



# 2021年当阳市鑫源投资开发有限责任公司 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：

# 2021年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券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
21 当阳债	AA+	AA+

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位，交通便利，经济和工业发展较好。公司实际控制人是当阳市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“当阳市国资局”），当阳市鑫源投资开发有限责任公司（以下简称“当阳鑫源”或“公司”）系当阳市重要的基础设施建设主体之一，平台地位较高，收入持续性较好，且继续获得外部较大支持，且保证担保仍能提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资金大量沉淀于应收款项、项目投入、房屋和土地等弱流动性资产，在建项目较多带来较大资金压力，自营项目未来收益存在不确定性，且存在一定的债务压力和或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。预计公司未来平台地位仍较高，作为当阳市重要的基础设施建设主体之一，收入持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023年6月27日

## 联系方式

项目负责人：刘惠琼  
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：曾繁泳  
zengfy@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	2021	2020
总资产	122.29	128.89	122.13
所有者权益	83.12	91.18	89.43
总债务	21.81	23.48	18.59
资产负债率	32.03%	29.25%	26.77%
现金短期债务比	0.18	0.79	1.09
营业收入	6.01	3.41	3.00
其他收益	1.05	0.99	1.00
利润总额	2.31	2.06	2.43
销售毛利率	31.21%	48.79%	52.31%
EBITDA	2.63	2.31	2.44
EBITDA 利息保障倍数	1.93	2.68	2.94
经营活动现金流净额	1.11	-0.43	-1.86

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位，工业发展势头较好，经济实力持续增强。**当阳市西接宜昌，东临荆门，南联荆州，区位优势明显，交通便利、物产丰富，拥有建材、能源化工、食品、纺织四大主导产业以及葛洲坝水泥、华强化工、新阳特纤等龙头企业，经济总量在宜昌市下辖区县中位于上游，2022 年投资保持较快增长，带动经济实力稳步提升。
- **公司平台重要性较高，收入持续性仍较好。**公司实际控制人是当阳市国资局，公司是当阳市重要的基础设施建设和投融资主体之一，平台地位较高，2022 年公司工程代建业务收入大幅增长，且尚有较大规模的待结算成本，租赁业务可提供稳定的收入和利润补充。
- **公司继续获得外部的较大力度支持。**2022 年公司继续收到当阳市政府拨付的运营资金补贴，计入其他收益，占公司当期利润总额比重约为 45%，有效提升了公司当期利润水平。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）的主体信用等级为 AA+，其分别提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升“21 当阳债”的信用水平。

## 关注

- **公司资金仍大量沉淀于应收款项、项目投入成本等资产，整体资产流动性较弱。**截至 2022 年末，公司应收款项、存货、投资性房地产占公司总资产比重合计约为 96%，其中应收款项和项目投入占用资金较多，回款时间存在不确定性，房屋资产短期变现难度大。且公司存在一定规模受限资产，对公司财务弹性亦有所影响。
- **公司存量在建项目以自营项目为主，面临较大的建设资金压力，且未来收益存在不确定性。**公司在建项目规模较大，且项目建设和结算周期较长，存在回款滞后；同时公司在建项目中采用自营模式较多，未来收益存在不达预期的风险。
- **公司经营现金流难以覆盖项目投资需求，未来仍需通过外部融资满足，随着债务到期，将面临一定的债务压力。**公司经营净现金流规模较小，难以满足项目投资需求，预计未来仍需通过外部融资满足。同时，2022 年公司现金短期债务比将至较低水平，总债务规模较大，随着债务逐步到期，将面临一定债务接续压力。
- **公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保规模金额合计 34.88 亿元，占当期期末净资产的比重约为 42%，被担保方均为控股股东当阳市建设投资控股集团有限公司（以下简称“当阳建投”）的下属子公司，均未设置反担保措施。

## 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	5/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
2					

不良信用记录	0
补充调整	0
<b>个体信用状况</b>	<b>a</b>
外部特殊支持	3
<b>主体信用等级</b>	<b>AA</b>

### 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，偿还债务的能力较强，较不易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

### 外部特殊支持

- 公司是当阳市重要的基础设施建设投融资主体之一。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，当阳市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与当阳市政府的联系非常紧密，以及对当阳市政府非常重要。同时，中证鹏元认为当阳市政府提供支持的能力较强，主要体现在较强的经济实力、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	AA+/21 当阳债	2022-6-28	刘惠琼、蒋晗	<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/14 当阳债	2015-8-26	王一峰、林心平	<a href="#">城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA/14 当阳债	2014-5-16	雷巧庭、林心平	<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
21 当阳债	3.00	3.00	2022-6-28	2026-1-26

## 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

“21当阳债”的募集资金使用情况如下。

表1 债券募集资金使用情况（单位：万元）

债券名称	发行时间	发行规模	期限	募集资金用途	募集资金专户余额	募集资金专户余额查询日期
21 当阳债	2021/1/26	3.00	5 年	置换因偿还“14 当阳债”和“16 当阳债”2020 年度本息所产生的负债	0.58	2023/6/16

资料来源：Wind及公司提供，中证鹏元整理

## 三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东、实际控制人、注册资本和实收资本均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍均为51,182.17万元，控股股东当阳建投持有公司100%股权，实际控制人为当阳市国资局。

截至2022年末，公司仍系当阳市重要的基础设施建设投融资主体之一，同时兼顾部分国有资产运营职能。2022年控股股东当阳建投将公司原持有的漳河故道砂石资源开发权无偿划转至当阳建投全资子公司当阳市建投资产经营有限公司（以下简称“建投资产公司”），减少公司资本公积10.05亿元，自此公司将不再拓展砂石销售业务。截至2022年末，公司仍无纳入合并报表范围子公司。

## 四、运营环境

### 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。

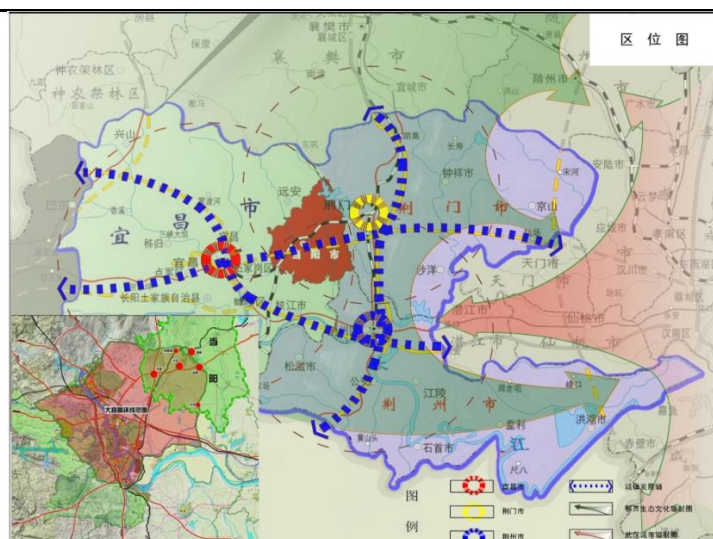
2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度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

### 区域经济环境

当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位，交通便利，物产丰富，拥有建材、能源化工、食品、纺织四大主导产业，2022 年投资保持较快增长，带动经济实力稳步提升，但地区财政自给能力仍较弱

**区位特征：**当阳市区位优势明显，交通便利，物产丰富。当阳市为宜昌市下辖县级市，地处鄂西山地向江汉平原过渡地带，行政区域面积 21.59 平方公里。当阳市已形成水陆空并存的综合交通体系，境内沮漳河航道 40 公里、离长江宜昌港和枝江港仅 45 公里，G42 沪蓉高速、G59 呼北高速、焦柳铁路在当阳交汇，宜昌三峡国际机场距城区仅 50 公里。当阳市是湖北省历史文化名城，境内有佛教圣地天台宗祖庭玉泉寺，为国家 4A 级景区。当阳市耕地面积及粮食产量均占宜昌市的三分之一，是“全国粮食生产先进县市”、“中国椪柑产业龙头县市”、“全国生猪调出大县”。截至 2022 年末，当阳市常住人口 41.85 万人，较 2020 年第七次人口普查结果下降 2.78%。

图 1 当阳市区位图



资料来源：当阳市城乡总体规划（2011-2030）



**经济发展水平：**当阳市经济总量在宜昌市下辖区县中位于上游水平，2022年投资保持较高增速，拉动地区经济持续增长。2022年当阳市地区生产总值同比增长6.5%，经济总量和人均GDP在宜昌市各县中排名靠前，经济发展水平较高，人均GDP为全国人均GDP的1.75倍，且2022年当阳市首次上榜中国县级市基本现代化指数百强，居100位。当阳市二、三产业较为均衡，2022年三次产业结构为19.1:39.3:41.7。投资是拉动当阳市经济持续增长的主要动力，2022年全市固定资产投资额同比增长12.1%。此外，在全国房地产市场行情低迷、当阳市房地产开发投资减少的背景下，2022年当阳市房地产销售仍保持高增速，商品房销售面积和销售额分别比上年增长11.1%、12.4%。

**表2 2022年宜昌市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算 收入	政府性基金 收入
宜都市	900.3	7.6%	251,489	22.52	17.06
枝江市	814.9	7.8%	190,442	21.01	8.57
<b>当阳市</b>	<b>628.6</b>	<b>6.5%</b>	<b>150,196</b>	<b>14.58</b>	<b>15.47</b>
西陵区	520.8	5.2%	97,567	10.56	0.39
伍家岗区	410.1	5.2%	121,539	15.23	0.31
远安县	221.1	5.5%	118,680	10.10	1.58
长阳土族自治县	195.5	4.5%	52,003	6.18	3.39
五峰土族自治县	110.0	5.5%	68,136	3.09	2.14

注：人均GDP以各区县年末常住人口测算。

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 当阳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）	628.57	6.5%	571.3	15.5%	493.35	-5.9%
固定资产投资	-	12.1%	-	20.0%	-	12.5%
社会消费品零售总额	192.85	3.9%	185.70	28.7%	144.33	-14.4%
进出口总额	13.41	75.3%	7.65	150.3%	3.06	8.7%
人均 GDP（元）		150,196		136,450		106,325
人均 GDP/全国人均 GDP		175.26%		167.69%		148.03%

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：2020-2022年当阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**当阳市着力发展建材、能源化工、食品、纺织四大主导产业，工业发展势头较好。当阳市形成以葛洲坝水泥、三峡新材（600293.SH）、中材节能（603126.SH）、凯旋陶瓷、豪山建材为龙头的新型建材产业，以华强化工、史丹利（002588.SZ）等企业为龙头的能源化工产业，以蒙牛乳业（2319.HK）、澳利龙食品等企业为龙头的食品加工产业，以新阳特纤（836228.NQ）、宏尚服饰等企业为龙头的纺织服装产业四大支柱产业，为中部最大玻璃生产基地、湖北省重要化肥生产基地，建筑陶瓷产能占全省60%以上。当阳市着力培育绿色建材1个千亿级产业集群与先进装备制造、文旅康养2个五

百亿级产业集群，2022年德毅化工8万吨氨基磺酸、锦屏新材料Low-E玻璃等16个强链延链补链项目实现当年开工、当年投产，水发能源新能源基地等68个产业项目加快建设，一批新的经济增长点正在形成。2022年当阳市规模以上工业增加值同比增长12.0%。

**发展规划及机遇：**湖北“一主引领、两翼驱动、全域协同”战略布局，将助推“宜荆荆恩”城市群发展在“十四五”时期实现突破，这将为处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位的当阳带来历史性机遇，当阳市将实施工业强市、乡村振兴、三产兴城、绿色发展战略，强化绿色建材、现代化工、绿色食品、先进装备制造、新材料新能源、文旅康养等六大重点产业支撑。

**财政及债务水平：**2022年当阳市一般公共预算收入相对稳定，但财政自给能力仍较弱。2022年当阳市实现一般公共预算收入14.58亿元，同比增长3.8%；近年税收收入水平尚可，但税收收入占一般公共预算收入的比重持续下降。2022年当阳市财政自给率为33.25%，财政自给能力仍较弱。2022年当阳市政府性基金收入同比增长41.02%，主要系土地出让增加所致，其中工业用地出让较多。当阳市地方政府债务余额呈现逐年增长的趋势，2022年末当阳市地方政府债务限额为61.40亿元。

**表4 当阳市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	14.58	14.05	8.24
税收收入占比	73.63%	78.06%	81.37%
财政自给率	33.25%	38.47%	16.53%
政府性基金收入	15.47	10.97	16.91
地方政府债务余额	57.57	43.45	39.60

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：关于当阳市2020年及2021年市级决算草案的报告、关于当阳市2022年预算执行情况和2023年预算草案的报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**当阳市投融资平台职能定位各有侧重。截至2022年末，当阳市有当阳市国有资本经营投资控股集团有限公司和当阳市建设投资控股集团有限公司两大一级投融资平台，前者业务侧重于国有资本的投资运营，后者则主要承担基建项目建设等职能。

**表5 截至2022年末当阳市重要投融资主体情况（单位：亿元）**

名称	平台层级	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
当阳市建设投资控股集团有限公司	一级	152.27	42.38%	16.01	90.24	当阳市主要的基础设施建设、安置房建设、及公用事业服务主体
当阳市国有资本经营投资控股集团有限公司	一级	-	-	-	-	当阳市主要的国有资本的投资运营主体
当阳市鑫源投资开发有限公司	二级	83.12	32.03%	6.01	21.81	当阳市重要的基础设施项目建设、安置房建设和国有资产运营主体

当阳市鑫泉产业开发有限公司	二级	-	-	-	当阳市重要的基础设施建设、供水、公路建设运营、保障性住房建设主体
---------------	----	---	---	---	----------------------------------

注：“-”表示未获取数据。

资料来源：公开资料及中证鹏元数据库，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司系当阳市重要的基础设施建设和安置房建设主体之一，2022年工程代建业务收入持续增长，期末仍有较大规模的待结算工程代建成本，未来收入来源有一定支撑；租赁业务稳定；安置房销售仍有一定的可售房源，但销售进度偏慢

公司承担当阳市范围内基础设施项目建设及国有资产运营等职责，营业收入主要来源于工程代建、房屋租赁及房屋销售。2022年公司营业收入大幅增长，主要系当期结算工程代建项目较多，叠加雄风安置房当期销售并确认收入所致，而租赁业务收入稳定。毛利率方面，公司整体销售毛利率有所下滑，主要系工程代建业务受结算管理费加成比例浮动影响有所下滑所致，租赁和房屋销售业务毛利率较稳定，且租赁业务毛利率仍较高。

表6 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
工程代建	2.79	46.48%	7.91%	1.25	36.71%	11.62%
租赁业务	1.45	24.06%	100.00%	1.44	42.22%	100.00%
房屋销售	1.76	29.24%	11.66%	0.71	20.82%	9.88%
其他	0.01	0.23%	29.66%	0.01	0.25%	97.95%
合计	6.01	100.00%	31.21%	3.41	100.00%	48.79%

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）工程代建业务

公司系当阳市重要基础设施建设投融资平台之一，平台地位较为重要，2022年公司工程代建业务结算项目较多，收入大幅增长，但受结算管理费加成比例浮动影响毛利率下降；同时，公司在建自营项目投资规模较大，带来较大资金压力，且未来收入存在不确定性

公司承担了当阳市较多的基础设施建设职能，跟踪期内其业务模式未发生重大变化。公司工程项目建设模式包括委托代建和自营。委托代建模式下，公司作为项目代建方实施基础设施建设项目，通过与各政府部门或母公司当阳建投签订委托代建合同，约定公司负责筹资建设，项目完工移交给委托方后，由委托方按照合同约定分期支付工程款，工程款包括工程决算总价及利润，代建管理费以项目总投资成本乘以代建管理费率（一般为15%-20%或10%，具体根据工程情况商定），计算并按照各年项目完工进度进行核算。公司根据当阳市政府或母公司当阳建投出具的结算单确认当年结转项目成本及相关收入。

2022年公司工程代建业务结算前期项目较多，收入大幅增长。公司依据当阳市政府各部门出具的收

入结算单，对项目进行成本结转并确认收入，2022年公司结算项目主要系金桥工业园项目，当期结算成本较多，工程代建业务收入大幅增长，受项目结算管理费加成比例浮动影响，毛利率有所下降。但由于基础设施建设项目建设和结算周期长，且相关工程进度及工程款支付受委托方的工程规划和资金安排的影响，公司代建业务结算和回款存在一定滞后。

**表7 2022 年公司工程代建收入明细（单位：万元）**

项目名称	确认收入金额	确认成本金额
重点环卫项目	582.52	630.88
金桥工业园项目	27,364.66	25,105.19
<b>合计</b>	<b>27,947.18</b>	<b>25,736.07</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司委托代建项目储备较少，但仍有一定规模的待结算成本，为未来工程代建收入提供了一定保障。目前公司存量代建基础设施项目基本已完工，在建项目较少，除金桥工业园区项目外，其他项目均已完工，且拟建项目仍在规划中，但公司系当阳市重要的基础设施建设主体之一，且公司前期代建项目较多，形成了大量待结算成本，截至2022年末公司存货尚有8.04亿元施工成本。

公司在建自营项目储备较多，建成后将为公司提供一定收入补充，但未来收入存在不确定性。自营模式下，公司通过自筹资金建设，完工后由公司负责经营并取得收益。截至2022年末，公司主要在建自营项目（不含金桥工业园）合计总投资26.30亿元，预计尚需投资11.22亿元，存在较大的资金压力。

“20当阳债”募投项目双莲工业园标准化厂房项目、当阳市棚户区改造工程项目、当阳市汽车城建设项目等项目，建成后自营项目主要通过厂房出租和销售等实现收入，但未来厂房出租率、房产去化率等存在较大不确定性，自营项目存在收益不及预期的风险。

**表8 截至 2022 年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	预计尚需投资	是否代建
金桥工业园	29.78	18.53	11.25	-*
当阳市棚户区改造工程项目	10.76	5.24	5.52	否
双莲工业园标准化厂房项目（“20 当阳债”募投项目）	10.60	7.64	2.96	否
当阳市汽车城建设项目	4.94	2.20	2.74	否
<b>合计</b>	<b>56.08</b>	<b>33.61</b>	<b>22.47</b>	<b>-</b>

注：\*金桥工业园采用代建和自营模式，其中基础设施建设部分采用代建模式，由当阳市政府相关部门支付代建款项；标准厂房及配套办公用房部分，采用自营模式，建成后由公司直接对外出租实现收入。

资料来源：公司提供

## （二）租赁业务

公司租赁业务主要来源于自有办公房产和门面等物业及配套设施设备的出租，2022年公司房产租赁业务收入稳定且毛利率较高，为公司提供了稳定的利润补充

公司租赁业务带来稳定的收入和利润。公司租赁业务主要来源于自有办公房产和门面等物业及配套

设施设备的出租。截至2022年末，公司拥有投资性房地产账面价值20.36亿元，主要系2014年当阳市政府注入的原国有相关单位的房产，包括办公用房及门面等资产。2018年以来，公司将面积合计38.64万平方米的投资性房地产打包统一与当阳市国有资产经营公司（以下简称“当阳国资经营公司”）签订房屋租赁合同，期限3年。2022年公司与当阳国资经营公司续签合同，期限延长至2024年末，条款无重大变化。根据合同资产经营公司承担相应租赁资产所产生的费用和维护责任，年租金为15,138.36万元，租金每年收取一次，但由于一般次年付款，回款速度较慢。2022年公司租赁业务收入稳定，由于公司的投资性房地产以公允价值计量且不承担出租期间费用和维护，该业务毛利率仍较高，为公司提供了一定的收入和利润补充。

### （三）房屋销售业务

**公司系当阳市区域内安置房建设主体，2022年安置房销售收入由于雄风安置房项目交付而大幅增长，但公司存量安置房项目较少，未来该业务持续性较弱**

跟踪期公司房屋销售业务模式未发生重大变化，目前无储备在建安置房项目。公司房屋销售业务主要系当阳市区域内安置房项目开发，由公司自筹房屋建设资金进行建设，居民与当阳市房屋征收实施单位签订《房屋征收补偿安置协议》，根据拆迁房屋面积和位置计算拆迁补偿费用，并获得拆迁补偿费用及安置房购房凭证。居民向公司出具安置房购房凭证并签署《房屋征收安置购房合同》及缴纳购房款后，公司向居民交付安置房，并确认销售收入，安置房交付后，由公司统一办理房屋产权证。截至2022年末，公司无在建安置房项目，且主要在售安置房项目雄风安置房项目已完工，存量安置房开发产品账面价值7.98亿元。

公司房屋销售业务收入和毛利率存在较大波动性。2022年公司房屋销售增幅较大，主要来源于雄风安置房项目交付，但考虑到房地产销售项目上市和收入结算的时间影响，安置房销售的价格受到政府管制，预计未来房屋销售业务收入和毛利率仍存在较大波动性。

**表9 公司房地产建设及销售情况（单位：万元）**

项目名称	项目性质	2022年度销售情况 确认收入	2022年末销售进度
雄风安置房	安置房	17,579.33	40.68%

注：雄风安置房2022年收入与当阳鑫源销售收入存在差异，主要系合并抵消所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （四）外部支持

**作为当阳市重要的基础设施建设主体之一，2022年公司在财政补贴方面继续获得较大外部支持**

公司承担了当阳市大量的基础设施建设、保障房建设、以及国有资产运营职能，2022年公司在财政补贴方面继续获得当阳市政府较大的支持，当期获得政府补贴合计1.05亿元，占公司当期利润总额比重约为45%，有效提升了公司的利润水平。



## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

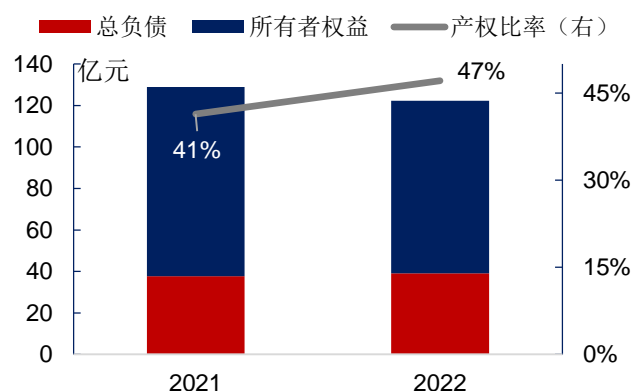
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告，以及经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2022年末公司无纳入合并范围内的子公司。

### 资本实力和资产质量

2022年受控股股东划出漳河故道砂石资源开发权影响，公司所有者权益有所减少，导致公司总资产规模有所下降。2022年公司资产仍以往来款、项目投入成本、房屋等资产为主，其中应收款项和项目投入占用资金较多，回款时间存在不确定性，房屋资产短期变现难度大，整体资产流动性偏弱

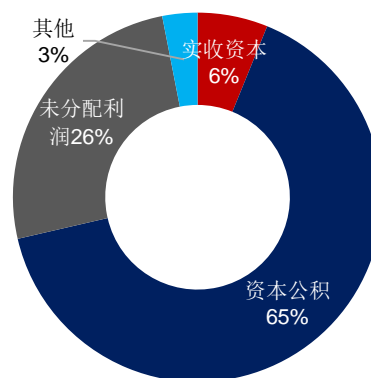
截至2022年末公司所有者权益主要由股东注入的实收资本、资本公积、以及经营累积的未分配利润构成。2022年受控股股东当阳建投将漳河故道砂石资源开发权无偿划出至建投资产公司，减少公司资本公积10.05亿元影响，公司所有者权益减少至83.12亿元；同时，由于公司经营性应付款增加影响，公司负债规模小幅增加。综合影响下，公司总资产规模有所下降，2022年末产权比率提升至47%，所有者权益对负债的偿付保障程度略有下降。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以其他应收款、存货、投资性房地产为主。截至2022年末，上述资产占公司总资产比重约为94.25%，此外，公司存在一部分受限资产，主要系用于担保的存货待开发土地。

2022年公司其他应收款持续增长，形成较大的资金占用。其他应收款主要系公司与关联方、政府部门的往来款，其中应收当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司10.31亿元、应收股东当阳建投5.59亿元，应收当阳市沮漳农业投资建设有限公司1.16亿元，以及应收当阳市国资局、当阳市非税收入服务中心合计1.41亿元，上述前五大的其他应收款合计占比为82.60%，其中应收政府部门款项账期较长，公司



坏账准备计提比例较低。

存货系公司最主要的资产构成部分，2022年规模持续增长，但存货资产短期变现难度大。公司存货主要包括工程代建项目成本、土地资产和已开发的安置房和商品房项目。截至2022年末，公司存货中土地资产账面价值合计55.75亿元，划拨取得的土地较多，大部分已取得土地使用权证，土地用途主要系工业和商服，产权类型已出让居多，但仍有一部分尚未办妥权证；存货中工程施工主要为工程代建项目投入，账面价值为8.03亿元；开发产品主要为存量安置房以及公司自营建设的棚改项目按照完工进度结转的房屋及商业建筑，账面价值为7.98亿元。

2022年投资性房地产受公允价值变动和外购等影响，账面价值小幅增加。公司投资性房地产主要系2014年政府注入的房产以及2013年公司购买的部分国有相关单位的土地使用权及房产，采用公允价值模式计量，截至2022年末期末余额为20.36亿元，其中成本价值19.21亿元。

此外，2022年受控股股东当阳建投将漳河故道砂石资源开发权无偿划出至建投资产公司，本期公司无形资产大幅减少10.05亿元。

**表10 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	占比
货币资金	0.77	0.63%	1.67	1.30%
其他应收款（合计）	22.28	18.22%	20.25	15.71%
存货	72.62	59.38%	74.57	57.86%
<b>流动资产合计</b>	<b>97.50</b>	<b>79.73%</b>	<b>97.34</b>	<b>75.52%</b>
投资性房地产	20.36	16.65%	19.94	15.47%
无形资产	0.03	0.02%	10.07	7.82%
<b>非流动资产合计</b>	<b>24.79</b>	<b>20.27%</b>	<b>31.55</b>	<b>24.48%</b>
<b>资产总计</b>	<b>122.29</b>	<b>100.00%</b>	<b>128.89</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入主要来源于工程代建、房屋租赁、房屋销售等业务，2022年受益于结算项目增加，带动公司营业收入大幅增长，但受代建管理费率浮动影响，公司毛利率下滑，其他业务为公司提供了一定的收入补充，政府补助有效提升公司利润水平

2022年公司受工程代建项目结算增加影响，营业收入大幅增加。公司业务收入主要来源于工程代建业务、房屋租赁、房屋销售。2022年公司营业收入大幅增长，主要系工程代建业务结算前期项目较多，叠加雄风安置房当期销售并确认收入，增加房屋销售收入所致。2022年公司毛利率有所下滑，主要系当期收入占比较大的工程代建业务代建管理费浮动所致，租赁业务毛利率仍较高。公司系当阳市重要的基础设施建设主体之一，且截至2022年末公司存货尚有一定规模的工程施工成本，随着项目结算推进，未

来仍能为公司工程代建业务收入提供一定保障，同时公司租赁业务稳定，未来收入持续性较好。

此外，2022年公司继续获得各项计入其他收益的政府补贴合计1.05亿元，占当期利润总额的比重约为45%，对公司的利润形成较好补充。

**表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2022年	2021年
营业收入	6.01	3.41
营业利润	2.31	2.06
其他收益	1.05	0.99
利润总额	2.31	2.06
销售毛利率	31.21%	48.79%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

**2022年总债务规模略有下降，但受总资产规模减少影响，资产负债率小幅提升，现金短期债务比下滑较大，且目前公司经营活动现金流较难覆盖项目投资需求，未来项目开支和债务接续仍需持续增加外部融资，整体仍面临一定债务压力**

公司负债中刚性债务占比较高，2022年随着债务偿还，总债务规模有所下降。随着债务偿还，2022年末公司总债务规模小幅下降至21.81亿元，占负债总额比重为55.68%，仍以长期债务为主。按债务类型分类，公司债务主要以债券融资为主。

公司系当阳市发债规模最大的平台公司，债券融资是公司主要融资渠道。截至2022年末，公司债券融资余额为20.64亿元，主要系“16当阳债/PR当鑫源”、以及“20当阳债”、“21当阳债”、“21当阳鑫源债/21鑫源债”，平均融资成本约为5.61%。2023年3月，随着“16当阳债/PR当鑫源”偿还摘牌，公司总债务规模进一步下降。

银行借款系公司补充融资渠道，规模较小。截至2022年末，公司银行借款主要系长周期的保证借款，授信银行是当阳市农商行，利率水平较低，但同时公司银行授信额度较少，备用流动性不足。

经营性负债方面，其他应付款系公司主要经营性负债，主要系应付当阳市土地与房屋征收管理办公室的往来资金周转款3.02亿元、湖北省工业建筑集团有限公司的工程保证金0.30亿元。

**表12 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	1-2年	2年以上
公司信用类债券	5.61%	20.64	4.20	4.58	11.86
银行借款	4.65%	1.17	0.13	0.13	0.91
合计	-	21.81	4.33	4.71	12.77

资料来源：公司 2022 年公司债券年度报告及公司提供，中证鹏元整理

**表13 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
应付账款	1.82	4.65%	1.85	4.90%
其他应付款（合计）	9.62	24.56%	6.62	17.55%
一年内到期的非流动负债	4.27	10.89%	2.13	5.64%
<b>流动负债合计</b>	<b>18.23</b>	<b>46.53%</b>	<b>13.06</b>	<b>34.65%</b>
长期借款	1.10	2.81%	1.17	3.09%
应付债券	16.45	41.98%	20.19	53.55%
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.94</b>	<b>53.47%</b>	<b>24.64</b>	<b>65.35%</b>
<b>负债合计</b>	<b>39.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>37.71</b>	<b>100.00%</b>
总债务	21.81	55.68%	23.48	62.28%
其中：短期债务	4.27	10.89%	2.13	5.64%
长期债务	17.54	44.79%	21.36	56.64%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司的资产负债率小幅上升，但仍保持较低水平，现金短期债务比下滑较大。受货币资金减少、长期债务逐步到期影响，现金短期债务较上年大幅下降，现金类资产对公司短期债务保障能力下降；由于2022年公司销售毛利率下降，盈利能力下滑，EBITDA利息保障倍数小幅下降至1.93。

公司经营活动现金流难以覆盖项目投资需求，预计未来外部融资持续增加，面临一定债务压力。公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。其中，项目开支需求较大，且公司经营活动产生的现金流量净额规模较小，而目前在建项目尚需投资规模较大，叠加项目回报周期长、回款存在滞后，经营活动现金流难以完全覆盖在建项目支出及未来投资计划带来较大的资金需求，仍需新增长期外部融资，同时随着存量债务逐步到期，公司将面临一定本息接续压力。

**表14 公司偿债能力指标**

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	32.03%	29.25%
现金短期债务比	0.18	0.79
EBITDA 利息保障倍数	1.93	2.68

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表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司提供的《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》，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。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。跟踪期内公司董事长发生变动。根据公司 2022 年公司债券年度报告，2022 年 4 月，公司董事长由李瑞变更为严江涛，并于 2022 年 4 月完成工商登记变更。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日，公司（报告查询日2023年6月9日）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。公司各项公开发行业务及债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

#### 公司外对担保规模较大，存在一定或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保规模较大，被担保方均为公司控股股东当阳建投的下属子公司，属于公司关联方，担保金额合计34.88亿元，占当期期末净资产的比重约为42%，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表15 截至 2022 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
当阳市育穗科技孵化器有限公司	0.10	2025/11/09
湖北沮漳供应链管理有限公司	0.10	2025/11/09
当阳建投交通物流发展有限责任公司	3.50	2025/12/31
当阳建投交通物流发展有限责任公司	1.50	2030/12/31
当阳建投交通物流发展有限责任公司	0.50	2025/12/31
当阳建投交通物流发展有限责任公司	3.25	2028/10/18
当阳市沮漳农业投资建设有限公司	0.09	2024/9/18
当阳市建投资产经营有限公司	0.18	2024/9/18
当阳市鑫泉产业开发有限公司	1.50	2027/4/15
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.80	2024/4/15
当阳市鑫泉产业开发有限公司	1.51	2028/6/23
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.78	2028/6/23
当阳市鑫泉产业开发有限公司	6.00	2035/12/19

当阳市鑫泉产业开发有限公司	1.05	2028/06/25
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.60	2030/12/31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.50	2032/12/25
当阳市精正建设工程质量检测中心	0.10	2025/11/9
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.80	2023/12/25
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.50	2035/9/20
当阳市鑫泉产业开发有限公司	3.75	2038/3/18
当阳市自来水有限公司	0.18	2024/9/18
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.90	2025/7/2
当阳市鑫泉产业开发有限公司	2.00	2035/9/20
当阳市鑫泉产业开发有限公司	1.30	2027/12/31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	1.30	2035/9/20
当阳市鑫泉产业开发有限公司	0.60	2027/12/31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	1.00	2034/12/31
当阳市建投资产经营有限公司	0.50	2027/1/5
<b>合计</b>	<b>34.88</b>	<b>-</b>

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是当阳市重要的基础设施建设主体之一，当阳市国资局通过当阳建投间接全资控股公司。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，当阳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) 公司与当阳市的联系非常紧密。当阳市国资局间接持有公司100%股权，当阳市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，且公司承担了当阳市较多基础设施建项目，业务收入基本来源于政府，且近年来持续获得当阳市政府的大力支持，预计公司与当阳市政府未来关系稳定。

(2) 公司对当阳市政府非常重要。公司提供了对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司在基础设施建设方面对当阳市政府贡献很大，且若公司发生债务违约，将对当阳市声誉、金融生态环境、及其他国企融资造成很大影响。

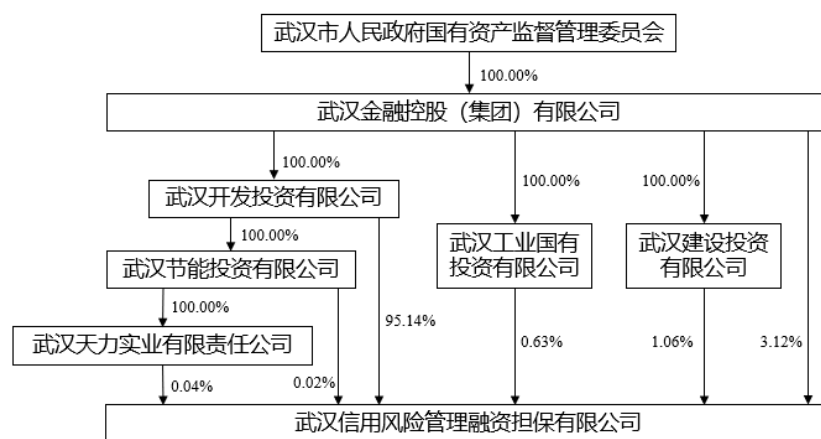
## 九、本期债券偿还保障分析

### 武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升“21当阳债”的信用水平

根据武汉信用2020年7月17日出具的《关于2020年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券（第二期）之担保函》，武汉信用为“21当阳债”到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括“21当阳债”本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证责任的期间为“21当阳债”存续期限及届满之日起二年。

武汉信用成立于2000年2月，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1.00亿元。后经多次增资扩股及股东变更，截至2022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%，实际控制人为武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”），武汉信用股权结构如下图所示。

**图 5 截至 2022 年末武汉信用股权结构图**



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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，即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”）。

2020年委贷业务收入占比较高，是武汉信用最重要的收入来源，其主要投向民营企业。2021年在实际控制人武汉金控的战略指导下，武汉信用回归担保主业，并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，不再并表核算，武汉信用委贷业务随之转出清零；同时，武信投资下属担保集团和中小担保一同转出，2021年武汉信用担保费收入同比下降41.19%。目前武汉信用主营业务包括直接融资担保、间接融资担保、融资租赁及投资业务等，担保业务板块由武汉信用本部及创业担保负责运营，其中武汉信用本部开展商业性融资担保业务，创业担保承担政策性担保职能。武汉信用融资租赁业务由武汉租赁负责经营，其他收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入。综合影响下，武汉信用2022年营业收入3.10亿元，同比大幅下降62.68%。2022年武汉信用实现投资收益1.29亿元，主要为持有武汉农村商业银行股份有限公司（以下简称“武汉农商行”）股权产生的投资收益。

**表16 武汉信用营业收入构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
----	-------	-------	-------



	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	1.02	32.90%	1.03	12.41%	1.75	6.95%
融资租赁收入	1.56	50.32%	1.57	18.92%	0.56	2.21%
债权投资收入	0.40	12.90%	1.92	23.13%	22.07	87.47%
其他业务收入	0.12	3.87%	3.78	45.54%	0.85	3.37%
<b>营业收入合计</b>	<b>3.10</b>	<b>100.00%</b>	<b>8.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>25.23</b>	<b>100.00%</b>
投资收益	1.29	-	0.84	-	18.94	-

资料来源：武汉信用 2020-2022 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用直接融资担保业务主要为债券担保业务，另含部分定向债权投资担保、融资租赁担保业务。武汉信用债券担保业务展业范围以湖北省为主，此外还包含山东省、江西省、浙江省等区域，担保品种主要为地方平台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，保费收费标准集中在1.0%/年-1.5%/年之间。2020年以来武汉信用大力发展债券担保业务，并大规模开展一年期债券分保业务，截至2020年末直接融资担保余额为182.69亿元，随着分保业务解保，截至2022年末直接融资担保余额下降至88.39亿元。武汉信用定向债权担保为担保在武汉金融资产交易所发行的定向债务融资工具，融资租赁担保为与海通恒信国际融资租赁股份有限公司合作业务。

武汉信用间接融资担保业务主要为通过本部开展的流动资金贷款担保，客户主要为湖北省内中小微民营企业，担保费收费标准集中在2.0%/年-2.5%/年之间。近年武汉信用加强了对担保业务风险管控，对部分传统行业及产能过剩型企业加以限制，同时加强了对担保客户资质及运营情况的评估，间接融资担保业务规模下降明显。此外，武汉信用通过子公司创业担保开展政策性担保业务。根据湖北省融资再担保集团有限公司（以下简称“湖北省再担”）于2022年9月发布《关于开展新型银证担合作的通知》，湖北省再担决定与创业担保开展新型银证担合作，授信额度3.00亿元，单户担保限额1,000万元；主要业务模式为比例分险再担保，由湖北省再担、创业担保、合作银行及武汉市人民政府按照“4:2:2:2”的比例承担代偿风险责任。创业担保已于2022年11月与汉口银行、湖北省再担、武汉市人民政府签订湖北省新型政银担合作协议，未来随着其新型政银担业务的开展，间接融资担保规模有一定增长空间。截至2022年末，武汉信用间接融资担保业务担保余额为4.60亿元，较2020年末大幅下降72.49%。截至2022年末，共有10家银行给予武汉信用担保业务授信额度合计66.92亿元，已使用授信额度合计4.60亿元，尚未使用授信额度62.32亿元，未来仍有较大业务发展空间。

**表17 武汉信用担保业务发展情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	31.73	54.00	184.37
当期解除担保额	41.12	150.03	22.65
期末担保余额	92.99	103.38	199.42
其中：直接融资担保余额	88.39	97.06	182.69
间接融资担保余额	4.60	6.32	16.72

融资担保责任余额	76.79	88.22	167.58
融资担保责任余额放大倍数 (X)	0.63	0.68	1.16

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

近年武汉信用代偿项目主要为对民企提供的流动性资金贷款担保项目，武汉信用于2020年代偿1.26亿元，当期担保代偿率5.58%；2021年代偿规模有所下降，同时受当年解除担保规模大幅增加影响，当期担保代偿率大幅下降5.11个百分点至0.47%；因2022年不再发生大规模解保，2022年当期担保代偿率增加至1.30%。截至2022年末，武汉信用累计担保代偿额10.23亿元，累计担保代偿率0.95%。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2022年末，累计收回代偿款8.50亿元，累计代偿回收率83.05%，代偿回收情况良好。截至2022年末，武汉信用担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为195.67%，同比提高68.69个百分点，抗风险能力有所增强。

2021年武汉信用将武信投资转让给武汉开投，此外通过消除多边挂账、减少通道类负债等方式清理债务、压降资产规模。截至2022年末，武汉信用资产规模219.05亿元，较2020年末下降56.88%。

2022年末武汉信用货币资金为4.22亿元，其中受限资金3.05亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保证金。武汉信用应收账款主要为应收代偿款，2022年末账面价值为1.83亿元。武汉信用其他应收款主要为应收关联方往来款，截至2022年末账面价值163.59亿元，其中应收武汉开投103.72亿元，应收武信投资56.45亿元。前述款项的回收受武信投资前期投放的委托贷款回收情况影响较大，回款时间存在不确定性。根据武汉信用提供的三级资产压降计划，其计划于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将压降至34亿元并符合监管指标要求，中证鹏元将持续关注前述计划的执行情况。

武汉信用长期应收款均为融资租赁款项，2022年末账面价值为11.41亿元（含一年内到期的部分），客户主要为湖北省内从事公用事业的地方国企。截至2022年末，武汉信用债权投资账面价值5.82亿元，主要包括投资的由武汉龟山旅游发展有限公司发行的定向债5.46亿元。同期末，长期股权投资账面价值23.67亿元，主要投资对象为武汉农商行；武汉信用为武汉农商行第一大股东，2022年末持股比例为7.56%，账面价值为18.95亿元，投资收益尚可。

由于以前年度较大规模的委托贷款投放，近年武汉信用III级资产占比持续高于95%，不满足III级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款的30%的监管要求。截至2022年末，武汉信用III级资产合计167.48亿元，占比为98.07%，较2021年末小幅下降0.09个百分点，主要为其他应收款。

**表18 武汉信用本部三级资产结构（单位：亿元）**

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	占比*	金额	占比*	金额	占比*
I级资产	1.22	0.71%	1.60	0.79%	10.82	2.47%
II级资产	1.90	1.11%	1.90	0.94%	1.90	0.43%

III级资产	167.48	98.07%	198.61	98.16%	425.20	97.04%
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

注：\*为与资产总额扣除应收代偿款的比例  
 资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

受武信投资转出及通道类负债压降影响，2022年末武汉信用负债规模较2020年末大幅下降73.35%至96.78亿元。2021年以前，武汉信用其他应付款主要为武信投资通过武汉信用向武汉开投借入的通道类负债，随着武信投资转出，2022年末其他应付款较2020年末大幅减少235.34亿元至26.17亿元，其中主要包括应付往来款23.08亿元。

武汉信用有息负债主要为向银行、租赁公司等机构借款，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。截至2022年末，武汉信用有息债务规模为83.37亿元，债务压力较大。

截至2022年末，武汉信用所有者权益总额为122.27亿元，融资担保责任余额放大倍数为0.63，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，其对武汉信用代偿能力产生的负面影响仍需关注。

近年武汉信用净资产收益率保持在较低水平，盈利能力一般，考虑到武汉信用应收武信投资及武汉开投款项回收存在风险，或对未来盈利能力造成较大影响。

**表19 武汉信用主要盈利指标情况（单位：亿元）**

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	219.05	242.41	508.00
货币资金	4.22	4.48	15.86
应收代偿款净额	1.73	1.73	2.27
所有者权益合计	122.27	129.50	144.89
营业收入	3.10	8.30	25.23
担保业务收入	1.02	1.03	1.75
净利润	4.17	6.39	6.54
净资产收益率	3.31%	4.66%	4.64%
累计担保代偿率	0.95%	0.94%	1.02%
累计代偿回收率	83.05%	82.17%	74.77%
拨备覆盖率	195.67%	126.98%	159.98%

资料来源：武汉信用2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

武汉信用控股股东为武汉开投，截至2022年末武汉开投持股比例为95.14%，实际控制人为武汉金控。武汉金控系武汉市国资委直属国有金融投资集团，为华中地区重要的综合金融服务商，旗下拥有金融、类金融牌照20余张。武汉信用为武汉金控综合金融服务体系中重要组成部分，系武汉金控类金融业务板块核心平台之一。2020年武汉开投对武汉信用增资19.00亿元，且武汉信用债务主要由武汉金控提供保证担保，武汉信用在融资和业务发展方面得到了武汉金控的大力支持。

综上所述，武汉信用实际控制人综合实力较强，可在融资和业务发展等方面给予武汉信用支持；武

汉信用自身资本实力较强，有利于担保业务发展。但中证鹏元也关注到，武汉信用近年担保规模及营业收入大幅下降，盈利能力一般；应收关联方款项规模较大，存在回收风险；资产流动性较弱，资产配置调整压力大；存在一定偿债压力等风险因素。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。武汉信用为“21当阳债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升“21当阳债”的信用水平。

## 十、结论

当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位，交通便利且物产丰富，带动当地工业快速发展，拥有建材、能源化工、食品、纺织四大主导产业，经济总量在宜昌市下辖区县中排上游，为公司提供了良好的发展环境。公司实际控制人是当阳市国资局，公司是当阳市重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，平台地位较高，工程代建业务仍有一定规模待结算成本，租赁业务稳定且毛利润较高。虽然，公司资金仍大量沉淀于应收往来款、项目投入成本、房屋建筑物等资产，资产流动性较弱；面临较大的建设资金压力，且自营项目未来收益存在不确定性；同时经营现金流难以覆盖项目投资需求，未来仍需通过外部融资满足，存在一定的债务压力。不过，2022年公司继续在政府补助等方面得到当阳市政府部门的较大力度的支持，且政府补助对公司利润贡献大，地区政府部门支持意愿强，预计未来仍会获得当地政府较大力度的支持。整体来看，公司具备较强的抗风险能力尚可。

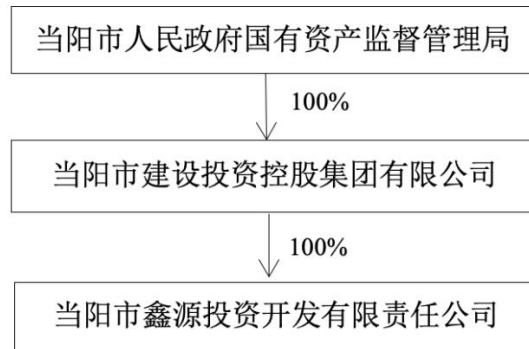
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21当阳债”的信用等级为AA+。

## 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	0.77	1.67	4.95
其他应收款（合计）	22.28	20.25	10.81
存货	72.62	74.57	74.22
流动资产合计	97.50	97.34	92.13
投资性房地产	20.36	19.94	19.67
无形资产	0.03	10.07	10.08
非流动资产合计	24.79	31.55	30.00
资产总计	122.29	128.89	122.13
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	1.82	1.85	1.81
其他应付款（合计）	9.62	6.62	6.46
一年内到期的非流动负债	4.27	2.13	4.54
流动负债合计	18.23	13.06	15.25
长期借款	1.10	1.17	0.07
应付债券	16.45	20.19	13.98
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	20.94	24.64	17.45
负债合计	39.17	37.71	32.70
其中：短期债务	4.27	2.13	4.54
总债务	21.81	23.48	18.59
所有者权益	83.12	91.18	89.43
营业收入	6.01	3.41	3.00
营业利润	2.31	2.06	2.43
其他收益	1.05	0.99	1.00
利润总额	2.31	2.06	2.43
经营活动产生的现金流量净额	1.11	-0.43	-1.86
投资活动产生的现金流量净额	-1.25	-1.45	-0.39
筹资活动产生的现金流量净额	-0.77	-1.40	4.70
<b>财务指标</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>
销售毛利率	31.21%	48.79%	52.31%
资产负债率	32.03%	29.25%	26.77%
短期债务/总债务	19.56%	9.06%	24.42%
现金短期债务比	0.18	0.79	1.09
EBITDA（亿元）	2.63	2.31	2.44
EBITDA 利息保障倍数	1.93	2.68	2.94

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）

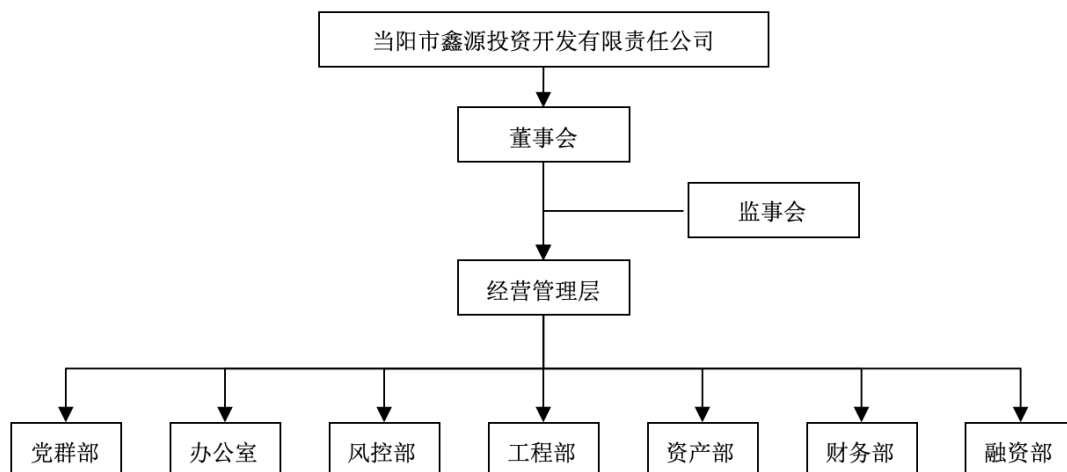


---

资料来源：公司提供



## 附录三公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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

## 附录五 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。