



2020年十堰国有资本投资运营集团有限公司公司债券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
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： 



2020年十堰国有资本投资运营集团有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	首次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-28	2020-09-27

评级观点

- 中证鹏元对十堰国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“十堰国投”或“公司”）及其 2020 年 11 月 11 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”或“20 十堰国投债”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 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：公司委托代建项目较多，持续性仍然较好，且公司得到的外部支持仍较多；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和偿债压力；以及存在一定或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：20 十堰国投债/20 十堰

债券剩余规模：6.8 亿元

债券到期日期：2025 年 11 月 11 日

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且可望持续获得外部支持。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	2021.3	2020	2019	2018
总资产	602.90	599.85	575.38	549.64
所有者权益	259.04	259.53	254.86	252.35
总债务	-	246.96	237.89	215.57
资产负债率	57.03%	56.73%	55.71%	54.09%
现金短期债务比	-	2.04	2.35	1.75
营业收入	0.90	18.44	42.50	39.78
其他收益	0.01	1.44	1.00	1.07
利润总额	-0.45	1.99	2.84	3.20
销售毛利率	-15.62	10.24%	11.04%	8.35%
EBITDA	-	3.09	5.35	4.32
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.45	0.40
经营活动现金流净额	-7.20	-12.91	-14.93	-15.31
收现比	4.46	0.33	0.30	0.28

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司代建项目储备充足，业务持续性较好。**公司主营业务包括工程委托代建、土地整理开发、公交、水务等，其中委托代建系近年最主要收入来源。公司主要在建项目规模较大，大部分项目按照框架性委托代建协议执行，代建收入来源较有保障。
- **近年公司获得的外部支持力度较大。**公司是十堰市重要的基础设施建设及投融资主体，获得了较大力度的外部支持。2020 年十堰市政府将十堰市交通投资有限公司划转至公司，另外公司获得了政府补助 14,447.34 万元。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**公司资产以应收款项和存货为主，其中应收款项近年增长较快，对资金形成大量占用，且回收时间不确定。存货主要为土地资产和项目建设投入成本，变现能力差，且部分土地已抵押。
- **公司面临较大的偿债压力。**近年公司总债务持续增长，此外，公司利息支出较大，近年 EBITDA 利息保障倍数偏低，公司整体偿债压力较大。
- **公司经营活动收现能力弱，面临较大的建设资金压力。**近年公司经营活动现金流持续净流出，收现比偏低。公司主要在建项目尚需投资规模较大，随着项目建设的推进，在建项目仍需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额为 15.87 亿元，担保对象为地方国企，均未设置反担保措施，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期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、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年11月11日发行5年期6.8亿元公司债券，根据募集说明书中的相关约定，募集资金拟全部用于偿付往期企业债券2020年度应支付的本金及利息。根据公司提供的说明，截至2020年12月31日，本期债券募集资金剩余1.58亿元。

三、发行主体概况

2020 年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人发生变化。截至 2020 年 12 月 31 日，公司注册资本为 50.00 亿元，实收资本为 25.13 亿元，十堰市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“十堰市国资委”）持有公司 75.74%的股份，国开发展基金有限公司持有公司 23.46%的股份，中国农发重点建设基金有限公司持有公司 0.8%的股份，公司控股股东及实际控制人仍为十堰市国资委。

2020 年公司新纳入合并范围子公司 2 家，分别为 2020 年 11 月公司与浙江交工集团股份有限公司合资设立的湖北智通建筑工业化制造有限公司，公司持股 65%；2020 年 12 月公司经十堰市国资委的同意，新划入的十堰市交通投资有限公司（以下简称“十堰交投”）100%股权。截至 2020 年 12 月 31 日，公司纳入合并范围的一级子公司共 10 家。

2020 年 12 月 11 日，为了将市属国企国资和转企事业单位及其他经营性资产有序整合到公司，子公司“十堰城投传媒有限公司”更名为“十堰市文化旅游投资集团有限公司”，用于上述资产的承接、运营、管理，注册资本由 200 万元变更为 10,000 万元。2020 年 12 月 23 日，为了参与十堰市智慧城市建设，管理和运营智慧城市建设，子公司“十堰城投智迅停车经营有限公司”更名为“十堰城投智迅科技有限公司”，其他信息未发生变化。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北智通建筑工业化制造有限公司	65%	3,000	预制构件、混凝土制品的制造、安装、研发、生产、批发、零售等	新设成立
十堰市交通投资有限公司	100%	10,000	公路、高速公路建设投融资；公路管理和养护等	政府划拨

资料来源：2020 年审计报告

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，受新冠疫情（以下简称“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

疫情影响下2020年十堰市经济负增长，随着疫情得到控制，经济发展水平已逐渐恢复

受新冠疫情的影响，2020年十堰市经济出现下滑，整体经历了一季度“短暂停”，二季度“快速重启”，下半年“稳步复苏”的过程。全年全市GDP按可比价格计算，比上年下降4.9%，与湖北省整体水平基本持平。三次产业结构比由上年的8.5:43.9:47.6调整为9.9:41.4:48.6。

2020年全市规模以上工业增加值同比下降3.8%，居全省第2位；主要的汽车产业2020年发展较差，2020年全市汽车产量50.95万辆，同比下降1.7%，汽车制造业增加值下降5.6%。除汽车产业外，黑色金属冶炼和压延加工业、电气机械和器材制造业、化学原料和化学制品制造业、农副食品加工业和非金属矿物制品业的增加值都出现较大幅度的下降。

旅游产业作为十堰市发展的重要支柱产业之一，2020年十堰市旅游产业依旧保持较快发展，当期旅游总收入实现822.2亿元，同比增长6.1%。

十堰市2020年固定资产投资下降较多，第一产业投资比上年下降26.9%，第二产业投资下降6.5%，第三产业投资下降26.7%。第二产业投资下降较少，且较一季度收窄73.6个百分点，排名全省第二，主要原因是，全市重点工业项目在快速推进，东风小康迁建项目8月投产，新吉奥智能房车、迅捷安应急装备产业园、东风装备公司新能源减速器、鑫资废旧铅酸蓄电池回收综合利用等项目顺利投产。当年基础设施投资下降35%，主要为疫情停工影响导致；房地产开发投资情况较好，比上年增长14.4%，商品房销售面积271.8万平方米，下降2.8%；商品房待售面积115.9万平方米，下降32.8%。

2021年第一季度，十堰市经济全面复苏，固定资产投资、地区生产总值同比增加248.7%和57.2%，



已恢复到疫情前同期水平。

表2 十堰市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）	453.8	57.2%	1,915.1	-4.9%	2,012.7	7.0%
第一产业增加值	24.5	10.6%	190.3	0.7%	171.5	3.5%
第二产业增加值	203.3	84.3%	793.2	-6.8%	884.2	6.3%
第三产业增加值	225.9	45.0%	931.6	-3.9%	957.1	8.5%
固定资产投资	-	248.7%	-	-21.1%	-	11.8%
社会消费品零售总额	244.5	58.3%	974.0	-18.4%	1,029.6	12.5%
进出口总额	-	-	53.3	-13.9%	61.9	34.8%
存款余额	-	-	2,810.0	10.9%	2,533.6	7.10%
贷款余额	-	-	1,720.1	13.1%	1,520.7	7.76%
人均 GDP（元）	-	-	56,359	-	59,232	-
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	77.79%	-	83.55%	-

注：标“-”数据表示无公开数据，2020 年十堰市人均 GDP=2020 年十堰市 GDP/2019 年十堰市常住人口。

资料来源：2019-2020 十堰市国民经济与社会发展统计公报；2021 年 1-3 月全市主要经济指标完成情况，中证鹏元整理

十堰市 2020 年财政收入下降较多，财政支出相比上年增加，财政压力较大。2020 年全市实现地方一般公共预算收入 89.4 亿元，同比下降 25.5%，其中税收收入 67.1 亿元，占一般公共预算收入的比重为 75.06%，实现政府性基金收入 24.29 亿元；全市地方一般公共预算支出 458.6 亿元，同比增长 13%，财政自给率为 19.49%。

2021 年 1-2 月，十堰市全市实现地方一般公共预算收入 21.3 亿元，同比增长 87.1%，比 2019 年同期增长 19.8%，其中：税收收入 16.6 亿元，同比增长 89.8%，比 2019 年同期年增长 25.7%；全市一般公共预算支出完成 49 亿元，同比增长 40%，比 2019 年同期增长 31%。

五、经营与竞争

公司是十堰市重要的基础设施建设主体和投融资主体，主营业务包括工程委托代建、土地整理、城市公共交通运输及城市水务等。

2020 年受新冠疫情影响，公司营业收入大幅下降，其中两大业务板块委托代建和交通运输业务收入下降明显。委托代建业务系新冠疫情影响加之公司转型发展所致，大部分代建项目未按计划开展导致收入下降；交通运输业务的停运、乘客减少、导致收入下降，成本维持较高水平导致毛利率下降明显；土地整理业务 2020 年增长明显，主要为十堰市国土储备中心收回公司的土地所致；自来水业务较为稳定；其他收入包括场地出租、修理服务等。整体来看，由于委托代建和土地整理业务贡献了主要的收入，在交通运输、广告等业务毛利率下降的情况下，2020 年公司的综合毛利率仍保持相对稳定。



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
委托代建	121,631.15	13.25%	374,181.75	12.71%
土地整理	32,494.19	31.83%	8,744.71	10.43%
交通运输	22,626.16	-42.43%	31,693.23	-18.23%
自来水	5,759.04	17.39%	5,700.78	20.11%
停车收入	90.05	-59.57%	52.94	0.57%
广告费	29.13	-350.47%	-	-
其他	1,737.04	67.36%	4,606.32	66.26%
合计	184,366.75	10.24%	424,979.73	11.04%

注：以上收入不含税，其中 2020 年委托代建业务投资回报的加成比例不变，委托代建金额中包含十堰城市发展投资经营有限公司的代建项目管理费。

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

委托代建业务为公司收入的主要来源，该业务在十堰市具有较强的区域垄断优势，业务可持续较好，但在建项目投资规模较大，面临较大的建设资金压力

公司是十堰市重要的城市基础设施建设主体，十堰市城区范围内的基础设施建设业务由十堰市政府委托公司运营，采取委托代建模式。该模式下，公司负责项目建设及投融资管理，建设资金来源于公司自有资金及外部融资，项目建成后由十堰市政府根据经审定的项目投资金额及投资回报率分期向公司支付项目建设成本和投资回报。2017年12月，公司与十堰市政府补充签订了《十堰市基础设施建设项目委托代建协议》，协议约定由十堰市财政局分年度审核确认公司代建项目结算款，按照分期付款的方式支付，支付期为3-5年，并约定公司获得的基础设施代建项目投资回报按项目投资成本加成方式确定，加成比例均为15%。

2020年公司依据政府部门出具的收入结算单，对已完工的中岳路、高铁北广场等8个项目进行了成本结转，共结转成本10.55亿元，加成15%投资回报后的结算款为12.13亿元。具体委托代建收入明细见下表。上述结算款扣除一定比例增值税后确认为公司的委托代建收入，2020年当期毛利率为13.25%，高于2019年，主要原因是将十堰城市发展投资经营有限公司的代建项目管理费列为委托代建收入所致。

表4 2020 年公司委托代建收入明细（单位：万元）

序号	项目名称	投资成本	结算款金额	加成比例
1	东风 8 万辆 1 期（征迁成本）	15,872.80	18,253.72	15%
2	东风 8 万辆 2 期（场平工程及配套设施）	11,710.06	13,466.57	15%
3	北环路华西农商城段	1,796.05	2,065.45	15%
4	机场路项目（机场大道、机场路二期）	11,945.20	13,736.98	15%
5	中岳路	37,735.43	43,395.75	15%
6	镜潭路改造	3,035.22	3,490.51	15%
7	高铁北广场	15,600.00	17,940.00	15%



8	北京路延长线	7,816.02	8,988.42	15%
合计	-	105,510.78	121,337.40	-

注：结算款金额为含税收入，与审计报告上的委托代建收入有一定差异；上表项目名称由于大部分为子项目名称，与审计报告披露的存货结转成本的大类项目名称不太一致。

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司存货-开发成本中的委托代建项目账面价值为92.72亿元，系尚未办理竣工结算的工程项目投入的开发成本，大部分项目已签署委托代建协议，未来委托代建收入来源较有保障，但完工项目何时办理竣工结算手续尚不确定，且近年结算款资金回笼时间存在滞后。

公司存续期债券的相关募投项目情况详见表5。其中“14十堰城投债”的募投项目系代建模式，截至2020年底回款情况仍未按照协议约定及时执行，未来资金回笼仍存在不确定性。“16十堰管廊债”和“18十堰停车场项目NPB”的募投项目系公司自营，其中“16十堰管廊债”募投项目原计划于2018年完工，建成后项目收入主要来源于管廊租赁及维护、其他物业租赁以及专项资金补助9.00亿元；“18十堰停车场项目NPB”募投项目共包括15个公共停车场，原计划于2019年全部完工，建成后项目收入主要来源于停车场收费以及专项财政补贴6.60亿元；但截至2020年12月底，上述募投项目整体建设进度以及项目收益情况均不达预期。针对十堰市中心城区公共停车场项目，公司拟由子公司十堰城投智迅科技有限公司从事停车场运营及管理。

表5 截至2020年末公司存续期债券相关募投项目进展情况（单位：亿元）

项目名称	对应债券	计划总投资	完工率	建设模式	约定回购/补贴金额	约定回购/补贴周期	已回收金额
十堰市火车站北广场棚户区综合改造项目	14 十堰城投债	20.81	100%	代建	22.47	2015 年-2021 年	0.00
十堰市张湾区李家湾棚户区综合改造项目	14 十堰城投债	8.01	100%	代建	8.65	2015 年-2021 年	0.00
十堰市城市地下综合管廊一期工程	16 十堰管廊债	25.78	98%	自营	9.00	分 3 年	0.00
十堰市中心城区公共停车场项目	18 十堰停车场项目 NPB	14.61	79%	自营	6.60	2016 年-2023 年	0.00

资料来源：公司提供

截至2020年12月底，公司主要在建项目计划总投资59.67亿元。其中滨江新区建设项目投资规模最大，建设内容具体包括新建还建安置小区、南水北调工程博物馆1座、新建学校1所，对核心启动区内5,475.93亩城市建设用地进行土地平整，新建核心启动区内主干道及支路7条，以及沿线的管网、给排水、绿化和电力等配套工程，并对核心启动区内公园绿地环境恢复及水域整理等。截至2020年12月底，公司主要在建项目已投资22.36亿元，预计尚需投资37.31亿元。整体看公司建设业务可持续性较好，但随着项目的持续推进，公司将面临较大的建设资金压力。

表6 截至2020年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	是否代建
------	-------	-----	------	------



滨江新区建设项目	327,200.00	57,550.00	269,650.00	是
火车站北广场	127,720.55	59,198.00	68,522.55	是
汉十高铁十堰北站配套设施工程建设项目	85,000.00	73,000.00	12,000.00	是
神鹰一路建设项目	13,905.00	10,950.00	2,955.00	是
京东路延长线	13,554.00	1,872.50	11,681.50	是
凤凰路建设项目	6,147.55	4,741.50	1,406.05	是
红十字会仓储办公综合楼*	5,867.74	5,200.00	667.74	-
江苏路延长线	17,300.00	11,113.06	6,186.94	是
合计	596,694.84	223,625.06	373,069.78	-

注：火车站北广场和红十字会仓储办公综合楼部分为公益性质，未来主要通过出租商业获取收益。

资料来源：公司提供

2020年土地整理收入有所增长，未来受相关政策规划、土地市场需求等因素影响，收入可能存在波动

土地整理业务系十堰市政府授权公司负责土地拆迁安置、场地平整等综合整理、一级开发建设，待土地达到出让条件后移交十堰市国土储备中心以“招、拍、挂”的方式进行出让。2017年，公司与十堰市政府签订了《十堰市基础设施建设项目委托代建协议》，该协议约定公司承接的土地整理项目采取委托代建模式，开发报酬按项目投资成本加成方式确定，加成比例为15%。

2020年公司土地整理收入实现32,494.19万元，同比增长272.59%，该增长主要系十堰市国土储备中心收回公司的土地所致。2019年土地整理业务收入的确认方式统一按照成本加成15%比例确认；2020年土地整理业务收入，依据十堰市国土储备中心与公司签订《收回国有建设用地使用权协议》，由十堰市国土储备中心有偿回购公司账面土地，采用协议方式收购及定价。

截至2020年末，公司账面上仍有一定规模待结算的开发整理土地，计入存货-委托代建项目中核算，主要的开发整理地块如下表所示。未来几年土地整理业务收入来源仍有保障，但由于公司处于转型期，未来收入确认模式或出现变化，每年是否确认收入以及确认多少收入受相关政策规划、土地市场需求等因素影响存在不确定性。此外，随着公司存量土地整理项目逐步完工，以及十堰市城市基础设施逐步完善，十堰市城区土地整理需求将有所减弱，未来土地整理业务的持续性亦待观察。

表7 截至2020年末公司主要的开发整理土地（单位：万元）

地块名称	总投资额	已投资额	面积（平方米）
张湾区火箭路七里沟片区	18,370.00	12,870.00	1,224,727.90
张湾发展大道发展新村	3,448.41	1,989.97	304,001.52
驼安沟山地整理	2,622.56	2,622.56	50,000.00
汉江物流园 532.29 亩整理项目	9,587.23	5,597.63	398,194.80
天津路东片区土地整理	32,845.32	32,845.32	820,004.10
张湾区山地整理项目	10,566.00	10,566.00	201,254.34



东风公司“退二进三”	38,000.00	37,600.00	220,001.10
发展大道曾家沟山地整理	2,317.73	2,317.73	238,678.60
和谐大道地块	7,000.00	3,318.77	205,334.36
凯旋大道沿线土地	2,710.06	1,027.30	86,179.28
合计	127,467.31	110,755.28	3,748,376.00

资料来源：公司提供

交通运输及城市水务运营具有较强的区域专营优势，其中交通运输业务盈利能力差，主要依赖政府补贴；自来水业务运营平稳，收入稳步增长，盈利较稳定

公司交通业务由子公司十堰市城市公交集团有限公司（以下简称“公交集团”）负责经营。公交集团是十堰市城区公共交通服务的运营主体，于2008年7月1日成立。公交集团近年来发展迅速，已从单一的公共交通运输企业发展为集客运、汽车修理、车体广告、驾驶员培训等业务为一体的多元化企业。累计新开城际、通乡公交、微循环公交等24余条，基本形成城市、城乡、镇村三级公交客运服务网络。

截至2020年末，公交集团拥有营运车辆1,343辆，营运线路99条，公交站点1,731个，公交网总长度508.3公里，线路年客运量达1.46亿人次，同比下滑35.68%。

公交运输业务承担了较多的公共服务功能，公交乘车票价受政策定价限制利润空间小，公司车辆更新较快，尤其是2017年由于增加大量新能源汽车投入，增加折旧成本较多，叠加燃油、人工等成本的上漲，导致亏损较大。2020年受疫情影响公交停运、客运量大幅下降，当期交通运输业务收入及毛利率均大幅下降。由于交通运输业务承担了较多的公共服务功能，因其行业特殊性，湖北省政府及十堰市政府每年均向公交集团拨付较大规模的政策性亏损补贴、燃油价格补贴、新能源公交车运营补助等各类政府补贴。

表8 公交运营业务主要经营数据

项目	2020 年	2019 年
车辆数（辆）	1,343	1,332
公交线路（条）	99	98
客运量（亿人次）	1.46	2.27
行驶里程（万公里）	5,383.87	7,367.80
营业收入（万元）	23,317.48	31,693.23
毛利率	-50.33%	-18.23%
政府补贴（万元）	11,131.15	10,002.11

注：公交运营业务中包含广告及驾校等非交通运输板块的收入。

资料来源：公司提供

自来水业务由子公司十堰市水务有限公司（以下简称“水务公司”）经营，主要供应城区自来水。水务公司现有2座自来水厂，其中第一水厂日供水能力为3万吨，其水源为百二河；第二水厂日供水能力为12万吨，其水源为黄龙水库。近年自来水业务整体运营平稳，水费价格未调整，供水量及收入规模较



稳定。2020年因十堰市百二河生态修复工程建设需要，水务公司一水厂已拆除，日供水能力有所下降。

表9 自来水业务主要经营数据

项目	2020 年	2019 年
日供水能力（万吨）	13.00	18.00
管网长度（公里）	311.00	303.00
覆盖人口（万人）	31.00	30.00
第一阶梯 供水单价 （元/吨）	居民	1.46
	非居民	1.75
	特种	5.00
售水量（万吨）	3,782.00	3,720.00
漏损率	28.00%	27.60%
营业收入（万元）	5,759.04	5,700.78
毛利率	17.39%	20.11%

资料来源：公司提供

公司在资本投入和财政补贴方面持续获得较大力度的外部支持

公司作为十堰市重要的基础设施建设投融资平台，近年当地政府在资本投入及政府补助等方面持续给予公司较大力度的外部支持。

2020年12月，十堰市国资委将十堰交投100%股权无偿划入公司，以提升公司实力。截至2020年末十堰交投总资产17.42亿元，净资产2.51亿元。

近年公司获得政府补助规模较大且较为稳定。2020年公司获得政府补助分别为14,447.34万元，主要来源为公交集团获得的运营补贴。

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永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告、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2020年审计报告以及未经审计的2021年第一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2020年，合并范围新增加2家子公司，截至2020年末合并范围一级子公司明细见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模小幅增长，应收款项及存货占比较高，其中应收款项增加较多且规模较大，对公司资金占用明显，存货中部分土地已抵押，整体资产流动性较弱

近年公司资产保持相对稳定，主要以流动资产为主。

2020年末货币资金中，主要以银行存款为主，除其他货币资金5,000万元保证金外，其余货币资金无使用受限情况。

应收账款主要系代建业务形成，2020年末，按信用风险特征组合计提0.5%的坏账准备4,609.89万元，欠款方主要为对十堰市国资委和十堰市财政局，分别占54.88%和44.80%。账龄1年以内的占比为18.72%，1到2年以内占比为60.03%。

其他应收款主要系公司与十堰市内各区平台公司以及有关政府部门的往来款，规模较大且呈现持续增长，2020年末同比增长14.64%，其他应收款前5名债务人金额合计占其他应收账款总额的68.22%，整体的账龄偏长。2020年末，应收账款及其他应收款期末账面价值合计202.36亿元，占总资产的比重为33.74%。整体看，公司应收账款及其他应收款的应收对象以政府单位及国有企业为主，部分账龄较长，被占用资金规模较大，未来资金回收时间不确定。

公司预付账款均系预付供应商的在建项目工程款，主要预付对象包括十堰市郧阳区城市投资开发有限公司、十堰茂达建设开发有限公司、十堰市水利水电有限责任公司等单位。

存货系公司最主要的资产构成部分，截至2020年末为285.51亿元，主要包括待处置土地资产、委托代建项目及自营项目；其中待处置土地资产主要系公司通过招拍挂形式取得、部分为政府注入，除1宗土地使用权正在办理证照外，其余均已办理权证；2020年末土地账面价值为146.65亿元，除3宗储备用地外，其他均为出让，账面价值合计125.22亿元，证载用途以商服、住宅为主，期末已抵押土地的账面价值为34.47亿元，占土地总账面价值的23.50%。委托代建项目主要系公司本部承建的棚户区改造项目和基础设施建设项目，2020年末账面价值为92.72亿元；自营项目主要系子公司承建的棚改建设项目、基础设施建设项目、房地产开发项目等，2020年末账面价值为45.44亿元。

整体来看，公司资产以应收款项和存货为主，应收款项规模较大，对公司资金占用明显，存货中部分土地已抵押，资产流动性较弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	278,158.31	4.61%	360,701.13	6.01%	502,436.09	8.73%
应收账款	899,740.45	14.92%	917,367.62	15.29%	777,668.01	13.52%
预付款项	538,076.64	8.92%	489,140.72	8.15%	515,802.37	8.96%
其他应收款	1,139,756.21	18.90%	1,106,224.00	18.44%	964,946.25	16.77%
存货	2,902,871.04	48.15%	2,855,101.78	47.60%	2,750,636.90	47.81%
流动资产合计	5,764,814.54	95.62%	5,734,005.01	95.59%	5,512,500.46	95.81%
非流动资产合计	264,181.39	4.38%	264,445.71	4.41%	241,262.63	4.19%
资产总计	6,028,995.94	100.00%	5,998,450.72	100.00%	5,753,763.09	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入下降明显，政府补助是公司盈利的主要支撑

2020年公司实现营业收入同比下降56.61%。委托代建业务作为收入的主要来源，下降明显，该业务收入占同期营业收入的比重为65.97%；2020年土地市场发展较好，公司土地整理收入实现32,494.19万元，同比增长271.59%，由于业务模式变更，土地整理业务的毛利率增长至31.83%。公共交通运输业务自身盈利能力弱，主要依赖于政府补贴；自来水业务收入稳步增长，盈利稳定。截至2020年末，公司存货-开发成本中的委托代建项目账面价值为92.72亿元，未来公司委托代建收入和土地整理收入来源有一定保障，但资金回收时间存在不确定性。

从公司盈利情况看，2020年公司销售毛利率相对稳定，但总收入的减少以及与往年同期比更高的管理费用与收入占比对公司利润造成了一定的侵蚀，导致当期营业利润规模出现下滑。其他收益及营业外收入主要系政府补助，2020年两者合计占当期利润总额的比例为77.97%，政府补助较好地提升了公司的利润水平。2021年第一季度净利润亏损的原因是公益性较强的公交集团和水务公司的亏损导致。

近年来公司的基础设施建设、棚户区改造、土地整理等项目投资金额大，资金回笼滞后，收现比一直处于较低的水平，经营活动现金流情况较差。

表11 公司主要盈利指标（单位：万元）

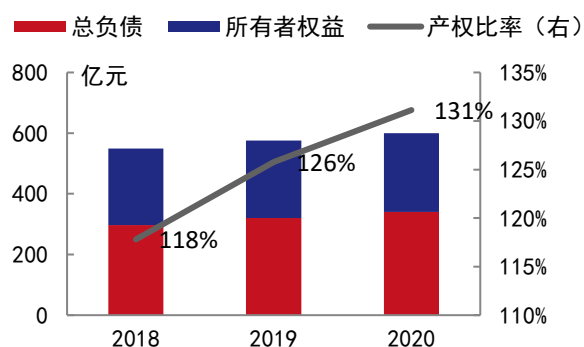
指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
营业收入	8,973.78	184,366.75	424,979.73
收现比	4.46	0.33	0.30
营业利润	-4,958.51	18,841.67	24,117.42
其他收益	110.04	14,390.82	10,002.11
利润总额	-4,509.01	19,902.79	28,427.37
销售毛利率	-15.62%	10.24%	11.04%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

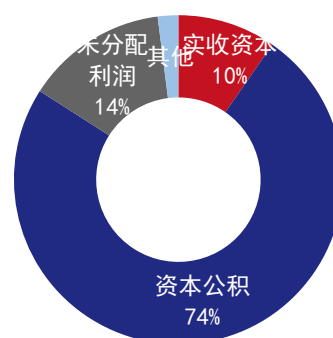
资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，面临较大的偿债压力

公司对外融资力度较大，债务规模持续增加，2020年末公司负债总额同比增长6.17%。所有者权益主要由资本公积构成，其中资本公积主要来源于政府资产注入。近年所有者权益增幅较慢，导致产权比率持续上升，所有者权益对负债总额的覆盖程度下降至偏低水平。

图1 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 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，公司应付账款系应付工程款，规模较稳定，账龄较长，以3年以上为主；其他应付款主要是委托付款形成的往来款，账龄偏长，账龄2-3年和3年以上合计占比达67.85%，前五名应付对象金额合计占比54.76%。

2020年末一年内到期的非流动负债余额为比上年降低18.31%，主要为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款。

表12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	40,039.70	1.16%	40,837.02	1.20%	40,612.04	1.27%
其他应付款（合计）	737,603.74	21.45%	745,915.81	21.92%	675,664.50	21.08%
一年内到期的非流动负债	133,107.51	3.87%	171,600.77	5.04%	210,076.50	6.55%
流动负债合计	987,839.31	28.73%	1,035,685.57	30.43%	987,800.11	30.82%
长期借款	1,533,191.33	44.59%	1,464,191.33	43.02%	1,419,355.29	44.28%
应付债券	789,573.70	22.96%	789,573.70	23.20%	702,000.00	21.90%
长期应付款	101,843.58	2.96%	93,416.41	2.75%	77,821.27	2.43%
非流动负债合计	2,450,708.77	71.27%	2,367,438.72	69.57%	2,217,403.32	69.18%
负债合计	3,438,548.08	100.00%	3,403,124.30	100.00%	3,205,203.42	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

近年公司银行借款规模较大且绝大部分为长期借款，2020年末长期借款余额146.42亿元，涉及抵押借款的有26.67亿元，其中抵押物主要系公司土地使用权，质押物主要系向项目建设形成的应收账款。

近年公司通过发行债券进行了大量融资，截至2020年末应付债券余额（含一年内到期部分）为86.68亿元，公司偿债压力较大。2020年末公司长期应付款9.34亿元，包括十堰市财政局转贷资金7,000万元、融资租赁款4.12亿元（不含一年内到期部分）以及少量押金及安置费。

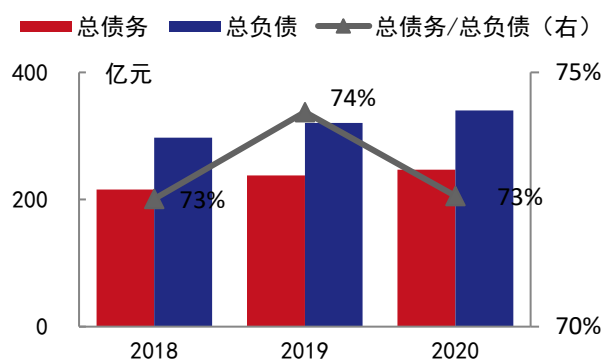
表13 截至 2020 年末公司预计未来三年债务偿还分布表（单位：万元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
本金	167,900.18	151,369.24	371,327.15

资料来源：公司提供

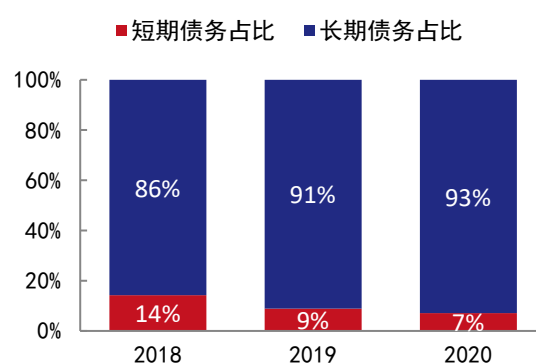
近年随着公司对外融资力度加大，公司总债务规模持续上升，截至2020年末总债务为246.96亿元，包括银行借款、应付债券及融资租赁款等。从公司提供的债务偿还分布情况看，2021年及2022年需偿债本金16.79亿元和15.14亿元，短期偿债压力尚可，但2023年及以后将有大量债务到期，长期偿债压力较大。

图 3 2020 年末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 2020 年末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

随着债务规模增加，公司资产负债率略有上升，2020年末为56.73%。由于公司债务增加主要表现为长期负债规模的上升，且公司账面货币资金较多，期末现金短期债务比指标整体表现较好。但随着大量债务增加且利息支出规模较大，近年EBITDA利息保障倍数处于偏低水平，总债务与EBITDA之比偏高，EBITDA对总债务本息的保障程度很弱。

考虑到公司在建项目投资规模较大，随着资金的持续投入，未来公司对外融资仍存在较大需求，债务规模或将进一步上升。从公司融资能力来看，公司作为十堰市重要的投融资平台，政府支持力度较大，具备一定的信用资源，公司尚未使用授信额度为151.55亿元，同时资产中存在较大规模的未抵押土地，整体财务弹性尚可。

表14 2020 年末公司银行授信情况明细（单位：万元）

银行名称	综合授信额度	已使用情况	剩余额度
国家开发银行	1,369,600	795,375	574,225
兴业银行	888,000	441,980	446,020
农业发展银行	451,750	351,750	100,000
工商银行	143,500	143,500	0
交通银行	390,000	232,000	158,000



中信银行	345,000	173,000	172,000
农业银行	90,000	24,700	65,300
中国银行	19,200	19,200	0
汉口银行	12,800	12,800	0
合计	3,709,850	-	1,515,545

资料来源：十堰国有资本投资运营集团有限公司公司债券 2020 年年度报告

表15 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	57.03%	56.73%	55.71%
现金短期债务比	-	2.04	2.35
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.45

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，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3月10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。

或有事项分析

公司对外担保主要系2016年及以前年度形成的对外担保，2017年以来未新增。截至2020年末，公司对外担保金额为15.87亿元，占2020年末净资产的比重为6.11%，担保余额为6.00亿元，被担保方均为十堰市各区域城投公司，未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表16 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	担保余额	担保到期日	是否有反担保
十堰市茅箭区城市基础设施建设投资有限公司	34,485.23	15,518.35	2035 年 8 月 30 日	否
十堰聚鑫国有资本投资运营有限公司（原名“十堰郧阳惠民住房投资开发有限公司”）	20,000	20,000	2035 年 9 月 27 日	否
十堰市茅箭区城市基础设施建设投资有限公司	20,000	1,503.63	2021 年 1 月 15 日	否
十堰市茅箭区城市基础设施建设投资有限公司	20,000	2,484.9	2022 年 12 月 20 日	否
十堰市经济开发区城市基础设施建设投资有限公司	10,000	1,961	2021 年 7 月 1 日	否
十堰市郧阳区城市投资开发有限公司	30,000	3,000	2023 年 5 月 15 日	否
十堰市郧阳区城市投资开发有限公司	24,167	15,551.57	2025 年 3 月 28 日	否
合计	158,652.23	60,019.45	-	-

资料来源：公司提供



八、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，维持本期债券信用等级为AA。



附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

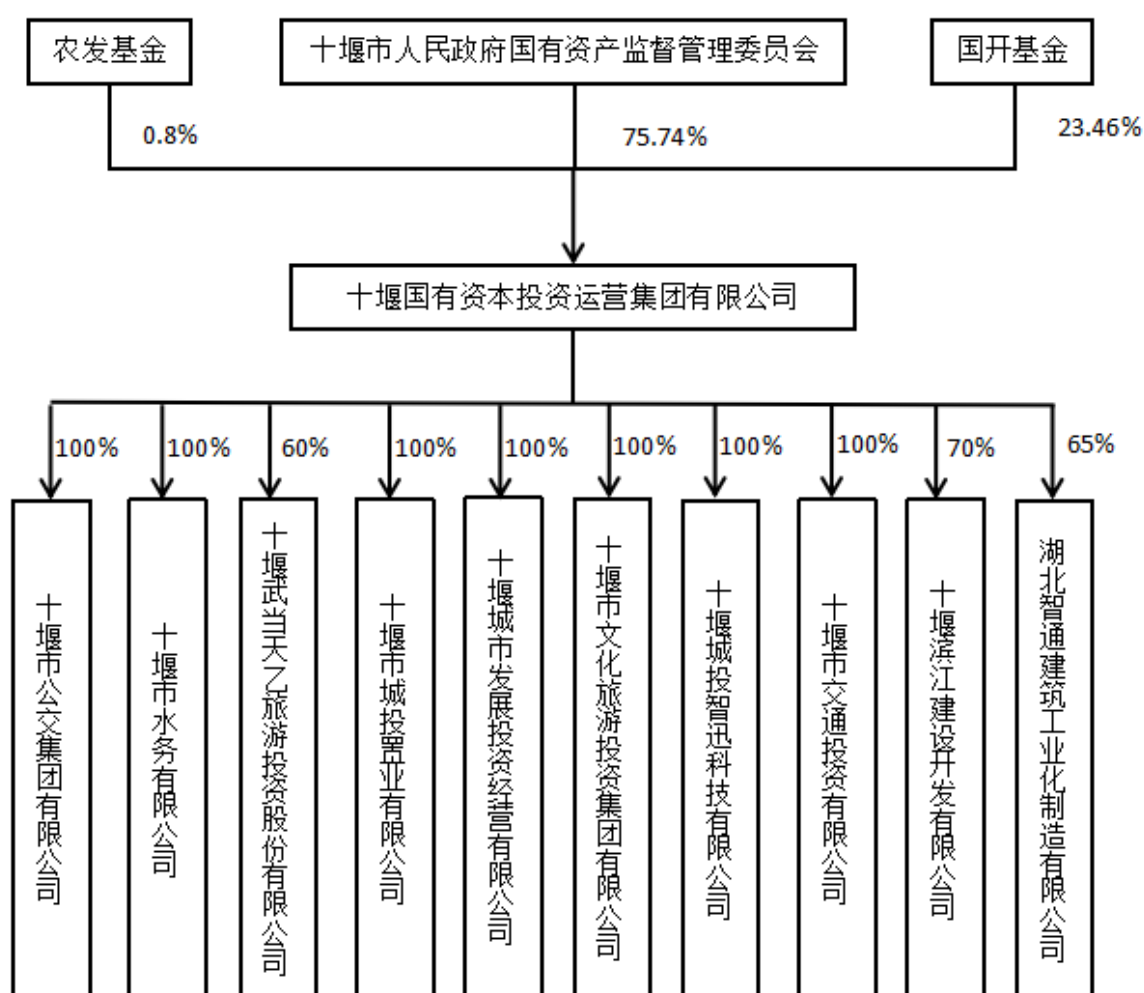
财务数据（单位：亿元）	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	27.82	36.07	50.24	53.93
应收票据及应收账款	89.97	91.74	77.77	55.39
应收账款	89.97	91.74	77.77	55.38
其他应收款（合计）	113.98	110.62	96.49	75.15
其他应收款	113.98	110.62	96.49	75.15
存货	290.29	285.51	275.06	302.06
流动资产合计	576.48	573.40	551.25	539.12
非流动资产合计	26.42	26.44	24.13	10.52
资产总计	602.90	599.85	575.38	549.64
短期借款	0.10	0.10	0.00	0.00
其他应付款（合计）	73.76	74.59	67.57	69.01
其他应付款	73.76	72.03	65.04	67.17
一年内到期的非流动负债	13.31	17.16	21.01	30.74
流动负债合计	98.78	103.57	98.78	109.92
长期借款	153.32	146.42	141.94	132.13
应付债券	78.96	78.96	70.20	52.70
长期应付款	10.18	9.34	7.78	0.73
非流动负债合计	245.07	236.74	221.74	187.36
负债合计	343.85	340.31	320.52	297.29
总债务	-	246.96	237.89	215.57
所有者权益	259.04	259.53	254.86	252.35
营业收入	0.90	18.44	42.50	39.78
营业利润	-0.50	1.88	2.41	3.08
其他收益	0.01	1.44	1.00	1.07
利润总额	-0.45	1.99	2.84	3.20
经营活动产生的现金流量净额	-7.20	-12.91	-14.93	-15.31
投资活动产生的现金流量净额	-0.34	1.27	-0.12	-1.47
筹资活动产生的现金流量净额	-0.72	-2.54	10.87	25.79
财务指标	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	-15.62%	10.24%	11.04%	8.35%
收现比	4.46	0.33	0.30	0.28
资产负债率	57.03%	56.73%	55.71%	54.09%
现金短期债务比	-	2.04	2.35	1.75
EBITDA（亿元）	-	3.09	5.35	4.32
EBITDA 利息保障倍数	-	0.33	0.45	0.40

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年第一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月）

十堰国有资本投资运营集团有限公司

股权结构图

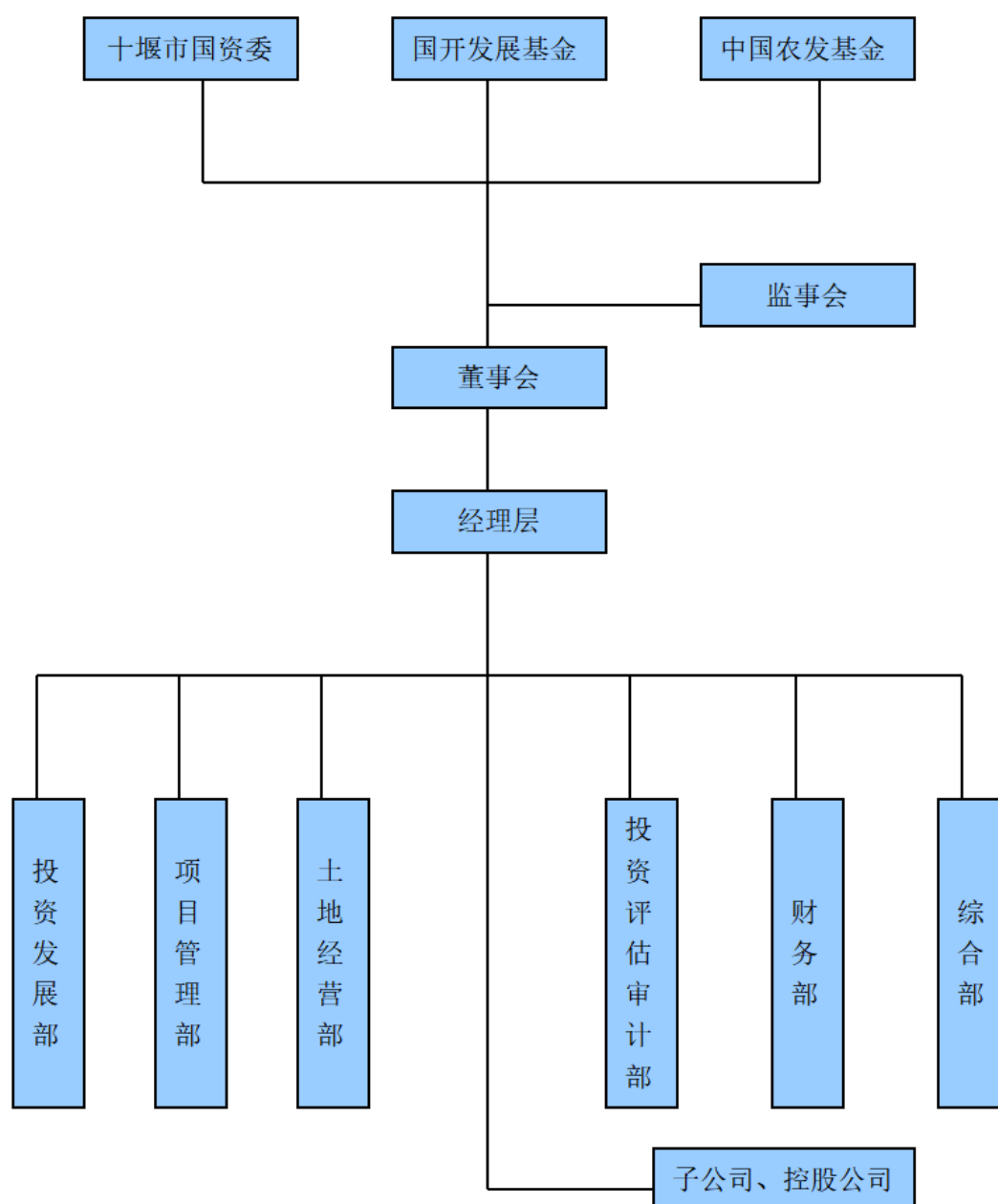


注：上述子公司为直接持股的子公司。

资料来源：公司提供



附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月）



资料来源：公司提供



附录四 截至 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
十堰市城市公交集团有限公司	6,000.00	100%	城市公交车营运
十堰市水务有限公司	8,329.90	100%	自来水生产、供应、销售，污水处理
十堰武当山乙旅游投资股份有限公司	36,000.00	60%	旅游资源、旅游项目开发
十堰市城投置业有限公司	15,700.00	100%	房地产开发、销售
十堰市文化旅游投资集团有限公司	10,000.00	100%	文化旅游资源进行投资及开发
十堰城投智迅科技有限公司	2,000.00	100%	停车场开发、经营、管理、技术服务
十堰滨江建设开发有限公司	50,000.00	70%	城市基础设施建设及投资
十堰城市发展投资经营有限公司	12,000.00	100%	城市基础设施投资建设及经营；铁路建设及投资经营
湖北智通建筑工业化制造有限公司	3,000	65%	预制构件、混凝土制品的制造、安装、研发、生产、批发、零售等
十堰市交通投资有限公司	10,000	100%	公路、高速公路建设投融资；公路管理和养护等

资料来源：公司 2020 年审计报告及公开资料，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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
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。