



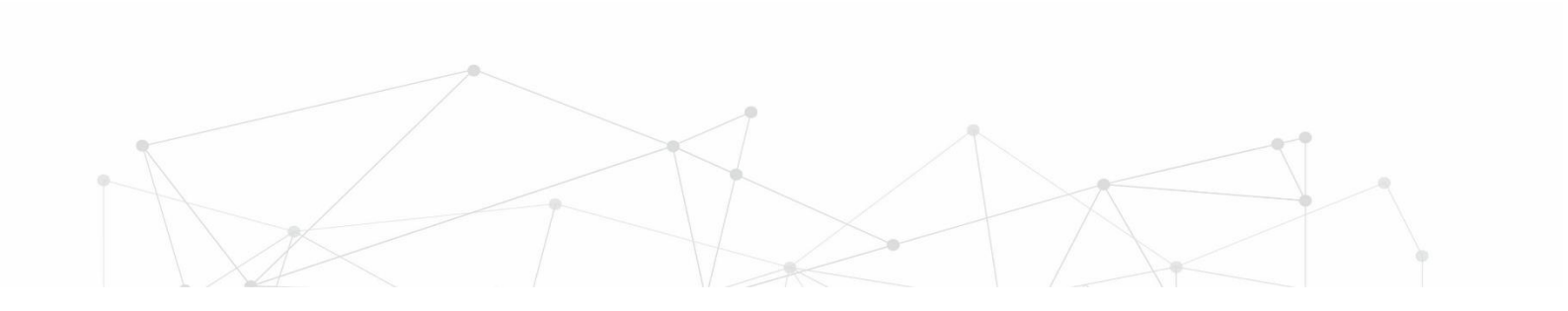
当阳市鑫源投资开发有限责任公司及相关 债券2022年跟踪评级报告

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：



当阳市鑫源投资开发有限责任公司及相关债券 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
16 当阳债/PR 当鑫源	AA	AA
20 当阳债	AAA	AAA
21 当阳债	AA+	AA+
21 当阳鑫源债/21 鑫源债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持当阳市鑫源投资开发有限责任公司（以下简称“当阳鑫源”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“16 当阳债/PR 当鑫源”、“20 当阳债”、“21 当阳债”和“21 当阳鑫源债/21 鑫源债”的信用等级分别为 AA、AAA、AA+和 AAA。
- 上述等级的评定是考虑到：公司基建业务持续性较好，租金收入稳定，且持续获得外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性偏弱，面临较大的资金压力和一定的偿债压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”）、武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）和由重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍能分别有效提升“20 当阳债”、“21 当阳债”和“21 当阳鑫源债/21 鑫源债”的信用水平。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，且将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 28 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	2020	2019
总资产	128.89	122.13	102.47
所有者权益	91.18	89.43	77.31
总债务	23.48	18.59	13.68
资产负债率	29.25%	26.77%	24.55%
现金短期债务比	0.79	1.09	0.53
营业收入	3.41	3.00	3.14
其他收益	0.99	1.00	0.91
利润总额	2.06	2.43	2.60
销售毛利率	48.79%	52.31%	49.65%
EBITDA	2.31	2.44	2.63
EBITDA 利息保障倍数	2.68	2.94	2.31
经营活动现金流净额	-0.43	-1.86	-0.23
收现比	1.49	1.64	0.80

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位，工业发展势头较好，经济实力较强。**当阳市交通便利、物产丰富，拥有建材、能源化工、食品、纺织四大主导产业，经济总量在宜昌市下辖区县中排上游，2021 年投资和消费市场稳步恢复。
- **公司基建业务未来可持续性较好。**公司为当阳市重要基础设施建设主体，截至 2021 年末，公司已签订代建协议的主要在建项目总投资规模较大，存货中待结算的工程施工成本较多，可为公司未来收入提供一定保障。
- **公司继续得到外部的支持。**2021 年公司继续收到当阳市人民政府拨付的运营资金补贴，有效提升了公司当期利润水平。
- **湖北担保、武汉信用和三峡担保提供的保证担保仍能有效提升各自担保债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，湖北担保、武汉信用和三峡担保的主体信用等级分别为 AAA、AA+ 和 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升“20 当阳债”、“21 当阳债”和“21 当阳鑫源债/21 鑫源债”的信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性仍偏弱。**截至 2021 年末，公司应收款项、存货及投资性房地产占总资产的比重较高，其中，关联方资金占用较大，其他应收款同比大幅增长，存货和投资性房地产中有一定的已抵押资产，受限资产合计占总资产的比重为 14.98%。
- **公司仍面临较大资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建工程项目建设尚需投入资金较大，近三年经营活动产生的现金持续净流出，面临较大资金压力。
- **公司面临一定的偿债压力。**2021 年公司总债务持续增长，现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数呈下降趋势，考虑到公司资产有一定程度受限等因素，未来公司面临一定的偿债压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**2021 年末公司对外担保规模较大，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

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

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	5
	GDP 规模	2		资产负债率	6
	GDP 增长率	1		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	5		现金短期债务比	5
	公共财政收入	1		收现比	7
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	6			



业务多样性	4		
业务状况等级	中等	财务风险状况等级	很小
指示性信用评分			aa-
调整因素	无	调整幅度	
独立信用状况			aa-
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/稳定	AAA	2021-8-5	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/稳定	AA	2015-8-26	王一峰、林心平	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA	2014-5-16	雷巧庭、林心平	城投公司评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
16 当阳债/PR 当鑫源	11.00	2.20	2021-5-25	2023-3-29
20 当阳债	10.00	10.00	2021-5-25	2027-8-24
21 当阳债	3.00	3.00	2021-5-25	2026-1-26
21 当阳鑫源债 /21 鑫源债	5.60	5.60	2021-8-5	2026-12-14



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2016年3月发行7年期11亿元公司债券，募集资金原计划用于当阳市棚户区改造项目、当阳市汽车城建设项目及补充流动资金。根据公司提供的银行对账单，截至2022年3月底，“16当阳债/PR当鑫源”募集资金专项账户余额为83.68万元。

公司于2020年8月发行7年期10亿元公司债券，募集资金原计划用于公司承建的当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目及补充营运资金。根据公司提供的银行对账单，截至2022年3月底，“20当阳债”募集资金专项账户余额为6,295.82万元。

公司于2021年1月发行5年期3亿元公司债券，募集资金计划全部用于置换因偿还“14当阳债”和“16当阳债”2020年度本息所产生的负债。根据公司提供的银行对账单，截至2022年3月底，“21当阳债”募集资金专项账户余额为5,805.48元。

公司于2021年12月发行5年期5.6亿元的公司债券，募集资金原计划全部用于偿还公司2021年到期的企业债券本息或置换因偿还往期企业债券2021年度本息所产生的负债。根据公司提供的银行对账单，截至2022年3月底，“21当阳鑫源债/21鑫源债”募集资金专项账户余额为41,315.43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动。截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍均为51,182.17万元，控股股东当阳市建设投资控股集团有限公司（以下简称“当阳建投”）持有公司100%股权，实际控制人为当阳市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“当阳市国资局”）。

2022年4月，公司董事长由李瑞变更为严江涛，其余人员均未发生变动。

公司经营业务仍主要为当阳市范围内基础设施项目建设及国有资产运营。截至2021年末，公司仍无纳入合并报表范围子公司。

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”。

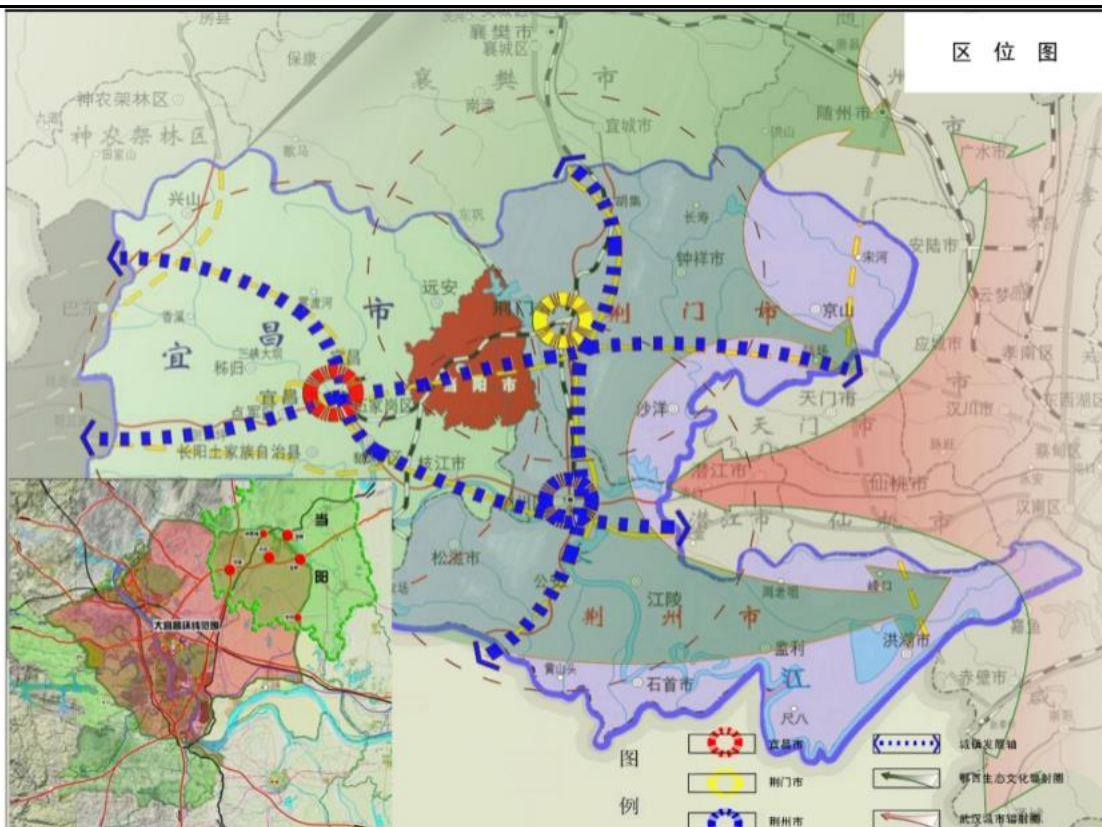
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位，交通便利，物产丰富，拥有建材、能源化工、食品、纺织四大主导产业，2021年投资和消费市场稳步恢复，经济实力较强

区位特征：当阳市西接宜昌，东临荆门，南联荆州，区位优势明显，交通便利，物产丰富。当阳市为宜昌市下辖县级市，地处鄂西山地向江汉平原过渡地带，国土面积21.59平方公里。当阳市已形成水陆空并存的综合交通体系，境内沮漳河航道40公里、离长江宜昌港和枝江港仅45公里，G42沪蓉高速、G59呼北高速、焦柳铁路在当阳交汇，宜昌三峡国际机场距城区仅50公里。当阳市是湖北省历史文化名城，是“中华诗词之乡”、“湖北省民间文化艺术之乡”，境内有佛教圣地天台宗祖庭玉泉寺，为国家4A级景区。当阳市耕地面积及粮食产量均占宜昌市的三分之一，是“全国粮食生产先进县市”、“中国椪柑产业龙头县市”、“全国生猪调出大县”。根据第七次全国人口普查数据，2020年11月1日零时当阳市常住人口为43.05万人，较2010年第六次全国人口普查结果下降8.08%。

图1 当阳市区位图



资料来源：当阳市城乡总体规划（2011-2030）

经济发展水平：当阳市经济总量在宜昌市下辖区县中排上游，2021年投资和消费市场稳步恢复，**经济实力较强。**受疫情影响，2020年当阳市地区生产总值同比下滑5.9%，2021年全市预计实现地区生产总值600亿元，实现较快恢复性增长。当阳市二、三产业较为均衡，2020年三次产业结构为18.6:37.7:43.7，人均GDP为全国人均GDP的1.60倍，经济发展水平较高。投资和消费是2021年当阳市经济快速增长的主要动力，全年固定资产投资额同比增长20.0%，社会消费品零售总额同比增长28.7%。

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
当阳市	600	-	139,384	14.05	10.97
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	1.41
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；2021年当阳市GDP来源于当阳市政府工作报告，为预计数（下同）。



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2 当阳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）	600	-	493.35	-5.9%	509.19	9.0%
固定资产投资	-	20.0%	-	-15.0%	-	12.5%
社会消费品零售总额	185.70	28.7%	144.33	-14.4%	179.82	12.3%
进出口总额	-	-	3.06	8.7%	-	-
人均 GDP（元）	139,384		114,599		109,738	
人均 GDP/全国人均 GDP	172.1%		158.2%		156.6%	

注：2020 年及 2021 年人均 GDP 以第七次全国人口普查统计的常住人口计算。

资料来源：2019-2020 年当阳市国民经济和社会发展统计公报，当阳市人民政府官方网站，中证鹏元整理

产业情况：当阳市着力发展建材、能源化工、食品、纺织四大主导产业，工业发展势头较好。当阳市形成以葛洲坝水泥、三峡新材（600293.SH）、中材节能（603126.SH）、凯旋陶瓷、豪山建材为龙头的新型建材产业，以华强化工、史丹利（002588.SZ）等企业为龙头的能源化工产业，以蒙牛乳业（2319.HK）、澳利龙食品等企业为龙头的食品加工产业，以新阳特纤（836228.NQ）、宏尚服饰等企业为龙头的纺织服装产业四大支柱产业，为中部最大玻璃生产基地、湖北省重要化肥生产基地，建筑陶瓷产能占全省60%以上。当阳市着力培育绿色建材1个千亿级产业集群与先进装备制造、文旅康养2个五百亿级产业集群，2021年中国建材、晋能控股、水发能源、正大集团等一批知名企业布局当阳，鸿阳科技莱赛尔一期、东田微科技滤光片、金庄科技二期、史丹利新型肥料、凌云集团航空复材等一批重点项目建成投产。2021年当阳市规模以上工业增加值同比增长3.1%。

发展规划及机遇：湖北“一主引领、两翼驱动、全域协同”战略布局，将助推“宜荆荆恩”城市群发展在“十四五”时期实现突破，这将为处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位的当阳带来历史性机遇，当阳市将实施工业强市、乡村振兴、三产兴城、绿色发展战略，强化绿色建材、现代化工、绿色食品、先进装备制造、新材料新能源、文旅康养等六大重点产业支撑。

财政及债务水平：当阳市一般公共预算收入回升，财政自给能力较弱。2021 年当阳市实现一般公共预算收入 14.05 亿元，同比增长 70.5%，恢复到 2019 年的 77.6%；近年税收占比波动上升，2021 年为 78.06%。2021 年当阳市财政自给率为 38.47%，财政自给能力较弱。近年当阳市政府性基金收入波动较大，地方政府债务余额呈现逐年增长的趋势，2021 年当阳市地方政府债务限额为 47.88 亿元，仍有一定的举债空间。

表3 当阳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	14.05	8.24	18.11
税收收入占比	78.06%	81.37%	64.58%
财政自给率	38.47%	16.53%	39.46%



政府性基金收入	10.97	16.91	5.48
地方政府债务余额	43.45	39.60	34.34

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：关于当阳市2019年及2020年市级决算草案的报告、关于当阳市2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告，中证鹏元整理

投融资平台：当阳市投融资平台职能定位各有侧重。截至 2021 年末，当阳市有当阳市国有资本经营投资控股集团有限公司和当阳市建设投资控股集团有限公司两大一级投融资平台，前者业务侧重于国有资本的投资运营，后者则主要承担基建项目建设职能。当阳市建设投资控股集团有限公司下属子公司则根据集团基础设施建设、文旅开发、国有资产出租管理、供水等业务板块承担不同的职能，其中，当阳市鑫源投资开发有限责任公司系当阳市目前唯一的发债主体，承担当阳市范围内的基础设施项目建设及国有资产运营等职责。

五、经营与竞争

公司承担当阳市范围内基础设施项目建设及国有资产运营等职责，营业收入主要来源于工程代建、房屋租赁及房屋销售。2021年公司营业收入保持增长，其中工程代建受具体项目结算进度和成本加成不同的影响，收入略有下滑，毛利率有一定增长；由于无新增租赁，房屋租赁收入按照合同约定与上年金额一致，同时投资性房地产采用公允价值计量，出租业务毛利率为100%；同时2021年公司实现一定规模的房屋销售收入，对营业收入形成了一定的补充。

表4 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
工程代建	12,534.83	11.62%	15,589.82	8.17%
房屋租赁	14,417.49	100.00%	14,417.49	100.00%
房屋销售	7,109.36	9.88%	-	-
其他	86.31	97.95%	28.90	73.60%
合计	34,147.99	48.79%	30,036.21	52.31%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建项目尚需投资金额较大，工程建设业务未来可持续性较好，但面临较大的资金压力，同时代建项目结算时间存在不确定性且在建项目中自营较多，未来收益存在一定不确定性

公司项目建设模式包括委托建设和自营。委托建设模式下，公司与当阳市政府或母公司当阳建投签订合同，约定公司负责筹资建设，项目完工移交给委托方后，由委托方按照合同约定分期支付工程款，工程款包括工程决算总价及利润。公司根据当阳市政府或母公司当阳建投出具的结算单确认当年结转项目成本及相关收入。自营项目由公司自筹资金建设，完工后由公司负责经营并取得收益。

委托建设项目包括金桥工业园区项目（代建部分）、当阳市创建国家卫生城市重点环卫项目、当阳



市创建国家卫生城市重点城建项目、当阳市城建项目和创建国家卫生城市交通基础设施项目。截至2021年末，除金桥工业园区项目外，其他项目均已完工。金桥工业园项目由当阳市政府委托公司负责筹资建设，其余委托建设项目由公司控股股东当阳建投委托公司自筹资金建设，代建管理费以项目总投资成本乘以代建管理费（一般为15%-20%或10%，具体根据工程情况商定）计算并按照各年项目完工进度进行核算。2021年公司工程代建收入主要来源于金桥工业园区项目，值得注意的是，近年公司委托建设项目工期延长、回款一般等，相关工程进度及工程款支付受委托方的工程规划和资金安排的影响，存在一定的不确定性。

公司主要在建自营项目包括金桥工业园（自营部分）、当阳市汽车城建设项目、当阳市棚户区改造工程项目、当阳市城镇棚户区城市新区改造项目和当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目。当阳市汽车城建设项目及当阳市棚户区改造工程项目为“16当阳债/PR当鑫源”的募投项目，截至2021年末上述募投项目仍在建设中。根据项目可行性研究报告，当阳市汽车城建设项目主要来源于租金收入；由于当阳市棚户区改造工程项目、当阳市城镇棚户区城市新区改造项目建设模式由代建变更为自营，公司对项目建设计划做出调整，未来建设进度不确定性较大。项目完工后通过对外销售房屋、商业建筑及地下车库取得收入，需关注后续销售回款情况。

当阳市双莲装备工业园标准化厂房建设项目系“20当阳债”募投项目，预计采用销售与出租相结合的模式进行开发，根据项目可行性研究报告，预计项目运营期总收入为202,549.20万元，截至2021年末，该项目仍在建设中，需要关注项目建设进度滞后风险，以及受入驻企业招商引资情况影响，而使得项目销售、出租情况不达预期对该项目预期收益的影响。

公司主要在建项目中基础设施建设项目已签订相关收益协议，业务持续性较好，自营项目建设进展缓慢，未来收益存在一定不确定性。截至2021年末，在建项目合计尚需投资24.12亿元，工程项目建设未来资金需求较大，而公司近三年经营活动产生的现金持续净流出，公司仍面临较大的资金压力。

表5 截至2021年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	预计尚需投资金额	业务模式
金桥工业园区	29.78	17.65	12.13	-
当阳市汽车城建设项目	4.94	1.99	2.95	自营
当阳市棚户区改造工程项目	10.76	5.24	5.52	自营
双莲工业园标准化厂房项目	10.60	7.08	3.52	自营
合计	56.08	31.96	24.12	-

注：金桥工业园采用代建和自营模式，其中基础设施建设部分采用代建模式，由当阳市政府相关部门支付代建款项；标准厂房及配套办公用房部分，采用自营模式，建成后由公司直接对外出租实现收入，代建模式及自营模式分别的投资额公司暂无法拆分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房产出租业务系经营利润的主要来源，业务持续性较好

截至2021年末，公司投资性房地产账面价值19.94亿元，主要系2014年政府注入的房产，面积合计



38.64万平方米，其中，包括办公用房及门面资产。2015-2017年，公司根据各项房产分别与租赁对象签订租赁合同；2018年以来，公司将上述投资性房地产打包统一与当阳市国有资产经营有限公司（以下简称“资产经营公司”）签订房屋租赁合同，并由该公司负责相应租赁资产的维护，2018年约定年租金为14,017.00万元，2019-2021年约定年租金为15,138.36万元，租金每年收取一次，回款较为滞后

房产出租业务系公司收入及盈利的重要来源。2021年公司确认税后租金收入14,417.49万元，与上年度保持一致。由于相应投资性房地产采用公允价值计量，由承租方转租并承担管理费用，故业务毛利率为100%。

公司继续获得当阳市财政局等给予的财政补贴，较好地缓解了公司的资金压力

2021年公司收到当阳市财政局等给予的财政补贴9,943.40万元，占公司当期利润总额的48.37%，政府补贴较好地缓解了公司的资金压力，对公司利润形成一定补充。

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年及2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2021年末公司无纳入合并范围内的子公司。

资产结构与质量

公司资产规模较为稳定，关联方资金占用较大，其他应收款同比大幅增长，资产受限程度较高，流动性仍偏弱

2021年末，公司资产规模基本与上年末持平，资产结构因往来款增加有所调整。

2021年末公司货币资金均为银行存款，无受限资金，货币资金同比下降66.16%，下降幅度较大，主要系当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司（以下简称“鑫汇水利”）及当阳建投等公司往来资金占用导致，鑫汇水利系当阳市国资局子公司，主要从事引漳入城、河道治理等公益性水利建设方面业务。

2021年末公司应收账款下降较多，主要系公司收回部分房屋租金所致，期末公司应收账款主要系应收工程款及房屋租金等，其中应收资产经营公司0.52亿元，应收当阳市公安局交通警察大队0.27亿元。

2021年末公司其他应收款同比大幅增长，主要系公司与鑫汇水利及当阳建投往来款增加。2021年公司其他应收款主要包括应收鑫汇水利9.22亿元、应收当阳建投5.06亿元、应收当阳市国有资产管理局0.80亿元等，前五大应收对象占比达84.34%。2021年末公司应收款项账面价值合计占公司资产总额的16.34%，回收时间具有不确定性，一定程度上对公司资金形成占用。



公司存货基本稳定，2021年末公司存货主要包括土地资产53.26亿元、工程施工12.20亿元及开发产品9.10亿元。其中，公司土地资产性质均为出让，用途主要为工业及商服用地，已抵押土地账面价值为9.88亿元，占公司存货中土地总价值的18.55%；存货中未办理产权的土地资产账面价值为2.02亿元，占公司存货中土地总价值的3.79%。工程施工主要为基础设施项目建设投入；开发产品主要为存量保障房以及公司自营建设的棚改项目按照完工进度结转的房屋及商业建筑。

公司投资性房地产规模较稳定，主要由2014年政府注入的房产以及2013年公司购买的部分国有相关单位的土地使用权及房产构成，采用公允价值法计量，其中，已抵押的房产及土地账面价值9.03亿元，占投资性房地产账面价值的45.32%。无形资产主要系2020年当阳市政府注入的采砂权，2021年基本未变化。

整体来看，公司资产主要由应收款项、项目建设投入成本及房屋、土地资产等不动产构成，受限资产合计占总资产的比重为14.98%，其中土地和房产有一定程度受限，资产流动性偏弱。

表6 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	1.67	1.30%	4.95	4.05%
应收账款	0.80	0.62%	2.10	1.72%
其他应收款	20.25	15.71%	10.81	8.85%
存货	74.57	57.86%	74.22	60.77%
流动资产合计	97.34	75.52%	92.13	75.44%
投资性房地产	19.94	15.47%	19.67	16.10%
无形资产	10.07	7.82%	10.08	8.25%
非流动资产合计	31.55	24.48%	30.00	24.56%
资产总计	128.89	100.00%	122.13	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

公司收入规模较上年小幅增长，业务可持续性好，政府补助对利润形成较好补充

2021年公司营业收入同比增长13.67%，主要系雄风保障房建成实现房屋销售收入所致。公司的主要业务收入来源仍为工程代建和房屋租赁，其中工程代建收入规模略有下滑，房屋租赁收入与上年持平。2021年公司销售毛利率由上年的52.31%小幅下滑至48.79%，主要系新增的房屋销售业务毛利率较低所致。另外，政府补贴对公司利润形成较好补充，且公司的采砂经营权具有区域垄断性，未来可为公司产生一定的收入。

截至2021年末，公司主要在建项目包括自营项目和代建项目，在建项目合计尚需投资24.12亿元，自营项目未来计划通过保障房、商品房、商业建筑及地下车库、厂房销售及出租获得收入，但存在不确

定性；代建项目主要为金桥工业园，预计尚需投资金额较大，未来可为公司收入提供一定保障，但结算时间具有一定不确定性。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年
收现比	1.49	1.64
营业收入	3.41	3.00
营业利润	2.06	2.43
其他收益	0.99	1.00
利润总额	2.06	2.43
销售毛利率	48.79%	52.31%

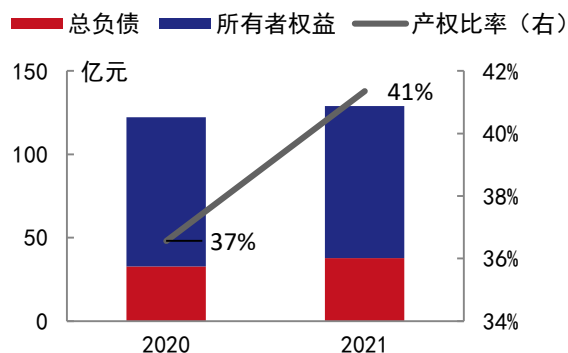
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司债务规模较上年增加，财务弹性较弱，面临一定的偿债压力

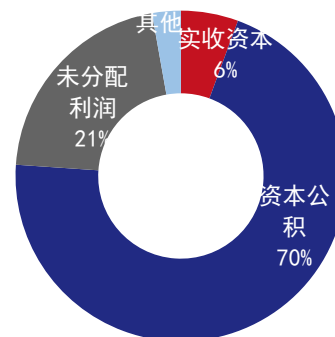
2021年公司增加融资规模，负债总额规模同比增加15.32%，同时所有者权益增加较少，受上述因素影响，公司产权比率呈上升趋势，公司所有者权益对负债的保障程度略有下降。

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

2021年公司应付账款变化较小，主要由应付关联方当阳市鑫泉产业开发有限公司（以下简称“鑫泉公司”）未结算工程款项构成；公司其他按应付款略有增长，主要系应付当阳市土地与房屋征收管理办公室、鑫泉公司及湖北省工业建筑集团有限公司的往来款和保证金。

公司一年内到期的非流动负债主要为即将到期的长期借款本金0.13亿元和部分债券本金1.99亿元。

受公司项目建设增加融资需求影响，公司新增长期借款1.3亿元，期限为5年，利率4.65%。2021年公司新发行5.6元的“21当阳鑫源债/21鑫源债”和3亿元的“21当阳债”，应付债券规模增长较多。

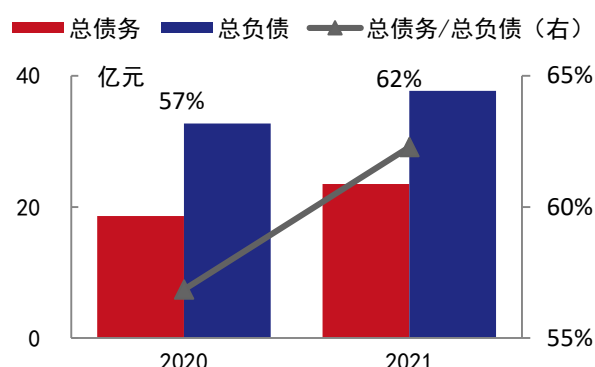
表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	1.85	4.90%	1.81	5.55%
其他应付款	6.62	17.55%	6.46	19.75%
一年内到期的非流动负债	2.13	5.64%	4.54	13.88%
流动负债合计	13.06	34.65%	15.25	46.63%
应付债券	20.19	53.55%	13.98	42.76%
非流动负债合计	24.64	65.35%	17.45	53.37%
负债合计	37.71	100.00%	32.70	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

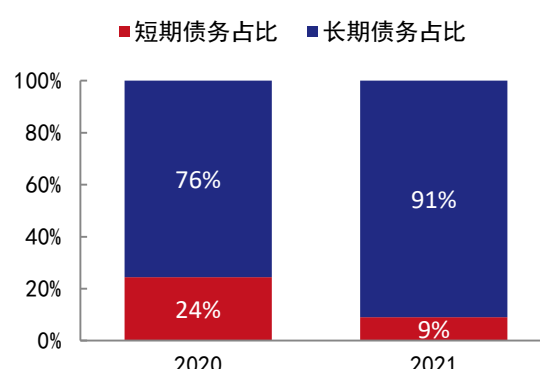
2021年公司总债务规模为23.48亿元，同比增长26.30%，其中，短期债务规模占比较上年末下降，长期债务以应付债券为主，除“16当阳债/PR当鑫源”以外，剩余债券存续期限为3-6年，票面利率4.97%-6%，公司未来需偿还债务规模较大。

图 4 2020-2021 年末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

2021年公司的资产负债率小幅上升，但仍保持较低水平。受货币资金减少的影响，现金短期债务较上年降低且较小，存在一定短期偿债压力；EBITDA利息保障倍数小幅下降至2.68，考虑到公司债务规模较大，且土地和房产一定程度受限等因素，未来将面临一定的偿债压力。

表9 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	29.25%	26.77%
现金短期债务比	0.79	1.09
EBITDA 利息保障倍数	2.68	2.94

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3月10日）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；公司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。

或有事项分析

公司外对担保规模较大，存在一定或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保为对各关联方公司提供的融资担保，上述企业均为当阳市国有企业，担保金额合计34.40亿元，占当期期末净资产的比重为37.73%，且均未设置反担保，存在一定或有负债风险。

表10 截至2021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
当阳市鑫泉产业开发有限公司	35,000.00	2035/12/19
当阳市鑫泉产业开发有限公司	21,000.00	2028/6/23
当阳市当枝公路建设开发有限公司	35,000.00	2025/12/31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	50,000.00	2030/12/31
当阳市当枝公路建设开发有限公司	25,000.00	2025/12/31
当阳市当枝公路建设开发有限公司	5,000.00	2025/12/31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	10,000.00	2034/12/31
当阳市沮漳农业投资建设有限公司	15,000.00	2027/10/25
当阳市鑫泉产业开发有限公司	11,000.00	2028/6/23
当阳市鑫泉产业开发有限公司	19,000.00	2027/12/31
当阳市自来水公司	2,000.00	2022/9/24
当阳市建投资产经营有限公司	2,000.00	2022/9/22
当阳市沮漳农业投资建设有限公司	1,000.00	2022/9/24
当阳市鑫泉产业开发有限公司	81,000.00	2035/9/20
当阳市当枝公路建设开发有限公司	3,600.00	2022/1/20
当阳市建投资产经营有限公司	5,000.00	2027/1/5
当阳市鑫泉产业开发有限公司	10,000.00	2025/7/2
当阳市鑫泉产业开发有限公司	6,200.00	2025/10/29
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司	3,600.00	2028/12/21
当阳市鑫汇水利基础设施建设开发有限公司	3,600.00	2025/12/31
合计	344,000.00	-

资料来源：公司2021年审计报告

八、抗风险能力分析



公司为当阳市重要基础设施建设主体，2021年公司营业收入较上年小幅增长，其中基建业务在建项目金额较大，预计尚需投资规模较多，业务可持续性较好；房屋租赁业务收入规模稳定且毛利率高，贡献了公司主要的利润来源。

其次，2021年公司继续获得当阳市财政局给予的财政资金，未来有望持续获得外部支持；并且公司融资渠道较多元化，与金融机构合作关系稳定。

综上，公司总体抗风险能力较好。

九、债券偿还保障分析

湖北担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“20当阳债”的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了“20当阳债”的信用水平

根据湖北担保出具的担保函，湖北担保为“20当阳债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证担保范围包括“20当阳债”本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为“20当阳债”存续期间及债券到期之日起两年。

湖北担保是湖北省省级担保机构，原名为湖北中企投资担保有限公司，设立于2005年2月，初始注册资本为7,100万元，设立时股东为湖北中经中小企业投资有限公司（后更名为“湖北联投资本投资发展有限公司”，以下简称“联投资本”）和湖北融汇投资担保有限公司，出资比例分别为98.59%和1.41%。此后，历经多次增资及股权变更。2019年，湖北担保获得中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）注资25.00亿元，联投资本和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）分别持股66.67%和33.33%。截至2021年末，湖北担保注册资本和实收资本均为75亿元，控股股东为联投资本，持股比例为66.67%，间接控股股东为湖北省联合发展投资集团有限公司（以下简称“联投集团”）；实际控制人为湖北省国资委，具体股权结构如下图所示。

图 6 截至 2021 年末湖北担保股权结构图



资料来源：公开资料

湖北担保主要经营直接融资担保、间接融资担保等融资性担保业务及投资业务，受各项业务规模变动的影响，近年湖北担保营业收入整体大幅增长。2020年以来，湖北担保担保业务收入同比显著增长，主要原因是湖北担保新增大量的担保项目，尤其是部分债券担保项目一次性收取并确认全部存续期的保费，2020年湖北担保债券担保业务规模快速增长，同时叠加收入确认方式影响，导致当年担保费收入同比显著增长。2020年湖北担保实现担保费收入8.83亿元，相当于2019年的4.82倍。2021年，湖北担保实现担保费收入8.41亿元，较2020年略有下降。湖北担保其他业务收入主要为融资租赁服务收入，近年业务规模整体增长较快。湖北担保投资收益主要来自债券投资收益、理财收益、信托计划投资收益，近年规模持续下降。

湖北担保自成立以来，秉承“支持实体企业发展，促进地方经济建设”发展思路，与全国部分中资银行以及主流券商、基金公司、信托公司、资产管理公司等建立了合作关系，在湖北省担保行业内建立了较为突出的行业地位。近年湖北担保加快产品创新，积极推动银担合作，全力推进债券担保业务，2019-2021年当期担保发生额分别为173.81亿元、404.29亿元和242.71亿元。

表11 湖北担保担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	242.71	404.29	173.81
担保余额	471.71	525.95	299.43
其中：融资担保余额	468.21	525.85	299.33
间接融资担保余额	49.86	41.40	24.72
直接融资担保余额	418.35	484.45	274.61
非融资担保余额	3.50	0.10	0.10
融资担保责任余额	385.42	405.76	240.36
融资担保责任余额放大倍数	4.17	4.65	2.57
当期担保代偿率	0.65%	0.00%	1.60%



累计担保代偿率	0.74%	0.78%	1.01%
累计代偿回收率	39.96%	48.62%	35.99%

注：业务数据口径为湖北担保本部口径

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

目前湖北担保直接融资担保业务主要为债券担保业务，截至2021年末，湖北担保担保业务已分布于全国17个省份。债券担保业务主要分布于湖北省内以及浙江、江西、福建等经济发达地区，客户集中于城投类企业，且集中在湖北省，行业和区域集中度较高，不利于分散业务风险。湖北担保债券担保业务主要为城投类企业发行的企业债和公司债。债券担保业务来源主要为证券公司推荐以及业务人员自主拓展，自湖北担保展业以来，伴随湖北担保市场影响力的逐步提升以及债券市场担保需求的增长，近年债券担保业务规模快速增加。截至2021年末，湖北担保债券担保余额418.35亿元，占湖北担保担保余额的88.69%。此外，湖北担保与某非持牌消费金融类企业合作信托计划担保，底层资产为消费贷款，收费标准为0.3%/年，截至2020年末在保余额为207.00亿元，2021年无新增，导致当期担保发生额同比大幅下降，截至2021年末湖北担保信托计划担保已全部解保。

湖北担保间接融资担保业务主要为新型政银担和贷款担保，主要客户为中小微民营企业和地方国企。近年湖北担保积极推动银担合作，与武汉市财政局、地方金融工作局、再担保集团及8家合作银行签订《湖北省新型政银担合作协议》、与再担保集团及6家合作银行签订《银担“总对总”批量担保业务合同》，在落地湖北银行“再担助力贷”批量业务、抗疫专项贷批量项目、平安税金贷批量项目、浙江网商银行“网商助力贷”批量业务、创业贷批量项目、建设银行总对总批量项目等政银担创新业务的基础上持续发力，不断扩大业务规模。截至2021年末，湖北担保间接融资担保余额为49.86亿元。

湖北担保非融资担保业务规模小，主要为履约保函业务，随着湖北省政府招投标项目信息化推进，湖北担保非融资担保业务规模将有所增加。2021年湖北担保设立保函业务部发展非融资担保业务，主要开展工程保函担保业务，包括电子投标保函、履约保函等业务。目前湖北担保项目来源主要为业务人员自主拓展，后续计划采取与工程咨询公司合作设立代理制度进行项目拓展。截至2021年末，湖北担保非融资担保余额为3.50亿元。

湖北担保代偿项目早期主要为贷款担保项目，目前主要为面向中小微民营企业的批量化贷款担保产品，2019-2021年当期担保代偿率分别为1.60%、0.00%和0.65%，其中2020年当期担保代偿率为0.00%，主要系2020年湖北省贷款延期还本付息政策执行等因素所致。湖北担保主要通过催收、诉讼、债权转让、处置抵押物等方式进行追偿，截至2021年末，湖北担保累计代偿回收率为39.96%，整体回收情况一般。在疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注湖北担保在保项目的风险情况和代偿回收情况。

受益于对外融资规模增加和经营积累影响，近年湖北担保总资产规模有所增加，截至2021年末湖北担保总资产规模为150.46亿元，较2019年末增加12.05%。湖北担保资产主要由货币资金、委托贷款、其



他应收款、可供出售金融资产和长期应收款构成。截至2021年末，湖北担保货币资金规模为43.16亿元，其中受限资金9.27亿元，为存出保证金6.11亿元和3.16亿元不可转让大额存单。截至2021年末湖北担保委托贷款账面价值为10.82亿元，其中前五名单位账面余额合计10.22亿元，集中度高，需持续关注湖北担保委贷风险控制情况。其他应收款主要为湖北担保应收代偿款和联投集团往来款，账龄主要在1年以内，截至2021年末为11.08亿元，其中2020年大幅增加主要系公司并表子公司湖北省融资租赁有限责任公司（以下简称“湖北租赁公司”）期末资金归集至联投集团所致，2021年末联投集团合并范围内应收款项大幅减少，同期末其他应收款规模随之下降。

湖北担保债权投资主要由债券投资、理财产品和信托计划产品构成，近年随之投资规模增加整体上升，截至2021年末湖北担保债权投资余额为60.56亿元，累计计提减值准备1.20亿元；其中债券投资、理财产品和信托计划产品分别为29.74亿元、17.43亿元和13.39亿元。湖北担保的长期应收款为湖北租赁公司的应收融资租赁款，截至2021年末账面价值为23.15亿元；因2020年湖北租赁公司ABS成功发行，部分租赁资产出表导致湖北担保2020年末长期应收款规模有所下降；2021年末增加主要系当年租赁投放规模较大所致。

湖北担保近年来负债规模逐年增加，主要由担保业务的各项准备金、其他应付款及应付债券构成，截至2021年末，湖北担保负债合计为30.63亿元。湖北担保其他应付款主要为资金往来和代收代付款项，近年随着资金往来规模减少，其他应付款规模逐渐减少，截至2021年末账面价值为4.22亿元。随着湖北担保担保业务规模的扩大，近年湖北担保未到期责任准备金和担保赔偿准备金规模大幅增加，截至2021年末账面价值分别为4.21亿元和3.94亿元。湖北担保应付债券为2020年湖北租赁公司发行的14.00亿元私募债券，截至2021年末余额为13.98亿元。

受益于经营利润积累，近年湖北担保资本实力有所增强，截至2021年末，湖北担保所有者权益合计119.83亿元，较2019年末增加14.64%；其中实收资本（或股本）75.00亿元，未分配利润33.26亿元。截至2021年末，湖北担保融资担保放大倍数为4.21，放大倍数相对较低，整体看，湖北担保现阶段代偿能力极强。

湖北担保盈利主要来源于担保业务、自有资金投资业务以及融资租赁业务等其他业务收入，其中投资业务收入计入投资收益科目。受益于担保业务和融资租赁业务规模大幅扩张，近年湖北担保营业总收入规模大幅增加，2019-2021年分别为3.90亿元、8.26亿元和11.29亿元。投资业务方面，近年湖北担保投资收益对利润的贡献程度较高，2019-2021年湖北担保分别实现投资收益5.12亿元、4.82亿元和4.38亿元，主要为债权投资利息收入。湖北担保营业总成本主要由提取赔偿准备金、管理费用、财务费用和信用减值损失构成。随着新增担保业务规模的明显提升，湖北担保提取的担保赔偿准备金随之上升，2021年提取赔偿准备金1.36亿元。近年湖北担保财务费用规模持续增加，其中2020年起大幅增长主要系湖北租赁公司成功发行14.00亿元私募债券所致。近年湖北担保管理费用规模整体较为稳定。此外，湖北担保2021年对债券投资计提信用减值损失1.20亿元，对盈利形成一定侵蚀。



从盈利指标来看，2020年随着担保业务和投资业务的扩张，湖北担保净利润大幅增加，但受部分债券投资计提信用减值损失影响，2021年净利润规模有所下滑。近年湖北担保盈利水平有所波动，2019-2021年湖北担保净资产收益率分别为6.16%、7.37%和6.22%。

表12 湖北担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业总收入	11.29	8.26	3.90
担保费收入	8.41	8.83	1.83
委贷利息收入	0.34	0.68	0.83
咨询费收入	0.20	0.13	0.28
营业总成本	5.39	3.41	1.93
营业成本	0.05	0.62	0.24
提取赔偿准备金	1.36	0.46	0.15
财务费用	2.43	1.64	0.53
管理费用	1.38	1.06	1.11
投资收益	4.38	4.82	5.12
资产减值损失（损失以“-”号填列）	-	0.19	-0.01
信用减值损失（损失以“-”号填列）	-1.18	0.00	0.00
营业利润	9.22	10.08	7.19
利润总额	9.54	10.81	7.25
净利润	7.23	8.00	5.44
净资产收益率	6.22%	7.37%	6.16%

资料来源：湖北担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

湖北担保是湖北省省级担保机构，间接控股股东为联投集团，实际控制人为湖北省国资委，湖北担保股东背景强，可在资金、业务开展等方面为湖北担保提供有力支持。联投集团成立于2008年7月，注册资本为43.28亿元。联投集团是经湖北省委、省政府批准成立并服务于武汉城市圈“两型”社会综合配套改革试验区的大型国有控股企业，业务涉及工程建设、高速公路投资与运营、房地产开发、科技园区开发、城市基础建设及土地代征、商品销售、矿业、环保科技等多项业务，拥有高速公路、股权资产、土地等大量的优质资源。截至2021年末，联投集团资产总额为2,236.54亿元，所有者权益为569.02亿元；2021年实现营业总收入371.54亿元，净利润14.71亿元。

根据中证鹏元于2022年6月21日在中国执行信息公开网查询结果，湖北担保存在一条被执行人记录，案号(2022)鄂01执1077号，执行标的3,500.00万元。

综上，湖北担保为湖北省省级担保机构，资本实力强，整体资产流动性较好，融资担保放大倍数相对较低，尚未使用的银行担保授信额度较多，业务发展空间较大；同时中证鹏元也关注到了湖北担保2021年担保业务规模下降、债券担保业务行业和区域集中度较高、投资的信托计划和发放的委托贷款规模较大且客户集中度较高、累计代偿回收情况一般等风险因素。经中证鹏元综合评定，湖北担保主体信

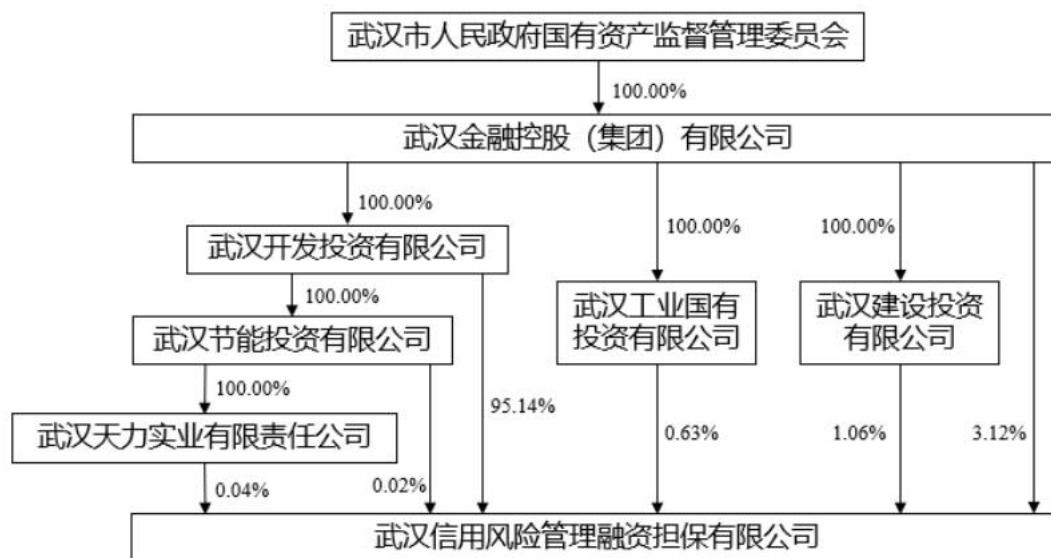
用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“20当阳债”的安全性。

武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“21当阳债”的信用水平

根据武汉信用2020年7月17日出具的《关于2020年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券（第二期）之担保函》，武汉信用为“21当阳债”到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保范围包括“21当阳债”本金及其利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证责任的期间为“21当阳债”存续期限及届满之日起二年。

武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“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”），武汉信用股权结构如下图所示。

图 7 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系改革的契机，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13 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，客户主体信用等级主要为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14 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
当年代偿率	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15 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。

根据中证鹏元于 2022 年 6 月 21 日在国家企业信用信息公示系统查询结果，武汉信用存在一条列入经营异常名录信息，但已移出经营异常名录，对武汉信用影响有限。

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+，“21 当阳债”由武汉



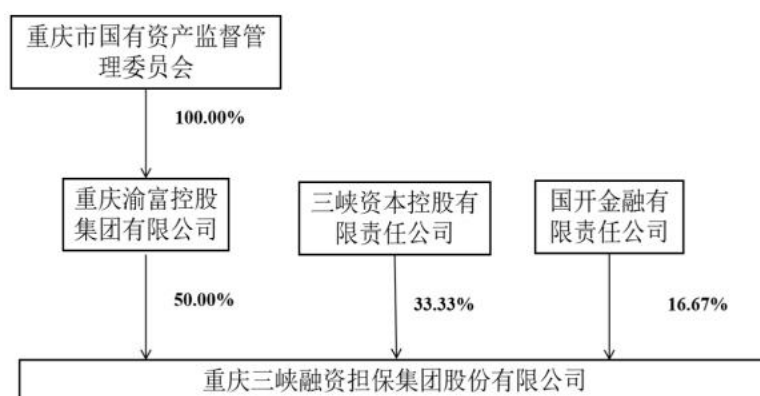
信用其提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了“21当阳债”的信用水平。

三峡担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“21当阳鑫源债/21鑫源债”的本息偿付提供了较好的保障，有效提升了“21当阳鑫源债/21鑫源债”的信用水平

根据三峡担保出具的担保函（ZQDBH-WH-FR[2021]0001号），三峡担保为“21当阳鑫源债/21鑫源债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保范围包括“21当阳鑫源债/21鑫源债”本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；保证期间为“21当阳鑫源债/21鑫源债”存续期及债券到期之日起2年。

“三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，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”）出资设立，初始注册资本为5.00亿元。三峡担保2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）。截至2021年末，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富集团，其持股比例为50.00%，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”）。

图8 截至2021年末三峡担保股权结构图



资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事融资担保、非融资担保、小额贷款、自有资金投资、投资咨询及财务顾问等业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2021年实现营业收入12.95亿元，其中已赚担保费、利息净收入和投资收益分别占当期营业收入的69.81%、25.64%和1.24%。随着担保业务规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.64%，但受资产结构调整和执行新金融工具准则影响，债券收益由投资收益科目调整至利息净收入，投资收益下滑明显而利息净收入规模有所增长。

表16 三峡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	9.04	69.81%	6.92	64.45%	6.41	57.69%
利息净收入	3.32	25.64%	2.18	20.31%	2.66	23.99%
投资收益	0.16	1.24%	1.11	10.30%	1.44	13.00%
其他收入	0.50	3.86%	0.53	4.94%	0.59	5.32%
合计	12.95	100.00%	10.74	100.00%	11.11	100.00%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保担保业务包括债券担保、借款类担保、非融资担保等，以债券担保为主，2021年当期担保发生额为658.33亿元，同比增加131.52%，主要系借款类担保和债券担保业务大幅增长所致。

表17 母公司担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	658.33	284.35	252.82
当期解除担保额	605.66	276.97	218.93
期末在保余额	901.12	848.44	841.06
其中：融资担保	818.55	757.49	781.02
发行债券担保	651.32	619.81	664.81
借款类担保	165.98	135.27	112.62
其他融资担保	1.25	2.41	3.59
非融资担保	82.57	90.96	60.04
融资担保责任余额	480.20	356.28	294.29
当期担保代偿项目数	32	41	26
当期担保代偿额	5.88	3.68	3.71
当期担保代偿率	0.97%	1.33%	1.69%
累计担保代偿额	41.52	35.64	31.96
累计担保代偿率	1.35%	1.44%	1.46%
累计代偿回收额	16.97	12.41	11.22
累计代偿回收率	40.87%	34.81%	35.09%
融资担保放大倍数	8.49	6.33	5.45

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

债券担保业务方面，三峡担保在保债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN等债券品种。2021年三峡担保债券担保业务规模大幅增长，当期担保发生额同比上升334.79%，在保余额同比增长5.08%。三峡担保的债券担保业务客户主要分布在重庆、湖北、江西、四川、山东和湖南等地，截至2021年末，三峡担保债券担保业务前五大客户的担保余额为56.08亿元，占母公司净资产的91.95%；在保债券主要为城投类企业发行的企业债，发行人主体信用级别以AA为主；反担保措施一般为不动产抵押、第三方连带责任保证等。

三峡担保借款类担保主要为银行贷款担保。为支持中小微企业和三农企业的发展，2018年以来三峡担保加大业务投入和产品创新力度，陆续开发推出速贷保、结算流量贷、政府采购贷等标准化产品。标准化产品坚持小额分散原则，单笔担保金额一般在500万元以下。2020年以来三峡担保加快标准化产品



担保业务的推广，与重庆农商行合作，面向“三农”、小微客户推出了“旺农贷-渝农贷”互联网贷款担保产品，业务上线以来累计为近30万户“三农”、小微客户提供普惠金融服务，借款类担保业务规模进一步上升，2021年母公司借款类担保发生额为192.48亿元，同比增加334.79%；截至2021年末借款类担保余额为165.98亿元，同比增长22.71%。

三峡担保非融资担保业务主要为履约保函担保和诉讼保全担保等。2020年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，开始开展电子投标保函业务，于当年4月初开具首单电子投标保函。2021年非融资担保发生额为150.62亿元，同比增长10.78%；非融资担保的担保余额有所下降，截至2021年末担保余额为82.57亿元，同比下降9.23%。

担保业务质量方面，三峡担保担保代偿项目主要为借款类担保项目，2021年当期担保代偿额整体较上年有所增加，但受2021年当期解保规模大幅增加的影响，2021年当期担保代偿率同比下降了0.36个百分点至0.97%，累计担保代偿率同比下降了0.09个百分点至1.35%。三峡担保的担保代偿回收情况有所改善，2021年累计代偿回收额为16.97亿元，累计代偿回收率为40.87%，同比上升6.06个百分点。截至2021年末三峡担保应收代偿款账面价值为9.28亿元，较年初上升了27.22%。代偿项目主要来自制造业、建筑业、租赁和商务服务业等行业。在新冠疫情加大宏观经济下行压力的背景下，中小企业经营压力上升，需持续关注三峡担保在保项目的风险情况和代偿项目回收情况。

截至2021年末三峡担保的总资产规模为110.25亿元，较2019年末下降了13.78%，主要系重庆市小微企业融资担保有限公司股权划出所致。资产结构方面，截至2021年末货币资金余额为18.09亿元，其中受限货币资金余额为2.39亿元，主要为开展担保业务而质押给银行的定期存款。应收代偿款账面价值为9.28亿元，同比增长27.22%；已累计计提坏账准备10.45亿元，计提比例为52.97%，需关注应收代偿款的回收风险。三峡担保债权投资主要是委托贷款，截至2021年末净值为8.29亿元，同比增长24.29%，已计提1.26亿元减值准备，需关注委托贷款的回收风险。三峡担保发放贷款主要为小额贷款业务，2021年末净值为4.56亿元，较上年末小幅增加，需关注小额贷款的回收风险。截至2021年末三峡担保其他债权投资账面价值为18.47亿元，同比增长33.65%，投资资产配置以债券为主。从资产分类来看，截至2021年末三峡担保母公司I级资产占比为57.64%、I级和II级资产合计占比为80.78%，III级资产占比为18.09%，均满足相关监管规定，整体资产流动性较好。

负债和所有者权益方面，截至2021年末，三峡担保负债总额为43.40亿元，包括未到期责任准备金16.21亿元、担保赔偿准备金11.05亿元、应付债券5.87亿元和存入保证金2.53亿元，合计占负债总额的比例为82.16%。截至2021年末三峡担保所有者权益66.85亿元，其中实收资本仍为48.30亿元，一般风险准备5.28亿元。截至2021年末三峡担保融资担保放大倍数为8.49，整体而言，融资担保放大倍数处于较高水平。

盈利能力方面，随着在保规模的上升，2021年三峡担保已赚担保费大幅增长30.56%，带动当年三峡担保的营业收入同比增长20.60%。三峡担保营业支出主要为提取担保赔偿准备金、业务及管理费和信用



减值损失，2021年计提的信用减值损失有所上升，主要系应收代偿款减值损失增加所致；2021年三峡担保利润规模有所增加，利润总额同比增长了34.01%，净资产收益率同比上升1.27个百分点至5.57%，近年整体盈利能力持续增强。

表18 近年三峡担保主要财务数据（亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	12.95	10.74	11.11
其中：已赚担保费	9.04	6.92	6.41
利息收入	3.32	2.18	2.66
投资收益	0.16	1.11	1.44
营业支出	7.59	6.69	7.92
其中：提取担保赔偿准备金	2.14	1.93	2.10
业务及管理费	1.83	1.85	2.26
信用减值损失	2.25	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	2.03	3.28
营业利润	5.36	4.05	3.18
利润总额	5.32	3.97	3.20
净利润	3.76	2.95	2.85
净资产收益率	5.57%	4.30%	4.13%

资料来源：三峡担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，控股股东为渝富集团，实际控制人为重庆国资委，股东实力强。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，能在资金和业务等方面给予三峡担保较大力度支持。

综上，三峡担保的控股股东背景强，可提供有力支持，此外三峡担保担保业务发展基础好，资本实力较强，近年整体盈利能力持续增强，资产整体流动性较好。同时中证鹏元也关注到，三峡担保代偿规模仍较大，在保项目的风险情况需持续关注，委托贷款存在一定回收风险等风险因素。经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为AAA，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“21当阳鑫源债/21鑫源债”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，分别维持“16当阳债/PR当鑫源”、“20当阳债”、“21当阳债”和“21当阳鑫源债/21鑫源债”的信用等级为AA、AAA、AA+和AAA。



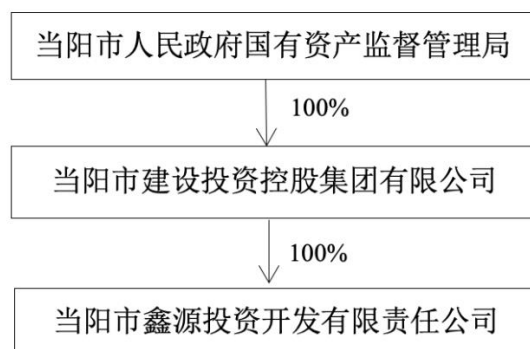
附录一 公司主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	1.67	4.95	2.49
其他应收款	20.25	10.81	14.07
存货	74.57	74.22	62.25
流动资产合计	97.34	92.13	82.96
投资性房地产	19.94	19.67	19.23
非流动资产合计	31.55	30.00	19.51
资产总计	128.89	122.13	102.47
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	6.62	6.46	7.27
一年内到期的非流动负债	2.13	4.54	4.67
流动负债合计	13.06	15.25	15.90
长期借款	1.17	0.07	0.16
应付债券	20.19	13.98	8.85
长期应付款	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	24.64	17.45	9.25
负债合计	37.71	32.70	25.15
总债务	23.48	18.59	13.68
营业收入	3.41	3.00	3.14
营业利润	2.06	2.43	2.61
所有者权益	91.18	89.43	77.31
其他收益	0.99	1.00	0.91
利润总额	2.06	2.43	2.60
经营活动产生的现金流量净额	-0.43	-1.86	-0.23
投资活动产生的现金流量净额	-1.45	-0.39	2.02
筹资活动产生的现金流量净额	-1.40	4.70	-6.93
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	48.79%	52.31%	49.65%
收现比	1.49	1.64%	0.80
资产负债率	29.25%	26.77%	24.55%
现金短期债务比	0.79	1.09	0.53
EBITDA（亿元）	2.31	2.44	2.63
EBITDA 利息保障倍数	2.68	2.94	2.31

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

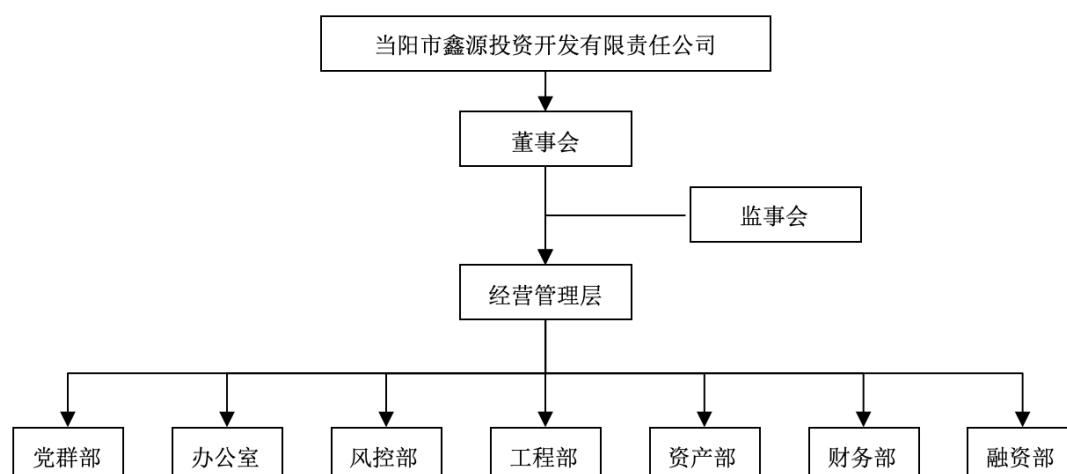


附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年）



资料来源：公司提供

附录四 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	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录五 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。