



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024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，经济发展态势较好，谷城县建设投资经营有限公司（以下简称“谷城建投”或“公司”）仍是谷城县重要的基础设施建设平台之一，业务持续性较好，并持续得到当地政府较大力度支持，同时，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相关债券的安全性；但中证鹏元也关注到，公司无收益或低收益资产规模较大，随着项目建设持续投入，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，仍需通过再融资平衡资金缺口。

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

2024年7月29日

联系方式

项目负责人： 蒋晗
 jianghan@cspengyuan.com

项目组成员： 张涛
 zhangt@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话： 0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	150.66	139.45	88.68
所有者权益	93.44	92.10	51.41
总债务	46.70	38.50	30.44
资产负债率	37.98%	33.95%	42.04%
现金短期债务比	0.87	0.29	1.56
营业收入	7.10	8.88	4.83
其他收益	1.50	1.65	1.04
利润总额	0.74	1.04	0.97
销售毛利率	12.97%	15.69%	23.22%
EBITDA	2.30	2.16	1.94
EBITDA 利息保障倍数	1.05	1.29	1.71
经营活动现金流净额	-5.05	-8.56	-3.95

资料来源：公司 2021-2023 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，经济保持较快增长。**依托丰富的硅石矿资源，谷城县资源再生利用、汽车零部件等六大主导产业加快发展，2023年经济增速回升，经济总量位居襄阳市中游。
- **公司平台重要性较高，业务持续性较好。**公司控股股东仍为谷城县国资局，作为谷城县重要的基础设施建设主体之一，公司基础设施建设业务规模较大，平台地位重要性较高。目前在建基础设施建设项目投资规模较大，且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，未来业务持续性较好。
- **公司持续获得较大力度的外部支持。**2023年公司获得谷城县财政局货币资本金注入0.79亿元，同时获得谷城县国资局无偿划转的湖北水投水利水电工程有限公司100%股权，增加资本公积0.02亿元。同期公司获得谷城县财政局给予的1.50亿元政府补助，较大程度提升了利润水平。
- **保证担保仍能有效提升相关债券的安全性。**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。

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，2023年末占净资产的比重为23.97%。
- **公司项目建设资本开支需求大，财务杠杆持续提升，面临一定的债务及资金压力。**随着项目投入资金的沉淀，公司经营现金流持续呈大额净流出态势，且与其他单位的往来应收款持续增加，项目建设资金面临较大缺口，通过外部融资平衡资金缺口，债务规模不断提升，叠加存量债务还本付息压力，未来仍需通过再融资平衡。
- **公司存在一定的或有负债风险。**2023年末公司对外担保余额合计12.56亿元，主要为对谷城县地方国企的担保，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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	5/7
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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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：一方面，公司实际控制人为谷城县国资局，其对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权，近年来谷城县政府在资产注入、财政补贴等方面提供较大力度支持；另一方面，公司主要负责谷城县基础设施投融资及建设，对谷城县贡献很大，公司违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为谷城县政府提供支持的能力强，主要体现为：依托丰富的硅石矿资源，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，2023 年经济和财政增速表现较好。

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	0.8	2023-06-09	2025-04-27
PR 谷建 01/19 谷城建投债 01	3.0	1.2	2023-06-09	2026-04-26

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，募集资金均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2023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年末，公司注册资本15.57亿元，实收资本2.17亿元，谷城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谷城县国资局，股权结构详见附录二。

公司是谷城县重要的基础设施建设运营主体之一，主要从事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。2023年公司增加1家子公司，年末纳入公司合并范围的子公司共19家，详见附录五。

表1 2023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	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北水投水利水电工程有限公司	100%	628.00	河湖治理及防洪设施工程建筑	无偿划转

资料来源：公司2023年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积

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2023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800.00万元。

极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化

债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

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，经济保持较快增长，经济总量位居襄阳市下辖区县中游，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。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。2023年末谷城县常住人口为48.28万人，与第七次全国人口普查数据基本持平。

经济发展水平：谷城县固定资产投资持续增长和消费复苏带动经济增长，经济体量位居襄阳市下属区县中游水平。2023 年，谷城县地区生产总值增长 7%，固定资产投资增速较快，为最重要的经济拉动引擎，产业结构上，谷城县经济结构以第二及第三产业为主，二、三产业投资分别增长 32.9%和 35.7%；同期消费复苏，社会消费品零售总额同比增长 11.9%，也是经济增长的重要带动因素。谷城县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 2023 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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
襄州区	830.15	-	8.93	23.59	9.12
枣阳市	-	-	-	28.64	10.57
樊城区	706.65	5.9%	11.71	22.03	-
谷城县	490.85	7.0%	10.17	15.54	6.11
宜城市	485.19	6.7%	10.34	16.09	4.24
襄城区	483.04	7.0%	10.14	15.24	6.00
老河口市	443.14	7.2%	10.52	16.08	1.90
南漳县	392.92	6.0%	8.64	14.40	4.99
保康县	190.18	4.5%	8.53	9.82	4.12

注：1、“-”表示数据未公布；2、樊城区、谷城县、老河口市、南漳县人均 GDP 采用 2023 年末常住人口计算，襄州区、宜城市、襄城区、保康县人均 GDP 采用 2022 年常住人口计算；3、襄城区政府性基金收入为《关于襄城区 2023 年预算执行情况和 2024 年预算草案的报告》中的全区政府性基金补助收入。

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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	490.85	7.0%	478.63	5.9%	437.03	13.4%
固定资产投资	-	29.1%	-	22.8%	-	27.1%
社会消费品零售总额	188.63	11.9%	168.62	3.7%	162.57	23.6%
人均 GDP（元）		101,667		99,095		90,482
人均 GDP/全国人均 GDP		113.77%		115.64%		111.74%

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，2023 年人均 GDP=2023 年 GDP/2023 年末常住人口。

资料来源：谷城县 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报，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。2023 年谷城县硅资源潜力得到进一步释放，世界 500 强企业浙江吉利控股集团有限公司的吉利硅谷产业园二期、中国 500 强企业兴发集团（600141.SH）的硅胶产业园、中国行业 10 强湖北潘达尔硅基新材料有限责任公司的硅基新材料等重大

项目建成投产。同期谷城县培育国家级“专精特新”小巨人企业 5 家、总数达 11 家，区域内企业实力不断增强，骆驼集团荣获长江质量奖、连续 11 年上榜中国民企 500 强，三环锻造获评国家级智能制造示范工厂，三环车桥成为国家工业产品绿色设计示范企业，金耐特被评为国家级绿色工厂。2023 年谷城县规模以上工业增加值同比增长 9.9%。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，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。

发展规划及机遇：根据谷城县“十四五”规划，未来谷城县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，谷城县着力推进制造业“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。2023 年谷城县实现一般公共预算收入同比增长 28.0%，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，辖内上市公司骆驼集团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偏弱，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	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	15.54	12.14	11.90
税收收入占比	78.31%	80.38%	81.1%
财政自给率	27.85%	23.69%	23.22%
政府性基金收入	6.11	6.55	5.94
地方政府债务余额	59.5	44.01	34.89

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2021-2022年财政决算报告，谷城县2023预算执行情况、谷城县2023年国民经济和社会发展统计公报、2023年湖北省政府债务情况说明，中证鹏元整理

投融资平台：谷城建投为谷城县唯一发债平台，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

公司仍主要涉及基础设施、砂石销售、水电供应等业务，目前充足的项目储备为后续业务持续性

提供了有力支撑，但2023年基础设施工程结转收入下降，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。2023年公司营业收入下降，主要因基础设施工程收入结算规模减少，砂石销售业务收入规模有所下滑，水费电费收入受当年发电量回升影响有所增长。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。公司整体毛利率出现下降，主要受收入结构以及砂石毛利率下降影响，其中基础设施工程毛利率上升，砂石销售受环保政策及汛期时间影响毛利率下降，水费电费因区域内部分工业园区用水用电量恢复有所回升。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施工程	57,855.16	81.48%	19.79%	75,029.40	84.53%	14.36%
砂石销售	10,450.53	14.72%	-21.70%	11,609.93	13.08%	28.36%
水费电费	1,975.20	2.78%	10.41%	1,687.78	1.90%	-11.24%
其他业务	724.57	1.02%	-24.08%	430.32	0.49%	10.72%
合计	71,005.46	100.00%	12.97%	88,757.43	100%	15.69%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

2023年公司基础设施工程收入减少，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，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一定比例，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。

根据谷城县财政局出具的2023年基础设施建设投入确认通知书，公司基础设施建设结算收入下降，主要系2022年美丽乡村建设项目进展较快，2023年该项目进度放缓。

表6 公司主要工程建设收入构成（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	投资成本	代建收入	投资成本	代建收入
S467 紫金至赵湾公路改建	9,930.92	11,420.55	--	--
美丽乡村建设项目	5,785.06	6,652.82	49,918.26	57,406.00
谷城县文化中心项目	4,568.18	5,253.40	--	--
谷城县汉江国家湿地生态修复与保护项目	818.35	941.10	465.83	535.7
汉十高铁站南大道项目	689.99	793.49	1,550.93	1,783.57
产业新区三号路道路工程	631.73	726.49	630.58	725.17
湖北三环集团谷城工业园项目工程	619.76	712.72	914.64	1,051.83
殡葬服务体系建设项目	414.26	476.40	2,380.59	2,737.68
襄阳市谷城县南河干流近期防洪治理工程	128.03	147.24	17.03	19.59
其他工程	22,821.97	30,730.95	7,435.56	8,550.89
合计	46,408.24	57,855.16	63,313.42	72,810.43

资料来源：公司提供

公司目前承建的项目较多，主要包括美丽乡村建设项目、谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目、谷城县文化中心项目等。项目已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2023年末，公司主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大的建设资金压力。

表7 截至2023年末公司重要在建基础设施工程情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
美丽乡村建设项目	95,238.46	64,058.82	是
谷城县汉江国家湿地水生态修复与保护项目	56,270.44	14,343.22	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	4,059.50	是
谷城县文化中心项目	43,173.29	5,502.59	是
三环工业园路网工程	32,910.10	18,782.29	是
产业新区三号路道路工程	30,000.98	33,106.20	是
苗木培育及园林生态绿化建设项目	22,611.99	1,765.59	是
殡葬服务体系建设项目	18,908.00	9,678.39	是
合计	349,122.26	151,296.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

“PR谷城01/18谷城建投债01”和“PR谷建01/19谷城建投债01”债券募投项目为自营项目，包含谷城县水厂工程项目和谷城县公铁客运中心建设项目两个子项目。谷城县水厂工程项目于2019年4月建成试运营，于2020年投入运营。谷城县公铁客运中心建设项目始建于2017年1月，建成后的收入主要以停车收入、车辆清洗收入和其他配套商业设施出租收入为主，收入归属公司，受政府规划调整等影响，该项目建设进度未达预期，2023年末已投资规模2.52亿元，拟于2024年末内完工，未来需持续关注该项目建设进展及收益实现情况。

（二）砂石销售业务

谷城县砂石资源丰富，公司河道砂石开采业务具有区域专营性，2023年砂石销售收入有所下滑，且毛利率为负

谷城县交通建设投资有限公司（以下简称“交投公司”）拥有沈家湾、塔湾、喻家湾三个砂石中心，目前已入驻多家砂石生产企业，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势明显，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。2023年10月谷城县水利局进一步授权交投公司王家井河道采砂许可，采砂有效期1年。

截至2023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

公司砂石销售收入规模较大，仍是公司第二大收入来源，但2023年收入规模有所下滑，且毛利率受转销售价格下降、运费及装载费成本增加影响而降幅较大。此外，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

2023年供水供电业务收入增长，业务持续性较好且现金流较为稳定

公司供电业务系由子公司谷城联虹电业有限公司经营管理，其拥有的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，根据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。

2023年公司水费电费收入为1,975.20万元，募投项目15万m³/d水厂工程项目建成后增加了公司供水能力，收入呈现增长，主要系2022年区域内部分工业园区阶段停产，2023年恢复生产后用水用电量增长，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，2023年公司在资产注入和财政补助方面继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。2023年公司获得谷城县财政局货币资金注入0.79亿元，同时获得谷城县国资局无偿划转的湖北水投水利水电工程有限公司100%股权，增加资本公积0.02亿元。

2023年公司持续获得谷城县财政局下拨的营运资金专项补贴1.50亿元，有效提升了利润水平。

六、 财务分析

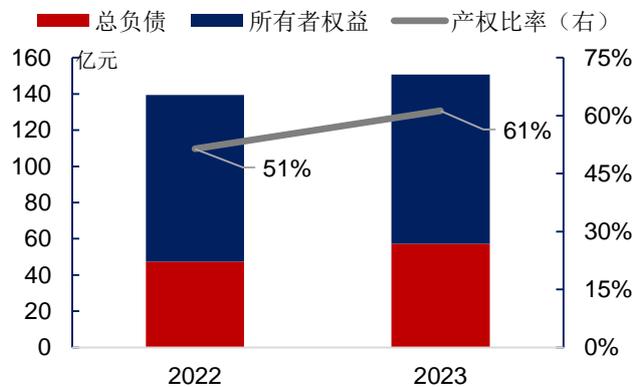
财务分析基础说明

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2022年审计报告、经北京国勤会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增无偿转入子公司1家。

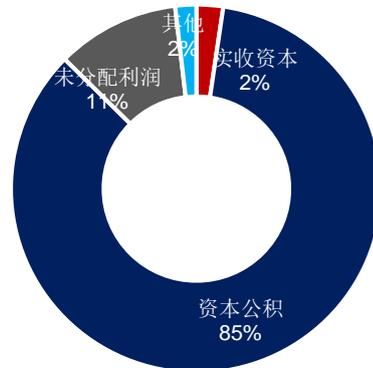
资本实力与资产质量

公司资产规模持续增长，主要以项目投入成本、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

2023年公司获得资本金转入及无偿转入股权，加之自身经营积累，所有者权益规模有所增长，但近年随着公司在项目建设的持续投入，债务融资增长较快，总资产规模快速增长，但2023年末权益对债务的覆盖程度下降。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 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2023 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2023 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）、无形资产（采砂权）及其他非流动资产（储备用地及林场等）为主要构成，2023年末上述资产合计占比达87.64%。2023年末存货账面价值22.41亿元，其中未实现收益的林场资产账面价值14.66亿元，通过招拍挂方式取得的土地使用权（用途多为商服、住宅）6.60亿元，其余存货为项目成本和原材料等；随着代建项目确认，2023年末合同资产增至31.39亿元，项目投入资金沉淀较重，而项目回款依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力差。

2023年末公司应收账款规模较小，主要是应收谷城县财政局及谷城县供水总公司等单位款项。其他应收款中主要系应收谷城县政府部门及其下属企业往来款项，此外还包含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2.38亿元，账龄主要在4年以上，已计提3,571.80万元坏账准备，该民营企业涉诉较多且多次被列入失信被执行人，其欠款存在较大回收风险。总体来看，公司应收款项规模较大，回收时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用，且部分存在回收风险。

2023年末公司无形资产主要为全县河道砂石统一开发经营权，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、子公司湖北八零一建设工程有限公司的房建二级资质、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。2023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，2023年公司新建部分资产增

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。

加0.58亿元，年末二者余额合计4.22亿元。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（合计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，由于债务融资到位，2023年末公司货币资金增加，但规模仍较少，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，2023年固定资产账面价值有所减少，主要系折旧及部分资产因出租转入投资性房地产。2023年随着多功能专用车研发制造基地、湖北森茂纺织建设项目、蕪山临城等自建项目建成结转，公司在建工程账面价值有所下滑。受限资产方面，截至2023年末，公司使用受限的资产账面价值合计5.88亿元（主要系房产和土地使用权），占同期末资产总额的比重为3.90%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.53	2.34%	1.73	1.24%
应收账款	1.78	1.18%	1.26	0.90%
其他应收款	24.07	15.98%	21.59	15.49%
存货	22.41	14.88%	20.80	14.92%
合同资产	31.39	20.84%	26.37	18.91%
流动资产合计	84.17	55.87%	72.70	52.14%
固定资产	7.48	4.97%	7.90	5.67%
在建工程	3.78	2.51%	4.95	3.55%
无形资产	40.35	26.79%	40.76	29.23%
其他非流动资产	12.01	7.97%	11.43	8.20%
非流动资产合计	66.49	44.13%	66.75	47.86%
资产总计	150.66	100.00%	139.45	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司因代建项目结转及砂石销售减少导致营业收入同比下滑，政府补助对盈利贡献较大，目前基础设施建设项目储备较充足，砂石业务具备区域专营性，未来业务收入较有保障

2023年公司营业收入有所下滑，主要系基础设施工程建设项目结转减少，目前公司在建项目规模仍较大，且尚有已完工未结算项目，未来收入较有保障；砂石销售及水电等业务丰富了收入构成，且砂石业务具有区域专营性，业务持续性较好。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，2023年公司销售毛利率下降，主要受业务结构变动及砂石毛利率下降影响。2023年政府补助力度仍较大，是当期利润总额2.03倍，为公司利润的主要来源，有效提升了利润水平。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	7.10	8.88
营业利润	0.76	1.11
其他收益	1.50	1.65
利润总额	0.74	1.04
销售毛利率	12.97%	15.69%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年项目投入增加推动公司总债务规模持续增长，偿债能力指标表现欠佳，且资产受限规模较高，叠加项目资金需求较大，预计未来外部融资将持续增长，债务压力加大

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，叠加与其他单位的往来款规模较大且账期长，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。

2023年末公司总债务规模增至46.70亿元，占负债总额的比重达81.62%，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，2023年长期银行借款增长41.98%；债券规模随着偿付持续下降，2023年末应付债券账面余额2.14亿元（不含一年内到期的应付债券）；长期应付款主要由应付国开基金和农发基金的项目投资款构成，投资款由县国资局或谷城县人民政府陆续实施回购，截至2023年末国开基金投资款已回购0.12亿元，剩余0.08亿元；农发基金投资款已回购0.31亿元，剩余0.61亿元。

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11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.40	0.70%	0.82	1.73%
应付账款	2.92	5.10%	2.03	4.28%
其他应付款	3.07	5.37%	3.00	6.34%
一年内到期的非流动负债	3.00	5.25%	4.35	9.19%
流动负债合计	14.32	25.02%	14.78	31.22%
长期借款	39.94	69.80%	28.13	59.42%
应付债券	2.14	3.74%	3.59	7.58%
长期应付款	0.81	1.42%	0.84	1.78%
非流动负债合计	42.90	74.98%	32.57	68.78%

负债合计	57.22	100.00%	47.35	100.00%
总债务	46.70	81.62%	38.50	81.33%
其中：短期债务	4.11	7.18%	5.94	12.54%
长期债务	42.59	74.44%	32.56	68.78%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，受总负债持续增长影响，公司资产负债率上升。公司 EBITDA 利息保障倍数尚可，随着债务资金融入，现金类资产有所上升，现金类资产对短期债务的保障程度有所提高。

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 2024 年 5 月末公司剩余授信额度 27.56 亿元，具有一定融资弹性。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	37.98%	33.95%
现金短期债务比	0.87	0.29
EBITDA 利息保障倍数	1.05	1.29

资料来源：公司 2022-2023 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 表现良好，对公司经营和信用水平未产生负面影响

环境方面，根据公开查询信息及公司出具的相关说明，目前公司不存在因环保相关事件而受到监管部门处罚的情形。

社会方面，根据公司出具的相关说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

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。2023 年 3 月，公司总经理由唐克明变更为曹聪。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年2月19日）⁴，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，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年末公司对外担保余额合计12.56亿元，占期末净资产的13.44%。担保对象均为县国资局下属企业。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13 2023年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	是否有反担保
谷城县住房保障运营管理有限公司	国有	15,000.00	否
谷城县住房投资有限公司	国有	9,000.00	否
谷城县住房投资有限公司	国有	7,364.00	否
谷城县住房投资有限公司	国有	64,000.00	否
湖北国鑫矿业有限公司	国有	14,800.00	否
谷城县殡葬管理所	国有	7,040.00	否
谷城县住房投资有限公司	国有	13,876.16	否
谷城县住房投资有限公司	国有	19,023.90	否
湖北国鑫矿业有限公司	国有	39,500.00	
合计	-	125,604.06	-

资料来源：公司 2023 年审计报告

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。

⁴ 公司未提供最新征信报告。

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

进出口担保为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证的范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保人承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。本次债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过进出口担保，进出口担保继续承担上述保证责任。

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”，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（以下简称“进出口银行”）共同出资组建，初始注册资本10.00亿元，渝富资产和进出口银行分别持股60%和40%。受益于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，截至2017年末，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60.00%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2023年末，进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，股权结构如下表所示。

表14 截至 2023 年末进出口担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	18.00	60.00%
中国进出口银行	12.00	40.00%
合计	30.00	100.00%

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。受进出口担保压缩金融科技贷款担保业务的影响，2023年进出口担保业务规模有所下降，截至2023年末，进出口担保的担保余额为357.61亿元，同比下降12.55%，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54.05%和33.27%，近年业务结构基本保持稳定。

表15 进出口担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	341.54	610.32	623.64
其中：直接融资担保发生额	96.39	108.90	8.90
间接融资担保发生额	177.56	432.56	460.46
其中：银行传统贷款担保业务发生额	33.27	22.91	20.67
金融科技贷款担保业务发生额	144.29	397.25	391.49
非融资担保发生额	67.58	68.84	82.14
当期解除担保额	392.87	561.59	598.17
期末担保余额	357.61	408.94	360.21
其中：直接融资担保余额	193.29	213.75	167.13

间接融资担保余额	118.97	152.79	168.41
其中：银行传统贷款担保业务余额	52.85	37.13	35.70
金融科技贷款担保业务余额	66.12	104.67	88.29
非融资性担保余额	45.34	42.40	24.67
期末融资担保责任余额	269.04	330.79	311.17
融资担保责任余额放大倍数 (X)	6.21	7.98	7.80

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 2023 年末，进出口担保的直接融资担保余额为 193.29 亿元，同比下降 9.57%。随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策落地实施，未来进出口担保直接融资担保业务规模或将继续下降，担保业务结构面临一定转型压力。

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产品担保。近年来银行传统贷款担保业务保持增长，截至 2023 年末为 52.85 亿元，同比增长 42.34%。金融科技类贷款担保业务主要包括为“消费贷”、“司机贷”和“企业白条”等产品提供担保，该类贷款产品全部为信用贷款，代偿风险偏高，近年来进出口担保逐步压缩该类业务规模，截至 2023 年末，金融科技贷款产品担保余额为 66.12 亿元，同比下降 36.83%。

进出口担保非融资担保类产品主要是履约担保、诉讼保全担保及投标保函等业务，风险较低。截至 2023 年末，进出口担保非融资担保余额为 45.34 亿元，同比增长 6.93%。

进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。2023 年进出口担保的当期担保代偿额、当期担保代偿率较上年均有所上升，分别为 7.04 亿元、1.79%。截至 2023 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 1.33% 和 39.19%，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。近年进出口担保的担保业务准备金规模有所上升，但拨备覆盖率有所下降，截至 2023 年末，未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计 22.17 亿元，同比增长 17.12%，拨备覆盖率为 388.74%，同比下降 92.66 个百分点。

进出口担保利用闲置自有资金开展投资业务，截至 2023 年末，债权投资账面价值 27.60 亿元，较上年末增长 7.77%，主要来自债券投资的增长；从结构来看，债券和信托产品的规模占比分别为 63.55% 和 35.45%。

表 16 进出口担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	71.51	67.58	66.52
其中：货币资金	21.63	23.82	22.77
应收代偿款净额	6.38	4.43	3.92
所有者权益	44.06	42.24	40.68

营业收入	9.37	7.91	8.53
其中：已赚担保费	7.23	6.15	6.8
净利润	2.28	2.1	2.76
净资产收益率	5.28%	5.07%	6.98%
当期担保代偿率	1.79%	0.91%	0.62%
累计担保代偿率	1.33%	1.24%	1.36%
累计代偿回收率	39.19%	43.93%	53.81%
拨备覆盖率	388.74%	481.40%	561.48%

资料来源：进出口担保 2021-2023 年审计报告及进出口担保提供，中证鹏元整理

近年进出口担保总资产保持增长，截至 2023 年末资产总额为 71.51 亿元，同比增加 5.82%，主要由货币资金、债权投资、应收代偿款以及递延所得税资产构成；同期末货币资金 21.63 亿元，其中在资产总额中的占比为 30.24%，其中受限货币资金 11.80 亿元，均为银行存款质押；同期末债权投资、应收代偿款以及递延所得税资产分别为 27.60 亿元、6.38 亿元和 4.28 亿元。

截至 2023 年末，进出口担保的负债总额为 27.47 亿元，同比增长 8.41%，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金和存入保证金组成；同期末担保赔偿准备金和未到期责任准备金合计 22.17 亿元，同比增长 17.12%；同期末存入保证金 1.80 亿元，同比增长 2.27%。

进出口担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末为 44.06 亿元，其中实收资本 30.00 亿元。近年来进出口担保融资担保责任余额放大倍数有所下降，截至 2023 年末为 6.21 倍，未来具备一定的业务发展空间。

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。2023 年进出口担保实现营业收入 9.37 亿元，其中已赚担保费占比为 77.16%，当期实现净利润 2.28 亿元，净资产收益率为 5.28%。

综上，进出口担保股东综合实力很强，可在业务拓展、资金等方面给予进出口担保支持；具备一定的资本实力，担保风险准备金计提较为充分，拨备覆盖率高，有助于吸收代偿风险。同时中证鹏元也关注到，担保业务规模有所下降；当期担保代偿额和当期担保代偿率有所上升。

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，其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次债券的信用水平。

十、 结论

依托丰富的硅石矿资源，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，2023 年经济增速回升，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，2023 年因基础设施代建项目结转较少，且砂石销售收入下降，营业收入有所下滑。公司资产流动性较弱，且随着融资增加债务压力上升，但公司目前基础设施业务项目储备充足，业务持续性较好，

供水供电业务具备区域专营性，为未来收入来源提供保障。公司每年都收到营运资金专项补贴，有效提升了利润水平，未来有望持续获得外部支持，具备一定的抗风险能力。同时，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。

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+。

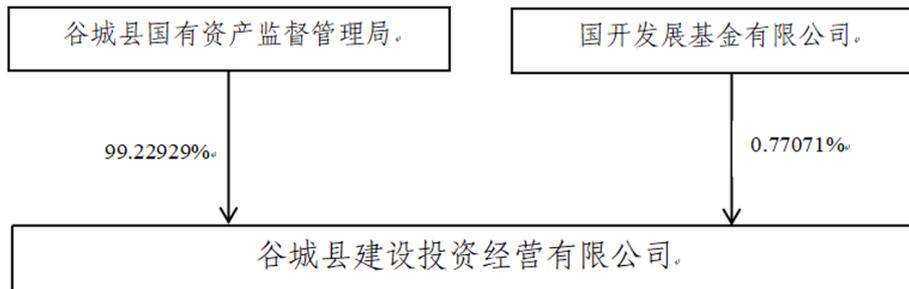
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.53	1.73	6.44
应收账款	1.78	1.26	1.14
其他应收款	24.07	21.59	19.16
存货	22.41	20.80	19.28
合同资产	31.39	26.37	18.43
流动资产合计	84.17	72.70	65.67
固定资产	7.48	7.90	8.06
在建工程	3.78	4.95	2.69
无形资产	40.35	40.76	0.09
其他非流动资产	12.01	11.43	11.43
非流动资产合计	66.49	66.75	23.01
资产总计	150.66	139.45	88.68
短期借款	0.40	0.82	0.29
应付账款	2.92	2.03	2.02
其他应付款	3.07	3.00	3.13
一年内到期的非流动负债	3.00	4.35	2.84
流动负债合计	14.32	14.78	10.96
长期借款	39.94	28.13	20.59
应付债券	2.14	3.59	4.71
长期应付款	0.81	0.84	1.02
非流动负债合计	42.90	32.57	26.32
负债合计	57.22	47.35	37.28
总债务	46.70	38.50	30.44
其中：短期债务	4.11	5.94	4.12
长期债务	42.59	32.56	26.32
所有者权益	93.44	92.10	51.41
营业收入	7.10	8.88	4.83
营业利润	0.76	1.11	0.98
其他收益	1.50	1.65	1.04
利润总额	0.74	1.04	0.97
经营活动产生的现金流量净额	-5.05	-8.56	-3.95
投资活动产生的现金流量净额	-0.52	-1.25	-0.74
筹资活动产生的现金流量净额	7.36	5.09	6.75
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	12.97%	15.69%	23.22%
资产负债率	37.98%	33.95%	42.04%

短期债务/总债务	8.80%	15.42%	13.53%
现金短期债务比	0.87	0.29	1.56
EBITDA (亿元)	2.30	2.16	1.94
EBITDA 利息保障倍数	1.05	1.29	1.71

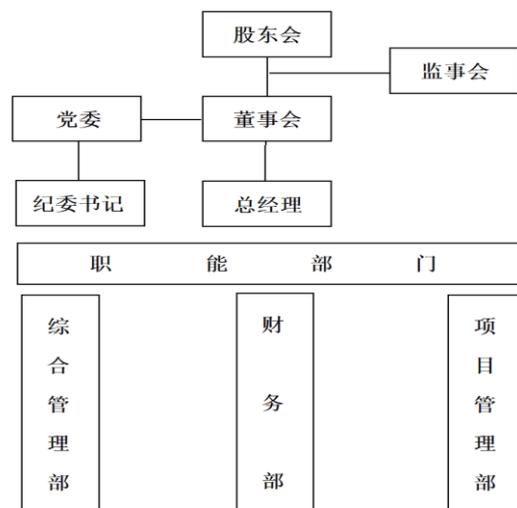
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 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 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 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
谷城县水利工程建设投资有限公司	2.92	89.32%	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
谷城县智胜教育投资有限公司	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
湖北水投水利水电工程有限公司	0.06	100%	河湖治理及防洪设施工程建筑

资料来源：公司 2023 年审计报告及公开信息，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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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。