



2020年湖北省恩施城市建设投资有限公司 公司债券2023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。

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2023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

- 本次评级结果是考虑到：恩施城市建设投资有限公司（以下简称“恩施城投”或“公司”）实际控制人为恩施市人民政府，公司是恩施市重要的基础设施建设主体，恩施市经济稳步恢复，为公司提供了良好的外部发展环境，公司业务可持续性较好，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“20 恩施城投债/20 恩施债”（以下简称“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，近年来债务规模持续增长，预计公司持续的业务扩张将带来长期的资金需求及流动性缺口，且存在一定或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍将作为恩施市重要的基础设施建设主体，业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年06月02日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
总资产	289.48	244.05	225.63
所有者权益	122.03	102.40	98.62
总债务	126.90	109.31	85.62
资产负债率	57.84%	58.04%	56.29%
现金短期债务比	0.46	0.88	1.36
营业收入	18.82	17.09	17.57
其他收益	0.32	-0.48	0.26
利润总额	2.31	2.09	1.86
销售毛利率	22.62%	27.37%	29.90%
EBITDA	4.00	3.37	3.02
EBITDA 利息保障倍数	0.84	0.71	0.72
经营活动现金流净额	-9.74	-3.16	0.72

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **恩施市自然资源富集，区域经济持续增长，为公司发展提供了良好外部环境。**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。近年恩施市固定资产投资维持较高增速，区域经济保持较快增长。
- **公司城市基础设施建设业务可持续性较强。**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。公司区域竞争力很强，业务发展多元化，截至 2022 年底公司在建项目数量较多，代建项目储备丰富，业务持续性较好，待结算的工程成本规模较大，未来收入来源具有保障。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2022 年恩施市政府向公司注入土地使用权等资产共计 18.22 亿元，进一步增强公司资本实力。此外，2022 年公司获得政府给予的公交运营补贴、新车购置补贴等多项补贴共 0.32 亿元，有效提升了利润水平。
- **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

- **公司资产大量沉淀于项目成本，资产流动性较弱。**公司资产以存货、投资性房地产和其他应收款为主，截至 2022 年末上述资产合计占公司资产的 81.95%。公司基础设施建设项目和土地整理项目建设周期较长，即时变现能力较差，项目回款依赖于当地政府的统筹安排，具备一定不确定性，对营运资本形成一定程度占用。此外，截至 2022 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。
- **公司总债务规模持续增长，偿债压力与项目建设资金需求加大公司资金压力。**近年来随着公司建设项目不断推进，总债务规模持续上升，截至 2022 年末公司总债务达到 126.90 亿元，主要为长期债务，但同时随着短期债务增加，期末现金短期债务比降至较低水平。中证鹏元预计公司持续的项目建设仍将带来长期的资金需求，未来公司负债水平将进一步上升，公司面临较大资金压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额为 7.36 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”）担保余额达 2.85 亿元，和润建设已进入破产重整阶段，公司存在一定代偿风险。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是恩施市重要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，恩施市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与恩施市政府的联系非常紧密以及对恩施市政府非常重要。同时，中证鹏元认为恩施市政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	2022-06-29	蒋晗、陈晓薇	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2016-05-10	肖彬俊、刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA	2012-07-19	王贞姬、侯则伊	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
20 恩施城投债 /20 恩施债	9.50	7.60	2022-6-29	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。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2023年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为51.29万元。

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2022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，根据公司2023年4月发布的《恩施城市建设投资有限公司总经理、三分之一董事发生变动的公告》，公司原董事、总经理葛宏武同志不再担任公司董事、总经理的职务，公司新任董事、总经理为杨晓军同志，杨晓军同志曾任恩施市工商局副局长，此次人员变动为正常职位调整，公司已于2023年4月7日在恩施市市场监督管理局完成工商变更登记。跟踪期内，公司合并范围新增三家一级子公司，减少一家子公司，截至2022年末，公司合并报表范围内子公司18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）

子公司名称	持股比例	变化方向	注册资本	合并方式
恩施市城发贸易有限公司	100%	新增	10,000.00	设立
湖北恩施茶产业发展集团有限公司	100%	新增	5,000.00	设立
湖北浩铁建设工程有限公司	100%	新增	1,000.00	转让
恩施市交通建设投资有限公司	-	减少	20,000.00	划拨

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需

求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

（二）区域经济环境

恩施市系恩施州首府所在地，生态环境优越，硒矿等自然资源丰富，近年硒食品精深加工等特色产业发展较好，固定资产投资维持较高增速，区域经济保持较快增长，但整体经济体量较小、发展水平偏低，地方财力一般且债务压力上升

区位特征：恩施市系恩施州¹首府所在地，是全州政治、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3,971.58平方公里，下辖5个街道、13个乡镇、1个管理处，近年人口呈净流入，2021年末全市常住人口88.84万人，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，森林覆盖率达64.13%，拥有1个5A级景区、3个4A级景区，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。

经济发展水平：恩施市经济总量持续增长，其中固定资产投资维持较高增速，成为拉动经济增长的主引擎，但整体经济体量较小、发展水平偏低。恩施市地区生产总值自2021年首次突破400亿元以来，2022年继续保持稳步增长，三次产业结构比为10.2：41.2：48.6，第三产业在当地经济中仍占有重要地位，同时第二产业占比提升。2022年恩施市固定资产投资维持较高增速，以基础设施建设和房地产开发

¹ 全称为“恩施土家族苗族自治州”，系湖北省辖自治州。

投资为主，其中5000万元以上投资项目投资额完成81亿元、房地产开发投资额完成85亿元，2023年将重点推进总投近20亿元的恩施市城区污水处理能力提升工程、总投超10亿元的龙凤职业教育产业园等项目。受房地产市场低迷影响，2022年恩施市房地产销售端降温明显，当期房地产销售面积同比下降47%，建筑业总产值同比下降2.3%。同时受外部宏观环境影响，社会消费动能减弱，当期社会消费品零售总额虽保持增长但增速回落。近年来恩施市人均GDP规模稳步提升，占全国人均GDP的比重有所波动，整体经济发展水平偏低。

表2 恩施市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	456.60	3.5%	416.29	12.0%	356.99	-4.1%
固定资产投资（不含农户）	-	19.5%	-	23.5%	-	-16.5%
社会消费品零售总额	202.41	3.3%	195.94	19.6%	163.82	-27.2%
进出口总额（亿美元）	0.54	137.8%	0.23	41.2%	0.16	-6.4%
人均GDP（元）		5,1,395		46,858		45,557.00
人均GDP/全国人均GDP		59.97%		57.87%		63.10%

注：1、2020人均GDP按第七普全市常住人口计算；2021-2022年人均GDP按2021年末全市常住人口；2、“-”数据未公告。

资料来源：2020-2021年数据来自恩施市国民经济与社会发展统计公报，2022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，产业发展保持较快增长。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”等知名品牌，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。恩施市工业生产发展趋势较好，全市规模以上工业企业近百家，其中硒食品精深加工和生物医药两大产业的贡献较大，2022年全市实现工业总产值（不含烟厂和供电）88.6亿元，同比增长18.7%。

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，财政自给率较低，区域债务压力上升。2022 年恩施市一般公共预算收入基本与上年持平，当地主要纳税企业仍为烟草公司、电力公司、华新水泥（恩施）有限公司、以及本地房地产开发企业等，2022 年税收收入受留底退税等因素影响下降 5%；当期非税收入同比增长 20%，主要来源专项收入和国有资源（资产）有偿使用收入大幅增长带动。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，2022 年以土地出让收入为主的政府性基金收入保持增长且规模较为可观。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仍较弱。区域债务压力上升，新增债务主要为省转贷新增政府债券，截至 2022 年底政府债务余额为债务限额的 96.8%。

表3 恩施市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	18.83	18.34	14.19
税收收入占比	75.37%	79.50%	80.48%
财政自给率	29.12%	27.61%	15.59%
政府性基金收入	47.18	25.62	23.41
地方政府债务余额	137.42	109.51	100.31

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：2020年、2021年财政预决算报告、2022年财政执行情况、恩施市统计局，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022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。

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，主要承接恩施市区域内城市建设工程投资、土地整理和自来水供应等业务，公司区域竞争力很强，业务发展多元化，项目储备丰富，2022年公司整体收入规模同比增长10.12%，毛利率有所下滑，整体来看，公司业务持续性较好，未来收入来源具有保障性

公司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，业务发展多元化，收入结构较为稳定，其中，城市建设工程投资、土地整理业务收入系公司核心收入来源，自来水供应及城市供水安装等业务形成有力补充。2022年公司收入增长10.12%，其中城市建设工程投资业务结算收入较多对公司收入增长贡献较大，土地整理业务收入受土地市场及国家政策的影响持续下滑。毛利率方面，2022年公司毛利率有所下滑，主要系土地整理业务毛利较高，其收入下滑对公司综合毛利率影响较大。整体来看，公司整体业务持续性较好，未来收入来源具有保障性。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
城市建设工程投资	13.78	73%	13%	11.36	66%	13%
土地整理	1.18	6%	100%	1.95	11%	100%
自来水供应	1.13	6%	28%	1.10	6%	39%
城市供水安装	0.90	5%	37%	1.11	7%	35%
房屋出租	0.49	3%	75%	0.55	3%	80%
建筑材料销售	0.40	2%	19%	0.40	2%	10%
公共交通	0.38	2%	-47%	0.42	2%	-47%
其他业务	0.56	3%	63%	0.20	1%	64%
合计	18.82	100%	23%	17.09	100%	27%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

（一）城市建设工程投资业务

公司的城市建设工程投资业务以代建模式的基础设施建设项目为主，另有部分自建自营项目。代建项目储备丰富，业务持续性较好，但代建和自营项目工程期均较长，占用大量营运资本，尚需投资规模较大，带来较大的资金压力

公司本部及子公司恩施市福达产业投资有限公司（以下简称“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，公司本部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，由公司本部及福达产投自行筹措资金进行项目建设，代建项目投入计入存货，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%，由恩施市财政局负责支付工程建设资金。

公司工程建设业务可持续性较好，但存在较大投资资金压力。根据公司2022年同恩施市政府签订《恩施市基础设施建设项目委托代建协议之补充协议》，2022年公司城市建设工程投资收入为13.78亿元，收入增长21.30%，毛利率较为稳定；截至2022年末，公司主要在建的代建项目预计总投资52.86亿元，累计已投资22.74亿元，存货待结转规模为110.36亿元。随着公司代建项目陆续完工、以及结转确认收入，工程建设业务收入较有保障。但代建项目尚需投资规模较大，带来较大资金压力。

表5 2021-2022 年公司主要城市建设工程投资业务收入明细（单位：万元）

年份	项目	确认收入（含税）	确认成本
2022年	征地拆迁项目	45,452.67	39,370.00
	清江流域综合治理项目	19,351.91	16,762.16
	柑子槽安置小区建设项目	18,257.26	15,814.00
	板桥小区建设项目	11,207.66	9,709.80

	白庙桥棚改项目	10,694.68	9,263.48
	麻场安置小区 BT 项目	9,499.16	8,227.94
	其他项目	23,836.24	20,646.37
	合计	138,299.58	119,793.75
2021 年	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
	其他项目	34,180.28	29,684.08
	合计	113,806.85	98,654.69

注：表中的工程建设收入为含税收入，与表 4 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

表6 截至 2022 年末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	预计尚需投资	是否签署代建协议
高旗大道道路工程建设项目	14.76	3.82	10.94	是
金龙大道西段建设项目	10.50	3.40	7.10	是
中港城金龙大道南段龙洞河南路马鞍山道路工程	8.55	6.29	2.26	是
清江流域综合治理项目	7.30	4.30	3.00	是
松树坪建设项目	11.75	4.93	6.82	-
合计	52.86	22.74	30.12	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自营项目投资规模较大，带来较大资金压力，同时未来收益能否达到预期水平存在不确定性。截至2022年末，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19.00亿元。其中，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募投项目，未来收入来源于工业厂房的租售、科研办公楼和员工宿舍的出租；恩施市金子坝麻场片区安置房项目和恩施市舞阳坝片区（贺家榜地块）农民集中安置房建设项目均为“22恩施城投债”募投项目，拟通过安置房销售、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。此外，公司拟建项目主要为恩施市城区污水处理能力提升工程，预计总投资20.33亿元。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。

表7 截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	预计尚需投资	相关债项
白杨坪生态产业园标准厂房及配套设施建设项目	10.29	12.35	-	本期债券募投项目

恩施市金子坝麻场片区安置房项目	4.90	3.32	1.58	“22 恩施城投债”募 投资项目
恩施市舞阳坝片区（贺家榜地块）农民集中安置房建设项目	6.78	3.33	3.45	“22 恩施城投债”募 投资项目
合计	21.97	19.00	5.03	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）土地整理业务

公司承担了大量恩施市市区和农村的土地整理业务，该业务毛利较高，近年来受宏观环境及土地市场低迷影响，公司土地整理业务收入持续下降，未来土地整理业务收入受土地市场及国家政策的影响存在一定不确定性

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、道路等基础配套设施，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，公司将管理费同步确认为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，存在一定的不确定性。近年来公司土地整理收入受宏观环境走弱，房地产行业低迷影响持续下降，需关注未来土地市场调整情况。公司预计2023年整理土地500亩左右，该业务未来可持续性较好。

（三）自来水供应业务

公司为恩施市城区及乡镇的居民、企业等提供自来水供应及城市供水安装服务，该业务具备垄断优势，业务收入呈上升趋势，整体毛利率较高

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，系恩施市内唯一的自来水供应及城市供水安装公司，具备区域垄断优势。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。

近年公司供水管网长度不断增加，供水能力不断增强，自来水供应收入呈上升趋势，其中2022年该业务收入规模较上年提升2.73%。2022年城市供水安装收入规模有所下降，主要系受管网安装周期性需求的影响。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8 公司供水业务情况

项目名称	2022年	2021年
设计供水能力（万吨/日）	32	22
实际售水量（万吨/年）	3,818	4,382
自来水供应收入（万元）	11,307.71	10,982.78
城市供水安装收入（万元）	8,961.12	11,118.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他业务

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，其中公共交通业务公益属性强，利润贡献度较差。房屋出租业务收入有所下降，毛利率较高，在一定程度上提升了公司的盈利水平

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2022年末，公汽公司营运线路达35条，在营公交车辆256标台，线路总长达550公里，公交行驶里程1,110.77万公里，日均客流量约5.60万人次/日。受公共出行需求波动等因素影响，2022年公共交通业务收入进一步降低。

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。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。2022年公司房屋出租业务收入规模有所下降，但毛利率较高，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，资本实力和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大力支持。2022年根据《恩施市人民政府国有资产监督管理局关于恩施城市建设投资有限公司资产划转的批复》等文件，恩施市政府向公司注入土地使用权等资产共计18.22亿元，进一步增强公司资本实力。此外，2022年公司获得政府给予的公交运营补贴、新车购置补贴等多项补贴合计0.32亿元，计入其他收益，提升了公司利润水平。

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恩施城市建设投资有限公司2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司合并范围内的

子公司无变化，2022年公司合并范围新增三家一级子公司，减少一家子公司（明细见附录四）。

资本实力与资产质量

公司资产规模逐年提升，2022年政府向公司注入大量土地使用权及房产，进一步提升公司资本实力。公司资产主要由项目开发成本、投资性房地产和其他应收款构成，整体流动性较弱，存在一定程度的资产受限，后续需关注未来市场公允价值的变动对投资性房地产价值及公司利润水平带来的影响

公司所有者权益规模稳定增长，公司资本公积主要由政府资产构成，截至2022年末公司产权比率为137%，所有者权益对负债的覆盖程度较弱。从权益结构来看，所有者权益主要为恩施市政府对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积。

图 2 公司资本结构

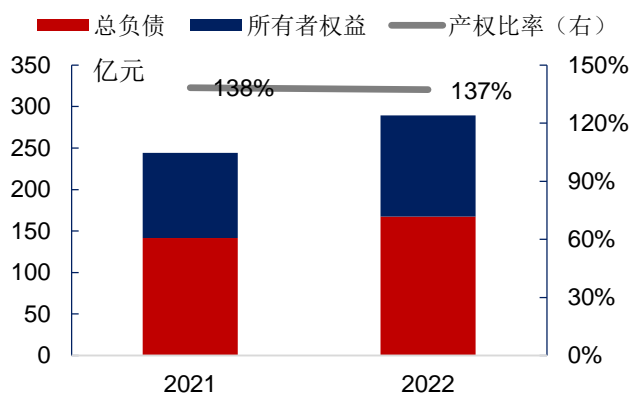
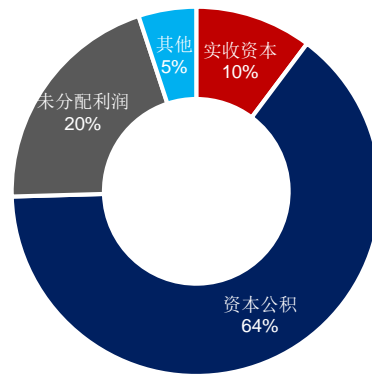


图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产整体流动性较弱，且存在一定资产受限情况。公司资产规模近年稳定提升，2022年公司资产增长18.62%。公司资产主要以存货（安置房、土地整理和代建项目成本）、投资性房地产、其他应收款项、在建工程和货币资金构成，2022年末上述资产合计占公司资产的90.50%。截至2022年末，受限资产规模44.05亿元，占同期末资产的15.22%，主要系投资性房地产，具体包括土地使用权和房产。

公司存货规模较大且近年规模较为稳定，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。2022年公司投资性房地产规模较上年大幅增长36.14%，主要系政府注入大量土地使用权及房产所致。截至2022年末，投资性房地产中土地使用权的面积为272.24万平方米，价值为52.47亿元，土地性质为出让和划拨为主，用途包括工业用地、商服住宅用地、综合用地等，有31.97亿元的土地用于抵押，且土地资产中有0.20亿元土地尚未办理权证。投资性房地产中廉租房、公租房等房产面积合计87.50万平方米，账面价值为40.68亿元，主

要通过出租取得收入，其中有12.08亿元房产用于抵押，3.37亿元房产尚未办理相关权证。公司投资性房地产资产规模较大，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的影响。此外，截至2022年末公司无形资产科目亦有少量的土地，账面价值合计1.25亿元，主要系工业用地和生产用地，其中有0.40亿元的政府划拨地未办妥权证。

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。截至2022年末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0.62亿元的坏账准备，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2年以内，回收时间不确定，对营运资金形成了一定占用。公司在建工程为产业园运营、公交、供水和污水处理业务所需的设施设备或建筑物，2022年末公司在建工程余额较2021年末增长30.23%，主要系公司白杨坪产业园增减建设投入所致。公司货币资金主要由银行存款构成。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	金额
货币资金	8.76	3.02%	10.81	4.43%
其他应收款（合计）	33.71	11.65%	19.65	8.05%
存货	110.36	38.12%	111.48	45.68%
流动资产合计	157.01	54.24%	145.14	59.47%
投资性房地产	93.15	32.18%	68.42	28.04%
在建工程	16.01	5.53%	12.30	5.04%
非流动资产合计	132.47	45.76%	98.90	40.53%
资产总计	289.48	100.00%	244.05	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入结构较为稳定且多元化，2022年公司收入增长10.12%，销售毛利率整体有所下降，政府补助对公司利润形成一定补充。公司目前在建项目充足，未来收入较有保障

公司收入主要来源于城市建设工程投资、土地整理、自来水供应及城市供水安装等业务，收入结构较为稳定且多元化，2022年公司收入规模增长10.12%，主要系公司承接的城市建设工程投资业务当期收入增长较多。毛利率方面，2022年公司销售毛利率整体有所下降，主要系公司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。截至2022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。

其他收益主要系政府补助，2022年公司收到当地政府给予的补助0.32亿元，占当期利润总额比例为13.85%，政府补助对公司利润形成一定补充。2022年公司其他收益大幅提升主要系当期政府给予公司工

程补助0.15亿元，同时2021年公司其他收益较低主要是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。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	18.82	17.09
营业利润	2.35	2.09
其他收益	0.32	-0.48
利润总额	2.31	2.09
销售毛利率	22.62%	27.37%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

近年来公司债务规模持续提升，以长期债务为主。公司项目建设沉淀大量营运资本，经营活动现金流表现较差，货币资金对短期债务覆盖程度减弱，预计中短期内公司债务规模将持续增长，整体偿债压力较大

随着项目建设持续投入和债务滚续，近年公司对外融资规模扩张较快，截至2022年末，公司总债务达到126.90亿元，占总负债的76%，2022年公司总债务同比增长16.09%，规模大幅提升。总债务以长期债务为主，截至2022年末长期债务占总债务比为85.07%。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资，其中，银行借款主要包括质押借款和抵押借款，期限多在5年以上，授信方主要有中国农业发展银行等，借款利率主要分布在4%-8%；债券融资发债利率集中在3.84%-5.50%；公司非标融资占比增长较快，公司2022年末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16.75亿元，期限集中在3-5年，融资成本偏高。截至2022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7.98亿元、一年内到期的应付债券3.08亿元、一年内到期的长期应付款6.07亿元和应计利息0.65亿元。

2022年末，公司应付账款主要为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、恩施市硒都产业园区管理委员会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。

表11 截至 2022 年末公司债务品种结构及到期分布情况（单位：亿元）

指标名称	融资成本区间/平均融资成本	融资余额	1年内到期	1-2年到期	2年以后到期
银行借款	1.2%-7.8%	86.92	9.15	4.58	73.19
债券融资	3.84%-5.50%	22.58	3.08	1.90	17.60

非标融资	-	16.75	6.07	3.09	7.59
合计	-	126.25	18.30	9.57	98.38

注：上表中的债务未包含应付利息，非标融资1-2年到期金额统计口径为借款终止日期。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.17	0.70%	1.23	0.87%
应付账款	9.83	5.87%	9.95	7.02%
其他应付款（合计）	12.41	7.41%	15.37	10.85%
一年内到期的非流动负债	17.78	10.62%	10.98	7.75%
流动负债合计	42.36	25.30%	38.58	27.24%
长期借款	77.77	46.45%	73.20	51.67%
应付债券	19.50	11.65%	14.48	10.22%
长期应付款（合计）	26.38	15.75%	14.17	10.01%
非流动负债合计	125.09	74.70%	103.07	72.76%
负债合计	167.45	100.00%	141.65	100.00%
总债务	126.90	75.78%	109.31	77.17%
其中：短期债务	18.95	11.32%	12.21	8.62%
长期债务	107.95	64.46%	97.10	68.55%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

受益于恩施市政府资产注入支持，2022年公司资本实力进一步提升，资产负债率略有下降但仍处于较高水平。2022年末公司现金短期债务比为0.46，货币资金对短期债务覆盖程度持续减弱，主要系公司一年内到期债务规模增长较多。2022年公司经营情况有所好转，EBITDA利息保障倍数提升至0.84，但EBITDA对有息债务本金及利息的覆盖倍数仍偏低。公司长期债务保持较大规模，但同期可动用现金类资产相对不足，近年公司经营性现金流持续表现为净流出，2022年公司经营活动产生的现金流量净额缺口进一步扩大。同时公司整体资产流动性不佳，即期债务偿付压力较大。

公司债务规模较大，随着债务到期，整体偿债压力较大。公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司经营活动现金流表现较差，难以覆盖高额项目建设支出及未来投资计划，预计中短期内公司债务规模将持续上升，需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	57.84%	58.04%
现金短期债务比	0.46	0.88
EBITDA利息保障倍数	0.84	0.71

注：2021年末、2022年末公司扣除未办妥权证的房产和土地使用权资产重新计算的资产负债率为58.99%和58.65%。
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境及社会方面，根据《恩施城市建设投资有限公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染、废弃物排放、违规经营、违反政策法规等问题受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，公司根据《中华人民共和国公司法》和有关法律法规的规定制定了《公司章程》，并按照现代企业制度建立了公司的法人治理结构和内部控制制度。公司董事会成员设3人，由恩施市人民政府委派或委托委派2人与公司职工代表1人组成，董事任期三年，任期届满可连选连任。董事会设董事长1人，由恩施市人民政府委任，董事会会议每年至少召开一次。公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1人、副总经理2人，由董事会聘任或解聘。公司监事会由恩施市人民政府委派1人及公司职工代表4人组成。公司下设办公室、融资部、计划财务部、资产经营部、投资开发部、内审法规风控部等6个主要职能部门，组织架构图如附录三所示。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2023年4月20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。公司本部相关还款责任信息中包含0.59亿元关注类余额（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2022年末，公司对外担保余额为7.36亿元，占2022年末净资产的6.03%；其中，未设置反担保措施的担保余额为4.51亿元；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，依据恩施州中院裁定的破产重整计划，该笔担保债务展期，还款来源为和润城项目商铺销售收入，若未来和润城项目销售进展不及预期，公司对需关注该笔担保或存在代偿风险。

表14 截至 2022 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	3.47	2031/6/21	否
和润建设	2.85	2024/12/30	是
北京新谦城投资控股有限公司	0.80	2023/3/25	否
恩施市御景源商贸有限公司	0.24	2024/12/24	否
合计	7.36	-	-

注：截至 2022 年末，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、外部特殊支持分析

公司是恩施市政府下属重要企业，恩施市国资局直接持有公司93.66%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，恩施市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与恩施市政府的联系非常紧密。恩施市政府接近全资持有公司股权；政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权；公司业务基本来源于政府及其相关单位；公司近5年内受到政府支持（一般性支持或特殊支持）的次数多且支持力度较大；展望未来，认为公司与政府的联系将比较稳定。

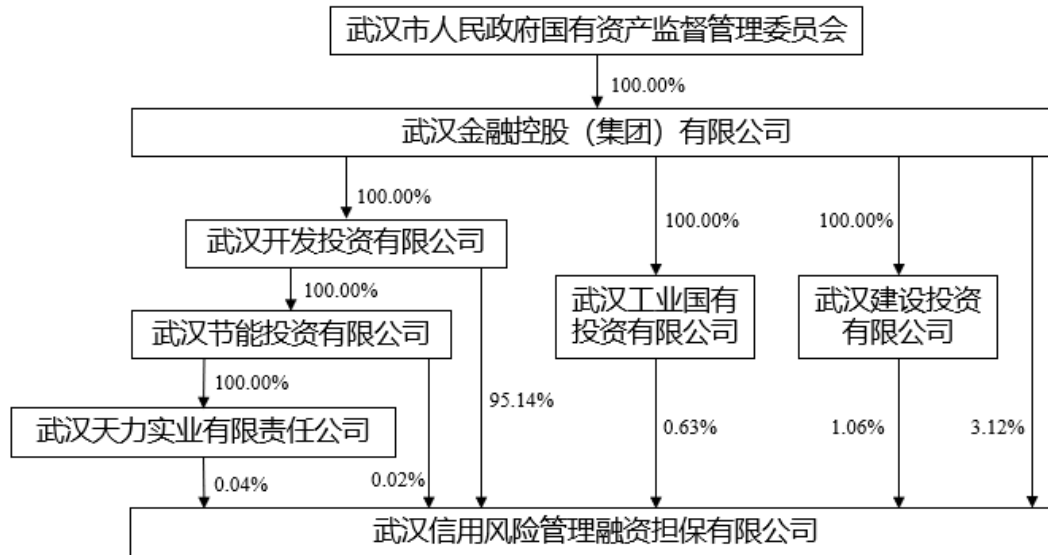
（2）公司对恩施市政府非常重要。公司是恩施市重要的基础设施建设主体，近年在基础设施建设方面、税收、就业等方面对政府的贡献很大；政府需要付出一定的努力和成本才可以取代公司；公司已发债，违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

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 4 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15 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%
合计	8.30	100.00%	25.23	100.00%	27.93	100.00%

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16 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
当时代偿率	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17 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

恩施市系恩施州政治、经济、文化中心和交通枢纽，近年固定资产投资维持较高增速，区域经济保持较快增长。公司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。近年公司收入规模呈波动提升态势，整体债务压力较大，且存在一定或有负债风险，但考虑到公司在片区内承担的建设任务较多，业务持续性较好，未来收入较有保障，作为恩施市人民政府直接控股公司及恩施市唯一发债平台公司，近年来公司持续获得当地政府资产注入和补贴等外部支持，预计未来公司仍能获得较大力度政府支持，整体来看，公司抗风险能力尚可。

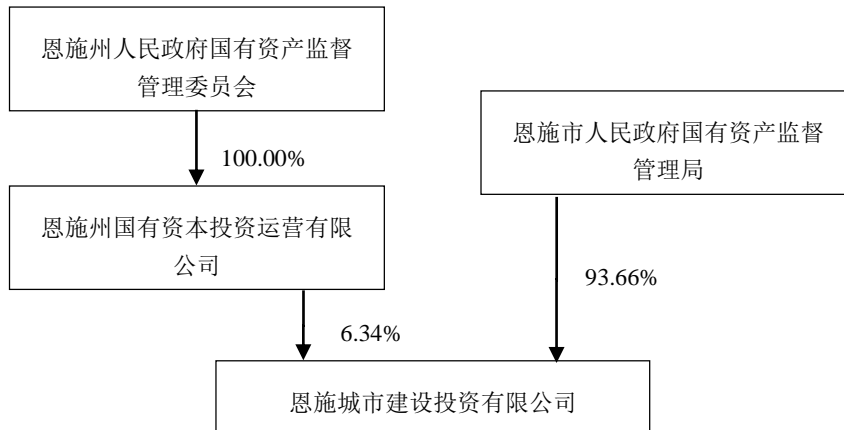
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20恩施城投债/20恩施债”的信用等级为AA+。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	8.76	10.81	10.30
其他应收款（合计）	33.71	19.65	15.97
存货	110.36	111.48	112.28
流动资产合计	157.01	145.14	141.61
投资性房地产	93.15	68.42	60.70
在建工程	16.01	12.30	12.10
非流动资产合计	132.47	98.90	84.02
资产总计	289.48	244.05	225.63
短期借款	1.17	1.23	1.08
其他应付款（合计）	12.41	15.37	23.30
一年内到期的非流动负债	17.78	10.98	6.52
流动负债合计	42.36	38.58	44.47
长期借款	77.77	73.20	64.17
应付债券	19.50	14.48	11.86
长期应付款（合计）	26.38	14.17	5.57
非流动负债合计	125.09	103.07	82.54
负债合计	167.45	141.65	127.01
总债务	126.90	109.31	85.62
所有者权益	122.03	102.40	98.62
营业收入	18.82	17.09	17.57
营业利润	2.35	2.09	1.81
其他收益	0.32	-0.48	0.26
利润总额	2.31	2.09	1.86
经营活动产生的现金流量净额	-9.74	-3.16	0.72
投资活动产生的现金流量净额	-13.02	-13.51	-12.84
筹资活动产生的现金流量净额	20.74	17.15	2.79
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	22.62%	27.37%	29.90%
资产负债率	57.84%	58.04%	56.29%
现金短期债务比	0.46	0.88	1.36
EBITDA（亿元）	4.00	3.37	3.02
EBITDA 利息保障倍数	0.84	0.71	0.72

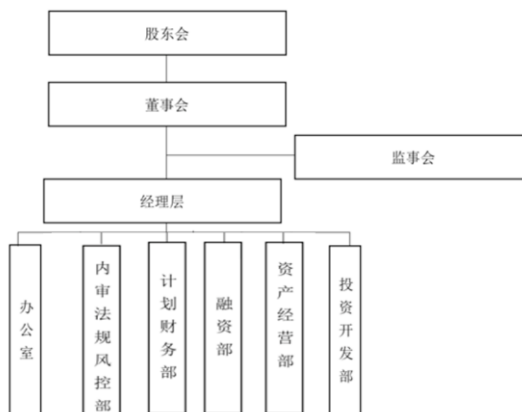
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



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 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年 12 月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
恩施市硒都国有资产经营有限责任公司	100,000.00	100	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	土地整理开发
恩施市旅游投资有限公司	103,370.00	100	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	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	35,945.41	100	自来水生产、销售、自来水管安装、维修等
恩施市公共汽车有限责任公司	3,000.00	100	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	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
恩施市绿源城市污水处理有限责任公司	1,164.98	100	城市污水处理
恩施市孺子牛城市管理服务有限公司	20,000.00	100	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
恩施市花沐兰园林绿化有限公司	1,500.00	100	园林绿化施工
恩施市福牛物业有限公司	200.00	100	物业管理、停车场服务
恩施市福达产业投资有限公司	40,050.00	100	负责产业项目的土地整理业务，进行产业园区、农业产业化、
恩施市福辰建材有限公司	1,000.00	100	建筑材料生产、加工
恩施市天星物业管理有限公司	500.00	100	物业管理、停车场服务
恩施施州古城旅游开发有限公司	10,000.00	51	旅游业务、餐饮住宿
恩施市城发贸易有限公司	10,000.00	100	建筑材料销售、食品销售
湖北恩施茶产业发展集团有限公司	5,000.00	100	农作物生产经营
湖北浩铁建设工程有限公司	1,000.00	100	房屋建筑

资料来源：公司 2022 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。