

2021年枝江市国有资产经营中心企业债券 2022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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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：

2021年枝江市国有资产经营中心企业债券

2022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
21枝江债	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持枝江市国有资产经营中心（以下简称“枝江国资”或“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“21枝江债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA+。
- 该评级结果是考虑到枝江市工业经济发展较好，公司经营业务较为多元化，业务持续性较好，且获得的外部支持力度仍较大，保证担保仍能有助于提升本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到公司担保业务存在一定的经营风险，面临的资金压力大，资产流动性较弱，以及短期偿债压力加大等风险因素。

未来展望

- 作为枝江市重要的基础设施建设和国有资产运营主体，公司业务在区域内具有一定的专营性，预计持续性较好，且有望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	2021	2020	2019
总资产	256.34	210.24	179.79
所有者权益	120.42	92.21	73.92
总债务	113.54	100.77	89.17
资产负债率	53.02%	56.14%	58.89%
现金短期债务比	0.36	0.50	0.85
营业收入	16.69	12.86	11.00
其他收益	1.76	0.97	0.84
利润总额	1.61	1.38	1.42
销售毛利率	9.76%	19.06%	20.40%
EBITDA	3.89	2.91	2.88
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.64	0.46
经营活动现金流净额	-10.91	-9.80	5.48
收现比	62.80%	74.46%	67.22%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

评级日期

2022 年 06 月 27 日

联系方式

项目负责人：马琳丽
 mall@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
 zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **枝江市拥有便利的水陆空立体交通网络，近年来逐步完善现代产业体系，工业经济发展较好，经济实力较强。**枝江市位于“宜荆荆恩”城市群中心，凭借交通和区位条件，构建“4+2”产业体系，形成“一区五园”工业布局，工业经济发展势头强劲，2021年地区经济总量及增速在宜昌市下辖区县中排前列，经济实力较强。
- **公司经营业务较为多元化，业务持续性较好。**公司营业收入规模继续增长，业务涉及工程建设、商品粮油销售、租赁、道路收费和供水业务等。2021年末公司存货中的代建项目余额较大，在建项目投资规模较大，后续业务持续性较好。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021年公司新增资本公积24.59亿元，主要为政府拨付的土地一级开发权益、项目建设及补助资金和粮库资产等；此外，2021年继续获得较大规模的财政补贴，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保有助于提升本期债券的安全性。**经中证鹏元评定，武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有助于提升本期债券的安全性。

关注

- **公司担保业务存在一定的经营风险。**公司担保业务担保对象主要集中于中小微企业，2021年公司发生代偿1,040万元，同比有所增长，同期末公司在保余额为45,159万元。
- **公司面临的资金压力大。**2021年末公司在建项目尚需投资规模仍较大，同期公司收现比继续下降，业务回款仍表现不佳，经营活动现金流持续仍为负。
- **公司资产流动性较弱。**公司土地资产和工程项目占比较高，应收款项规模较大，回收时间存在不确定性，且部分资产使用受限。
- **公司短期偿债压力加大。**2021年公司总债务保持增长，一年内到期的债务大幅上升，现金短期债务比持续下降，且EBITDA对利息的保障程度仍较弱。

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

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
	区域风险状况	中等		有效净资产规模	6
	GDP 规模	3		资产负债率	4
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	4
	地区人均GDP/全国人均GDP	5		现金短期债务比	3
业务状况	公共财政收入	2	财务风险状况	收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			

业务状况等级	强	财务风险状况等级	较小
指示性信用评分			aa
调整因素	无	调整幅度	0
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-11-03	马琳丽、宋晨阳	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	阅读全文
AA/稳定	AA	2015-12-28	严素华、杨建华	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
21枝江债	3.00	3.00	2021-06-25	2026-02-05

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2021年2月公开发行5年期3亿元企业债券，募集资金拟用于置换因偿付“16枝江国资债02/PR枝江02”在2020年内支付的本息所产生的负债以及枝江市电子信息产业园项目二期工程建设项目。截至2022年3月31日，募集资金专项账户余额为0.76万元。

三、发行主体概况

2021年，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2021年末，公司注册资本仍为20,000.00万元，实收资本仍为6,331.00万元，枝江市财政局仍为公司唯一股东和实际控制人。

作为枝江市重要基础设施建设和国有资产运营主体，公司主要负责枝江市区域内的基础设施项目建设，同时涉及商品粮油销售、租赁、道路收费、供水和对外担保等业务。2021年公司新增纳入合并范围的子公司3家，其中湖北江宸新能源科技有限公司系通过股权收购取得，枝江港化能源科技有限公司和枝江港化贸易有限公司为新设公司；减少合并子公司2家，其中枝江金润源金融服务有限公司（以下简称“金润源金服”）系股权无偿转让所致，枝江金石股权投资管理有限公司系注销所致。截至2021年末，公司纳入合并范围的子公司为33家，一级子公司仍为2家。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。

固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场的需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。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。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(银保监发[2021]15号)，要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或

流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

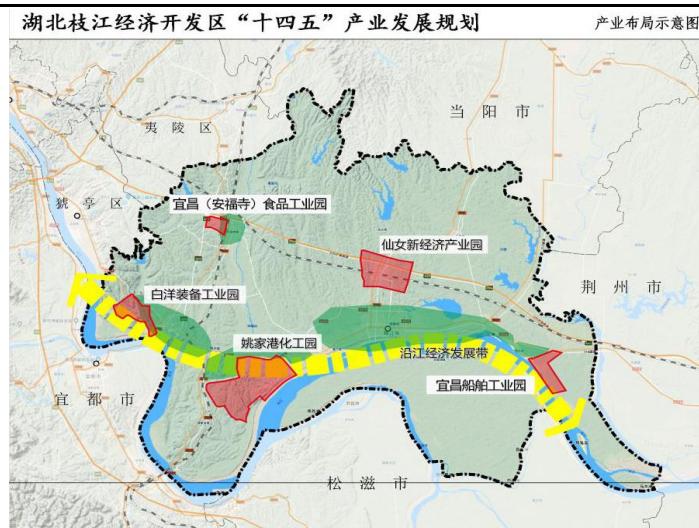
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

枝江市拥有便利的水陆空立体交通网络，近年来逐步完善现代产业体系，工业经济发展较好，经济实力较强

区位特征：枝江市位于“宜荆荆恩”城市群中心，交通便利。枝江市为宜昌市下辖县级市，地处长江中游北岸，江汉平原西缘，属三峡之末，荆江之首，总面积1,310.4平方公里。枝江市处于“宜荆荆恩”城市群中心位置，万里长江贯东而去，焦柳铁路穿市南下，宜黄高速公路和318国道并行东西，三峡机场距市中心30公里，构成了水陆空立体交通网络。枝江市有“三峡水乡、鱼米之乡”之称，也是“中国白酒名城”。根据第七次全国人口普查结果，2020年11月1日零时枝江市常住人口44.74万人，较2010年下降9.80%。

图1 枝江市“一区五园”产业布局图



资料来源：枝江市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

经济发展水平：枝江市2021年经济总量及增速在宜昌市下辖区县中排前列，经济实力较强。近年

枝江市经济波动增长，2020年受疫情影响GDP同比下滑3.9%，2021年经济强力恢复，全市实现地区生产总值722.36亿元，在宜昌市下辖区县中排第二，同比增长19.9%，人均GDP为全国人均GDP的1.99倍。2021年1-11月，枝江市固定资产投资同比增长37.6%，社会消费品零售总额同比增长30.6%。

表1 2021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 (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
枝江市	722.36	19.9%	161,465	18.01	12.25
夷陵区	671.08	19.7%	119,754	25.64	33.01
西陵区	478.55	18.1%	89,002	10.61	0.25
伍家岗区	384.62	19.5%	114,370	15.11	0.66
远安县	204.9	19.2%	113,096	7.49	4.75
秭归县	187	17.8%	57,602	5.90	7.57
长阳土家族自治县	183.43	17.6%	54,443	6.53	2.64
五峰土家族自治县	100.02	19.2%	58,482	2.48	-

注：人均GDP以各区县第七次全国人口普查统计的常住人口计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表2 枝江市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		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）	722.36	19.9%	564	-3.9%	580.7	9.2%
固定资产投资	356	-	278	-14.8%	326	13.4%
社会消费品零售总额	204	-	157.39	-15.0%	182.6	12.7%
进出口总额	-	-	24.30	9.0%	22.3	-8.6%
人均GDP（元）	161,465		121,407		118,484	
人均GDP/全国人均GDP	199.4%		169.0%		169.1%	

注：2021年人均GDP以枝江市第七次全国人口普查统计的常住人口计算；2019年人均GDP以2019年末常住人口计算。

资料来源：关于枝江市2019年国民经济和社会发展计划执行情况与2020年计划草案的报告、2020年枝江市国民经济和社会发展统计公报，枝江市人民政府官方网站，中证鹏元整理

产业情况：枝江市构建“4+2”产业体系，形成“一区五园”工业布局，工业经济发展势头强劲。

枝江市已构建高端食品制造、化工新材料、医疗防护和高端纺织、先进装备制造四大支柱产业和电子信息、新能源两大战略性新兴产业。核心代表企业包括奥美医疗、枝江酒业、三宁化工，另有华润雪花、今贝饮品、欢乐家食品、恒友化工、华鑫光电、迅达科技等骨干企业。枝江市已形成以枝江经济开发区为核心，以宜昌姚家港化工园、仙女新经济产业园、宜昌（安福寺）食品工业园、湖北宜昌船舶工业园、白洋装备制造产业园为支撑的“一区五园”工业布局。2021年1-11月，枝江市规模工业总产值实现831.6亿元，同比增长63%。

发展规划及机遇：枝江市处于长江经济带、中部地区崛起、长江中游城市群、成渝地区双城经济圈等多重国家战略的叠加辐射区域，同时，作为连接宜昌和荆州城区的关键节点，随着“宜荆荆恩”城市

群加快建设，枝江的战略优势将更加凸显。从产业基础看，枝江产业门类齐全、产业链聚集，“4+2”现代产业体系日益完善，“一区五园”专业平台功能齐备、空间广阔，近年来持续转型升级为枝江市推进现代化建设积蓄了能量。

财政及债务水平：2021年枝江市一般公共预算收入大幅回升，税收收入占比达85%。2021年枝江市实现一般公共预算收入18.01亿元，已恢复至接近2019年的水平。枝江市一般公共预算收入主要由税收收入贡献，且占比逐年提升。枝江市财政自给率一般，政府性基金收入有所下滑，地方政府债务余额则呈现逐年增长的趋势，2021年枝江市地方政府债务限额为51.53亿元，仍有一定的举债空间。

表3 枝江市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	18.01	9.81	19.01
税收收入占比	85.17%	82.67%	71.59%
财政自给率	43.88%	19.72%	42.09%
政府性基金收入	12.25	14.57	14.18
地方政府债务余额	45.40	43.77	39.29

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：枝江市2022年政府预算公开、枝江市2019年及2020年决算表、湖北省2021年预算执行情况和2022年预算草案，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，枝江市主要城投平台3家，其中公司承担着枝江市城市基础设施建设的重要职能，近年来投资建设了枝江经济技术开发区仙女园区、姚家港化工园等多个重大项目；枝江金润源建设投资控股集团有限公司（以下简称“枝江金润源”）作为枝江市国有资产经营中心下属核心子公司，承担了集团范围内主要的工程建设、国有资产运营及粮油销售等市场化业务。

表4 枝江市主要投融资平台情况（单位：亿元、%）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
枝江国资	枝江市财政局	120.42	53.02	16.69	113.54	枝江市重要的城市基础设施投融资和建设主体
枝江金润源	枝江市国有资产经营中心	68.08	64.35	15.05	88.44	负责枝江市域城乡基础设施建设投资、国有资产的经营管理等
枝江市万云交通投资有限责任公司	枝江金润源	4.77	70.01	0.30	5.85	主要负责318国道万城大桥至云池段改建工程的建设和运营

注：财务数据为2021年末/2021年度。

资料来源：中证鹏元评级报告，中证鹏元整理。

五、经营与竞争

公司主要业务为基础设施项目建设，同时涉及商品粮油销售、租赁、道路收费、供水和对外担保等业务，业务构成较多元化。2021年公司营业收入为16.69亿元，同比增长29.75%，主要系工程建设收入及商品粮油销售收入规模增长所致。公司仍以工程建设和商品粮油销售为主要业务，2021年两者收入占

比分别为38.99%和38.04%；道路收费、供水业务和检测收入是公司营业收入的补充，其他各项业务收入规模相对较小；其中金润源金服股权于2021年12月无偿转让后，公司后续无委托贷款业务，当期利息收入来源于资金拆借。公司主营业务中其他收入主要为租赁收入、旅游收入、砂石收入等，其他业务收入主要包括代理采购、企业间往来利息等。

毛利率方面，2021年公司销售毛利率下降9.30个百分点，主要系毛利率较低的商品粮油销售业务收入占比上升所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程建设收入	6.51	13.67%	5.68	14.41%
商品粮油销售	6.35	4.46%	4.42	3.47%
供水相关	0.35	13.55%	0.37	40.92%
担保收入	0.04	100.00%	0.08	100.00%
利息收入	0.01	-372.68%	0.80	96.18%
车辆通行费收入	0.30	-144.00%	0.21	100.00%
检测收入	0.25	71.01%	0.07	64.36%
其他	0.80	-17.20%	0.31	-13.47%
主营业务	14.61	5.76%	11.94	18.30%
其他业务	2.08	37.86%	0.92	28.90%
合计	16.69	9.76%	12.86	19.06%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

工程项目建设为公司主要业务，目前在建项目较多，未来业务持续性较好，但也面临较大的资金压力

公司主要针对枝江市范围内的项目开展建设，是枝江市主要的城投公司。公司子公司枝江金润源作为代建方，委托方为枝江市人民政府。公司项目代建模式为：通常约定项目委托方按照工程建设投资额的一定比例向公司支付工程建设管理服务费，项目委托方支付公司的款项由双方按照协议条款约定每年进行确认，公司将项目建设费及管理服务费确认为工程建设收入，同时将投资成本确认为工程建设成本。公司根据政府规划，筹措、融通基础设施建设工程所需的资金，并负责基础设施的立项申报、实施与建设管理。2021年公司工程建设收入为6.51亿元，收入规模持续上升，确认收入的项目主要有金盆山安置房小区三期工程和枝江市党委、职教中心整体迁建工程、仙女四路东延道路及排水工程项目以及丹阳公园、滨江公园（局部）建设项目等；毛利率为13.67%，同比变化不大。

截至2021年末，公司在建的主要项目中枝江市城市物流网电商综合云物流中心项目、金湖生态农业观光旅游项目、枝江市城乡供水一体化项目为“16枝江国资债01/PR枝江01”和“16枝江国资债02/PR枝江02”募投项目，上述项目主要以其未来自身收益覆盖成本，其中“城市物流网建设项目”主要是仓储

服务收入和运输服务收入，“金湖生态农业观光旅游项目”主要是苗木花卉和旅游观光类各项收入，“城乡供水一体化项目”主要是供水收入，上述项目建设进度不达预期且收益来源仍可能存在一定的不确定性；锂离子动力电池隔膜建设项目为“20枝江绿色债NPB”的募投项目。金盆山安置房小区三期工程、领秀之江人才公寓、四馆一中心等项目拟采用代建模式，合计总投资11.51亿元。截至2021年末，公司存货中的代建项目余额为13.78亿元，公司在建项目规模较大，后续业务持续性较好，但主要在建项目尚需投资18.42亿元，面临的资金压力大。

表 3 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	拟采取的建设模式
领秀之江人才公寓	1.82	1.33	代建
枝江市仙女一路等人行道铺设工程（开发区代建）	1.30	1.19	代建
白鸭寺奥林匹克公园-项目移交	0.91	1.13	代建
金盆山安置房小区三期工程	3.44	0.96	代建
城西新区基础设施建设	1.04	1.04	代建
四馆一中心	3.00	0.55	代建
在建代建项目合计	11.51	6.20	-
城市物流网电商综合云物流中心项目	10.12	5.64	自营
金湖生态农业观光旅游项目	13.62	11.36	自营
城乡供水一体化项目	4.03	3.47	自营
姚家港北控片区场平及基础设施建设	6.00	3.04	自营
锂离子动力电池隔膜建设项目	5.00	2.15	自营
在建自营项目合计	38.77	25.66	-
合计	50.28	31.86	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品粮油销售收入保持快速增长，系公司收入的重要来源之一，但毛利率较低

公司商品粮油业务主要系玉米、菜粕、谷物、钢材等产品的销售、贸易代理等业务，由子公司枝江市国家粮食储备有限公司（以下简称“枝江粮储”）及子公司枝江惠民泽楚贸易有限公司（以下简称“惠民泽楚”）负责运营。

枝江粮储是枝江市主要的粮食储备公司，主要从事粮油存储、销售。截至2021年末，枝江粮储下辖1个中心粮库，5个骨干收纳库，1个粮站，仓库88栋，有效仓容96,000吨，枝江粮储按照政府粮食收购指导价格从农户手中收购粮食，通过粮食交易中心的交易系统进行储备粮竞拍实现储备粮的销售，销售价格依据市场定价。鉴于销售的储备粮一般库存时间至少在一年以上，市场的销售价格可能低于收购价格，对于储备粮销售出现销售价格低于收购价格的情况，由省、市级相关部门给予相应的补贴。

惠民泽楚于2018年5月由公司和湖北枝江酒业股份有限公司共同出资设立，公司持股比例为49%，因公司实际控制而纳入合并报表范围。惠民泽楚主要从事钢材、酒精等商品贸易，主要是委托代理采购模式，客户发出委托代采计划单，贸易公司代理采购，客户支付货款后向供应商结算。

2021年由于玉米等粮油商品销售数量增加，公司商品粮油业务收入同比大幅增长43.60%至6.35亿元，系公司收入的重要来源之一。由于枝江粮储的粮油销售具有稳定地区粮油物价职能，销售定价低，同时惠民泽楚从事的商品贸易属低毛利行业，因此该业务毛利率较低。前五大客户主要系粮油公司及贸易公司，均为民营企业，客户集中度较低。

供水、通行收费、担保等业务丰富了收入来源，但通行收费路段经营不及预期，且担保业务存在一定的经营风险

公司供水业务由孙公司枝江市金润源水务有限公司（以下简称“金润源水务”）负责经营，供水相关收入包括水费收入和相关的供水施工安装收入，金润源水务是枝江市区内唯一的水务公司，截至2021年末，金润源水务服务人口20万人。2021年水务公司供水量和售水量保持增长，供水价格保持不变，其中居民生活用水2.00元/立方米，非居民生活用水2.40元/立方米，特种用水3.50元/立方米。2021年公司供水收入为3,459.93万元，毛利率为13.55%，同比均有下降，主要系根据省发改委最新要求，取消供水相关初装费所致。

公司车辆通行费收入全部来源于子公司枝江市万云交通投资有限责任公司，其运营的收费路段为318国道万城大桥至云池段，收费里程61.37公里。根据湖北省人民政府文件批复，318国道万城大桥至云池段一级公路自2016年11月16日起开始试运营收费，收费期20年，该路段于2017年11月16日转为正常收费。截至2021年末项目已达到完工使用状态，公司当年将累计投入建设资金14.88亿元转入无形资产特许经营权。根据宜昌市交通规划勘察设计研究院出具的《318国道万城大桥至云池段一级公路改建工程可行性研究报告补充说明》（以下简称“可研报告”）的预测，2017年318国道万城大桥至云池段车流量为15,019辆/日，随后每年车流量以4%-6%速度增加，根据2017-2021年20元/车次计算，2017年全年可实现10,964万元。从实际情况来看，2021年公司实现通行费收入3,048.73万元，同比增长48.24%，但通行费收入仍不及预期；且通行费毛利率由正转负，系收费道路达到完工状态，开始摊销所致。

公司担保业务由孙公司枝江市金桥融资担保有限责任公司（以下简称“金桥担保”）负责，截至2021年末，金桥担保注册资本和实收资本仍为20,000万元，期末在保余额为45,159万元，担保对象主要为区域内中小微企业。公司担保行业较为集中，但担保对象相对分散，且对外担保均采取了反担保措施（反担保物主要为房产、股权、应收账款、财政资金）。值得注意的是，2021年公司发生代偿1,040万元，期末金桥担保累计代偿金额为9,267万元，累计代偿回收额3,196万元，同比均有所增长，需持续关注公司未来担保风险及代偿回收情况。

表5 公司担保业务情况（单位：笔、万元）

项目	2021年	2020年
期末担保余额	45,159	47,724
期末在担保笔数	97	109
当期代偿金额	1,040	1,236
有反担保措施的在保余额	45,159	47,724

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司继续获得较大力度的外部支持

作为枝江市重要基础设施建设和国有资产运营主体，2021年公司继续获得较大力度的外部支持。截至2021年末公司资本公积为101.82亿元，同比增加24.59亿元，其中依据《市人民政府关于金湖片区规划范围内土地相关权益的通知》（枝府发【2021】12号）文件，政府将金湖片区规划范围内土地一级开发权授予公司，新增资本公积20.04亿元，以评估价值入账，评估机构为深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司，上述土地尚未办理权证，根据公司提供的资料，该项目后续收入来源为土地出让净收益；依据枝金集文【2021】62号文件，公司将金润源金服100%股权转让给枝江市天茂农业开发有限公司，减少资本公积2.50亿元，公司其他主要资本公积变化情况参见下表。

此外，2021年公司确认财政补贴1.76亿元，计入“其他收益”科目，较大程度提升了公司利润水平。

表6 2021年公司资本公积主要变化情况（单位：亿元）

注入资产类型	资本公积变化	依据文件
拨付资金	2.14	鄂港文【2021】22号和鄂港文【2021】23号
拨付资金	1.13	鄂港文【2021】29号
基础设施建设补助资金	0.97	鄂港文【2021】40号
基础设施建设补助资金	1.27	鄂港文【2021】36号
枝江市财政局划拨的粮库一处（已办妥产权证）	0.59	枝粮发【2016】14号
土地一级开发权授予	20.04	枝府发【2021】12号
子公司湖北姚家港绿色化工投资控股集团有限公司新增注册资本金	1.00	鄂港文【2021】35号
划转金润源金服100%股权	-2.50	枝金集文【2021】62号
合计	24.63	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司合并范围变化情况如下：2021年公司新增3家合并子公司，同时减少2家合并子公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，但资产中应收款项规模较大，其回收时间存在不确定性，土地资产和工程项目占比较高，资产流动性仍较弱

得益于政府资产注入，公司总资产保持增长，2021年末为256.34亿元，同比增长21.93%。公司资产主要以流动资产为主，2021年末流动资产占比为62.62%。

截至2021年末公司货币资金为9.85亿元，其中受限货币资金1.97亿元，主要为用于担保的定期存款和担保保证金等。2021年末公司应收账款同比增加50.49%，主要系当期应收枝江市财政局工程项目代建款增加所致；前五大应收对象合计应收余额为19.74亿元，占比86.20%，其中应收枝江市财政局15.45亿元。近年公司其他应收款持续保持较大规模，2021年末为49.96亿元，在总资产中占比19.49%；前五大应收对象合计应收余额为43.96亿元，占比87.99%，其中应收枝江市财政局、金润源金服以及土地与房屋征收管理办公室往来款分别为30.61亿元、5.95亿元和5.66亿元。公司应收款项规模较大，应收对象以国有企业和政府相关单位为主，该类款项回收时间存在不确定性，对资金形成占用。

公司存货主要由拟开发土地、待开发资产和代建项目构成，截至2021年末公司存货为67.51亿元，同比增长17.15%，主要系拟开发土地增加所致，已抵押金额18.67亿元；其中拟开发土地为33.77亿元，主要由工业用地、城镇住宅用地和商业用地等构成；待开发资产为13.62亿元，代建项目投入成本为13.78亿元，同比均变化不大。公司其他流动资产主要为预缴的土地增值税和契税。

2021年末公司长期股权投资同比下降较多，主要系枝江市马家店街道办事处解除对湖北江宸新能源科技有限公司（以下简称“江宸新能源”）的管理权，公司将江宸新能源纳入合并范围所致。公司投资性房地产均为房屋建筑物，采用公允价值计量，2021年末增加系评估增值所致，评估机构为深圳市鹏信资产评估土地房地产估价有限公司。公司在建工程主要为公司自营建设的项目，包括金湖生态农业观光旅游项目、城市物流网电商综合云物流中心项目以及姚家港片区场平及基础设施建设等，2021年同比下降较多，主要系318国道改建项目达到完工状态，转为无形资产科目核算所致。公司无形资产主要由特许经营权、停车位收费权和土地使用权构成，2021年末公司无形资产同比大幅增加，主要系新增金湖片区规划范围内土地一级开发权以及318国道改建项目完工转入本科目核算所致。

截至2021年末，公司包括货币资金、存货和投资性房地产在内的受限资产合计为46.50亿元，在总资产中占比18.14%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.85	3.84%	8.91	4.24%
应收账款	22.69	8.85%	15.08	7.17%
其他应收款	49.96	19.49%	49.37	23.48%
存货	67.51	26.34%	57.63	27.41%

其他流动资产	7.61	2.97%	7.44	3.54%
流动资产合计	160.53	62.62%	139.26	66.24%
长期股权投资	1.58	0.62%	5.09	2.42%
投资性房地产	9.76	3.81%	7.46	3.55%
在建工程	26.89	10.49%	38.27	18.20%
无形资产	48.68	18.99%	14.45	6.87%
非流动资产合计	95.81	37.38%	70.98	33.76%
资产总计	256.34	100.00%	210.24	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入持续增长，主要业务持续性较好，政府补贴对利润的贡献较大

公司仍以工程建设和商品粮油销售为主要业务，2021年两者收入增加，带动公司营业收入同比增长29.75%。公司是枝江市重点基础设施建设主体，主营业务具有区域专营性，2021年末公司存货中代建项目余额为13.78亿元，且在建项目投资规模较大，业务持续性较为有保障。但公司道路投资规模较大但经营不及预期，担保业务代偿较多。2021年公司收现比降至62.80%，业务回款仍表现不佳。考虑到近两年公司经营活动现金流持续为负，主要在建项目尚需投资一定规模，公司仍面临较大的资金压力。

毛利率方面，2021年公司销售毛利率下降9.30个百分点，主要系毛利率较低的商品粮油销售业务收入占比上升所致。

公司作为枝江市重要的基础设施建设主体和国有资产运营主体，获得外部的大力支持，公司其他收益均为政府补助，2021年占利润总额的比重为109.12%，政府补助较大程度的提升了公司利润。

表8 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年	2020年
收现比	62.80%	74.46%
营业收入	16.69	12.86
营业利润	1.55	1.43
其他收益	1.76	0.97
利润总额	1.61	1.38
销售毛利率	9.76%	19.06%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

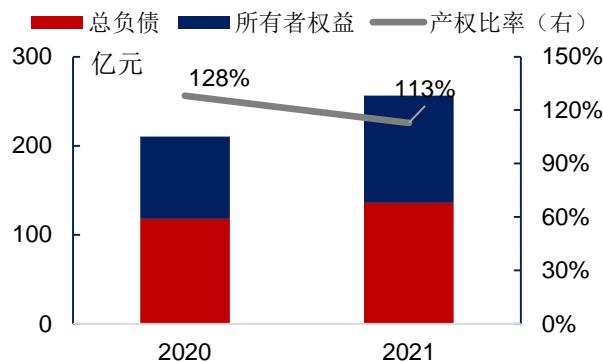
资本结构与偿债能力

公司债务规模较大，短期偿债压力加大

得益于政府资产注入，公司所有者权益规模保持增长，2021年末为120.42亿元，同比增长30.60%；公司负债规模同比增长15.16%，综合影响下，公司产权比率降至112.86%，但权益对负债的保障程度仍

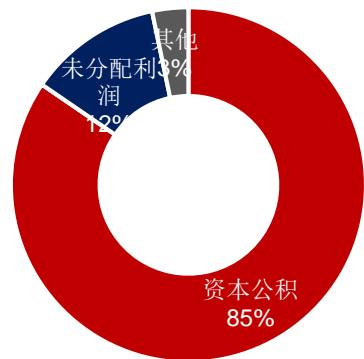
较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要以非流动负债为主。2021年末公司短期借款增至6.31亿元，以保证借款、抵押+保证组合增信借款为主。公司其他应付款主要为暂收相关单位的代垫款，2021年末为8.25亿元，主要应付对象有枝江市金源投资开发有限责任公司、秭归县沙镇溪建筑有限责任公司等。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债为20.10亿元，规模同比上升，其中一年内到期的应付债券10.03亿元。

公司长期借款变化不大，2021年末为44.18亿元，占负债总额的32.50%，以质押借款、保证借款、保证+抵押组合增信借款为主。截至2021年末，公司应付债券为31.06亿元，涉及的发债主体包括公司本部、子公司枝江金润源和枝江市万云交通投资有限责任公司。截至2021年末，公司长期应付款18.15亿元，同比增加较多，主要系新增较多融资租赁款所致，同期末公司融资租赁借款为11.12亿元，主要集中在2024-2025年到期，且借款利率多在9%-10%之间。

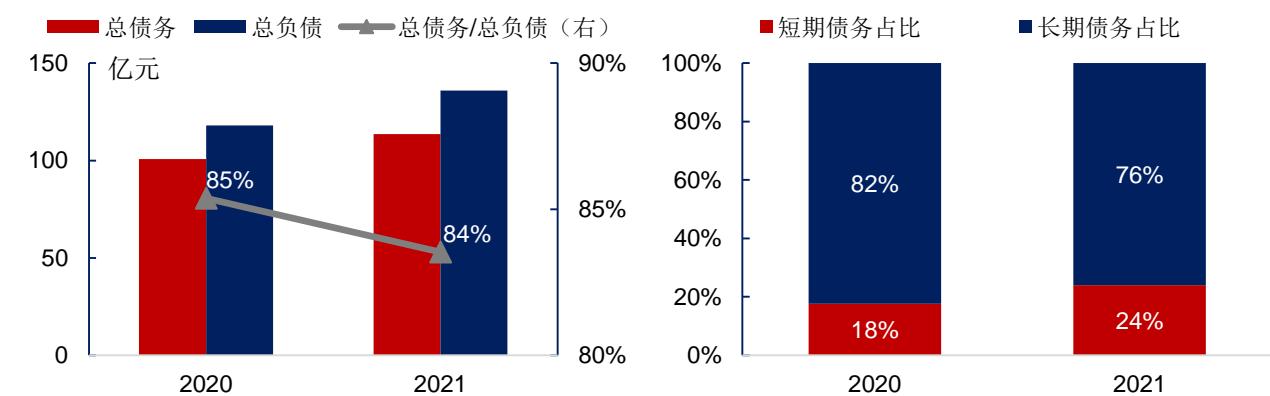
表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.31	4.64%	2.50	2.12%
其他应付款	8.25	6.07%	8.62	7.30%
一年内到期的非流动负债	20.10	14.79%	14.66	12.42%
流动负债合计	41.81	30.76%	30.24	25.62%
长期借款	44.18	32.50%	43.30	36.68%
应付债券	31.06	22.85%	34.01	28.81%
长期应付款	18.15	13.35%	10.36	8.78%
非流动负债合计	94.11	69.24%	87.79	74.38%
负债合计	135.92	100.00%	118.03	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

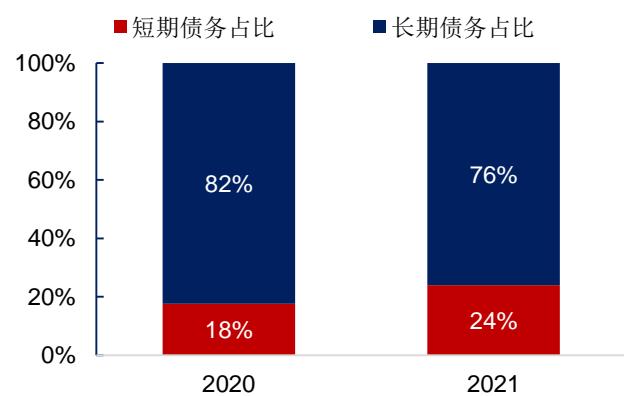
截至2021年末，公司总债务为113.54亿元，同比增长12.67%，其中以长期债务为主，占比为76.06%，但是考虑到公司债务规模很大，仍面临较大的偿债压力。2022年，公司发行了3.00亿元的“22枝江债”，总债务进一步上升。

图4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

随着权益资产的增加，2021年末公司资产负债率继续降至53.02%。但一年内到期的债务大幅上升，2021年末公司现金短期债务比继续降至0.36，短期偿债指标弱化。2021年公司EBITDA利息保障倍数提升，主要系当期利润总额增加所致，但公司EBITDA对利息的保障程度仍较弱。

表10 公司偿债能力指标

指标名称	2021年	2020年
资产负债率	53.02%	56.14%
现金短期债务比	0.36	0.50
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.64

资料来源：公司 2020-2021 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2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日：2022年5月10日）及子公司枝江金润源（报告查询日：2022年4月2日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部及枝江金润源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。

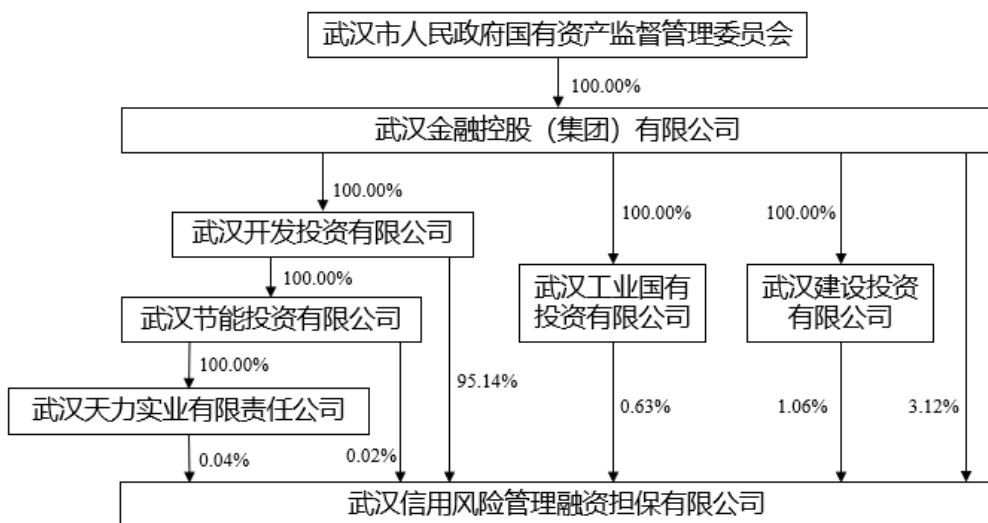
八、本期债券偿还保障分析

武汉信用提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有助于提升本期债券的安全性

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，武汉开发投资有限公司对武汉信用的直接持股比例为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。

武汉信用成立于2000年2月，系由武汉开发投资有限公司（以下简称“武汉开投”）、武汉建设投资有限公司、武汉节能投资有限公司等7家企业共同出资组建，初始注册资本为1亿元。武汉信用成立后经股东多次增资，资本规模大幅增长。截至2021年末，武汉信用实收资本为100亿元，控股股东为武汉开投，武汉开投对武汉信用的直接持股比例为95.14%，最终控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”）。

图 6 截至 2021 年末武汉信用股权结构图



资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用为武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”）下属专业融资担保公司。2021年以前武汉信用主营业务包括融资担保、通过子公司经营委托贷款和融资租赁等。2021年武汉信用将开展委托贷款业务的子公司武汉信用投资集团股份有限公司（以下简称“武信投资”）股权转让给武汉开投。目前武汉信用经营范围主要包括债券担保、借款担保、票据承兑担保、信用证担保以及互联网金融产品担保等业务。

武汉信用于2001年进入担保行业，成立初期主要从事个人消费贷款的信用担保服务业务。2006年借助地方投融资体制改革的契机，武汉信用整合了武汉市市属财政出资建立的三家担保机构——武汉中小企业信用融资担保有限公司（以下简称“中小担保”）、武汉信用融资担保（集团）股份有限公司（以下简称“担保集团”）和武汉市创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”），担保业务种类和规模进一步扩大。2021年武汉信用将子公司武信投资股权转让给武汉开投，其下属担保集团和中小担保亦随之

转出，不再并表核算。目前武汉信用的担保业务板块由武汉信用本部及创业担保负责运营，其中创业担保承担政策性担保职能，本部以商业性融资担保业务以及资本市场直接融资担保业务为主。

2019-2020年，武汉信用委托贷款业务收入占比较高，为武汉信用重要收入来源；2019年以来武汉信用大力发展债券担保业务，同时清理委托贷款资产。2021年武信投资股权转让给武汉开投后，委贷业务随之转出，导致2021年武汉信用营业收入较上年末同比大幅下降67.10%。

表11 武汉信用营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	1.03	12.41%	1.75	6.95%	0.84	3.02%
债权投资收入	1.92	23.13%	22.07	87.47%	24.48	87.64%
融资租赁收入	1.57	18.92%	0.56	2.21%	0.00	0.00%
其他业务收入	3.78	45.54%	0.85	3.37%	2.61	9.34%
合计	8.30	100.00%	25.23	100.00%	27.93	100.00%

注：其中其他业务收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入

资料来源：武汉信用 2019-2021 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用担保业务主要以直接融资担保业务为主。武汉信用直接融资担保业务主要为债券担保业务，业务范围分布在湖北省、江西省、江苏省等区域，业务结构主要为城投类企业发行的企业债和私募债，客户主体信用级别主要为AA级。2019年以来，武汉信用加大了直接融资担保业务拓展力度，使得2020年以来直接融资担保业务规模明显上升，截至2021年末武汉信用直接融资担保余额为97.06亿元，2021年在保余额下降较多主要系武汉信用分保业务当年解保到期规模较大。武汉信用的间接融资担保产品主要包括流动资金贷款担保、银行承兑汇票担保和固定资产贷款担保等，主要客户为当地国企和中小微民营企业，担保费收费标准集中在2.0%/年-2.5%/年之间。考虑到近年中小企业信用风险整体有所上升，武汉信用加强了对担保业务风险管控，尤其对部分传统行业及产能过剩型企业加以限制，同时加大对担保客户资质及运营情况的评估，使得2019-2021年间接担保业务规模持续收缩。截至2021年末，武汉信用间接融资担保余额为6.32亿元，较2019年末下降63.97%。武汉信用表示未来的担保业务主要方向为债券市场担保，客户以主体评级AA及以上的地方城投公司为主。中证鹏元将持续跟进未来武汉信用直接融资担保业务的区域、客户风险状况。

武汉信用累计担保代偿率处于较低水平、累计代偿回收率处于较高水平，现阶段担保业务整体风险可控。受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现的影响，武汉信用累计担保代偿规模有所增加，截至2021年末累计担保代偿额为9.70亿元，累计代偿率为0.94%；2021年武汉信用当期担保代偿率为0.47%，较2020年明显下降，主要系当年担保发生额大幅减少及解除担保规模大幅增加。代偿回收方面，武汉信用积极采取法律诉讼、处置反担保物以及资产重组等方式进行资产保全；截至2021年末，武汉信用累计收回代偿款7.97亿元，累计代偿回收率为82.17%，处于较高水平。

截至2021年末武汉信用未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备余额分别为0.46亿元、0.90亿元及0.83亿元，担保风险准备金合计为2.20亿元，武汉信用担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为126.98%，拨备覆盖水平较以前年度有所下降。

表12 武汉信用担保业务发展情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
期末在保余额	103.38	199.42	37.70
其中：间接融资担保余额	6.32	16.72	17.54
直接融资担保余额	97.06	182.69	20.16
当期解除担保额	150.03	22.65	31.92
融资担保责任余额	88.22	167.58	34.40
融资担保放大倍数	0.68	1.16	0.28
当期担保代偿额	0.70	1.26	0.48
当期代偿率	0.47%	5.58%	1.51%
累计代偿回收率	82.17%	74.77%	86.50%
累计担保代偿率	0.94%	1.02%	0.90%
担保风险准备金	2.20	3.93	1.72
拨备覆盖率	126.98%	172.97%	164.51%

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

截至2021年末，武汉信用资产总额为242.41亿元。2021年末武汉信用货币资金为4.48亿元，其中受限资金1.15亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保证金；2020年末武汉信用应收账款主要为武信投资名下的委托贷款本金和利息，2021年随着武信投资的划出，武汉信用委托贷款全部转至股东武汉开投，应收账款主要为应收代偿款，期末账面价值为1.76亿元。截至2021年末，武汉信用其他应收款规模合计为183.01亿元，主要为应收关联方武信投资的款项，款项回收情况存在不确定性。另外，武汉信用债权投资中定向债权11.98亿元。上述其他应收款和债权投资占2021年末武汉信用总资产比重为80.44%，整体来看武汉信用资产流动性较弱。

较大的其他应收款规模导致武汉信用担保III级资产占比达到98.16%，不满足监管对III级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款占比不高于30%的要求。武汉信用表示，其计划在未来三年时间内持续压降其他应收款规模。具体为，于2022年压降其他应收款30亿元，于2023年压降其他应收款40亿元，于2024年压降其他应收款66亿元，上述工作完成后，预计到2024年末，武汉信用其他应收款压降至34亿元，III级资产规模符合监管指标要求。中证鹏元将持续跟进前述武汉信用其他应收款压降计划的执行情况。

截至2021年末，武汉信用负债总额为112.91亿元。武汉信用其他应付款主要为关联方往来款和外部单位往来款，2021年末规模为53.05亿元，其中关联方往来款26.09亿元，主要系应付武汉金控及武汉开投往来款，外部单位往来款22.41亿元。武汉信用有息负债主要为向银行、租赁等金融机构借款，其中大部分借款由武汉金控提供保证担保，体现出武汉金控对武汉信用在融资方面支持力度较大。2021

年末，武汉信用有息债务规模为 78.72 亿元（含外部单位往来款），其中短期债务规模为 9.07 亿元（不含外部单位往来款），同期货币资金余额仅为 4.48 亿元，对短期债务覆盖程度不足。

盈利能力方面，武汉信用有息债务规模较大，导致2019-2020年末财务费用在营业成本中的比重保持在较高水平，使得武汉信用净资产收益率保持在较低水平，盈利能力较弱，净利润增长乏力。2021年随着武信投资划出，债务规模及财务费用大幅下降。

表13 武汉信用主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业总收入	8.30	25.23	27.93
营业总成本	1.46	35.57	24.64
财务费用	1.21	31.60	22.99
投资收益	0.84	18.94	1.09
营业利润	7.65	6.88	5.27
利润总额	7.61	7.65	5.28
净利润	6.39	6.54	4.01
净资产收益率	4.66%	4.64%	3.03%

资料来源：武汉信用 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，武汉信用所有者权益总额为129.50亿元，较2020年末同比下降10.62%，主要系武信投资划出所致。2021年末武汉信用融资担保放大倍数为0.68，处于较低水平，未来担保业务发展空间较大，但考虑到武汉信用有息债务规模较高，且资产流动性较弱、货币资金等高流动性资产规模较小，其对武汉信用代偿能力产生的负面影响仍需关注。

从外部支持方面来看，武汉信用为武汉金控间接控股的子公司，实控人为武汉市国资委，股东背景实力强，可在融资等方面给予武汉信用较大支持。

综上所述，武汉信用2019年以来担保业务规模增长较快，融资担保放大倍数处于较低水平，未来担保业务尚有一定规模的发展空间。但中证鹏元也关注到，武汉信用资产流动性较弱，其他应收款规模较大导致III级资产占比很高，未达到监管要求，未来面临较大的压降调整压力，且武汉信用的有息债务规模较大，存在一定偿债压力。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体信用等级为AA+，评级展望为负面，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有助于提升本期债券的安全性。

九、抗风险能力分析

枝江市工业经济发展较好，经济实力较强，作为枝江市重要基础设施建设和国有资产运营主体，公司主要业务为基础设施项目建设，同时涉及商品粮油销售、租赁、道路收费、供水和对外担保等业务，业务构成较多元化，且在区域内具有一定的专营性，2021年公司营业收入保持增长，同期末在建项目投资规模较大，后续业务持续性较好，且公司有望持续获得较大力度的外部支持。但中证鹏元也关注到，

公司担保业务担保对象主要集中于中小微企业，存在一定的经营风险，主要在建项目尚需投资规模仍较大，业务收现能力仍表现不佳，且经营活动现金流持续仍为负，应收款项规模较大，回收时间存在不确定性，资产流动性仍较弱，以及短期偿债指标弱化。整体来看，公司抗风险能力尚可。

十、结论

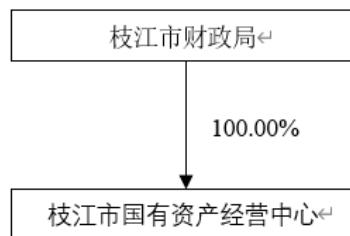
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA+。

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	2020年	2019年
货币资金	9.85	8.91	9.35
其他应收款	49.96	49.37	49.79
存货	67.51	57.63	46.83
流动资产合计	160.53	139.26	124.97
在建工程	26.89	38.27	37.35
无形资产	48.68	14.45	4.19
非流动资产合计	95.81	70.98	54.82
资产总计	256.34	210.24	179.79
短期借款	6.31	2.50	0.82
一年内到期的非流动负债	20.10	14.66	10.15
流动负债合计	41.81	30.24	24.27
长期借款	44.18	43.30	43.75
应付债券	31.06	34.01	30.73
长期应付款	18.15	10.36	7.02
非流动负债合计	94.11	87.79	81.60
负债合计	135.92	118.03	105.87
总债务	113.54	100.77	89.17
营业收入	16.69	12.86	11.00
所有者权益	120.42	92.21	73.92
营业利润	1.55	1.43	1.44
其他收益	1.76	0.97	0.84
利润总额	1.61	1.38	1.42
经营活动产生的现金流量净额	-10.91	-9.80	5.48
投资活动产生的现金流量净额	-5.31	0.64	-0.45
筹资活动产生的现金流量净额	16.87	7.82	-14.47
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	9.76%	19.06%	20.40%
收现比	62.80%	74.46%	67.22%
资产负债率	53.02%	56.14%	58.89%
现金短期债务比	0.36	0.50	0.85
EBITDA（亿元）	3.89	2.91	2.88
EBITDA 利息保障倍数	0.74	0.64	0.46

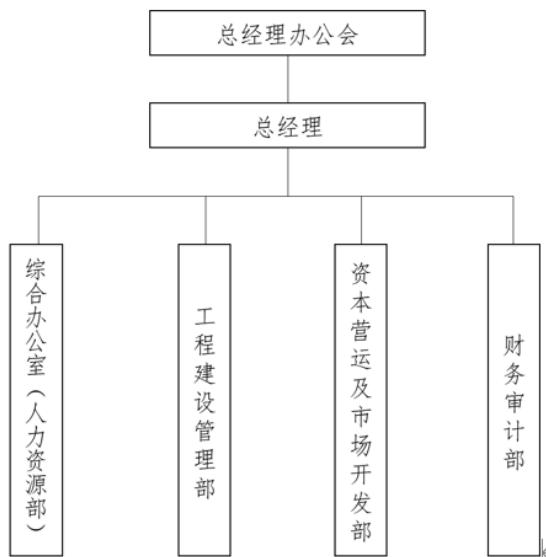
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年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
枝江金润源建设投资控股集团有限公司	28,836.10	79.76%	基础设施建设投资，国有资产的经营管理
湖北姚家港绿色化工投资控股集团有限公司	30,000.00	100.00%	项目开发、土地开发服务

资料来源：公司 2021 年审计报告、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	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+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+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)
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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、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。