



2019年武穴市城市建设投资开发有限公司 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：

2019年武穴市城市建设投资开发有限公司公司债券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 武穴债/19 武穴城投债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：武穴市城市建设投资开发有限公司（以下简称“武穴城投”或“公司”）的实际控制人为武穴市国有资产监督管理局（以下简称“武穴市国资局”），武穴市经济增长较快，公司外部发展环境良好，公司系武穴市主要平台之一，业务持续性仍较好，并继续获得较大力度外部支持；同时，中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱，存在较大的建设资金压力和债务压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。此外，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有效提升了本期债券的安全性。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性较好，且将持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月26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	2022	2021	2020
总资产	120.12	98.68	84.59
所有者权益	52.50	51.75	38.23
总债务	35.12	35.67	40.62
资产负债率	56.29%	47.56%	54.80%
现金短期债务比	0.07	0.03	0.39
营业收入	4.10	4.84	4.82
其他收益	1.59	1.43	0.40
利润总额	1.25	1.58	1.18
销售毛利率	16.55%	16.69%	16.74%
EBITDA	2.20	2.27	1.20
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.91	0.43
经营活动现金流净额	8.70	6.05	4.13

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **武穴市有“入楚第一港”之称，工业发展良好，整体经济保持较快增长。**武穴市水陆交通便捷，近年坚持工业强市战略，重点发展医药化工、新型建材、电子信息等产业，2022年武穴市实现地区生产总值378.35亿元，同比增长5.3%，为公司发展提供了良好的基础。
- **公司业务可持续性较好。**公司是武穴市基础设施建设投资主体，主要承担武穴市范围内的基础设施代建、土地整理等业务。截至2022年末主要的在建基础设施建设项目总投资规模较大，且与武穴市人民政府签订了代建协议，待结算账面成本较高。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2022年公司继续获得政府给予财政拨款1.59亿元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**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本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**截至2022年末，公司资产以应收款项、存货及无形资产为主，其中应收款项主要为应收政府项目回购款及往来款，对资金占用较大；存货为土地及工程施工投入成本，无形资产系尚未实际开采的黄砂经营权，上述资产可变现能力差。且土地资产中尚未办理权证的土地占比较高、部分用于抵押。
- **公司债务规模仍较大，整体面临较大的偿债压力和资金压力。**2022年末公司总债务规模仍较大，业务回款滞后且大量资金被关联方占用，期末账面货币资金余额不足，现金短期债务比及EBITDA利息保障倍数很低；叠加主要在建项目尚需资金投入，未来仍将面临较大的资金支出压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2022年末，公司对外提供担保金额为6.95亿元，占期末公司净资产的13.24%。担保对象主要系武穴市国有企业和事业单位，部分担保期限较长。

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	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	3/7
	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					bbb+
外部特殊支持					4
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 bbb+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。

外部特殊支持

公司是武穴市重要的基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，武穴市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与武穴市政府的联系非常紧密以及对武穴市政府非常重要。同时，中证鹏元认为武穴市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	AAA/ PR 武穴债/19 武穴城投债	2022-06-28	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	AAA/ PR 武穴债/19 武穴城投债	2019-01-23	熊冲、宋根南	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff_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
PR 武穴债/19 武穴城投债	10.80	6.48	2022-6-28	2026-04-12

注：债券余额系截至 2023 年 6 月 20 日

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2019年4月发行7年期10.8亿元公司债券，募集资金原计划用于武穴市2017年棚户区改造项目（一期）工程建设及补充营运资金。截至2023年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为591.97万元。

三、发行主体概况

2022年以来公司名称、注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2022年末，公司注册资本和实收资本仍为10.00亿元，控股股东仍为武穴市城市投资发展集团有限公司（以下简称“城投集团”），持有公司100.00%股权，实际控制人为武穴市国资局。股权结构图如附录二所示。

2022年公司董事、监事、高级管理人员保持稳定，合并报表范围未发生变化。截至2022年末，公司纳入合并范围子公司仍为4家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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

武穴市有“入楚第一港”之称，近年主攻医药化工、新型建材、电子信息和装备制造等主导产业，工业发展势头强劲，但财政自给能力较弱

区位特征：武穴市水陆交通便捷，有“入楚第一港”之称。武穴市为湖北省黄冈市下辖县级市，位于长江中游北岸，大别山南麓，鄂东边缘，地扼吴头楚尾，全市版图面积1,246平方公里。长江航道、京九铁路、沪蓉高速、京九干线光缆贯穿境内，武穴长江大桥、麻阳高速武穴段、麻武高速公路已建成通车，全市有两座火车站，两个高速公路互通口，69个货运码头，其中武穴港是长江十大深水良港之一，素有“小汉口”之誉。武穴市处在庐山、黄山、九华山、天柱山旅游圈中，处在全国梯度经济开发的交汇点上。武穴市2020年第七次全国人口普查结果常住人口67.63万人，较2010年第六次全国人口普查结果增长4.97%。

经济发展水平：2022年武穴市固定资产投资带动经济稳步增长。2022年武穴市地区生产总值同比增长5.3%，三次产业结构由2020年的18.4:34.4:47.2调整为18.5:35.4:46.1，在工业强市、产业兴市的战略推动下，第二产业占比持续提升。武穴市人均GDP较低，2022年人均GDP为全国人均GDP的63.5%。从主要经济指标增速来看，2022年民间投资增长43.9%；工业投资增长39.5%，带动固定资产投资增长25.1%，固定资产投资为当年武穴市经济增长的重要推动因素；外贸出口增长较快，2022年外贸出口总额5.88亿美元，同比增长16.1%。

表1 2022年黄冈市下辖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
麻城市	450.49	5.0%	51,573	20.76	8.49
武穴市	378.35	5.3%	57,395	18.35	6.42
黄州区	323.88	4.9%	66,724	10.93	-
蕲春县	311.82	5.0%	40,894	14.24	6.92
黄梅县	300.15	5.2%	39,194	10.61	25.87
浠水县	287.29	4.5%	41,024	11.22	21.8
红安县	246.44	4.7 %	49,456	16.10	10.00
罗田县	180.77	6.5%	39,811	8.07	4.96
团风县	138.25	4.0%	51,938	6.4	5.58
英山县	130.47	4.3%	42,847	5.29	5.73

注：武穴、英山县人均GDP按2022年末常住人口计算；其他地区人均GDP按2021年末常住人口计算。

资料来源：黄冈市统计局、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 武穴市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）	378.35	5.3%	347.86	11.2%	310.6	-5.5%
固定资产投资	-	26.1%	-	-5.1%	-	-20.8%
社会消费品零售总额	182.96	3.7%	176.48	18.6%	148.8	-19.0%
出口总额（亿美元）	5.88	16.1%	5.1	51.9%	3.34	5.7%
人均GDP（元）		57,395		51,438		45,929
人均GDP/全国人均GDP		66.97%		63.5%		63.9%

注：2020-2022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：2021-2022年武穴市国民经济和社会发展统计公报、武穴市人民政府官网、黄冈市2020年统计年鉴，中证鹏元整理

产业情况：武穴市主攻医药化工、新型建材、电子信息和装备制造等主导产业，工业发展势头强劲。武穴市坚持工业强市战略，重点打造田镇“两型”社会建设循环经济试验区千亿元园区，祥云集团、华新水泥两个百亿元企业和医药化工、新型建材、电子信息三大百亿元产业，已成为全国最大的核黄素生产基地、华中地区最大的水泥生产基地、湖北省最大的柴油机生产基地和鄂东地区最大的造船基地。医药化工产业方面，以祥云集团为代表的医药化工产业规模增长较快，2022年营收增长20.3%。新型建材产业方面，实现由卖“石头”向卖“钙粉”升级，2022年民本450万吨氧化钙一期、国鼎华明180万吨纳米钙等71个项目实现当年开工、当年投产。电子信息产业方面，有欧雷玛、泛力科、谷拓光电、聚智科技等企业，2022年实现年产值超10亿元。

发展规划及机遇：“十四五”期间，依托武穴市长期以来形成的工业基础、依港兴市的独特优势，随着“一带一路”建设、全面推动长江经济带发展、乡村振兴、交通强国等国家战略深入实施，武穴市将聚焦电子信息、医药化工、新型建材、船舶制造等百亿级经济增长点，推进产业转型升级，构建现代产业体系，打造鄂赣皖毗邻地区重要综合交通枢纽。

财政及债务水平：武穴市一般公共预算收入规模位居黄冈市前列，但财政自给能力较弱、政府性基金收入逐年下滑，债务规模持续增长。2022年武穴市一般公共预算收入实现略有增长，当年税收收入占比75.48%，一般公共预算收入质量较好。武穴市财政自给率较低，2022年仅为28.55%。近年武穴市政府性基金收入不断下滑，受土地出让情况和房地产市场情况影响，未来政府性基金收入规模可能存在波动。地方政府债务余额则呈现逐年增长的趋势，2022年武穴市地方政府债务余额为53.88亿元。

表3 武穴市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	18.35	18.30	14.04
税收收入占比	75.48%	72.95%	75.03%
财政自给率	28.55%	34.46%	24.08%
政府性基金收入	6.42	10.41	11.63
地方政府债务余额	53.88	45.52	39.95

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：武穴市2020-2022年预算执行情况和2021-2023年预算草案的报告及附表、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 2022 年末，武穴市城市建设投资开发有限公司系武穴市唯一发债平台，主营武穴市的城市基础设施建设、土地整理业务。

五、经营与竞争

公司是武穴市重要的城市基础设施建设及投资主体之一，主要以代建模式承担武穴市范围的综合开发项目，包括基础设施建设和土地整理等，业务具备一定竞争力且业务持续性较好

公司是武穴市主要的城市基础设施项目投资、建设主体。主要从事武穴市范围内的城市基础设施建设、土地整理业务等。2022年公司收入规模下降，综合毛利率较为稳定，综合开发项目仍系公司收入的主要来源。毛利率方面，由于公司综合开发项目采用成本加成方式核算收入，且加成比例较为固定，因此综合开发项目毛利率保持稳定。

表4 公司主要业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
综合开发项目	3.91	16.34%	4.84	16.68%

资料来源：公司 2022 年度报告，中证鹏元整理

公司受武穴市政府委托，开展征地拆迁、市政配套设施等代建业务，2022年代建业务收入有所下滑，以代建模式开展的在建项目以及公司自营项目尚需投资金额较大，公司仍存在较大的资金压力

公司综合开发建设项目模式主要采取与武穴市人民政府签订《综合开发建设协议》（以下简称“协议”）的方式，政府对协议范围内的征地拆迁、市政配套设施等建设项目以委托方式交由公司实施，并根据项目进度需求提供建设资金，公司按照与政府确定的投入成本加成一定比例确认项目产值，近年的加成比例为20%，根据需要，公司每年末向武穴市人民政府申报项目产值，武穴市政府委托审计部门审计认定相关费用，审定完成后武穴市人民政府与公司签署综合开发项目产值确认函，公司依据综合开发项目产值确认函确认综合开发建设收入并结转相应成本。

2022年，公司已结算并确认收入的基础设施主要有火车站工业园开发项目、水生态东风港整治项目、田镇工业新区等，确认综合开发项目收入3.91亿元，毛利率保持稳定。

截至2022年末，公司主要在建项目预计总投资47.44亿元，累计已投资额34.52亿元，尚需投资12.92亿元，仍存在较大的资金压力，公司主要在建基础设施工程情况见表5。考虑到公司尚有一定规模的综合开发业务量，主要在建项目均与武穴市人民政府签订了代建协议，未来收入仍有一定支撑，业务可持续性较好。

此外，公司还有自营项目，即本期债券募投项目武穴市2017棚户区改造项目（一期）工程，该项目投资规模较大，部分已建成并开始销售，但受外部环境影响，项目整体建设进度和销售情况不及预期。该项目建成后计划通过住宅、商铺及车库销售实现销售收入，但受工程建设进度以及当地房地产市场景气度等多因素影响，收益实现时间和实际盈利情况存在不确定性。

表5 截至 2022 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	是否签订代建协议
武穴市 2017 棚户区改造项目（一期）工程	16.26	7.56	否
21 号路工程项目	3.80	3.70	是
沿湖大道项目	2.82	2.71	是
5 号路及市政管网项目	2.20	2.12	是
石佛寺农产品加工园开发项目	2.00	1.76	是
武山湖水治理项目	2.00	1.99	是
外滩整治项目	1.60	1.55	是
广济大道工程项目	1.40	1.06	是
永宁大道项目	1.40	1.16	是
龙港路项目	1.40	1.00	是
19 号路项目	1.00	0.93	是
刊江大道项目	1.00	0.73	是
水生态工程项目	1.00	0.59	是
城区基础设施建设项目	1.00	0.57	是
其他项目	8.56	7.09	是
合计	47.44	34.52	-

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大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告以及经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围无变化，截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共4家，详见附录四。

资本实力与资产结构

2022年公司权益资产变动较小，资产规模增长主要为其他应收款大幅增加，期末公司资产以应收工程款、土地使用权、项目成本、黄砂经营权为主，资金被股东及政府相关单位大量占用，期末货币资金余额少，同时存在一定规模的资产受限，整体资产流动性较弱

2022年末公司权益资产保持稳定，以资本公积和实收资本等为主。负债端增加带动总资产规模继续增长，产权比例进一步上升。截至2022年末，公司存在一定规模的受限资产¹。

图 1 公司资本结构

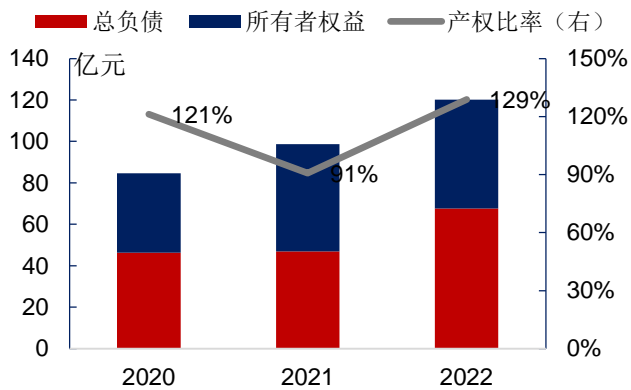
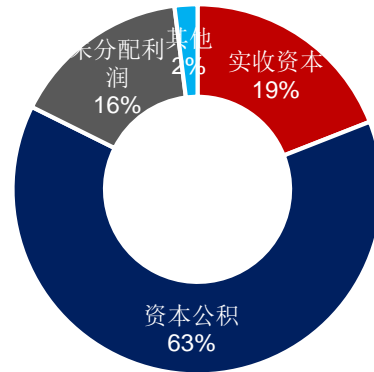


图 2 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司资金大量被占用，账面货币资金余额很少。应收账款主要为武穴市财政局的工程款，期末未计提坏账准备。其他应收账款主要为政府部门及国有企业的往来款，2022年末同比大幅增长，前五大应收对象分别为股东城投集团、武穴市土地储备供应中心、武穴市人民政府、武穴市高铁开发建设投资有限公司、武穴市财政局，合计占比66.7%，部分账龄较长。截至2022年末公司应收款项（应收账款+其他应收款）合计占公司总资产的38.08%，回收时间不确定，对公司的营运资金形成了较大占用。

公司存货主要由工程施工、土地使用权、土地整理构成，2022年末同比变动较小。其中存货中的土地使用权账面价值增加至18.24亿元，其中12.88亿元土地使用权尚未完成产权办理。随着当期部分工程施工及土地整理的投入成本进行结转且当期新增较少，期末二者规模均有所下降。

公司无形资产主要为武穴市人民政府划拨给公司在武穴市范围内的黄砂特许经营权，截至2022年末，公司预收砂石销售款185.84万元。

表6 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	0.71	0.59%	0.48	0.48%
应收账款	24.30	20.23%	20.08	20.35%
其他应收款	20.72	17.25%	7.14	7.24%
存货	53.85	44.83%	51.66	52.36%
流动资产合计	104.18	86.73%	83.18	84.29%

¹ 公司未提供具体明细和金额，审计报告披露受限资产仅货币资金，但实际部分长期借款有抵押和质押借款。

无形资产	11.21	9.33%	11.86	12.02%
非流动资产合计	15.94	13.27%	15.50	15.71%
资产总计	120.12	100.00%	98.68	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入主要来源综合开发项目，采取代建模式，2022年收入略有下降，回款表现不佳，但业务持续性较好，且政府补助有效提升了公司利润水平

近年公司营业收入主要来源土地整理及基础设施代建业务，收入规模及毛利率均保持稳定。公司作为武穴市城市基础设施建设主体，承担的基础设施、棚户区改造等在建项目较多，未来综合开发业务收入较有保障、业务可持续性较好。

政府补贴对公司当期利润水平继续提供大力支持。2022年公司其他收益1.59亿元来自武穴市国有土地储备中心（主要通过财政专户划拨），政府补贴成为公司当期利润的主要来源。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	4.10	4.84
营业利润	1.27	1.60
其他收益	1.59	1.43
利润总额	1.25	1.58
销售毛利率	16.55%	16.69%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债主要由刚性债务以及与其他国企业的往来款构成。其中债务以银行长期借款为主，2022年以来债务规模保持稳定，现金短期债务比低；未来随着债务偿还和项目开支等对资金的需求将持续增加，公司面临较大的资金压力

公司融资渠道主要为银行借款和发行债券，2022年末刚性债务规模保持相对稳定，仍主要由银行长期借款构成。截至2022年末，公司长期借款以质押+保证借款及抵押+质押+保证借款为主。应付债券为本期债券。公司债务期限分布较为均衡，非标债务很小且即将于一年内到期。

表8 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

指标名称	融资成本区间	融资余额	1 年内到期	1—2 年到期	2 年以后到期
银行借款	-	25.50	2.86	2.86	19.78
债券融资	7.5%	8.79	2.16	2.16	4.47
非标融资	8.00%-11.49%	0.13	0.13	0.00	0.00
合计	-	34.29	5.02	5.02	24.25

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他应付款主要系应付城投集团、武穴城投矿业有限公司及武穴市高新投资发展有限公司等单位的往来款，2022年公司与股东等单位内部划转资金较多，导致年末其他应付款余额同比大幅提升。

表9 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	0.59	0.88%	0.50	1.06%
应付账款	0.09	0.13%	0.05	0.11%
其他应付款	27.02	39.96%	8.56	18.24%
流动负债合计	38.34	56.70%	17.70	37.71%
长期借款	22.65	33.49%	20.41	43.49%
应付债券	6.63	9.81%	8.64	18.41%
非流动负债合计	29.28	43.30%	29.23	62.29%
负债合计	67.62	100.00%	46.93	100.00%
总债务	35.12	51.93%	35.67	76.01%
其中：短期债务	5.74	8.49%	6.44	13.71%
长期债务	29.37	43.44%	29.23	62.29%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司债务规模较大，随着债务到期，公司面临较大的偿债压力。受往来款规模增长导致的负债规模增加，2022年末公司资产负债率提升，虽然公司经营活动现金流表现较好，但项目建设资金支出较大，同时大量资金被公司股东等关联方占用，公司账面货币资金余额很小，整体债务规模大导致利息支出较大，期末公司现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数很低。

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支。公司大量项目建设和回收周期较长，仍需新增长期外部融资，叠加存量债务到期，未来本息接续存在一定压力。但公司作为武穴市重要的基础设施建设主体之一，融资定位重要，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10 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	56.29%	47.56%
现金短期债务比	0.07	0.03
EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.91

资料来源：公司 2021-2022 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》，公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

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，目前公司战略规划较为清晰，且根据《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24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，存在一笔关注类未结清信贷记录²，相关还款责任信息中对外担保存在未结清关注类余额3,730万元³；已结清信贷信息无不良类账户，存在两笔关注类已结清信贷记录；公司本部在公开债券市场发行的各类债务融资工具均已按期兑付本息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司存在一定的或有负债风险

截至2022年末，公司对外担保金额合计6.95亿元，占期末公司净资产的13.24%。担保对象主要系武穴市国有企业和事业单位，部分担保期限较长，公司存在一定或有负债风险。

表11 截至 2022 年末公司对外担保明细（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
武穴城发资产经营有限公司	950.00	2022-03-29	2023-03-28
武穴城投矿业有限公司	10,000.00	2022-12-30	2027-12-14
武穴城投矿业有限公司	4,000.00	2022-12-15	2027-12-14
武穴城投矿业有限公司	4,000.00	2021-06-25	2023-06-08
武穴城投矿业有限公司	2,000.00	2022-06-17	2023-06-16
武穴城投矿业有限公司	1,000.00	2022-08-01	2023-08-01

² 该笔关注类借款系公司于 2007 年 1 月 18 日申请的贷款，系按人民银行贷款五级分类和银行贷款资产质量分类标准划分为关注类贷款。

³ 关于相关还款责任信息中的关注类余额，截至报告出具日尚未获得公司反馈。

武穴瑞华迪森新能源科技有限公司	990.00	2022-12-28	2023-12-26
武穴市文化旅游发展投资有限公司	30,000.00	2018-11-30	2033-11-28
武穴市文化旅游发展投资有限公司	14,000.00	2020-01-09	2033-11-28
武穴市文化旅游发展投资有限公司	600.00	2019-03-20	2033-11-28
武穴市文化旅游发展投资有限公司	990.00	2022-03-28	2023-03-28
武穴市新能源投资开发有限公司	990.00	2021-11-18	2023-11-10
合计	69,520.00		

资料来源：公司 2022 年审计报告

八、外部特殊支持分析

公司是武穴市政府下属重要企业，是武穴市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，武穴市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与武穴市政府的联系非常紧密。武穴市国资局间接持有公司100%股权，武穴市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武穴市政府及其相关单位，且近年来持续获得武穴市政府及下属部门的有力支持，2022年继续获得武穴市财政拨款1.59亿元，有效提升了公司当期利润水平。预计未来一段时间内公司与政府联系较为稳定。

(2) 公司对武穴市政府非常重要。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，且对武穴市政府贡献很大，若公司发生债务违约，将对武穴市声誉、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

三峡担保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本期债券的安全性

三峡担保为本期债券还本付息提供不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理集团有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然 2021 年债券类担保

和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022 年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至 2022 年末，三峡担保的担保余额为 952.79 亿元，其中债券类担保余额占比为 71.89%。

表12 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	584.35	658.33	284.35
其中：债券类担保	178.90	192.48	44.27
借款类担保	153.61	315.59	104.44
其他融资担保	4.50	0.00	0.00
非融资担保	247.34	150.26	135.64
当期解除担保额	532.67	605.66	276.97
期末担保余额	952.79	901.12	848.44
其中：债券类担保余额	684.96	651.32	619.81
借款类担保余额	161.04	165.98	135.27
其他融资担保	4.17	1.25	2.41
非融资担保余额	102.63	82.57	90.96
融资担保责任余额	494.87	480.20	356.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.19	8.49	6.33

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用评级以 AA 为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的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，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，收费标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2022 年末，三峡担保的借款类担保余额为 161.04 亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。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，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022 年非融资担保发生额为 247.34 亿元，期末余额为 102.63 亿元。

截至 2022 年末三峡担保的资产总额为 119.83 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、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 18.20 亿元、38.22 亿元、31.51 亿元和 10.56 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至 2022 年末委托贷款和债券投

资的账面价值分别为 8.29 亿元和 27.89 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.21 亿元和 0.03 亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至 2022 年末三峡担保的负债总额为 41.21 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 17.94 亿元、11.10 亿元、3.40 亿元和 2.38 亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款 1.71 亿元和应付借款 1.09 亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 74.95%，当期实现净利润 4.49 亿元，净资产收益率为 6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当时代偿额持续增长，2022 年发生代偿 6.70 亿元，当期回收 2.20 亿元。截至 2022 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.34% 和 40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

表13 三峡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	119.83	110.25	108.61
其中：货币资金	18.20	18.09	17.82
应收代偿款净额	10.56	9.28	7.29
所有者权益合计	78.63	66.85	67.90
营业收入	15.13	12.95	10.74
其中：已赚担保费	11.34	9.04	6.92
利息收入	3.32	3.31	2.18
净利润	4.49	3.76	2.95
净资产收益率	6.17%	5.57%	4.30%
累计担保代偿率	1.34%	1.35%	1.44%
累计代偿回收率	40.19%	40.87%	34.81%
拨备覆盖率	329.56%	350.74%	379.05%

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能有效提升本期债券的信用水平。

十、结论

武穴市水陆交通便捷，近年坚持工业强市战略，2022 年武穴市经济稳步增长，近年重点发展医药化工、新型建材、电子信息等产业，区域仍存在较大的发展空间。公司是武穴市重要的投融资和基础设施建设主体，主要从事武穴市范围内的土地整理及基础设施代建业务。近年公司收入规模较为稳定，考虑到公司在建的土地整理及基础设施代建项目较多，且主要在建项目尚需投资规模较大，对资金的需求较大。2022 年末公司总债务规模仍较大，整体债务压力较大。但公司基础设施建设业务可持续性较好，未来收入较有保障。作为武穴市目前唯一的发债平台，公司在业务资本金方面持续获得武穴市较大力度的支持。整体来看，公司的抗风险能力尚可。

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“PR 武穴债/19 武穴城投债”信用等级为 AAA。

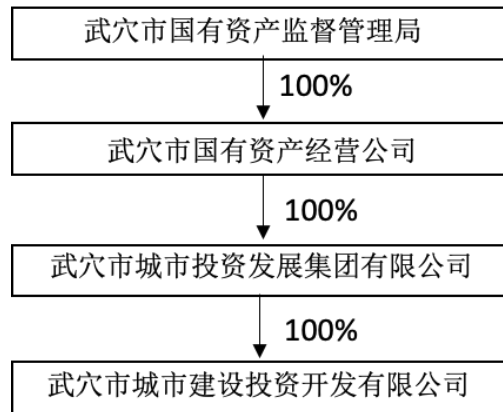
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	0.71	0.48	1.89
应收账款	24.30	20.08	15.97
其他应收款	20.72	7.14	10.05
存货	53.85	51.66	50.31
流动资产合计	104.18	83.18	81.37
固定资产	1.12	0.12	0.13
在建工程	0.01	0.01	0.01
无形资产	11.21	11.86	0.00
非流动资产合计	15.94	15.50	3.22
资产总计	120.12	98.68	84.59
短期借款	0.59	0.50	0.50
应付账款	0.09	0.05	0.12
其他应付款	27.02	8.56	3.89
一年内到期的非流动负债	5.15	5.94	3.20
流动负债合计	38.34	17.70	9.78
长期借款	22.65	20.41	23.01
应付债券	6.63	8.64	10.80
长期应付款	0.00	0.18	2.77
非流动负债合计	29.28	29.23	36.58
负债合计	67.62	46.93	46.36
其中：短期债务	5.74	6.44	4.03
总债务	35.12	35.67	40.62
所有者权益	52.50	51.75	38.23
营业收入	4.10	4.84	4.82
营业利润	1.27	1.60	1.20
其他收益	1.59	1.43	0.40
利润总额	1.25	1.58	1.18
经营活动产生的现金流量净额	8.70	6.05	4.13
投资活动产生的现金流量净额	-5.83	-0.40	-0.26
筹资活动产生的现金流量净额	-2.64	-7.07	-6.59
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	16.55%	16.69%	16.74%
资产负债率	56.29%	47.56%	54.80%
短期债务/总债务	16.35%	18.04%	9.93%
现金短期债务比	0.07	0.03	0.39
EBITDA（亿元）	2.20	2.27	1.20

EBITDA 利息保障倍数	0.63	0.91	0.43
---------------	------	------	------

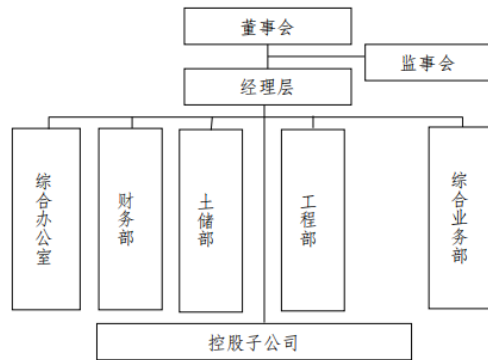
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公开查询，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	业务性质	持股比例
武穴市东晟广告传媒公司	100.00	广告业务	100.00%
武穴市刊江村镇投资有限公司	10,000.00	基础设施投资建设	100.00%
武穴市建瓴发展置业有限公司	10,000.00	工程施工	100.00%
武穴市安捷机动车安全环保检测有限公司	200.00	机动车安全性能检测	100.00%

资料来源：公司 2022 年审计报告以及国家企业信用信息公示系统查询，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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、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。