



2017年第一期秭归县投资公司养老产业专项债券、2018年第一期秭归县楚元投资有限责任公司养老产业专项债券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：

2017年第一期秭归县投资公司养老产业专项债券、2018年第一期秭归县楚元投资有限责任公司养老产业专项债券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
17 秭归养老债 01/PR 秭归 01	AA+	AA+
18 秭归养老债 01/PR 秭归 02	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：秭归县楚元控股集团有限公司¹（以下简称“秭归楚元”或“公司”）作为秭归县重要的基础设施建设主体，2022 年秭归县政府仍对公司提供一定规模的支持，公司商品房销售规模增加带动了营业收入及盈利水平的提升，主要业务综合开发业务可持续较好，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保仍有效提升了“17 秭归养老债 01/PR 秭归 01”和“18 秭归养老债 01/PR 秭归 02”的信用水平。同时中证鹏元关注到，公司资产流动性仍较差，面临的长期偿债压力较大，在建项目尚需投资规模较大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为秭归县重要的基础设施建设主体，未来综合开发业务可持续性较好。

评级日期

2023 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@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	96.28	82.63	62.81
所有者权益	32.42	31.90	26.52
总债务	36.47	27.09	14.95
资产负债率	66.32%	61.40%	57.77%
现金短期债务比	1.44	2.24	8.66
营业收入	6.40	5.06	6.51
其他收益	0.33	0.68	0.61
利润总额	0.76	1.09	0.48
销售毛利率	20.62%	17.09%	4.11%
EBITDA	1.27	1.50	0.58
EBITDA 利息保障倍数	0.66	1.24	0.59
经营活动现金流净额	-1.04	0.15	0.41

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

¹2017 年公司名称由秭归县投资公司变更为秭归县楚元投资有限责任公司，2019 年公司名称更名为现名。

优势

- 公司在建综合开发项目尚未投资规模及存货中尚未结算的代建项目规模均较大，综合开发业务持续性较好。跟踪期内，公司仍主要负责秭归县综合开发项目建设，截至 2022 年末，公司主要在建综合开发项目尚需投资 112.63 亿元，在建综合开发业务储备项目充足，且公司存货中尚有已投资未结算的合同履约成本 28.05 亿元，跟踪期内，合同履约成本增加 8.69 亿元，整体来看，公司综合开发业务持续性较好；商品房销售增加带动了公司营业收入及销售毛利率的上涨。
- 跟踪期内公司继续获得外部支持。公司作为秭归县重要的投融资建设主体，2022 年收到秭归县财政局对公司的补贴 0.30 亿元，在一定程度上提升了公司的利润水平。
- 第三方保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。

关注

- 公司资产流动性仍较差。截至 2022 年末，公司资产以综合开发项目和房屋建设成本、土地资产及应收当地政府及国企的应收款项为主，其中综合开发项目成本的回款及应收当地政府及国企的款项回款时间存在一定不确定性，商品房销售成本的回收受地产行情影响。
- 公司在建项目规模尚需投资较大，仍面临较大资金压力，需关注公司在建自营项目投资回报率。截至 2022 年末，公司主要在建综合开发项目尚需投资 112.63 亿元，建设资金主要由公司自筹，整体来看，公司面临较大的投融资压力；且公司在建自营项目规模较大，需关注未来的投资回报情况。
- 公司面临的长期偿债压力较大。截至 2022 年末，公司资产负债率进一步上升，总债务规模显著增长，债务主要集中在 3 年以上，整体来看，预计未来公司将面临较大的长期债务压力。

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

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是秭归县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，秭归县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与秭归县政府的联系非常紧密以及对秭归县政府非常重要。同时，中证鹏元认为秭归县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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-	AA+/17 秭归养老债 01/PR 秭归 01, 18 秭归养老债 01/PR 秭归 02	2022-6-27	刘惠琼、蒋晗	城投公司信用评级方法和模型 (cspv_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspv_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-	AA+/17 秭归养老债 01/PR 秭归 01	2017-7-19	杨再昆、刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	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
17 秭归养老债 01/PR 秭归 01	6.00	4.20	2022-6-27	2027-8-14
18 秭归养老债 01/PR 秭归 02	2.00	1.40	2022-6-27	2028-2-12

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年8月14日发行10年期6.00亿元养老产业专项债券，于2018年2月12日发行10年期2.00亿元养老产业专项债券，募集资金计划均用于秭归库区医养结合养老服务中心建设项目及补充营运资金。根据公司提供的资料，“17秭归养老债01/PR秭归01”和“18秭归养老债01/PR秭归02”共用募集资金专户，截至2023年6月12日，本期债券募集资金存放于募集资金专户余额为3,070.81元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2022年末，公司注册资本仍为1.71亿元，实收资本仍为1.50亿元，控股股东及实际控制人仍为秭归县国有资产监督管理局（以下简称“秭归县国资委”），持股比例87.73%，此外，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有公司12.27%股权，属于明股实债，国开基金不参与公司实际经营管理。

跟踪期内，公司仍为秭归县重要的基础设施建设主体，主营业务未发生变化。2023年2月，公司董事发生变化，具体变化明细如表15所示。

2022年，公司合并范围新增秭归亿楚建设工程有限责任公司（以下简称“秭归亿楚”），向亿利首建生态科技有限公司、内蒙古亿利市政工程有限公司和金威物产集团有限公司合计购买该公司90.00%股权²，股权取得成本为0.50亿元，自此公司持有秭归亿楚100%股权，具体详见表1。截至2022年末，公司主要合并范围详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
秭归亿楚建设工程有限责任公司	100%	0.50	土地工程建筑业	现金购买

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

² 秭归亿楚建设工程有限责任公司是PPP项目公司，上述三家公司分别为该PPP项目的社会投资方，公司按PPP项目合同约定社会资本方的退出方法和价格，购买了上述三家公司的股权。

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

秭归县矿产资源较为丰富，近年来新型建材、商贸物流、食品加工等产业快速发展，但经济体量较小，财政自给能力弱

区位特征：秭归县水上运输优势独特，矿产资源较为丰富，作为山区县人口吸附能力较弱。秭归县隶属于湖北省宜昌市，位于湖北省西部，长江西陵峡两岸，三峡工程坝上库首，东与夷陵区交界，南同长阳土家族自治县接壤，西临巴东县，北接兴山县，总面积2,427平方千米。交通方面，秭归县是长江上游的交通咽喉，境内拥有长江黄金水道64公里、高速公路1条、国道1条、省道5条。目前，秭归县正推进十宜、宜渝、巴张高速公路秭归段和国省干线路网建设，三峡翻坝疏港铁路正加快建成，有望构建综合交通运输体系。矿产资源方面，秭归县已查明资源储量的矿产有23种，其中煤、金、高磷赤铁矿、硅石、水泥用灰岩、建筑用灰岩等矿产资源储量在宜昌市居中上，为县域内优势矿产资源，拥有杨柳池赤铁矿、秭归县和尚堡水泥用灰岩矿区及秭归县郭家坝镇黄龙洞水泥用灰岩矿区3处中型矿区以及小型矿床和矿点若干。旅游方面，秭归县是屈原故里，拥有5A级景区1个、4A级景区2个、3A级景区2个，连续四年入选“中国县域旅游综合竞争力百强县市”。根据第七次全国人口普查结果，2020年11月1日零时秭归县常住人口32.46万人，与2010年第六次全国人口普查相比下降11.57%。

经济发展水平：秭归县地区生产总值规模不大，在宜昌市下辖区县中较靠后，经济发展水平较低，**经济发展主要依靠固定资产投资拉动。**固定资产投资是秭归县拉动经济增长的重要支撑，2022 年年初秭归县集中开工了屈原老家文化旅游开发、中国橙谷环吒溪湖旅游区建设、秭归县西南片区产业园、归州万古寺乡愁公园、秭归县装配式建筑材料生产基地等 13 个重大项目，全年固定资产投资完成 76.41 亿元，同比增长 21.5%，在宜昌市下辖 13 个区县中排第 1 位。受外部环境影响，社会整体消费较为低迷，全年社会消费品零售总额仅小幅增长。

表2 2022 年宜昌市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
枝江市	814.9	7.8%	19.04	21.01	8.57
夷陵区	-	7.5%	-	28.2	15.42
西陵区	520.81	5.2%	9.77	10.56	0.39
伍家岗区	410.07	5.2%	12.19	15.23	0.31
远安县	221.10	5.5%	12.51	10.1	1.58
秭归县	-	-	-	6.11	3.53
长阳土家族自治县	190.80	-	-	6.18	3.39
五峰土家族自治县	110.04	5.5%	6.83	3.09	2.14

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 秭归县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）	-	-	187	17.8%	157.55	-8.1%
固定资产投资	76.41	21.5%	62.89	53%	41.11	-57.1%
社会消费品零售总额	89.84	4.0%	86.43	29.4%	66.77	-20.9%
人均 GDP（元）		-		57,602		48,530
人均 GDP/全国人均 GDP		-		71.1%		67.6%

注：2022 年 GDP 数据尚未公开披露，2020-2021 年人均 GDP 以秭归县第七次全国人口普查统计的常住人口计算。

资料来源：2020 年-2022 年秭归县人民政府工作报告、秭归县人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：秭归县致力于发展食品加工、新型建材、商贸物流、新能源船舶等产业，2022 年以来**招商引资取得一定成效。**秭归县拥有食品深加工、新型建材、纺织服饰、绿色包装四大支柱产业，核心代表企业有秭归县屈姑食品有限公司、华新水泥（秭归）有限公司、湖北秭归百丽鞋业有限责任公司、秭归新派包装科技有限公司等。其中华新水泥为秭归县重点纳税大户，华新秭归绿色建材产业园项目为 2022 年省级重点项目，该项目分两期建设，一期总投资 40 亿元，年产 500 万吨机制砂及骨料生产线于 2022 年 4 月开工建设、11 月底进入试产阶段。2023 年一季度秭归县引入并签约了百亿级三峡库区绿色智能船舶产业创新试点示范基地，该项目拟借助三峡水运带来的交通增量、依托三峡翻坝物流产业园建

设，在长江中上游绿色智能船舶维修检测、充换电、三峡旅游等领域取得突破。未来上述产业投资项目有望带动秭归县产业升级蝶变。

发展规划及机遇：“十四五”时期，秭归县将依托长江经济带发展战略全面推进机遇，积极承接产业转移，加快秭归水陆基础设施建设，打造综合交通运输体系，充分发挥三峡工程坝上库首区位优势，放大三峡翻坝物流产业园省级战略效应，打造长江黄金水道重要翻坝物流基地和长江航运中转枢纽。同时着力推动生态工业、支柱产业集群化发展，打造工业经济升级版，强力推进“生态工业富县”建设和发展。

财政及债务水平：2022年秭归县一般公共预算收入保持增长但绝对规模仍较小，财政自给能力弱。2022年秭归县地方一般公共预算收入为6.11亿元，完成预算数的87.35%，同比增长3.58%，其中税收占比67.52%，受宏观经济环境影响以及实施减税降费政策等，财政收入增长放缓未能完成预算目标，税收收入占一般公共预算收入的比重下降，财政收入质量一般。2022年一般公共预算支出规模仍较大，主要投入教育、农林水利等民生领域，当期秭归县财政自给率进一步下降，财政自给能力弱。2022年受土地市场行情低迷以及部分项目推迟开发等影响，秭归县政府性基金收入降幅较大，仅为预算数的46.63%。秭归县地方政府债务余额逐年增长，债务利息支出增加，整体债务压力较大。

表4 秭归县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	6.11	5.90	3.95
税收收入占比	67.52%	74.85%	75.12%
财政自给率	16.69%	18.86%	9.37%
政府性基金收入	3.53	7.57	4.47
地方政府债务余额	49.04	42.84	38.09

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：秭归县2020年及2021年政府决算及附表、2022年政府预算执行情况和2023年预算草案的报告、人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：截至2022年末，秭归县楚元控股集团有限责任公司系秭归县唯一发债平台。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是秭归县重要的基础设施建筑主体，当期公司房屋销售收入和毛利率水平的增长带动了公司营业收入和盈利能力的提升，综合开发业务仍是公司主要的收入来源，毛利水平较为稳定

作为秭归县重要的基础设施建设主体，跟踪期内，公司综合开发项目收入仍是公司营业收入的主要来源，且毛利率水平较为稳定；2022年，受益于公司天问江苑商品房交付规模增加，公司房屋销售业务营业收入上涨，且商品房毛利率水平高于安置房，故当期公司房屋销售业务毛利率同比增加23.77个百分点，带动了公司整体毛利率微涨；2021年秭归县人民政府将秭归县全县河道清淤所产生的砂石料经营

权授予公司，砂石料经营权具有区域专营性，故商品销售业务毛利率始终在较高水平，对公司利润形成较好补充，且受当期下游需求增加影响，商品销售收入同比增长8.58%。

表5 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
综合开发项目	3.57	55.75%	16.67%	3.46	68.37%	16.67%
房屋销售	1.60	24.99%	27.00%	0.30	5.92%	3.22%
商品销售	0.87	13.66%	39.17%	0.81	15.92%	34.32%
其他	0.36	5.60%	-13.67%	0.50	9.79%	0.44%
合计	6.40	100.00%	20.62%	5.06	100.00%	17.09%

注：工程施工、劳务服务和其他业务收入小计值计入上表中“其他”计量，且2022年受下游需求影响，公司无工程施工业务收入。

资料来源：公司2021-2022年审计报告，中证鹏元整理

（一）综合开发业务

公司在建主要综合开发项目总投资规模较大，项目储备量充足，未来业务可持续性较好，但尚需投资规模较大，且业务回款时间存在不确定，公司将面临较大资金支出压力

跟踪期内，公司仍主要负责秭归县范围内各类基础设施项目的代建，该业务具有较强的区域专营性。根据公司与秭归县人民政府签订项目《综合开发建设协议》，项目开发完毕并经验收合格后，秭归县人民政府按经双方确认的投入成本加成20%与公司结算，此外协议另约定，若政府部门对公司进行了增资，则相应的回报适当降低。

实际操作中，公司每年向秭归县人民政府申报综合开发项目产值，确认当年开发建设总成本。跟踪期内，公司仍采用上述方式确认收入和成本，2022年双方确认的成本为2.97亿元，总产值为3.57亿元，公司将经确认的总产值确认为综合开发项目收入。2022年公司确认产值仍来自金缸城移民新区基础设施项目、秭归港区二期工程件杂泊位水工建筑工程项目、秭归港区二期工程滚装泊位水工建筑工程项目、金缸城三星一路道路路面硬化项目及秭归县城金缸城至曲溪连接道路工程（金曲路）项目。同时中证鹏元关注到，由于项目审定进度偏慢，公司应收账款周转天数较长，回款存在滞后。

截至2022年末，公司主要在建综合开发项目总投资合计为164.64亿元，已投资52.01亿元，尚需投资112.63亿元，在建综合开发项目投资规模较大，储备项目量充足，且公司存货中尚有已投资尚未结算的合同履约成本为28.05亿元，随着代建项目的持续建设，跟踪期内，合同履约成本增加8.69亿元，整体来看，公司综合开发业务持续性较好。截至2022年末公司在建综合开发项目尚需投资规模较大，随着项目建设推进，公司将面临较大的资金压力。

表6 截至 2022 年末公司主要在建综合开发项目情况（单位：亿元）

代建项目名称	预计总投资	累计已投资	收益实现方式
九歌城	95.00	0.23	成本加成
金缸城移民新区基础设施与中央商贸区项目	10.84	10.14	成本加成
翻坝物流园场地平整、基础设施与货运中心	10.65	7.62	成本加成
秭归港区二期工程件杂和滚装泊位水工建筑工程项目	8.14	4.17	成本加成
金曲路	3.40	1.60	成本加成
秭归县 2014 年第一批棚户区改造项目	3.50	3.29	成本加成
秭归县北斗产业基地项目	3.00	0.34	成本加成
总部经济园项目	1.80	1.30	成本加成
银杏花园二期项目	1.60	1.45	成本加成
翻坝物流产业园安置房与商业中心项目	1.00	0.97	成本加成
秭归县天问文化广场	3.01	1.65	成本加成
大梅路改扩建工程	1.22	0.70	成本加成
两磨路改扩建工程	3.68	1.54	成本加成
杨云路改扩建工程	1.80	0.90	成本加成
其他项目小计	16.00	15.59	成本加成
合计	164.64	52.01	-

注：翻坝物流园场地平整、基础设施与货运中心，总部经济园项目和银杏花园二期项目 2022 年新增投资规模较小。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自营在建项目包括秭归库区医养结合养老服务中心建设项目、秭归县桂花园电站，建成后将通过自主运营养老中心及电站产生运营收入，截至2022年末，秭归库区医养结合养老服务中心建设项目及秭归县桂花园电站预计总投资合计7.45亿元，已投资合计5.21亿元，部分建设内容已完工，但整体建设进度不达预期。此外，公司持续建设秭归县白家河水库、秭归县茅坪镇罗家农村饮水安全巩固提升工程、秭归县梅家河水厂等多个水厂项目、秭归县人民医院金缸城园区等出租资产和秭归县移民安置区天然气综合利用工程等多个自营项目，截至2022年末，公司共投资9.33亿元，需关注公司自营项目未来收益情况。

表7 截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	预计尚需投资
秭归库区医养结合养老服务中心建设项目（“17 秭归养老债 01/ PR 秭归 01”和“18 秭归养老债 01/ PR 秭归 02”募投项目）	6.35	4.33	2.02
秭归县桂花园电站	1.10	0.88	0.22
合计	7.45	5.21	2.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产开发业务

2022年，天问江苑部分项目交付，公司房屋销售收入有所增长，且天问江苑属于商品房项目，毛

利率水平较高，拉动了公司该业务毛利率水平的上涨

跟踪期内，公司房屋销售业务仍主要是由子公司秭归县三丰建设有限公司（以下简称“三丰建设”）负责，房屋类型包含商品房及安置房，其中市场化的商品房项目建设用地由公司招拍挂获得，建设后按市场价进行销售，2014年以前，政府回购了部分安置房项目，其余安置房项目由公司自行销售，销售对象不限，受成本较低影响，项目以低于市场价格销售，包括江山领秀项目（非别墅部分住宅），自此公司安置房项目销售不再具有公益性性质。

2022年公司实现商品房销售收入1.60亿元，收入主要来自天问江苑项目，受当期公司部分商品房交房确认收入影响，公司房屋销售收入同比增加8.58%，2022年公司房屋销售毛利率水平同比增加23.77个百分点主要系当期销售毛利率较高的商品房占比增加所致。2022年，公司天问江苑项目持续销售，新签约面积为1.24万平方米，销售表现较好。

截至2022年末，公司在建天问江苑商品房尚需投资2.19亿元，已投资尚未完全销售的房地产项目为银杏花园、河东花园、江山景秀、江山领秀等多个项目，计入存货的开发成本为10.85亿元，其中别墅房产交付周期较长、及部分项目清算流程未完成，江山领秀项目仍有部分未结转确认收入，截至2022年末，计入公司存货江山领秀项目的开发成本1.60亿元，随着公司别墅房产交付及完成项目清算流程，该部分开发成本未来仍能为公司带来一定收入，整体来看，公司房屋销售业务有一定的可持续性。

表8 截至2022年末公司在售商品房项目情况（单位：平方米、亿元）

项目	计划总投资	累计已投资	签约面积	预售时间	预计交付时间
天问学宸	4.20	0.93	0.00	2023.6.28	2024.4.30
天问江苑	3.50	1.31	36,960.62	2021.11.19	2023.11.19
合计	7.70	2.24	36,960.62	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）商品销售业务

跟踪期内，受益于公司拥有秭归县砂石料经营权，公司商品销售业务毛利率仍保持在较高水平

跟踪期内，公司商品销售业务仍主要由子公司秭归久源水利投资开发有限责任公司（以下简称“久源水投”）及秭归县通途公路养护工程有限责任公司负责，销售产品主要为砂石、沥青混凝土等建筑材料，销售模式为直销，付款方式为均为先款后货。成本主要来自砂石搬运及砂厂设备。2021年，秭归县人民政府将秭归县全县河道清淤所产生的砂石料经营权授予公司³，砂石料经营权具有区域专营性，因此跟踪期内，公司商品销售业务毛利率仍保持在较高水平，2022年下游客户对砂石料的需求有所增加，故当期公司营业收入增长8.58%。由于商品销售业务初具规模，客户和供应商集中度较高。

³ 公司尚未评估及办理相关权证，因此未入账公司资产。

公司在财政补贴等方面继续得到当地政府的支持

公司为秭归县基础设施建设运营主体，2022年秭归县财政局给予公司政府补贴0.30亿元，计入“其他收益”核算，在一定程度上提升了公司当期利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

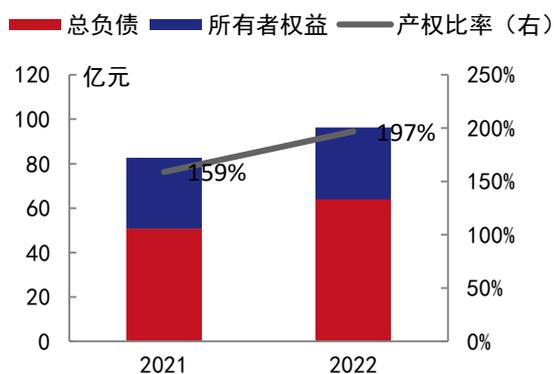
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（普通特殊合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并范围新增一家子公司；截至2022年末，公司主要合并范围详见附录四。

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产仍主要是由综合开发项目和房屋建设成本、土地资产和应收当地政府和国企的款项为主，回款时间具有一定不确定性，公司资产流动性较差

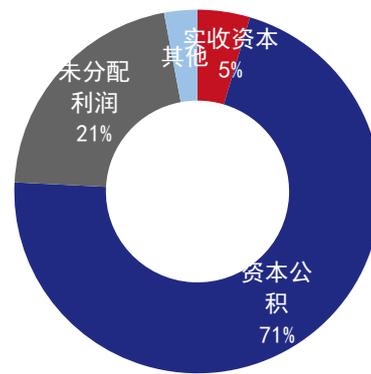
跟踪期内，公司作为秭归县重要的基础设施建设主体，伴随着2022年的经营积累，公司未分配利润同比增加6.55%带动公司所有者权益有所提升。从权益结构看，所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润组成，截至2022年末，公司实收资本和资本公积占所有者权益的比重为75.80%。跟踪期内，公司长期借款和专项应付款规模增加，公司总负债规模同比增加20.55%，产权比例有所上涨，公司净资产对总负债的保障能力有所下滑。

图 1 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 2 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

跟踪期内，公司资产仍主要是由存货（综合开发项目履约成本、商品房及土地资产）、应收款项（应收账款和其他应收款）和货币资金组成，截至2022年末，上述资产占公司资产总额的比重为79.70%。截至2022年末，公司存货主要系综合开发项目投入形成的合同履约成本28.05亿元，剩余商品房形成的

开发成本10.85亿元，以及土地资产8.60亿元；公司已完工未结算的综合开发项目成本规模较大，2022年公司综合开发项目合同履约成本较上年增加8.69亿元，带动了整体存货规模的上升；随着审计结算进度推进，合同履约成本及开发成本能为公司提供一定的收入保障，但由于项目审计结算周期较长，回款时间存在不确定性；此外，期末土地资产主要系住宅、商服、仓储和工业用地，性质以出让为主，有部分医疗卫生用地和公共设施用地，属于批准使用和政府划拨，账面价值为0.44亿元；截至2022年末，7.47亿元存货因抵押而受限，占公司存货规模的15.68%。公司应收账款主要为应收秭归县各政府部门及国有企业的综合开发项目款，截至2022年末，政府相关的应收账款合计为12.54亿元，占比应收账款比重为98.01%，均未计提坏账准备，其中应收秭归县财政局12.43亿元，占应收账款比重为97.13%；账龄方面，截至2022年末，2-3年的应收账款占比为42.46%，占比相对较高，应收账款期限相对较长。其他应收款主要系当地政府及下属国企单位往来款，截至2022年末，账龄3-4年及5年以上的其他应收款占比分别为20.78%和36.71%，账龄期限偏长，期末前五大其他应收款详见下表。截至2022年末，公司应收款项（包括应收账款及其他应收款）合计占总资产比重达18.63%，应收对象以政府部门及国有企业为主，发生坏账风险相对较小，但规模较大，且公司回款时间存在不确定性，对公司营运资金形成占用。跟踪期内，受长期借款和专项应付款规模增加，公司货币资金规模同比增加13.05%，截至2022年末，公司因票据保证金及定期存单而受限的货币资金规模为0.78亿元，占货币资金的比重为12.07%。

表9 2022年末公司前五大其他应收账款对象情况（单位：亿元）

单位名称	余额	账龄	占其他应收款总额的比例（%）
湖北秭兴长江大桥建设开发有限公司	1.26	5年以上	24.20
秭归县房屋征收与补偿管理办公室	0.65	1年以内和3-4年	12.49
湖北和笙置业有限公司	0.56	1-2年、2-3年、3-4年和4-5年	10.68
秭归县非税收入管理局	0.39	1年以内和1-2年	7.51
秭归县财政局两河口财政所	0.18	1年以内、1-2年和2-3年	3.53
合计	3.04	-	58.41

注：2022年11月，湖北和笙置业有限公司因建筑施工合同纠纷被首次执行，存在一定的回款风险。

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

其他资产方面，随着公司持续推进秭归县白家河水库工程、秭归县茅坪镇罗家饮水机安全巩固提升工程，并新增建设芝兰谷农旅一体化项目、三峡国际冰雪之城等项目，2022年末公司在建工程同比增加58.13%，其中主要在建工程为秭归县移民安置区天然气综合利用工程项目和秭归县人民医院金缸城园区，未来公司将自行经营和出租给人民亿元，预计未来产生的收益有限；当期九里砂场及相关配套工程转入固定资产，2022年末公司固定资产同比增加8.61%。2022年末公司其他权益工具投资同比下降3.22%主要系公司持有秭归亿楚股权增加至100%，秭归亿楚作为全资子公司而不在其他权益工具中计量所致；截至2022年末，公司持有北斗国科（宜昌）技术有限公司10.00%股权、湖北三峡现代物流有限公司38.65%股权、三峡日清茅坪河生态治理（秭归）有限公司5.00%股权及其他企业股权，计入其他权益工具投资。

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	6.44	6.69%	5.69	6.89%
应收账款	12.79	13.29%	10.55	12.77%
其他应收款	5.14	5.34%	5.15	6.23%
存货	47.63	49.47%	41.09	49.73%
流动资产合计	75.15	78.05%	64.71	78.32%
固定资产	4.73	4.91%	4.36	5.27%
在建工程	9.33	9.69%	5.90	7.14%
其他权益工具投资	4.52	4.69%	4.67	5.65%
非流动资产合计	21.13	21.95%	17.92	21.68%
资产总计	96.28	100.00%	82.63	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司资产仍主要是由综合开发项目的合同履约成本、房屋建筑成本、土地资产及应收当地政府及国企的应收款项组成，整体来看，合同履约成本的销售回款及应收当地政府及国企的款项回款时间存在一定不确定性，商品房销售成本的回收受地产行情影响，整体来看，公司资产流动性较差。

盈利能力

2022年，公司房屋销售业务收入及毛利率均有所上涨，带动公司营业收入及盈利能力有所提升，但仍以综合开发业务收入为主

2022年，受益于当期公司部分商品房交付影响，公司商品房销售收入大幅增长，带动公司营业收入同比增长26.52%。跟踪期内，公司营业收入仍主要来自综合开发业务收入，2022年公司综合开发业务收入稳步增长，同时在建项目储备较多，该业务可持续性仍较好，但需关注到该业务回款存在滞后；公司本期商品销售业务有所增长，主要系当期下游需求增加所致。

从毛利率来看，2022年公司销售毛利率微涨3.53个百分点，主要系当期毛利率较高的商品房销售规模增加，带动公司房屋销售业务毛利率大幅增加23.77个百分点所致；公司综合开发项目毛利率较为稳定，商品销售业务毛利率微涨且始终处于较高水平。同时2022年公司收到0.30亿元的政府补助，在一定程度上提升了公司的利润水平。

表11 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	6.40	5.06
营业利润	0.77	0.91
其他收益	0.33	0.68
利润总额	0.76	1.09

销售毛利率	20.62%	17.09%
-------	--------	--------

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模有所提升，且仍以长期债务为主，公司现金类资产对短期债务的保障能力较好，但面临的长期偿债压力较大

跟踪期内，公司债务仍主要以有息债务和合同负债、专项应付款为主。截至2022年末，公司总债务规模同比增加34.62%主要系公司增加长期借款所致。公司有息债务主要系银行借款，借款方式主要为保证借款（15.81亿元）、保证&抵押借款（6.50亿元）、抵押借款（1.04亿元）、质押借款（0.69亿元）和质押&保证借款（0.24亿元），借款成本分布在3.95%~6.14%。公司尚未偿还债券主要系“17秭归养老债01/PR秭归01”和“18秭归养老债01/PR秭归02”，债券期限均为10年，但“17秭归养老债01/PR秭归01”的还本付息方式为每年付息一次，第3、4、5、6年每年还10%，第7、8、9、10年每年还15%，截至2022年末，债券摊余成本合计5.99亿元。2022年末，公司长期应付款主要系应付湖北省投资公司1.98亿元借款、应付国开发展基金有限公司1.18亿元明股实债投资本金，以及19.83亿元专项应付款，其中专项应付款同比大幅增长46.01%，主要系政府加大基础设施配套资金和三峡后续补贴资金支持公司综合开发项目建设，该部分专项应付款按项目进度转为公司权益，后续无需偿还本息。

其他负债方面，公司合同负债主要为预收商品房项目天问江苑预售款，由于商品房交付结算，合同负债较上年预收款项有所下降。

表12 截至 2022 年 12 月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	2-3 年	3 年以上
银行借款	3.95%~6.14%	26.66	2.78	2.50	0.00	21.38
债券融资	7.08%~7.80%	5.99	1.02	1.02	1.05	2.90
非标融资	-	3.63	0.47	-	-	-
合计	-	36.28	4.27	-	-	-

注：“-”数据不可得。

资料来源：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
合同负债	3.52	5.51%	4.29	8.46%
其他应付款	3.16	4.95%	4.69	9.25%
一年内到期的非流动负债	3.59	5.63%	1.44	2.84%
流动负债合计	11.70	18.32%	11.19	22.07%
长期借款	23.88	37.40%	14.58	28.74%
应付债券	4.97	7.78%	6.56	12.92%

长期应付款（合计）	23.00	36.01%	18.07	35.62%
其中：长期应付款	3.16	4.96%	4.49	8.85%
专项应付款	19.83	31.06%	13.58	26.77%
非流动负债合计	52.15	81.68%	39.54	77.93%
负债合计	63.85	100.00%	50.73	100.00%
总债务	36.47	57.12%	27.09	53.41%
其中：短期债务	4.47	7.00%	2.54	5.01%
长期债务	32.01	50.12%	24.55	48.40%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年资产负债率有所上升，考虑到公司资产流动性较差，整体来看公司资产对负债的保障程度一般。从偿债指标来看，2022年公司货币资金增加，短期现金债务比有所上下滑，但现金类资产对短期债务的保障程度相对较好。2022年公司债务规模有所上升，公司EBITDA对利息的保障能力有所下滑，且长期债务占总债务的规模较大，整体来看，公司面临较大的长期偿债压力。

跟踪期内，公司主营业务回款情况较弱，公司经营活动产生的现金流为负，且公司新增建设芝兰谷农旅一体化项目、三峡国际冰雪之城以及持续推进秭归县茅坪镇罗家饮水机安全巩固提升工程，公司投资活动产生的现金流呈现净流出状态，公司依靠融资维持正常经营，且未来预计公司将持续推进综合开发业务及自营项目的建设，新增一定规模的对外借款，因此公司杠杆比例面临一定的上行压力。考虑到公司为秭归县重要的基础设施建设平台，公司融资渠道相对通畅，但仍需关注融资环境对公司融资能力的影响。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	66.32%	61.40%
现金短期债务比	1.44	2.24
EBITDA 利息保障倍数	0.66	1.24

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《秭归县楚元控股集团有限责任公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，截至2023年6月15日，近一年内公司未因环境因素受到相关部门的处罚，公司未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，公司未发生产品质量或安全问题。

社会方面，根据《秭归县楚元控股集团有限责任公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的

说明》，截至2023年6月15日，近一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。同时，中证鹏元关注到公司原董事长周俐江涉嫌严重违纪和职务违法，目前正接受秭归县纪委监委纪律审查和监察调查，并被采取留置措施。

治理方面，根据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，公司目前设个综合办公室、财务部、法务部、项目部、事业发展部、融资部、纪检监察室、人力资源部等八个部门。总体而言，公司建立的治理结构和组织架构基本满足其日常经营需要。跟踪期内，公司高层管理人员发生变化；2022年4月，原董事和总经理刘芳同志不再担任相关职务，聘任梅益成同志为公司董事，鲁平同志为公司副总经理；2023年2月，公司董事发生变化，具体变化明细如表1所示，本次人员变动对公司的日常经营管理、生产经营和偿债能力无不利影响。

表15 2023年2月公司董事会变更情况

项目	变更后		变更前	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	兰鹏	董事长、法定代表人	周俐江	董事长、法定代表人
	梅益成	董事	周雍	董事
	赵丽君	职工董事	鲍宇红	董事
	向均平	外部董事	向鸿波	董事
	史永红	外部董事	梅益成	董事
	徐飞	外部董事	-	-
	郑焱	外部董事	-	-

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

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⁴（2023年2月27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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末，公司对秭归紫昕国有资本投资开发有限责任公司担保余额合计为0.26亿元，公司面临的或有负债风险整体可控。

表16 截至2022年12月31日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
秭归紫昕国有资本投资开发有限责任公司	0.26	2037.8.15	否

⁴ 公司未提供最新征信报告。

合计	0.26	--	--
----	------	----	----

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

公司是秭归县人民政府下属重要企业，秭归县政府直接持有公司87.73%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，秭归县区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与秭归县政府的联系非常紧密。政府持有公司87.73%股权，且没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；政府对公司经营战略和业务运营具有绝对控制权。公司主营的基础设施建设业务主要来自秭归县政府及其下属国企单位，且近年来公司收到政府的支持次数较多力度较大预计公司与政府的联系将较为稳定。

(2) 公司对秭归县政府非常重要。公司是秭归县基础设施建设主体，提供一些公共产品和服务，也有一部分业务是市场化业务。秭归县仅有公司一家城投公司，故公司对秭归县的贡献很大，政府在付出一定努力和成本的情况下可以取代受评主体的；考虑到公司已发行债券，因此公司违约将对秭归县金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

重庆进出口担保的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

重庆进出口担保针对本期债券出具了《担保函》，根据《担保函》相关规定，重庆进出口担保提供保证担保的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用。本期债券存续期间，若公司未能按期还本付息，重庆进出口担保将在上述保证担保范围内对公司本期债券承担全额无条件不可撤销的连带保证责任，承担保证责任的期限为债券存续期及债券到期之日起两年。

重庆进出口担保成立于 2009 年，原名“重庆进出口信用担保有限公司”，2018 年 6 月变更为现用名，是由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）与中国进出口银行共同出资组建的担保公司，初始注册资本 10.00 亿元，渝富资产和中国进出口银行分别持股 60%和 40%。经 2010 年股东同比例增资以及 2014 年以来四次未分配利润转增股本，重庆进出口担保注册资本增至 30 亿元。2018 年渝富资产将持有的重庆进出口担保 60%股权无偿转让给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至 2022 年末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为 30 亿元，渝富控股和中国进出口银行分别持股 60%和 40%。

重庆进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。截至 2022 年末，重庆进出口担保的担保余额为 408.94 亿元，其中直接融资担保余额和间接融资担保余额的占比分别为 52.27%和 37.36%，近年业务结构基本保持稳定。

表17 重庆进出口担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	610.32	623.64	347.99
其中：直接融资担保发生额	108.90	8.90	11.90
间接融资担保发生额	432.56	460.46	300.47
其中：银行传统贷款担保业务发生额	22.91	20.67	35.03
金融科技贷款担保业务发生额	397.25	391.49	242.66
非融资担保发生额	68.84	82.14	35.63
当期解除担保额	561.59	598.17	358.02
期末担保余额	408.94	360.21	334.74
其中：直接融资担保余额	213.75	167.13	177.80
间接融资担保余额	152.79	168.41	137.01
其中：银行传统贷款担保业务余额	37.13	35.70	40.66
金融科技贷款担保业务余额	104.67	88.29	79.59
非融资性担保余额	42.40	24.67	19.93
期末融资担保责任余额	330.79	311.17	290.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.98	7.80	7.70

资料来源：重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

重庆进出口担保的直接融资担保业务客户群体均为城投类企业，发行人主体信用级别在AA-及以上，分布在重庆、山东、湖北和四川等地，担保的产品主要为企业债。对于直接融资担保业务，重庆进出口担保一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。截至2022年末，重庆进出口担保的直接融资担保余额为213.75亿元。

重庆进出口担保的间接融资担保主要包括银行传统贷款担保和金融科技贷款担保。近年来银行传统贷款担保余额保持稳定，截至2022年末为37.13亿元。重庆进出口担保大力开展“消费贷”、“司机贷”和“企业白条”等金融科技类贷款担保业务，该类项目单笔担保余额不到1万元，全部为信用贷款，客户均来自互联网平台，收费标准在1%-3%之间。其中“消费贷”担保业务主要是为蚂蚁金服平台的“花呗”和“借呗”产品，以及微信平台的“微粒贷”产品提供担保。截至2022年末，金融科技贷款担保余额为104.67亿元，近年保持稳定增长的趋势。

截至2022年末重庆进出口担保的资产总额为67.58亿元，主要由货币资金、债权投资、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为22.38亿元、25.61亿元、5.70亿元和4.43亿元。

截至2022年末重庆进出口担保的负债总额为25.34亿元，主要由预收保费、担保赔偿准备金和存入保证金组成，同期末上述负债余额分别为1.48亿元、18.93亿元和1.76亿元。

重庆进出口担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及自有资金投资产生的利息收入。2022年重庆进出口担保实现营业收入7.91亿元，其中已赚担保费占比为77.75%，当期实现净利润2.10亿元，净资产收益率为5.07%。

重庆进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。因大力拓展金融科技贷款担保业务，2022年重庆进出口担保的当期担保代偿额快速上升至5.11亿元。截至2022年末，重庆进出口担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为1.24%和43.93%，代偿回收情况欠佳，需关注重庆进出口担保后续的代偿回收情况。

表18 重庆进出口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	67.58	66.52	63.70
其中：货币资金	23.82	22.77	20.98
应收代偿款净额	4.43	3.92	3.44
所有者权益	42.24	40.68	38.15
营业收入	7.91	8.53	6.94
其中：已赚担保费	6.15	6.80	5.16
净利润	2.10	2.76	2.03
净资产收益率	5.07%	6.98%	5.40%
累计担保代偿率	1.24%	1.36%	1.79%
累计代偿回收率	43.93%	53.81%	57.90%
拨备覆盖率	481.40%	561.48%	595.64%

资料来源：重庆进出口担保 2020-2022 年审计报告及重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

重庆进出口担保的股东为渝富控股和进出口银行，均具有很强的综合实力。渝富控股成立于 2016 年 8 月，为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位；进出口银行是由国家出资设立、直属国务院领导、支持中国对外经济贸易投资发展与国际经济合作、具有独立法人地位的国有政策性银行。重庆进出口担保作为渝富控股的重要控股子公司之一，能在业务拓展、资金等方面得到股东一定的支持。

经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本期债券由重庆进出口担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

公司是秭归县重要的基础设施建设主体，公司实控人为秭归县国资委，跟踪期内，公司收到秭归县财政局0.30亿元的政府补助，在一定程度上提升了公司的利润水平；2022年公司商品房交付规模增加，房屋销售业务收入规模上涨带动了公司营业收入和盈利水平的提升，且目前公司在建综合开发项目尚需投资规模及存货中已投资未结算的综合开发项目规模均较大，公司主要业务综合开发业务的可持续性较好，且重庆进出口担保为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。虽然公司资产流动性较差，需投资项目规模较大，面临较大的资金压力，且总债务规模较大，面临较大的长期偿债压力，但基于公司在秭归县的业务定位及竞争力较好以及政府对公司的外部支持，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“17秭归养老债01/PR秭归01”、“18秭归养老债01/PR秭归02”的信用等级均为AA+。

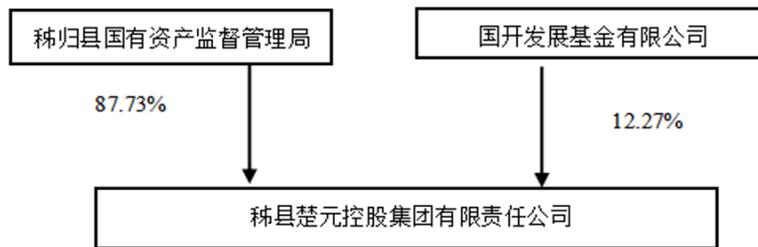
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	6.44	5.69	4.98
应收账款	12.79	10.55	11.02
其他应收款	5.14	5.15	6.06
存货	47.63	41.09	29.54
流动资产合计	75.15	64.71	53.47
固定资产	4.73	4.36	0.64
在建工程	9.33	5.90	2.92
其他权益工具投资	4.52	4.67	0.00
非流动资产合计	21.13	17.92	9.35
资产总计	96.28	82.63	62.81
短期借款	0.40	0.10	0.30
应付账款	0.68	0.56	0.16
合同负债	3.52	4.29	0.00
一年内到期的非流动负债	3.59	1.44	0.28
流动负债合计	11.70	11.19	15.61
长期借款	23.88	14.58	3.54
应付债券	4.97	6.56	7.34
长期应付款（合计）	23.00	18.07	9.51
长期应付款	3.16	4.49	3.51
专项应付款	19.83	13.58	6.00
非流动负债合计	52.15	39.54	20.68
负债合计	63.85	50.73	36.29
其中：短期债务	4.47	2.54	0.58
总债务	36.47	27.09	14.95
所有者权益	32.42	31.90	26.52
营业收入	6.40	5.06	6.51
营业利润	0.77	0.91	0.48
其他收益	0.33	0.68	0.61
利润总额	0.76	1.09	0.48
经营活动产生的现金流量净额	-1.04	0.15	0.41
投资活动产生的现金流量净额	-2.82	-1.95	-2.61
筹资活动产生的现金流量净额	5.27	3.64	0.34
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	20.62%	17.09%	4.11%
资产负债率	66.32%	61.40%	57.77%
短期债务/总债务	12.25%	9.38%	3.85%

现金短期债务比	1.44	2.24	8.66
EBITDA（亿元）	1.27	1.50	0.58
EBITDA 利息保障倍数	0.66	1.24	0.59

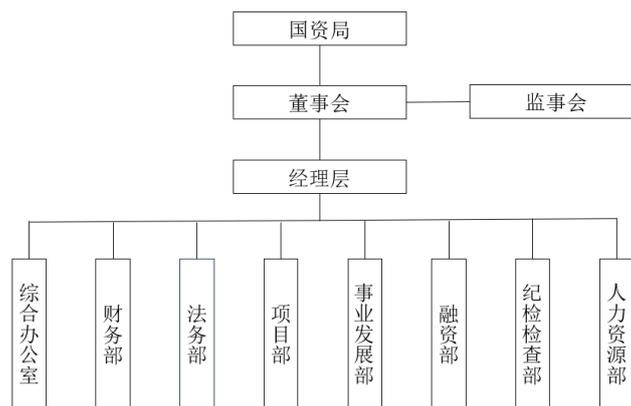
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
秭归万安服务有限责任公司	1,000.00	100.00%	服务租赁业
秭归万安消防工程有限责任公司	110.00	100.00%	消防工程
宜昌天宏建筑工程有限公司	4,000.00	100.00%	房屋建筑业
秭归县楚元健康产业开发有限公司	15,000.00	52.00%	医疗器械销售
秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司	128.00	100.00%	道路运输业
秭归县通途公路养护工程有限责任公司	30.00	100.00%	道路运输业
秭归县楚恒企业管理有限公司	5,000.00	100.00%	租赁和商务服务业
秭归县楚元经营管理有限公司	4,000.00	100.00%	疗养、康复、健身服务、市政公共设施建设
秭归县楚元水务有限责任公司	5,000.00	100.00%	水利管理业
秭归县楚元能源有限公司	13,000.00	100.00%	商务服务业
秭归芝兰谷投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
秭归九歌投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
秭归亿楚建设工程有限责任公司	5,007.82	100.00%	土木工程建筑业
秭归县壹志水利综合开发有限公司	1,100.00	51.00%	水利管理业

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录五 重庆进出口担保主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	23.82	22.77	20.98
买入返售金融资产	0.00	0.00	2.30
应收保理账款	2.56	1.53	1.47
应收代偿款	4.43	3.92	3.44
存出保证金	5.70	5.22	5.08
债权投资	25.61	26.45	24.62
资产总额	67.58	66.52	63.70
短期借款	1.15	0.83	0.70
预收保费	1.48	1.98	2.84
担保赔偿准备金	18.93	19.82	18.58
存入保证金	1.76	1.32	1.62
负债合计	25.34	25.84	25.33
实收资本	30.00	30.00	30.00
所有者权益	42.24	40.68	38.15
营业收入	7.91	8.53	6.94
其中：已赚担保费	6.15	6.80	5.16
营业支出	(5.40)	(5.25)	(4.45)
利润总额	2.49	3.26	2.40
净利润	2.10	2.76	2.03
经营和财务指标（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	408.94	360.21	334.74
其中：融资担保余额	366.54	335.54	314.81
间接融资担保余额	152.79	168.41	137.01
直接融资担保余额	213.75	167.13	177.80
非融资性担保余额	42.40	24.67	19.93
融资担保责任余额	330.79	311.17	290.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.98	7.80	7.70
当期担保代偿率	0.91%	0.62%	0.41%
累计代偿回收率	43.93%	53.81%	57.90%
拨备覆盖率	481.40%	561.48%	595.64%
净资产收益率	5.07%	6.98%	5.40%
总资产收益率	3.14%	4.24%	3.24%

资料来源：重庆进出口担保 2020-2022 年审计报告及重庆进出口担保提供，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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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。