



2018年第一期、2019年第一期谷城县建设投资经营有限公司公司债券2023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：

2018年第一期、2019年第一期谷城县建设投资经营有限公司公司债券2023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
PR 谷城 01/18 谷城建投债 01	AA+	AA+
PR 谷建 01/19 谷城建投债 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：谷城县经济发展态势较好，为谷城县建设投资经营有限公司（以下简称“谷城建投”或“公司”）发展提供了较好环境，公司实际控制人为谷城县国资局，公司是谷城县重要的基础设施建设平台之一，业务持续性较好，当地政府持续提供较大力度支持，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”）提供的保证担保仍能有效提升本次债券的安全性；同时，中证鹏元也关注到：公司无收益或低收益资产规模较大，近年随着项目建设投入，资产大量沉淀于项目成本，流动性较弱，且未来项目资本开支需求仍较大，需通过再融资平衡资金缺口，财务杠杆持续提升，对外担保规模较大带来一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为未来较长一段时期内公司平台地位仍将维持，充足的项目储备可为业务持续开展提供保障，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月9日

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@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	2022	2021	2020
总资产	139.45	88.68	83.99
所有者权益	92.10	51.41	50.49
总债务	38.50	30.44	22.07
资产负债率	33.95%	42.04%	39.88%
现金短期债务比	0.29	1.56	2.98
营业收入	8.88	4.83	4.53
其他收益	1.65	1.04	1.00
利润总额	1.04	0.97	0.80
销售毛利率	15.69%	23.22%	17.80%
EBITDA	2.16	1.94	1.78
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.71	1.82
经营活动现金流净额	-8.56	-3.95	-2.61

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **谷城县拥有丰富的硅石矿资源，主导产业呈多元化发展，经济保持增长。**依托丰富的硅石矿资源，同时加大招商引资力度等，近年来谷城县汽车及零部件、资源再生利用等六大主导产业加快发展，经济总量位居襄阳市中游，地区经济发展态势较好，为公司发展、融资等提供了良好环境。
- **公司平台重要性较高，业务持续性较好。**公司控股股东为谷城县国资局，作为谷城县重要的基础设施建设主体之一，公司基础设施建设等城投类业务规模较大，平台地位重要性较高。公司在建基础设施建设项目投资规模较大，且基础设施建设业务尚有较大规模的成本待结算，充足的项目储备为后续业务持续性提供有力支撑。此外砂石销售业务具有区域专营性且收入增长，有效提升了公司的收入及盈利水平。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2022年谷城县人民政府授权公司子公司谷城县交通建设投资有限公司（以下简称“交投公司”）统一开采经营全县河道砂石权，增加公司资本公积 40.76 亿元，另谷城县财政局给予公司部分货币资金注入，大幅增强了公司资本实力。当年公司获得谷城县财政局给予的 1.65 亿元政府补助，较大程度提升了公司利润水平。
- **保证担保仍能有效提升 PR 谷城 01/18 谷城建投债 01 和 PR 谷建 01/19 谷城建投债 01 的安全性。**经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本次债券的安全性。

关注

- **公司项目投入资金沉淀较重，无收益或低收益资产规模较大，资产流动性较弱。**公司资产以项目投入的在建工程及已完工未结算资产、林场、土地及应收款项为主，工程项目回款依赖于当地政府的结算安排，应收款项回收时间存在不确定性，且对民营企业的应收款项及其他非流动资产存在无法回收风险，同时林地资产和储备用地等无收益或低收益资产规模较大，2022年末占净资产的比重为 23.89%。
- **公司财务杠杆持续提升，叠加项目建设资本开支需求，面临一定的偿债及资金压力。**随着项目投入资金的沉淀，公司经营活动现金流持续呈净流出态势，且与其他单位的往来应收款增加，公司项目建设资金面临较大缺口，公司通过外部融资平衡资金缺口，债务规模提升，2022年末公司总债务规模为 38.50 亿元，同比增长 26.48%，叠加公司主要在建项目的资本开支需求较大，未来仍需通过再融资平衡。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额合计 15.25 亿元，主要为对谷城县地方国企谷城县住房投资有限公司的担保，担保规模较大且未设置反担保措施。

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0

补充调整	0
个体信用状况	a+
外部特殊支持	2
主体信用等级	AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是谷城县重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，谷城县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与谷城县政府的联系非常紧密以及对谷城县政府非常重要。同时，中证鹏元认为谷城县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	AA+ (18 谷城建投债 01、19 谷城建投债 01)	2022-5-5	蒋晗、刘惠琼	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+ (18 谷城建投债 01)	2018-3-15	蒋志超、袁媛	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)	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
PR 谷城 01/18 谷城建投债 01	4.0	1.6	2022-5-5	2025-4-27
PR 谷建 01/19 谷城建投债 01	3.0	1.8	2022-5-5	2026-4-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对PR谷城01/18谷城建投债01和PR谷建01/19谷城建投债01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2018年4月发行7年期4.0亿元2018年第一期公司债券，于2019年4月发行7年期3.0亿元2019年第一期公司债券，募集资金拟用于谷城县水厂工程项目、谷城县公铁客运中心建设项目以及补充流动资金。截至2022年12月31日，“PR谷城01/18谷城建投债01”和“PR谷建01/19谷城建投债01”债券募集资金专项账户余额为0元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、注册资本、主营业务均未发生变化。截至2023年3月末，公司注册资本15.57亿元，实收资本2.17亿元，县国资局持股比例为99.23%，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）持股比例为0.77%¹，控股股东和实际控制人均为县国资局，股权结构详见附录三。

公司是谷城县重要的基础设施建设运营主体之一，主要从谷城县基础设施投融资及建设业务，此外还涉及砂石销售、供水供电等业务。2022年公司投资设立3家子公司，年末纳入公司合并范围的子公司共18家，详见附录五。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
谷城县茨河砂石业有限公司	100.00%	0.10	非煤矿山矿产资源开采；河道采砂	投资设立
谷城县交投油坊坪砂石业有限公司	100.00%	0.10	矿产资源（非煤矿山）开采；河道采砂	投资设立
谷城县交投矿产资源经营有限公司	100.00%	0.20	非金属矿物制品业	投资设立

资料来源：公司2022年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

¹ 2015年9月29日根据谷城建投与国开公司签订的《国开发展基金投资合同》，国开公司对谷城建投投资2,000.00万元，投资项目为襄阳市谷城水厂及管网工程，项目建设期为2015年9月29日至2017年9月28日，待投资期限到期后，县国资局于2018年9月28日至2027年9月28日回购投资本金。会计处理方面，该笔明股实债融资计入长期应付款，截至2022年末，国开公司相关的长期应付款（不含一年内到期的长期应付款）为1,000.00万元。

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4 月，央行 23 条提出“要

在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发〔2022〕20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

谷城县硅石矿资源丰富，交通较为便利，产业发展较多元，经济保持增长，经济总量位居襄阳市下辖区县中游，但财政实力及自给能力有待提升

区位特征：谷城县拥有丰富的硅石矿资源，交通较为便利，水运、铁路、航空、高速公路覆盖程度较好，但人口吸附能力弱。谷城县隶属襄阳市，位于湖北省西北部，地处武当山脉东南麓，汉水中游西南岸，总面积2,553平方千米，下辖9个镇1个乡，同时设6个副县级功能区（谷城经济开发区、石花星火技术密集区、薤山旅游度假区、汉江国家湿地公园、南河国家级自然保护区、国家可持续发展实验区）。谷城县境内非金属矿产资源较丰富，其中硅石矿资源储量和品位等均居湖北省第一。谷城县交通较为便利，拥有汉江及南河水运河道，谷城火车站及谷城北高铁站，邓保高速和福银高速穿境而过，距十堰武当山机场、襄阳刘集机场均在100公里以内，汉十高铁2小时可抵达省会武汉，未来随着西十高铁开通，届时可直达西安、兰州等城市，交通便利性将进一步提升。谷城县人口吸附能力弱，根据第七次全国人口普查数据，谷城县常住人口为48.3万人，较2010年末常住人口减少4.06万人。

经济发展水平：近年来谷城县加大招商引资力度，为经济发展注入新动能，经济发展得以快速恢复，经济体量位居襄阳市下属区县中游水平。谷城县招商引资较有成效，近年先后引进东风公司、法国威立雅、一汽集团、阿里巴巴、华润医药8个世界500强企业，2022年进一步引进5亿元以上工业项目22个，其中含中国500强兴发集团、国内行业10强潘达尔集团、中央企业中核集团等行业龙头。全年招商引资实际到位资金372.24亿元，同比增长15.3%。2022年谷城县经济保持增长，当期地区生产总值增长5.9%，

固定资产投资增长为最重要拉动引擎。2022年谷城县固定资产投资继续大幅增长22.8%，但社会消费品零售总额增速显著放缓。产业结构上，谷城县经济结构以第二及第三产业为主，经济总量在襄阳市下辖区县排名中游；谷城县人均GDP高于全国平均水平。

表2 2022年襄阳市各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
襄州区	900.16	5.5%	117,422	19.00	8.87
枣阳市	825.84	6.0%	92,895	23.13	9.13
樊城区	677.04	4.2%	98,522	19.12	0.36
谷城县	478.63	5.9%	99,095	13.21	6.11
宜城市	465.63	6.1%	99,270	12.80	4.44
襄城区	464.01	4.4%	97,379	13.85	-
老河口市	422.34	5.9%	100,439	12.80	5.05
南漳县	378.51	5.1%	67,760	11.49	4.37
保康县	181.36	5.2%	81,364	8.00	10.13

注：1、“-”表示数据未公布；2、枣阳市、古城县、老河口市人均 GDP=2022 年 GDP/2021 年末常住人口；谷城县、襄州区人均 GDP=2022 年 GDP/七普常住人口

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

表3 谷城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	478.63	5.9%	437.03	13.4%	385.86	-6.5%
固定资产投资	-	22.8%	-	27.1%	-	-20.2%
社会消费品零售总额	168.62	3.7%	162.57	23.6%	131.55	-19.6%
人均 GDP（元）		99,095		90,482		79,840
人均 GDP/全国人均 GDP		115.64%		111.74%		110.20%

注：1、“-”表示数据未公布；2、2021-2022 年人均 GDP=2022 年 GDP//七普常住人口。

资料来源：谷城县 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，谷城县人民政府门户网站，中证鹏元整理

产业情况：谷城县发挥硅资源潜力，形成以资源再生利用、汽车及汽车零部件等多元化产业发展格局，同时农业产业及现代服务业加快崛起。近年来谷城县坚持产业转型升级，发展循环经济，现已形成资源再生利用、汽车及汽车零部件、农副产品加工、新型建材、纺织服装和电子信息等六大支柱产业，其中资源再生利用、汽车零部件等成为全省重点成长型产业集群。2022 年谷城县硅资源潜力得到释放，吉利硅谷、兴发硅胶、潘达尔硅精粉等硅相关产业项目相继建成投产。同期湖北宇恒金属制品有限公司投资 10 亿元建设的有色金属再生利用智能产业园项目竣工，三环车桥成为国家制造业单项冠军，骆驼集团成为中国轻工业科技百强企业，新金洋等 4 家企业成为国家“专精特新”小巨人，武钢资源集团有限公司投资 50 亿元建设的谷城钛铁矿资源综合利用项目，中国海螺创业控股有限公司投资 20 亿元建设的固废处理、电池回收、新能源开发等综合项目，中广核环保产业有限公司投资 15 亿元建设的“水循环 4.0”大水务平台项目等 12 个项目集中签约。2022 年谷城县新增规上工业企业 24 家，总数达 195 家，

规模以上工业增加值同比增长 11.7%。得益于工业经济快速发展，谷城县先后成为国家循环经济示范县、国家可持续发展实验区、国家“城市矿产”示范基地等。此外，谷城县农业产业结构持续优化，初步形成茶叶、食用菌、油茶、优质粮、畜牧水产养殖、中药材等六大农业产业，连续 14 年蝉联中国茶业百强县，成为国家生猪调出大县、国家林业综合改革试验区。现代服务业初步形成电商、旅游和物流等主要产业，荣获全国电子商务进农村综合示范县。高新技术产业发展较快，2022 年新增高新技术企业 10 家，高新技术产业增加值占 GDP 比重 20.9%。

发展规划及机遇：根据谷城县“十四五”规划，未来地方政府将抢抓河谷城市群等建设机遇，积极融入“襄十随神”城市群建设，着力增强中心城区产业和人口集聚功能，提升中心城区能级和辐射带动能力。产业方面，着力推进制造业“设备换芯”、“生产换线”、“机器换人”，推进农业与工业、旅游、康养、电商等深度融合，打造以农业为基础、工业为主导、服务业为媒介的一二三产业融合发展新格局。

财政及债务水平：谷城县近年一般公共预算收入持续增长，但财力偏弱，自给率低，债务余额持续增加。2022年谷城县实现一般公共预算收入13.21亿元，同比增长11.01%。从收入结构看，财政收入质量较好，税收收入占比较高且比重持续提升，辖内骆驼集团（上市公司）是国内大型汽车蓄电池制造企业之一，湖北三环锻造有限公司是国内最大的中重型汽车转向节生产厂家，二者均为当地重点纳税大户。谷城县人口吸附能力弱，房地产市场增长动能不足，以土地出让收入为主的政府性基金收入规模较小，对地方财力贡献有限。由于一般公共服务、公共安全、教育等公共财政支出规模较大，谷城县财政自给率低，财政自给能力很弱。区域债务方面，近年谷城县地方政府债务余额持续增长，债务压力增大。

表4 谷城县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	13.21	11.90	8.26
税收收入占比	82.29%	81.1%	78.1%
财政自给率	26.46%	23.22%	16.48%
政府性基金收入	6.11	5.94	5.03
地方政府债务余额	41.39	34.89	30.92

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：谷城县2020-2021年财政决算报告，谷城县2022预算执行情况，中证鹏元整理。

投融资平台：谷城县发债平台仅公司 1 家，业务涉及基础设施建设、砂石销售、供水供电等。

五、经营与竞争

公司是谷城县重要的基础设施建设主体之一，业务区域在谷城县全域，仍主要涉及基础设施、砂石销售、水电供应等业务，基础设施建设等城投类业务规模在区域内城投公司中靠前，且公司业务模式明确，充足的项目储备为后续业务持续性提供了有力支撑，但同时业务回款受与委托方结算进度及

当地财政情况的影响存在不确定性，且持续的项目投入和资金垫付给公司带来一定的资金压力

公司作为谷城县重要的基础设施建设主体之一，主要承担了谷城县大量的基础设施建设任务。2022年公司营业收入大幅增长，主要受益于基础设施工程收入结算规模增加，砂石销售业务主要为自2019年10月将交投公司纳入合并范围后新增业务，2022年收入规模有所下滑，但仍是公司第二大收入来源，水费电费收入受当年发电量减少影响有所下降。其他业务主要包含招标代理服务、劳务收入、资金占用费及房屋及场地出租等，规模均较小。公司整体毛利率呈波动态势，主要受收入结构以及砂石毛利率波动影响。公司基础设施工程毛利率较稳定，砂石销售受环保政策及汛期时间影响毛利率波动较大，水费电费毛利率连续降幅较大，主要系区域内部分工业园区用水用电量减少。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施工程	75,029.40	84.53%	14.36%	28,390.75	58.83%	14.10%	23,678.95	52.26%	13.42%
砂石销售	11,609.93	13.08%	28.36%	17,379.39	36.01%	38.93%	19,201.68	42.38%	18.36%
水费电费	1,687.78	1.90%	-11.24%	2,111.83	4.38%	17.20%	1,959.22	4.32%	47.94%
其他业务	430.32	0.49%	10.72%	377.85	0.78%	19.57%	467.61	1.03%	90.49%
合计	88,757.43	100%	15.69%	48,259.82	100%	23.22%	45,307.46	100%	17.80%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施工程建设业务

2022年公司基础设施工程收入大幅增长，目前主要基础设施建设项目由谷城县政府委托，已完工未结算项目较多，随着项目逐渐结算可形成较大规模收入，但受委托方资金安排等影响存在不确定性，项目整体回款较为滞后，沉淀了大量营运资金，且持续的项目投入与资金垫付，给公司带来较大的资金压力

根据《谷城县人民政府关于明确县基础设施项目法人的通知》（谷政函〔2018〕4号），谷城县人民政府（以下简称“县政府”）授权公司作为谷城县基础设施运作主体，明确公司作为谷城县基础设施项目法人并由双方签订项目投资建设与转让协议以确保项目顺利实施。

公司就具体项目与谷城县政府签订了相关协议书，由公司或其选择的第三方公司负责项目的方案设计、拆迁、承建、融资等事宜。基础设施代建收入由谷城县财政局支付的价款工程费用、代建管理费等组成，其中代建管理费为实际发生成本的15%，可根据委托代建项目的实际进度支付相关的价款。每年年底谷城县财政局对项目的投入情况进行认定，出具基础设施建设投入确认通知书，公司依此确认成本和收入，回款方面，谷城县政府每年在综合考虑项目进展与公司建设资金需求的基础上，统一调拨财政资金进行回款，但未形成具体的项目回款模式，且工程项目回款依赖于当地政府的结算安排。

根据谷城县财政局对公司出具的2022年基础设施建设投入确认通知书，2022年公司基础设施建设结

算收入大幅增长，主要受益于美丽乡村建设项目进展较快，基础设施建设业务毛利率仍较为稳定。

表6 公司工程代建收入明细（单位：万元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	投资成本	代建收入	投资成本	代建收入	投资成本	代建收入
美丽乡村建设项目	49,918.26	57,406.00	-	-	-	-
谷城县汉江国家湿地生态修复与保护项目	465.83	535.70	2,882.18	3,314.50	5,053.69	5,811.75
汉十高铁站南大道项目	1,550.93	1,783.57	1,976.47	2,272.94	3,445.87	3,962.75
产业新区三号路道路工程	630.58	725.17	1,058.88	1,217.72	733.75	843.81
三环工业园工程	914.64	1,051.83	979.28	1,126.18	1,513.58	1,740.62
汉水文化展示区工程	-	-	597.57	687.21	1,891.57	2,175.30
殡葬服务体系建设项目	2,380.59	2,737.68	462.76	532.17	549.05	631.41
G316国道改扩建工程	-	-	402.70	463.10	40.00	46.00
三环大桥	76.92	88.45	372.61	428.50	2,168.37	2,493.63
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	17.03	19.59	17.03	19.59	514.25	591.39
其他工程	7,358.64	8,462.44	15,828.46	18,202.72	4,590.08	5,278.58
合计	63,313.42	72,810.43	24,577.94	28,264.63	20,500.21	23,575.24

注：2020-2022年公司审计报告中基础设施工程收入分别为23,678.95万元、28,390.75万元和75,029.40万元，与上表中2020-2022年公司由政府结算的基础设施工程收入23,575.24万元、28,264.63和72,810.43万元存在差异，差额主要由子公司谷城县市政工程投资建设有限公司（以下简称“市政公司”）产生，市政公司的工程项目主要为非政府委托代建项目，不与政府进行结算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前承建的项目较多，主要包括谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目、三环工业园路网工程等，另外城东片区棚户区改造项目、北河北路工程等已完工。除自建项目外，其余项目大多与政府签订了代建协议，未来收入较有保障，收入可持续性较好，但业务回款受与委托方结算进度及当地财政情况的影响，近年回款较慢，沉淀了较大规模应收资金。截至2022年末，公司主要在建项目计划总投资共34.91亿元，尚需投资23.05亿元，未来几年公司融资需求较大，存在较大的建设资金压力。

表7 截至2022年末公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	已确认收入	是否签订代建协议
美丽乡村建设项目	95,238.46	49,918.26	57,406.00	是
谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目	56,270.44	11,654.01	13,402.12	是
三环工业园路网工程	32,910.10	16,251.59	18,689.33	是
产业新区三号路道路工程	30,000.98	28,705.60	33,011.43	是
苗木培育及园林生态绿化建设项目	22,611.99	1,068.10	1,228.32	是
殡葬服务体系建设项目	18,908.00	8,361.96	9,616.25	是
谷城县文化中心项目	43,173.29	934.41	1,074.57	是
汉谷城县汉江南河谷城段生态环境综合治理项目建设项目	50,009.00	1,700.67	1,955.77	是

合计	349,122.26	118,594.60	136,383.79	-
----	------------	------------	------------	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）砂石销售业务

谷城县砂石资源丰富，公司与谷城县人民政府签订砂石开采合作协议并取得河道砂石开采权，业务具有区域专营性，2022年砂石销售收入有所下降，仍为第二大业务来源，但收入规模和毛利率水平存在波动

2019年10月公司将交投公司纳入合并范围，新增砂石销售业务。根据2020年7月谷城县人民政府与江汉国有资本投资集团有限公司（以下简称“江汉国投”）签订的《汉江流域谷城段河道砂石开采合作协议》以及2021-2022年《襄阳市水利和湖泊局关于襄阳市汉江谷城段沈湾采区、塔湾采区、回流湾采区、新街村采区河道采砂许可的批复》等，由谷城县政府委托交投公司、与江汉国投的子公司襄阳市汉江生态经济带投资建设有限公司（以下简称“汉投公司”）共同出资成立襄阳市汉筑阳砂石有限公司（以下简称“汉筑阳公司”，交投公司持股49%）。根据《关于由襄阳市汉筑阳砂石有限公司管理谷城段河道砂统一经营事项的通知》，汉投公司授权汉筑阳公司管理汉江襄阳谷城段河道砂石统一经营事项，管理时间及范围为2020年11月至2021年10月，以及2022年可采区、保留区及弃砂综合利用项目。该授权文件的授权期限一般为1年，期限届满将由汉筑阳公司向其股东汉投公司再次申请。汉筑阳公司的经营收益在扣除相应成本后在交投公司和汉江国投之间按开采合作协议约定的比例进行分配。

交投公司拥有沈家湾、塔湾、喻家湾三个砂石中心，其年可采区采量分别为45万吨、40万吨和5万吨，目前已入驻向前、喻湾、鑫通、成祥、磊山峰、胥源等6家砂石生产企业，在交投公司的统一管理下从事砂石规范化经营。塔湾砂石中心地理位置优越明显，距县城中心较近，年销售收入较高。2020年交投公司经报县政府批复同意，在县内南河河道增设了王家井、唐洲两个临时砂石集并中心，以解决偏远山区乡镇购砂远、运输成本大的问题，两个临时砂石集并中心已于2020年正式运营。砂石中心入驻的生产企业负责砂石的开采和生产，交投公司统一监管并负责砂石的销售，主要的下游客户包括汉筑阳公司、谷城县内工程施工企业、重点项目建设单位和各商砼站等。

截至2022年末，公司砂石经营管理、核算、分配模式有三种，根据采砂类型的不同而采取不同的模式，具体情况见下表。

表8 公司砂石经营管理、核算、分配模式有三种

类型	具体模式
年度可采区	年度可采区砂石开采由入驻三个砂石中心的生产公司负责实施，每吨核定生产成本18元，每销售一吨砂石，交投公司返还生产公司18元生产成本，另将毛利润的30%也返还给相应生产公司，交投公司留存70%毛利润。
涉砂工程项目及保留区、航道疏浚	交投公司仅支付施工单位生产加工成本，剩余收入全部归交投公司。
偏远乡镇小型河道临时采砂工程	用砂单位向水利部门申请，获批后实施采砂，采砂工程由申请单位负责，交投公司介入监管，确保定向供应。交投公司每方收取12元平台管理费。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

砂石销售收入规模较大，成为公司第二大收入来源，但2022年收入规模有所下降，且毛利率受不同地形挖掘难度、环保政策及汛期时间等影响存在较大波动。

2022年10月14日谷城县人民政府出具《关于全县河道砂石统一开采经营的授权书》文件，授权交投公司统一开采经营全县河道砂石，公司砂石销售收入持续性较有保障。但值得注意的是受环保政策影响，河道砂石资源可采量有一定限制，开采量根据政府规划来决定，未来需关注谷城县河道砂石开采量规划和当地环保政策对公司砂石销售业务的影响。

（三）其他业务

水电业务对公司收入及利润形成一定补充，业务持续性较好且现金流较为稳定

根据谷国资发〔2019〕30号及谷国资发〔2020〕58号，县国资局将联虹公司78.59%股权划转给公司，2020年公司办理完交接手续。联虹公司主要业务为庙子头水电站的经营管理，庙子头水电站位于汉江支流南河下游，坝址在谷城县盛康镇庙子头村，年均发电量3,100万kwh左右，上网电价为0.4145元/kw.h，发电直接出售给当地电力供应公司。

公司水费收入主要来自子公司谷城县水务有限公司（以下简称“水务公司”）自建谷城县水厂，于2019年4月完工，2020年开始运营并产生收入，经水务公司与谷城县供水总公司（以下简称“供水公司”）签订的《资产委托经营管理协议》，约定将水务公司下属的水厂资产委托给供水公司经营管理，水厂供应范围主要为城区的居民用水、开发区以及县城其他工业企业用水，供水公司每年收取水厂经营收益的30%作为委托管理费。

2022年公司水费电费收入为1,687.78万元，收入有所下降，主要系区域内部分工业园区阶段停产，用水用电量减少，预计未来公司水费电费收入持续性较好。

作为谷城县城市基础设施建设主体，近年来公司在资产注入和财政补助方面持续获得较大力度的外部支持

公司承担了谷城县城市基础设施建设的重要职能，当地政府持续在资产注入和财政补助等方面给予公司较大支持。2022年公司获得谷城县财政局货币资金注入0.33亿元（但需关注同年谷城县财政局出具《关于收回谷城县工业产业投资有限公司资本金的通知》，减少公司资本公积2,700.00万元），同年子公司交投公司获得谷城县人民政府授予的统一开采经营全县河道砂石权，经评估，增加资本公积40.76亿元。

2022年公司持续获得谷城县财政局下拨的企业发展资金1.65亿元，用于营运资金补贴，有效提升了公司的利润水平。

表9 2022年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

资产类别	计入科目	入账价值	依据文件
------	------	------	------

货币资金	其他资本公积	122.13	谷城县财政局出具的《关于对谷城县工业产业投资有限公司拨付资本金的通知》文件
货币资金	其他资本公积	3,182.00	谷城县财政局出具的《关于对谷城县建设投资经营有限公司拨付资本金的通知》
采砂经营权	其他资本公积	407,573.59	谷城县人民政府出具的《关于全县河道砂石统一开采经营的授权书》
合计		410,877.72	--

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

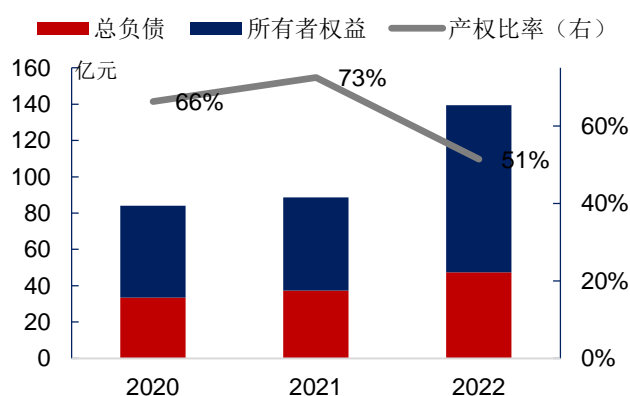
以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年三年连审审计报告、2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新设立子公司3家。

资本实力与资产质量

公司资产规模大幅增长，资产以项目投入成本、应收政府部门等款项、林场及采砂权等资产为主，无收益或低收益资产规模较大，项目投入资金沉淀较重，应收款项回款时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用，资产流动性较弱

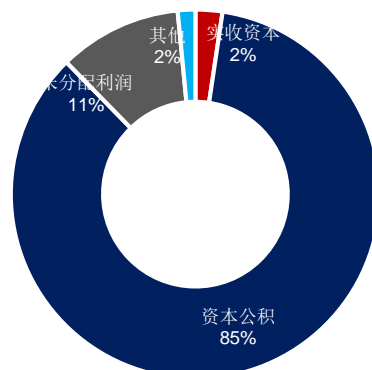
近年随着公司在项目建设的持续投入，公司债务融资增长较快，同时当地政府也多次对公司进行资金、股权、房产及采砂权等资产注入，公司所有者权益规模大幅增长，权益对债务的覆盖程度波动上升，总资产规模快速增长。公司所有者权益仍以政府资产注入所形成的资本公积为主。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产以存货（项目成本、林场资产、土地使用权）、合同资产（代建项目成本）、应收款项（政府部门及国企的工程款和往来款）及无形资产（采砂权）为主要构成，2022年末上述资产合计占公

司资产的79.45%。2022年存货账面价值20.80亿元，构成中，未实现收益的林场资产账面价值14.60亿元，通过招拍挂方式取得的土地使用权（用途多为商服、住宅）5.76亿元，其余存货为包括国苗厂区配套工程、志诚嘉厂房、高铁站西生态停车场等项目成本和原材料；2021年公司将代建项目待结转成本重分类至合同资产科目，随着基建等项目建设投入，2022年末合同资产增至26.37亿元。公司存货和合同资产中项目投入资金沉淀较重，而项目收入的实现依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力差。

受项目款和往来款未及时收回的影响，近年公司应收款项（含应收账款和其他应收款）规模持续增长，其中应收账款规模较小。公司应收款项中应收谷城县财政局款项合计5.45亿元，占比23.79%，其他欠款方主要系谷城县其他政府部门及其下属企业，此外公司对民营企业湖北谷城一飞汽车制造有限公司的应收余额为2.40亿元，账龄主要在3年以上，计提了2,401.81万元坏账准备，且该民营企业涉诉较多并在2022年被列入失信被执行人，存在一定回收风险。总体来看，公司应收款项规模较大，回收时间具有不确定性，对公司营运资金形成较大占用。

2022年公司无形资产大幅增长，主要为谷城县人民政府出具的《关于全县河道砂石统一开采经营的授权书》，授权交投公司统一开采经营全县河道砂石，按评估价值入账40.76亿元，除此之外，无形资产中含少量土地使用权、合并子公司湖北八零一建设工程有限公司后入账的房建二级资质、市政二级资质、模板脚手架专业承包资质。

其他非流动资产主要为储备用地、收购资产和林场等无收益或低收益资产。2022年末，储备用地共12宗合计6.22亿元，通过划拨取得，均未缴纳土地出让金。收购资产包括红日资产²和骆驼资产³，红日资产和骆驼资产合计包括40.92万平方米土地使用权、13.70万平方米房屋，余额合计3.63亿元，其中红日资产厂房土地的尚未实际收到租金收入，主要系受政府资金清算尚未完成、承租企业暂未收到款项所致，骆驼资产目前正在招商中。债权资产为公司以协议价600.00万元取得16,132.54万元的银行债权资产。林场包括承恩寺林场、庙岗林场等6家林场（1.52亿元），均已办理权证，系无收益或低收益的生物资产防护林及特种用途林。

其他资产方面，随项目建设投入，2022年公司货币资金大幅减少，在手货币资金较少，无受限货币资金。固定资产主要系公司拥有的房屋建筑物和机器设备等，近年固定资产增量主要来源于2019年国有企业股权划入后，房产及工程增加所致，截至2022年末有价值6.56亿元房产尚未办理权证。近年随着公铁客运中心建设项目、湖北森茂纺织建设项目、砂石集并中心项目等自建自营项目投入增加，公司在建工程持续增长。受限资产方面，截至2022年末，公司使用受限的资产账面价值合计8.22亿元（主要系房产和土地使用权），占同期末资产总额的比重为5.89%。

² 2017年根据公司与湖北谷城红日实业有限公司签订的资产转让协议与补充协议，公司以1.75亿元收购湖北谷城红日实业有限公司所属资产。

³ 2018年根据公司与骆驼集团股份有限公司（以下简称“骆驼集团”）签订的资产收购协议，公司以1.43亿元收购骆驼集团所属资产。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.73	1.24%	6.44	7.26%
应收账款	1.26	0.90%	1.14	1.29%
其他应收款	21.59	15.49%	19.16	21.60%
存货	20.80	14.92%	19.28	21.74%
合同资产	26.37	18.91%	18.43	20.78%
流动资产合计	72.70	52.14%	65.67	74.05%
固定资产	7.90	5.67%	8.06	9.09%
在建工程	4.95	3.55%	2.69	3.04%
无形资产	40.76	29.23%	0.09	0.10%
其他非流动资产	11.43	8.20%	11.43	12.89%
非流动资产合计	66.75	47.86%	23.01	25.95%
资产总计	139.45	100.00%	88.68	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入大幅增长，基础设施建设业务盈利水平尚可但回款表现欠佳，砂石销售及水电业务丰富公司收入来源，政府补助对盈利贡献较大

2022年公司营业收入增长较快，基础设施工程建设收入是公司主要的收入来源，2022年末公司在建项目规模仍较大，且尚有较大规模的成本待结转收入，未来收入较有保障；砂石销售及水电等业务丰富了公司收入构成，砂石销售及水电业务具有一定的可持续性。回款方面，近年受项目建设进度和政府财政支付安排影响，经营净现金流呈持续净流出态势，已投入的项目成本结算滞后，公司业务回款情况表现欠佳。

盈利方面，近年公司销售毛利率存在波动，主要受业务结构变动及砂石毛利率波动影响，基础设施代建业务毛利率稳定。2022年政府补助力度仍较大，占公司当期利润总额的158.65%，为公司利润的主要来源，有效提升了公司利润水平。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	8.88	4.83
营业利润	1.11	0.98
其他收益	1.65	1.04
利润总额	1.04	0.97
销售毛利率	15.69%	23.22%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司主要通过债务融资平衡项目建设的资金缺口，债务规模增长较快，以长期债务为主，面临较大的偿债压力

受项目建设资金的持续投入及业务回款较慢的因素影响，公司经营活动现金流持续呈净流出态势，叠加公司与其他单位的往来款规模较大且账期长，公司项目建设支出面临一定缺口，近年公司通过外部融资平衡资金缺口，债务规模增长较快，未来每年偿还本金相对均匀。

表12 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	4.56%	31.88	3.75	28.13
债券融资	7%	4.99	1.40	3.59
其他有息负债	3.54%	1.63	0.79	0.84
合计	-	38.50	5.94	32.56

资料来源：公司提供

2022年末公司总债务规模为38.50亿元，占负债总额的比重达81.33%，从品种结构来看，公司债务以长期银行借款为主，银行借款大部分设有抵质押、担保等措施，抵押物为土地、厂房及办公楼等，平均借款成本为4.56%；债券规模随着偿付持续下降，平均融资成本为7%；长期应付款主要系应付国开基金和农发基金的项目投资款构成，投资协议投资款将由县国资局或谷城县人民政府陆续实施回购，截至2022年末国开基金投资款已回购0.10亿元，剩余0.10亿元；农发基金投资款已回购0.16亿元，剩余0.76亿元。从债务到期分布情况来看，近年公司一年内到期的债务增长较快，导致短期债务占比上升。

其余主要负债中，应付账款主要为未结算的工程款；其他应付款以公司与政府单位和谷城县国资下属企业往来款为主，具有一定偿付弹性。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.82	1.73%	0.29	0.78%
应付账款	2.03	4.28%	2.02	5.41%
一年内到期的非流动负债	4.35	9.19%	2.84	7.63%
流动负债合计	14.78	31.22%	10.96	29.40%
长期借款	28.13	59.42%	20.59	55.22%
应付债券	3.59	7.58%	4.71	12.64%
长期应付款	0.84	1.78%	1.02	2.74%
非流动负债合计	32.57	68.78%	26.32	70.60%
负债合计	47.35	100.00%	37.28	100.00%
总债务	38.50	81.33%	30.44	81.64%

其中：短期债务	5.94	12.54%	4.12	11.04%
长期债务	32.56	68.78%	26.32	70.60%

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，受总负债持续增长和2022年被授予采矿权使得净资产规模大幅增长影响，近年资产负债率呈现波动，考虑剔除无收益或低收益的资产后公司2022年资产负债率为40.43%。公司EBITDA利息保障倍数尚可，但随着项目建设资金投入，公司持有现金类资产大幅下降，同时短期债务增长，现金类资产对短期债务的保障程度大幅下滑。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司经营活动现金流表现较差，难以覆盖项目建设支出及未来投资计划，且项目建设和回收周期较长，仍需新增长期外部融资，截至2022年末公司剩余授信额度仅3.11亿元，随着存量债务到期，未来本息接续存在一定压力。但公司作为谷城县重要的基础设施建设主体之一，以及目前谷城县唯一公开市场发债主体，必要时可获得当地政府的支持，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	33.95%	42.04%
现金短期债务比	0.29	1.56
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.71

资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月28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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2022年末公司对外担保余额合计15.25亿元，占期末净资产的16.56%。担保对象主要为县国资局下属企业谷城县住房投资有限公司。公司对外担保规模较大且未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表15 2021年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
谷城县住房投资有限公司	70,000.00	2036年5月30日	否
谷城县住房投资有限公司	21,534.10	2033年2月9日	否
谷城县住房投资有限公司	7,364.00	2033年3月20日	否
谷城县住房投资有限公司	15,967.51	2033年1月24日	否
湖北国鑫矿业有限公司	30,000.00	2032年12月27日	否
谷城县殡葬管理所	7,680.00	2033年4月9日	否
合计	152,545.61	-	-

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是谷城县政府下属重要企业，是谷城县重要的基础设施建设运营主体。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，谷城县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与谷城县政府的联系非常紧密。县国资局直接持有公司99.23%股权，谷城县政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权，公司的基础设施建设等业务主要来源于谷城县政府及其相关单位，且近年来持续获得谷城县政府及下属部门的大力支持，预计未来一段时间内公司与政府联系较为稳定。

（2）公司对谷城县政府非常重要。在基础设施建设方面，公司为地区提供了重要的公共产品和服务，且对谷城县政府贡献很大，且若公司发生债务违约，将对谷城县声誉、金融生态环境、及其他国企融资造成实质性影响。

九、债券偿还保障分析

进出口担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升本次债券的信用水平

进出口担保成立于2009年，原名“重庆进出口信用担保有限公司”，2018年6月变更为现用名，是

由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）与中国进出口银行共同出资组建的担保公司，初始注册资本10.00亿元，渝富资产和中国进出口银行分别持股60%和40%。经2010年股东同比例增资以及2014年以来四次未分配利润转增股本，进出口担保注册资本增至30亿元。2018年渝富资产将持有的进出口担保60%股权无偿转让给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2022年末，进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，渝富控股和中国进出口银行分别持股60%和40%。

进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。截至2022年末，进出口担保的担保余额为408.94亿元，其中直接融资担保余额和间接融资担保余额的占比分别为52.27%和37.36%，近年业务结构基本保持稳定。

表16 进出口担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	610.32	623.64	347.99
其中：直接融资担保发生额	108.90	8.90	11.90
间接融资担保发生额	432.56	460.46	300.47
其中：银行传统贷款担保业务发生额	22.91	20.67	35.03
金融科技贷款担保业务发生额	397.25	391.49	242.66
非融资担保发生额	68.84	82.14	35.63
当期解除担保额	561.59	598.17	358.02
期末担保余额	408.94	360.21	334.74
其中：直接融资担保余额	213.75	167.13	177.80
间接融资担保余额	152.79	168.41	137.01
其中：银行传统贷款担保业务余额	37.13	35.70	40.66
金融科技贷款担保业务余额	104.67	88.29	79.59
非融资性担保余额	42.40	24.67	19.93
期末融资担保责任余额	330.79	311.17	290.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.98	7.80	7.70

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的直接融资担保业务客户群体均为城投类企业，发行人主体信用级别在AA-及以上，分布在重庆、山东、湖北和四川等地，担保的产品主要为企业债。对于直接融资担保业务，进出口担保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。截至2022年末，进出口担保的直接融资担保余额为213.75亿元。

进出口担保的间接融资担保主要包括银行传统贷款担保和金融科技贷款担保。近年来银行传统贷款担保余额保持稳定，截至2022年末为37.13亿元。进出口担保大力开展“消费贷”、“司机贷”和“企业白条”等金融科技类贷款担保业务，该类项目单笔担保余额不到1万元，全部为信用贷款，客户均来自互联网平台，收费标准在1%-3%之间。其中“消费贷”担保业务主要是为蚂蚁金服平台的“花

呗”和“借呗”产品，以及微信平台的“微粒贷”产品提供担保。截至 2022 年末，金融科技贷款担保余额为 104.67 亿元，近年保持稳定增长的趋势。

截至 2022 年末进出口担保的资产总额为 67.58 亿元，主要由货币资金、债权投资、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 22.38 亿元、25.61 亿元、5.70 亿元和 4.43 亿元。

截至 2022 年末进出口担保的负债总额为 25.34 亿元，主要由预收保费、担保赔偿准备金和存入保证金组成，同期末上述负债余额分别为 1.48 亿元、18.93 亿元和 1.76 亿元。

进出口担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及自有资金投资产生的利息收入。2022 年进出口担保实现营业收入 7.91 亿元，其中已赚担保费占比为 77.75%，当期实现净利润 2.10 亿元，净资产收益率为 5.07%。

进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。因大力拓展金融科技贷款担保业务，2022 年进出口担保的当期担保代偿额快速上升至 5.11 亿元。截至 2022 年末，进出口担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.24% 和 43.93%，代偿回收情况欠佳，需关注进出口担保后续的代偿回收情况。

表17 进出口担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	67.58	66.52	63.70
其中：货币资金	23.82	22.77	20.98
应收代偿款净额	4.43	3.92	3.44
所有者权益	42.24	40.68	38.15
营业收入	7.91	8.53	6.94
其中：已赚担保费	6.15	6.80	5.16
净利润	2.10	2.76	2.03
净资产收益率	5.07%	6.98%	5.40%
累计担保代偿率	1.24%	1.36%	1.79%
累计代偿回收率	43.93%	53.81%	57.90%
拨备覆盖率	481.40%	561.48%	595.64%

资料来源：进出口担保 2020-2022 年审计报告及进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的股东为渝富控股和进出口银行，均具有很强的综合实力。渝富控股成立于 2016 年 8 月，为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位；进出口银行是由国家出资设立、直属国务院领导、支持中国对外经济贸易投资发展与国际经济合作、具有独立法人地位的国有政策性银行。进出口担保作为渝富控股的重要控股子公司之一，能在业务拓展、资金等方面得到股东一定的支持。

经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，本次债券由进出口担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保能，有效提升了本次债券的信用水平。

十、结论

依托丰富的硅石矿资源，同时加大招商引资力度等，近年来谷城县汽车及零部件、资源再生利用等六大主导产业加快发展，经济总量位居襄阳市中游，地区经济发展态势较好。

公司是谷城县重要的基础设施建设运营主体，主要从事谷城县基础设施投融资及建设业务。近三年来公司营业收入持续增长，主要业务收入来源的基础设施业务项目储备充足，业务持续性较好；公司砂石销售业务收入近两年逐渐稳定，已成为公司第二大收入来源；公司近年新增的发电供水、装卸运输等业务，对收入形成了一定补充。整体来看，公司收入的持续性较好。近年来公司获得较大规模的资产注入，包括股权及门面房等资产划入，有效增强了公司的资本实力，且公司每年都收到营运资金专项补贴，有效提升了公司的利润水平，未来有望持续获得外部支持。但中证鹏元也注意到，公司存在较大建设资金缺口，随着融资增加，公司偿债压力上升，同时财务弹性一般、资产流动性较弱，为缓解债务压力提供的保障程度偏弱。

综上，中证鹏元维持谷城建投主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持PR谷城01/18谷城建投债01和PR谷建01/19谷城建投债01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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.73	6.44	4.38
应收账款	1.26	1.14	3.00
其他应收款（合计）	21.59	19.16	14.10
存货	20.80	19.28	39.30
合同资产	26.37	18.43	0.00
流动资产合计	72.70	65.67	61.45
固定资产	7.90	8.06	8.15
在建工程	4.95	2.69	2.29
无形资产	40.76	0.09	0.06
其他非流动资产	11.43	11.43	11.43
非流动资产合计	66.75	23.01	22.55
资产总计	139.45	88.68	83.99
短期借款	0.82	0.29	0.09
应付账款	2.03	2.02	2.05
其他应付款（合计）	3.00	3.13	7.15
一年内到期的非流动负债	4.35	2.84	1.38
流动负债合计	14.78	10.96	12.90
长期借款	28.13	20.59	13.49
应付债券	3.59	4.71	6.07
长期应付款	0.84	1.02	1.04
非流动负债合计	32.57	26.32	20.60
负债合计	47.35	37.28	33.50
其中：短期债务	5.94	4.12	1.47
总债务	38.50	30.44	22.07
所有者权益	92.10	51.41	50.49
营业收入	8.88	4.83	4.53
营业利润	1.11	0.98	0.80
其他收益	1.65	1.04	1.00
利润总额	1.04	0.97	0.80
经营活动产生的现金流量净额	-8.56	-3.95	-2.61
投资活动产生的现金流量净额	-1.25	-0.74	-1.05
筹资活动产生的现金流量净额	5.09	6.75	4.13
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	15.69%	23.22%	17.80%
资产负债率	33.95%	42.04%	39.88%
短期债务/总债务	15.42%	13.53%	6.67%

现金短期债务比	0.29	1.56	2.98
EBITDA（亿元）	2.16	1.94	1.78
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.71	1.82

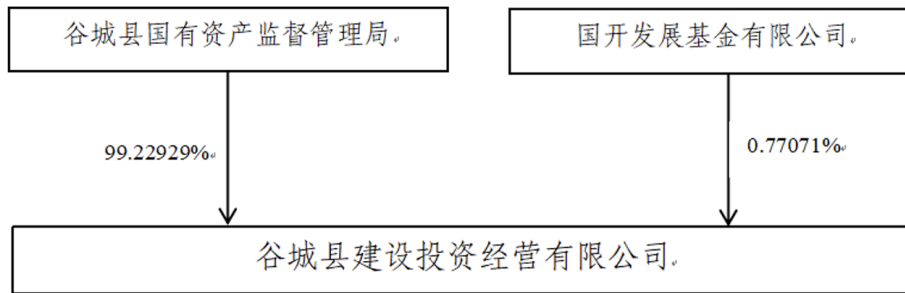
资料来源：公司 2019-2021 年三年连审审计报告、2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 进出口担保主要财务数据和财务指标

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	23.82	22.77	20.98
买入返售金融资产	0.00	0.00	2.30
应收保理账款	2.56	1.53	1.47
应收代偿款	4.43	3.92	3.44
存出保证金	5.70	5.22	5.08
债权投资	25.61	26.45	24.62
资产总额	67.58	66.52	63.70
短期借款	1.15	0.83	0.70
预收保费	1.48	1.98	2.84
担保赔偿准备金	18.93	19.82	18.58
存入保证金	1.76	1.32	1.62
负债合计	25.34	25.84	25.33
实收资本	30.00	30.00	30.00
所有者权益	42.24	40.68	38.15
营业收入	7.91	8.53	6.94
其中：已赚担保费	6.15	6.80	5.16
营业支出	-5.40	-5.25	-4.45
利润总额	2.49	3.26	2.40
净利润	2.10	2.76	2.03
经营和财务指标（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
期末担保余额	408.94	360.21	334.74
其中：融资担保余额	366.54	335.54	314.81
间接融资担保余额	152.79	168.41	137.01
直接融资担保余额	213.75	167.13	177.80
非融资性担保余额	42.40	24.67	19.93
融资担保责任余额	330.79	311.17	290.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.98	7.80	7.70
当期担保代偿率	0.91%	0.62%	0.41%
累计代偿回收率	43.93%	53.81%	57.90%
拨备覆盖率	481.40%	561.48%	595.64%
净资产收益率	5.07%	6.98%	5.40%
总资产收益率	3.14%	4.24%	3.24%

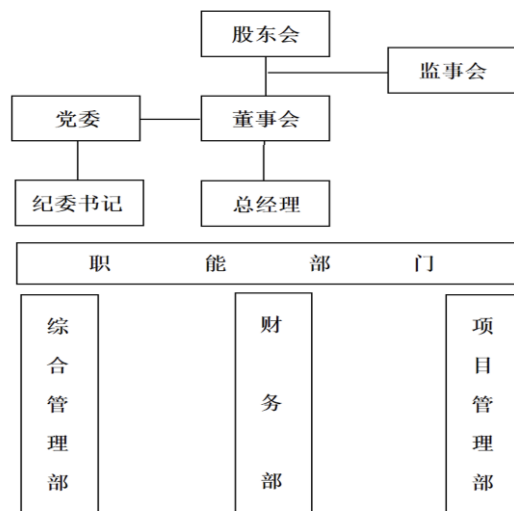
资料来源：进出口担保 2020-2022 年审计报告及进出口担保提供，中证鹏元整理

附录三 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录五 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
谷城县市政工程投资建设有限公司	1.00	100.00%	基础设施建设
谷城县水利工程投资建设有限公司	2.92	100.00%	水利工程投资
谷城县水务有限公司	0.50	100.00%	集中式供水
谷城县工业产业投资有限公司	2.00	100.00%	工业项目、建设工程项目的投资、建设和管理
谷城县生态林业工程建设投资有限公司	3.60	100.00%	林业工程、林业资源、林业技改项目的投融资业务
谷城县交通建设投资有限责任公司	2.00	100.00%	交通基础设施建设项目、砂石经营销售
谷城联虹电业有限公司	0.33	78.59%	向电网售电
谷城县智盛教育投资有限公司	0.20	100%	投融资业务；为谷城一中迁址新建等教育园区的建设提供融资服务
湖北八零一建设工程有限公司	1.00	60%	建筑工程、市政工程、公路工程、机电工程等
湖北富荣工程建设管理咨询有限公司	0.05	100%	工程项目策划、设计、勘察、咨询
谷城县碳汇林业开发有限公司	0.03	100%	林业碳汇项目开发、管理
谷城谷山电子产业园区投资运营管理有限公司	0.10	100%	企业管理、企业管理咨询
谷城县交投物流有限公司	0.25	100%	国内货物运输代理、装卸搬运
谷城县南河砂石经营有限公司	0.10	100%	建筑材料销售、土石方工程施工
谷城县盛康砂石经营有限公司	0.10	100%	建筑材料销售、土石方工程施工
谷城县交投矿产资源经营有限公司	0.20	100%	非金属矿物制品业
谷城县交投油坊坪砂石业有限公司	0.10	100%	矿产资源（非煤矿山）开采；河道采砂
谷城县茨河砂石业有限公司	0.10	100%	非煤矿山矿产资源开采；河道采砂

资料来源：公司 2022 年审计报告、公司提供及公开查询，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 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 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 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	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 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 长期债务

附录七 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。