



2017年第一期秭归县投资公司养老产业专项债券、2018年第一期秭归县楚元投资有限责任公司养老产业专项债券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等级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

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

评级观点

- 中证鹏元维持秭归县楚元控股集团有限责任公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定，维持“17 秭归养老债 01/ PR 秭归 01”和“18 秭归养老债 01/ PR 秭归 02”的信用等级为 AA+。
- 上述等级的评定是考虑到：公司代建业务持续性仍较好，获得较大外部支持，且第三方保证担保仍有效提升本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，同时需要关注公司商品房业务及土地转让业务的可持续性，且面临较大的建设资金压力和一定的债务压力等风险因素。

未来展望

- 预计未来公司代建业务持续性较好，且仍将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。

评级日期

2022 年 6 月 27 日

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
总资产	82.63	62.81	54.46
所有者权益	31.90	26.52	25.60
总债务	27.09	14.95	13.58
资产负债率	61.40%	57.77%	53.00%
现金短期债务比	2.24	8.66	41.82
营业收入	5.06	6.51	5.70
其他收益	0.68	0.61	0.00
利润总额	1.09	0.48	1.09
销售毛利率	17.09%	4.11%	13.42%
EBITDA	1.50	0.58	1.13
EBITDA 利息保障倍数	1.24	0.59	1.79
经营活动现金流净额	0.15	0.41	2.68
收现比	102.33%	62.08%	9.72%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司代建业务持续性较好。**公司仍主要负责秭归县综合开发项目建设，收入主要来源于代建业务。截至 2021 年末，在建综合开发项目储备较多且规模较大，代建业务持续性较好。
- **公司获得较大外部支持。**公司作为秭归县主要的投融资建设主体，2021 年继续收到秭归县财政局拨付的补贴资金，较大提升了公司利润规模；同时公司本期通过划拨方式获得三家子公司股权，提升了公司的综合实力。
- **第三方保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司资产以项目成本、土地资产、应收款项为主，其中应收款项回收时间存在不确定性，存货对资金形成较大占用，且公司存在一定规模的受限资产。
- **需关注公司房地产业务及土地转让业务的可持续性。**截至 2021 年末公司房地产业务在售和建设的商品房项目规模较小，剩余可售房源较少；同时公司当年受县土地使用规划影响无土地转让业务收入，未来需关注房地产业务及土地使用权转让业务的持续性。
- **公司面临较大资金压力。**截至 2021 年末公司主要在建综合开发项目及自营项目尚需投入规模较大，建设资金主要由公司自筹，且公司综合开发项目业务回款存在滞后，整体资金压力较大。
- **公司未来将面临一定刚性债务压力。**截至 2021 年末，资产负债率进一步上升，总债务规模同比显著增加，随着债务逐步到期，未来公司将面临一定债务压力。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_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
业务状况	区域风险状况	较高	财务风险状况	有效净资产规模	4
	GDP 规模	2		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	1		收现比	3
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	6			
	业务多样性	2			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		中等

指示性信用评分		a+
调整因素	无 调整幅度	0
独立信用状况		a+
外部特殊支持调整		1
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-	AA+	2021-6-29	刘惠琼、蒋晗	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)	阅读全文
AA-	AA+	2017-7-19	杨再昆、刘志强	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
17 秭归养老债 01/PR 秭归 01	6.00	4.80	2021-6-29	2027-8-14
18 秭归养老债 01/PR 秭归 02	2.00	1.60	2021-6-29	2028-2-12

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2017年8月14日发行10年期6亿元公司债券及2018年2月12日发行10年期2亿元养老产业专项债券，募集资金计划均用于秭归库区医养结合养老服务中心建设项目及补充营运资金。根据公司提供的资料，上述两期债券共用募集资金专户，截至2022年5月24日，两期债券募集资金存放于募集资金专户余额1.42万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人及主营业务均未发生变更。截至2022年5月末，公司注册资本仍为1.71亿元，2021年末实收资本仍为1.50亿元，控股股东及实际控制人仍为秭归县国有资产监督管理局（以下简称“秭归县国资局”），持股比例87.73%，此外，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持有公司12.27%股权，属于明股实债，国开基金不参与公司实际经营管理。

公司是秭归县重要建设主体，仍主要负责秭归县范围内综合项目开发等业务。2021年度，公司合并范围新增一级子公司2家，系划拨方式并入的秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司（以下简称“三峡翻坝物流”），以及投资设立的秭归县楚恒企业管理有限公司，同时新增二级子公司2家，系一级子公司秭归久源水利投资开发有限责任公司（以下简称“久源水投”）以划拨方式并入的秭归欣源污水处理有限责任公司（以下简称“欣源公司”）和秭归县梓源水务有限责任公司（以下简称“梓源公司”）。当期无划出合并报表范围的一级子公司。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共14家，详见附录四。

表1 2021年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	层级	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司	一级	76.92%	13,000.00	交通运输、仓储和邮政业	划拨
秭归县楚恒企业管理有限公司	一级	100.00%	5,000.00	租赁和商务服务业	设立
秭归欣源污水处理有限责任公司	二级	100.00%	200.00	污水处理及其再生利用	划拨
秭归县梓源水务有限责任公司	二级	100.00%	4,280.16	自来水生产与供应，水利设施工程建设，建筑材料销售	划拨

资料来源：公司2021年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

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，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，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。

区域环境

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

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

力百强县市”。根据第七次全国人口普查结果，2020年11月1日零时秭归县常住人口32.46万人，与2010年第六次全国人口普查相比下降11.57%。

经济发展水平：秭归县2021年固定资产投资增速高，消费市场回暖拉动经济快速恢复，但经济总量较小。2021年秭归县实现地区生产总值187亿元，同比增长17.8%，规模在宜昌市下辖区县中较靠后。按第七次全国人口普查的常住人口计算，2021年秭归县人均GDP为全国人均GDP的71.1%，经济发展水平较低。2021年，秭归县开发区面积由1.78平方公里扩展为5.68平方公里，新签约5,000万元以上招商项目47个，其中，亿元以上新开工项目12个，全年固定资产投资增长53%，在宜昌市下辖13个区县中排第1位；在电商、港口物流以及旅游业稳步恢复的带动下，秭归县社会消费品零售总额同比增长29.4%，经济运行快速恢复。

表2 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决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 秭归县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	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）	187	17.8%	157.55	-8.1%	164.5	7.3%
固定资产投资	62.89	53%	41.11	-57.1%	96	12.2%
社会消费品零售总额	86.43	29.4%	66.77	-20.9%	60.79	12.4%
进出口总额	-	-	9.49	13.3%	8.28	-
人均 GDP（元）		57,602		48,530		46,469
人均 GDP/全国人均 GDP		71.1%		67.6%		66.3%

注：2020-2021年人均GDP以秭归县第七次全国人口普查统计的常住人口计算；2019年人均GDP以2019年末常住人口计算。2019年进出口总额通过当年平均汇率换算取得。

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

产业情况：秭归县致力于打造食品加工、新型建材两个百亿产业集群，并凭借特色农产品和水运优势，大力发展商贸物流产业。秭归县拥有食品深加工、新型建材、纺织服饰、绿色包装四大支柱产业，核心代表企业有屈姑食品、华新水泥、新鑫建材、宏林商品砼、雨晴伟业、吉盛织染、百丽鞋业、新派

包装等，其中中华新水泥为秭归纳税第一大户（2020年上缴税收占当年全县税收收入的29%）。近年来秭归县大力发展光电子和先进装备等新兴产业，代表企业有戈碧迦光电、方晶电子、匡通电子、泰和石化、德重精线、华星船务等。2021年，秭归县规模以上工业增加值增速41.6%，规上工业企业利润、营业收入分别增长53.05%、85.76%。此外，秭归县为中国脐橙之乡、中国丝绵茶之乡，近年来全县围绕脐橙等农产品大力发展商贸物流产业，2021年末全县电商企业达到2,500家、网店达到8,000家，电商从业人员超过6万人，电商零售额突破30亿元；三峡翻坝物流产业园2021年全年翻坝转运商品车20万辆，未来随着三峡枢纽茅坪港疏港铁路的完工，翻坝转运潜力将进一步提升。

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

财政及债务水平：2021年秭归县政府性基金收入大幅提升，一般公共预算收入尚未恢复到2019年水平，财政自给能力弱。2021年秭归县实现一般公共预算收入5.90亿元，比上年增长49.3%，但与2019年相比仍存在较大差距。2020-2021年秭归县税收收入占一般公共预算收入的比重在75%左右，财政收入质量较2019年有明显提升。2021年秭归县财政自给率仅为18.86%，当年土地出让收入的增长带动政府性基金收入大幅上升。秭归县地方政府债务余额呈现逐年增长的趋势，2021年全县地方政府债务限额为47.85亿元。

表4 秭归县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	5.90	3.95	8.00
税收收入占比	74.85%	75.12%	60.92%
财政自给率	18.86%	9.37%	21.93%
政府性基金收入	7.57	4.47	5.00
地方政府债务余额	42.84	38.09	32.90

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：秭归县2019年及2020年政府决算及附表、2021年政府预算执行情况和2022年预算草案的报告、人民政府官网，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，秭归县楚元控股集团有限责任公司系秭归县唯一发债平台。

五、经营与竞争

公司系秭归县最重要的投融资建设主体，业务涵盖综合开发项目、商品房销售、转让土地使用权转让收入、商品销售等。2021年营业收入同比大幅下滑22.33%，主要系当期无转让土地使用权收入实现、

且商品房销售收入大幅下滑所致。分业务看，2021年综合开发项目收入占比为68.37%，仍是公司主要收入来源，收入规模较为稳定；公司存量商品房剩余可售面积较少，2021年商品房销售收入同比显著下降75.24%；受秭归县土地规划影响，当期公司无转让土地使用权业务收入；由于公司依据当期取得砂石经营权扩大建材板块业务收入、新增砂厂投产，商品销售业务收入大幅增长；其他业务收入主要为劳务服务、其他商品销售、自来水供应和污水处理等，为公司提供了一定的收入补充。

从毛利率来看，2021年综合开发项目毛利率稳定；商品房销售业务由于前期已结转较多项目成本，当期毛利率扭亏微盈；商品销售方面，由于砂石经营权具有区域专营性，毛利率较高。综合影响下，2021年公司毛利率同比大幅上升12.98个百分点。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
综合开发项目	34,582.28	16.67%	33,831.83	16.67%
商品房销售	2,995.30	3.22%	12,096.96	-25.70%
转让土地使用权	-	-	14,186.35	-6.82%
商品销售	8,053.25	34.32%	2,515.43	21.33%
其他	4,953.12	0.44%	2,497.29	23.26%
合计	50,583.96	17.09%	65,127.86	4.11%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司综合开发项目总投资规模较大，项目储备量充足，未来业务可持续性较好，但尚需投资规模较大，且业务回款存在滞后，公司将面临较大资金支出压力

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

实际操作中，公司每年向秭归县人民政府申报综合开发项目产值，确认当年开发建设总成本。2021年双方确认的成本为2.88亿元，总产值为3.46亿元，公司将经确认的总产值确认为综合开发项目收入。当期确认产值的来自金缸城移民新区基础设施项目、秭归港区二期工程件杂泊位水工建筑工程项目、秭归港区二期工程滚装泊位水工建筑工程项目、金缸城三星一路道路路面硬化项目及秭归县城金缸城至曲溪连接道路工程（金曲路）项目。但同时我们也注意到，由于项目审定进度偏慢，公司应收账款周转天数较长，回款存在滞后。

2021年公司新增规划总投资95.00亿元的在建综合开发建设项目九歌城，该项目由秭归县金缸城新区文化公园、秭归县金缸城（北区）主排水箱涵工程、秭归县屈原文化旅游区（北区）旅游设施配套项目等众多个子项目组成，旨在推动金缸城新区在十四五期间建成文旅、康养融合发展的“九歌城”。项

自2021年11月开工，计划建设周期为3年，截至2021年末，项目整体仍处于前期阶段，部分子项目已取得批复或备案文件。

截至2021年末，公司主要在建综合开发项目合计总投资149.02亿元，已投资38.01亿元，在建综合开发项目投资规模较大，储备项目量充足，且公司存货中尚有已完工未结算的合同履约成本19.36亿元，业务持续性较好。但同时，截至2021年末公司在建综合开发项目预计尚需投资111.01亿元，随着项目建设推进，将为公司带来较大的资金压力。

表6 截至2020年末公司主要在建综合开发项目情况（单位：亿元）

代建项目名称	预计总投资	累计已投资	收益实现方式
九歌城	95.00	0.01	成本加成
金缸城移民新区基础设施与中央商贸区项目	10.84	10.14	成本加成
翻坝物流园场地平整、基础设施与货运中心	10.65	7.62	成本加成
秭归港区二期工程件杂和滚装泊位水工建筑工程项目	8.14	4.17	成本加成
金曲路	3.40	1.60	成本加成
秭归县2014年第一批棚户区改造项目	3.50	3.29	成本加成
秭归县北斗产业基地项目	3.00	0.34	成本加成
总部经济园项目	1.80	1.30	成本加成
银杏花园二期项目	1.60	1.45	成本加成
翻坝物流产业园安置房与商业中心项目	1.00	0.97	成本加成
其他项目小计	10.09	7.12	成本加成
合计	149.02	38.01	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司自营在建项目包括秭归库区医养结合养老服务中心建设项目、秭归县桂花园电站，建成后将通过自主运营养老中心及电站产生运营收入，截至2021年末，秭归库区医养结合养老服务中心建设项目预计总投资合计7.45亿元，已投资合计3.72亿元，部分建设内容已完工，但整体建设进度不达预期，资金全部来自自筹，将带来一定的资金压力。

表7 截至2021年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	预计尚需投资
秭归库区医养结合养老服务中心建设项目（“17 秭归养老债 01/ PR 秭归 01”和“18 秭归养老债 01/ PR 秭归 02”募投项目）	6.35	3.15	3.20
秭归县桂花园电站	1.10	0.57	0.53
合计	7.45	3.72	3.73

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在建商品房项目规模较小，且剩余可售房源较少，需持续关注该业务持续性

公司商品房销售业务主要由子公司秭归县三丰建设有限公司（以下简称“三丰建设”）负责，房屋类型包含商品房及安置房，其中市场化的商品房项目建设用地由公司招拍挂获得，建设后按市场价进行

销售，包括江山景秀、天问江苑项目；安置房项目建设用地由政府无偿提供，三丰建设负责实施建设，建成以后以低于市场价格定向销售至被拆迁户，包括江山领秀项目（非别墅部分住宅）。

2021年公司实现商品房销售收入0.30亿元，主要来自本期交付的江山领秀、江山景秀住宅预收房款，由于当期可实现交付房源减少，当期收入同比大幅下降，毛利率水平较低主要系江山领秀住宅项目定价低于市场价格所致。截至2021年末，江山领秀、江山景秀住宅已签约销售完毕，剩余可售房源较少，上述项目累计实现收入4.54亿元。由于别墅房产交付周期较长、及部分项目清算流程未完成，导致江山领秀项目仍有部分未结转确认收入，计入公司存货的开发成本2.10亿元，随着公司别墅房产交付及完成项目清算流程，该部分开发成本未来仍能为公司带来一定收入。

此外，公司主要在售商品房项目仅有天问江苑，项目投资规模较小，需关注房地产业务未来可持续性。天问江苑于2021年5月开工建设，项目位于秭归县屈原文化旅游区（北区），包含二类高层住宅7栋、多层住宅6栋、商业1栋及车库，总建筑面积71578.67m²，其中住宅地上建筑面51307.12m²，商业地上建筑面积1523.12m²；地下停车库车位487个。天问江苑一期、二期于2021年11月已开始预售，截至2021年末已签约1.43亿元，已收到并确认的合同负债预售款4.29亿元，销售情况尚可。

表8 截至2021年末公司在售商品房项目情况（单位：平方米、万元）

项目	计划总投资	累计已投资	签约面积	签约金额	预售时间	预计交付时间
天问江苑	1.21	0.52	24,600.00	14,268.00	2021.11	2023年

注：签约金额依据合同签订时间统计，可能与实际收到款项的时间不一致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

转让土地使用权收入受地区土地使用规划影响较大，需持续关注该业务持续性

公司转让土地使用权收入来自转让自有土地实现收益。2021年由于秭归县用地规划影响，公司未实现转让土地使用权收入，截至2021年末公司存货中尚有拟开发土地使用权资产8.59亿元，土地面积合计102.89万平方米，土地性质主要是出让，另有少量划拨、置换土地，土地用途包括商业、商服、工业、住宅和仓储，未来公司仍可根据需求和市场情况适时出售，产生一定的收入补充。但该业务受区域土地使用规划、地区招商引资需求影响较大，目前公司尚未有其他土地转让计划，需持续关注该业务可持续性。

2021年公司取得全县河道清淤砂石经营权，扩大建材销售规模

公司商品销售业务主要由子公司秭归久源水利投资开发有限责任公司（以下简称“久源水投”）及秭归县通途公路养护工程有限责任公司负责，产品主要系通过砂石、沥青混凝土等建筑材料。2021年久源水投新建砂厂投产，同时根据秭归县人民政府专题会议纪要[2021]8号文件，公司取得秭归县全县河

道清淤所产生的砂石料经营权¹，受此影响，公司2021年商品销售收入大幅增长220.15%。砂石料经营权具有区域专营性，商品销售业务毛利率较高。销售模式为直销，付款方式为均为先款后货。成本主要来自砂石搬运及砂厂设备。由于商品销售业务初具规模，客户和供应商集中度较高。

公司在财政补贴等方面继续得到当地政府的较大支持

公司为秭归县基础设施建设运营主体，为增强公司的资本实力和抗风险能力，当地政府继续在财政补贴和资本注入等方面给予公司支持。

政府补贴方面，2021年秭归县财政局给予公司政府补贴0.65亿元，计入“其他收益”核算，较好地提升了公司当期利润水平。

资本注入方面，2021年1月秭归县国资局将其持有秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司76.92%股权划拨至公司，其中有偿划拨对价为公司应收秭归县国资局的0.5亿元款项、及承担1.76亿元三峡翻坝物流的明股实债信托债务（到期将由公司回购），同时无偿取得秭归县国资局对三峡翻坝物流的0.99亿元注资，以该注资款计入公司资本公积。此外，公司全资子公司久源水投分别于2021年11月和2020年12月通过无偿划拨取得秭归欣源污水处理有限责任公司和秭归县梓源水务有限责任公司100%股权，均在2021年纳入合并报表范围，增加公司资本公积3.45亿。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（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，2021年公司会计政策变更，执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则。2021年，公司合并范围新增2家一级子公司，具体情况如表1所示。截至2021年末，公司纳入合并范围一级子公司明细见附录四。

资产结构与质量

公司资产仍以存货的土地和项目成本、应收款项为主，，存在一定规模受限资产，资产流动性较弱

受综合开发项目建设推进、投入成本增加，以及融资规模增加影响，2021年末公司资产总额同比增长31.54%，仍以存货、应收款项为主。

¹ 公司尚未评估及办理相关权证，因此未入账公司资产。

截至2021年末，公司货币资金主要系4.28亿元银行存款及1.42亿元定期存单。

应收账款主要是应收秭归县各政府部门和国有企业的综合开发项目款。截至2021年末，政府相关业务应收账款合计10.35亿元，占比98.08%，均为计提坏账准备，其中应收秭归县财政局10.24亿元；账龄方面，账龄2年以上占比10.66%。其他应收款主要系关联方及政府单位往来款、其他单位往来款及押金，截至2021年末账龄3年以上其他应收款占比48.41%，计提坏账准备0.06亿元，期末前五大其他应收款合计占比58.81%。截至2021年末，公司应收款项（包括应收账款及其他应收款）合计占总资产比重达19.00%，应收对象以政府部门及国有企业为主，发生坏账风险相对较小，但应收款项规模较大，形成一定资金占用，且公司业务回款滞后，应收款项账龄偏长，回收时间存在不确定性。

截至2021年末，公司存货主要系综合开发项目投入形成的合同履约成本19.36亿元、综合开发和江山领秀少量剩余商品房等项目形成的开发成本13.03亿元，以及土地资产8.59亿元。公司已完工未结算的综合开发项目代建成本规模较大，随着审计结算进度推进，能为公司提供一定的收入保障，但由于项目审计结算周期较长，回款较为滞后。此外，期末土地资产主要系住宅、商服、仓储和工业用地，性质以出让为主，合计土地面积102.89万平方米。

2021年公司根据新金融工具准则将可供出售金融资产调整至其他权益工具投资，期末规模相对稳定。其中持有北斗国科（宜昌）技术有限公司10.00%股权、湖北三峡现代物流有限公司38.65%股权、湖北泰和石化设备有限公司7.56%股权、三峡日清茅坪河生态治理（秭归）有限公司5.00%股权及其他多家中小企业股权。

当期公司固定资产同比大幅增加，主要系本期并入三峡翻坝物流的仓库、综合楼等房屋及建筑物等。在建工程系公司在建的自营项目，期末账面价值同比大幅增加102.20%，主要系合并报表范围增加，并入了采砂、污水处理、供水等相关在建项目。

截至2021年末，受限资产主要系因定期存单和存单质押而使用权受限的1.44亿元货币资金、存货中质押的综合开发项目收益权和抵押的土地使用权4.81亿元、以及无形资产土地使用权0.08亿元，合计占总资产的7.67%。

表9 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	5.69	6.89%	4.98	7.93%
应收账款	10.55	12.77%	11.02	17.55%
其他应收款	5.15	6.23%	6.06	9.65%
存货	41.09	49.73%	29.54	47.03%
流动资产合计	64.71	78.32%	53.47	85.12%
可供出售金融资产	0.00	0.00%	4.59	7.30%

其他权益工具投资	4.67	5.65%	0.00	0.00%
固定资产	4.36	5.27%	0.64	1.03%
在建工程	5.90	7.14%	2.92	4.65%
非流动资产合计	17.92	21.68%	9.35	14.88%
资产总计	82.63	100.00%	62.81	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

公司营业收入下滑，但盈利能力提高，主营业务持续性较好，政府补贴仍能较好地提升利润水平

2021年公司营业收入同比下降22.33%，主要系商品房销售业务收入下滑及当期未实现转让土地使用权收入规模。公司主要收入来源自综合开发项目收入，2021年综合开发项目收入规模稳定，在建项目储备较多，该业务可持续性仍较好，但业务回款存在滞后；商品房业务收入受存量商品房剩余可售面积减少影响，收入大幅下滑；本期公司未实现转让土地使用权收入；公司本期商品销售业务大幅增长，主要系扩大建材板块业务所致。

从毛利率来看，2021年公司销售毛利率同比大幅增长，主要系本期收入以综合开发项目业务为主、该业务毛利率稳定，而上期商品房业务和转让土地使用权业务均为亏损且占比较高导致上年毛利率明显偏低。同时受益于营业利润的提高及一定规模的政府补助，利润总额同比增长126.93%。其中收到的政府补贴占比62.54%，较好地提升了利润水平。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

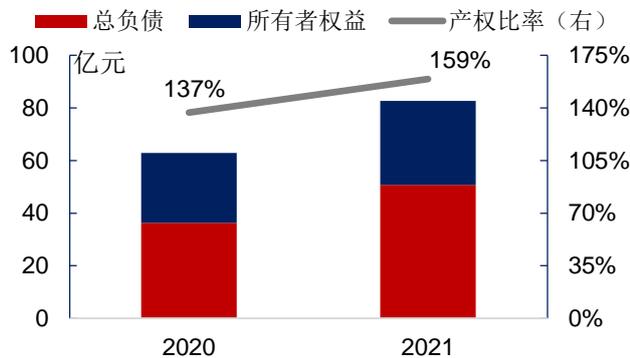
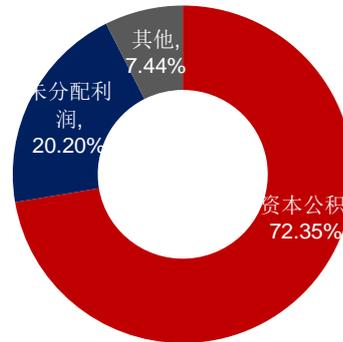
项目	2021年	2020年
收现比	102.33%	62.08%
营业收入	5.06	6.51
营业利润	0.91	0.48
其他收益	0.68	0.61
利润总额	1.09	0.48
销售毛利率	17.09%	4.11%

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

公司债务规模大幅增加，面临一定的刚性债务压力

2021年公司融资规模增加，期末负债规模有所增加39.79%；受本期合并范围增加影响，资本公积增加4.43亿元，导致所有者权益同比增长20.26%。综合影响下，公司产权比率推高至159.05%，净资产对负债保障程度仍较弱。

图1 公司资本结构

图2 2021年末公司所有者权益构成


资料来源：公司2020-2021年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司2021年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司执行新收入准则，将预收账款调整为合同负债，期末公司合同负债主要由商品房项目天问江苑预售款、及公司项目的应付工程款构成，由于商品房交付结算，合同负债较上年预收款项有所下降。

其他应付款主要系关联方和政府单位的往来款3.44亿元、往来借款1.00亿元和保证金0.24亿元等，其中账龄超过1年的应付未付款项为秭归县土地收购储备中心2.29亿元往来款。

公司银行借款主要以长期借款为主。2021年由于公司储备在建项目规模较大带来资金需求、叠加并入三峡翻坝物流的债务影响，期末长期借款同比显著增长312.16%。长期借款的授信银行包括中国农业发展银行、国家开发银行、中国农业银行、湖北银行、秭归农商行等金融机构，包括保证借款8.50亿元，保证+抵押借款4.78亿元，抵押物主要为土地使用权，保证人主要系三峡翻坝物流。截至2021年末，公司一年内到期长期借款规模1.18亿元。

公司尚未偿还债券主要系“17秭归养老债01/ PR秭归01”和“18秭归养老债01/ PR秭归02”，债券期限均为10年，截至2022年5月末，债券剩余本金规模合计6.40亿元。

2021年末长期应付款主要系应付湖北省投资公司2.08亿元借款、应付国开发展基金有限公司1.34亿元明股实债投资本金，以及13.58亿元专项应付款，其中专项应付款同比大幅增长126.21%，主要系政府加大基础设施配套资金和项目专项补助来支持公司综合开发项目建设，专项应付款一般按项目匹配政府专项债券，公司无利息负担。

表11 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
预收款项	0.00	0.00%	4.66	12.84%
合同负债	4.29	8.46%	0.00	0.00%
其他应付款	4.69	9.25%	9.81	27.03%

一年内到期的非流动负债	1.44	2.84%	0.28	0.76%
流动负债合计	11.19	22.07%	15.61	43.01%
长期借款	14.58	28.74%	3.54	9.75%
应付债券	6.56	12.92%	7.34	20.23%
长期应付款（合计）	18.07	35.62%	9.51	26.20%
非流动负债合计	39.54	77.93%	20.68	56.99%
负债合计	50.73	100.00%	36.29	100.00%
总债务	27.09	53.41%	14.95	41.21%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末，公司总债务规模同比大幅提高81.20%，债务压力上升，债务期限结构仍以长期债务为主。根据公司提供的债务偿还计划表，2022-2024年，公司需要偿还债务分别为3.76亿元、3.90亿元、3.35亿元，未来三年内存在一定的债务压力。

图 3 公司债务占负债比重

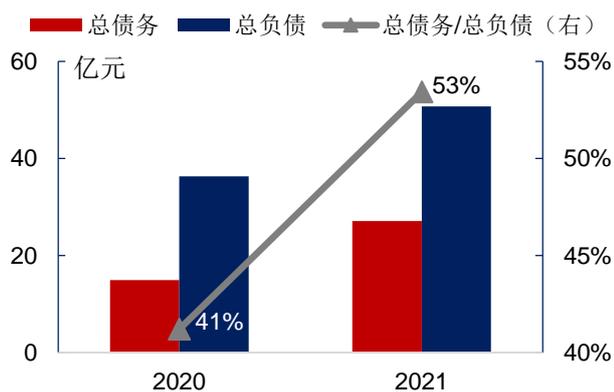
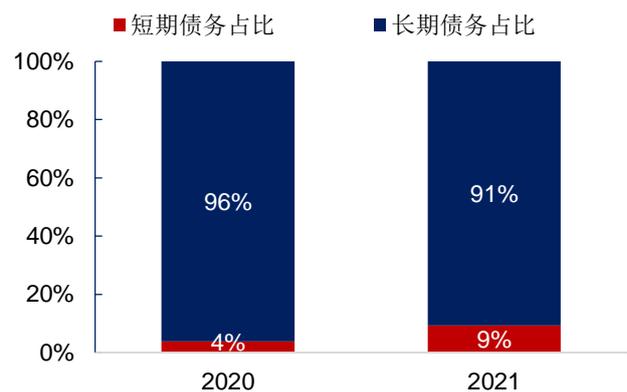


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从主要偿债指标来看，2021年末公司资产负债率提升至较高水平；现金短期债务比为大幅下滑，但现金类资产对短期债务保障程度仍尚可，由于盈利能力提高，EBITDA利息保障倍数同比上升65个百分点，且公司在金融机构尚有一定的剩余可用授信额度，短期偿债能力尚可。从长期来看，公司债务规模显著上升，主要为长期债务，随着债务到期，未来公司将面临一定刚性债务压力。

表12 公司偿债能力指标

项目	2021 年	2020 年
资产负债率	61.40%	57.77%
现金短期债务比	2.24	8.66
EBITDA 利息保障倍数	1.24	0.59

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（2022年5月19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；公司本部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。

八、抗风险能力分析

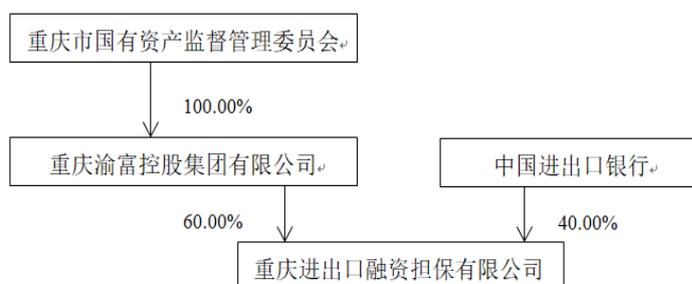
公司系秭归县主要的投融资平台，承担了秭归县主要的基础设施建设投融资任务。虽然公司代建项目回款存在一定滞后，应收款项占用资金规模较大，近三年商品房业务收入和转让土地使用权收入和毛利率波动较大，且公司资产流动性较弱，部分资产受限，2021年总债务显著增长，面临较大的刚性债务压力。但近年公司主要收入来源综合开发项目收入和毛利率保持稳定，且储备项目量充足大，业务持续性较好；商品房销售、转让土地使用权收入及商品销售为公司提供了一定的收入补充，同时近年公司持续得到秭归县人民政府及相关部门的大力支持，公司资本实力不断增强，且政府补助对公司利润贡献大，地方政府支持意愿强，预计未来仍会获得政府大力支持。整体来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

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

重庆进出口担保由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）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，重庆进出口担保第一大股东由渝富资管变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；后历经多次增资，截至2021年末，重庆进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，控股股东为渝富集团，持股比例为60%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会（以下简称“重庆国资委”），股权结构如下图所示。

图 5 截至 2021 年末重庆进出口担保股权结构图



资料来源：重庆进出口担保提供

重庆进出口担保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（投标保函、诉讼保函、履约保函等），以及财务顾问等业务。重庆进出口担保营业收入主要来源于担保费收入、利息收入和投资收益，2019-2021年分别实现营业收入5.61亿元、6.94亿元和8.53亿元，三年复合增长率达23.31%，主要系担保费收入增加所致。

表13 重庆进出口担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	6.80	79.72%	5.16	74.25%	3.47	61.85%
利息收入	1.62	18.99%	1.12	16.10%	1.22	21.69%
投资收益	0.04	0.47%	0.59	8.52%	0.84	15.01%
其他业务收入	0.05	0.59%	0.06	0.91%	0.07	1.20%
资产处置收益	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.08%
其他收益	0.02	0.23%	0.02	0.23%	0.01	0.17%
营业收入	8.53	100.00%	6.94	100.00%	5.61	100.00%

资料来源：重庆进出口担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年重庆进出口担保业务规模明显增长，2020年当期担保发生额同比增加了280.47%。2021年1-6月担保发生额为337.65亿元，相当于2020年全年担保发生额的97.03%。融资担保放大倍数方面，2019-2020年末及2021年6月末重庆进出口担保的融资担保放大倍数分别为8.19、7.61和8.04，维持在较高水平，未来存在一定的资本补充压力。

表14 担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021年 1-6月	2020年	2019年
当期担保发生额	337.65	347.99	91.46
当期解除担保额	318.91	358.02	79.36
期末融资担保余额	337.86	314.81	337.81
其中：间接融资担保	192.63	137.01	34.24
直接融资担保	145.23	177.80	303.57
非融资担保	15.62	19.93	6.96
期末融资担保责任余额	316.03	290.28	300.93
非融资担保余额	15.62	19.93	6.96
融资担保放大倍数	8.04	7.61	8.19
当期担保代偿项目数	2	4	2
当期担保代偿额	1.40	1.46	1.30
当期担保代偿率	0.44%	0.41%	1.63%
累计担保代偿额	19.75	18.36	16.90
累计担保代偿率	1.47%	1.79%	2.54%
累计代偿回收额	11.73	10.63	8.82
累计代偿回收率	59.40%	57.90%	52.18%

担保风险准备金	22.27	20.49	17.37
其中：担保赔偿准备	20.36	18.58	15.66
一般风险准备	1.91	1.91	1.72
拨备覆盖率	670.78%	595.64%	416.55%

资料来源：重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

直接融资担保业务方面，重庆进出口担保的在保项目绝大部分为企业债，2020年来业务结构调整，债券担保业务规模有所缩减，截至2021年6月末直接融资担保余额较上年末下降了18.32%。直接融资担保业务客户主要分布在重庆、山东、湖北、湖南和四川等地，截至2021年6月末，直接融资担保前十大客户合计在保余额为69.26亿元，相当于同期末权益总额的175.90%。整体来看，债券担保业务单笔项目规模较大，客户集中度较高。重庆进出口担保的担保债券发行主体主要为城投类企业，发行人主体信用评级通常在AA-及以上，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。近年来城投类企业债务扩张，偿债压力加大，政府信用与城投类企业信用分离，应持续关注城投类企业信用风险的变化情况。

间接融资担保业务方面，主要为银行传统贷款担保、金融科技类贷款担保等，其中金融科技类贷款担保占比超过60%。截至2021年6月末，重庆进出口担保的间接融资担保余额为192.63亿元，较2019年末大幅增加了462.59%，主要是2020年以来重庆进出口担保加快标准化产品担保业务的推广，该类项目单户授信额度较小，全部为信用贷款，客户均来自互联网平台，担保业务收费标准在1%-3%。从借款类担保的客户分布来看，截至2021年6月末前十大借款类担保客户主要为城投类企业或地方国有企业，担保余额为27.06亿元，相当于同期末所有者权益的68.70%，客户集中度较高。

非融资担保业务方面，重庆进出口担保的非融资担保类产品主要是投标保函、工程履约类保函和诉讼保函等，2020年非融资担保规模保持增长，2020年末非融资担保业务在保余额为19.93亿元，同比增长186.35%。截至2021年6月末，非融资担保余额为15.62亿元。

担保业务质量方面，2020年重庆进出口担保代偿规模小幅上升，2020年共发生4个项目代偿，以贷款担保业务为主，代偿金额合计1.46亿元，同比增加12.31%；2021年1-6月，共发生2个项目代偿，代偿金额合计1.40亿元，其中，1个为传统担保项目，1个为批量产品。2020年及2021年1-6月当期担保代偿率分别为0.41%和0.44%，受债券业务解保较多，代偿率较2019年有所下降，但小而分散的贷款担保业务增长较快，未来需关注其代偿风险。截至2021年6月末，累计代偿回收率为59.40%，较2019年末上升7.22个百分点，主要是通过诉讼、债权出售等措施进行代偿回收。

资产结构方面，截至2021年末，重庆进出口担保的资产总额为66.52亿元，较2019年末增加7.78%。截至2021年末重庆进出口担保货币资金为22.77亿元，较上年末下降8.53%，其中受限货币资金7.46亿元，占总资产的比例为11.21%。截至2021年末，债权投资账面价值为26.45亿元，主要为信托产品和债券投资，占总资产的比例为39.76%。从三类资产占比情况来看，截至2021年6月末，重庆进出口担保本部 I

级资产、II级资产和III级资产占（总资产-应收代偿款）的比例分别为44.25%、27.18%和28.57%，整体符合监管要求。总体来看，重庆进出口担保资产以货币资金和固定收益证券投资为主，现金类资产较为充足，但应关注应收代偿款的回收情况。

负债和所有者权益方面，截至2021年末重庆进出口担保的负债总额为25.84亿元，主要包括担保赔偿准备金22.60亿元、预收保费1.98亿元和存入保证金1.32亿元，占比分别为87.46%、7.66%和5.11%。截至2021年末，重庆进出口担保所有者权益为40.68亿元，同比增长6.02%，其中实收资本仍为30.00亿元。截至2021年6月末，融资担保责任余额为316.03亿元，融资担保责任余额放大倍数为8.04，处于较高水平。

盈利能力方面，重庆进出口担保的营业收入主要来源于担保业务的担保费收入、银行存款业务的利息收入和投资业务的投资收益。2021年重庆进出口担保实现营业收入8.53亿元，同比增长22.91%，其中2021年重庆进出口担保实现担保费收入7.04亿元，同比增长35.65%。利息收入主要来自银行存款和保理业务利息收入，2021年利息收入同比增长45.12%。重庆进出口担保的投资收益主要来自信托计划在持有期间产生的收益，2021年实现投资收益0.04亿元，同比大幅减少，主要系原计入该科目的债券投资收益调整至利息收入所致。2021年营业支出较上年同比增加18.17%，主要系提取的担保赔偿准备和业务管理费增加所致。受担保业务收入增加的影响，2021年分别实现利润总额和净利润3.26亿元和2.76亿元，同比分别增加了35.83%和35.96%，带动净资产收益率上升至6.98%。

表15 重庆进出口担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
营业收入	8.53	6.94	5.61
其中：已赚担保费	6.80	5.16	3.47
利息收入	1.62	1.12	1.21
投资收益	0.04	0.59	0.84
营业支出	5.25	4.45	3.50
其中：提取担保赔偿准备金	3.11	2.93	2.16
业务及管理费	1.48	1.08	0.92
营业利润	3.27	2.50	2.11
利润总额	3.26	2.40	2.06
净利润	2.76	2.03	1.74
净资产收益率	6.98%	5.40%	4.83%

资料来源：重庆进出口担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，重庆进出口担保的股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60.00%和40.00%，实际控制人为重庆国资委，股东背景较强。截至2021年末，渝富集团总资产规模2,343.82亿元，实收资本168.00亿元，2021年实现营业总收入145.50亿元，实力雄厚，能在资金和业务方面给予重庆进出口担保较大力度的支持。

综上，重庆进出口担保股东背景和资本实力较强，同时各项风险准备金计提较为充分，I级资产占

比高，资产流动性整体较好。同时中证鹏元也关注到重庆进出口担保间接融资担保业务规模增幅较大，未来需关注其代偿风险，且直接融资担保业务和投资业务行业集中度较高，应收代偿款规模较大，融资担保放大倍数较高，业务增长受到一定制约等风险因素。经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体信用等级为AA+，评级展望稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

十、结论

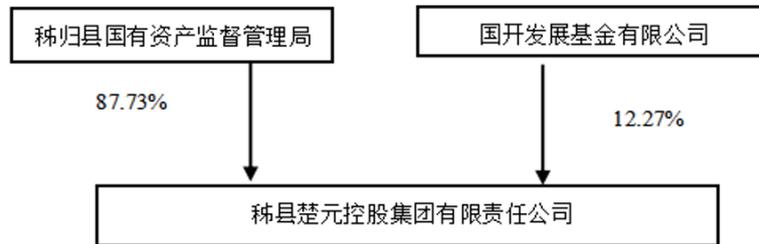
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“17秭归养老债01/ PR秭归01”和“18秭归养老债01/ PR秭归02”信用等级均为AA+。

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）	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.69	4.98	7.28
应收账款	10.55	11.02	8.55
存货	41.09	29.54	25.74
流动资产合计	64.71	53.47	48.71
在建工程	5.90	2.92	0.41
非流动资产合计	17.92	9.35	5.74
资产总计	82.63	62.81	54.46
短期借款	0.10	0.30	0.00
其他应付款	4.69	9.81	8.45
一年内到期的非流动负债	1.44	0.28	0.17
流动负债合计	11.19	15.61	13.12
长期借款	14.58	3.54	1.90
应付债券	6.56	7.34	7.93
长期应付款（合计）	18.07	9.51	5.92
非流动负债合计	39.54	20.68	15.74
负债合计	50.73	36.29	28.86
总债务	27.09	14.95	13.58
营业收入	5.06	6.51	5.70
所有者权益	31.90	26.52	25.60
营业利润	0.91	0.48	0.48
其他收益	0.68	0.61	0.00
利润总额	1.09	0.48	1.09
经营活动产生的现金流量净额	0.15	0.41	2.68
投资活动产生的现金流量净额	-1.95	-2.61	-1.07
筹资活动产生的现金流量净额	3.64	0.34	-0.16
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	17.09%	4.11%	13.42%
收现比	102.33%	62.08%	9.72%
资产负债率	61.40%	57.77%	53.00%
现金短期债务比	2.24	8.66	41.82
EBITDA（亿元）	1.50	0.58	1.13
EBITDA 利息保障倍数	1.24	0.59	1.79

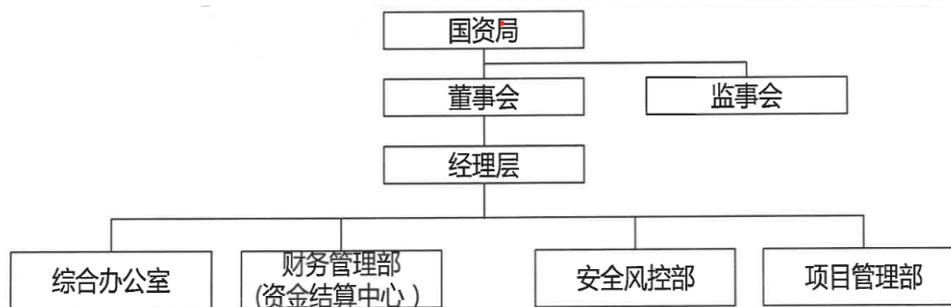
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
秭归县三丰建设有限公司*	40,000.00	100.00%	房地产业
秭归万安服务有限责任公司	1,000.00	100.00%	服务租赁业
秭归万安消防工程有限责任公司	110.00	100.00%	消防工程
秭归逸安物业有限责任公司	300.00	100.00%	房地产业
湖北朋乐康养管理有限公司	4,000.00	100.00%	商业服务业
宜昌天宏建筑工程有限公司	4,000.00	100.00%	房屋建筑业
秭归县楚炬天然气管道有限公司	5,000.00	100.00%	管道运输业
秭归县楚元健康产业开发有限公司	15,000.00	52.00%	医疗器械销售
秭归县楚汇档案管理有限公司	5,000.00	100.00%	档案管理服务
秭归久源水利投资开发有限责任公司	155.00	100.00%	水利管理业
秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司	128.00	100.00%	道路运输业
秭归县通途公路养护工程有限责任公司	30.00	100.00%	道路运输业
秭归三峡翻坝物流产业园开发建设有限公司	13,000.00	76.92%	交通运输、仓储和邮政业
秭归县楚恒企业管理有限公司	5,000.00	100.00%	租赁和商务服务业

资料来源：公司 2021 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

附注五 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。