

# 2022年湖北省宜都市国通投资开发有限责任公司 县城新型城镇化建设专项企业债券 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：

# 2022年湖北省宜都市国通投资开发有限责任公司县城新型城镇化建设专项企业债券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
22国通债/22国通专项债	AA+	AA+

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：宜都市系湖北省承东启西的重要长江口岸，区位和交通优势助力当地工业发展，地区经济发展水平较高。宜都市国通投资开发有限责任公司（以下简称“宜都国通”或“公司”）实际控制人是宜都市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“宜都市国资局”），公司承担了宜都市基础设施建设及公用事业运营职能，平台地位较高，业务持续性较好，且继续获得外部大力的支持，且保证担保仍能提升“22国通债/22国通专项债”（本文又称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资金仍大量沉淀于应收账款、项目投入成本和无形资产，资产流动性较弱，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，且总债务持续增长，杠杆水平较高，面临一定的债务压力等风险因素。

## 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重要，业务保持较好的持续性，且仍将持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023年06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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	456.39	446.31	384.03	325.83
所有者权益	196.03	195.30	162.66	141.51
总债务	--	193.26	174.32	152.81
资产负债率	57.05%	56.24%	57.64%	56.57%
现金短期债务比	--	0.72	0.99	1.00
营业收入	11.85	32.89	33.03	20.21
其他收益	0.80	4.54	4.12	3.31
利润总额	0.93	3.14	3.29	2.86
销售毛利率	14.22%	12.05%	10.18%	13.04%
EBITDA	--	6.57	6.49	5.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.42	1.05	1.07
经营活动现金流净额	1.89	7.16	10.54	0.59

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告和未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **宜都市系湖北省承东启西的重要长江口岸，区位和交通优势助力工业发展，地区经济发展水平较高。**宜都市地处长江中游鄂西南，交通便利，依托优越的区位和交通条件形成了较好的工业基础；近年来宜都市人均 GDP 很高，地区生产总值和财政收入位列宜昌市各县第一，入选全国百强县及全国县域工业百强，工业基础较好，产业结构多元化，同时财政实力持续提升，财源质量较好。
- **公司平台重要性高，业务持续性仍较好。**公司实际控制人是宜都市国资局，公司承担了宜都市重要的基础设施建设及公用事业运营职能，平台地位较高；基础设施建设项目储备较多，且尚有较大规模的待结算成本，业务持续性较好；公用事业服务板块各项业务具有一定的区域专营性，为业务持续开展提供了有力支撑。
- **公司继续获得外部的较大力度支持。**2022 年宜都市人民政府向公司无偿划入砂石资源处置经营权、生态渔业特许经营权、供水管网等资产，合计增加公司资本公积 21.25 亿元；此外，2022 年公司继续获得政府补贴合计 4.54 亿元，占当期利润总额的比重约为 144%，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，由武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供全额不可撤销的连带责任保证担保仍能提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资金仍大量沉淀于应收账款和项目投入成本、以及特许经营权和土地等无形资产，且受限资产规模较大，资产流动性较弱。**截至 2022 年末，公司应收账款、在建工程和无形资产占公司总资产比重合计约为 63%，其中应收账款回款时间存在不确定性；在建工程项目投入回报周期长，形成较大资金占用；无形资产中存在较多低收益或无收益资产。同时，2022 年末公司受限资产规模较大，占资产总额比重约为 10%。
- **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。**截至 2022 年末，公司主要基础设施建设项目尚需投资规模较大，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。
- **公司总债务持续增长，杠杆水平较高，面临一定的债务压力。**公司负债仍以刚性债务为主，2022 年以来总债务规模持续增长，资产负债率仍较高，债务期限结构仍以长期为主，但短期债务规模较大，未来随着债务到期，将面临一定的债务接续压力。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	5/7
	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	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

- 公司是宜都市重要的基础设施建设及公用事业运营主体。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宜都市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与宜都市政府的联系非常紧密，以及对宜都市政府非常重要。同时，中证鹏元认为宜都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+/22 国通债/22 国通专项债	2022-05-31	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>

### 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
22 国通债/22 国通专项债	12.00	12.00	2022-05-31	2029/6/28

## 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

22国通债/22国通专项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
22国通债/22国通专项债	2022/6/28	12.00	7年	7.5亿元拟用于宜都市现代高端装备制造产业基地项目，4.5亿元拟用于补充公司流动资金	2.13

注：22国通债/22国通专项债募集资金账户共3个，账户一余额查询时间为2023年5月17日，账户二、账户三查询时间为2023年5月18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、注册资本和实收资本均未发生变化。公司注册资本和实收资本仍为7.41亿元，实际控制人仍为宜都国资局，控股股东仍为宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司（以下简称“宜都国投”）。2022年控股股东宜都国投分别以出资额平价的2,050万元、2,600万元回购中国农发重点建设基金有限公司、国开发展基金有限公司的2.7665%、3.5087%股权，截至2023年3月末，公司控股股东持有公司股权提升至89.95%，少数股东中国农发重点建设基金有限公司、国开发展基金有限公司分别持有公司股权2.76%、7.29%，均属于明股实债。2022年6月公司任命胡晓波为总经理。

跟踪期内，公司仍系宜都市主要的基础设施建设及公用事业运营主体，承担了宜都市主要的基础设施建设和公用事业运营职能。截至2023年3月末，公司纳入合并报表范围内的一级子公司共17家，详见附录四。

## 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。

## 区域环境

**宜都市系湖北省承东启西的重要口岸，依托长江河道及口岸形成交通优势，近年来经济发展水平较高，入选全国县域经济百强和全国工业百强县，工业对区域经济增长的支撑作用突出，财政收入持续增长，财源质量较好**

**区位特征：宜都市地理位置优越，交通便利，地区城镇化和居民生活水平较高。**宜都市系湖北省直辖县级市，由宜昌市代管，位于长江中游鄂西南部，属三峡宜昌“半小时经济圈”，地处鄂渝湘三省交界处，是湖北省承东启西的重要口岸。宜都市交通网络发达，境内拥有50公里深水航道，两座长江大桥、两座清江大桥，从市区到三峡机场只需20分钟，焦柳铁路、宜万铁路和沪蓉高速贯穿全境，水路空立体交通格局基本形成。宜都市境内蕴含矿产资源20余种，开发价值较大主要系建筑材料资源，包括石灰石、粘土、白云石、大理石、石英砂、煤、铁等。宜都市下辖8镇1乡1街道2个管委会，设有1个省级宜都高新科技产业园区开发区，2022年末宜都市常住人口35.8万人。宜都市居民城镇化及生活水平程度较高，2020年曾入选全国县城新型城镇化建设示范县（市），2022年宜都市城镇化率达60.44%，全面小康指数居全省第1位、全国第26位。



图 1 宜都市区位图



资料来源：宜都市政府官网

**经济发展水平：**宜都市经济总量位列宜昌市首位，连续多年入选全国县域百强，经济发展水平较高，工业、固定资产投资、进出口对区域经济增长贡献较大，人均 GDP 很高。近年宜都市经济发展较好，入选 2022 年赛迪百强县，较 2021 年上升 9 为至 68 位。2022 年宜都市全市地区生产总值保持增长，经济总量位列宜昌市各区县首位。产业结构方面，宜都市三次产业结构比由 2021 年核实后的 8.0:48.8:43.2 调整为 2022 年的 7.9:53.3:38.8，第二产业贡献较大。近年宜都市人均生产总值远高于全国平均水平，人均经济发展水平较高。从经济增长的驱动因素来看，2022 年宜都市工业、固定资产投资、进出口总额有效拉动地区经济增长，全年规模以上工业增加值增长 16.6%，且全年固定资产投资、进出口总额均同比增幅较大。此外，在全国房地产市场行情低迷的背景下，2022 年房地产开发及销售仍保持高景气度，全年房地产开发项目投资同比增长 7.1%，全年完成商品房销售面积同比上升 13.0%，销售额提升 21.6%。

表 2 2022 年宜昌市部分区县市经济财政指标情况（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
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
当阳市	628.6	6.5%	150,196	14.58	15.47

远安县	221.1	5.5%	118,680	10.10	1.58
长阳土家族自治县	195.5	4.5%	52,003	6.18	3.39
五峰土家族自治县	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：各县市国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告和政府网站等，中证鹏元整理

**表3 宜都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）	900.3	7.6%	800.06	19.7%	643.02	9.3%
固定资产投资	503.5	24.4%	403.9	28.0%	-	-23.5%
社会消费品零售总额	172.6	4.1%	165.91	29.8%	127.87	-18.6%
进出口总额	61.2	49.2%	41.03	50.0%	27.36	-14.9%
人均 GDP（万元）	251,489		223,793		167,410	
人均 GDP/全国人均 GDP	293.46%		275.03%		233.07%	

注：“-”表示未获取相关数据。

资料来源：宜都市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**宜都市工业基础较好，产业结构多元化，形成精细化工、生物医药、装备制造、新能源新材料、食品加工、电子信息六大支柱产业。宜都市充足的水电、交通、资源为发展高耗能的大型工业项目提供了良好的条件，化工产业是宜都市第一大支柱产业。近年受“长江大保护”战略影响，宜都市政府推进沿江化工企业“关改搬转治绿”，以产业园区为主要载体，引导企业形成“循环化、绿色化、高端化、精细化”产业聚集。根据宜都市十四五规划，目前宜都市生物医药产业园、化工园、双创园等园区正加速成型，形成了精细化工、生物医药、装备制造、新能源新材料、食品加工、电子信息六大支柱产业，其中精细化工、生物医药产业链成为主攻方向。宜都市代表工业企业包括兴发化工、全鑫精密锻造、氢阳控股、东阳光药业、民生药业等地区纳税大户。近年宜都市工业经济发展保持强劲，是带动区域经济增长的核心引擎，2022 年跻身中国县域工业百强第 75 位。2022 年全年累计完成工业产值 1,321.49 亿元，同比增长 24.4%。

**财政及债务水平：**近年宜都市一般公共预算收入持续增长，财源质量较好，但自给能力一般。2022 年宜都市实现一般公共预算收入 22.52 亿元，同比增长 12.57%，扣除增值税留抵退税因素，可比增长 21.1%。近年区域税收主要来源于增值税、企业所得税和个人所得税，宜都市工业发展较好，税源持续性较好，全年税收收入占一般公共预算收入的比例维持较高水平。2022 年宜都市房地产行情较好，政府性基金收入持续增长。2022 年宜都市财政自给率为 46.71%，财政自给能力偏弱。区域债务方面，近年宜都市地方政府债务余额持续扩张，2022 年末地方政府债务限额为 80 亿元。

**表4 宜都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	22.52	20.00	14.68
税收收入占比	80.94%	81.92%	80.57%

财政自给率	46.71%	50.67%	31.12%
政府性基金收入	17.06	16.56	13.29
地方政府债务余额	76.85	63.48	50.19

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：宜都市2020年及2021年政府决算公开和附表，宜都市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：**宜都国通作为宜都市主要投融资平台，系宜都市唯一已公开发债平台，业务涵盖区域内多个领域的基础设施建设、国有资产运营等职能。

## 五、经营与竞争

公司系宜都市主要的基础设施建设及公用事业运营主体，基础设施建设项目储备仍较多，业务持续性较好，但同时带来较大资金压力；保障房业务存量项目较少，未来收益存在不确定性；公用事业服务板块具有较强的区域专营性，形成一定收入补充

公司承担宜都市主要的基础设施建设和公用事业运营职能，营业收入主要来源于工程建设收入，包括基础设施建设和保障房业务，2022年末收入合计占比为82.75%，此外商品房、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年公司营业收入较为稳定。其中，基础设施建设结算项目较大，收入大幅增长；保障房建设存量在建项目较少，收入同比大幅下降；商品房业务、水电业务、公路运营业务、自来水供应业务及其他业务收入存在不同程度波动，但收入规模仍较小。

毛利率方面，近年公司毛利率小幅增长，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。

2023年1-3月，公司营业收入和毛利率均有所提升，收入结构未发生重大变化。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-3月			2022年			2021年		
	金	占比	毛利率	金	占比	毛利率	金额	占比	毛利
工程建设收入	8.55	72.16%	14.73%	27.22	82.75%	13.54%	27.70	83.86%	11.34%
其中：基础设施建	6.58	55.47%	18.65%	26.72	81.25%	13.78%	12.48	37.78%	13.38%
保障房建设	1.98	16.69%	1.71%	0.49	1.50%	0.48%	15.22	46.08%	9.67%
商品房收入	0.48	4.07%	13.01%	1.55	4.70%	10.20%	1.51	4.57%	13.87%
水电收入	0.01	0.09%	-	0.30	0.90%	2.00%	0.52	1.56%	25.74%
公路运营收入	0.04	0.33%	97.96%	0.34	1.02%	-62.12%	0.44	1.34%	-26.21%
自来水供应收入	0.08	0.68%	1.20%	0.58	1.76%	18.43%	0.37	1.13%	14.19%
其他收入	2.69	22.67%	13.99%	2.92	8.87%	7.45%	2.49	7.54%	-2.28%
合计	11.85	100.00%	14.22%	32.89	100.00%	12.05%	33.03	100.00%	10.18%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （一）基础设施建设

公司以委托代建模式承担宜都市大量基础设施建设项目，2022年基础设施建设业务收入大幅增长，业务持续性较好，同时公司自营模式项目较多，未来收益存在不确定；整体在建项目投资规模较大，面临较大资金压力

跟踪期内公司基础设施建设项目委托代建业务模式稳定。公司系宜都市主要的基础设施建设和投融资主体，基础设施建设业务主要由本部及其全资子公司宜都市三立路桥工程建设有限责任公司、宜都市供水有限公司负责，建设模式包含委托代建和自营。委托代建模式下，公司与宜都市人民政府于2012年12月签订合同，公司受托负责宜都市包括招商引资配套项目、城市基础设施建设项目、公益设施项目、工业园区基础设施配套项目和保障性住房建设项目的工程建设任务，宜都市人民政府按照公司实际工程成本（工程支付价款、项目管理费、借款利息、税金等）加20%支付工程款，按年结算，工程完工并经中介机构审验后，支付剩余工程尾款。根据合同，宜都市人民政府根据全市经济发展需要，每年安排不少于3亿元工程建设项目，业务持续性较好。

2022年公司基础设施建设业务结算收入大幅增长，但未来项目结算和收入确认仍存在一定不确定性。2022年公司通过委托代建模式实现基础设施建设收入26.72亿元，同比大幅增长，主要系当期公司继续加快推进项目建设和结算，项目结算较多所致，毛利率相对稳定。截至2022年末，公司委托代建模式的主要在建基础设施代建项目包括宜都市独立工矿区转型发展创业园基础设施配套项目、宜都市矿区搬迁安置区和就业园区快速通道工程等，由于综合开发建设项目结算时间受宜都市政府财政安排、项目建设和结算影响较大，公司基础设施建设业务建设和结算周期长，未来收入结算时间和规模存在一定的不确定性。

自营建设模式下，项目建设资金由公司自筹，建成后产权归公司所有，公司将通过项目的经营或销售产生收益。自营模式下主要在建项目包括青林古镇项目、宜都市高新技术产业创新示范基地建设项目等。其中，本期债券募投项目为宜都市现代高端装备制造产业基地项目，目前已投资3.23亿元，建成后将通过厂房销售和租赁、停车场和广告产生收入。但公司自营项目较多，未来若出现建设进度滞后、收入测算偏高、或招商引资情况不佳等因素，可能存在收益不及预期风险。

公司大量在建项目投资规模较大，带来较大的资金压力。截至2022年末，公司主要基础设施项目（包含委托代建和自营模式）总投资合计60.07亿元，尚需投资22.33亿元，投资资金需求较大。

**表6 截至 2022 年末公司主要基础设施建设项目（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投金额	建设模式
宜都市矿区搬迁安置区和就业园区快速通道工程	5.00	3.37	代建
宜都市独立工矿区转型发展创业园基础设施配套项目	3.80	0.71	代建
宜都市青林古镇开发建设项目（青林古镇一期及二期配套部分）	6.85	5.88	自营
宜都市高新技术产业创新示范基地建设项目	15.20	12.29	自营

宜都市现代高端装备制造产业基地项目（本期债券募投项目）	11.73	3.23	自营
宜都市特色化工园建设及生态治理项目（一期）	10.30	8.41	自营
宜都市三峡长江经济带柑橘全产业链融合发展示范区基础设施配套工程项目	3.73	1.28	自营
清江（宜昌）康养产业实验区、陆城城区停车场建设项目	3.46	2.57	自营
<b>合计</b>	<b>60.07</b>	<b>37.74</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

## （二）保障房业务

**公司保障房业务存量项目较少，2022年保障房业务收入大幅减少，未来自营模式的保障房业务收益存在一定不确定性**

跟踪期内公司保障房业务模式稳定。公司保障性住房业务主要由全资子公司长天公司和其他子公司负责，本部在保障房建设业务中仅承担对外发包及项目投融资职能，不具有保障房开发资质。公司保障房业务模式建设模式包含委托代建和自营。委托代建模式下，根据合同约定，公司作为总承包商，承担的建设任务包含保障性住房项目，结算方式按照保障房项目实际工程成本加成20%支付工程款项，按季结算。工程完工验收后，以审验后总投资额为计算依据向公司支付剩余工程尾款，但实际操作中保障房业务回款存在一定滞后。自营模式下，公司自筹项目资金，建成后根据政府安排进行定向销售，以略低于当地商品房均价的价格（政府指导价格）面向拆迁户进行定向销售，可实现住宅销售收入、车位销售收入、车位租赁收入、物业费收入等。

2022年公司委托代建模式结算保障房项目较少，收入大幅减少。由于前期公司与政府已大量结算了委托代建保障房项目、叠加存量委托代建保障房项目较少，2022年公司保障房收入实现0.49亿元，同比大幅减少，且本期结算代建尾款收入较少、支付施工方工程款较多，毛利率水平较低。

公司存量保障房项目较少，未来保障房业务收益存在不确定性。截至2022年末，公司主要在建保障房项目仅有宜都市三江新城四期（三江村城中村）棚户区改造项目，采用定向销售的自营模式，储备项目较少。该项目对宜都市周家台子城中村 639 户居民进行货币化安置，规划房屋拆迁面积 8.1 万平方米。但考虑到公司定向销售的自营模式价格低于市场均价，若未来市场行情低迷，保障房建设和销售进度不及预期，未来收益存在不确定性

**表7 截至 2022 年末公司主要在建保障房项目（单位：亿元）**

项目名称	投资总额	已投金额	建设模式
宜都市三江新城四期(三江村城中村)棚户区改造项目	5.61	4.65	自营

资料来源：公司提供

## （三）商品房业务

**公司商品房业务规模较小，在售项目销售进度良好，但盈利能力一般**

公司商品房业务储备项目较少，但在售项目销售情况良好。近年公司自主开发了商品房业务，由二

级子公司宜都市中一实业有限公司（以下简称“中一实业”）负责，目前公司房地产开发项目主要集中在宜都市陆城街道，以民用住宅为主。目前公司主要在售商品房项目为2022年完工的天赐龙庭二期，该项目总投资3.00亿元，截至2022年末销售进度达到81.23%，累计已回款2.68亿元。截至2022年末，公司在建商品房项目为厚德首府1个，该项目规划建设期为2021-2026年，计划完工后公开销售，建设面积15万平方米，总投资5.50亿元。2022年公司实现商品房收入1.55亿元，较2021年小幅增长，主要来源于天赐龙庭二期等存量项目销售交付，毛利率为10.20%，盈利能力一般。

**表8 截至 2022 年末公司主要商品房项目情况（单位：亿元）**

项目名称	总投资	已投入
厚德首府	5.50	2.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

#### （四）其他公用事业服务板块（水电业务、自来水供应、公路运营）

公司公用事业服务板块具有较强的区域专营性，对营业收入形成一定的补充，但由于公益性较强，整体收入规模较小，且公路运营仍处于亏损状态

公司作为宜都市主要国有资产管理主体，承担了宜都市大部分公用事业服务职能。公司公用事业服务主要包括水力发电业务、公路收费业务、自来水业务以及土地整理业务，为公司营业收入提供了一定补充，但受限于业务公益性质，收入规模较小且盈利能力偏弱。

公司水力发电业务具有较强区域专营性，但业务收入和毛利率易受当地降雨量影响，存在波动。该业务由子公司湖北宜都市熊渡电业有限公司（以下简称“熊渡电业公司”）负责运营，熊渡电业公司是以渔洋河流域梯级开发为主体的水电企业，具有较强区域专营性，其下辖熊渡电厂、聂河电站、香客岩电站三个电站，总装机容量44,770千瓦，年发电量11,143.38万千瓦时。电价收费依据湖北省物价局鄂价环资函〔2016〕40号文件指导电价372.13元/兆瓦时（含税）确认。2022年，公司水电收入和毛利率均大幅下降，主要系水力发电量易受到降雨量较少等影响所致，预计未来该业务仍存在波动。

公司系宜都市唯一供水企业，业务收入规模较小但相对稳定。公司自来水供应业务由二级子公司宜都市供水有限公司（以下简称“供水公司”）负责运营。供水公司是宜都市区域内唯一的供水企业，具有较强区域专营性，供水范围涉及陆城、枝城、红花、高坝洲、姚家店、五眼泉、松木坪、聂家河、王家畈、潘家湾等10个乡镇137个村及社区，用水人口达34万多人。截至2022年末，供水公司下辖3座水厂、8座供水加压站，日综合供水能力16.5万吨，供水主管网长达574.40公里。2022年，公司自来水供水业务收入增幅较大，主要系工业用水增加所致，毛利率因供水收入结构变化而小幅提升。

公司负责宜都市陆渔一级公路运营，公路收费存在一定波动，且成本摊销较大导致业务亏损。公司公路运营业务主要由子公司宜都市中路建设开发有限公司负责，在管理公路主要系陆渔一级公路，属于政府还贷性收费公路。陆渔一级公路自2013年9月起开始收费，收费期限20年，全长51.67公里，系公司

目前唯一收费公路。2022年公司公路通行费收入有所下滑，主要系车流量减少所致。公司公路资产建设综合成本摊销仍较大，导致公路收费业务持续亏损。

### （五）外部支持

**作为宜都市的重要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**

公司承担了宜都市大量的基础设施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宜都市政府较大的支持。

2022年6月，根据都国通文[2022]3157号及宜都市政府办公室批复文件，宜都市政府将市域管辖权内江河湖库生态渔业特许经营权授予公司，增加公司资本公积6.15亿元<sup>1</sup>；2022年10月，根据都国通文[2022]73号文及宜都市政府办公室批复文件，宜都市政府将宜都市域内各乡镇农村供水管网资产无偿划拨给公司，增加公司资本公积6.69亿元<sup>2</sup>；同月，宜都市政府下发《宜都市人民政府关于授予建设项目砂石资源处置经营权的通知》将宜都市化工园二期A、B地块砂石资源处置经营权授予公司，经营期限为30年，增加公司资本公积6.91亿元<sup>3</sup>。此外，2022年公司继续获得政府补贴合计4.54亿元，占当期利润总额的比重约为144%，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

以下分析基于公司公开披露的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月未经审计财务报表。报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并范围新增1家一级子公司，无合并范围一级子公司减少情况，详见下表。2023年一季度，合并范围无变化。截至2023年3月末，公司合并范围一级子公司共17家，详见附录四。

**表9 2022年公司合并报表范围一级子公司变化情况（单位：万元）**

#### 1. 新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	纳入合并报表原因

<sup>1</sup> 根据湖北华审资产评估土地房地产估价有限公司出具的评估报告（鄂华审资评【2022】134号），宜都市域管辖权内江河湖库生态渔业特许经营权评估价值为6.15亿元。

<sup>2</sup> 根据湖北亚隆资产评估咨询有限公司出具的评估报告（鄂亚隆评报字【2022】第121号），宜都市域内各乡镇农村供水管网资产评估价值为6.69亿元。

<sup>3</sup> 经湖北华审资产评估土地房地产估价有限公司出具的评估报告（鄂华审资评【2022】229号），宜都市化工园二期A、B地块砂石资源处置经营权评估价值为6.91亿元。

宜都市国储环保科技有限公司	10,000.00	100.00%	非金属矿物制品业	新设
---------------	-----------	---------	----------	----

## 2. 划出公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	划出合并报表原因
-------	------	------	------	----------

无

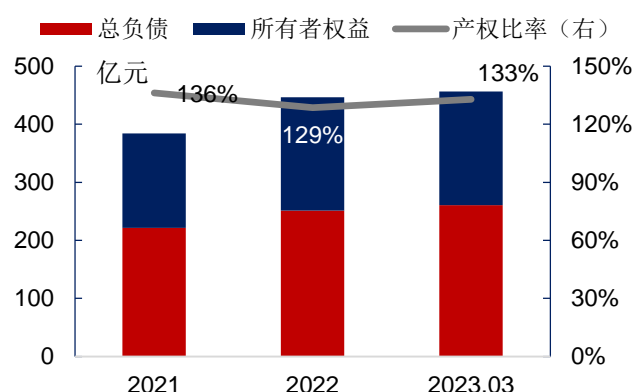
资料来源：公司 2022 年审计报告和公开查询，中证鹏元整理

### 资本实力与资产质量

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年末公司资产仍以货币资金、项目投入形成的应收款和在建工程、以及特许经营权、土地等无形资产为主，其中应收账款和在建工程占用资金较多，应收账款回款存在不确定性，在建工程投入短期变现难度大，无形资产存在较多低收益或无收益资产，整体资产流动性偏弱

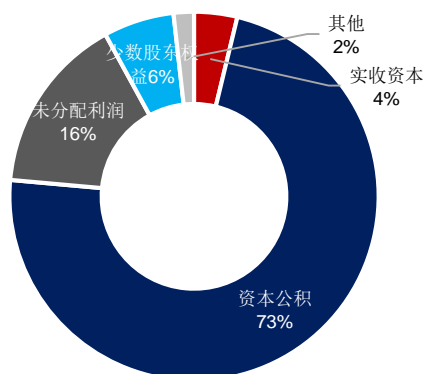
2022年受益于股东资产注入和少数股东权益增加，所有者权益持续增长，其中资本公积占比达73%；由于外部融资和往来应付款规模增加的影响，公司负债规模持续增长。综合影响下，公司总资产规模持续增长，2023年3月末产权比率为133%，所有者权益对负债的偿付保障程度仍较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以货币资金、代建项目形成应收款和在建工程、以及特许经营权和土地等无形资产为主，受限资产规模较大。截至2022年末，上述资产占公司总资产比重约为74%。此外，截至2022年末，公司受限资产合计45.53亿元，占期末总资产的比重约为10%，包括因定额存单、保证金受限的18.80亿元货币资金、已用于抵质押的1.96亿元房屋建筑物、19.24亿元公路收费权、5.52亿元的土地资产。

公司货币资金规模较大，但也存在较大规模受限情况。公司货币资金主要为银行存款，2022年末货币资金余量同比小幅增加，均较上年末大幅增长，其中银行存款31.07亿元、受限货币资金18.80亿元。

公司应收账款形成较大资金占用，且账龄较长，回收时间存在不确定性。应收账款主要系应收代建



项目工程款，2022年随着代建项目结算增加，应收账款持续增长，截至2022年末应收宜都市财政局60.65亿元，占比93%。2年以上应收账款合计占期末余额比重约为53%。此外公司部分应收账款因账龄长、预计难以回收全额计提坏账准备271.02万元。考虑到公司应收账款欠款方主要系政府部门，整体回收风险较小，但账龄较长且回收时间存在不确定性。公司其他应收款主要系往来款，截至2022年末前五名其他应收款合计占比39%，2年以上其他应收款账面余额占比39%，计提坏账准备7,584.16万元，但应收民营企业款项较多，且账龄较长，存在一定坏账风险。

公司在建工程由众多在建基础设施建设建设项目构成，形成较大资金沉淀，即时变现能力弱。2022年随着公司基础设施项目建设推进，在建工程规模持续增长，当年增量主要来自棚户区改造、宜都市特色化工园建设项目、高新技术产业创新示范基地建设、和本期债券募投项目等项目的建设投资。在建工程项目建设周期长，短期变现能力弱，形成了大量资金沉淀。

受益于政府资产注入，公司无形资产大幅增加，但低收益资产较多。公司无形资产主要系政府划拨的土地使用权、公路收费权、砂石综合利用特许经营权、水域开发权及土地一级开发权等。2022年受益于政府注入江河湖库生态渔业特许经营权、砂石资源处置经营权，无形资产规模大幅增长。但生态渔业特许经营权、砂石资源处置经营权等资产收益能力较弱，且公司存在0.45亿元公益性或准公益性资产。

其他资产方面，公司存货主要由商品房和保障房项目投入构成，2022年末开发成本17.09亿元，待售房地产项目形成的开发产品1.75亿元。公司固定资产主要系政府划拨的房产、熊度电业的水力发电的建筑物、供水公司的自来水管网及水库等构成，2022年增量固定资产主要来自政府无偿划入供水管网资产。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

表11 项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	53.55	11.73%	49.88	11.18%	48.70	12.68%
应收账款	64.86	14.21%	64.99	14.56%	54.93	14.30%
其他应收款（合计）	20.97	4.60%	21.71	4.86%	27.03	7.04%
存货	22.20	4.86%	22.24	4.98%	18.13	4.72%
<b>流动资产合计</b>	<b>167.06</b>	<b>36.60%</b>	<b>164.72</b>	<b>36.91%</b>	<b>152.56</b>	<b>39.73%</b>
固定资产	34.30	7.52%	33.42	7.49%	25.44	6.62%
在建工程	79.01	17.31%	71.96	16.12%	53.49	13.93%
无形资产	143.87	31.52%	143.87	32.23%	128.11	33.36%
<b>非流动资产合计</b>	<b>289.33</b>	<b>63.40%</b>	<b>281.59</b>	<b>63.09%</b>	<b>231.47</b>	<b>60.27%</b>
<b>资产总计</b>	<b>456.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>446.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>384.03</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2022年公司营业收入较为稳定，基础设施建设储备项目较多，业务持续性较好，其他业务为公司提供一定的收入补充，同时政府补助对公司利润贡献仍很大

公司营业收入主要来源于委托代建的基础设施建设和保障房建设项目，商品房业务、水电业务、公路收费业务及自来水供应业务等收入对公司营业收入形成一定补充。2022年公司营业收入较为稳定。公司作为区域主要基础设施建设平台，承担了大量基础设施建设任务，业务收入增长较快，且根据合同约定，宜都市人民政府每年安排不少于3亿元工程建设项目委托公司代建，并约定收益加成，业务持续性较有保障；保障房业务降幅明显，主要系存量项目较少所致。其他业务收入规模相对较小。毛利率方面，由于毛利率相对稳定的工程建设收入占比较大，毛利率相对稳定，同比小幅提升。

公司承担了较大社会公益职能，政府补助对公司利润贡献大。2022年公司获得各项政府补助合计4.54亿元，计入其他收益，是当期利润总额的1.44倍。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年
营业收入	11.85	32.89	33.03
营业利润	0.93	3.34	3.31
其他收益	0.80	4.54	4.12
利润总额	0.93	3.14	3.29
销售毛利率	14.22%	12.05%	10.18%

资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，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，资产负债率仍较高，存在一定债务压力。公司目前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，但公司目前EBITDA利息保障倍数等指标表现尚可，且备用流动性较充足

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76.99%，仍以长期债务为主，但短期债务规模较大。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54%、28%和18%。

银行借款系公司主要融资渠道。近年银行借款规模持续增长，以长期借款为主，类型包括保证、抵押、质押、信用借款以及多种增信方式组合的借款，利率水平集中在3.20%~8.61%区间，授信方主要有农业发展银行、工商银行、湖北银行、宜都农商行、广发银行、中国银行等16家银行机构。

公司系宜都市唯一发债主体。截至2022年末，公司债券融资包含本期债券在内的多只企业债券、公司债券、中期票据、短融等，截至2022年末共计6只存续债券，发行主体均为公司本部，发债利率集中在3.98%-7.00%，近年债券融资规模保持小幅增长趋势。2023年随着“23宜都国通CP001”发行，公司

债券融资规模将进一步增长。

公司非标融资规模持续下降，融资成本区间幅度较大。公司非标融资主要系信托借款、融资租赁，计入长期应付款，近年公司调整融资结构，非标融资规模持续下降，融资成本区间幅度较大，包含中国农发重点建设基金公司的融资，成本为1.2%，最高成本高达10.64%。

其他负债方面，公司流动负债主要由其他应付款系往来款，收款方主要系政府单位及下属部门，包括宜都市房产局、宜都市第一人民医院，宜都市财政局、宜都市公路管理局等，前五名其他应收款占比为54.90%。

**表13 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	融资成本区间	融资余额	1 年以内	1-2 年	2 年以后
银行借款	3.20%~8.61%	<b>95.18</b>	23.04	15.18	56.96
债券融资	3.98~7.00%	<b>50.10</b>	15.70	21.50	12.90
非标融资	1.2%~10.64%	<b>31.68</b>	14.18	16.60	0.90
<b>合计</b>	-	<b>176.96</b>	<b>52.92</b>	<b>53.28</b>	<b>70.76</b>

注：公司提供的融资余额计算口径与中证鹏元的总债务计算口径不一致，导致上表的融资余额与本次报告的总债务金额存在差异。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	18.61	7.15%	16.30	6.49%	11.65	5.26%
其他应付款（合计）	33.89	13.02%	36.51	14.55%	34.65	15.65%
一年内到期的非流动负债	40.69	15.63%	40.90	16.29%	26.64	12.03%
<b>流动负债合计</b>	<b>124.09</b>	<b>47.66%</b>	<b>122.52</b>	<b>48.81%</b>	<b>94.52</b>	<b>42.70%</b>
长期借款	81.14	31.17%	71.46	28.47%	65.50	29.59%
应付债券	33.40	12.83%	34.46	13.73%	32.62	14.73%
长期应付款（合计）	19.28	7.40%	20.17	8.04%	28.73	12.98%
<b>非流动负债合计</b>	<b>136.27</b>	<b>52.34%</b>	<b>128.49</b>	<b>51.19%</b>	<b>126.85</b>	<b>57.30%</b>
<b>负债合计</b>	<b>260.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>251.01</b>	<b>100.00%</b>	<b>221.37</b>	<b>100.00%</b>
总债务	--	--	193.26	76.99%	174.32	78.74%
其中：短期债务	--	--	69.83	27.82%	49.81	22.50%
长期债务	--	--	123.43	49.17%	124.50	56.24%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率仍较高，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数尚可。截至2023年3月末，公司资产负债率为57.05%，杠杆水平仍较高。随着债务到期，一年内到期的非流动负债增长较快，导致现金短期债务比有所下滑；EBITDA利息保障倍数尚可。

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，面临一定债务压力，但公司仍有一定备用流动性资源。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，虽然2021-2022年公司经营活动产生的现金流量净额表现较好，但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、回款滞后，经营活动现金流仍较难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38亿元未使用银行授信额度，为公司提供一定的备用流动性。

**表15 公司主要偿债能力指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	57.05%	56.24%	57.64%
现金短期债务比	--	0.72	0.99
EBITDA 利息保障倍数	--	1.42	1.05

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，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，根据公司提供的相关情况说明，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，根据公司提供的相关情况说明，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。

### 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（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；公司本部各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计2.03亿元，与期末净资产之比为1.04%，被担保方为宜都市中医院、宜都市城镇建设投资开发有限公司等国有企业。

**表16 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保余额	担保到期日
宜都市中医院	2,000.00	2023 年 2 月 16 日
宜都市城镇建设投资开发有限公司	2,000.00	2035 年 12 月 26 日
宜都市城镇建设投资开发有限公司	4,200.00	2030 年 12 月 5 日
宜都市市政工程公司	400.00	2023 年 8 月 24 日
宜都市市政工程公司	950.00	2023 年 9 月 26 日
宜都市市政工程公司	900.00	2023 年 6 月 19 日
宜都市高新技术产业投资有限公司	9,122.50	2024 年 1 月 16 日
湖北程鑫建设有限公司	750.00	2023 年 1 月 12 日
<b>合计</b>	<b>20,322.50</b>	-

资料来源：公司 2022 年审计报告

## 八、外部特殊支持分析

公司是宜都市重要的基础设施建设和公用事业服务运营主体，宜都市国资局通过宜都国投间接控股公司。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，宜都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）公司与宜都市的联系非常紧密。宜都市国资局间接全资控股公司（剔除明股实债后），宜都市政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对的影响力，且公司承担了宜都市基础设施建设和公用事业服务运营职能，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宜都市政府的大力支持，预计公司与宜都市政府未来关系较为稳定。

（2）公司对宜都市政府非常重要。公司提供了当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设和公用事业服务运营等方面对宜都市政府贡献很大，且若公司发生债务违约，将对宜都市声誉、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

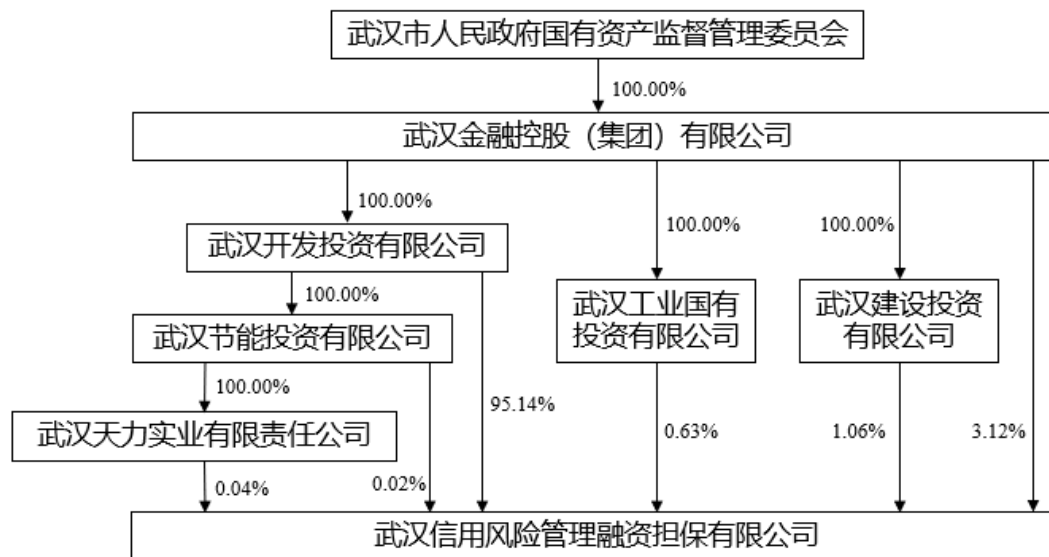
### 武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

武汉信用为本期债券承担全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。根据武汉信用出具的担保函（编号：YDGT202205），保证范围为本期债券不超过本金12亿元及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。保证期间为本期债券存续期限及届满之日起2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 4 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17 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%
营业收入合计	3.10	100.00%	8.30	100.00%	25.23	100.00%
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18 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19 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20 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+。本期债券由武汉信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能提升本期债券的信用水平。

## 十、结论

宜都市地处长江中游鄂西南，交通便利，工业基础较好且入选全国县域工业百强，近年来宜都市经济发展水平较高，地区生产总值和财政收入位列宜昌市各县第一，同时财政实力持续提升，财源质量较好，为公司提供了良好的发展环境。公司实际控制人是宜都市国资局，公司承担了宜都市基础设施建设以及公用事业服务职能，平台地位较高，在建基础设施项目储备较多，业务持续性较好，公用事业服务板块各项业务具有一定的区域专营性。虽然，公司资金仍大量沉淀于应收账款和项目投入成本、以及特许经营权和土地等无形资产，且受限资产规模较大，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，杠杆水平较高，面临一定的债务压力。不过，2022年公司继续在资产注入、政府补助等方面得到宜都市人民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。

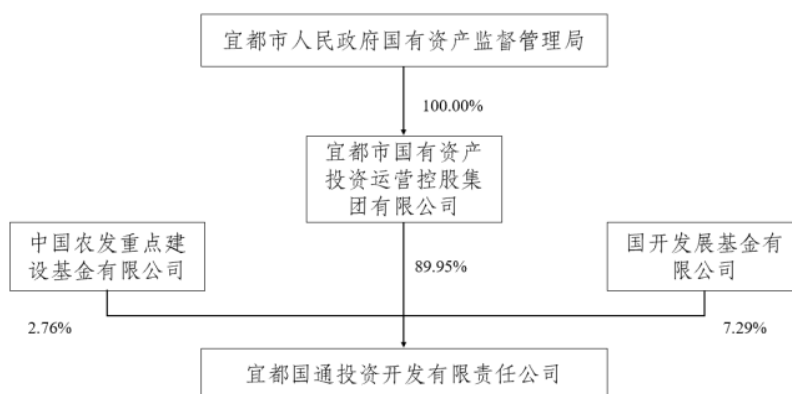
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22国通债/22国通专项债”信用等级为AA+。

## 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）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	53.55	49.88	48.70	37.90
应收账款	64.86	64.99	54.93	46.08
流动资产合计	167.06	164.72	152.56	138.82
在建工程	79.01	71.96	53.49	37.48
无形资产	143.87	143.87	128.11	105.39
非流动资产合计	289.33	281.59	231.47	187.01
资产总计	456.39	446.31	384.03	325.83
短期借款	7.65	7.03	6.33	1.66
应付票据及应付账款	27.74	24.80	16.09	10.00
其他应付款（合计）	33.89	36.51	34.65	20.70
一年内到期的非流动负债	40.69	40.90	26.64	31.99
流动负债合计	124.09	122.52	94.52	68.33
长期借款	81.14	71.46	65.50	57.33
应付债券	33.40	34.46	32.62	29.78
长期应付款	19.28	17.50	26.38	27.60
非流动负债合计	136.27	128.49	126.85	115.99
负债合计	260.36	251.01	221.37	184.32
其中：短期债务	-	69.83	49.81	38.10
总债务	-	193.26	174.32	152.81
所有者权益	196.03	195.30	162.66	141.51
营业收入	11.85	32.89	33.03	20.21
营业利润	0.93	3.34	3.31	2.84
其他收益	0.80	4.54	4.12	3.31
利润总额	0.93	3.14	3.29	2.86
经营活动产生的现金流量净额	1.89	7.16	10.54	0.59
投资活动产生的现金流量净额	-6.78	-22.00	-13.88	-9.15
筹资活动产生的现金流量净额	8.87	8.50	7.90	21.22
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	14.22%	12.05%	10.18%	13.04%
资产负债率	57.05%	56.24%	57.64%	56.57%
短期债务/总债务	--	36.13%	28.58%	24.93%
现金短期债务比	--	0.72	0.99	1.00
EBITDA（亿元）	--	6.57	6.49	5.44
EBITDA 利息保障倍数	--	1.42	1.05	1.07

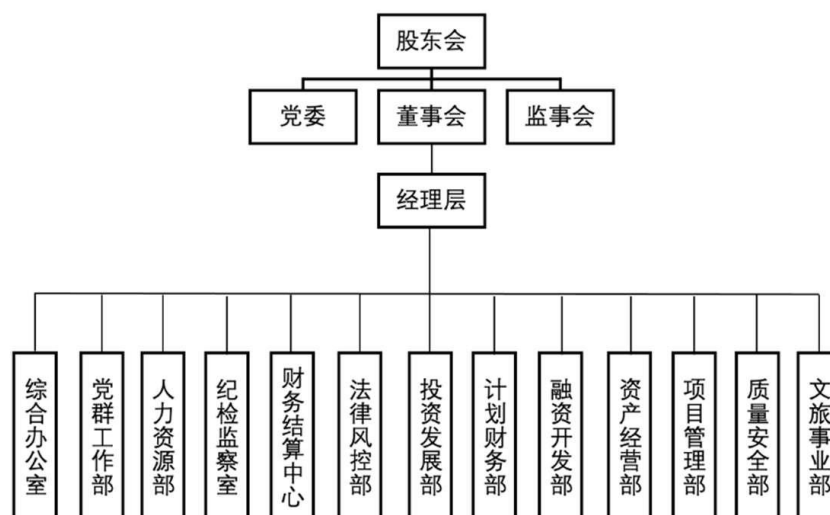
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 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，中证鹏元整理

## 附录四 2023年3月末公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

股东名称	注册资本	持股比例	业务性质
宜都市三立路桥工程建设有限责任公司	33,010.00	100.00%	基础设施建设
宜都市兴航实业有限责任公司	4,637.00	100.00%	综合类
宜都市长天投资开发有限责任公司	110,000.00	100.00%	保障房建设
湖北宜都清江科技孵化有限责任公司	500.00	100.00%	物业管理
宜都市国信资产管理有限公司	32719.20	100.00%	国有资产经营管理
宜都市兴农投资建设有限公司	30,000.00	100.00%	基础设施建设
宜都市惠农投资建设有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施建设
宜都市三江投资建设有限公司	30,000.00	100.00%	基础设施建设
宜昌三江水都投资开发有限公司	250,000.00	51.00%	商业服务
宜都市兴路投资建设有限公司	20,000.00	100.00%	基础设施建设
宜都市瑞通投资建设有限公司	10,000.00	100.00%	基础设施建设
宜都市宜鑫建设有限公司	20,000.00	100.00%	土地治理服务
宜都市红花康养产业开发有限公司	1,000.00	100.00%	其他自然保护
宜都市怡康产业投资基金管理有限公司	10,000.00	100.00%	资本市场服务
宜都市国通高新示范园区运营管理有限公司	30,000.00	100.00%	装卸搬运和仓储业
宜都市国通乡村建设发展有限公司	20,000.00	100.00%	农林牧渔专业和辅助性活动
宜都市国储环保科技有限公司	10,000.00	100.00%	非金属矿物制品业

资料来源：公司 2022 年审计报告、公司提供及公开信息，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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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。