

当阳市鑫源投资开发有限责任公司

2021 年公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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員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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【701】号 05

分析师

姓名：
蒋申 刘惠琼
电话：
0755-82872532
邮箱：
jiangsh@cspengyuan.com

评级日期：
2021 年 1 月 6 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

当阳市鑫源投资开发有限责任公司 2021 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+	发行主体长期信用等级：AA
发行规模：3 亿元	评级展望：稳定
债券期限：5 年	增信方式：保证担保
担保主体：武汉信用风险管理融资担保有限公司	
债券偿还方式：每年付息一次，于存续期的第 3、第 4、第 5 个计息年度分别按发行总 额 30%、30%、40%的比例偿还本金	

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对当阳市鑫源投资开发有限责任公司（以下简称“当阳鑫源公司”或“公司”）本次发行额度为 3 亿元的公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券债务安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了较好基础，公司基建业务持续性及租金收入持续性较好且得到外部的大力支持，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”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，面临较大的资金压力和一定的短期偿债压力，存在一定的或有负债风险，担保函对于主债权的变更存在限制性条款等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了较好基础。当阳市主要工业产品为磷酸铵、化肥、合成氨等化工产品、水泥、瓷砖及平板玻璃等建材，以及纸制品、软饮料等。2019 年当阳市地区生产总值达 509.19 亿元，2017-2019 年增速分别为 1.8%、6.5% 和 9.0%，区域经济实力持续增强，为公司发展提供了较好基础。
- 公司基建业务未来可持续性较好。公司为当阳市重要基础设施建设主体，截至 2019 年末公司已签订委托建设协议的在建项目总投资 29.78 亿元，已投资 15.74 亿元，完工待结算余额 9.62 亿元，可为公司未来收入提供一定保障。

- **公司拥有较多的出租物业，租赁业务收入持续性较好。**截至 2019 年末，公司拥有投资性房地产账面价值为 19.23 亿元，面积合计 38.64 万平方米，均用于出租，2017-2019 年公司分别确认租金收入 1.34 亿元、1.34 亿元和 1.44 亿元。
- **公司得到了外部的大力支持。**2012-2014 年，公司收到当阳市人民政府注入土地及房产评估价值合计 54.54 亿元，扣除抵偿所欠公司的城市基础设施建设项目款后合计增加资本公积 50.18 亿元；2017-2019 年，公司分别收到政府补贴 8,250.00 万元、6,107.44 万元和 9,070.50 万元。
- **武汉信用提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公司整体资产流动性偏弱。**截至 2019 年末，公司应收款项、存货及投资性房地产占总资产分别达 17.54%、60.75%和 18.77%，其中，存货主要由土地使用权及项目建设投入构成，已抵押土地账面价值为 23.21 亿元，占存货中土地总价值的 54.66%。
- **公司面临较大资金压力。**公司经营性现金流受当地财政资金安排影响存在一定不确定性，2017-2019 年收现比分别为 0.97、0.38 和 0.79；截至 2019 年末，公司主要在建工程项目建设尚需投入资金 39.51 亿元，面临较大资金压力。
- **公司面临一定的短期偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务 13.68 亿元，现金短期债务比为 0.53，2020 年和 2021 年到期的本息合计分别为 5.50 亿元和 5.09 亿元，面临一定的短期偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保规模达 17.82 亿元，主要系对同一实际控制人下属企业的担保，与 2019 年末净资产之比为 0.23，存在一定或有负债风险。
- **担保函对于主债权的变更存在限制性条款。**武汉信用本次出具的担保函强调：根据担保函第九条款，经国家发展和改革委员会同意，若本期债券的履行期限、还本付息方式发生变更，经武汉信用书面同意后，武汉信用对变更后的债务承担保证责任。公司主动申请提前清偿本期债券本息的，不需要经过武汉信用书面同意。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,024,655.64	1,102,137.56	1,210,390.90
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
有息债务	136,762.43	194,768.05	219,640.00
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%
EBITDA	26,322.37	19,813.95	18,433.34
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
经营活动现金流净额	-2,346.56	-1,154.68	63,150.13
收现比	0.79	0.38	0.97

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

武汉信用主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,504,398.34	3,967,273.55	3,791,157.27
所有者权益	1,368,524.74	1,393,438.18	1,296,093.75
担保余额（亿元）	37.70	42.93	58.65
风险准备金覆盖率	4.57%	2.40%	2.69%
融资担保放大倍数	0.28	0.31	0.45
当期担保代偿率	1.51%	0.00%	1.47%

资料来源：武汉信用 2017-2019 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于1999年8月12日，由当阳市财政局、当阳电力联营公司、湖北省当阳卷烟厂、宜昌当玻集团有限责任公司、当阳市马店能源经济开发公司、当阳市长坂坡建材有限责任公司、湖北省当阳卷烟材料厂、当阳市自来水公司、当阳市油脂化工厂共同出资设立，初始设立时公司名为当阳市鑫源投资担保有限责任公司，注册资本为5,900万元，其中当阳市财政局出资5,500万元，持股93.22%，其他股东各出资50.00万元。

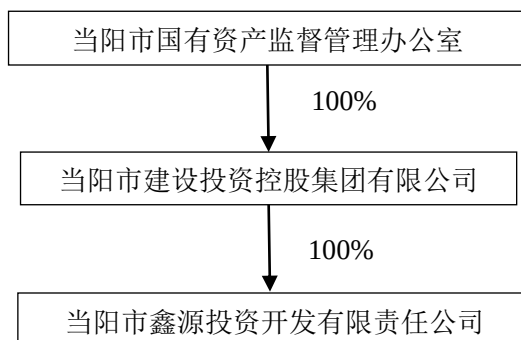
2004年3月16日，公司名称变更为当阳市鑫源投资开发有限责任公司，同时进行了股东变更及增资。股东变更及增资完成后，公司注册资本增加至25,762.28万元，前五大股东及持股比例分别为当阳市财政局持股60.41%、当阳市国土资源局持股22.54%、当阳市建设局¹持股10.50%、当阳市经济贸易局²持股5.78%、当阳电力联营公司持股0.31%，合计持股比例为99.54%。后经两次股东变更及增资，截至2011年6月末，公司注册资本增至51,182.169万元，当阳市财政局、当阳市国土资源局、当阳市住房和城乡建设局、当阳市经济商务和信息化局、当阳市国有资产经营公司及当阳电力联营公司对公司持股比例分别为63.23%、28.42%、5.28%、2.91%、0.10%和0.06%，合计持股比例为100%。

2016年6月7日，根据《当阳市人民政府关于同意划转当阳市鑫源投资开发有限责任公司等单位股权的通知》（当政函【2016】48号），公司原六个股东所持有的公司股权被划转给当阳市建设投资控股集团有限公司（以下简称“当阳建投”），公司控股股东由当阳市财政局变更为当阳建投。截至2020年6月末，公司注册资本及实收资本均为51,182.17万元，控股股东为当阳建投，实际控制人为当阳市国有资产监督管理委员会，股权关系如图1所示。

¹ 2010年1月28日，根据中共宜昌市委办公室和宜昌市政府办公室联合印发的《关于印发<当阳市人民政府机构改革方案>的通知》（宜办文[2010]4号）文件，公司股东“当阳市经济商务局”更名为“当阳市经济商务和信息化局”；“当阳市建设局”更名为“当阳市住房和城乡建设局”。

² 2004年11月26日，根据中共宜昌市委和宜昌市人民政府联合做出的《关于当阳市机构改革调整方案的批复》（宜文[2004]28号），公司股东“当阳市经济贸易局”更名为“当阳市经济商务局”。

图 1 截至 2020 年末公司股权结构图



资料来源：公开资料查询

公司系当阳市重要的基础设施建设及国有资产经营管理主体，主要负责当阳市范围内的基础设施项目投融资建设以及国有资产出租管理，近年无纳入合并报表范围的子公司。

二、本期债券概况

债券名称：2021年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券；

发行总额：人民币3亿元；

债券期限和利率：5年期固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，在本期债券存续期的第3、第4、第5个计息年度末分别按照债券发行总额的30%、30%、40%的比例偿还债券本金，最后三年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付；年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付款项自兑付日起不另计利息；

增信方式：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。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额为人民币3亿元，全部用于置换公司往期企业债券在2020年内已支付的本金及利息。具体情况如下表所示。

表 1 本期债券募集资金计划用于偿付的债券 2020 年应偿还的本息情况（单位：亿元）

序号	债权人	利率	2020 年 偿还本金	2020 年 偿还利息	2020 年 偿还本息	本期债券 使用资金	偿还日期
1	14 当阳债	7.99%	2.40	0.38	2.78	0.36	2020/05/23
2	16 当阳债	4.97%	2.20	0.44	2.64	2.64	2020/03/29

合计	4.60	0.82	5.42	3.00	-
----	------	------	------	------	---

资料来源：公司提供

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019 年，我国国内生产总值（GDP）从 82.08 万亿元增长至 99.09 万亿元，各年分别增长 6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长 11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略新兴服务业营业收入分别增长 17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，

同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还

的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

当阳市近年工业及固定资产投资增速持续回升，带动当阳市经济实力逐步增强，为公司发展提供了较好的基础

当阳市位于湖北省中部，为宜昌市下辖的县级市，地处鄂西山地向江汉平原过渡地带，西接宜昌，东临荆门，南联荆州，现辖 3 个街道、7 个镇，1 个省级经济开发区，国土面积 2,159 平方公里，2019 年末常住人口 46.40 万人。

当阳市历史悠久，是著名的三国历史文化名城，拥有长坂坡、太子桥等三国古迹以及全国三大关庙之一关陵、国家 4A 级景区玉泉寺等，现有全国重点文物保护单位 5 处，省级重点文物保护单位 10 处。同时当阳市矿产资源丰富，玻璃用砂岩探明储量 2,048 万吨，约占湖北全省储量的 60%；高岭土探明储量 392.8 万吨，约占湖北全省比重的 40%；水泥用灰岩探明储量 7,788 万吨，煤炭探明储量 4,800 万吨。

当阳市城区距三峡机场 50 公里；境内有荆宜高速公路 1 条，有远当一级公路，汉宜、窑马、两江、分当二级公路等；焦枝铁路、襄石复线穿境而过，当阳火车站是目前湖北省

县市级最大的火车站之一。总体而言，当阳市交通条件尚可，但距离武汉市等经济中心较远，区位优势一般。

经过多年发展，当阳市已形成建材、化工、食品、轻纺等四大支柱工业产业，电子信息、生物医药、新材料等新兴产业发展加快，为中部最大玻璃生产基地、全省重要化肥生产基地，建筑陶瓷产能占全省 60%以上。目前，当阳市的工业园区主要为湖北当阳经济技术开发区（以下简称“当阳经开区”），当阳经开区辖“一区四园”，分别为坝陵工业园区和湖北当阳建筑陶瓷工业园、金桥工业园、岩屋庙工业园、马店工业园，全区规划开发面积 36 平方公里。当阳经开区为省级开发区，始建于 1992 年，代表性企业有三峡新材、葛洲坝水泥、华强化工、蒙牛乳业等。

近年，当阳市经济总量保持增长，但增速有所下滑。2017-2019 年，当阳市地区生产总值分别为 493.00 亿元、501.65 亿元和 509.19 亿元，按可比价计算，增速分别为 1.8%、6.5%和 9.0%，其中，受安全环保整改等因素影响，2017 年经济增速偏低。产业结构由 2017 年的 17.59 : 53.26 : 29.15 调整为 2019 年的 16.22:42.79:40.99，第二产业仍为经济发展的主导产业，第三产业占比有所提升。2019 年，当阳市人均地区生产总值为 109,738 元，为全国人均 GDP 水平的 154.80%。

近年当阳市工业不断发展，增速持续上升，2019年工业增加值为204.81亿元，增速达12.2%。当阳市主要工业产品为磷酸铵、化肥、合成氨等化工产品、水泥、瓷砖及平板玻璃等建材，以及纸制品、软饮料等，受市场需求以及安全环保整改等因素影响，近年各类产品产量有升有降，2019年化肥、合成氨产量同比降幅为9.8%和8.2%，瓷砖、软饮料、纱、平板玻璃等产量持续增长，增幅分别达24.2%、27.6%、36.9%和9.6%。2020年1-11月，当阳市规模以上工业增加值同比下降13.7%，增速比上年回落24.5个百分点。

固定资产投资为带动当阳市经济发展的重要动力。2017-2019年当阳市固定资产投资增速分别为-21.5%、12.1%和12.5%，波动较大。按产业划分，2019年第一产业投资增长91.5%；第二产业投资增长3.7%，其中，工业投资增长3.4%；第三产业投资增长38.9%；其中，第一产业投资高速增长，第二产业投资增速下滑，第三产业投资增速由降转升。全市房地产开发投资增长12.6%，增速仍相对较高。2021年1-11月，当阳市固定资产投资额同比下降19.3%，增速比上年回落31.9个百分点。

近年，当阳市第三产业保持增长，增速有所波动；其中，2019 年批发和零售业、交通运输仓储和邮政业、住宿和餐饮业、金融业、房地产业增加值增速分别为 13.7%、6.8%、6.9%、4.5%和 8.0%。2019 年当阳市全年实现社会消费品零售总额仍保持相对较高的增速。2020 年 1-11 月，当阳市实现社会消费品零售总额 129.46 亿元，同比下降 15.7%，增速比

上年回落 27.9 个百分点。

表 2 当阳市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	509.19	9.0%	501.15 ³	6.5%	493.00	1.8%
第一产业增加值	82.57	3.3%	76.99	3.0%	86.73	3.7%
第二产业增加值	217.89	12.6%	253.93	6.4%	262.56	0.6%
第三产业增加值	208.73	7.7%	170.23	8.8%	143.71	3.0%
工业增加值	204.81	12.2%	245.1	8.5%	247.7	0.7%
固定资产投资	-	12.5%	-	12.1%	324.50	-21.5%
社会消费品零售总额	179.82	12.3%	160.19	11.4%	143.83	5.4%
存款余额	298.26	-	273.23	1.8%	268.31	10.8%
贷款余额	183.38	-	163.56	0.3%	163.00	35.8%
人均 GDP（元）	109,738		106,718.48		104,982.96	
人均 GDP/全国人均 GDP	154.80%		165.09%		176.57%	

注：人均 GDP=地区生产总值/地区常住人口，2018 年人均 GDP 数据采用 2017 年末当阳市常住人口估算。
资料来源：当阳市 2017-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019 年当阳市一般公共预算收入 18.11 亿元，同比增长 1.7%；一般公共预算收入中税收收入 11.70 亿元，增长 2.0%，占一般公共预算收入的 64.6%；一般公共预算支出 45.89 亿元，增加 6.8%。2020 年 1-11 月，当阳市一般公共预算收入为 8.00 亿元，同比下降 51.5%；一般公共预算支出为 34.92 亿元，同比下降 13.6%

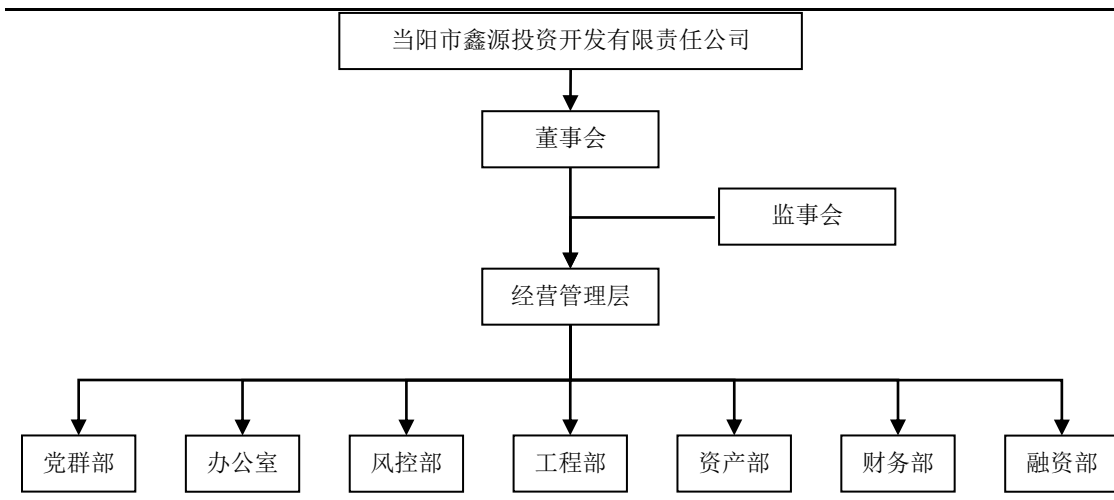
五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》及其它有关法律、法规的规定，建立了相关治理结构和治理制度。公司不设股东会，当阳建投持有公司 100% 股权，行使股东会职权。公司设立董事会，成员三人，设董事长一名，由董事会选举；董事会每届任期三年，可连选连任，其职权主要包括向股东报告工作，并执行其决定，制定公司的经营计划和投资方案，制定公司年度财务预决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，总经理对董事长负责。公司监事会由三名监事组成，其中职工监事一名。监事由股东委派或更换，监事会成员中的职工代表由公司职工代表大会选举并经股东同意产生。每届监事任期三年，任期届满，可连选连任；监事会职权主要为检查公司财务，对董事、高级管理人员职务行为进行监督等。

³ 根据第四次全国经济普查结果和 GDP 核算制度规定，2018 年当阳市 GDP 修订为 456.10 亿元。

在组织机构设置方面，截至2020年6月末，公司设立了融资部、财务部、资产部和工程部等共7个部门，负责公司各项业务的开展以及财务等职能工作，公司组织结构图如图2所示。

图2 截至2020年6月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司承担当阳市范围内的基础设施项目建设及国有资产运营等职责，营业收入主要来源于工程代建及房屋租赁，房屋销售和拟开发土地销售丰富了公司收入来源，但不确定性较大。近年，公司租金收入保持稳定，但受项目结算及拟开发土地销售规模波动影响，公司营业收入规模波动加大。近年，公司出租的房屋为采用公允价值计量的投资性房地产，故毛利率维持在100%的水平。2019年公司实现拟开发土地销售收入5,024.87万元，主要系按土地评估价值将部分土地使用权分别出让给当阳市国资公司及当阳市土地收储中心取得的收入，业务毛利较低，该业务受当地政府土地规划及出让安排影响不确定性较大。

公司综合毛利率主要受收入结构变化，以及工程代建项目合同约定收益的差异影响；其中，公司2018年毛利率较高主要系当年租金收入占比较高、结算的工程代建项目约定收益较高带动。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务	31,425.58	49.63%	17,266.72	84.83%	10,098.63	9.83%

其中：工程代建	11,890.90	10.43%	3,650.49	35.90%	10,098.63	9.83%
房屋租赁	14,417.49	100.00%	13,357.88	100.00%	0.00	-
拟开发土地销售	5,024.87	-0.54%	120.31	-6.72%	0.00	-
房屋销售	92.32	-35.79%	119.99	-25.93%	0.00	-
咨询评审服务	0.00	-	18.07	100.00%	0.00	-
其他业务	9.62	96.26%	2.86	46.50%	13,388.24	100.00%
合计	31,435.20	49.65%	17,269.58	84.82%	23,486.87	61.23%

注：2018 年公司主营业务收入构成有调整，将其他业务中的房屋租赁业务、咨询评审服务、房屋销售及拟开发土地销售收入均计为主营业务收入。

资料来源：2017 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程代建业务具有一定可持续性，但面临一定资金压力

公司项目建设模式包括委托建设和自营。其中，委托建设模式下，公司与政府及关联方签订合同，约定公司负责筹资建设，项目完工移交给委托方后，由委托方按照合同约定分期支付工程款，工程款包括工程决算总价及利润，公司根据结算单确认当年结转项目成本及相关收入。自营项目由公司自筹资金建设，完工后由公司负责经营并取得收益。

工程代建项目包括金桥工业园区项目、当阳市创建国家卫生城市重点环卫项目、当阳市创建国家卫生城市重点城建项目、当阳市城建项目和创建国家卫生城市交通基础设施项目。截至 2019 年末，除金桥工业园区项目外，其他项目均已完工，存货中待结算成本合计 9.62 亿元。其余委托建设项目由公司控股股东当阳建投委托公司自筹资金建设，代建管理费以项目总投资成本乘以代建管理费率（20%或 8%）计算并按照各年项目完工进度进行核算。值得注意的是，公司委托建设项目相关工程款支付安排易受当地政府及其他委托方资金安排的影响，而存在一定的不确定性，近年回款持续滞后。

2017 年及 2019 年，公司工程代建收入⁴均主要来源于金桥工业园基础设施建设项目，实现工程代建收入分别为 10,098.63 万元和 11,890.90 万元。2018 年，公司工程代建收入来源于交通指挥中心项目，公司根据交通指挥中心项目验收及移交确认表，实现工程代建收入为 3,650.49 万元，相关工程款按 10 年等额分期付款。

截至 2019 年末，公司工程代建业务主要在建项目为金桥工业园区项目，预计总投资 29.78 亿元，已投资 15.74 亿元，完工待结算余额 9.62 亿元，业务具有一定可持续性，但面临一定资金压力。

公司在建自营项目规模较大，存在较大的资金压力且未来业绩存在一定的不确定性

公司主要在建自营项目包括的当阳市汽车城建设项目、当阳市棚户区改造工程项目、当阳市城镇棚户区城市新区改造项目和当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目。当阳

⁴ 2019 年当阳市人民政府出具的收入结算单未取得。

市汽车城建设项目及当阳市棚户区改造工程项目为“16 当阳债”募投项目，根据相关项目可研报告，当阳市棚户区改造工程项目预计收入来源于商品房、商业建筑及地下车库销售收入；当阳市汽车城建设项目主要来源于租金收入，但由于项目建设计划调整，当阳市棚户区改造工程项目和当阳市汽车城建设项目未来项目建设及进度不确定性较大。

当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目预计采用销售与自营相结合的模式进行开发，根据项目可行性研究报告，预计项目运营期总收入为 20.25 亿元，在本期债券存续期内净利润合计为 3.66 亿元，但需要关注项目建设进度滞后风险，以及受入驻企业招商引资情况影响，而使得项目销售、出租情况不达预期对该项目预期收益的影响。

当阳市城镇棚户区城市新区改造项目由公司自筹资金对指定片区进行棚户区拆迁改造、安置及相应的安置房项目建设，完工后通过对外销售取得收入，需关注后续销售及回款情况。

截至 2019 年末公司主要在建自营项目预计总投资 30.10 亿元，已投资 4.64 亿元，其中基础设施建设项目已签订相关收益协议，业务持续性较好，但部分自营项目建设进展缓慢，未来收入存在一定不确定性。

表 4 截至 2019 年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	项目已投资
当阳市棚户区改造工程项目	107,600.00	1,536.99
双莲工业园标准化厂房项目	106,031.61	576.53
当阳市汽车城建设项目	49,400.00	19,072.54
当阳市城镇棚户区城市新区改造项目	38,000.00	25,172.65
合计	301,031.61	46,358.71

资料来源：公司提供

公司房屋租赁业务系经营利润的主要来源，近年收入波动增长

截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值为 19.23 亿元，主要系 2014 年政府注入的房产，面积合计 38.64 万平方米，其中，房产均为商业用途，包括办公及门面资产。2015-2017 年，公司根据各项房产分别与租赁对象签订租赁合同；2018 年以来，公司将上述投资性房地产打包统一与当阳市国有资产经营有限公司⁵签订房屋租赁合同，并由该公司负责相应租赁资产的维护，2018 年约定年租金为 14,017.00 万元，2019-2021 年约定年租金为 15,138.36 万元。

2017-2019 年公司分别确认租金收入 13,388.24 万元、13,357.88 万元和 14,417.49 万元，

⁵ 该公司由当阳市国有资本经营投资控股集团有限公司 100%持股，实际控制人为当阳市人民政府国有资产监督管理局。

租金收入保持稳定；由于相应投资性房地产采用公允价值计量，故业务毛利率为 100%，系公司收入及盈利的重要来源。

公司获得当地政府在资产注入及政府补助方面的大力支持

资产注入方面，当阳市政府于 2010-2012 年分别注入 385.70 万平方米、68.54 万平方米和 53.46 万平方米的土地使用权，土地性质为出让，用途主要为工业、商服用地，按照评估价值入账，计入公司存货，其中部分作为抵债资产抵偿所欠公司的城市基础设施建设项目款，其余部分无偿划拨至公司作为资本公积，合计增加资本公积 29.93 亿元。

2014 年，根据当阳市人民政府《市人民政府关于追加投资的通知》（当政函[2014]135 号）文件精神，当阳市政府将国有相关单位的房产，百渠小区、悦家园小区等 6 个小区部分房产（住宅）划拨给公司，作为当阳市政府对公司的追加投资，计入资本公积；以上划拨的房产建筑总面积 43.10 万平方米，评估价值 20.25 亿元。

为支持公司基础设施项目建设，当阳市政府持续给予公司资金支持。2017-2019 年，公司分别收到政府补贴 8,250.00 万元、6,107.44 万元和 9,070.50 万元⁶，增强了公司的盈利规模及资金实力。

表 5 公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
时间	资产类别	评估价值	依据文件
2010 年	土地使用权	242,661.73	《市人民政府关于资产注入的通知》（当政发[2010]2 号）
2011 年	土地使用权	67,888.16	《市人民政府关于资产注入的通知》（当政发[2011]3 号）
2012 年	土地使用权	32,390.07	《市人民政府关于资产注入的通知》（当政发[2012]1 号）
2014 年	房屋资产	202,487.48	《市人民政府关于追加投资的通知》（当政函[2014]135 号）
合计		545,427.44	
2、补贴收入			
时间	补贴金额	发放机构	依据文件
2017 年	8,250.00	当阳市人民政府	《关于拨付当阳市鑫源投资开发有限责任公司财政补贴的通知》（当政函[2017]91 号）
2018 年	6,107.44	当阳市人民政府	《关于拨付财政补贴的通知》
2019 年	9,070.50	-	-
合计	23,427.94	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

⁶ 未取得 2019 年政府补助相关文件。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2017年审计报告、经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告以及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2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年公司合并报表范围未有变化。

资产结构与质量

近年公司资产规模有所下降，资产流动性偏弱

近年公司资产规模有所下降，2019年末总资产规模为102.47亿元，较2017年末下降15.35%，主要受有息债务偿付影响；其中，流动资产占比呈持续下滑势态，但仍保持在80%以上。

2019年末，公司货币资金为2.49亿元，较2017年末下降了77.98%，主要系偿还到期有息债务所致，无受限资金。公司应收票据及应收账款主要系应收工程款及房屋租金等，规模不断增长。2019年末公司应收账款为3.90亿元，包括应收当阳市国有资产经营公司1.99亿元，应收当阳市住房和城乡建设局1.58亿元和应收当阳市公安局交通警察大队0.30亿元。公司其他应收款主要系应收当阳市政府部门及关联方往来款。截至2019年末，公司其他应收款为14.07亿元，主要包括应收当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司6.04亿元、当阳市非税收入管理局1.35亿元、当阳市土地收购储备中心1.28亿元、应收当枝路建设指挥部1.19亿元，以及应收控股股东当阳建投1.06亿元等；前五大应收对象占比达77.16%。2019年末公司应收款项合计占公司资产总额的17.53%，回收时间具有一定不确定性，对公司资金形成较大占用。

近年公司存货规模随着在建工程项目的投入而小幅增长，2019年末账面价值为62.25亿元，主要包括土地使用权42.46亿元、工程施工14.26亿元及开发产品5.53亿元，其中，工程施工主要为基础设施项目建设投入，开发产品为保障房，暂无处置计划，未来收入存在不确定性；公司土地资产性质均为出让，用途主要为工业及商服用地，已抵押土地面积为432.23万平方米，账面价值为23.21亿元，占公司存货中土地总价值的54.66%，土地资产受限程度偏高。

截至2019年末，公司投资性房地产账面价值为19.23亿元，为2014年政府注入的房产以及2013年公司购买的部分国有相关单位的土地使用权及房产，采用公允价值法计量，评估基准日为2019年12月31日，近年账面价值增长主要来源于公允价值变动。

整体来看，公司资产以应收款项、土地使用权及项目投入成本构成，土地资产受限程度偏高，整体资产流动性偏弱。

表 6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	24,946.20	2.43%	87,450.50	7.93%	113,286.66	9.36%
应收票据及应收账款	38,992.10	3.81%	37,760.93	3.43%	34,953.90	2.89%
其他应收款	140,664.01	13.73%	160,366.90	14.55%	253,261.56	20.92%
存货	622,476.01	60.75%	614,004.12	55.71%	587,581.94	48.54%
流动资产合计	829,605.02	80.96%	907,141.31	82.31%	1,016,593.52	83.99%
投资性房地产	192,290.85	18.77%	191,971.87	17.42%	190,356.41	15.73%
非流动资产合计	195,050.62	19.04%	194,996.24	17.69%	193,797.38	16.01%
资产总计	1,024,655.64	100.00%	1,102,137.56	100.00%	1,210,390.90	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受工程结算规模变动影响，公司收入有所波动，但利润规模持续增长，政府补贴为公司利润的重要来源

近年公司营业收入来源包括工程代建、房屋租赁、保障房及拟开发土地出售，工程代建及房屋租赁为主要收入来源，保障房及拟开发土地出售收入不确定性较大。近年，公司房屋租赁业务收入保持稳定，但受基础设施建设工程结算规模波动影响，公司工程代建业务及拟开发土地出售收入有所波动，带动公司营业收入规模变动。公司综合毛利率受收入结构以工程代建结算项目约定收益影响有所波动。截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资59.88，已投资20.37亿元，其中，自营项目总投资30.10亿元，已投资4.64亿元，未来计划通过保障房、商品房、商业建筑及地下车库、厂房销售及出租获得收入，但存在较大不确定性。截至2019年末，公司已投资待结算的工程建设业务成本合计9.62亿元，相关项目均已签订委托建设协议，未来可为公司收入提供一定保障，但结算时间具有一定不确定性。

公司其他收益主要系为收到的当阳市财政局及当阳市人民政府补贴资金，2017-2019年占公司利润总额的比重分别为45.11%、31.03%和34.90%，为公司利润的重要来源。

表 7 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
营业利润	26,056.70	19,725.04	18,413.72
利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

近年公司经营活动现金流入主要依赖往来款且波动较大，面临较大的投资资金压力

近年公司经营业务收入主要来源于房租及工程代建收入，其中，2017年及2019年代建收入相关回款受政府资金安排影响波动较大；2018年确认的工程代建收入款根据合同约定分10年支付，此外，租金回款亦具有一定的滞后性，导致公司收现存在较大波动，2017-2019年收现比分别为0.97、0.38和0.79。公司其他与经营活动有关的现金主要系收到的政府补贴资金以及往来款现金收支，近年均呈净流入状态。2017-2019年公司经营活动产生的现金流净额分别为63,150.13万元、-1,154.68万元和-2,346.56万元，2017年净流入规模较大主要来源于业务回款及往来款净流入，2018-2019年，受经营业务回款滞后及工程建设投入较大影响，经营活动现金持续净流出。值得注意的是，2018年末及2019年末公司其他应收款及其他应付款降幅均大幅高于相关往来款现金流规模，2019年收现比为0.79，但应收账款未有相应增加，原因为公司将部分与同一对象的应收及应付款相互抵消。

公司投资活动现金流主要系购买理财产品支出及到期回收购买的理财产品、大额银行定期存单到期回款。近年公司筹资活动现金呈持续净流出状态，其中，2017年净流出6.54亿元，主要包括偿还债务支付2.40亿元和支付利息、分配股利支出4.14亿元，2018-2019年净流出合计10.65亿元，主要系偿还债务本息。截至2019年末，公司主要在建项目尚需投资39.51亿元，面临较大资金压力。

表 8 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	0.79	0.38	0.97
销售商品、提供劳务收到的现金	24,990.71	6,532.56	22,883.94
收到的其他与经营活动有关的现金	22,298.81	47,614.38	56,558.32
经营活动现金流入小计	47,289.52	54,146.94	79,442.26
购买商品、接受劳务支付的现金	25,330.04	9,655.45	8,865.05

支付的其他与经营活动有关的现金	19,830.54	44,811.07	4,480.69
经营活动现金流出小计	49,636.08	55,301.62	16,292.14
经营活动产生的现金流量净额	-2,346.56	-1,154.68	63,150.13
投资活动产生的现金流量净额	20,168.97	20,225.92	5,210.96
筹资活动产生的现金流量净额	-69,326.71	-37,207.41	-65,429.75
现金及现金等价物净增加额	-51,504.30	-18,136.17	2,931.33

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司债务规模有所下降，但面临一定短期偿债压力

近年，随着有息债务及往来款偿付、抵消，公司债务规模持续下降；同时，公司未分配利润的积累推动所有者权益规模持续上升；受上述因素影响，近年公司产权比率由2017年末的64.09%持续下降至2019年的32.53%，公司所有者权益对负债的保障程度有所提高。

表 9 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	251,530.11	349,905.96	472,736.46
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
产权比率	32.53%	46.52%	64.09%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2017年以来，随着非流动负债的逐步到期，公司流动负债占比有所增长，2019年末占总负债的63.21%。公司应付账款为应付工程款，应交税费主要系应交企业所得税。公司其他应付款以往来款为主，受往来款流入及应收、应付款抵消等影响，规模持续下降。2019年末，公司其他应付款为7.27亿元，其中，应付利息和股利分别为0.97亿元和0.25亿元，其他主要包括应付当阳市土地与房屋征收管理办公室往来款3.40亿元和应付当阳市财政局2.41亿元。2019年末公司一年内到期的非流动负债主要系2019年需偿付的部分债券本金4.60亿元。公司非流动负债主要系长期借款及应付债券，其中长期借款为银行借款；应付债券包括“14当阳债”以及“16当阳债”，剩余本金分别为4.80亿元和8.80亿元，其中，一年内应偿付的本金分别为2.40亿元和2.20亿元。

表 10 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	10,864.69	4.32%	16,391.73	4.68%	7,000.03	1.48%
应交税费	28,730.62	11.42%	24,419.80	6.98%	20,042.10	4.24%

其他应付款	72,669.21	28.89%	111,659.81	31.91%	224,973.33	47.59%
一年内到期的非流动负债	46,725.00	18.58%	57,190.00	16.34%	24,000.00	5.08%
流动负债合计	158,997.58	63.21%	209,711.34	59.93%	276,030.47	58.39%
长期借款	1,550.00	0.62%	2,100.00	0.60%	2,800.00	0.59%
应付债券	88,487.43	35.18%	135,478.05	38.72%	180,900.00	38.27%
非流动负债合计	92,532.54	36.79%	140,194.62	40.07%	196,706.00	41.61%
负债合计	251,530.11	100.00%	349,905.96	100.00%	472,736.46	100.00%
其中：有息债务	136,762.43	54.37%	194,768.05	55.66%	219,640.00	46.23%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着到期债务的偿付，2017-2019年公司有息债务规模持续下降。2019年末公司有息债务规模为136,762.43万元，主要由长期借款、应付债券及一年内到期的非流动负债构成，2021-2022年需偿债到期本息分别为5.50亿元和5.09亿元。

2019年末，随着有息债务的到期偿付及应付往来款规模下降，公司资产负债率下降至24.55%，EBITDA利息保障倍数提升至2.34，有息债务/EBITDA下降至5.20，整体偿债压力有所下降，但现金短期债务比由2017年末的4.72下降至2019年末的0.53，面临一定短期偿债压力。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
有息债务/EBITDA	5.20	9.83	11.92

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金来源公司日常经营业务所产生的收入及对应的现金流，以及可以通过资产处置及新增融资等方式筹措偿债资金。

公司日常经营所产生的现金流是本期债券按期偿付的主要来源。2017-2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为22,883.94万元、6,532.56万元和24,990.71万元。2019年末公司存货中已签订委托建设协议的待结算工程投入合计9.62亿元，能为公司未来收入提供一定保障。截至2019年末，公司主要在建自营项目总投资30.10亿元，已投资4.64亿元，

完工后可实现仓房、安置房、商品房、商业建筑及地下车库等销售收入及厂房、商铺等出租收益。但值得注意的是，上述项目收入及相关回款受公司筹资情况、项目建设进度、政府资金安排、经营环境变化等因素影响，具有一定的不确定性，租金回款亦具有一定的滞后性，使得公司面临一定的收入及回款波动风险。

（二）本期债券保障措施分析

武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为本期债券的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了本期债券的信用水平

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

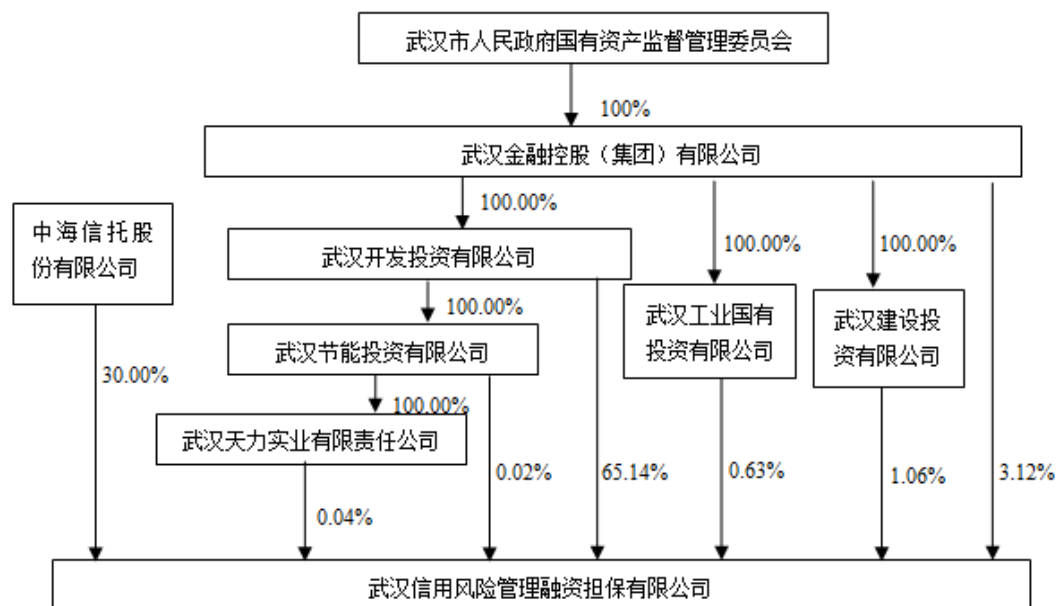
在本期债券到期时，如公司不能全部兑付债券本息，武汉信用应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。承销商有义务代理债券持有人要求武汉信用履行保证责任。

经国家发展和改革委员会同意，若本期债券的债务的履行期限、还本付息方式发生变更，经武汉信用书面同意后，武汉信用对变更后的债务承担保证责任。公司主动申请提前清偿本期债券本息的，不需要取得武汉信用书面同意。

在本期债券到期之前，武汉信用发生分立、合并、停产停业等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、武汉信用提前兑付债券本息。

武汉信用成立于 1998 年，是武汉市市属国有企业，经股东多次增资，资本规模大幅增长，截至 2020 年 6 月末，武汉信用实收资本为 100 亿元，控股股东仍为武汉开发投资有限公司，直接持股比例为 65.14%，实际控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会，武汉信用股权结构如图 3 所示。

图 3 截至 2020 年末公司股权结构图



资料来源：公开资料查询

作为武汉市市属国有综合金融服务平台，武汉信用形成了以委托贷款、企业融资担保业务为核心，小额贷款和征信等协同发展的业务结构。2017-2019 年，武汉信用营业收入规模持续增长，其中委托贷款收入占比不断提升，已处于很高水平。截至 2019 年末，武汉信用应收账款规模合计为 304.44 亿元，应收前五大客户规模为 152.20 亿元，客户主要为地产行业以及上市公司股东，在国内房地产行业调控趋严以及资本市场低迷的背景下，需关注相应的损失风险。另外，武汉信用对大连友谊集团股份有限公司（股票代码：000679.SZ，以下简称“大连友谊”）及其股东的委托贷款规模和担保业务规模相对较大。近年来，大连友谊收入持续下滑，处于持续亏损状态，资产负债率处于高位，且存在较大金额未决诉讼。上述业务可能存在损失风险。

表12 近年武汉信用收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
委托贷款收入	242,061.95	86.67%	294,215.25	96.52%	234,130.40	85.14%
金融服务收入	0.00	0.00%	0.00	0.00%	24,411.92	8.88%
担保收入	8,431.63	3.02%	5,974.31	1.96%	15,403.65	5.60%
其他	28,803.38	10.31%	4,644.55	1.52%	1,047.87	0.38%
合计	279,296.96	100.00%	304,834.11	100.00%	274,993.84	100.00%

注：因收入统计口径有调整，2018-2019 年金融服务费收入为 0。

资料来源：武汉信用 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，武汉信用资产总额为450.44亿元，所有者权益合计为136.85亿元，应收款项总额为304.33亿元，担保余额为37.70亿元。近年武汉信用主要财务指标如表13所示。

表13 近年武汉信用主要财务数据（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,504,398.34	3,967,273.55	3,791,157.27
所有者权益合计	1,368,524.74	1,393,438.18	1,296,093.75
货币资金	173,390.36	165,066.55	148,270.20
营业总收入	279,296.96	304,834.11	274,993.84
应收款项	3,043,323.50	2,924,072.42	2,656,163.44
利润总额	40,119.40	83,928.77	83,808.01
净资产收益率	3.03%	5.21%	5.33%
担保余额（亿元）	37.70	42.93	58.65
核心资本	1,337,245.56	1,123,720.38	1,005,573.23
融资担保放大倍数	0.28	0.31	0.45
资本充足率	354.71%	261.76%	171.45%
风险准备金覆盖率	4.57%	2.40%	2.69%
当期担保代偿率	1.51%	0.00%	1.47%

资料来源：武汉信用2017-2019年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

综合来看，武汉信用实力雄厚，业务发展情况良好。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自2016年1月1日至报告查询日（2020年7月2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。

（二）或有事项分析

公司外对担保规模较大，存在一定或有负债风险

截至2019年末，公司为当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司、当阳市当枝公路

建设开发有限公司和当阳市鑫泉产业开发有限公司提供担保，上述企业均为当阳市国有企业，担保金额合计17.82亿元，与公司2019年末净资产之比为0.23，存在一定或有负债风险。

表 14 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
当阳市鑫泉产业开发有限公司	50,000.00	2016/5/26	2033/5/25
	19,000.00	2018/12/3	2028/12/3
	10,000.00	2016/8/12	2026/8/11
	22,000.00	2016/2/3	2028/2/2
当阳市当枝公路建设开发有限公司	35,000.00	2015/12/29	2025/12/31
	15,000.00	2017/3/10	2025/12/31
	5,000.00	2017/5/18	2025/12/31
	3,600.00	2019/1/9	2022/1/9
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司	3,600.00	2015/12/10	2020/3/31 ⁷
	15,000.00	2015/10/29	2027/10/25
合计	178,200.00	-	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

⁷ 截至 2020 年 6 月末，该笔担保已到期解除担保责任。

附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	24,946.20	87,450.50	113,286.66
应收票据及应收账款	38,992.10	37,760.93	34,953.90
其他应收款	140,664.01	160,366.90	253,261.56
存货	622,476.01	614,004.12	587,581.94
其他流动资产	418.71	5,000.00	25,000.00
投资性房地产	192,290.85	191,971.87	190,356.41
资产总计	1,024,655.64	1,102,137.56	1,210,390.90
应付账款	10,864.69	16,391.73	7,000.03
应交税费	28,730.62	24,419.80	20,042.10
其他应付款	72,669.21	111,659.81	224,973.33
一年内到期的非流动负债	46,725.00	57,190.00	24,000.00
长期借款	1,550.00	2,100.00	2,800.00
应付债券	88,487.43	135,478.05	180,900.00
负债合计	251,530.11	349,905.96	472,736.46
有息债务	136,762.43	194,768.05	219,640.00
所有者权益	773,125.53	752,231.60	737,654.44
营业收入	31,435.20	17,269.58	23,486.87
其他收益	9,070.50	6,107.44	8,250.00
营业利润	26,056.70	19,725.04	18,413.72
利润总额	25,987.37	19,681.56	18,289.06
经营活动产生的现金流量净额	-2,346.56	-1,154.68	63,150.13
投资活动产生的现金流量净额	20,168.97	20,225.92	5,210.96
筹资活动产生的现金流量净额	-69,326.71	-37,207.41	-65,429.75
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	49.65%	84.82%	61.23%
收现比	0.79	0.38	0.97
产权比率	32.53%	46.52%	64.09%
资产负债率	24.55%	31.75%	39.06%
现金短期债务比	0.53	1.53	4.72
EBITDA（万元）	26,322.37	19,813.95	18,433.34
EBITDA 利息保障倍数	2.31	1.78	1.27
有息债务/EBITDA	5.20	9.83	11.92

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债中的有息债务

附录三 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、债务人主体长期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、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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。