.4，得益于境内丰富的旅游资源，旅游服务等第三产业在当地经济中占有重要地位。2021年恩施市全年接待国内外旅游总人数1,999.41万人次，全年实现旅游综合收入159.23亿元，较上年提升110.1%，不过受疫情影响，仍未恢复至2019年200.39亿元水平。在旅游服务业回暖带动下，恩施市社会消费需求回升明显，社会消费品零售总额同比增长19.6%。此外，以房地产和基础设施等为主的固定资产投资亦为经济增长主要动力，2021年固定资产投资增速达到23.5%。近年来恩施市人均GDP规模存在一定波动，占全国人均GDP的比重出现下降，2021年仅为61.44%，整体经济发展水平偏低。

**表1 恩施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）	416.29	12.0%	356.99	-4.1%	379.52	7.7%
固定资产投资（不含农户）	-	23.5%	-	-16.5%	161.01	18.2%
社会消费品零售总额	195.94	19.6%	163.82	-27.2%	215.78	11.6%
进出口总额	-	-	0.16	-6.4%	0.17	183.1%
人均GDP（元）		49,748		45,715		48,516
人均GDP/全国人均GDP		61.44%		63.10%		68.44%

注：1、人均GDP=地区生产总值（GDP）/全市常住人口 2、“-”数据未公告。

资料来源：2019年数据来自恩施市国民经济与社会发展统计公报，2020及2021年数据来自恩施市统计局，中证鹏元整理

**产业情况：**恩施市依托自然资源重点发展的硒食品精深加工、生物医药等特色产业渐成规模，近年产业园招商引资取得一定成效。恩施市工业主要集聚在恩施高新技术产业园区，该园区作为省级高新区，已建成硒产业园、生物医药产业园、电子信息产业园等“1+8”产业园，其中硒产业依托丰富的硒矿资源已形成一定规模，主要产品包括肉食品加工、富硒茶叶、硒土豆等，拥有“恩施玉露”“恩施硒土豆”等公众品牌，知名企业包括恩施徕福硒业有限公司、湖北省思乐牧业集团有限公司、恩施市润邦国际富硒茶业有限公司等。此外，生物医药和电子信息等产业近年加快发展，生物医药园已引入国药集团、人福医药等医药企业落户，九州通中药饮片项目正加快推进；电子信息产业园吸引了立讯精密、达翔电子等龙头企业入园投产。近年恩施市工业生产保持平稳，2021年全市规模以上工业企业达94家，实现工业总产值70.26亿元，其中硒食品精深加工和生物医药两大产业贡献产值较大。

**发展规划及机遇：**恩施市作为区域规划核心点，未来将重点围绕“4+N”产业集群发展。恩施州在十四五规划中提出，将主动融入“宜荆荆恩”城市群建设，加快对接成渝地区双城经济圈，着力构建“一核支撑、两翼并进、全域协同”的区域发展布局。恩施市作为该规划的核心支撑点，将围绕“4+N”产业集群做大做强，即重点发展生态文化旅游、硒食品精深加工、生物医药、清洁能源四大特色产业，积极推进武陵山旅游休闲康养中心、武陵山富硒产品研发和集散中心、优质药材示范基地、姚家平水利枢纽工程等项目建设；同时积极承接产业转移，加快发展电子信息、现代物流和大数据等N个新兴产业。

**财政及债务水平：**恩施市财力一般，财政自给率很低，债务余额增加。2021年恩施市一般公共预算收入完成18.34亿元，受国有资源（资产）有偿使用收入不及预期等因素影响，未恢复至2019年同期水平。一般公共预算收入中税收收入占比较高，2020年前十大纳税企业包括卷烟厂、水泥厂、多家当地房地产开发企业等，纳税金额合计3.9亿元，占当期税收收入总额的比重约34%。恩施市作为区域中心，人口吸附能力较强，对当地房地产市场形成一定支撑，以土地出让收入为主的政府性基金收入规模整体较可观，但2021年受土地市场疲软，政府性基金收入增长乏力。由于一般公共服务、公共安全、教育等财政支出规模较大，恩施市财政自给能力很弱。区域债务方面，近年恩施市地方政府债务余额增长较快，债务压力上升。

**表2 恩施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	18.34	14.19	20.37
税收收入占比	79.50%	80.48%	78.65%
财政自给率	27.61%	15.59%	24.37%
政府性基金收入	38.18	38.42	33.97
地方政府债务余额	-	100.32	81.16

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：恩施市2019年国民经济和社会发展统计公报、2020年及2021年财政预决算报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至 2021 年末，恩施市已发债平台 1 家，为恩施城市建设投资有限公司（简称“恩施城投”）。

## 五、经营与竞争

公司是恩施市重要的城市基础设施建设投资主体，主要从事恩施市城市建设工程投资、土地整理、自来水供应及城市供水安装等业务。2021年公司整体收入结构较为稳定，收入规模小幅下降，当期综合毛利率同比小幅下降。城市建设工程投资、土地整理业务收入合计占营业收入比重达75%以上，系公司收入的主要来源；2021年土地整理业务收入大幅下降主要系由于2021年公司出让的地块位置较偏，土地成交均价较上年大幅下降所致。2021年自来水供应业务及公共交通业务收入规模较上年末有所提升，主要系2021年，部分行业复工复产用水规模及全年公共出行需求较2020年有所提升。2021年公司房屋出租业务收入规模较上年有所提升，主要系政府成功招商引入企业入驻子公司恩施市福达产业投资有限公司（以下简称“福达产投”）开发的七里坪工业园区。从毛利率上看，2021年公司综合毛利率较上年末有所下降主要系受毛利率较高的土地整理业务收入规模大幅下降及公司公共交通业务的毛利率大幅下降所致。

**表3 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
城市建设工程投资	113,613.82	13.17%	114,010.79	11.40%
土地整理	19,489.81	100.00%	31,601.31	100.00%
自来水供应	10,982.78	39.13%	9,400.19	26.57%
城市供水安装	11,118.24	35.39%	11,101.78	34.10%
公共交通	4,209.20	-46.90%	3,723.50	-21.61%
房屋出租	5,507.70	79.80%	1,834.83	80.21%
建筑材料销售	3,992.77	10.17%	0.00	-
其他业务	1,962.57	64.24%	4,018.95	24.45%
<b>合计</b>	<b>170,876.89</b>	<b>27.37%</b>	<b>175,691.35</b>	<b>29.90%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

**公司城市建设工程投资业务在建项目规模较大，业务持续性较好，但尚需投资规模较大，面临较大的资金压力**

公司及子公司福达产投、子公司恩施市硒都国有资产经营有限责任公司（以下简称“硒都国资”）承担了恩施市城市基础设施建设任务，包括城市道路扩建、管网改造、保障房建设及产业园建设等。2015年1月1日，公司及福达产投就城市建设工程与恩施市人民政府签订委托代建框架协议，由公司及福达产投自行筹措资金进行项目建设，并将代建项目投入计入存货中的委托建设项目施工成本。待项目竣

工验收合格后，恩施市人民政府对完工项目进行结算，并按审定的工程实际造价加约定的投资回报向公司及福达产投支付工程建设款，其中投资回报为工程实际造价的15.00%。根据公司同恩施市政府签订《恩施市基础设施建设项目委托代建协议之补充协议》（以下简称“《补充协议》”），2021年公司将政府委托代建的部分项目交由晒都国资进行实施。公司及福达产投每年末同恩施市政府签订《恩施市基础设施建设项目委托代建协议之补充协议》（以下简称“《补充协议》”）确认收入及成本，当年成本规模依据当年完工项目的竣工审计报告确定，收入规模根据当年成本规模及15%的回报率确认。2021年，根据公司本部与恩施市政府签订的《补充协议》，公司完成移交的工程包括金龙大道征地成本、施州大道北端道路改建项目征地成本、龙凤新区建设项目征地成本等，确认建设成本9.87亿元，确认城市建设工程投资收入为11.38亿元（含税），毛利率较上年小幅提升，主要系受增值税变动的影响。

**表4 2021年公司主要城市建设工程投资业务收入明细（单位：万元）**

项目名称	工程建设收入（含税）	工程成本
金龙大道	42,878.13	37,140.00
施州大道北端道路改建项目	14,686.44	12,721.04
龙凤新区建设项目	13,854.00	12,000.00
金桂大道一期	4,167.25	3,609.57
金山大道中西段建设项目	4,040.75	3,500.00
龙凤镇市行政中心及初中迁建项目	3,893.03	3,450.00
龙凤镇农产品加工园建设项目	3,463.50	3,000.00
机场快速通道建设项目	2,713.08	2,350.00
龙凤镇凯龙片区建设项目	2,309.00	2,000.00
小渡船中学迁建项目	2,309.00	2,000.00
板桥小区扩建项目	2,078.10	1,800.00
火车站片区建设项目	1,904.60	1,649.72
大沙坝污水处理厂建设项目	1,731.75	1,500.00
龙凤镇新区建设项目	1,731.75	1,500.00
政府收储土地龙凤片区项目	1,731.75	1,500.00
旗峰小区	1,731.75	1,500.00
许家坪隧道工程	1,652.11	1,431.02
许家坪机场路改扩建项目	1,597.32	1,383.56
金山大道建设工程	1,443.13	1,250.00
高旗大道	1,154.50	1,000.00
松树坪安置小区建设项目	808.15	700.00
施州大道红庙-桂花树道路改建项目	657.81	569.78
柑子槽安置小区建设项目	577.25	500.00
亲水走廊建设项目	577.25	500.00
火车站安置小区建设资金	115.45	100.00

<b>合计</b>	<b>113,806.85</b>	<b>98,654.69</b>
-----------	-------------------	------------------

注：表中的工程建设收入为含税收入，与表3中城市建设工程投资数额略有差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年末，公司主要在建的代建项目预计总投资51.01亿元，累计已投资35.44亿元。公司主要在建及拟建的自营项目预计总投资21.97亿元，累计已投资5.54亿元。截至2021年12月末，公司存货待结转规模为110.96亿元，公司工程建设业务可持续性较好。自建自营项目中，恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014年第一批棚户区改造项目）系“16恩施城投债/PR恩施债”募投项目，建成运营后预计实现销售收入33.69亿元；其中，白庙桥小区和耿家坪板桥小区分别已于2015年8月和2016年6月开工，根据项目可行性研究报告，上述项目建设期为2年，实际工程主体部分分别于2019年8月和2019年6月完成建设，因为项目实施过程中要求加强施工噪音管理、环境保护等，对施工提出比较严格的要求，一定程度上影响了施工的进度；截至2021年12月末，该项目暂未实现收入。

白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目系公司本期债券的募投项目，计划建设期为24个月并于第3年开始通过工业厂房的租售、科研办公楼和员工宿舍的出租取得收入，债券存续期内预计累计可实现项目经营收入15.03亿元，累计可获得净利润为2.05亿元。金子坝安置房项目和舞阳坝安置房项目计划建设期为24个月，并于第3年开始通过安置房销售、配套商业建筑销售、安置房配套服务用房出租、停车位出售取得收入，募投项目预计可实现的收入合计为14.85亿元。自建自营项目未来收益易受项目建设进度、市场售价和租价波动的影响，存在一定不确定性。

整体来看，公司代建项目业务持续性较好，随着项目的陆续完工，公司未来收入来源具有保障性。同时，中证鹏元关注到公司在建项目规模较大，尚需投资规模较大，将面临较大的资金压力。

**表5 截至2021年12月31日公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）**

模式	项目名称	预计总投资	累计总投资	尚需投资	是否签订代建协议
自营	白杨坪生态产业园标准厂房及配套 设施建设项目①	10.29	4.98	5.31	否
	恩施市舞阳坝片区（贺家榜地块） 农民集中安置房建设项目	<b>6.78</b>	0.56	6.22	否
	<b>小计</b>	<b>17.07</b>	<b>5.54</b>	<b>11.53</b>	-
代建	金山大道建设项目	7.70	4.69	3.01	是
	高旗大道道路工程建设项目	14.76	12.76	2.00	是
	金龙大道建设项目	10.50	9.60	0.90	是
	清江流域综合治理项目	7.30	4.82	2.48	是
	施州大桥E地块棚户改造项目	2.20	1.31	0.89	是
	中港城金龙大道南段龙洞河南路马 鞍山道路工程	8.55	2.26	6.29	是
<b>小计</b>	<b>51.01</b>	<b>35.44</b>	<b>15.57</b>	-	

拟建项目					
自营	恩施市金子坝麻场片区安置房项目	4.90	0.00	4.90	否
	<b>小计</b>	<b>4.90</b>	<b>0.00</b>	<b>4.90</b>	否
	<b>合计</b>	<b>72.98</b>	<b>40.98</b>	<b>32.00</b>	-

注：1、恩施市白庙桥及耿家坪板桥小区建设项目（2014年第一批棚户区改造项目）为“16恩施城投债/PR恩施债”募投项目，截至2021年12月末该项目已完工待结算；2、截至2021年末，松树坪棚户区改造项目、蔡家河棚户区改造项目、三河棚户区改造项目、中港城（商校地块三）棚户区改造项目已完工待结算；3、标①项目为本期债券的募投项目。  
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司土地整理业务易受土地市场及国家政策的影响，未来收入存在一定的波动性

公司根据恩施市城市规划对储备土地实施房屋拆除、场地平整，完善供水、供电、供气、道路等基础设施。待土地整理和基础设施配套工程完成后，由恩施市国土资源局和恩施市财政局等部门进行投资成本核算，并交由恩施市土地收购储备中心（简称“市土储”）进行招拍挂，恩施市财政局将拨付管理费给公司，作为实施土地整理业务的合理回报，公司同步确认相应的土地整理收入。该业务易受恩施市土地市场及国家政策影响，存在一定的波动性。

2021年公司出让的土地位于恩施市龙凤镇三河村、恩施市小渡船街道办事处何功伟村旗峰社区、恩施市屯堡乡沐抚居委会、恩施市金子坝村金桂大道等，面积合计882.71亩，实现土地整理收入1.95亿元，毛利率为100.00%。2021年该业务收入较2020年大幅下降主要系2021年公司出让的地块位置较偏，土地出让单价较低。公司2021年已完成整理的土地主要位于恩施市舞阳坝街道、小渡船街道、沐抚乡，整理的面积加总为58.84万平方米，2021年末评估价值为11.87亿元。该业务储备较为充足，未来业务可持续性较好。

**表6 2021年公司土地整理业务情况（单位：亩、万元）**

位置	供地面积	收入	土地用途
恩施市龙凤镇三河村	87.96	9,452.71	城镇住宅兼商服用地
恩施市小渡船街道办事处何功伟村旗峰社区	163.16	5,731.18	城镇住宅用地
恩施市屯堡乡沐抚居委会	157.58	1,064.94	城镇住宅用地
恩施市屯堡乡沐抚居委会	84.86	568.04	城镇住宅用地
恩施市屯堡乡沐抚居委会	78.42	537.88	城镇住宅用地
恩施市金子坝村金桂大道	42.58	469.93	城镇住宅兼商服用地
恩施市舞阳坝街道枫香坪村	58.16	467.07	城镇住宅兼商服用地
恩施市舞阳坝街道金子坝村	21.69	389.14	城镇住宅兼商服用地

恩施市舞阳坝街道三孔桥社区、窑湾社区	25.41	291.14	城镇住宅兼商服用地
恩施市屯堡乡沐抚居委会	38.36	255.15	城镇住宅用地
恩施市舞阳坝街道黄泥坝居委会	42.30	162.84	城镇住宅兼商服用地
恩施市舞阳坝街道黄泥坝居委会	10.39	53.37	城镇住宅兼商服用地
恩施市小渡船街道办事处何功伟村	26.90	17.44	商服用地
恩施市小渡船街道办事处何功伟村	21.78	13.36	商服用地
恩施市小渡船街道办事处何功伟村	10.74	7.38	商服用地
恩施市小渡船街道办事处何功伟村	9.50	6.27	商服用地
恩施市小渡船街道办事处何功伟村	2.91	1.96	商服用地
<b>合计</b>	<b>882.71</b>	<b>19,489.81</b>	

资料来源：公司提供

#### 自来水供应及城市供水安装业务系公司收入和利润的重要来源之一

自来水供应及城市供水安装业务由恩施市自来水有限责任公司（以下简称“自来水公司”）及恩施市硒泉供水有限公司运营。自来水主要供应范围是恩施市城区和乡镇，供水收入来自居民个人、公司企业等，供水价格比照《湖北省城市供水价格管理实施细则（暂行）》等相关文件实施，恩施市城区居民生活用水2.00元/吨、非居民生活用水2.82元/吨、特种用水为3.80元/吨，水费按月收取。城市供水安装主要为自来水公司为居民安装供水设施业务。

近年公司自来水供应收入呈上升趋势，其中2021年该业务收入规模较上年提升16.84%，主要系2021年恩施市主要企业均已复工复产，全年企业用水量较2020年有所提升所致。因该业务收入规模有所增长，2021年毛利率较上年有所提升。

城市供水安装收入规模变化不大，整体毛利率较高。整体而言，自来水供应及城市供水安装业务收入及毛利率较高，系公司收入和利润的重要来源之一。

**表7 公司供水业务情况**

项目名称	2021年	2020年
设计供水能力（万吨/日）	22	16
实际供水量（万吨/年）	5,797	5,240
实际售水量（万吨/年）	4,382	3,763
自来水供应收入（万元）	10,982.78	9,400.19
城市供水安装收入（万元）	11,118.24	11,101.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公共交通及房屋出租业务稳步开展，丰富了公司的收入来源

公共交通业务由恩施市公共汽车公司（以下简称“公汽公司”）负责运营，主要经营城市公交客运、公路客运、汽车维修、公交广告等业务。截至2021年末，公汽公司营运线路达31条，在营公交车辆321标台，线路总长达630公里，公交行驶里程1,380.19万公里，日均客流量约18.2万人次/日。近年来公司获得较多新车购置补贴，改善了公共交通营运业务的盈利能力，但公共交通业务属公用事业，盈利能力表现仍然较弱。近年该业务毛利率呈大幅下降趋势，主要系2020年受疫情影响，公共出行需求大幅下降，公司公共交通业务收入规模及毛利率大幅下降。2021年公司购置了较多公交车辆，但公共交通业务收入规模仅较上年小幅提升，该业务整体毛利率进一步下滑。

房屋出租业务主要由子公司硒都国资和福达产投负责运营，根据恩市办发（2005）37号文件，自2005年11月起，由硒都国资统一接收、管理、营运恩施市直属所有的行政事业单位占有和使用的国有房屋、土地、铺面等国有资产产权、股权和购建上述国有资产所负债务。截至2021年末，硒都国资共有商铺店面156个，可供出租面积2.06万平方米，期末出租率为98%，年单位租金158元/平方米。2021年恩施市政府成功招商引入企业入驻子公司福达产投开发的七里坪工业园区，根据恩施市政府与福达产投签订的《2021年七里坪产业园区租赁协议》，恩施市政府按9-25元/每平方米/每月的租金向福达产投租赁恩施市七里坪产业园一期厂房（13#、14#厂房除外）及恩施市企业服务中心全部场所。截至2021年末出租厂房面积为12.78万平方米，出租恩施市企业服务中心全部场所面积为1.52万平方米，当期确认园区租金收入0.23亿元。近年公司房屋出租业务收入规模持续提升，且毛利率较高，在一定程度上提升了公司的盈利水平。

### 公司继续获得较大力度的外部支持，利润水平得到有效提升

作为恩施市重要的城市基础设施建设主体，公司在资产注入和财政补贴等方面获得地方政府的有力支持。2021年根据《恩施市财政局关于恩施施州古城旅游开发有限公司注入资产请示的批复》等文件，公司子公司恩施市福达产业投资有限公司、恩施市孺子牛城市管理责任公司、恩施市自来水有限责任公司获得政府投入资本金，相应增加公司资本公积1.14亿元。此外，2021年公司获得政府给予的公交运营补贴、新车购置补贴、老年卡乘车补贴等多项补贴合计0.24亿元，计入其他收益，提升了公司利润水平。此外，2021年恩施市政府用中港城、麻场、松树坪、三河等商业门面置换公司持有旗峰坝还建房车库、舞阳坝街道办事处金子坝村相关宗地等，当期产生了0.73亿元的资产置换损失。

## 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永拓会计师事务所（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。2020年公司合并范围新增两家一级子公司，2021

年公司合并范围内的子公司无变化。截至2021年末，公司纳入合并范围子公司共11家（明细见附录四）。

## 资产结构与质量

公司资产规模稳步增长，以项目开发成本和投资性房地产为主，存在一定规模的资产受限，整体资产流动性较弱

2021年末公司总资产规模继续增长，仍以流动资产为主。截至2021年末，受限资产规模24.68亿元，占同期末资产的10.11%，主要系土地使用权。

表8 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	10.81	4.43%	10.30	4.57%
其他应收款（合计）	19.65	8.05%	15.97	7.08%
存货	111.48	45.68%	112.28	49.76%
<b>流动资产合计</b>	<b>145.14</b>	<b>59.47%</b>	<b>141.61</b>	<b>62.76%</b>
投资性房地产	68.42	28.04%	60.70	26.90%
<b>非流动资产合计</b>	<b>98.90</b>	<b>40.53%</b>	<b>84.02</b>	<b>37.24%</b>
<b>资产总计</b>	<b>244.05</b>	<b>100.00%</b>	<b>225.63</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要由银行存款构成，其中0.03亿元因子公司债务纠纷被法院冻结。其他应收款主要为应收恩施市财政局、恩施市土地储备中心和恩施市自然资源和规划局的往来款及应收恩施州城供水管网改扩建及水厂迁建工程建设指挥部、恩施市第三水厂扩建工程指挥部等单位工程款。2021年公司对恩施山寨皮革有限公司、硒泉公司等单位的其他应收款计提了0.56亿元的坏账准备，需关注后续款项的回收及追偿情况。公司其他应收款账龄主要集中在3年以内，回收时间不确定，对营运资金形成了一定占用。

公司存货规模较大，存货主要由工程施工成本构成。工程施工成本包括已完工未结算项目和在建项目已投入部分，具体包括中港城项目、市政道路、鑫凯火车站二期三区项目及相关基础设施建设等，工程施工成本待项目完工并经工程竣工审计后才同政府进行结算，受项目建设以及工程审计进度的影响，收入确认时间存在一定的不确定性，流动性较弱。

投资性房地产系公司持有的以公允价值模式进行后续计量的土地及房产。2021年公司投资性房地产规模较上年有所提升，主要系公司自用房产及存货转入所致。截至2021年末，投资性房地产中土地使用权的面积为242.79万平方米，价值为45.27亿元，土地性质以出让为主，用途包括工业用地、商服住宅用地、综合用地等，有24.65亿元的土地用于抵押，且土地资产中未缴纳出让金的价值占62.58%。投资性房地产中廉租房、公租房等房产面积合计6.83万平方米，账面价值为1.13亿元，通过出租取得收入。公司投资性房地产科目资产规模较大，后续需关注未来市场公允价值的变动对投资性房地产科目的价值及

公司利润水平带来一定的影响。

此外，截至2021年末公司无形资产科目亦有少量的土地，账面价值合计0.31亿元，主要系工业用地和生产用地，其中有0.06亿元的政府划拨地未办妥权证。

整体来看，公司资产以项目开发成本和投资性房地产为主，存在一定的资产受限，整体流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 公司收入规模小幅下降，回款表现欠佳，资金支出压力较大

2021年公司营业收入主要来源城市建设工程投资、土地整理、自来水供应及城市供水安装等业务，其中土地整理业务收入较上年大幅下降。此外，2021年自来水供应业务及公共交通业务收入规模较上年末有所提升，安装收入相对稳定，当期公司营业收入同比小幅下滑2.74%。盈利方面，2021年公司综合毛利率较上年末整体有所下降，主要系受毛利率较高的土地整理业务收入规模大幅下降及公司公共交通业务的毛利率大幅下降所致。

2021年公司收现比有所下降，整体回款表现欠佳。2021年公司经营性现金流大幅净流出，整体表现欠佳。截至2021年底，公司拥有较多在整理的土地，在建工程项目充足，未来公司土地相关业务及工程建设收入较有保障。同时公司主要在建项目及土地整理尚需较大投资，面临较大的资金缺口，未来外部融资规模或将进一步上升。

其他收益系政府补助和债务重组收益，2021年公司其他收益大幅下降主要是2021年恩施市政府用中港城、麻场、松树坪、三河等商业门面置换公司持有旗峰坝还建房车库、舞阳坝街道办事处金子坝村相关宗地等，当期产生了0.73亿元的债务重组损失。2021年公司收到当地政府给予的补助为0.24亿元，占当期利润总额的比例为11.48%，政府补助是公司利润的有益补充。

**表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2021年	2020年
营业收入	17.09	17.57
收现比	0.41	0.57
营业利润	2.09	1.81
其他收益	-0.48	0.26
利润总额	2.09	1.86
销售毛利率	27.37%	29.90%

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

### 公司有息债务规模维持在较高水平，偿债压力仍然较大

2021年末总负债进一步增加，同比增长11.53%，负债结构仍以非流动负债为主；期末所有者权益小

幅提升。综合影响下，产权比率提升至138%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较弱。

图2 公司资本结构

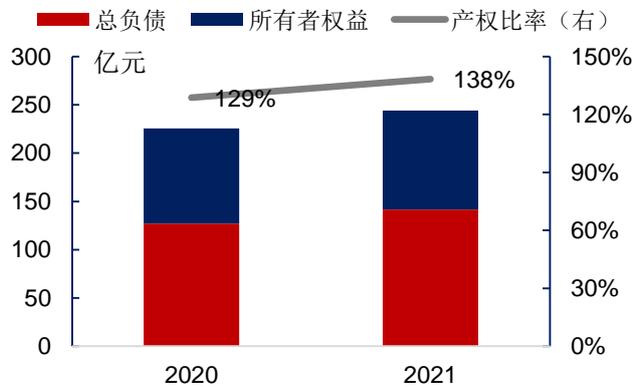
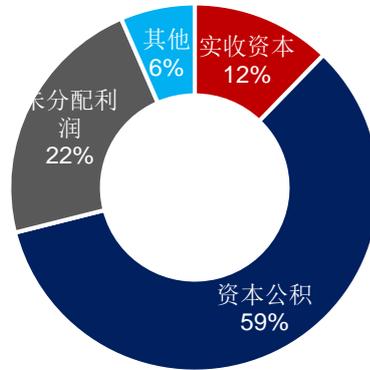


图3 2021年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2021 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年末公司短期借款规模为1.23亿元，近年小幅提升，主要是抵押借款增加所致。2021年末，公司应付账款主要为应付恩施市御景源商贸有限公司、恩施市清江流域防洪减灾工程建设指挥部办公室等单位和企业工程款项。公司其他应付款主要为公司与政府机构和国有企业的往来款。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款5.54亿元、一年内到期的应付债券1.18亿元及一年内到期的长期应付款3.78亿元。

为满足项目融资需求，公司长期借款规模逐步增长，借款利率集中在1.20%至6.00%区间，以质押借款和抵押借款为主。此外，近年来公司持续加大债券融资，2021年末公司应付债券余额为14.48亿元（含利息）。

2021年末公司长期应付款为专项应付款及应付通用环球国际融资租赁（天津）有限公司、湖北金融租赁股份有限公司、湖北省融资租赁有限责任公司、远东宏信（天津）融资租赁有限公司等企业的融资租赁款，期限主要集中在3-5年，平均融资成本在7.25%左右。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

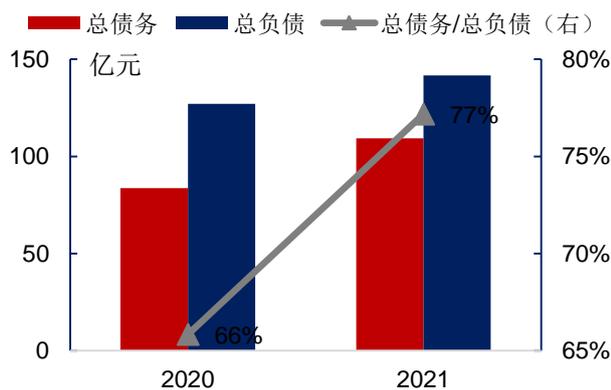
项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.23	0.87%	1.08	0.85%
应付账款	9.95	7.02%	12.67	9.98%
其他应付款（合计）	15.37	10.85%	23.30	18.34%
一年内到期的非流动负债	10.98	7.75%	6.52	5.13%
<b>流动负债合计</b>	<b>38.58</b>	<b>27.24%</b>	<b>44.47</b>	<b>35.01%</b>
长期借款	73.20	51.67%	64.17	50.52%
应付债券	14.48	10.22%	11.86	9.34%
长期应付款（合计）	14.17	10.01%	5.57	4.39%

非流动负债合计	103.07	72.76%	82.54	64.99%
负债合计	141.65	100.00%	127.01	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

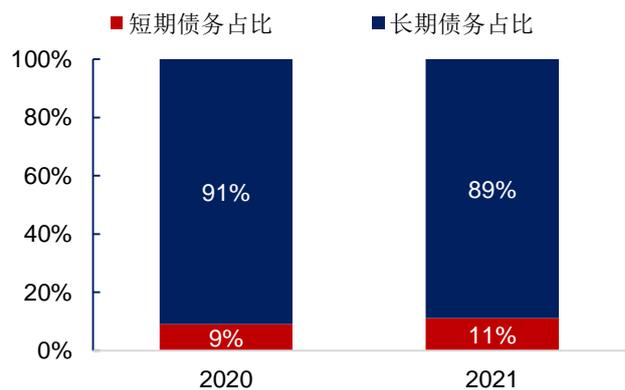
截至2021年末，公司总债务达到109.31亿元，占总负债的77.17%，规模较上年大幅提升，其中一年以内到期12.21亿元。公司总债务以长期债务为主，截至2021年末公司长期债务占比为88.83%

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2021年末公司资产负债率略有提升。2021年末公司现金短期债务比为0.88，货币资金对短期债务覆盖程度一般。2021年末公司总债务规模继续增加，EBITDA利息保障倍数下降至0.71，EBITDA对有息债务本金及利息的覆盖倍数较低。整体来看，公司债务规模较大，随着债务到期，整体偿债压力较大。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	58.04%	56.29%
现金短期债务比	0.88	1.36
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.72

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（2022年5月6日），公司本部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，存在67个关注类账户。公司本部相关还款责任信息中包含2.24亿元关注类余额（主要为公司根据项目投资协议条款约定对和润建设向银行融资提供的担保）。公司本部在公开债券市场发行的各类债务融资工具均已按期兑付本息，无逾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，多为对民营企业的担保，存在一定的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保余额为8.45亿元，占2021年末净资产的8.25%；其中，未设置反担保措施的担保余额为5.45亿元；对民营企业的担保余额为总担保余额的比为100.00%，主要为公司根据项目投资协议条款约定向项目建设方银行融资提供的担保，均以应付其工程款为上限，公司存在一定的或有负债风险。此外，和润建设已进入破产重整阶段，需关注对此公司对外担保产生的或有负债风险。

**表12 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
恩施武陵山产业发展有限公司	3.70	2031/6/21	否
湖北中港城置业有限公司	0.46	2022/11/25	否
恩施州和润建设投资集团有限公司	3.00	2024/12/30	是
北京新谦诚投资控股有限公司	1.00	2023/3/25	否
恩施鑫凯置业有限公司	0.04	2022/7/11	否
恩施市御景源商贸有限公司	0.25	2022/12/15	否
<b>合计</b>	<b>8.45</b>	-	-

注：截至 2021 年 12 末，公司对外担保尚未发生代偿。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、抗风险能力分析

近年恩施市经济稳步恢复，近年依托优越的生态环境和丰富的硒矿等自然资源，形成了文旅服务、硒食品精深加工等特色产业集群，区域仍存较大的发展空间。公司是恩施市重要的城市基础设施建设投资主体，主要从事恩施市城市建设工程投资、土地整理、自来水供应及城市供水安装等业务，未来业务可持续性较好。近年公司收入规模持续提升，但公司主要在建项目尚需投资规模较大，随着项目建设的持续推进，公司面临较大的资金支出压力。

2021 年末公司有息债务规模维持在较高水平，偿债压力仍然较大。但作为恩施市最主要的发债平台，公司在业务资本金方面持续获得恩施市政府较大力度的支持。整体来看，公司的抗风险能力较强。

## 九、债券偿还保障分析

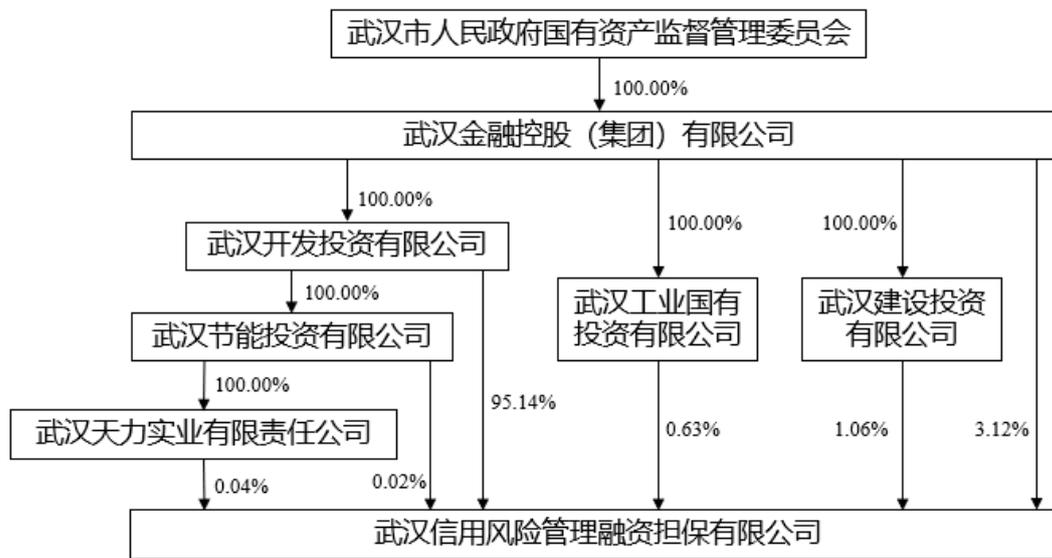
武汉信用担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

武汉信用担保的范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证期限为债券存续期及债券到期之日起二年。

武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）成立于2000年2月，系由武汉开发

投资有限公司（以下简称“武汉开投”）、武汉建设投资有限公司、武汉节能投资有限公司等7家企业共同出资组建，初始注册资本为1亿元。武汉信用成立后经股东多次增资，资本规模大幅增长。截至2021年末，武汉信用实收资本为100亿元，控股股东为武汉开投，武汉开投对武汉信用的直接持股比例为95.14%，最终控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”），武汉信用股权结构如下图所示。

**图 6 截至 2020 年末武汉信用担保股权结构图**



资料来源：武汉信用担保提供

武汉信用为武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”）下属专业融资担保公司。2021年以前武汉信用主营业务包括融资担保、通过子公司经营委托贷款和融资租赁等。2021年武汉信用将开展委托贷款业务的子公司武汉信用投资集团股份有限公司（以下简称“武信投资”）股权转让给武汉开投。目前武汉信用经营范围主要包括债券担保、借款担保、票据承兑担保、信用证担保以及互联网金融产品担保等业务。

武汉信用于2001年进入担保行业，成立初期主要从事个人消费贷款的信用担保服务业务。2006年借助地方投融资体系改革的契机，武汉信用整合了武汉市市属财政出资建立的三家担保机构——武汉中小企业信用融资担保有限公司（以下简称“中小担保”）、武汉信用融资担保（集团）股份有限公司（以下简称“担保集团”）和武汉市创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”），担保业务种类和规模进一步扩大。2021年武汉信用将子公司武信投资股权转让给武汉开投，其下属担保集团和中小担保亦随之转出，不再并表核算。目前武汉信用的担保业务板块由武汉信用本部及创业担保负责运营，其中创业担保承担政策性担保职能，本部以商业性融资担保业务以及资本市场直接融资担保业务为主。

2019-2020年，武汉信用委托贷款业务收入占比较高，为武汉信用重要收入来源；2019年以来武汉信用大力发展债券担保业务，同时清理委托贷款资产。2021年武信投资股权转让给武汉开投后，委贷业务随之转出，导致2021年武汉信用营业收入较上年末同比大幅下降67.10%。

**表13 武汉信用营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	1.03	12.41%	1.75	6.95%	0.84	3.02%
债权投资收入	1.92	23.13%	22.07	87.47%	24.48	87.64%
融资租赁收入	1.57	18.92%	0.56	2.21%	0.00	0.00%
其他业务收入	3.78	45.54%	0.85	3.37%	2.61	9.34%
<b>合计</b>	<b>8.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.93</b>	<b>100.00%</b>

注：其中其他业务收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入。

资料来源：武汉信用担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

武汉信用担保业务主要以直接融资担保业务为主。武汉信用直接融资担保业务主要为债券担保业务，业务范围分布在湖北省、江西省、江苏省等区域，业务结构主要为城投类企业发行的企业债和私募债，客户主体信用级别主要为AA级。2019年以来，武汉信用加大了直接融资担保业务拓展力度，使得2020年以来直接融资担保业务规模明显上升，截至2021年末武汉信用直接融资担保余额为97.06亿元，2021年在保余额下降较多主要系武汉信用分保业务当年解保到期规模较大。武汉信用的间接融资担保产品主要包括流动资金贷款担保、银行承兑汇票担保和固定资产贷款担保等，主要客户为当地国企和中小微民营企业，担保费收费标准集中在2.0%/年-2.5%/年之间。考虑到近年中小企业信用风险整体有所上升，武汉信用加强了对担保业务风险管控，尤其对部分传统行业及产能过剩型企业加以限制，同时加大对担保客户资质及运营情况的评估，使得2019-2021年间接担保业务规模持续收缩。截至2021年末，武汉信用间接融资担保余额为6.32亿元，较2019年末下降63.97%。武汉信用表示未来的担保业务主要方向为债券市场担保，客户以主体评级AA及以上的地方城投公司为主。中证鹏元将持续跟进未来武汉信用直接融资担保业务的区域、客户风险状况。

武汉信用累计担保代偿率处于较低水平、累计代偿回收率处于较高水平，现阶段担保业务整体风险可控。受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现的影响，武汉信用累计担保代偿规模有所增加，截至2021年末累计担保代偿额为9.70亿元，累计代偿率为0.94%；2021年武汉信用当期担保代偿率为0.47%，较2020年明显下降，主要系当年担保发生额大幅减少及解除担保规模大幅增加。代偿回收方面，武汉信用积极采取法律诉讼、处置反担保物以及资产重组等方式进行资产保全；截至2021年末，武汉信用累计收回代偿款7.97亿元，累计代偿回收率为82.17%，处于较高水平。

截至2021年末武汉信用未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备余额分别为0.46亿元、0.90亿元及0.83亿元，担保风险准备金合计为2.20亿元，武汉信用担保风险准备金对应收代偿款净额的

覆盖率为126.98%，拨备覆盖水平较以前年度有所下降。

**表14 武汉信用担保业务发展情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
期末在保余额	103.38	199.42	37.70
其中：间接融资担保余额	6.32	16.72	17.54
直接融资担保余额	97.06	182.69	20.16
当期解除担保额	150.03	22.65	31.92
融资担保责任余额	88.22	167.58	34.40
融资担保放大倍数	0.68	1.16	0.28
当期担保代偿额	0.70	1.26	0.48
当年代偿率	0.47%	5.58%	1.51%
累计代偿回收率	82.17%	74.77%	86.50%
累计担保代偿率	0.94%	1.02%	0.90%
担保风险准备金	2.20	3.93	1.72
拨备覆盖率	126.98%	172.97%	164.51%

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

截至2021年末，武汉信用资产总额为242.41亿元。2021年末武汉信用货币资金为4.48亿元，其中受限资金1.15亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保证金；2020年末武汉信用应收账款主要为武信投资名下的委托贷款本金和利息，2021年随着武信投资的划出，武汉信用委托贷款全部转至股东武汉开投，应收账款主要为应收代偿款，期末账面价值为1.76亿元。截至2021年末，武汉信用其他应收款规模合计为183.01亿元，主要为应收关联方武信投资的款项，款项回收情况存在不确定性。另外，武汉信用债权投资中定向债权11.98亿元。上述其他应收款和债权投资占2021年末武汉信用总资产比重为80.44%，整体来看武汉信用资产流动性较弱。

较大的其他应收款规模导致武汉信用担保Ⅲ级资产占比达到98.16%，不满足监管对Ⅲ级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款占比不高于30%的要求。武汉信用表示，其计划在未来三年时间内持续压降其他应收款规模。具体为，于2022年压降其他应收款30亿元，于2023年压降其他应收款40亿元，于2024年压降其他应收款66亿元，上述工作完成后，预计到2024年末，武汉信用其他应收款压降至34亿元，Ⅲ级资产规模符合监管指标要求。中证鹏元将持续跟进前述武汉信用其他应收款压降计划的执行情况。

截至2021年末，武汉信用负债总额为112.91亿元。武汉信用其他应付款主要为关联方往来款和外部单位往来款，2021年末规模为53.05亿元，其中关联方往来款26.09亿元，主要系应付武汉金控及武汉开投往来款，外部单位往来款22.41亿元。武汉信用有息负债主要为向银行、租赁等金融机构借款，其中大部分借款由武汉金控提供保证担保，体现出武汉金控对武汉信用在融资方面支持力度较大。2021年末，武汉信用有息债务规模为78.72亿元（含外部单位往来款），其中短期债务规模为9.07亿元（不含外部单位往来款），同期货币资金余额仅为4.48亿元，对短期债务覆盖程度不足。

盈利能力方面，武汉信用有息债务规模较大，导致2019-2020年末财务费用在营业成本中的比重保持在较高水平，使得武汉信用净资产收益率保持在较低水平，盈利能力较弱，净利润增长乏力。2021年随着武信投资划出，债务规模及财务费用大幅下降。

**表15 武汉信用主要盈利指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
营业总收入	8.30	25.23	27.93
营业总成本	1.46	35.57	24.64
财务费用	1.21	31.60	22.99
投资收益	0.84	18.94	1.09
营业利润	7.65	6.88	5.27
利润总额	7.61	7.65	5.28
净利润	6.39	6.54	4.01
净资产收益率	4.66%	4.64%	3.03%

资料来源：武汉信用 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，武汉信用所有者权益总额为129.50亿元，较2020年末同比下降10.62%，主要系武信投资划出所致。2021年末武汉信用融资担保放大倍数为0.68，处于较低水平，未来担保业务发展空间较大，但考虑到武汉信用有息债务规模较高，且资产流动性较弱、货币资金等高流动性资产规模较小，其对武汉信用代偿能力产生的负面影响仍需关注。

从外部支持方面来看，武汉信用为武汉金控间接控股的子公司，实控人为武汉市国资委，股东背景实力强，可在融资等方面给予武汉信用较大支持。

综上所述，武汉信用2019年以来担保业务规模增长较快，融资担保放大倍数处于较低水平，未来担保业务尚有一定规模的发展空间。但中证鹏元也关注到，武汉信用资产流动性较弱，其他应收款规模较大导致III级资产占比很高，未达到监管要求，未来面临较大的压降调整压力，且武汉信用的有息债务规模较大，存在一定偿债压力。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体信用等级为AA+，评级展望为负面。本期债券由武汉信用其提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了本期债券的信用水平。

## 十、结论

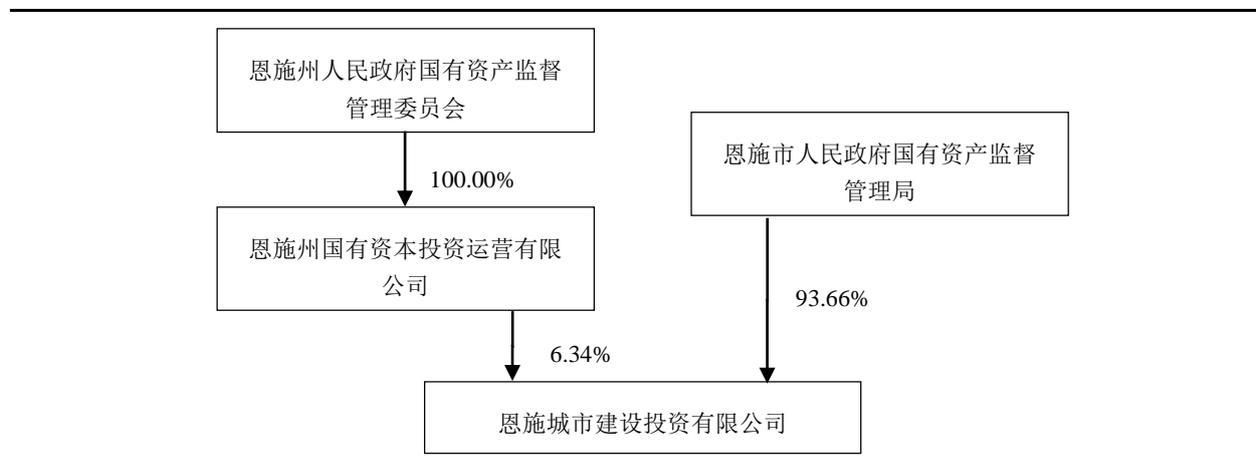
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券的信用等级为AA+。

## 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	10.81	10.30	18.12
存货	111.48	112.28	107.11
流动资产合计	145.14	141.61	138.90
投资性房地产	68.42	60.70	48.84
非流动资产合计	98.90	84.02	60.70
资产总计	244.05	225.63	199.61
短期借款	1.23	1.08	0.00
其他应付款（合计）	15.37	23.30	20.76
其他应付款	15.37	22.87	20.54
一年内到期的非流动负债	10.98	6.52	7.98
流动负债合计	38.58	44.47	39.52
长期借款	73.20	64.17	61.39
应付债券	14.48	11.86	5.74
长期应付款（合计）	14.17	5.57	2.18
长期应付款	9.43	2.72	0.29
非流动负债合计	103.07	82.54	69.99
负债合计	141.65	127.01	109.51
总债务	109.31	85.62	75.28
营业收入	17.09	17.57	11.92
所有者权益	102.40	98.62	90.10
营业利润	2.09	1.81	1.52
其他收益	-0.48	0.26	0.11
利润总额	2.09	1.86	1.52
经营活动产生的现金流量净额	-3.16	0.72	-17.64
投资活动产生的现金流量净额	-13.51	-12.84	-2.22
筹资活动产生的现金流量净额	17.15	2.79	-4.43
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	27.37%	29.90%	27.63%
收现比	0.41	0.57	1.03
资产负债率	58.04%	56.29%	54.86%
现金短期债务比	0.88	1.36	2.27
EBITDA（亿元）	3.37	3.02	2.62
EBITDA 利息保障倍数	0.71	0.72	0.68

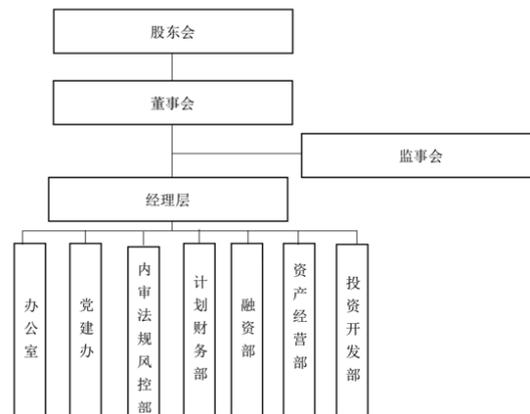
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
恩施市硒都国有资产经营有限责任公司	100,000.00	100.00%	国有资产经营管理活动、土地收储和土地整理业务
恩施市金城投资开发有限公司	105,270.00	100.00%	土地整理开发
恩施市旅游投资有限公司	103,370.00	100.00%	负责全市旅游资源的管理、经营和开发等
恩施民安建设投资有限公司	57,200.00	100.00%	土地整理与开发、基础设施开发投资。
恩施市自来水有限责任公司	2,109.01	100.00%	自来水生产、销售、自来水管安装、维修等
恩施市公共汽车公司	3,000.00	100.00%	市内公共汽车、车身、站牌广告等
恩施市硒泉供水有限公司	15,000.00	100.00%	供水经营；管道安装与维修；发展供水用户；经销给排水材料及设备、给排水工程建设与设计；
恩施市绿源城市污水处理有限责任公司	1,164.98	100.00%	城市污水处理
恩施市交通建设投资有限公司	20,000.00	100.00%	公路、市政道路、交通基础设施建设
恩施市孺子牛城市管理服务有限公司	4,000.00	100.00%	城市公共设施管理、维护；停车场服务；房屋、场地、场馆、广告位租赁服务
恩施市福达产业投资有限公司	40,050.00	100.00%	负责产业项目的土地整理业务，进行产业园区、农业产业化、

资料来源：公司提供、国家企业信用信息公示系统，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。