



2021年当阳市鑫源投资开发有限责任公司 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，但不对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

2021年当阳市鑫源投资开发有限责任公司公司债券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
21 当阳债	AA+	AA+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽区位，交通便利，经济发展水平较高，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”）系当阳市重要的基础设施建设主体之一，持续获得较大力度的外部支持，且武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）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本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司资金大量沉淀于应收款项、项目投入、房屋和土地等弱流动性资产，在建项目带来较大资金压力，自营项目未来收益存在不确定性，且存在一定的债务压力和或有负债等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。预计公司未来较长一段时间仍为当阳市重要的基础设施建设主体之一，且有望继续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 7 月 30 日

联系方式

项目负责人：邹火雄
 zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：曾繁泳
 zengfy@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	120.07	122.29	128.89
所有者权益	84.48	83.12	91.18
总债务	17.56	21.81	23.48
资产负债率	29.64%	32.03%	29.25%
现金短期债务比	0.05	0.18	0.79
营业收入	4.83	6.01	3.41
其他收益	1.03	1.05	0.99
利润总额	1.48	2.31	2.06
销售毛利率	36.98%	31.21%	48.79%
EBITDA	2.40	2.63	2.31
EBITDA 利息保障倍数	2.02	1.93	2.68
经营活动现金流净额	3.34	1.11	-0.43

资料来源：公司 2021-2023 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，经济实力持续增强。当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽，区位优势明显，近年重点发展新能源新材料、现代化工两大主导产业和绿色建材、绿色食品、装备制造三大特色产业，2023 年当阳市地区生产总值同比继续增长，经济总量和人均 GDP 在宜昌市各区县中排名靠前。
- 公司继续获得外部的较大力度支持。2023 年公司继续收到当阳市人民政府（以下简称“当阳市政府”）拨付的运营资金补贴，对当期利润贡献较大。
- 保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）的主体信用等级为 AA+，其分别提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升“21 当阳债”的信用水平。

关注

- 公司资金仍大量沉淀于应收款项、项目投入成本等资产，整体资产流动性较弱。截至 2023 年末，公司应收款项、存货、投资性房地产合计占总资产的比重很大，其中应收款项和项目投入占用资金较多，回款时间存在不确定性。
- 公司面临较大的建设资金压力，且自营项目未来收益存在不确定性。公司在建项目规模较大，且项目建设和结算周期较长，回款滞后；同时公司在建项目中采用自营模式较多，未来收益存在不达预期的风险。
- 公司面临一定的债务压力。公司在建项目支出及未来投资计划带来较大的资金需求，仍需依赖外部融资解决资金缺口，期末公司现金储备较少，现金短期债务比表现较差，同时随着存量债务逐步到期，公司将面临一定本息接续压力。
- 公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。截至 2023 年末，公司对外担保金额合计 32.48 亿元，占当期期末净资产的比重为 38.45%，被担保方均为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”）的下属子公司，均未设置反担保措施。

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	5/7
				财务状况	4/7
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					3
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

- 公司是当阳市重要的基础设施投资主体之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，当阳市政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现为公司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”），当阳市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，且公司承担了当阳市较多基础设施建设项目，近年来持续获得当阳市政府较大力度的支持。公司提供了对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司在基础设施建设方面对当阳市政府贡献很大，且公司具有存续债券，若公司发生债务违约，将对当阳市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为当阳市政府提供支持的能力较强，主要体现为当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽，区位优势明显，近年重点发展新能源新材料、现代化工两大主导产业和绿色建材、绿色食品、装备制造三大特色产业，经济实力和财政实力稳步提升。

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
21 当阳债	3.00	2.10	2023-06-27	2026-01-26

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2021年1月26日发行5年期3.00亿元公司债券，募集资金计划用于置换因偿还“14当阳债”和“16当阳债”2020年度本息所产生的负债。截至2024年6月30日，21当阳债募集资金专项账户余额为0.58万元。

三、发行主体概况

2023年公司名称、控股股东、实际控制人、注册资本和实收资本均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本和实收资本仍均为51,182.17万元，控股股东仍为当阳建投，持有公司100%股权，实际控制人为当阳市国资局。

公司仍系当阳市重要的基础设施建设投融资主体之一，同时兼顾部分国有资产运营职能。截至2023年末，公司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

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”的总体思路下，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

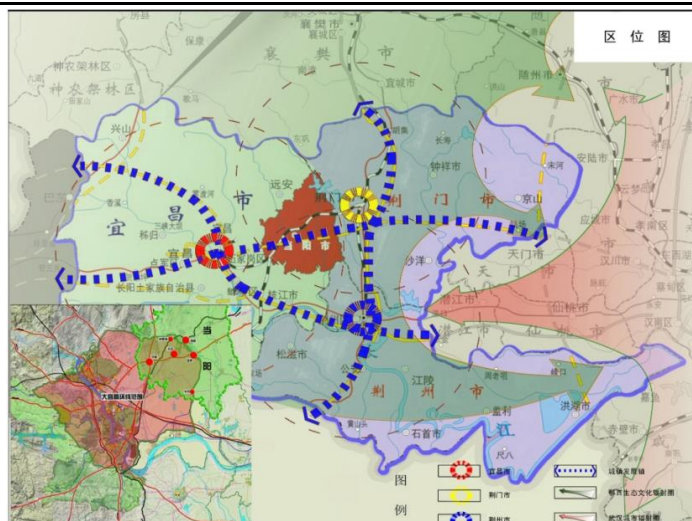
券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽，区位优势明显，近年重点发展新能源新材料、现代化工两大主导产业和绿色建材、绿色食品、装备制造三大特色产业，2023年经济实力稳步提升，但地区财政自给能力较弱，地方政府债务增速较快

区位特征：当阳市区位优势明显。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，行政区域面积2,149.71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，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”。截至2023年末，当阳市常住人口41.87万人，较2020年第七次人口普查结果下降2.73%。

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位于中上游水平，2023年地区经济持续增长，人均GDP水平较高。2023年当阳市地区生产总值同比增长6.6%，经济总量和人均GDP在宜昌市各区县中排名靠前，经济发展水平较高，人均GDP为全国人均GDP的1.7倍，连续2年上榜中国县级市基本现代

化指数百强，位次提升至89位。当阳市二、三产业较为均衡，2023年三次产业结构为19.4 : 33.1 : 47.5。2023年当阳市固定资产投资额同比增长8.1%，其中受房地产市场行情低迷影响，房地产开发投资同比减少6.3%；分产业来看，2023年第一产业和第二产业投资额分别同比增长51.1%和19.7%，对全年投资规模的增长贡献较大。2023年当阳市消费市场恢复情况较好，实现社会消费品零售总额208.63亿元，同比增长8.2%。出口方面，当阳市2023年实现出口额14.99亿元，同比增长35.1%，出口规模连续3年保持高速增长态势。

表1 2023年宜昌市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区县名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算 收入	政府性基金 收入
宜都市	920.62	7.2%	25.70	30.04	13.96
枝江市	855.6	10%	19.97	27.02	10.59
当阳市	637.34	6.6%	15.22	17.03	16.30
西陵区	560.98	7.4%	10.50	14.65	0.54
伍家岗区	445.41	7.0%	13.19	18.24	0.43
远安县	226.72	7.2%	12.69	12.69	2.56
长阳土家族自治县	203.2	6.8%	6.37	7.18	5.25
五峰土家族自治县	112.24	5.0%	6.94	4.25	2.26

注：1、上表 2023 年西陵区 GDP 不包含水力发电和东山园区增加值 321.75 亿元；2、宜都市、伍家岗区、长阳土家族自治县、五峰土家族自治县人均 GDP 来源于 2023 年国民经济和社会发展统计公报，枝江市、远安县人均 GDP 以各区县 2022 年末常住人口计算，当阳市、西陵区按各区市 2023 年末常住人口计算。

资料来源：各区县 2023 年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、宜昌市 2023 年统计年鉴、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	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）	637.34	6.6%	628.57	6.5%	571.3	15.5%
固定资产投资	-	8.1%	-	12.1%	-	20.0%
社会消费品零售总额	208.63	8.2%	192.85	3.9%	185.70	28.7%
进出口总额	18.75	39.8%	13.41	75.3%	7.65	150.3%
人均 GDP（元）		152,219		150,196		136,450
人均 GDP/全国人均 GDP		170.35%		175.26%		167.69%

注：“-”表示相关数据未公开披露。

资料来源：2021-2023 年当阳市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：当阳市加快构建“2+3”现代产业体系¹，工业发展势头较好。当阳市是中部地区最大玻璃生产基地、湖北省重要化肥生产基地，建筑陶瓷产能占全省60%以上。近年当阳市重点发展新能源新材料、现代化工两大主导产业和绿色建材、绿色食品、装备制造三大特色产业，拥有葛洲坝水泥、三峡新材（600293.SH）、中材节能（603126.SH）、华强化工、史丹利（002588.SZ）、蒙牛乳业（2319.HK）、新阳特纤（836228.NQ）等重要大型企业。在湖北省工商联发布的2023年湖北民营企业

¹“2+3”现代产业体系指新能源新材料、现代化工两大主导产业和绿色建材、绿色食品、装备制造三大特色产业。

排行榜中，当阳市2家企业入选湖北民营企业制造业百强，华强化工连续7年上榜中国石油和化工企业500强。2023年当阳市积极推动产业转型升级，加快建设徽阳新材料、中清二期等62个重点项目，冠毓碳纳米管导电剂一期、百佳墙体新材等52个项目建成投产，新签约亿元以上项目132个，协议总投资912.39亿元，全口径到位资金278.86亿元。

财政及债务水平：2023 年当阳市一般公共预算收入有所增长，但财政自给能力较弱。2023 年当阳市实现一般公共预算收入 17.03 亿元，同比增长 16.8%；2023 年税收收入占比同比增长 12.3%，收入质量较好。2023 年当阳市财政自给率为 32.45%，财政自给能力较弱。2023 年当阳市政府性基金收入同比有所增长，主要系以工业用地为主的国有土地出让收入增加所致。2023 年末当阳市地方政府债务余额为 69.65 亿元，地方政府债务增长较快。

表3 当阳市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	17.03	14.58	14.05
税收收入占比	70.75%	73.63%	78.06%
财政自给率	32.45%	33.24%	38.47%
政府性基金收入	16.30	15.47	10.97
地方政府债务余额	69.65	57.57	43.45

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 2021-2022 年市级决算草案的报告、关于当阳市 2023 年预算执行情况和 2024 年预算草案的报告等，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，当阳市主要发债平台有2家，分别为当阳鑫源和母公司当阳建投。

表4 截至 2023 年末当阳市主要投融资主体情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
当阳建投	当阳市财政局	146.33	50.51%	23.06	116.81	当阳市主要的基础设施建设、安置房建设、及公用事业服务主体
当阳鑫源	当阳建投	84.48	29.64%	4.83	17.56	当阳市重要的基础设施项目建设、安置房建设和国有资产运营主体

注：1、“-”表示未获取数据；2、总债务未包含债务调整项；3、以上数据为 2023 年末数据。

资料来源：iFind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍系当阳市重要的基础设施建设和安置房建设主体之一，2023年收入规模有所下降，代建业务期末仍有较大规模的待结算工程代建成本，业务收入较有保障；租赁业务仍保持稳定；安置房销售仍有一定的可售房源，但销售进度偏慢

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，营业收入仍主要来源于工程代建、房屋租赁及房屋销售。2023年公司营业收入有所下降，主要系当期工程代建结算规模减少，叠加房屋销

售确认收入减少所致。毛利率方面，公司整体销售毛利率有所提升，主要受代建业务和房屋销售业务收入减少，毛利率较高的租赁业务收入占比提高所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程代建	2.42	50.07%	7.41%	2.79	46.48%	7.91%
租赁业务	1.45	29.95%	100.00%	1.45	24.06%	100.00%
房屋销售	0.95	19.59%	15.35%	1.76	29.24%	11.66%
其他	0.02	0.39%	78.65%	0.01	0.23%	29.66%
合计	4.83	100.00%	36.98%	6.01	100.00%	31.21%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程代建业务

公司系当阳市重要基础设施建设投融资平台之一，平台地位较为重要，2023年工程代建业务收入因项目结算量减少而小幅下降；公司在建自营项目投资规模较大，带来较大资金压力，且未来收入存在不确定性

公司承担了当阳市较多的基础设施建设职能，跟踪期内其业务模式未发生重大变化。公司工程项目建设模式包括委托代建和自营。委托代建模式下，公司作为项目代建方实施基础设施建设项目，通过与各政府部门或母公司当阳建投签订委托代建合同，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，代建管理费以项目总投资成本乘以代建管理费率（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。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。

公司依据当阳市政府各部门出具的收入结算单，对项目进行成本结转并确认收入，2023年公司结算项目仍主要为金桥工业园项目，当期结算收入较上年有所减少。受项目结算管理费加成比例浮动影响，毛利率有所下降。但由于基础设施建设项目建设和结算周期长，且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，公司代建业务结算和回款存在一定滞后。

表6 2023 年公司工程代建收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入金额	确认成本金额
金桥工业园项目	20,939.46	19,210.51
光伏智能制造基地一期建设项目	2,660.55	2,660.55
重点环卫项目	582.52	518.94
合计	24,182.53	22,390.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前存量代建基础设施项目基本已完工，在建项目较少。但前期代建项目较多，形成了大量待结算成本，截至2023年末公司存货尚有6.50亿元施工成本未结转，仍可为公司未来工程代建收入提供了

一定保障。

公司在建自营项目储备较多，建成后将为公司提供一定收入补充，但未来收入存在不确定性。自营模式下，公司通过自筹资金建设，完工后由公司负责经营并取得收益。截至2023年末，公司主要在建项目合计总投资56.08亿元，预计尚需投资22.25亿元，存在较大的资金压力。双莲工业园标准化厂房项目、当阳市棚户区改造工程项目、当阳市汽车城建设项目等项目建成后主要通过厂房出租和销售等实现收入，但未来厂房出租率、房产去化率等存在较大不确定性，自营项目存在收益不及预期的风险。

表7 截至 2023 年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	是否代建
金桥工业园	29.78	18.53	11.25	-
当阳市棚户区改造工程项目	10.76	5.38	5.38	否
双莲工业园标准化厂房项目	10.60	7.69	2.91	否
当阳市汽车城建设项目	4.94	2.23	2.71	否
合计	56.08	33.83	22.25	-

注：1.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。

资料来源：公司提供

（二）租赁业务

2023年公司房产租赁业务仍较稳定且毛利率较高，为公司提供了稳定的利润补充

租赁业务为公司带来稳定的收入和利润。公司租赁业务主要来源于自有办公房产和门面等物业及配套设施设备的出租，近年租赁业务带来稳定的收入和利润。截至2023年末，公司拥有投资性房地产账面价值20.37亿元，主要系2014年当阳市政府注入的原国有相关单位的房产，包括办公用房及门面等资产。2022年公司与当阳市国有资产经营有限公司（以下简称“当阳国资经营公司”）签订房屋租赁合同，将面积合计38.64万平方米的投资性房地产打包出租给当阳国资经营公司，租赁期3年，当阳国资经营公司承担相应租赁资产所产生的费用和维护责任，年租金为15,138.36万元（含税），租金每年收取一次，但一般在次年付款，回款速度较慢。2023年公司租赁业务收入稳定，由于公司的投资性房地产以公允价值计量且不承担出租期间费用和维护，该业务毛利率仍较高，为公司提供了稳定的现金流入和利润补充。

（三）房屋销售业务

公司房屋销售收入仍主要来自雄风安置房项目，存量安置房项目较少，需关注未来该业务持续性

跟踪期公司房屋销售业务模式未发生重大变化，目前无储备在建安置房项目。公司房屋销售业务主要系当阳市区域内安置房项目开发，由公司自筹房屋建设资金进行建设，居民与当阳市房屋征收实施单位签订《房屋征收补偿安置协议》，根据拆迁房屋面积和位置计算拆迁补偿费用，并获得拆迁补偿费用及安置房购房凭证。居民向公司出具安置房购房凭证并签署《房屋征收安置购房合同》及缴纳购房款后，

公司向居民交付安置房，并确认销售收入，安置房交付后，由公司统一办理房屋产权证。

截至2023年末，公司无在建安置房项目，且主要在售安置房项目雄风安置房项目已完工，存量安置房开发产品账面价值7.96亿元。考虑到房地产销售项目上市和收入结算的时间影响，安置房销售的价格受到政府管制，预计未来房屋销售业务收入和毛利率仍存在较大波动性。

2023年公司在财政补贴方面继续获得较大外部支持

公司承担了当阳市基础设施建设、保障房建设以及国有资产运营职能，2023年公司在财政补贴方面继续获得当阳市政府较大的支持，当期获得政府补贴合计1.03亿元，对公司利润贡献较大。

六、 财务分析

财务分析基础说明

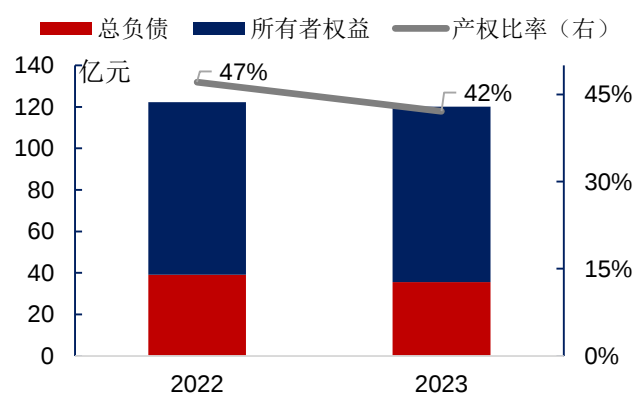
以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2023年末公司无纳入合并范围内的子公司。

资本实力与资产质量

公司资产规模小幅下降，仍以应收款项、项目投入成本、房屋等资产为主，其中应收款项和项目投入占用资金较多，回款时间存在不确定性，房屋资产短期变现难度大，整体资产流动性偏弱

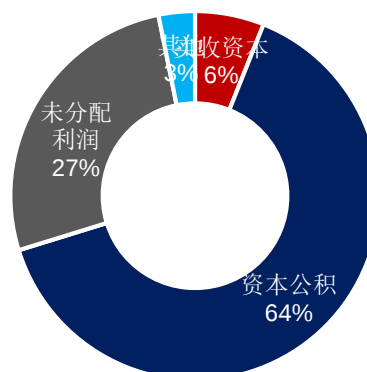
2023年末公司所有者权益小幅增长，因当期偿还部分债券本金，总债务有所减少。综合影响下，2023年末产权比率有所下降，所有者权益对总负债的偿付保障程度仍较好。截至2023年末，公司所有者权益仍主要由股东注入的实收资本、资本公积及经营累积的未分配利润构成。

图2 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3 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

公司资产以应收款项、存货、投资性房地产为主。截至2023年末，上述资产合计占公司总资产比重为96.31%。

2023年末公司其他应收款继续增长，形成较大的资金占用。2023年末公司其他应收款继续增长，仍主要为应收关联方、政府部门的往来款，其中前五大应收款合计占比为82.65%，应收政府部门款项账期较长，对资金形成占用。

存货系公司最主要的资产构成部分，2023年末规模略有下降，存货资产短期变现难度大。公司存货主要包括工程代建项目成本、土地资产和已开发的安置房和商品房项目。截至2023年末，公司存货中土地资产账面价值合计54.78亿元，划拨取得的土地较多，大部分已取得土地使用权证，土地用途主要系工业和商服，产权类型以出让居多，但仍有一部分尚未办妥权证；存货中合同履行成本主要为工程代建项目投入，账面价值为6.49亿元；开发产品主要为存量安置房以及公司自营建设的棚改项目中按照完工进度结转的房屋及商业建筑，账面价值为7.96亿元。

2023年末投资性房地产受公允价值变动和外购等影响，账面价值略有提升。公司投资性房地产主要系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，采用公允价值模式计量。

表8 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	0.22	0.18%	0.77	0.63%
应收账款	2.20	1.83%	1.81	1.48%
其他应收款	23.51	19.58%	22.28	18.22%
存货	69.56	57.93%	72.62	59.38%
流动资产合计	95.52	79.55%	97.50	79.73%
固定资产	1.35	1.12%	1.43	1.17%
在建工程	2.45	2.04%	2.90	2.37%
投资性房地产	20.37	16.97%	20.36	16.65%
非流动资产合计	24.55	20.45%	24.79	20.27%
资产总计	120.07	100.00%	122.29	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

公司2023年因结算项目减少，工程代建收入有所下降，房屋销售收入亦有所减少且业务持续性较弱，租赁收入较为稳定，政府补助对利润贡献较大

公司业务收入主要来源于工程代建业务、房屋租赁、房屋销售。2023年代建业务因结算量减少收入有所下滑，房屋销售业务确认收入较上年亦有所减少，房屋租赁业务收入较为稳定。2023年公司销售毛利率有所提升，主要系当期毛利率较高的房屋租赁业务收入占比提高等所致。公司系当阳市重要的基础设施建设主体之一，截至2023年末公司存货尚有一定规模的工程施工成本，随着项目结算推进，未来仍

能为公司工程代建业务收入提供一定保障，同时公司租赁业务稳定，未来收入仍具有持续性。

此外，2023年公司继续获得各项计入其他收益的政府补贴合计1.03亿元，对公司利润形成较好补充。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023 年	2022 年
营业收入	4.83	6.01
营业利润	1.43	2.31
其他收益	1.03	1.05
利润总额	1.48	2.31
销售毛利率	36.98%	31.21%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年末公司总债务规模进一步下降，现金短期债务比表现差，未来项目开支和债务接续仍需增加外部融资，整体仍面临一定债务压力

随着债务到期偿付，2023年末公司总负债进一步减少，仍以刚性债务为主。从债务期限来看，公司总债务仍以长期债务为主。从债务类型来看，公司债务主要以债券融资为主。截至2023年末，公司债券融资余额为16.52亿元，主要系“20当阳债”、“21当阳债”和“21当阳鑫源债/21鑫源债”。银行借款系公司补充融资渠道，规模较小。2023年末公司银行借款余额为10.32亿元，主要系长期限的保证借款，授信银行是当阳市农商行，借款利率为4.65%。

表10 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
应付账款	1.81	5.09%	1.82	4.65%
合同负债	1.54	4.33%	0.00	0.00%
应交税费	2.78	7.80%	2.52	6.43%
其他应付款	10.16	28.56%	9.62	24.56%
一年内到期的非流动负债	4.54	12.75%	4.27	10.89%
流动负债合计	20.97	58.92%	18.23	46.53%
应付债券	12.13	34.07%	16.45	41.98%
递延所得税负债	1.59	4.48%	1.62	4.13%
非流动负债合计	14.62	41.08%	20.94	53.47%
负债合计	35.59	100.00%	39.17	100.00%
总债务	17.56	49.35%	21.81	55.68%
其中：短期债务	4.54	12.75%	4.27	10.89%
长期债务	13.03	36.60%	17.54	44.79%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司资产负债率有所下降，现金短期债务比表现差。受公司偿还债券本金影响，2023年末

公司总债务规模有所减少，资产负债率有所下降，期末公司现金储备较少，现金短期债务比表现较差。由于2023年公司偿还有息债务利息支出减少，EBITDA利息保障倍数有所提升。公司在建项目支出及未来投资计划带来较大的资金需求，仍需新增长期外部融资，同时随着存量债务逐步到期，公司将面临一定本息接续压力。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	29.64%	32.03%
现金短期债务比	0.05	0.18
EBITDA 利息保障倍数	2.02	1.93

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，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司于2024年7月15日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放、废水排放而受到政府部门处罚情形。

社会方面，根据公司于 2024 年 7 月 15 日提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，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，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。跟踪期内公司董事发生变更，原董事范长春离任，钟丽丽为新任董事。根据 2024 年 5 月 21 日公司发布的《当阳市鑫源投资开发有限责任公司监事发生变动的公告》，公司取消监事会，免去田顺兵、谈星雯、余维的监事职务，提名雷蕾任公司监事。

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，公司本部（查询日期：2024年7月1日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部及子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2023年末，公司对外担保规模较大，被担保方均为公司控股股东当阳建投的下属子公司，属于公司关联方，担保金额合计32.48亿元，占当期期末净资产的比重为38.45%，且均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表12截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
当阳市建投资产经营有限公司	5,000.00	2021-01-12	2027-01-05
当阳市鑫泉产业开发有限公司	13,000.00	2019-04-15	2027-12-31
当阳市鑫泉产业开发有限公司		2019-06-24	2027-12-31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	6,000.00	2018-12-14	2027-12-31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	10,000.00	2020-07-31	2034-12-31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	9,000.00	2022-08-30	2032-11-10
当阳市鑫泉产业开发有限公司	3,000.00	2023-01-01	2032-11-10
当阳市沮漳农业投资建设有限公司	900.00	2022-09-19	2024-09-18
当阳市建投资产经营有限公司	1,800.00	2022-09-19	2024-09-18
湖北沮漳供应链管理有限公司	1,000.00	2022-11-11	2025-11-09
当阳市当枝交通物流发展有限公司	32,450.00	2020-12-23	2028-10-18
当阳市鑫泉产业开发有限公司	15,000.00	2020-04-29	2027-04-15
当阳市鑫泉产业开发有限公司	8,000.00	2019-05-24	2024-04-15
当阳市鑫泉产业开发有限公司	15,125.00	2020-06-30	2028-06-23
当阳市鑫泉产业开发有限公司	7,750.00	2020-06-30	2028-06-23
当阳市鑫泉产业开发有限公司	60,000.00	2020-07-15	2035-12-19
当阳市鑫泉产业开发有限公司	10,500.00	2017-06-01	2028-06-25
当阳市鑫泉产业开发有限公司	6,000.00	2016-06-22	2030-12-31
当阳市鑫泉产业开发有限公司	5,000.00	2016-05-30	2032-12-25
当阳市鑫泉产业开发有限公司	37,500.00	2022-11-21	2038-03-18
当阳市鑫泉产业开发有限公司		2022-06-24	2038-03-18
当阳市鑫泉产业开发有限公司		2022-03-18	2038-03-18
当阳市鑫泉产业开发有限公司		2023-01-09	2038-03-18
当阳市精正工程检测有限公司	1,000.00	2022-11-11	2025-11-09
湖北玉泉文化旅游开发有限公司	500.00	2023-06-21	2026-06-20
湖北玉泉文化旅游开发有限公司	500.00	2023-06-21	2026-06-20
当阳市建投宜居住房建设有限公司	10,000.00	2023-09-27	2041-09-18
当阳市育穗科技孵化器有限公司	1,000.00	2022-11-11	2025-11-09
当阳市城投交通物流发展有限责任公司	1,000.00	2023-09-26	2026-09-25
湖北荆楚城市运营服务有限公司	1,000.00	2023-06-21	2026-06-19
当阳市鑫泉产业开发有限公司	13,000.00	2021-12-14	2044-03-30

当阳市鑫泉产业开发有限公司	5,000.00	2021-03-31	2044-03-30
当阳市鑫泉产业开发有限公司	20,000.00	2022-05-15	2044-03-30
当阳市鑫泉产业开发有限公司	20,000.00	2023-01-01	2044-03-30
当阳市鑫泉产业开发有限公司	2,000.00	2023-04-19	2044-03-30
当阳市自来水有限公司	1,800.00	2022-09-19	2024-09-18
当阳市建投宜居住房建设有限公司	1,000.00	2023-06-21	2026-06-19
合计	324,825.00	-	-

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是当阳市重要的基础设施建设主体之一，实际控制人为当阳市国资局。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，当阳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）公司与当阳市政府的联系非常紧密。当阳市国资局间接持有公司100%股权，当阳市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力，且公司承担了当阳市较多基础设施建项目，近年来持续获得当阳市政府的大力支持，双方保持稳定的关系。

（2）公司对当阳市政府非常重要。公司提供了对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，公司在基础设施建设方面对当阳市政府贡献很大，且公司具有存续债券，若公司发生债务违约，将对当阳市金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

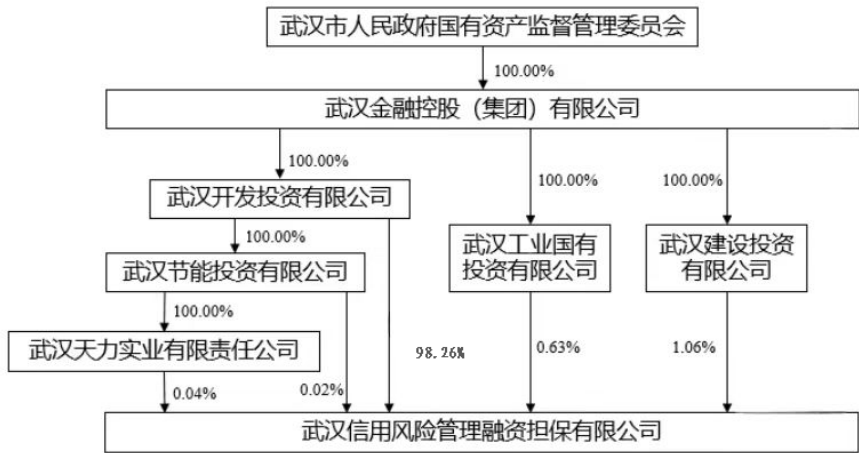
九、债券偿还保障分析

武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升“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。若“21当阳债”的债务履行期限、还本付息方式发生变更，经担保人书面同意后，担保人对变更后的债务承担保证责任，公司主动申请提前清偿“21当阳债”本息的，不需要取得担保人书面同意。

武汉信用成立于2000年2月，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1.00亿元。后经多次增资扩股及股东变更，截至2024年3月末，武汉信用注册资本和实收资本均为100.00亿元，控股股东为武汉开投，直接持股比例为98.26%，实际控制人为武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”），武汉信用股权结构如下图所示。

图4 截至 2024 年 3 月末武汉信用股权结构图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

武汉信用于2001年开始开展担保业务，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、武汉信用融资担保（集团）股份有限公司和武汉市创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”）。

目前武汉信用主营业务包括直接融资担保、间接融资担保、融资租赁及投资业务等，担保业务板块由武汉信用本部及创业担保负责运营，其中武汉信用本部开展商业性融资担保业务，创业担保承担政策性担保职能。近年来，武汉信用当期担保发生额持续下降，2023年武汉信用实现担保费收入0.59亿元，较2021年下降42.26%。武汉信用融资租赁业务由子公司武汉融资租赁有限公司（以下简称“武汉租赁”）负责经营，2023年实现融资租赁收入1.60亿元，较2021年基本保持稳定。武汉信用其他收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入，2021年武汉信用将应收武汉信用投资集团股份有限公司（以下简称“武信投资”）的部分款项约定以8%的利率收取资金占用费，2022年起该部分款项不再收取资金占用费，导致其他收入同比减少3.66亿元至0.12亿元。综合影响下，武汉信用2023年实现营业总收入2.68亿元，较2021年大幅下降67.66%。武汉信用投资收益主要为武汉农村商业银行股份有限公司（以下简称“武汉农商行”）等金融机构的分红收益，2023年为1.52亿元。2024年1-3月，武汉信用实现营业收入0.88亿元，同比增长34.42%，系融资租赁业务收入大幅增长所致。

表13 武汉信用收入构成及投资收益情况（单位：亿元）

项目	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	0.24	20.69%	0.59	14.16%	1.01	23.02%	1.03	11.29%
债权投资收入	0.09	7.76%	0.34	8.07%	0.40	9.20%	1.92	21.03%

融资租赁收入	0.52	44.83%	1.60	38.17%	1.56	35.57%	1.57	17.18%
其他收入	0.03	2.58%	0.15	3.49%	0.12	2.77%	3.78	41.34%
营业总收入	0.88	75.86%	2.68	63.88%	3.10	70.56%	8.30	90.84%
投资收益	0.28	24.14%	1.52	36.12%	1.29	29.44%	0.84	9.16%
合计	1.16	100%	4.20	100.00%	4.39	100.00%	9.13	100.00%

资料来源：武汉信用 2021-2023 年审计报告及武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用直接融资担保业务主要为债券担保业务，另含部分定向债权投资担保、融资租赁担保业务。截至2023年末，武汉信用直接融资担保余额为81.71亿元，较2021年末减少15.81%；2023年直接融资担保业务发生额为8.50亿元，较2021年减少83.51%。武汉信用以直接担保债券、分保其他担保机构在保债券两种形式开展债券担保业务。直接担保债券业务来源主要为证券公司推荐以及业务人员自主拓展，展业范围以湖北省为主，此外还包含山东省、江西省、浙江省等区域，担保品种主要为地方平台类企业发行的企业债和私募债，客户主体信用级别主要为AA级，保费收费标准集中在1.0-1.5%/年之间，平均费率为1.2%/年。截至2023年末，直接担保债券规模为76.00亿元。武汉信用于2020年大规模开展一年期债券分保业务，合作分保费率为0.2%/年，2021年武汉信用签订的相关分保协议到期，截至2023年末分保余额为0。截至2023年末，定向债权担保余额5.60亿元，主要为针对在武汉金融资产交易所发行的定向债务融资工具进行担保。截至目前，武汉信用直接融资担保业务未发生代偿。

武汉信用间接融资担保业务主要为武汉信用本部开展的流动资金贷款担保，客户主要为中小微民营企业及部分平台类企业下属子公司，担保费收费标准集中在2.0-2.5%/年之间，平均费率为2.3%/年。近年武汉信用加强了对担保业务风险管控，对部分传统行业加以限制，同时加强了对担保客户资质及运营情况的评估，现阶段间接担保业务规模不大。截至2023年末，武汉信用间接融资担保业务担保余额为7.01亿元，较2021年末增长10.97%。

武汉信用通过子公司创业担保开展政策性担保业务，主要为住房商贷转公积金贷款担保业务和个人创业贷款担保业务，政策性担保业务收取担保费较少，主要通过政府补贴获得收入。截至2023年末，住房商转公积金贷款担保余额16.37亿元（未纳入下表统计范围）；个人创业贷款担保业务担保余额0.76亿元。根据湖北省融资再担保集团有限公司（以下简称“湖北省再担”）于2022年9月发布《关于开展新型银政担合作的通知》，湖北省再担决定与创业担保开展新型银政担合作，授信额度3.00亿元，单户担保限额1,000万元；主要业务模式为比例分险再担保，由湖北省再担、创业担保、合作银行及武汉市人民政府按照“4:2:2:2”的比例承担代偿风险责任。创业担保已于2022年11月与汉口银行、湖北省再担、武汉市人民政府签订湖北省新型政银担合作协议，随着其新型政银担业务的开展，武汉信用间接融资担保规模有望增加。

凭借较好的股东背景，武汉信用与武汉地区多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2023年末，共有13家银行给予武汉信用担保业务授信额度合计70.32亿元，已使用授信额度合计7.01亿元，尚未使用授信额度63.31亿元，未来有一定业务发展空间。根据武汉信用与各家银行签署的授信协议，武汉信用

一般需按担保贷款金额的10%存出保证金，在担保责任解除前不可动用。对于商业化担保业务，各家合作银行均不与武汉信用进行风险分担，代偿宽限期均为1个月。

表14担保业务开展情况（单位：笔、亿元）

项目	2024年1-3月	2023年	2022年	2021年
当期担保项目笔数	-	705	229	181
当期担保发生额	-	18.52	30.73	54.00
当期解除担保额	-	22.79	41.12	150.03
期末担保余额	89.80	88.71	92.99	103.38
直接融资担保余额	80.51	81.71	88.39	97.06
间接融资担保余额	9.29	7.01	4.60	6.32
融资担保责任余额	72.52	72.90	76.79	88.22
融资担保责任余额放大倍数（X）	0.59	0.60	0.63	0.68

资料来源：武汉信用提供

武汉信用代偿项目主要为对民企提供的流动资金贷款担保项目，2021年以来代偿规模较为稳定；武汉信用债券担保业务规模逐年减少，存量项目陆续解保使得当期解除担保额大幅下降，但代偿风险较高的间接融资担保发生代偿规模仍较大，导致当期担保代偿率由2021年的0.47%上升至2023年的3.08%。截至2024年3月末，武汉信用累计担保代偿额10.94亿元，累计担保代偿率为0.59%。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2024年3月末，武汉信用累计收回代偿款9.55亿元，累计代偿回收率为87.29%，代偿回收情况较好。近年来武汉信用加大准备金计提力度，拨备覆盖率逐年上升，截至2023年末武汉信用拨备覆盖率为200.54%，较2021年末上升73.56个百分点。

2021年以前武汉信用委托贷款业务运营主体为子公司武信投资，2021年武汉信用将持有的武信投资股权转让予股东武汉开投，武汉信用委托贷款全部划出，并形成对武信投资及武汉开投应收款项；截至2023年末，武汉信用应收武汉开投款项合计90.56亿元、应收武信投资往来款项42.25亿元，应收款项回收时间存在较大不确定性。截至2024年3月末，武汉信用交易性金融资产为持有的湖北银行股票，账面价值0.56亿元；其他非流动金融资产主要为武汉信用以LP身份认购的武汉东武方信商务服务合伙企业（有限合伙）15.65亿元份额、武汉市电力开发有限公司以LP身份认购的武汉市凯达企业管理咨询合伙企业（有限合伙）2.50亿元份额；武汉信用持有汉口银行股权，账面价值0.74亿元；长期股权投资主要为持有的武汉农商行7.56%股权，武汉信用为其第一大股东，账面价值20.02亿元，武汉农商行2023年对2022年度的分红为每10股转增1股；债权投资资产主要为投资武汉龟山旅游发展有限公司在武汉金融资产交易所发行的10亿元定向债，截至2023年末剩余部分债权账面价值5.77亿元。前述资产为武汉信用贡献了一定投资收益和债权投资收入，2023年武汉信用分别获得投资收益1.52亿元和债权投资收入0.34亿元，分别同比增加17.44%和减少16.05%，其中投资收益主要为武汉农商行等金融机构的分红收益，对武汉信用利润形成一定补充。

武汉租赁成立于2012年，于2020年被武汉信用收购，截至2023年末，武汉租赁注册资本和实收资本

均为3.20亿元，武汉信用对其持股比例为99.69%。武汉租赁主要客户群体为湖北省内从事公用事业的地方国企，业务模式均为售后回租，以低信用风险的民生公用事业项目为核心资产，主要以湖北省内经济发达地市下属主城区为核心展业区域，选择水、电、气、热、公交、旅游等有经营性现金流的、涉及民生的公用事业企业为承租人。2023年投放金额为15.60亿元，较2021年增长91.18%；截至2023年末，武汉租赁应收融资租赁款余额为13.83亿元，无关注及不良类应收融资租赁款。截至2023年末，武汉租赁风险资产放大倍数为3.00倍，杠杆水平较低。武汉租赁2023年实现融资租赁收入1.60亿元，较2021年变动不大。

近年来武汉信用通过消除多边挂账、减少应付关联方款项等方式清理债务关系、压降资产规模，截至2024年3月末，武汉信用资产总额为202.72亿元，较2021年末减少16.37%，其中以其他应收款为主的流动资产占比为70.67%。截至2023年末，武汉信用货币资金账面价值为3.39亿元，其中受限货币资金合计1.56亿元，为履约保证金；应收账款主要为应收代偿款，账面价值为2.72亿元；其他应收款主要为应收关联方往来款，2022年以来武汉信用陆续收回应收武信投资款项，账面价值为137.82亿元，其中应收武信投资款项合计42.25亿元、应收武汉开投款项合计90.56亿元，回款时间存在不确定性。武汉信用一年内到期的非流动资产和长期应收款均为融资租赁应收款项，截至2024年3月末账面价值分别为7.57亿元和7.20亿元；武汉信用债权投资账面价值6.25亿元，主要为武汉信用投资的定向债；长期股权投资账面价值24.54亿元，主要投资标的为武汉农商行，持股比例为7.56%，投资收益尚可；其他非流动金融资产主要为持有的合伙企业份额和汉口银行股权，账面价值合计17.84亿元。

由于以前年度较大规模的委托贷款投放，近年武汉信用Ⅲ级资产占比持续高于95%，不满足监管部门Ⅲ级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款的30%的要求。截至2024年3月末，武汉信用Ⅲ级资产合计148.99亿元，占比为97.98%，主要为其他应收款。武汉信用面临较大资产结构调整压力，其他应收款的回收时间存在较大不确定性，根据武汉信用提供的三级资产压降计划，其计划于2024-2026年分别压降其他应收款30亿元、33亿元和30亿元，上述工作完成后，预计到2026年末，武汉信用其他应收款将压降至10亿元以内，三级资产占比基本符合监管指标要求，中证鹏元将持续关注武汉信用其他应收款压降计划的执行情况。

表15 武汉信用三级资产结构（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比*	金额	占比*	金额	占比*	金额	占比*
I级资产	0.90	0.61%	0.86	0.56%	1.22	0.71%	1.60	0.79%
II级资产	1.90	1.29%	1.90	1.25%	1.90	1.11%	1.90	0.94%
III级资产	148.99	97.98%	148.99	98.07%	167.48	98.07%	198.61	98.16%

注：*为与资产总额扣除应收代偿款的比例。

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

受武信投资转出及应付关联方款项压降影响，截至2024年3月末武汉信用负债总额为79.76亿元，较2021年末下降29.36%。武汉信用短期借款主要为武汉租赁的银行借款，截至2024年3月末余额为0.01亿

元；随着武信投资转出后武汉信用应付关联方款项规模大幅压缩，其他应付款规模持续下降，2023年末为11.74亿元，其中主要包括应付关联方往来款4.69亿元、应付外部单位往来款3.00亿元，后者为武汉开投将对武汉信用的应收账款转让至资管公司融资款项。武汉信用长期借款、长期应付款和一年内到期的非流动负债主要为向银行、信托、租赁等机构的融资余额，截至2023年末，武汉信用总债务规模合计78.58亿元，与负债总额的比例为89.11%；其中武汉开投和武汉金控为武汉信用提供保证担保的债务规模分别为37.98亿元和35.49亿元。

截至2024年3月末，武汉信用所有者权益为122.96亿元，较2021年末下降5.05%，其中实收资本100.00亿元，未分配利润17.52亿元；截至2023年末，武汉信用融资担保责任余额放大倍数为0.60倍，放大倍数较低，但需关注关联方资金占用较多对其资本实力造成的负面影响。

受委托贷款业务随武信投资划出影响，武汉信用营业收入持续下滑，目前盈利能力一般，应收关联方款项回收时间存在较大不确定性，或将对未来盈利能力造成进一步影响。

表16 武汉信用主要财务指标情况（单位：亿元）

项目	2024.03	2023	2022	2021
资产总额	202.72	210.25	219.05	242.41
应收代偿款净额	-	1.84	1.73	1.73
所有者权益合计	122.96	122.06	122.27	129.50
营业收入	0.88	2.68	3.10	8.30
担保业务收入	0.36	0.59	1.01	1.03
净利润	1.03	4.89	4.17	6.39
净资产收益率	-	4.00%	3.37%	4.66%
融资担保余额	89.80	88.71	92.99	103.38
直接融资担保余额	80.51	81.71	88.39	97.06
间接融资担保余额	9.29	7.01	4.60	6.32
融资担保责任余额	72.52	72.90	76.79	88.22
融资担保责任余额放大倍数(X)	0.59	0.60	0.63	0.68
当期担保代偿率	0.00	3.08%	1.30%	0.47%
累计代偿回收率	87.29%	83.16%	83.05%	82.17%
拨备覆盖率	234.34%	200.54%	195.67%	126.98%

资料来源：武汉信用 2021-2023 年审计报告、2024 年一季度财务报表及武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用控股股东为武汉开投，实际控制人为武汉金控，中证鹏元认为在武汉信用面临债务困难时，武汉金控提供支持的意愿非常强，体现为：武汉信用系武汉金控类金融业务板块核心平台之一，2020年武汉开投对武汉信用增资19.00亿元，且武汉信用债务主要由武汉金控以及武汉开投提供保证担保；同时作为武汉金控旗下融资担保机构，武汉信用在业务拓展方面拥有一定竞争优势，武汉信用在融资和业务发展方面得到了武汉金控的大力支持。此外，武汉金控于2024年4月7日出具了《关于武汉金控为武汉信用提供流动性支持的声明》，武汉金控承诺：将长期维持对武汉信用的绝对控股股东地位；未来视武

汉信用业务发展需要，给予其必要的增资及其他必要的支持；在武汉信用出现流动性困难时给予必要的注资或流动性资金支持。同时，中证鹏元认为武汉金控提供支持的能力很强，主要体现为：武汉金控成立于2005年8月，系武汉市国资委直属国有金融投资集团，其作为华中地区重要的综合金融服务商，已形成金融和实业“双轮驱动、有机融合”的业务格局。武汉金控旗下拥有金融、类金融牌照20余张，综合金融服务框架体系包括银行、金融租赁、信托、保险、公募基金、期货、资产管理、担保、产业基金、票据经纪、金融资产交易所、金融外包服务、小贷和典当等金融、类金融机构。此外还从事包括以集成电路、新能源汽车等战略性新兴产业、高科技产业为主的实业投资经营。截至2023年末，武汉金控资产总额2,109.40亿元，所有者权益合计339.10亿元；2023年，武汉金控实现营业收入807.40亿元，实现利润总额15.09亿元。

综上所述，武汉信用实际控制人武汉金控综合实力较强，在融资和业务发展方面给予武汉信用大力支持；武汉金控出具的流动性支持声明有效提升了武汉信用的代偿能力；武汉信用自身资本实力较强，有利于担保业务发展；制定了较为明确的三级资产压降计划，近年来其他应收款逐步回收。同时中证鹏元也关注到武汉信用担保业务规模和收入持续下滑；间接融资担保业务主要客群抗风险能力一般，当期担保代偿率较高；应收关联方款项规模较大，需关注回收进度；资产流动性较弱，资产配置调整压力大；负债规模较大，存在一定偿债压力等风险因素。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。武汉信用为“21当阳债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能提升“21当阳债”的信用水平。

十、 结论

当阳市处于“宜荆荆恩”城市群重要枢纽，区位优势明显，近年重点发展新能源新材料、现代化工两大主导产业和绿色建材、绿色食品、装备制造三大特色产业，经济发展水平较好，为公司提供了良好的发展环境。公司是当阳市重要的基础设施建设和国有资产运营主体之一，平台地位较高，工程代建业务仍有一定规模待结算成本，租赁业务稳定且毛利润较高。同时公司资金仍大量沉淀于应收款项、项目投入成本、房屋建筑物等资产，资产流动性较弱；公司面临较大的建设资金压力，未来仍需通过外部融资满足，存在一定的债务压力，且公司对外担保规模较大，存在一定或有债务风险。2023年公司继续在政府补助等方面得到当阳市政府部门的较大力度的支持。武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任担保仍能有效提升本期债券的信用水平。整体来看，公司具备较强的抗风险能力。

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，维持本期债券信用等级为AA+。

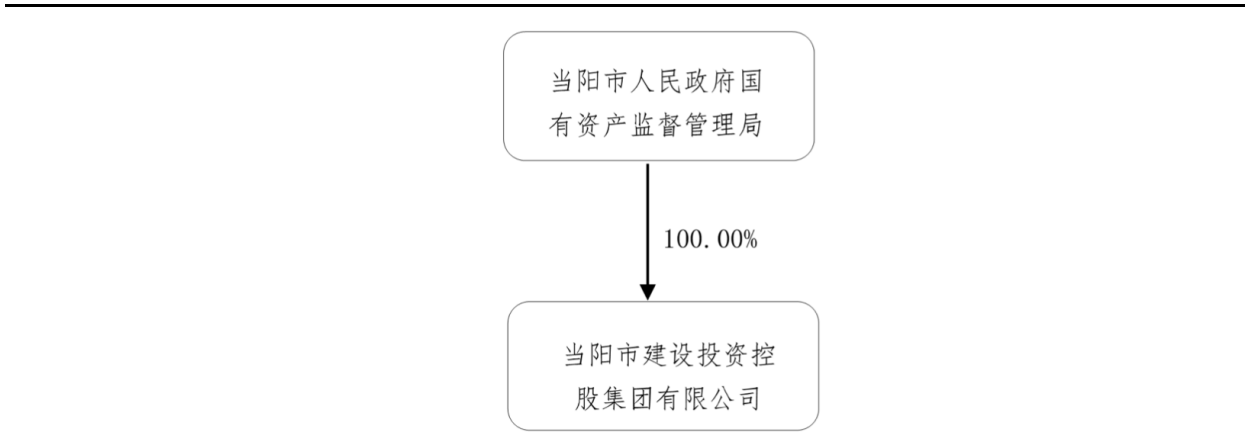
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	0.22	0.77	1.67
其他应收款	23.51	22.28	20.25
存货	69.56	72.62	74.57
流动资产合计	95.52	97.50	97.34
固定资产	1.35	1.43	1.47
投资性房地产	20.37	20.36	19.94
非流动资产合计	24.55	24.79	31.55
资产总计	120.07	122.29	128.89
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	1.81	1.82	1.85
合同负债	1.54	0.00	0.00
应交税费	2.78	2.52	2.47
其他应付款	10.16	9.62	6.62
一年内到期的非流动负债	4.54	4.27	2.13
流动负债合计	20.97	18.23	13.06
长期借款	0.90	1.10	1.17
应付债券	12.13	16.45	20.19
递延所得税负债	1.59	1.62	1.36
非流动负债合计	14.62	20.94	24.64
负债合计	35.59	39.17	37.71
总债务	17.56	21.81	23.48
其中：短期债务	4.54	4.27	2.13
所有者权益	84.48	83.12	91.18
营业收入	4.83	6.01	3.41
营业利润	1.43	2.31	2.06
其他收益	1.03	1.05	0.99
利润总额	1.48	2.31	2.06
经营活动产生的现金流量净额	3.34	1.11	-0.43
投资活动产生的现金流量净额	-0.40	-1.25	-1.45
筹资活动产生的现金流量净额	-3.49	-0.77	-1.40
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	36.98%	31.21%	48.79%
资产负债率	29.64%	32.03%	29.25%
短期债务/总债务	25.83%	19.56%	9.06%
现金短期债务比	0.05	0.18	0.79
EBITDA（亿元）	2.40	2.63	2.31

EBITDA 利息保障倍数	2.02	1.93	2.68
---------------	------	------	------

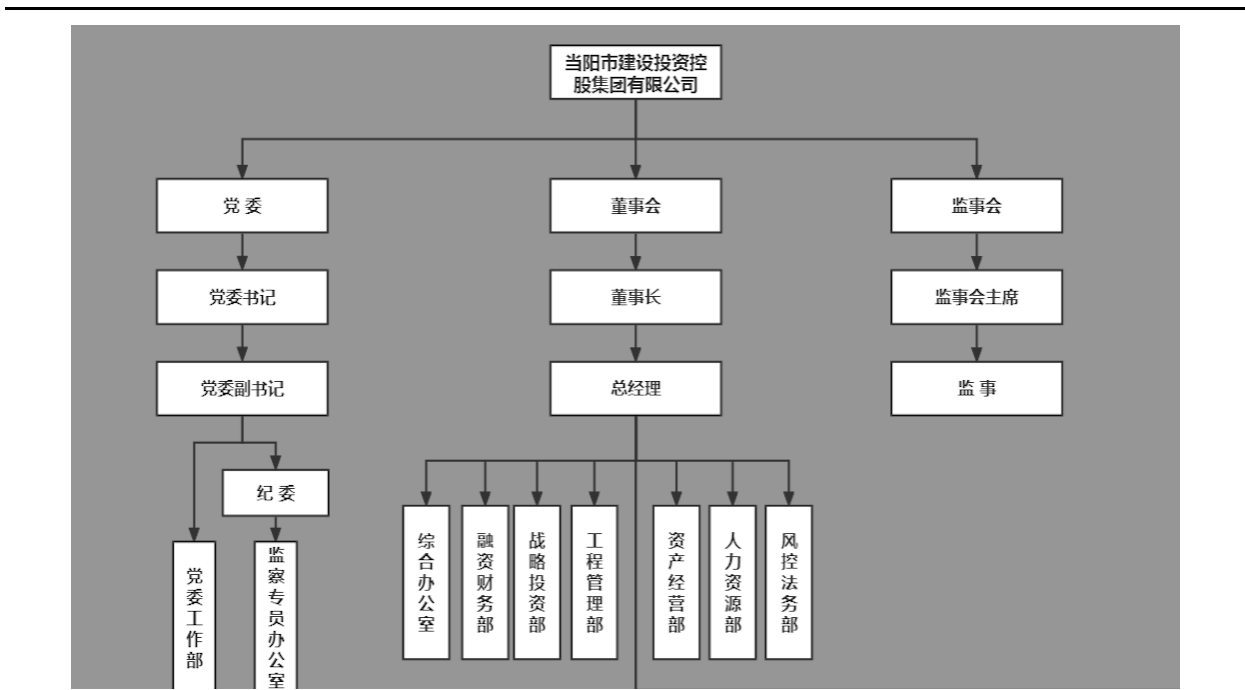
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

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。