



2023年当阳市建设投资控股集团有限公司 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：

2023年当阳市建设投资控股集团有限公司公司债券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
23 当阳建投债 /23 当阳债	AAA	AAA

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。当阳市建设投资控股集团有限公司（以下简称“当阳建投”或“公司”）实际控制人是当阳市国资局，公司系当阳市主要的基础设施建设、保障房建设、以及公用事业服务主体，平台地位高，业务持续性较好，继续获得外部大力支持，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公司资金大量沉淀于应收款项、项目投入成本、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，且公司总债务持续增长，未来随着外部融资增加和债务到期，债务压力将上升等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。预计公司未来仍能维持较高的平台地位，作为当阳市主要的基础设施和公用事业服务主体，业务持续性较好，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	264.28	216.25	192.62
所有者权益	152.27	132.77	128.17
总债务	90.24	70.83	51.59
资产负债率	42.38%	38.60%	33.46%
现金短期债务比	1.03	1.28	1.31
营业收入	16.01	10.46	6.99
其他收益	2.02	2.16	1.75
利润总额	3.52	3.90	3.48
销售毛利率	17.55%	28.11%	29.73%
EBITDA	4.95	5.50	4.50
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.83	2.30
经营活动现金流净额	-0.92	-6.41	-4.76

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。
- **公司平台重要性高，业务持续性仍较好。**公司实际控制人是当阳市国资局，公司系当阳市主要的基础设施建设、保障房建设、以及公用事业服务主体，平台地位高；公司业务较多元化，2022 年公司工程代建业务收入持续增长，期末尚有较大规模的待结算成本，未来收入持续性较好；租赁业务可提供稳定的现金流入和利润补充，公用事业服务板块各项业务具有一定的区域专营性，且砂石开采业务为公司提供了一定收入补充。
- **公司继续获得外部的较大力度支持。**2022 年当阳市人民政府继续向公司提供较大支持，当年实缴注资增加公司实收资本 2.70 亿元，同时通过将多家国有公司股权无偿划转至公司子公司，合计增加公司资本公积 7.43 亿元。此外，2022 年公司继续获得政府补贴合计 2.02 亿元，占当期利润总额的比重约为 57%，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”）主体信用等级为 AAA，其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

- **公司资金仍大量沉淀于应收款项、项目投入成本、房屋建筑物、土地等资产，且存在一定规模受限资产和公益性资产，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、无形资产占公司总资产比重合计约为 74%，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、土地、特许经营权和房屋等资产短期变现难度大，且存在一定规模受限资产，以及农用地、管网、水库等公益性资产或低收益资产。
- **公司在建项目较多，面临较大的建设资金压力，且自营项目居多，未来收益存在不确定性。**公司在建项目尚需投资规模较大，且项目建设和结算周期较长，回款存在滞后；同时公司在建项目中大多采用自营模式，未来收益存在不达预期的风险。
- **公司总债务持续增长，未来随着外部融资增加，债务压力将上升。**公司负债仍以刚性债务为主，2022 年末总债务规模持续增长，资产负债率提升，债务期限结构仍以长期为主，未来随着债务到期，将面临一定的债务压力。同时，公司目前经营活动净现金流仍较难满足项目投资需求，预计未来仍需通过外部融资满足，债务规模将进一步增加。

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	6/7
	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	-1
个体信用状况	a+
外部特殊支持	2
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

- 公司是当阳市主要的基础设施建设投融资主体。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	AAA/23 当阳建投债/23 当阳债	2022-06-23	刘惠琼、蒋晗	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

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
23 当阳建投债/23 当阳债	10.00	10.00	2022-06-23	2030/3/13

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

23当阳建投债/23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：亿元）

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
23当阳建投债/23当阳债	2023/3/13	10.00	7年	6.00亿元用于当阳经济开发区半月工业片区标准化厂房建设项目,4.00亿元用于补充营运资金	3.00

注：23当阳建投债/23当阳债募集资金专户余额查询时间为2023年6月7日。

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、实际控制人均未发生变化。2022年4月，当阳市国资局向公司增资，公司注册资本增加10.00亿元，截至2022年末公司注册资本增加至16.00亿元，实收资本增加至8.49亿元。截至2023年5月末，公司控股股东、实际控制人仍为当阳市国资局，持股比例为100.00%。

公司仍系当阳市目前主要的基础设施建设投融资主体，主要负责投资当阳市老城区基础设施的改造，城市新区、工业园区基础设施建设，城市棚户区改造和安置房、保障房建设，交通基础设施投资建设和运营管理、水利基础设施投资建设，旅游基础设施投资建设等。截至2022年末，公司合并范围一级子公司共9家，详见附录四。其中，公司重要子公司共有2家，分别为当阳市鑫源投资开发有限责任公司（以下简称“鑫源公司”）、当阳市鑫泉产业开发有限公司（以下简称“鑫泉公司”），具体情况如下表。

表2 公司重要子公司2022年度财务数据（单位：亿元）

名称	持股比例	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	职能定位
鑫源公司	100%	83.12	32.03%	6.01	1.98	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
鑫泉公司	100%	56.23	53.32%	7.10	1.17	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

资料来源：鑫源公司、鑫泉公司2022年审计报告，中证鹏元整理

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。

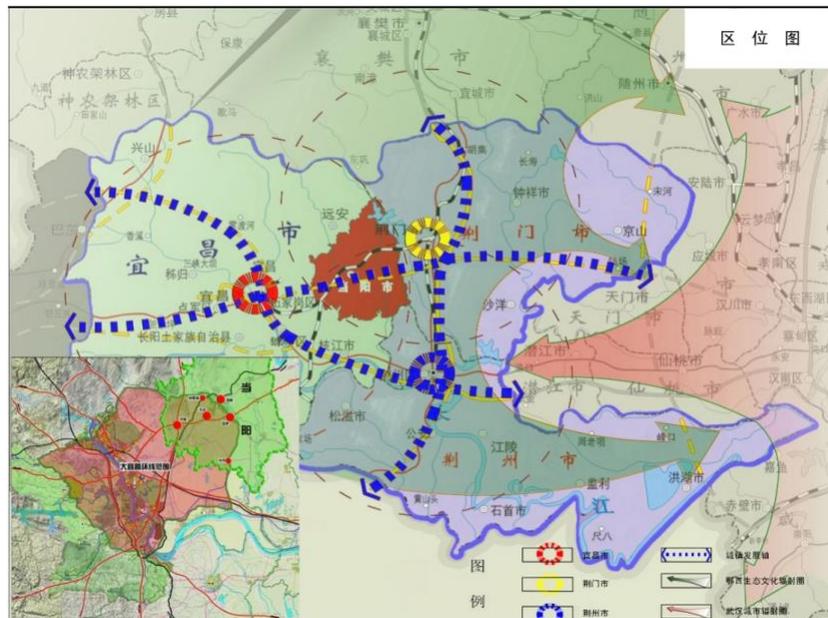
2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面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在宜昌市各区县中排名靠前，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3 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
当阳市	628.6	6.5%	150,196	14.58	15.47
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4 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5 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6 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

公司系当阳市目前主要的基础设施建设和公用事业服务主体，业务较多元，其中基础设施建设业务系主要收入来源，未来收入持续性较好；同时公司拥有一定规模的租赁物业，近年租赁收入保持稳定；房地产业务包括保障性住房及商品房，整体销售进度偏慢；此外公路收费、自来水供应等公用事业服务板块具有一定区域专营性

公司营业收入主要来源于工程建设收入，2022年末收入占比为62.82%，此外房屋租赁、房屋销售、水电、公路运营、自来水供应等其他业务收入对营业收入提供一定补充。2022年公司营业收入大幅增长，主要系代建结算项目规模较大所致。其他业务板块，租赁业务较为稳定；房屋销售业务由于雄风安置房销售并确认收入较多，收入增幅较大；公用事业服务板块的公路收费、自来水供应等业务，以及其他业务收入规模仍较小。

毛利率方面，2022年公司毛利率有所下降，主要系收入占比较大的工程建设业务受项目结算管理费加成比例浮动影响所致，其他业务收入规模较小，单项业务毛利润贡献有限。

表7 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	10.06	62.82%	6.47%	4.12	39.38%	13.48%

租赁业务	1.75	10.92%	88.30%	1.73	16.56%	85.70%
房屋销售	1.76	10.97%	12.31%	0.94	9.02%	9.36%
公路收费	0.39	2.45%	19.36%	0.66	6.35%	36.22%
自来水及安装设计工程	0.67	4.21%	8.61%	0.70	6.67%	12.54%
其他业务	1.38	8.63%	28.88%	2.30	22.01%	21.04%
合计	16.01	100.00%	17.55%	10.46	100.00%	28.11%

注：其他业务包括工程施工、检测业务、水电供应、租车收入、砂石销售、文化旅游、停车场收入等等。

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

公司系当阳市主要基础设施建设投融资平台，平台地位重要，工程代建业务模式稳定，收入仍较有保障，2022年公司结算代建项目较多，收入大幅增长；存量在建项目以自营为主，投资规模较大，带来较大资金压力，且未来项目收益存在不确定性

公司承担了当阳市主要的基础设施建设和保障房建设任务，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，公司及子公司鑫泉公司、鑫源公司、当阳市沮漳农业投资建设有限公司（以下简称“沮漳农业公司”）作为项目代建方，实施基础设施建设项目。公司及各子公司就具体项目与当阳市各政府部门签订了《政府购买协议》或《委托代建合同》。《政府购买协议》约定资金按年结算，购买服务资金以项目竣工后审计部门审定的“投资总额+回购期资金占用费+服务费”为准，分年度结算，每年分两次支付，服务费一般为建设投资总额的8%-20%，2018年后公司未新增政府购买服务协议。《委托代建合同》约定委托方每年根据完工进度核算代建管理费，代建管理费为项目总投资成本乘以代建管理费率（一般为15%，具体根据工程情况商定），公司每年根据结算单结转成本并确认收入，待项目完工后，公司将项目移交给委托方。

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年公司工程代建业务结算项目明细如下。由于结算前期项目较多，2022年业务收入大幅增长，但受项目结算管理费加成比例浮动影响，毛利率有所下降。受基础设施建设项目建设和结算周期长等影响，公司代建业务结算和回款存在一定滞后。

表8 2022 年公司工程代建收入明细（单位：万元）

项目名称	代建子公司	确认收入金额	确认成本金额
重点环卫项目	鑫源公司	582.52	630.88
金桥工业园项目	鑫源公司	27,364.66	25,105.19
凌云科技集团有限公司老旧小区改造项目	鑫泉公司	183.49	200.00
易地扶贫搬迁项目	鑫泉公司	36.70	-
当阳市西城区老人养护院建设项目	鑫泉公司	3,677.44	3,340.34
当阳市第一高级中学迁建项目	鑫泉公司	7,070.11	6,422.02

当阳市交通综合服务中心项目	鑫泉公司	5,400.18	4,905.17
老旧小区	鑫泉公司	23,482.07	22,256.92
当阳市卫生健康信息化建设项目	鑫泉公司	1,698.11	1,673.02
擦亮小城镇	沮漳农业公司	20,912.33	18,995.37
沮西集中连片养殖池塘标准化改造和尾水治理工程	沮漳农业公司	642.20	642.20
官玉路工程	沮漳农业公司	458.72	495.05
2022 年度当阳市河溶镇全域国土综合整治项目	沮漳农业公司	6,172.56	6,088.77
2022 年度当阳市玉泉街道办事处全域国土综合整治项目	沮漳农业公司	4,305.48	4,247.04
合计	-	101,986.58	95,001.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程代建业务未来收入仍较有保障。虽然公司目前存量代建基础设施项目基本已完工，在建项目较少，拟建项目仍在规划中，但考虑到公司系当阳市主要的基础设施建设和公用事业服务主体，委托代建模式的基础设施建设业务具有一定区域专营性，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26.14亿元施工成本，未来随着项目结算，为该业务未来收入提供了较好支撑。

表9 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	建设主体	总投资	已投资	尚需投资	是否代建
金桥工业园	鑫源公司	29.78	18.53	11.25	-*
当阳市棚户区改造工程项目	鑫源公司	10.76	5.24	5.52	否
双莲工业园标准化厂房项目	鑫源公司	10.60	7.64	2.96	否
当阳经济开发区半月工业片区标准化厂房建设项目（本期债券的募投项目）	鑫泉公司	10.34	1.60	8.74	否
三桥-棋盘山矿区建筑石料用灰岩矿	资产经营公司	8.25	2.03	6.22	否
当阳市汽车城建设项目	鑫源公司	4.94	2.20	2.74	否
当阳市“补改结合”耕地占补平衡及增减挂钩社会资本投资建设项目	沮漳农业公司	4.92	2.81	2.11	是
当阳市文体创意中心	鑫泉公司	4.46	3.27	1.19	否
高桥庙矿区建筑用砂项目	资产经营公司	1.98	1.31	0.67	否
玉泉文化旅游	鑫瀚公司	1.58	1.44	0.14	否
合计	-	87.61	46.07	41.54	-

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

自营模式下，公司自营项目由公司自筹资金进行建设，完工后由公司负责经营并取得收益，子公司鑫泉公司和鑫源公司的部分在建项目属于当阳建投本部的自营项目，鑫泉公司和鑫源公司就具体项目与当阳建投本部或当阳市政府部门签订《委托代建合同》，建成后由当阳建投本部或当阳市政府部门按合同规定条款与鑫泉公司和鑫源公司进行结算，项目则由当阳建投在集团内安排运营主体。

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。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57.83亿元，预计尚需投资30.29亿元，存在较大的资金压力，包括双莲工业园标准化厂房项目、本期债券募投项目当阳经济开发区半月工业片区标准化厂房建设项目、三桥-棋盘山矿区建筑石料用灰岩矿等项目，建成后自营项目主要通过厂房出租和销售、建筑材料销售等实现收入，但未来厂房出租率、房产去化率、砂石销售等存在较大不确定性，自营项目存在收益不及预期的风险。

（二）房地产业务

公司房地产销售业务收入及毛利率波动较大，在建项目较少，但存量待结算保障性住房项目较多，业务持续性尚可

跟踪期公司房地产业务模式未发生重大变化。公司房地产业务主要由子公司鑫源公司、鑫泉公司及其二级子公司当阳市盛维置业有限公司（以下简称“盛维置业”）负责。公司房地产开发项目主要集中在当阳市内，包括商品房、安置房等保障性住房。其中商品房项目则由公司自行开发销售。安置房项目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。其他保障性住房主要按照前期回购或代建模式结算平衡投入成本。

公司在建房地产项目较少，但存量保障性住房项目较多，未来仍可结算产生收入。截至2022年末，公司存量房地产账面价值10.74亿元，其中公司大部分项目已基本建设完工，目前在建商品房项目仅有墨韵澜庭1个，该项目总投资2.40亿元，目前已投资1.56亿元，项目建筑总面积62,445.91平方米，主要由10栋住宅楼构成，部分楼层已经封顶，其余仍在建设中；公司雄风安置房已完工正在销售中。

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10 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年确认收入	2022年末销售进度
墨韵澜庭一期	商品房	792.62	52.25%
雄风安置房	安置房	15,255.16	40.68%
和顺家园	公租房	17.86	-
和悦家园	公租房	28.10	-
南正街	棚改房	483.92	-
香玉小区	还建房	205.20	-

北门公寓	还建房	46.62	-
东城明珠	商品房	739.48	88.53%
合计	-	17,568.94	6,551.75

注：公租房、棚改房、还建房等保障性住房项目不直接出售，故无销售进度数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）租赁业务

2022年公司房产租赁业务稳定且毛利率较高，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，近年租赁业务带来稳定的收入和利润。截至2022年末，公司拥有投资性房地产账面价值22.25亿元，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，子公司鑫源公司将面积合计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有限公司（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，但一般在次年付款，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，为公司提供了稳定的现金流入和利润补充。

（四）公用事业服务板块及其他业务

由子公司承担的公路收费、自来水供应等公用事业服务板块业务具有一定区域专营性；此外，作为漳河故道砂石资源的唯一经营主体，子公司经营的砂石销售业务具有一定资源垄断性

公司公路收费业务路产单一，2022年受出行车辆减少影响业绩下滑。公司公路收费业务主要由子公司当阳市当枝公路建设开发有限公司（以下称“当枝公司”）经营，当阳市人民政府与当枝公司于2015年12月16日签订《当枝一级路改建工程特许经营权合同》，授予当枝公司负责当枝一级公路改建工程项目投资、经营管理和维护的特定权利。当枝一级公路是连接当阳、远安、枝江、宜都等县（市）与汉宜高速、荆宜高速、襄荆铁路、汉宜高铁，通枝江长江航道的重要通道，也是当阳飞机场重要国防出口路通道和远当一级国防路的延伸，但与其他线路（经呼北高速自枝江枢纽进入沪渝高速）存在一定的竞争。2022年公司经营的当枝一级公路公路收费标准未发生变化，但业务收入和毛利率均由下滑，主要系受国内经济下行影响，通行车辆有所减少所致。

表11 截至 2022 年末，公司经营管理的公路基本情况（单位：公里、年）

路段名称	收费里程	收费年限
当枝一级公路	55.41	20

资料来源：公司提供

公司自来水及安装设计工程业务具有区域专营性。公司自来水及安装设计工程业务主要包括自来水供应、供水设备安装及给排水工程设计服务三个板块，分别由子公司当阳市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）、当阳市给排水安装工程有限公司（以下简称“给排水公司”）、当阳市泉之润给排水工程设计有限公司（以下简称“泉之润公司”）负责。其中，自来水供应业务，自来水公司为当阳市唯一的供水企业，自来水供应业务采取先用水再收费的模式，2022年供水收费标准未发生变化；供水设备安装业务，给排水公司具有市政公用工程施工总承包二级资质，配套供水业务提供用水报装、设备安装及户表改造等服务，根据服务合同产生服务收入；给排水工程设计服务，泉之润公司具有市政行业（给水工程）专业丙级资质，主要从事给排水工程的项目管理，提供给排水工程相关的技术与管理服务，并收取一定的管理费用和咨询服务费用。2022年，受工业用水量下降影响，收入和毛利率均有小幅下滑。

公司砂石销售业务主要由当阳市建投资产经营有限公司（以下简称“建投资产公司”）负责，根据2020年11月当阳市人民政府出具的《当阳市人民政府关于漳河故道砂石资源经营主体的批复》，鑫源公司为漳河故道砂石资源的唯一经营主体，2022年公司将漳河故道砂石资源开发权划转至建投资产公司。建投资产公司负责成品机制砂石骨料产品的生产，并授权当阳市宏润建筑材料销售有限公司等代销，代销服务费由建投资产公司按月汇总销售回款的2.00%支付给代销方。近年公司砂石销售业务较为稳定，2022年公司实现0.87亿元，毛利率33.46%，为公司提供了一定收入补充。此外，公司还有工程施工、文化旅游、停车场收入等其他市场化业务，单项业务规模较小。

（五）外部支持

作为当阳市的主要的基础设施建设和国有资产运营主体，2022年公司在资产注入和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、以及公用事业服务职能，2022年在资产注入和财政补贴方面继续获得当阳市政府较大的支持。

根据公司2022年审计报告，2022年公司收到股东当阳国资局实缴注资，实收资本增加2.70亿元；当期当阳市国资局还将其持有的湖北省草埠湖国有资产经营管理有限公司51%股权、当阳市神农粮食购销有限公司100%股权无偿划转至公司子公司沮漳农业公司，将其持有的让当阳市歌舞剧团有限责任公司100%股权无偿划转至公司子公司当阳市鑫翰旅游投资开发有限公司，上述股权划转增加公司资本公积合计7.43亿元。此外，2022年公司继续获得政府补贴合计2.02亿元，计入其他收益，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，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。2022年，公司合并范围增加1家一级子公司，如下表，无合并范围一级子公司减少情况。截至2022年末，公司合并范围一级子公司共9家，详见附录四。

表12 新纳入公司合并范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
当阳市建投旅游投资有限责任公司	30,000.00	100.00%	公共设施管理业

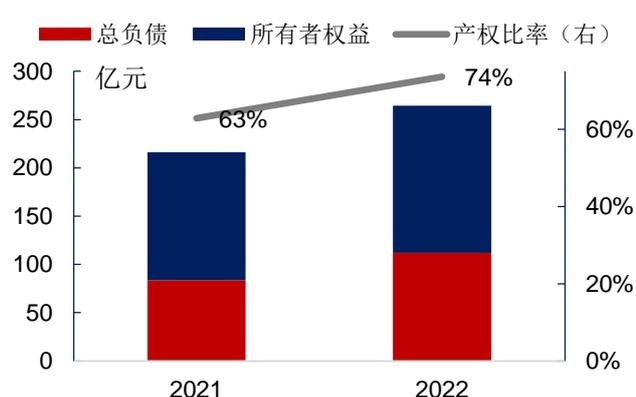
资料来源：公司提供

资本实力和资产质量

受益于股东资产注入，公司资本公积增加较多；外部支持和融资增加，带动公司资产规模持续增长。2022年公司资产仍以应收款项、项目投入形成的存货、土地、特许经营权和房屋等资产为主，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，土地、特许经营权和房屋等资产短期变现难度大，且受限资产规模较大，整体资产流动性偏弱

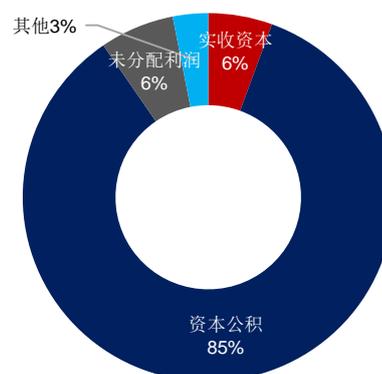
2022年受益于股东资产注入和少数股东权益增加，所有者权益持续增长，其中股东资产注入形成的资本公积占比达85%；同时，由于外部融资增加的影响，公司负债规模持续增长。综合影响下，公司总资产规模持续增长，2022年末产权比率提升至74%，所有者权益对负债的偿付保障程度略有下降。

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

公司资产以应收款项（包括应收账款和其他应收款）、存货、投资性房地产和无形资产为主，存在一定规模受限资产。截至2022年末，公司存在一定规模的受限资产，包括用于担保的待开发土地、已用于借款抵押的固定资产和无形资产。

2022年公司应收款项持续增长，形成较大的资金占用。其中，应收账款主要系代建项目工程项，主要应收对象包括当阳市房产保障中心、当阳市自然资源和规划局、当阳市财政局、资产经营公司等当地

政府单位及国企，2年以上应收账款期末余额占比约为15%，坏账准备计提较少；其他应收款主要系公司应收当阳市非税收入服务中心、当阳市财政局、当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司等政府单位及国企的往来款，2022年末前五大应收对象占比为84.13%，坏账准备计提较少，但整体期限较长。

存货系公司最主要的资产构成部分，2022年规模持续增长，但资产短期变现难度大。公司存货主要包括代建及工程施工项目成本、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65.30亿元，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基础设施项目建设投入，账面价值为26.13亿元；开发产品主要为存量保障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10.74亿元。

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，主要归属于子公司鑫源公司，采用公允价值模式计量。

截至2022年末，公司无形资产主要系土地使用权和特许经营权。其中土地使用权15.86亿元，本期大幅增加，主要系受合并范围增加、本期股东注入的股权带来的土地资产增加14.65亿元所致；特许经营权17.53亿元，包含评估价值10.05亿元的漳河故道砂石资源特许经营权。此外公司其他非流动资产中有10.67亿元水库、官网、农用地等公益性质较强的资产。

表13 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	14.11	5.34%	12.02	5.56%
应收账款	14.43	5.46%	9.20	4.25%
其他应收款（合计）	23.03	8.72%	15.51	7.17%
存货	103.48	39.16%	97.14	44.92%
流动资产合计	157.39	59.55%	135.32	62.58%
在建工程	17.86	6.76%	10.56	4.89%
投资性房地产	22.25	8.42%	21.87	10.11%
无形资产	33.40	12.64%	20.34	9.41%
非流动资产合计	106.89	40.45%	80.93	37.42%
资产总计	264.28	100.00%	216.25	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

公司营业收入主要来源于工程代建业务，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，毛利率下滑，房屋租赁及销售等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，收入大幅增加，代建等业务未来收入仍较有保障。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、自来水供应、公路收费等其他业务为公司提供了一定收入补充，业务结构呈现一定程度多元化发展。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所致，其他业务收入占比仍较小。

盈利方面，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，其他业务毛利率存在不同程度的波动。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2.02亿元，占当期利润总额的比重约为57%，对公司的利润形成较好补充。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	16.01	10.46
营业利润	3.41	3.90
其他收益	2.02	2.16
利润总额	3.52	3.90
销售毛利率	17.55%	28.11%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债仍以刚性债务为主，2022年总债务规模持续增长，期末现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数等偿债指标表现尚可，但考虑到经营活动现金流难以覆盖项目投资需求，未来项目开支和债务接续仍需持续增加外部融资将推升公司杠杆水平，未来债务压力将上升

公司负债以刚性债务为主，2022年总债务规模持续增长，面临一定债务压力。截至2022年末，公司总债务占负债总额比重为80.57%，仍以长期债务为主。按债务类型分类，公司银行借款、债券融资、非标融资比例约为71%、23%和6%。

银行借款系公司主要融资渠道。2022年公司银行借款规模大幅增长，仍以长期借款为主，长期银行借款占比约为89%，类型包括保证、抵押、质押以及多种增信方式组合的借款，平均融资成本约为4.95%，授信方包括中国银行、农业银行、农商行、工商银行等12家银行机构，截至2022年末，仍有58.64亿元未使用银行授信额度。

公司及子公司系当阳市主要发债平台公司。截至2022年末，公司债券融资主要系子公司鑫源公司发行的4只企业债券，平均融资成本约为5.61%。2023年3月，本期债券发行后，公司债券融资规模将进一步增长，本期债券发行人为公司本部，票面利率为5.8%。

公司非标融资规模持续下降，平均融资成本较高。公司非标融资主要系融资租赁借款，借款机构包

括湖北金租、远东国际租赁等，计入长期应付款，平均融资成本约为7.09%。截至2022年末，非标融资规模为5.64亿元，其中2.40亿元为一年内到期。近年公司调整融资结构，降低融资成本较高的非标融资，非标融资规模持续下降。

表15 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	4.95%	63.98	7.06	14.25	42.67
非标融资	7.09%	5.64	2.40	1.87	1.37
合计	-	90.26	13.66	20.7	55.9

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16 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	2.10	1.88%	1.34	1.61%
一年内到期的非流动负债	11.54	10.30%	8.05	9.64%
流动负债合计	31.32	27.97%	18.37	22.00%
长期借款	56.91	50.81%	37.57	45.01%
应付债券	16.45	14.68%	20.19	24.19%
长期应付款（合计）	3.55	3.17%	3.68	4.41%
非流动负债合计	80.68	72.03%	65.11	78.00%
负债合计	112.01	100.00%	83.48	100.00%
总债务	90.24	80.57%	70.83	84.85%
其中：短期债务	13.64	12.18%	9.39	11.25%
长期债务	76.60	68.39%	61.44	73.61%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年末公司资产负债率提高，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数下降但整体仍表现尚可。

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，债务压力上升。公司流动性需求主要来自项目开支和债务还本付息。其中，项目开支需求较大，且近三年公司经营活动产生的现金流量净额持续净流出，目前在建基础设施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，经营活动现金流仍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。同时公司存量债务规模较大，本息接续压力仍存。截至2022年末公司仍有58.64亿元未使用银行授信额度，为公司提供一定的备用流动性。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	42.38%	38.60%

现金短期债务比	1.03	1.28
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.83

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。跟踪期内公司董事会、监事会发生换届变动。根据公司2022年公司债券年度报告，2022年4月，公司董事会变更3人，董事长由李瑞变更为严江涛，监事会新任2人，离任1人，并于2022年6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，公司本部（报告查询日2023年5月10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；子公司鑫源公司（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。公司本部及子公司鑫源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。

八、外部特殊支持分析

公司是当阳市主要的基础设施建设、保障房建设和公用事业服务运营主体，当阳市国资局直接全资控股公司。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。当阳市国资局直接持有公司100%股权，当阳市政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对的影响力，且公司承担了当阳市主要的基础设施建设、保障房建设和公用事业服务运营职能，代建类基础设施建设和保障房业务与政府签署委托代建协议，且在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。公司提供了当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设、保障房建设等方面对宜都市政府贡献很大，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

湖北担保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信用水平

2022年6月16日，湖北担保对本期债券出具了（2022）年债保字（017-01）号担保函，约定被担保的债券为不超过7年期的企业债券，发行面额总计不超过10亿元，担保方式为全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。

湖北担保是湖北省资本金和业务规模领先的担保机构，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。后经多次增资扩股，截至2022年末湖北担保注册资本和实收资本均为75亿元，控股股东为湖北联投资本投资发展有限公司（以下简称“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”），实际控制人仍为湖北省国资委，具体股权结构如下图所示。

图 4 截至 2022 年末湖北担保股权结构图



资料来源：公开资料及湖北担保提供

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。2022年以来，湖北担保继续秉承“支持实体企业发展，促进地方经济建设”的发展思路，加大与全国部分中资银行以及主流券商、基金公司、信托公司、资产管理公司的合作力度，直接融资担保业务规模同比有较明显增长。截至2022年末，湖北担保直接融资担保余额568.85亿元，同比增长35.97%，带动湖北担保2022年末担保余额同比增长29.07%至608.85亿元。

表18 湖北担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	245.90	242.71	404.29
担保余额	608.85	471.71	525.95
其中：融资担保余额	586.28	468.21	525.85
间接融资担保余额	17.43	49.86	41.40
直接融资担保余额	568.85	418.35	484.45
非融资担保余额	22.56	3.50	0.10
融资担保责任余额	485.10	385.42	405.76
融资担保责任余额放大倍数（X）	4.64	4.17	4.65

注：业务数据口径为湖北担保本部口径。

资料来源：湖北担保提供，中证鹏元整理

目前湖北担保直接融资担保业务均为债券和资产证券化产品担保业务，截至2022年末湖北担保的担保业务已分布于全国近20个省份。债券担保业务主要分布于湖北省内以及浙江、江西、福建等经济较发达地区，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，债券担保业务规模快速增长。截至2022年末，湖北担保债券担保余额568.85亿元，在担保余额中的占比上升至97.03%。

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，其中针对中小微民营企业的新政银担业务由湖北担保持股99%的子公司湖北省中小微企业融资担保有限公司（以下简称“中小微担保”）负责。近年来湖北担保控制一般性质的贷款担保业务开展规模，积极推动新型政银担业务开展力度，与武汉市财政局、地方金融工作局、再担保集团及多家合作银行签订《湖北省新型政银担合作协议》，与再担保机构及合作银行签订《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、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2022年末，湖北担保本部间接融资担保余额为17.43亿元，受新型银证担业务自2022年开始全部交由中小微担保负责影响，本部间接融资担保余额同比显著下降，但同时中小微担保2022年末间接融资担保余额同比增304.65%至57.38亿元。

针对非融资担保业务，2021年湖北担保设立了保函业务部专职开展非融资担保业务，2022年湖北担保积极利用湖北省政府招投标项目信息化建设的推进，加大保函业务开展力度，同时尝试与工程咨询公司合作设立代理制度进行项目拓展，带动非融资担保业务规模快速增长。截至2022年末，湖北担保非融资担保余额22.56亿元，相当于2021年末的6.45倍。

2022年湖北担保当期担保代偿额0.81亿元，主要为中小微担保业务产生的代偿项目，当期担保代偿

率为0.72%，同比略有上升，但仍处于相对较低水平。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2022年末，湖北担保累计代偿回收率为39.10%，整体回收情况一般。在宏观经济增长承压的背景下，中小企业经营压力较大，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。截至2022年末，湖北担保拨备覆盖率为257.34%，同比增长27.10个百分点。

受益于对外融资规模增加和经营积累影响，2022年湖北担保资产总额保持增长，截至2022年末湖北担保资产总额183.19亿元，同比增长21.75%。湖北担保资产主要由货币资金、委托贷款、其他应收款、债券投资和长期应收款构成。截至2022年末，湖北担保货币资金规模为35.91亿元，其中受限资金7.64亿元，为存出保证金4.48亿元和3.16亿元不可转让大额存单。截至2022年末，湖北担保委托贷款账面余额为9.94亿元，其中前五名单位账面余额合计8.92亿元，集中度高，需持续关注湖北担保委贷风险控制情况；已计提减值准备1.61亿元，账面价值为8.33亿元。其他应收款主要为联投集团往来款和应收代偿款，账龄主要在1年以内，截至2022年末为27.82亿元，较2021年末增长151.12%，为提高资金运营效率，联投集团加大对财务管控力度，2022年末湖北担保应收联投集团往来款规模同比显著增长至22.05亿元。

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，2022年以来债权投资规模进一步增长。截至2022年末，湖北担保债权投资余额67.32亿元，其中债券投资、理财产品和信托计划产品分别为38.65亿元、20.37亿元和8.29亿元，已计提减值准备1.20亿元，账面净额为66.11亿元，同比增长11.40%。湖北担保的长期应收款为湖北担保合计持股80%的控股子公司湖北省融资租赁有限责任公司（以下简称“湖北租赁”）的应收融资租赁款，截至2022年末账面价值为41.54亿元，同比增长79.44%，主要原因系当年湖北租赁的租赁业务投放力度较大所致，同期末湖北租赁无不良类租赁项目。

截至2022年末，湖北担保本部口径 I级资产、II级资产之和与资产总额扣除应收代偿款的比例为72.95%，I级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为60.57%，III级资产与资产总额扣除应收代偿款的比例为27.05%；三级资产占比均符合《融资担保公司监督管理条例》的规定。

湖北担保负债主要由有息负债和担保业务准备金构成，随着湖北租赁的租赁业务规模上升对融资需求加大以及湖北担保担保业务的持续发展，2022年湖北担保负债总额快速增长，截至2022年末湖北担保负债总额49.55亿元，同比增长61.77%，其中有息负债合计33.17亿元，借款人主要为湖北租赁，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计10.31亿元，同比增长19.41%。

受益于经营利润积累，2022年湖北担保所有者权益规模持续增强，此外2022年湖北担保发行了6.00亿元永续债，对资本补充也形成了帮助。截至2022年末，湖北担保所有者权益合计133.64亿元，同比增长11.52%。截至2022年末，湖北担保融资担保责任余额放大倍数为4.64倍，同比有所上升但仍处于相对较低水平。

湖北担保收入主要来自担保业务、自有资金投资业务以及融资租赁业务，其中投资业务收入计入投资收益项目。受益于担保业务规模的增长，2022年湖北担保实现已赚保费9.10亿元，同比增长5.55%；

湖北担保利息收入主要来自融资租赁业务收入，随着租赁业务规模的上升，湖北担保利息收入快速增长，2022年湖北担保利息收入2.58亿元，相当于2021年的2.01倍。在以上因素的综合作用下，2022年湖北担保营业总收入同比增长10.74%至12.50亿元。湖北担保投资收益主要为债权投资持有期间的利息收益，2022年投资收益同比下降40.14%至2.62亿元。湖北担保营业总成本主要由提取赔偿准备金以及财务费用和管理费用构成。2022年以来湖北担保的担保业务规模同比有较明显增长，当年提取的担保赔偿准备金保持在较高水平，2022年提取赔偿准备金为1.34亿元。随着对外融资规模的上升，湖北担保利息支出持续增长，但受益于利息收入的上升，2022年湖北担保财务费用同比有所下降。2022年，湖北担保加大了费用管控力度，当年管理费用同比下降7.01%。从盈利指标来看，尽管2022年湖北担保投资收益规模同比有所下降，但受益于营业总收入的增长和成本费用支出的下降，2022年湖北担保主要利润规模指标同比均有不同程度增长。2022年，湖北担保净资产收益率为6.17%，同比基本保持稳定。

表19 湖北担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
资产总额	183.19	150.46	145.76
货币资金	35.91	43.16	36.82
应收代偿款净额	5.22	4.50	2.83
所有者权益合计	133.64	119.83	112.63
营业总收入	12.50	11.29	8.26
投资收益	2.62	4.38	4.82
净利润	7.82	7.23	8.00
净资产收益率	6.17%	6.22%	7.37%
累计担保代偿率	0.74%	0.74%	0.78%
累计代偿回收率	39.10%	39.96%	48.62%
拨备覆盖率	257.34%	230.24%	307.80%

资料来源：湖北担保 2020-2022 年审计报告及湖北担保提供，中证鹏元整理

湖北担保作为湖北省资本金和业务规模领先的担保机构，间接控股股东为联投集团，实际控制人为湖北省国资委，联投集团综合实力强，近年来在资金、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2022年末，联投集团资产总额为2,859.92亿元，所有者权益合计593.19亿元；2022年实现营业总收入944.66亿元，净利润29.77亿元。

综上，湖北担保为湖北省重要的担保机构，资本实力强，整体资产流动性较好，2022年以来担保业务规模继续增长，融资担保放大倍数相对较低，业务发展空间较大；同时中证鹏元也关注到湖北担保债券担保业务行业和区域集中度较高、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本期债券的安全性。

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位于上游，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，公司是当阳市主要的基础设施建设、安置房建设、以及公用事业服务主体，平台地位高，工程代建业务仍有较大规模待结算成本，且公用事业服务板块各项业务具有一定的区域专营性。一方面，公司资金大量沉淀于应收款项、项目投入成本、房屋建筑物、土地等资产，且存在一定规模受限资产和公益性资产，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；总债务持续增长，未来随着外部融资增加，债务压力将上升。另一方面，2022年公司继续在资产注入、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。

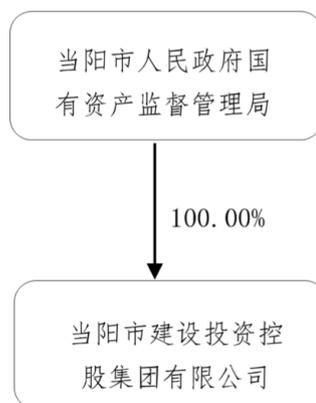
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	14.11	12.02	11.88
存货	103.48	97.14	90.75
流动资产合计	157.39	135.32	125.39
固定资产	11.04	11.54	16.07
在建工程	17.86	10.56	4.40
无形资产	33.40	20.34	16.90
非流动资产合计	106.89	80.93	67.23
资产总计	264.28	216.25	192.62
短期借款	2.10	1.34	0.18
一年内到期的非流动负债	11.54	8.05	8.86
流动负债合计	31.32	18.37	18.19
长期借款	56.91	37.57	25.80
应付债券	16.45	20.19	13.98
长期应付款	3.25	3.68	2.77
非流动负债合计	80.68	65.11	46.26
负债合计	112.01	83.48	64.45
其中：短期债务	13.64	9.39	9.04
总债务	90.24	70.83	51.59
所有者权益	152.27	132.77	128.17
营业收入	16.01	10.46	6.99
营业利润	3.41	3.90	3.48
其他收益	2.02	2.16	1.75
利润总额	3.52	3.90	3.48
经营活动产生的现金流量净额	-0.92	-6.41	-4.76
投资活动产生的现金流量净额	-5.97	-8.36	-3.39
筹资活动产生的现金流量净额	8.98	14.91	10.16
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	17.55%	28.11%	29.73%
资产负债率	42.38%	38.60%	33.46%
短期债务/总债务	15.11%	13.26%	17.53%
现金短期债务比	1.03	1.28	1.31
EBITDA（亿元）	4.95	5.50	4.50
EBITDA 利息保障倍数	1.18	1.83	2.30

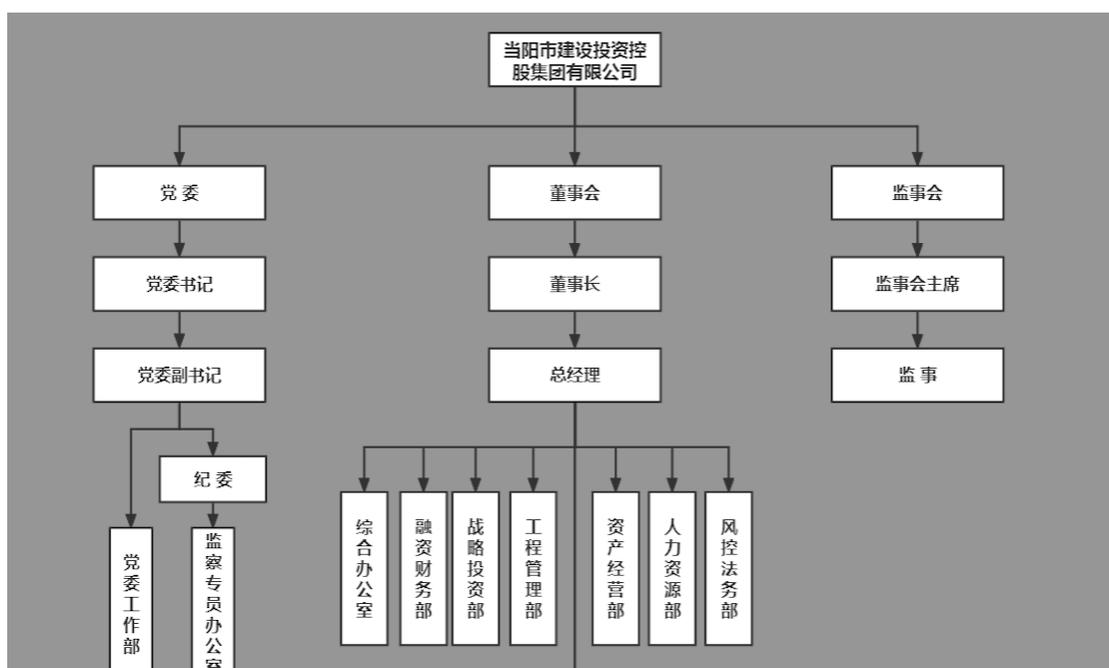
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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 2022 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（%）	业务性质
当阳市鑫源投资开发有限责任公司	51,182.17	100.00	商务服务业
当阳市鑫泉产业开发有限公司	50,000.00	100.00	房地产业
当阳市鑫瀚旅游投资开发有限公司	50,000.00	100.00	商务服务业
当阳市建投资产经营有限公司	14,285.00	70.00	商务服务业
当阳市沮漳农业投资建设有限公司	50,000.00	100.00	生态保护和环境治理业
当阳市同创产业发展股权投资基金(有限合伙)	22,400.00	79.00	资本市场服务
当阳市建投地产有限公司	5,000.00	100.00	房地产业
当阳建投项目建设管理有限公司	5,000.00	100.00	专业技术服务
当阳市建投旅游投资有限责任公司	30,000.00	100.00	公共设施管理业

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附录五 湖北担保主要财务数据和财务指标（合并口径）（单位：亿元）

财务数据	2022年	2021年	2020年
货币资金	35.91	43.16	36.82
委托贷款	8.33	10.82	9.90
其他应收款	27.82	11.08	19.56
债权投资	66.12	59.35	0.00
长期应收款	41.54	23.15	14.81
资产总额	183.19	150.46	145.76
未到期责任准备金	5.02	4.21	4.41
担保赔偿准备金	5.28	3.94	2.58
一年内到期的非流动负债	11.04	0.54	0.46
应付债券	8.99	13.98	13.96
负债合计	49.55	30.63	33.14
实收资本	75.00	75.00	75.00
其他权益工具	5.99	0.00	0.00
未分配利润	39.39	33.26	27.19
所有者权益合计	133.64	119.83	112.63
营业总收入	12.50	11.29	8.26
营业总成本	5.24	5.39	3.41
投资收益	2.62	4.38	4.82
信用减值损失	0.12	(1.18)	0.00
营业利润	10.24	9.22	10.08
利润总额	10.38	9.54	10.81
净利润	7.82	7.23	8.00
经营和财务指标	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	608.85	471.71	525.95
其中：融资担保余额	586.28	468.21	525.85
间接融资担保余额	17.43	49.86	41.40
直接融资担保余额	568.85	418.35	484.45
非融资担保余额	22.56	3.50	0.10
融资担保责任余额	485.10	385.42	405.76
融资担保放大倍数	4.64	4.17	4.65
净资产收益率	6.17%	6.22%	7.37%
当期担保代偿率	0.72%	0.65%	0.00%
累计担保代偿率	0.74%	0.74%	0.78%
累计代偿回收率	39.10%	39.96%	48.62%
拨备覆盖率	257.34%	230.24%	307.80%
I级资产占比	60.57%	59.01%	63.73%

资料来源：湖北担保 2020-2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

附录六 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

附录七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。