



2017年第一期秭归县投资公司养老产业专项债券、2018年第一期秭归县楚元投资有限责任公司养老产业专项债券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

2017年第一期秭归县投资公司养老产业专项债券、2018年第一期秭归县楚元投资有限责任公司养老产业专项债券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
17 秭归养老债 01/PR 秭归 01	AA+	AA+
18 秭归养老债 01/PR 秭归 02	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到秭归县楚元控股集团有限公司¹（以下简称“秭归楚元”或“公司”）作为秭归县核心的基础设施建设主体，2023 年仍继续获得秭归县政府支持；2023 年公司新增工程施工和旅游业务，业务多元化进一步提升。重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口担保”）提供的保证担保仍有效提升了“17 秭归养老债 01/ PR 秭归 01”和“18 秭归养老债 01/ PR 秭归 02”的信用水平。同时中证鹏元关注到，跟踪期内公司高管变动较大，公司未确认综合开发业务收入，该业务收入稳定性尚待观察，公司资产大量沉淀于存货和应收款项，流动性仍较差，在建项目尚需投资规模较大，面临资金压力和长期偿债压力。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为秭归县核心的基础设施建设主体，未来仍可持续获得当地政府的外部支持。

评级日期

2024 年 07 月 30 日

联系方式

项目负责人：葛庭婷
gett@cspengyuan.com

项目组成员：冯伟
fengw@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	111.11	96.28	82.63
所有者权益	34.00	32.42	31.90
总债务	41.91	36.47	27.09
资产负债率	69.41%	66.32%	61.40%
现金短期债务比	1.49	1.44	2.24
营业收入	3.03	6.40	5.06
其他收益	0.51	0.33	0.68
利润总额	0.20	0.76	1.09
销售毛利率	24.35%	20.62%	17.09%
EBITDA	0.94	1.27	1.50
EBITDA 利息保障倍数	0.40	0.66	1.24
经营活动现金流净额	0.63	-1.04	0.15

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

¹2017 年公司名称由秭归县投资公司变更为秭归县楚元投资有限责任公司，2019 年公司名称更名为现名。

优势

- **公司区域定位明确，跟踪期公司新增工程施工和旅游业务，业务多元化进一步提升。**公司为秭归县核心的基础设施建设主体，同时经营商品销售、商品房销售、劳务服务和旅游业务；2023年公司新增工程施工和旅游业务，业务模式多元化增强；砂石销售业务在秭归县具有区域专营性，且旅游业务毛利率较高，带动公司销售毛利率上涨。
- **公司继续获得外部支持。**公司2023年收到秭归县财政局对公司的补贴0.51亿元，系公司利润的主要来源；当年秭归县国有资产监督管理委员会（以下简称“秭归国资局”）将湖北子归文化旅游投资开发有限公司（以下简称“子归文旅”）100%股权划转至公司，公司新增旅游业务板块，且增加资本公积1.34亿元。
- **第三方保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口担保主体长期信用等级为AA+，其为“17秭归养老债01/PR秭归01”和“18秭归养老债01/PR秭归02”还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有效提升了本期债券的安全性。

关注

- **2023年公司未确认综合开发业务收入。**公司综合开发业务收入来自基础设施项目代建，受政策变化和政府回购计划影响，2023年公司未确认该业务收入，需关注综合开发业务稳定性情况。
- **公司资产流动性欠佳。**截至2023年末，公司资产仍以综合开发项目、房屋建设成本、土地资产及应收当地政府及国企的应收款项为主，应收款项账龄期限偏长，其中综合开发项目成本的回款及应收当地政府及国企的款项回款时间存在一定不确定性；公司持续建设自营项目，在建项目规模较大，需关注自营项目未来收益情况。
- **总债务规模较大，在建项目尚需投资较大规模资金，债务偿还面临抬升压力。**截至2023年末，公司资产负债率进一步上升，总债务规模显著增长，整体来看，预计未来公司将面临较大的长期债务压力；当年末，公司主要在建综合开发项目尚需投资15.92亿元，建设资金主要由公司自筹，公司面临较大的资金压力。
- **跟踪期内，公司高管调整较大，治理稳定性有待提升。**跟踪期内，公司高层管理人员、董事会成员多次发生变化，变更时间分别为2023年6月和2024年6月，需关注公司高管多次频繁变动对公司经营管理的影响及未来公司领导班子的稳定情况。

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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				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

- 公司作为秭归县核心的基础设施投资企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，秭归县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在：一方面，秭归国资局持有公司 87.73% 股权，公司综合开发业务主要来自秭归县政府及其下属国企单位，政府对公司经营战略和业务运营具有绝对控制权，且近年来公司收到政府的支持次数较多力度较大，预计公司与政府的联系将较为稳定，公司与秭归县政府的联系非常紧密；另一方面，秭归县仅有公司一家公开发债的平台公司，公司从事的综合开发、商品房开发等业务对秭归县的贡献很大，公司仍有较多存续债券，公司违约将对秭归县金融生态环境和融资成本产生实质性影响。同时，中证鹏元认为秭归县政府提供支持的能力强。

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
17 秭归养老债 01/PR 秭归 01	6.00	3.60	2023-6-27	2027-8-14
18 秭归养老债 01/PR 秭归 02	2.00	1.20	2023-6-27	2028-2-12

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2017年8月14日发行10年期6.00亿元养老产业专项债券，于2018年2月12日发行10年期2.00亿元养老产业专项债券，募集资金计划均用于秭归库区医养结合养老服务中心建设项目及补充营运资金。根据公司提供的资料，“17秭归养老债01/PR秭归01”和“18秭归养老债01/PR秭归02”共用募集资金专户，截至2024年6月20日，本期债券募集资金存放于募集资金专户余额为0.31万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，截至2023年末，公司注册资本仍为1.71亿元，实收资本仍为1.50亿元，控股股东及实际控制人仍为秭归国资局，持股比例87.73%，此外，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）仍持有公司12.27%股权，属于明股实债，国开基金不参与公司实际经营管理。

跟踪期内，公司仍为秭归县重要的基础设施建设主体，较往年新增工程施工及旅游业务，综合开发项目未结算收入。2023年，秭归国资局划拨子归文旅的100%股权划拨至公司，公司合并范围内新增一家子公司，截至2023年末，公司主要合并范围详见附录四。中证鹏元关注到，公司高管频繁发生变化，2023年1月、2023年7月及2024年6月，公司高级高管人员均发生变化，具体变化明细如表15所示，需关注公司管理层的稳定性。

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
湖北子归文化旅游投资开发有限公司	100%	3.00	旅游业务	政府划拨

资料来源：公司2023年审计报告，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

秭归县经济体量较小，旅游和矿产资源较为丰富，近年加快构建“4+1”重点现代产业体系，推动当地产业转型，但财政自给能力弱，债务压力较大

区位特征：秭归县水上运输优势独特，矿产资源较为丰富，人口吸附能力较弱。秭归县隶属于湖北省宜昌市，位于湖北省西部，长江西陵峡两岸，三峡工程大坝库首，东与夷陵区交界，南同长阳土家族自治县接壤，西临巴东县，北接兴山县，总面积2,274平方千米，2023年，全县辖12个乡镇、12个居委会、167个行政村。交通方面，秭归县是长江上游的交通咽喉，境内拥有长江黄金水道64公里、高速公路1条、国道1条、省道5条。目前，秭归县正推进十宜、宜渝、巴张高速公路秭归段和国省干线路网建设，三峡翻坝疏港铁路正加快建成，有望构建综合交通运输体系。矿产资源方面，秭归县已查明资源储量的矿产有23种，其中煤、金、高磷赤铁矿、硅石、水泥用灰岩、建筑用灰岩等矿产资源储量在宜昌市居中上，为县域内优势矿产资源，拥有杨柳池赤铁矿、秭归县和尚堡水泥用灰岩矿区及秭归县郭家坝镇黄龙洞水泥用灰岩矿区3处中型矿区以及小型矿床和矿点若干。旅游资源方面，秭归县是屈原故里，拥有5A级景区1个、4A级景区2个，连续五年入选“中国县域旅游综合竞争力百强县市”。根据湖北省2023年统计年鉴，2022年末秭归县常住人口31.03万人，与2010年第六次全国人口普查相比下降15.47%。

经济发展水平：秭归县地区生产总值规模不大，在宜昌市下辖区县中排名较靠后，经济发展水平较低，第三产业为拉动经济增长的主要驱动。2023年，秭归县实现GDP 214.43亿元，整体规模不大，同

比增长7.3%，增速高于全国平均水平2.1个百分点，且三次产业结构调整为18.8：22.8：58.4，第三产业为秭归县拉动经济的主要驱动因素。具体来看，2023年秭归县全年接待游客、旅游综合收入分别增长40.8%和45.1%；依托当期脐橙产业开展的电商类经营主体发展到1.2万家，网络年销售额突破40亿元，上述均带动当地经济的增长。2023年全县社会消费品零售总额97.60亿元，同比增长8.6%，固定资产投资同比增长11.4%²，上述均带动当地经济增长，当年秭归县启动求索科创城创业孵化基地、光电产业园等配套项目建设；实施农村供水巩固提升项目16个，建成白家河水库等水源工程6个、小型水利供水设施2,144处、管网568公里。

表2 2023年宜昌市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算 收入	政府性基金收 入
枝江市	855.6	10%	19.97	27.02	10.59
西陵区	882.73	3.8%	16.53	31.32	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	6.01
秭归县	214.43	7.3%	6.91	7.33	2.04
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 包含水力发电和东山园区增加值 321.75 亿元；2、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、秭归县人均 GDP 以各市县 2022 年末常住人口计算，西陵区按其 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、湖北省 2023 年统计年鉴、政府网站等，中证鹏元整理

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 秭归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）	214.43	7.3%	205.04	5.6%	187.35	17.8%
固定资产投资	845.57	11.4%	-	16.1%	-	53.7%
社会消费品零售总额	97.60	8.6%	89.84	4.0%	86.43	29.4%
人均 GDP（元）	69,104	4.6%	66,078	9.4%	60,475	18.9%
人均 GDP/ 全国人均 GDP		77.33%		77.11%		74.68%

注：1、“-”表示未获取相关数据；2、2021 人均 GDP 以秭归县当年常住人口 30.98 万人计算。2022-2023 年人均 GDP 以 2022 年末常住人口 31.03 万人计算。

资料来源：2021-2023 年秭归县国民经济和社会发展统计公报、湖北省 2022-2023 年统计年鉴，中证鹏元整理

² 该数据统计为秭归县属地权限数据。

产业情况：秭归县加快构建“4+1”³为重点的现代产业体系，推动当地产业转型。秭归县重点发展食品产业、光机电产业、清洁能源产业、建筑建材产业及文旅和健康产业“4+1”现代产业体系，推动当地产业转型，核心代表企业有秭归县屈姑食品有限公司、华新水泥（秭归）有限公司、湖北秭归百丽鞋业有限责任公司、秭归新派包装科技有限公司等。2023年，秭归县新增10条4.0版光电智能分选生产线；玻璃新材产业串珠成链，产业链相关企业达12家、综合产值突破20亿元；建筑企业发展到62家、创税2.2亿元。整体来看，2023年，秭归县实现规上工业利润总额、税收收入分别增长26.1%、91.9%。

发展规划及机遇：“十四五”时期，秭归县将依托长江经济带发展战略全面推进机遇，积极承接产业转移，加快秭归水陆基础设施建设，打造综合交通运输体系，充分发挥三峡工程坝上库首区位优势，放大三峡翻坝物流产业园省级战略效应，打造长江黄金水道重要翻坝物流基地和长江航运中转枢纽。同时着力推动生态工业、支柱产业集群化发展，打造工业经济升级版，强力推进“生态工业富县”建设和发展。

财政及债务水平：2023年，秭归县一般公共预算收入保持增长但绝对规模仍较小，财政自给能力较弱，且政府债务规模持续增加。2023年秭归县一般公共预算收入为7.33亿元，同比有所提升，其中税收收入占比64.9%，近年秭归县税收收入占一般公共预算收入的比重持续下降，财政收入质量一般。2023年一般公共预算支出规模仍较大，当期秭归县财政自给率稍有提升，但近年财政自给能力始终较低。近年受土地市场行情低迷以及部分项目推迟开发等影响，秭归县政府性基金收入持续下滑。政府债务方面，秭归县地方政府债务余额逐年增长，整体秭归县债务压力较大。截至2023年末，秭归县楚元控股集团有限责任公司系秭归县唯一发债平台。

表4 秭归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	7.33	6.11	5.90
税收收入占比	64.9%	67.52%	74.85%
财政自给率	19.08%	16.69%	18.86%
政府性基金收入	2.04	3.53	7.57
地方政府债务余额	55.37	49.04	42.84

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：秭归县政府官网，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是秭归县核心的基础设施建筑主体，且当年新增工程施工和旅游业务，业务多元化进一步增强，砂石销售业务在秭归县具有区域专营性；但需关注到2023年公司未确认综合开发业

³ 即食品产业、光机电产业、清洁能源产业、建筑建材产业及文旅和健康产业。

务收入，导致公司当期营业收入大幅下滑，未来尚需关注综合开发业务收入稳定性

作为秭归县核心的基础设施建设主体，公司同时经营商品销售、商品房销售、劳务服务和旅游业务等多种业务，业务模式多元。受政府回购计划影响，2023年公司未产生综合开发业务收入，未来该业务收入稳定性尚需关注；受地产市场影响，公司商品房销售业务收入及毛利率水平均有所下滑；秭归县人民政府于2021年将秭归县全县河道清淤所产生的砂石料经营权授予公司，砂石料经营权具有区域专营性；跟踪期内，公司商品销售业务收入上涨，但受场地租赁及运输成本上涨影响，公司商品销售业务毛利率有所下滑。2023年公司新增施工业务及旅游业务收入，为公司营业收入提供较好补充，且其他业务毛利率较高，带动公司销售毛利率上涨。

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
综合开发项目	0.00	0.00%	-	3.57	55.75%	16.67%
商品房销售	0.85	28.19%	17.93%	1.60	24.99%	27.00%
商品销售	0.96	31.56%	25.65%	0.87	13.66%	39.17%
劳务服务收入	0.40	13.21%	-5.68%	0.15	2.41%	-67.65%
工程施工	0.07	2.42%	19.11%	0.00	0.00%	-
其他	0.75	24.61%	46.69%	0.20	3.19%	27.19%
合计	3.03	100.00%	24.35%	6.40	100.00%	20.62%

注：“-”表示不适用。

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）综合开发业务

2023年受政府回购计划影响，公司未确认综合开发业务收入，目前在建主要综合开发项目总投资规模较大，项目储备量充足，但尚需投资规模较大，且业务收入确认及回款时间存在不确定，公司将面临较大资金支出压力

跟踪期内，公司仍主要负责秭归县范围内各类基础设施项目的代建，该业务具有较强的区域专营性。根据公司与秭归县人民政府签订项目《综合开发建设协议》，项目开发完毕并经验收合格后，秭归县人民政府按经双方确认的投入成本加成20%与公司结算，此外协议另约定，若政府部门对公司进行了增资，则相应的回报适当降低。

实际操作中，公司每年向秭归县人民政府申报综合开发项目产值，确认当年开发建设总成本。跟踪期内，受政府回购计划影响，公司未确认综合开发业务收入和成本，截至2023年末，公司存货中尚有31.43亿元的综合开发项目尚未结算，中证鹏元关注到，2023年并未确认开发项目产值和成本，整体由于项目审定进度偏慢，公司回款存在滞后，仍需关注未来公司产生综合开发业务确认收入情况。

截至2023年末，公司主要在建综合开发项目总投资合计为50.63亿元，已投资34.71亿元，尚需投资

15.92亿元，在建综合开发项目投资规模较大。随着代建项目的持续建设，跟踪期内，合同履行成本增加3.38亿元，当期末公司合同履行成本为31.43亿元，整体来看，公司综合开发业务持续性较好。截至2023年末，公司在建综合开发项目尚需投入规模较大，但随着项目建设推进，公司将面临较大的资金压力，仍需关注综合开发业务收入确认及回款情况。

表5 截至 2023 年末公司主要在建综合开发项目情况（单位：亿元）

代建项目名称	预计总投资	累计已投资	收益实现方式
金缸城移民新区基础设施与中央商贸区项目	10.84	10.32	成本加成
翻坝物流园场地平整、基础设施与货运中心	10.65	7.62	成本加成
秭归港区二期工程件杂和滚装泊位水工建筑工程项目	8.14	4.17	成本加成
金曲路	3.40	1.81	成本加成
秭归县 2014 年第一批棚户区改造项目	3.50	3.37	成本加成
秭归县北斗产业基地项目	3.00	0.34	成本加成
总部经济园项目	1.80	1.30	成本加成
银杏花园二期项目	1.60	1.45	成本加成
翻坝物流产业园安置房与商业中心项目	1.00	0.97	成本加成
大梅路改扩建工程	1.22	0.72	成本加成
两磨路改扩建工程	3.68	1.74	成本加成
杨云路改扩建工程	1.80	0.90	成本加成
合计	50.63	34.71	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司自营在建项目包括秭归库区医养结合养老服务中心建设项目、秭归县桂花园电站，建成后将通过自主运营养老中心及电站产生运营收入，截至2023年末，秭归库区医养结合养老服务中心建设项目及秭归县桂花园电站的部分建设内容已完工。

表6 截至 2023 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	预计尚需投资
秭归库区医养结合养老服务中心建设项目（“17 秭归养老债 01/ PR 秭归 01”和“18 秭归养老债 01/ PR 秭归 02”募投项目）	6.35	4.33	1.77
秭归县桂花园电站	1.10	0.88	0.17
合计	7.45	5.21	2.24

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房地产开发业务

受市场影响公司房地产开发业务收入及盈利能力均有所下滑，且公司存货中尚有较大规模的存量房产项目，需关注公司房产未来去化情况

跟踪期内，公司房屋销售业务仍主要是由子公司秭归县三丰建设有限公司（以下简称“三丰建设”）负责，房屋类型包含商品房及安置房，其中市场化的商品房项目建设用地由公司招拍挂获得，建设后按

市场价进行销售；安置房项目方面，2014年及之前，政府回购部分安置房项目，剩余安置房项目由公司自行销售，自此公司安置房项目不再具有公益性质，原安置房项目销售对象不限，且销售价格较低，一定程度上影响了公司房屋销售毛利率。

2023年，公司实现商品房销售收入0.85亿元，收入确认主要来自天问学宸和天问江苑项目，收入规模较2022年有所下滑，主要系当期楼市降温，公司存量楼盘去化情况不及预期所致，且当期房屋销售均价有所下滑，商品房销售毛利率同比下滑9.07个百分点。

跟踪期内，公司持续建设天问江苑、天问学宸项目，2023年新增投资5.46亿元，截至2023年末，天问江苑、天问学宸商品房项目均已建设完成。此外，公司已投资尚未完全销售的房地产项目为银杏花园、河东花园、江山景秀、江山领秀等，计入存货的开发成本合计为13.65亿元，当前市场情况下，公司存量项目的去化能力尚需关注。

表7 截至2023年末公司在售商品房项目情况（单位：平方米、亿元）

项目	计划总投资	累计已投资	签约面积	预售时间	预计交付时间
天问学宸	4.20	4.20	24,239.27	2023.6.28	2024.4.30
天问江苑	3.50	3.50	39,953.5	2021.11.19	2023.11.19
合计	7.70	7.70	64,192.77	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）砂石业务

跟踪期内，公司砂石销售业务在秭归县具有区域专营权，该业务收入上涨，但受运输成本及场地租金上涨影响，毛利率有所下滑

跟踪期内，公司商品销售业务仍主要由子公司秭归久源水利投资开发有限责任公司（以下简称“久源水投”）及秭归县通途公路养护工程有限责任公司负责，销售产品主要为砂石、沥青混凝土等建筑材料，其中砂石业务为公司河道自采，沥青混凝土为公司外部采购，客户的付款方式均为先款后货，成本主要来自砂石搬运、砂厂设备和业务场地租金等。跟踪期内，公司砂石业务模式未发生变化。

2021年，秭归县人民政府将秭归县全县河道清淤所产生的砂石料经营权授予公司⁴，自此公司的砂石料经营权具有区域专营性，2023年下游客户对砂石料的需求有所增加，故当期公司营业收入有所增长，但当期砂石销售所需的业务场地租金增加，加之运输成本提高，跟踪期内公司砂石销售业务毛利率有所下滑。

（四）其他业务

2023年公司劳务销售业务大幅提升，且新增工程施工业务及旅游业务收入，为公司收入提供一定

⁴ 公司尚未评估及办理相关权证，因此未入账公司资产。

保障

其他业务方面，跟踪期内，公司新增工程施工业务，主要由子公司宜昌天宏建筑工程有限公司（以下简称“天宏建筑”）负责开展，天宏建筑为宜昌市普通公路工程施工企业，有“建筑施工企业安全生产许可证”、“建筑业企业资质”。2023年，天宏建筑主要负责建设秭归脐橙产业综合物流中心项目、冰雪运动训练基地项目、秭归县屈原文化旅游区(北区)旅游设施配套项目、秭归县康养中心及基础设施配套项目（一期）等项目，2023年产生的营业收入为0.07亿元，产生的收入规模有限。

公司劳务销售业务收入主要由秭归县逸安物业有限公司、秭归汇元酒店有限公司负责，主要开展物业服务、酒店经营管理等。2023年，公司劳务销售业务收入有所提升主要系物业和酒店业务扩面、提量所致，近年公司劳务销售业务有所亏损主要系前期持续建设酒店及装修，成本摊销较大所致。

跟踪期内，公司其他业务收入大幅增加，主要系当期秭归县政府划拨子归文旅股权至公司，公司新增旅游业务收入，子归文旅主要负责九畹溪漂流、屈原祠景区等景区的运营，收入主要来源于门票、餐饮和住宿等，2023年产生的旅游业务收入为0.30亿元。

公司在财政补贴等方面继续得到当地政府的支持

公司为秭归县基础设施建设运营主体，2023年秭归县财政局给予公司政府补贴0.51亿元，计入“其他收益”核算，在极大程度上提升了公司当期利润水平；2023年，秭归国资局将子归文旅100%股权划转至公司，公司新增旅游业务板块，且增加公司资本公积1.34亿元。

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信会计师事务所（普通特殊合伙）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。2023年，公司合并范围内新增一家子公司子归文旅；截至2023年末，公司主要合并范围详见附录四。

资本实力与资产质量

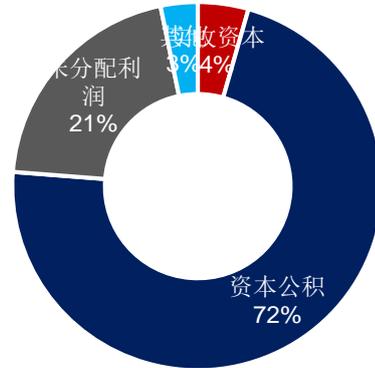
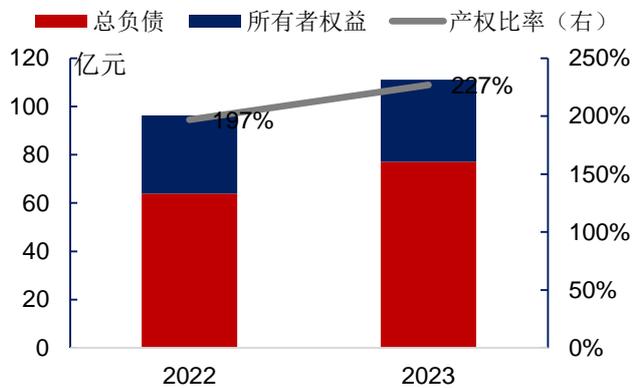
跟踪期内，因代建项目结算及回款滞后，公司资产仍沉淀在存货及应收账款中，且应收款项期限较长，导致公司资产流动性欠佳；公司目前在建自营项目规模仍较大，需关注未来收益情况，整体公司资产有效性较弱

跟踪期内，公司作为秭归县核心的基础设施建设主体，政府划拨子归文旅100%股权至公司，增加公司资本公积，伴随着2023年经营积累，当年末公司所有者权益有所提升。从权益结构看，所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润组成，截至2023年末，公司实收资本和资本公积占所有者权

益的比重为76.23%。跟踪期内，公司银行借款及专项应付款规模增加，公司总负债规模同比上涨20.77%，故2023年末产权比例有所上涨，公司净资产对总负债的保障能力有所下滑。

图 1 公司资本结构

图 2 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司资产仍主要是由存货（综合开发项目履约成本、商品房及土地资产）、在建工程、应收款项（应收账款和其他应收款）和货币资金组成，截至2023年末，上述资产占公司资产总额的比重为82.87%。

截至2023年末，公司存货主要系综合开发项目投入形成的合同履约成本31.43亿元，已开发尚未销售的商品房成本13.65亿元，以及土地资产7.84亿元；公司已完工未结算的综合开发项目成本规模较大，2023年随着公司持续建设商品房及综合开发项目，当年末公司存货规模上涨。随着审计结算进度推进，合同履约成本及开发成本可为公司收入提供保障，但由于项目审计结算周期较长，回款时间存在不确定性；此外，期末土地资产主要系住宅、商服、仓储和工业用地，主要通过招拍挂的方式取得，有部分医疗卫生用地和公共设施用地，属于批准使用和政府划拨，账面价值为0.44亿元；截至2023年末，10.94亿元存货因抵押而受限，占公司存货规模的20.61%。

跟踪期内，公司持续推进自营项目建设，2023年末公司在建工程同比增加55.07%，其中主要在建工程为秭归县移民安置区天然气综合利用工程项目、秭归县人民医院金缸城园区，其中秭归县人民医院金缸城园区将出租给秭归县人民医院，预计未来产生的收益有限。

公司应收账款主要为应收秭归县财政局的综合开发项目款，截至2023年末，公司应收秭归县财政局的账款为11.85亿元，占比95.18%，规模较大，且未计提坏账准备；账龄方面，截至2023年末，公司1年以内回收的应收账款规模有限，仅为0.32亿元，1-4年的应收账款占比合计为97.40%，整体，应收账款期限相对较长。其他应收款主要系当地政府及下属国企单位往来款，截至2023年末，账龄为1年以内及5年以上的其他应收款占比分别为25.17%和41.03%，账龄期限偏长，期末前五大其他应收款详见下表。截至2023年末，公司应收款项（包括应收账款及其他应收款）合计占总资产比重达16.07%，应收对象以

政府部门及国有企业为主，发生坏账风险相对较小，但规模较大，且公司回款时间存在不确定性，对公司营运资金形成占用。

跟踪期内，受长期借款和专项应付款规模增加，公司货币资金规模同比增加3.72%，截至2023年末，公司因票据保证金及定期存单而受限的货币资金规模为0.25亿元，占货币资金的比重为3.78%。

表8 2023年末公司前五大其他应收账款对象情况（单位：亿元）

单位名称	余额	账龄	占其他应收款总额的比例
湖北稀兴长江大桥建设开发有限公司	1.18	5年以上	21.57%
秭归县非税收入服务中心	0.59	1年以内、2-3年	10.80%
秭归县土地收购储备中心	0.25	1年以内	4.52%
秭归县国有资产监督管理局	0.21	1年以内、1-2年、2-3年	3.79%
秭归县自然资源和规划局	0.19	1年以内、1-2年	3.41%
合计	2.41	-	44.09%

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

公司其他权益工具投资主要为公司对当地国企业的股权投资，持股比例均低于50%，2023年末，公司不再持有湖北泰和石化设备有限公司的股权，减少其他权益工具投资0.20亿元；新增对多家公司的权益投资，但规模均较小，合计为0.20亿元，整体公司其他权益工具投资账面价值保持稳定；截至2023年末，公司主要为对湖北三峡现代物流有限公司的投资，账面价值为4.00亿元。

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	6.68	6.01%	6.44	6.69%
应收账款	12.44	11.20%	12.79	13.29%
其他应收款	5.41	4.87%	5.14	5.34%
存货	53.08	47.77%	47.63	49.47%
流动资产合计	81.55	73.39%	75.15	78.05%
固定资产	6.07	5.46%	4.73	4.91%
在建工程	14.47	13.02%	9.33	9.69%
其他权益工具投资	4.52	4.06%	4.52	4.69%
非流动资产合计	29.56	26.61%	21.13	21.95%
资产总计	111.11	100.00%	96.28	100.00%

资料来源：公司2022-2023年审计报告，中证鹏元整理

受限资产方面，2023年末，公司因定期存单、汇票保证金受限的货币资金为0.25亿元，因抵押受限的存货10.94亿元、无形资产60.33万元和固定资产0.13亿元，公司受限资金合计为11.33亿元，占总资产的比重为10.20%。

盈利能力

2023年公司未产生综合开发项目收入，营业收入大幅下滑，利润基本依赖政府补助

营业收入方面，跟踪期内，受秭归县政府回购计划影响，公司未产生综合开发项目收入，导致公司营业收入大幅下滑；公司商品房销售业务受当期房地产市场影响，存量房产去化变化，房屋销售收入及毛利率亦大幅下降；2023年，公司劳务服务业务收入大幅提升，主要系下游需求增加所致；当年，公司新增工程施工和旅游业务收入，收入规模分别为0.07亿元和0.30亿元，均为公司收入提供补充。中证鹏元关注到，公司未来是否可持续产生综合开发项目收入尚具有一定不确定性。

盈利能力方面，2023年，公司销售毛利率有所提升，主要系公司新增的旅游业务收入毛利率较高，带动其他业务收入毛利率提升所致；因2023年砂石销售所需的业务场地租金增加，加之运输成本提高，公司商品销售业务毛利率仍有所下滑；公司劳务服务收入毛利率虽有所提升，但仍处于亏损状态；2023年新增的工程施工业务虽收入有限，但盈利能力尚可，整体2023年公司销售毛利率提升了3.73个百分点。2023年，政府对公司的支持力度有所提升，公司其他收益较上年同比增加，公司利润水平基本依赖政府支持。

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	3.03	6.40
营业利润	0.22	0.77
其他收益	0.51	0.33
利润总额	0.20	0.76
销售毛利率	24.35%	20.62%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模提升，且仍以长期债务为主，现金类资产对短期债务的保障能力增加，短期债务压力较小，但长期偿债压力较大

跟踪期内，公司债务仍主要以总债务、专项应付款和合同负债为主。公司总债务仍以长期为主，短期偿债压力较小，截至2023年末，公司总债务规模同比增加主要系公司增加长期借款所致。公司总债务主要为银行借款，借款成本分布在3.95%~6.14%。公司尚未偿还债券主要系本期债券。2023年末，公司长期应付款主要系应付湖北省投资公司1.88亿元借款、应付国开发展基金有限公司1.18亿元明股实债投资本金，以及26.98亿元专项应付款，其中专项应付款同比大幅增长36.03%，主要系政府加大基础设施配套资金和三峡后续补贴资金支持公司综合开发项目建设，该部分专项应付款按项目进度转为公司权益，后续无需偿还本息。

其他负债方面，公司合同负债主要为预收商品房项目天问江苑预售款，由于商品房交付结算，合同

负债较上年预收款项有所下降。

表11 截至 2023 年 12 月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	3.95%~6.14%	33.16	2.80	30.37
债券融资	7.08%~7.80%	5.17	1.29	3.88
非标融资	-	3.36	0.18	-
合计	-	41.69	4.27	34.25

注：“-”表示数据不可得。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 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	0.57	0.74%	0.40	0.63%
合同负债	3.44	4.46%	3.52	5.51%
一年内到期的非流动负债	3.70	4.80%	3.59	5.63%
流动负债合计	12.36	16.03%	11.70	18.32%
长期借款	30.37	39.37%	23.88	37.40%
应付债券	3.88	5.03%	4.97	7.78%
长期应付款	30.16	39.11%	23.00	36.01%
非流动负债合计	64.76	83.97%	52.15	81.68%
负债合计	77.12	100.00%	63.85	100.00%
总债务	41.91	54.35%	36.47	57.12%
其中：短期债务	4.49	5.82%	4.47	7.00%
长期债务	37.42	48.52%	32.01	50.12%

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上升，考虑到公司资产流动性较差，资产对负债的保障程度一般。从短期偿债指标来看，当年末公司货币资金增加，现金短期债务比有所上涨，现金类资产对短期债务的保障程度仍较好，公司面临的短期压力较小。2023年末，公司总债务规模有所上升，公司EBITDA对利息的保障能力有所下滑，且长期债务占总债务的规模较大，整体来看，公司面临较大的长期偿债压力。

跟踪期内，公司持续建设芝兰谷农旅一体化项目、三峡国际冰雪之城及秭归县茅坪镇罗家饮水机安全巩固提升工程等多个自营项目，公司投资活动产生的现金流仍呈现净流出状态，公司主要依靠融资维持正常经营，截至2024年6月末，公司尚未使用的授信额度为10.51亿元，可提供一定流动性，未来预计公司将持续推进综合开发业务及自营项目的建设，尚需新增一定规模的对外借款，公司杠杆比例仍面临一定的上行压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
------	--------	--------

资产负债率	69.41%	66.32%
现金短期债务比	1.49	1.44
EBITDA 利息保障倍数	0.40	0.66

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表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，但需关注到，公司高管多次发生变化，需关注公司管理层稳定情况

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，截至2024年7月1日，近一年内公司未因环境因素受到相关部门的处罚，公司未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，公司未发生产品质量或安全问题。

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，截至2024年7月1日，近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。同时，中证鹏元关注到，公司原董事长周俐江涉嫌严重违纪和职务违法，目前正接受秭归县纪委监委纪律审查和监察调查，并被采取留置措施。

治理方面，根据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，公司目前设有综合办公室、财务部、法务部、项目部、事业发展部、融资部、纪检监察室、人力资源部等八个部门。总体而言，公司建立的治理结构和组织架构基本满足其日常经营需要。跟踪期内，公司高层管理人员、董事会成员多次发生变化，变更时间分别为2023年6月和2024年6月，具体变化明细如表15所示，需关注公司高管多次频繁变动对公司经营管理的影响及未来公司领导班子的稳定性。

表14 跟踪期内公司董事会、监事会变更情况

项目	2024年6月变更后		2023年6月变更后	
	姓名	职位	姓名	职位
董事会	梅汉臣	董事长、总经理	兰鹏	董事长、法定代表人
	王江	董事	彭劲松	总经理、董事
	赵丽君	职工董事	赵丽君	职工董事
	向均平	外部董事	向均平	外部董事
	郑焱	外部董事	郑焱	外部董事
	徐飞	外部董事	徐飞	外部董事
	史永红	外部董事	史永红	外部董事

监事会	梅益成	监事会主席	梅益成	监事会主席
-----	-----	-------	-----	-------

注：“-”表示无相关人员。

资料来源：公司公告、公开资料，中证鹏元整理

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7月5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，公司作为保证人的担保账户有2个关注类账户，关注类余额为1980元；从2021年1月1日至报告查询日（2024年7月8日），公司重要子公司秭归县楚元能源有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年末，公司对秭归紫昕集团有限责任公司⁵（以下简称“秭归紫昕”）担保余额合计为0.26亿元，秭归紫昕控股股东为秭归县财政局，回收风险可控，但对外担保期限较长。

表15 截至 2023 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
秭归紫昕有限责任公司	0.26	2037.8.15	否
合计	0.26	--	--

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是秭归县人民政府下属重要企业，秭归县政府直接持有公司87.73%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，秭归县区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与秭归县政府的联系非常紧密。政府持有公司87.73%股权，且没有迹象表明政府会在可预见的未来降低持股比例；政府对公司经营战略和业务运营具有绝对控制权。公司主营的基础设施建设业务主要来自秭归县政府及其下属国企单位，且近年来公司收到政府的支持次数较多力度较大预计公司与政府的联系将较为稳定。

（2）公司对秭归县政府非常重要。公司是秭归县核心的基础设施建设主体，提供一些公共产品和服务，也有一部分业务是市场化业务。秭归县仅有公司一家发债的城投公司，故公司对秭归县的贡献很大，政府在付出一定努力和成本的情况下可以取代受评主体的；考虑到公司已发行债券，因此公司违约将对秭归县金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

⁵ 公司原名为“秭归紫昕国有资本投资开发有限责任公司”。

九、 债券偿还保障分析

重庆进出口担保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

重庆进出口担保成立于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，重庆进出口担保注册资本增至30亿元。2018年，渝富资产将持有的重庆进出口担保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，重庆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16 截至 2023 年末重庆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

重庆进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。受重庆进出口担保压缩金融科技贷款担保业务的影响，2023 年重庆进出口担保业务规模有所下降，截至 2023 年末，重庆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17 重庆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：重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

重庆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，重庆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，重庆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，未来重庆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。

重庆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，近年来重庆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%。

重庆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，重庆进出口担保非融资担保余额为 45.34 亿元，同比增长 6.93%。

重庆进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。2023 年重庆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，重庆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，需关注重庆进出口担保后续的代偿回收情况。近年重庆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。

重庆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 18 重庆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：重庆进出口担保 2021-2023 年审计报告及重庆进出口担保提供，中证鹏元整理

近年重庆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，重庆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%。

重庆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。近年来重庆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。

重庆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 年重庆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，重庆进出口担保股东综合实力很强，可在业务拓展、资金等方面给予重庆进出口担保支持；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，重庆进出口担保主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“17 秭归养老债 01/ PR 秭归 01”和“18 秭归养老债 01/ PR 秭归 02”的信用水平。

十、 结论

公司是秭归县核心的基础设施建设主体，公司实控人为秭归国资局，在秭归县的平台重要性较高，跟踪期内，公司收到秭归县财政局 0.51 亿元的政府补助，极大程度上提升了公司的利润水平，未来仍有望持续获得政府对公司的外部支持；2023 年，公司新增工程施工和旅游业务，公司业务多元化进一步提升。此外，公司资产沉淀于存货、应收款项及在建工程中，资产流动性较差，在建项目投资规模较大，预计公司仍需持续对外融资推进项目建设，公司面临较大的资金压力和杠杆抬升压力，且未来公司综合开发业务收入稳定性未知。综合考虑，公司抗风险能力一般。

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“17 秭归养老债 01/ PR 秭归 01”、“18 秭归养老债 01/ PR 秭归 02”的信用等级均为 AA+。

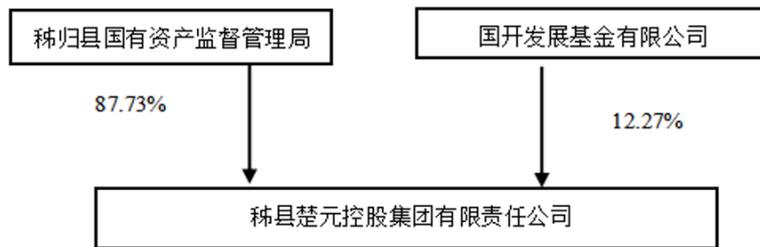
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.68	6.44	5.69
应收账款	12.44	12.79	10.55
其他应收款	5.41	5.14	5.15
存货	53.08	47.63	41.09
其他流动资产	3.74	3.02	2.18
流动资产合计	81.55	75.15	64.71
固定资产	6.07	4.73	4.36
在建工程	14.47	9.33	5.90
其他权益工具投资	4.52	4.52	4.67
非流动资产合计	29.56	21.13	17.92
资产总计	111.11	96.28	82.63
短期借款	0.57	0.40	0.10
应付账款	1.18	0.68	0.56
合同负债	3.44	3.52	4.29
其他应付款	2.93	3.16	4.69
一年内到期的非流动负债	3.70	3.59	1.44
流动负债合计	12.36	11.70	11.19
长期借款	30.37	23.88	14.58
应付债券	3.88	4.97	6.56
长期应付款	30.16	23.00	18.07
非流动负债合计	64.76	52.15	39.54
负债合计	77.12	63.85	50.73
总债务	41.91	36.47	27.09
其中：短期债务	4.49	4.47	2.54
所有者权益	34.00	32.42	31.90
营业收入	3.03	6.40	5.06
营业利润	0.22	0.77	0.91
其他收益	0.51	0.33	0.68
利润总额	0.20	0.76	1.09
经营活动产生的现金流量净额	0.63	-1.04	0.15
投资活动产生的现金流量净额	-3.39	-2.82	-1.95
筹资活动产生的现金流量净额	3.52	5.27	3.64
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	24.35%	20.62%	17.09%
资产负债率	69.41%	66.32%	61.40%
短期债务/总债务	10.72%	12.25%	9.38%

现金短期债务比	1.49	1.44	2.24
EBITDA（亿元）	0.94	1.27	1.50
EBITDA 利息保障倍数	0.40	0.66	1.24

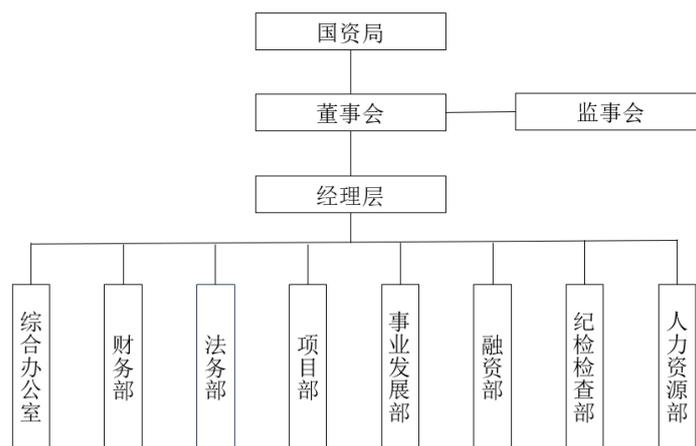
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 12 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 12 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年 12 月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	持股比例	主营业务
秭归万安服务有限责任公司	1,000.00	100.00%	服务租赁业
秭归万安消防工程有限责任公司	110.00	100.00%	消防工程
宜昌天宏建筑工程有限公司	4,000.00	100.00%	房屋建筑业
秭归县楚元健康产业开发有限公司	15,000.00	52.00%	医疗器械销售
秭归县通畅公路隧桥养护有限责任公司	128.00	100.00%	道路运输业
秭归县通途公路养护工程有限责任公司	30.00	100.00%	道路运输业
秭归县楚恒企业管理有限公司	5,000.00	100.00%	租赁和商务服务业
秭归县楚元经营管理有限公司	4,000.00	100.00%	疗养、康复、健身服务、市政公共设施建设
秭归县楚元水务有限责任公司	5,000.00	100.00%	水利管理业
秭归县楚元能源有限公司	13,000.00	100.00%	商务服务业
秭归芝兰谷投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
秭归九歌投资开发有限公司	20,000.00	100.00%	商务服务业
秭归亿楚建设工程有限责任公司	5,007.82	100.00%	土木工程建筑业
秭归县壹志水利综合开发有限公司	1,100.00	51.00%	水利管理业
湖北子归文化旅游投资开发有限公司	30,000.00	100.00%	公共设施管理业

资料来源：公司 2023 年审计报告，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。