



2018年第一期、2019年第一期谷城县建设 投资经营有限公司公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2018年第一期、2019年第一期 谷城县建设投资经营有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
18 谷城建投债 01 等级	AA+	AA+
19 谷城建投债 01 等级	AA+	AA+
评级日期	2021-06-21	2020-06-23

债券概况

债券简称:

2018 年第一期: PR 谷城 01/18 谷城建投债 01; 2019 年第一期: 19 谷城 01/19 谷城建投债 01

债券剩余规模:

18 谷城建投债 01: 3.2 亿元;
19 谷城建投债 01: 3.0 亿元

债券到期日期:

18 谷城建投债 01: 2025 年 4 月 27 日;
19 谷城建投债 01: 2026 年 4 月 26 日

偿还方式: 均为每年付息一次, 在债券续存期的第 3-7 年分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

增信方式: 保证担保

担保主体: 重庆进出口融资担保有限公司

联系方式

项目负责人: 蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员: 刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元对谷城县建设投资经营有限公司（以下简称“谷城建投”或“公司”）及其 2018 年 4 月发行的 2018 年第一期公司债券（以下简称“18 谷城建投债 01”）和 2019 年 4 月发行的 2019 年第一期公司债券（以下简称“19 谷城建投债 01”）（以下合称“本次债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：“18 谷城建投债 01”和“19 谷城建投债 01”信用等级均维持为 AA+，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司业务持续性仍然较好，继续得到外部较大支持，由重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）提供的保证担保仍能有效提升本次债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的建设资金压力，偿债压力加大，且存在一定的或有负债等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	83.99	72.21	48.90
所有者权益	50.49	45.47	28.15
总债务	22.07	16.97	11.44
资产负债率	39.88%	37.03%	42.43%
现金短期债务比	2.98	4.37	3.88
营业收入	4.53	3.55	2.22
其他收益	1.00	1.08	0.99
利润总额	0.80	0.74	0.84
销售毛利率	17.80%	17.03%	14.46%
EBITDA	1.78	1.52	1.21
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.73	2.24
经营活动现金流净额	-2.61	-1.16	-2.95
收现比	0.38	0.25	0.60

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司业务持续性仍然较好。**公司是谷城县重要的基础设施建设运营主体，截至 2020 年末已签订代建协议的主要在建和拟建项目规模仍较大，未来业务具有持续性。此外，2020 年砂石销售业务收入大幅增加，水费电费业务对公司收入也有一定补充，有效提升公司的收入及盈利水平。
- **公司获得较大力度的外部支持。**2020 年谷城县人民政府国有资产监督管理局（以下简称“县国资局”）无偿划入房产、债权等资产，公司资本实力增强；此外，公司获得谷城县财政局下拨的企业发展资金 1.00 亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能有效提升本次债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口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能有效提升本次债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2020 年末公司资产以建造合同形成的已完工未结算资产、林场、土地及应收款项为主，其中林地资产和储备用地等公益性资产规模较大，应收款项回收时间存在不确定性，公司资产整体流动性较弱。
- **公司经营收现情况仍较差，面临较大的资金压力。**2020 年公司收现比仍然较低，经营活动现金持续净流出；截至 2020 年末，公司主要在建和拟建项目尚需投资规模较大，随着在建项目持续推进，资金支出压力较大。
- **公司偿债压力加大。**2020 年末公司总债务规模扩大，占总负债比例上升，偿债压力加大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额合计 14.44 亿元，主要系对谷城县地方国企谷城县住房投资有限公司的担保，担保规模较大且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本次债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本次债券募集资金使用情况

公司于2018年4月发行7年期4.0亿元2018年第一期公司债券，于2019年4月发行7年期3.0亿元2019年第一期公司债券，募集资金用于谷城县水厂工程项目、谷城县公铁客运中心建设项目以及补充流动资金。截至2021年5月31日，本次债券募集资金专项账户余额为8,451.52元。

三、发行主体概况

2020年12月，公司注册资本由2.37亿元变更为15.57亿元，截至当期末实收资本为2.17亿元，另外国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）出资的2,000万元计入长期应付款。县国资局持有公司股权比例由91.56%上升为98.72%，仍为公司控股股东及实际控制人，国开基金持股比例由8.44%降至1.28%，公司股权结构见附录二。

2020年4月，公司发布董监高人员变动公告，张代威不再担任公司董事长，盛娇不再担任公司监事会主席，经县国资局决定，由王忠东担任公司董事长兼总经理，盛娇担任公司副总经理。2021年1月，公司公告，公司董事长由王忠东变更为陈华锋，唐克明担任公司法定代表人、总经理兼董事。盛娇担任公司副总经理、董事。

公司是谷城县重要的基础设施建设运营主体，主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务，跟踪期内主营业务未发生重大变化。2020年，公司新增纳入合并报表范围的子公司1家，无减少子公司。新增子公司系县国资局无偿划入的谷城联虹电业有限公司（以下简称“联虹电业”），主要负责向电网售电，获得电费收入。截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共7家，详见附录四。

表1 2020年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、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
谷城联虹电业有限公司	78.59%	0.33	向电网售电	划拨

资料来源：公司2020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

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受疫情冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“两新一重”建设），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地

区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

2020年受疫情影响，谷城县区域经济有所下滑，2021年一季度经济有所回暖

2020年谷城县实现地区生产总值385.86亿元，按可比价格计算，同比下降6.5%，主要系疫情影响。其中，第二产业系拉动谷城县经济发展的主导力量。2020年谷城县人均GDP约为75,481元，为全国人均GDP的104.19%。

2020年谷城县规模以上工业增加值同比下降3.1%。其中，规模以上高新技术制造业实现增加值77.6亿元，比上年下降0.5%，占GDP比重达20.1%。从企业营业收入规模来看，过亿元的企业101家，过5亿元的企业27家，过10亿元的企业9家。

2020年全县固定资产投资同比下降20.2%，尤其第一产业下降较为明显。5,000万元以上项目完成投资同比下降18.8%；5,000万元以下项目同比下降82.3%，中小项目下降幅度较大；房地产开发投资同比增长3.9%。

2021年一季度经济稳步回升。一季度全县规模以上工业增加值同比增长123.1%。固定资产投资稳步复苏，2021年一季度同比增长115.5%，第一、二、三产业投资额分别增长1,547.4%、87.0%和208.0%。消费市场逐渐恢复，消费需求不断释放，全县社会消费品零售总额完成26.18亿元，同比增长60.1%。

表2 谷城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	-	385.86	-6.5%	408.43	8.2%
第一产业增加值	-	-	47.18	2.6%	39.67	3.4%
第二产业增加值	-	-	200.83	-7.1%	222.41	9.3%
第三产业增加值	-	-	137.85	-8.4%	146.35	7.7%
规模以上工业增加值	-	123.1%	-	-3.1%	-	10.5%
固定资产投资	-	115.5%	-	-20.2%	-	12.5%
社会消费品零售总额	26.18	60.1%	131.55	-19.6%	152.12	12.6%
出口总额（亿美元）	-	-	3.03	30.1%	2.33	21.7%
存款余额	380.45	9.3%	348.0	10.6%	314.63	6.9%
贷款余额	204.80	-	192.95	15.3%	167.30	15.6%
人均GDP（元）	-	-	-	75,481	-	79,896
人均GDP/全国人均GDP	-	-	-	104.19%	-	112.70%

注：2020年人均GDP按“2020年地区生产总值/2019年常住人口”估算；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：谷城县2018-2020年国民经济和社会发展统计公报，2021年一季度谷城县经济运行情况简析，中证鹏元整理

2020年谷城县实现地方一般公共预算收入8.26亿元，同比下降44.7%；税收收入6.45亿元，比上年下降43.8%，占地方一般公共预算收入比重达78.1%；一般公共预算支出50.11亿元，比上年下降3.3%，自给率为16.48%。2020年实现本级政府性基金总收入12.21亿元。

2021年以来谷城县财政收入加快恢复，一季度完成地方一般公共预算收入3.55亿元，同比增长103.3%。其中，税收收入完成3.0亿元，同比增长96.0%，占地方一般公共预算收入的比重达到84.3%。

五、经营与竞争

公司主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务。基础设施工程收入仍为公司主要收入来源，2020年公司基础设施工程收入为2.37亿元，同比缩减18.71%，主要系当期政府结算规模减少。2020年砂石销售收入1.92亿元，为公司另一主要收入来源。砂石销售收入较2019年大幅增长240.06%，主要系2019年砂石销售收入只合并11月份至年末两个月份的收入。2020年由于新合并联虹电业，新增水电费电板块收入。此外，公司本部及谷城县工业产业投资有限公司等子公司通过将资金借与其他企业使用收取利息，形成资金占用费收入；招标代理服务收入由子公司谷城县生态林业工程建设投资有限公司（以下简称“林投公司”）工程类项目产生。毛利率方面，基础设施工程毛利率较稳定，砂石销售毛利率有所下降，水电费毛利率较高，对当期利润贡献较多。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务小计	44,848.42	17.06%	34,777.63	15.47%
基础设施工程	23,678.95	13.42%	29,129.96	13.04%
砂石销售	19,201.68	18.36%	5,646.58	27.96%
招标代理服务	8.55	100.00%	1.09	100.00%
水费电费	1,959.22	47.94%	-	-
其他业务小计	459.06	90.32%	690.05	100.00%
资金占用费	408.73	100.00%	690.05	100.00%
房屋出租	50.33	11.68%	-	-
合计	45,307.48	17.80%	35,467.68	17.03%

资料来源：2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

公司目前承建的大部分项目与政府签订了委托代建协议，业务持续性较好，但2020年基础设施工程收入由于疫情影响有所缩减，且未来投资资金压力仍较大

根据《谷城县人民政府关于明确县基础设施项目法人的通知》（谷政函〔2018〕4号），谷城县政府授权公司作为谷城县基础设施运作主体，明确公司作为谷城县基础设施项目法人并由双方签订项目投资建设与转让协议以确保项目顺利实施。公司与子公司谷城县水利工程投资建设有限公司（以下简称“水利公司”）同谷城县人民政府签订的《谷城县基础设施建设工程项目委托代建协议》约定，公司及水利公司作为承建主体负责相关基础设施项目的立项、融资和建设，每年年底政府对项目的投入情况进行认定，出具基础设施建设投入确认通知书，公司依此确认成本和收入，并将投入成本和工程毛利计入存货，在项目建设完毕后移交给谷城县人民政府，谷城县财政局根据签订的协议和年度交接单，在经监理施工和成本支出评审后，于每年末出具工程款支付通知文件，工程转让款包括项目的建设总成本和收益，代建管理费均约定为投资成本的15%。

根据2020年12月谷城县财政局出具的2020年度基础设施建设投入确认通知书（谷财函〔2020〕57号和谷财函〔2020〕56号），2020年公司确认了2.36亿元收入。

表4 2020年公司基础设施工程收入确认情况（单位：万元）

工程项目	成本	收入
谷城县汉江国家湿地生态修复与保护项目	5,053.69	5,811.75
汉十高铁站南大道项目	3,445.87	3,962.75
城东片区棚户区改造项目	3,436.08	3,951.49
三环大桥	2,168.37	2,493.63
汉水文化展示区工程	1,891.57	2,175.30
三环工业园工程	1,513.58	1,740.62
北河北路工程	810.06	931.57
产业新区三号路道路工程	733.75	843.81

殡葬服务体系建设项目	549.05	631.41
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	514.25	591.39
党校、老年大学及妇儿活动中心	70.00	80.50
其他工程	383.92	361.01
合计	20,570.21	23,575.24

注：2020年公司审计报告中基础设施工程收入为23,678.95万元，此处2020年与政府结算的基础设施工程收入为23,575.24万元，差额主要由子公司谷城县市政工程投资建设有限公司（以下简称“市政公司”）产生，市政公司的工程项目主要为自建项目，不与政府进行结算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前承建的项目较多，主要包括谷城县高铁新区路网工程建设项目、谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目、三环工业园路网工程等，另外谷城城市矿产示范基地低丘缓坡整理项目、G316国道改扩建工程及北河流域治理工程等已完工。2020年末，除苗木培育及园林生态绿化建设项目及谷城县文化中心项目外，其他代建项目2020年都有一定的投资建设进展。除自建项目外，其余项目均已与政府签订了代建协议，未来收入较有保障，收入及盈利可持续性较好。截至2020年末，公司主要在建和拟建项目计划总投资共40.13亿元，尚需投资30.52亿元，未来几年公司融资需求较大，存在较大的资金压力。

本次债券募投项目为自营项目，包含谷城县水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目两个子项目。谷城县水厂工程项目于2019年4月建成试运营，于2020年投入运营，2020年取得较少收益；根据子公司谷城县水务有限公司（以下简称“谷城水务”）与谷城县供水总公司（以下简称“供水公司”）签订的《资产委托经营管理协议》，谷城水务将水厂资产委托给供水公司经营管理，供水公司获得委托资产经营收益的30%，谷城水务取得剩余70%的收益。谷城县公铁客运中心建设项目始建于2017年1月，建成后的收入主要以停车收入、车辆清洗收入和其他配套商业设施出租收入为主，收入归属公司，项目运营期为完工后20年，年均利润总额预计为1,704.06万元，受疫情影响，建设进度未达预期。募投项目建成后丰富公司的收入和利润来源，但能否产生预期收益存在不确定性。

除本次债券募投项目谷城县公铁客运中心建设项目及拟建项目谷城县汽车产业配套设施建设项目外，其余主要在建及拟建基础设施工程项目均与谷城县政府签订了代建协议，总投资合计31.71亿元，累计已投资8.61亿元，未来收入来源较有保障。

表5 截至2020年12月31日公司主要在建及拟建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	是否签订代建协议
谷城县高铁新区路网工程建设项目	67,639.60	6,819.39	是
谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目	56,270.44	8,306.02	是
三环工业园路网工程	32,910.10	16,004.65	是
产业新区三号路道路工程	30,000.98	27,016.13	是

苗木培育及园林生态绿化建设项目	22,611.99	1.50	是
殡葬服务体系建设项目	18,908.00	5,518.61	是
城东片区棚户区改造项目	15,326.66	10,484.55	是
银城大道至北辰大道工程	13,805.00	7,087.12	是
南河干流	10,103.00	1,515.90	是
北河北路工程	6,377.00	3,383.82	是
谷城县公铁客运中心建设项目*	26,523.00	9,944.13	-
谷城县文化中心项目	43,173.29	-	是
谷城县汽车产业配套设施建设项目	57,675.49	-	-
合计	401,324.55	96,081.82	-

注：1) 标*项目为本次债券募投子项目之一，该项目累计投资额考虑了前期征地拆迁款 8,503.99 万元；2) 谷城县文化中心项目及谷城县汽车产业配套设施建设项目为拟建项目

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司砂石销售及水费电费等业务对公司收入及利润形成一定补充

2019年10月公司合并报表增加谷城县交通建设投资有限公司（以下简称“交投公司”），新增砂石销售业务。交投公司拥有喻家湾、王康、塔湾三个砂石中心，目前已入驻6家砂石生产企业，负责砂石的开采和生产，由交投公司进行统一监管，并负责砂石的销售，主要的下游客户包括谷城县内工程施工企业、重点项目建设单位和各商砼站等，取得的销售收入按照7:3在交投公司和各砂石生产企业之间分配¹。砂石销售价格根据周边县市区砂石销售价格、当地实际情况及市场价格波动情况确定并报上级批准后执行。2020年，交投公司实现砂石销售收入1.92亿元，为公司新的主要收入来源，同比增长240.06%，主要系2019年砂石销售收入只合并11月份至年末两个月份的收入，砂石销售收入较好地提升了公司收入规模。2020年砂石销售毛利率为18.36%，较2019年降低9.60个百分点，主要系砂石销售业务的人工成本大幅增加，使得成本的增加超过了收入的增加，从而毛利率下降。但砂石销售业务毛利率仍高于整体毛利水平，有效提升了公司整体毛利率水平。

根据谷国资发〔2019〕30号及谷国资发〔2020〕58号，县国资局将联虹电业78.59%股权划转给公司，2020年公司办理完交接手续，正式对联虹电业达到控制程度，控制日净资产为7,711.78万元，增加资本

¹ 截至2019年末，该分配比例尚未签订合同，根据公司报送谷城县交通运输局《关于进一步完善县砂石集并中心经营模式、调整销售款结算方案的请示》确定；截至2021年5月末，尚未收到公司相关更新文件。

公积6,060.69万元。2020年联虹电业产生的电费收入为1,405.15万元，对公司营收及利润进行一定补充，预计未来仍能产生稳定收入及利润。

2020年公司继续获得较大力度的外部支持

公司承担了谷城县城市基础设施建设的重要职能，当地政府持续在资产注入和财政补助等方面给予公司较大支持。

资产注入方面，2020年，根据谷国资发〔2019〕30号及谷国资发〔2020〕58号，县国资局将联虹电业的78.59%股权无偿划入公司。根据谷国资发〔2019〕30号，2020年公司获得原水电公司持有的县行政审批局的80.00万元的债权和价值为2.30亿元的41家县直行政事业单位门面房²。此外，根据谷国资函〔2019〕16号，县国资局同意将谷城县财政局持有的25家县直企业县域经济发展调度资金债权合计1.22亿元整体划转至公司子公司谷城县工业产业投资有限公司。

2020年，根据谷财函〔2020〕54号和谷财函〔2020〕55号，公司获得谷城县财政局下拨的企业发展资金共10,047.00万元，用于营运资金补贴，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意见的2019-2020年审计报告，公司财务报表均按新会计准则编制。2020年新增1家纳入合并报表范围的子公司，截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共7家，详见附录。

资产结构与质量

2020年公司资产规模保持增长，以应收款项、建造合同形成的已完工未结算资产、林场等资产为主，公益性资产规模较大，整体资产流动性仍较弱

2020年末公司总资产较上年末增长16.31%，主要系当期产投债权、联虹电业等企业股权划入所致。公司资产主要为流动资产，2020年末占总资产的比重同比下降，主要系2020年固定资产和在建工程规模有所增长。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.38	5.22%	3.91	5.42%

² 截至2020年末，公司暂无41家县直行政事业单位门面房的相关权证

应收账款	3.00	3.58%	2.80	3.88%
其他应收款	14.10	16.79%	10.10	13.99%
存货	39.30	46.79%	36.67	50.79%
流动资产合计	61.45	73.16%	54.21	75.07%
固定资产	8.15	9.70%	5.01	6.94%
在建工程	2.29	2.73%	0.98	1.35%
其他非流动资产	11.43	13.61%	11.43	15.83%
非流动资产合计	22.55	26.84%	18.00	24.93%
资产总计	83.99	100.00%	72.21	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金余额4.38亿元，无受限资产，规模较2019年增长12.10%，主要系2020年通过银行借款进行了融资。2020年末，公司应收账款账面价值较2019年末提升7.11%，主要构成为应收谷城县财政局2.83亿元的基础设施建设工程款，账龄整体较长，资金回收时间具有一定的不确定性。

2020年末其他应收款账面价值同比增长39.60%，主要系与县财政局及谷城县住房投资有限公司等借款增多。2020年末公司其他应收款主要为政府及政府相关部门往来款项，坏账风险相对较小，但规模较大，对公司资金仍形成一定占用，其中2.28亿元为民营企业湖北谷城一飞汽车制造有限公司的无息借款。

2020年末公司存货账面价值同比增长7.16%，主要系建造合同形成的已完工未结算资产及开发成本增长。其中，消耗性生物资产账面价值14.32亿元，主要系蕪山林场、绿满谷城及跃进林场等林场；建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为21.85亿元，由于结算时间较不确定，对公司资金存在较大占用；开发成本主要为公司通过招拍挂方式取得的出让地，用途为商服、住宅，账面价值合计3.11亿元，其中有价值合计3,906.42万元的土地已抵押。

固定资产主要系公司拥有的房屋建筑物和机器设备等，2020年末账面价值同比增长62.68%，主要系企业合并联虹电业及划拨的资产增加所致，同时在建工程转入少量资产。2020年末公司在建工程账面价值为2.29亿元，主要为公司自筹资金建设的谷城县公铁客运中心建设项目、砂石集并中心项目等项目，上述项目均为公司自建项目。

其他非流动资产主要为储备用地、公司往年收购的资产和2019年林投公司并入新增的林场。截至2020年末，储备用地账面价值为6.22亿元，面积合计113.71万平方米。公司收购的资产包括红日资产、骆驼资产和中国农业银行股份有限公司襄阳米公支行600.00万元的不良贷款资产包（以下简称“债权资产”）。红日资产和骆驼资产的期末余额合计3.63亿元，土地使用权面积合计40.92万平方米，房屋建筑面积合计13.70万平方米。其中红日资产的厂房土地有租金收入，骆驼资产正在招商中。债权资产的账面原值为1.61亿元，回款对象多以当地中小企业为主，债务人集中度较为分散，目前公司已向各债务单位发布律师函，但未来回收仍存在较大的不确定性。其中骆驼资产和红日资产由于涉及不良资产处置，处置时间存在一定不确定性。林场包括承恩寺林场、庙岗林场等6家林场，账面价值合计1.52亿元，均已办理权证，系公益性生物资产防护林及特种用途林。

总体上看，近年公司资产规模稳步增长，截至2020年末公司资产中应收款项、建造合同形成的已完工未结算资产和林场账面价值分别为17.10亿元、21.85亿元和15.83亿元，占总资产的比重分别为20.36%、26.01%和18.85%。2020年末林地资产和储备用地等公益性资产占净资产的比重达43.68%，整体资产流动性仍较弱。

收入质量与盈利能力

在砂石销售业务带动下，2020年营业收入规模增长，政府补贴对公司利润水平有较大提升

基础设施工程建设收入是公司主要的收入来源，截至2020年末，公司在建及拟建项目规模较大，未来收入较有保障。2020年，公司新增水费电费收入，水费电费业务毛利润较高，丰富了公司的收入及盈利构成。

受毛利率较高的砂石销售业务收入及新增的水费电费收入的影响，公司销售毛利率较上年小幅度增长0.77个百分点至17.80%。2020年公司获得补贴收入1.00亿元，占同期利润总额的125.81%，政府补贴对公司利润水平有较大提升。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

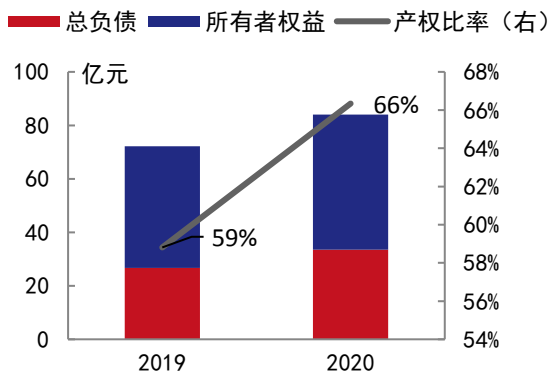
项目	2020年	2019年
营业收入	4.53	3.55
收现比	0.38	0.25
营业利润	0.80	0.74
其他收益	1.00	1.08
利润总额	0.80	0.74
销售毛利率	17.80%	17.03%

资料来源：公司2019-2020年审计报告，中证鹏元整理

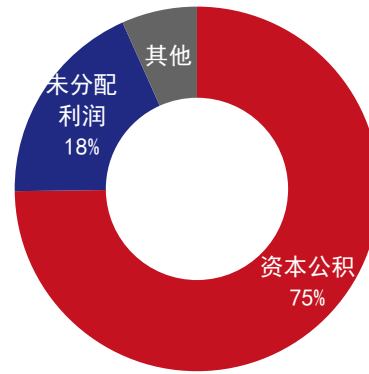
资本结构与偿债能力

公司总债务增长较快，偿债压力加大

截至2020年末，公司负债总额同比增长25.27%；2020年县国资局划入股权等资产以及公司经营利润累积使公司所有者权益同比增长11.05%；综合影响下，公司2020年末产权比率同比有所上升，公司权益对债务的覆盖程度有所下降。

图 1 公司资本结构


资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

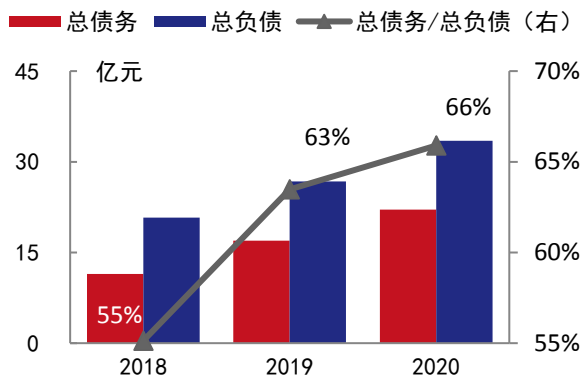
2020 年末公司应付账款主要为未结算工程款，账龄主要在两年以内。2020 年其他应付款规模较往年扩大，主要系往来款增长较多，2020 年末其他应付款主要包括应付谷城县土地收购储备中心 2.62 亿元、谷城县医药有限责任公司 0.99 亿元等款项。2020 年公司一年内到期的非流动负债规模增长幅度较大，2020 年同比增长 132.67%，主要系一年内到期的应付债券增加 8,000 万元。

公司长期借款为银行长期贷款。2020 年末应付债券账面余额（不含一年内到期的应付债券）为 6.07 亿元，为本次债券余额。2020 年末公司长期应付款（不含专项应付款）为 1.04 亿元，构成为（含一年内到期部分）为应付国开发展基金有限公司的 1,400.00 万元（投资项目为襄阳市谷城水厂及管网工程）、应付中国农发重点建设基金有限公司 9,200.00 万元（投资项目为谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护工程和襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程），投资协议约定，上述投资到期后将由谷城县国有资产监督管理局或谷城县人民政府实施购买，期间利息由公司支付。

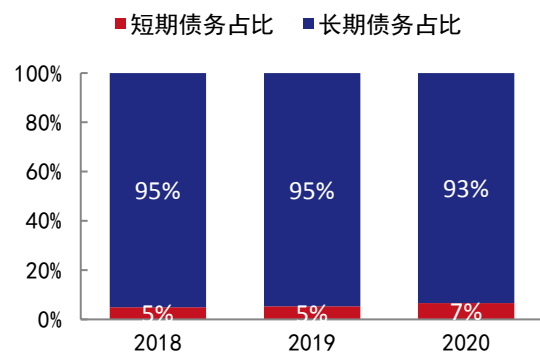
表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	2.05	6.12%	2.50	9.33%
其他应付款（不含应付利息）	6.50	19.40%	4.81	18.00%
一年内到期的非流动负债	1.38	4.13%	0.59	2.22%
流动负债合计	12.90	38.50%	10.66	39.87%
长期借款	13.49	40.26%	8.19	30.61%
应付债券	6.07	18.13%	6.83	25.56%
长期应付款	1.04	3.10%	1.06	3.96%
非流动负债合计	20.60	61.50%	16.08	60.13%
负债合计	33.50	100.00%	26.74	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图3 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司总债务规模为22.07亿元，较上年末增长30.04%，其中短期债务1.47亿元。总债务规模增长较快，规模较大，占负债总额的比重提升至65.89%，偿债压力进一步加大。

从偿债指标上看，由于长期借款及其他应付款的大幅度增加，公司资产负债率同比上升至39.88%；2020年末公司现金短期债务比下降至2.98，货币资金对短期有息债务的保障程度下降。2020年EBITDA利息保障倍数小幅提升，但公司面临的偿债压力整体仍有所增加。

表9 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	39.88%	37.03%
现金短期债务比	2.98	4.37
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.73

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年6月4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；从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月27日），公司子公司交投公司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。

或有事项分析

公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险

截至2020年末，公司对外担保金额合计14.44亿元，占2020年末净资产的28.59%，主要为县国资局下属企业谷城县住房投资有限公司的担保。被担保方主要为谷城县地方国有企业，但规模较大且未设置

反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表10 截至2020年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
谷城县住房投资有限公司	66,182.70	2033/1/11	
谷城县住房投资有限公司	36,869.25	2036/5/30	否
谷城县住房投资有限公司	33,308.29	2033/1/24	
谷城县殡葬事务服务中心	8,000.00	2033/4/9	否
合计	144,360.24	--	--

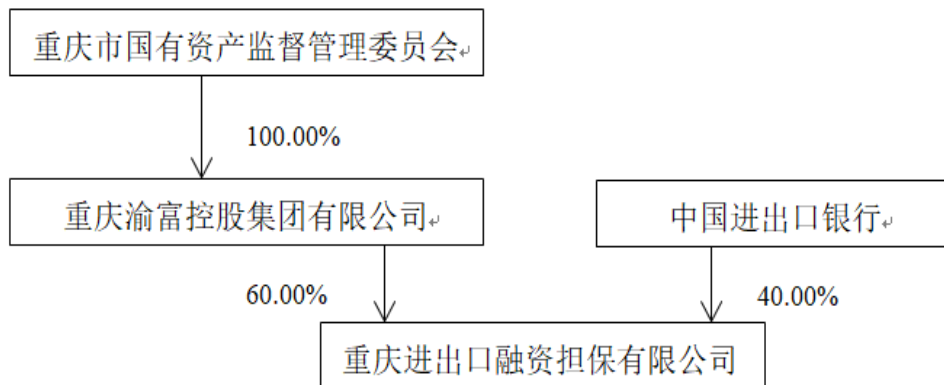
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、本次债券偿还保障分析

重庆进出口提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本次债券的安全性

重庆进出口由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；历经多次增资，截至2020年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

图5 截至2020年末重庆进出口股权结构图



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2018-2020年重庆进出口分别实现营业收入45,379.63万元、56,106.89万元和69,436.56万元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

表11 重庆进出口营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	51,558.26	74.25%	34,703.19	61.85%	27,181.82	59.90%
利息收入	11,178.44	16.10%	12,168.50	21.69%	8,604.58	18.96%
投资收益	5,914.30	8.52%	8,421.00	15.01%	8,500.25	18.73%
其他收入	785.56	1.13%	814.20	1.45%	1,092.98	2.41%
合计	69,436.56	100.00%	56,106.89	100.00%	45,379.63	100.00%

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，重庆进出口资产总额为636,020.22万元，所有者权益合计为383,731.71万元；2020年度，重庆进出口实现营业收入69,436.56万元，利润总额24,046.06万元。

表12 近年重庆进出口主要财务数据（万元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	636,020.22	617,204.16	565,248.25
所有者权益合计	383,731.71	367,240.15	354,313.87
营业收入	69,436.56	56,106.89	45,379.63
担保费收入	51,558.26	34,703.19	27,181.82
利润总额	24,046.06	20,605.37	17,527.99
净资产收益率	5.40%	4.83%	4.39%
融资担保责任余额	-	3,009,275	2,822,038
准备金覆盖率	-	5.77%	5.41%
融资担保放大倍数	-	8.19	7.96
当期担保代偿率	-	1.63%	2.14%

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，重庆进出口提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，重庆进出口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能有效提升本次债券的安全性。

九、结论

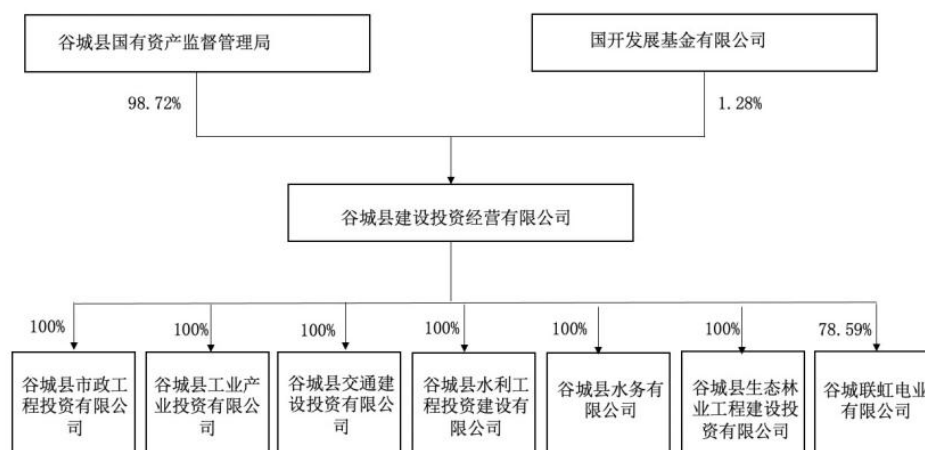
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“18谷城建投债01”和“19谷城建投债01”信用等级均为AA+。

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）	2020年	2019年	2018年
货币资金	4.38	3.91	2.17
其他应收款	14.10	10.10	9.06
存货	39.30	36.67	19.66
流动资产合计	61.45	54.21	33.60
其他非流动资产	11.43	11.43	9.79
非流动资产合计	22.55	18.00	15.30
资产总计	83.99	72.21	48.90
短期借款	0.09	0.30	0.00
其他应付款（不含应付利息）	6.50	4.81	4.72
一年内到期的非流动负债	1.38	0.59	0.56
流动负债合计	12.90	10.66	9.80
长期借款	13.49	8.19	5.86
应付债券	6.07	6.83	3.94
长期应付款（不含专项应付款）	1.04	1.06	1.08
非流动负债合计	20.60	16.08	10.95
负债合计	33.50	26.74	20.75
总债务	22.07	16.97	11.44
所有者权益	50.49	45.47	28.15
营业收入	4.53	3.55	2.22
营业利润	0.80	0.74	0.84
其他收益	1.00	1.08	0.99
利润总额	0.80	0.74	0.84
经营活动产生的现金流量净额	-2.61	-1.16	-2.95
投资活动产生的现金流量净额	-1.05	-0.80	-2.33
筹资活动产生的现金流量净额	4.13	3.70	4.86
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	17.80%	17.03%	14.46%
收现比	0.38	0.25	0.60
资产负债率	39.88%	37.03%	42.43%
现金短期债务比	2.98	4.37	3.88
EBITDA（亿元）	1.78	1.52	1.21
EBITDA 利息保障倍数	1.81	1.73	2.24

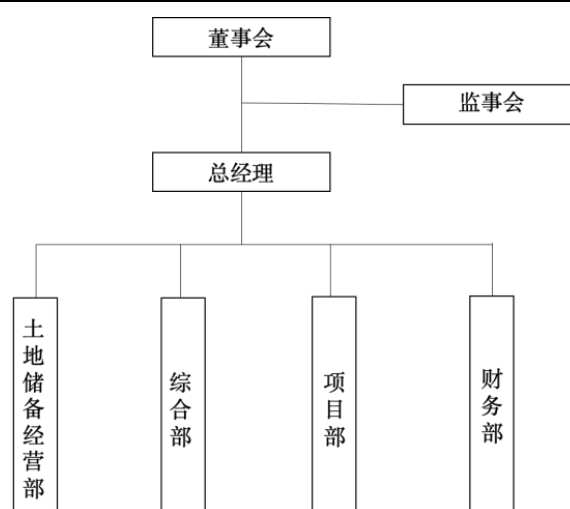
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



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 2020 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
谷城县市政工程投资建设有限公司	1.00	100.00%	基础设施建设
谷城县水利工程投资建设有限公司	2.92	100.00%	水利工程投资
谷城县水务有限公司	0.50	100.00%	集中式供水
谷城县工业产业投资有限公司	2.00	100.00%	工业项目、建设工程项目的投资、建设和管理
谷城县生态林业工程建设投资有限公司	3.60	100.00%	林业工程、林业资源、林业技改项目的投融资业务
谷城县交通建设投资有限责任公司	2.00	100.00%	交通基础设施建设项目、砂石经营销售
谷城联虹电业有限公司	0.33	78.59%	向电网售电

资料来源：公司提供，公开资料，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。