

信用评级公告

联合〔2021〕3390号

联合资信评估股份有限公司通过对枣阳市城市建设投资经营有限公司及其拟发行的 2021 年第一期公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定枣阳市城市建设投资经营有限公司主体长期信用等级为 AA，2021 年第一期枣阳市城市建设投资经营有限公司公司债券的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年五月二十一日

2021 年第一期枣阳市城市建设投资经营有限公司 公司债券信用评级报告

评级结果：

公司主体长期信用等级：AA

本期债券信用等级：AAA

担保方主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况

本期债券发行规模：6.70 亿元

本期债券期限：7 年

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：用于枣阳市城市综合停车场项目和补充流动资金

评级时间：2021 年 5 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评价结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	AA
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	盈利能力	3
			现金流量	4
			资产质量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	3	
调整因素和理由				调整子级
政府支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

枣阳市城市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）是湖北省枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，业务具有区域专营性，持续得到当地政府在资本金注入、资产注入、股权划转和财政补贴等方面的大力支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司基建项目回款效率较低、资产流动性弱、经营活动现金净流量持续为负等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年第一期枣阳市城市建设投资经营有限公司公司债券（以下简称“本期债券”）由湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北融资担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述担保显著提升了本期债券本息偿还的安全性。此外，本期债券设置了分期还款安排，可有效降低公司资金集中支付压力。

未来，随着枣阳市基础设施建设投入加大以及公司经营项目的持续发展，公司的业务规模有望稳步发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 业务具有区域专营性。公司是枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，业务具有区域专营性。
2. 获得当地政府的大力支持。公司得到当地政府在资本金注入、资产注入、股权划转和财政补贴等方面的大力支持。
3. 外部担保显著提升了债券的偿付安全性。湖北融资担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，显著提升了本期债券本息偿还的安全性。

分析师:

马颖 登记编号 (R0150220120035)

倪昕 登记编号 (R0040218020005)

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

4. 分期还款安排缓解公司的集中偿付压力。本期债券分期还款安排在一定程度上缓解了公司未来的集中偿付压力。

关注

1. **资产流动性弱。**公司的资产构成以应收类款项和存货为主, 存货主要是土地资产和基建项目投入成本, 应收类款项对公司资金形成较大占用, 公司整体资产流动性弱。
2. **基建项目回款效率较低。**截至2020年底, 公司基础设施建设项目已投入尚未结算的成本55.77亿元, 基建项目回款效率较低, 存在较大的资金占用。
3. **经营性净现金流持续为负。**2018—2020年, 公司代建项目结算进度慢, 经营性现金持续呈现净流出。
4. **募投项目收益实现存在不确定性。**募投项目收益受停车场租赁情况、当地经济景气程度以及项目建设进度影响, 存在不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	19.69	8.80	5.33
资产总额（亿元）	176.83	185.83	192.15
所有者权益（亿元）	84.97	87.62	90.22
短期债务（亿元）	9.40	10.73	10.56
长期债务（亿元）	68.45	65.95	69.77
全部债务（亿元）	77.85	76.68	80.33
营业收入（亿元）	5.57	8.47	9.29
利润总额（亿元）	1.34	1.62	2.78
EBITDA（亿元）	1.87	2.10	3.31
经营性净现金流（亿元）	-3.94	-12.80	-1.89
营业利润率（%）	19.63	13.95	15.58
净资产收益率（%）	1.57	1.66	2.77
资产负债率（%）	51.95	52.85	53.05
全部债务资本化比率（%）	47.81	46.67	47.10
流动比率（%）	695.60	567.60	553.30
经营现金流动负债比（%）	-16.96	-42.52	-5.89
现金短期债务比（倍）	2.10	0.82	0.51
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	2.05	2.88
全部债务/EBITDA（倍）	41.55	36.46	24.24
公司本部（母公司）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	160.12	176.89	170.36
所有者权益（亿元）	72.93	74.80	77.67
全部债务（亿元）	14.95	12.27	9.65
营业收入（亿元）	4.85	7.61	7.89
利润总额（亿元）	1.83	2.14	2.99
资产负债率（%）	54.45	57.71	54.41
全部债务资本化比率（%）	17.01	14.09	11.05
流动比率（%）	204.67	184.07	186.30
经营现金流动负债比（%）	1.71	-7.79	2.03

注：已将长期应付款中有息债务调整至长期债务进行核算

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2020.08.10	薛琳霞 马颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	-

声 明

一、本报告引用的资料主要由枣阳市城市建设投资经营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



2021 年第一期枣阳市城市建设投资经营有限公司 公司债券信用评级报告

一、主体概况

枣阳市城市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）于 2005 年 12 月成立，初始注册资本 20000 万元。其中，枣阳市土地储备中心以土地使用权出资 15980 万元，持股 79.90%；枣阳市供水总公司（以下简称“供水公司”）以实物出资 4000 万元，持股 20.00%；枣阳市城市建设与环境保护开发有限公司（以下简称“环境保护公司”）以实物出资 20 万元，持股 0.10%。2011 年 12 月，枣阳市国有资产管理中心向公司增加资本金 1.27 亿元，公司注册资本增加至 3.27 亿元。2012 年 1 月，供水公司、枣阳市土地储备中心和枣阳市国有资产管理中心持有公司的股权被无偿划入枣阳市国有资产监督管理局（以下简称“枣阳市国资局”），枣阳市国资局成为公司唯一股东。

2017 年 6 月，国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以货币形式向公司注资 4600 万元。2020 年 9 月末，公司将国开基金 4600 万明股实债资金全部偿还，偿还后公司注册资本降至 3.27 亿元。截至 2020 年底，公司注册资本 3.73 亿元，实收资本 3.27 亿元，枣阳市国资局持股 100.00%¹，公司实际控制人为枣阳市国资局。

公司主营业务：土地整理与开发、城市基础设施建设代建、砂石销售、城市供水业务及污水处理业务等。

截至 2020 年底，公司本部设综合行政部、计划财务部、工程项目部、资产运营部、土地储备部和投资融资部共 6 个职能部门；纳入合并范围的子公司共 10 家。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 192.15 亿元，所有者权益 90.22 亿元（含少数股东权益 1.96 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 9.29 亿元，利润总额 2.78 亿元。

公司注册地址：湖北省枣阳市人民路东侧；法定代表人：王大斌。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

本次公司计划发行 2021 年枣阳市城市建设投资经营有限公司公司债券（以下简称“本次债券”），发行金额不超过 13.00 亿元，期限为 7 年，采用固定利率，按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3 年至第 7 年底每年偿还 20% 的本金。本期债券为“2021 年第一期枣阳市城市建设投资经营有限公司公司债券”。本期债券附有弹性配售选择权，弹性配售选择权强制触发倍数为 3 倍，当期计划发行规模为 6.7 亿元，其中，基础发行额为 4 亿元，弹性配售额为 2.7 亿元

本期债券由湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北融资担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途及项目概况

本次债券募集资金 13.00 亿元，其中 7.96 亿元用于枣阳市城市综合停车场建设项目（以下简称“停车场项目”）建设，5.04 亿元用于补充公司流动资金。本期债券募集资金 6.70 亿元，其中 4.10 亿元用于停车场项目建设，2.60 亿元用于补充公司流动资金。募集资金投资项目情况见下表：

¹ 截至报告出具日，工商变更尚未完成。

表1 本期债券募集资金投资项目情况（单位：万元、%）

募投项目	项目总投资	本期债券募集资金及占项目总投资比例	本期债券募集资金占项目总投资比例
枣阳市城市综合停车场建设项目	119807.25	41000.00	34.22

资料来源：公司提供

停车场项目实施主体为公司本部。根据《枣阳市城市综合停车场建设项目可行性研究报告》，停车场项目占地总面积470814平方米（约合705.87亩），共建停车场41个，其中地上停车场33个，停车楼2个，地下停车场6个。建筑总面积621580.5平方米，其中标准停车位面积604679.3平方米，管理及附属用房面积16901.2平方米，绿化面积42774平方米。停车

场项目建成后可提供机动车停车位21107个，其中充电桩停车位2111个。停车场项目总投资11.98亿元，拟使用本次债券募集资金7.96亿元，其他资金来源于公司自筹。

停车场项目拟建设期两年，计划于2021年1月开工，2023年1月完工。停车场项目已于2021年1月开工，截至2021年4月底，已投资0.94亿元。

停车场项目收入主要来源于停车收入、充电桩充电服务费收入、广告收入等三项。根据《枣阳市城市综合停车场建设项目可行性研究报告》，停车场项目在运营期内（项目建成后3-7年）预计可实现总收入合计15.17亿元，为项目总投资的1.27倍。

停车场项目审批情况如下表所示。

表2 枣阳市城市综合停车场建设项目审批情况

文件名称	文号	发文机关	印发时间
《枣阳市自然资源和规划局关于枣阳市城市综合停车场建设项目用地及规划的预审意见》	--	枣阳市自然资源和规划局	2020.07.02
《关于对枣阳市城市综合停车场建设项目社会稳定风险评估的备案意见》	枣政法〔2020〕4号	中共枣阳市委政法委员会	2020.06.22
《湖北省固定资产投资项目备案证》	2020-420683-82-03-009765	枣阳市行政审批局	2020.07.22
《建设项目环境影响登记表》	202042068300000094	--	2020.09.03

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导LPR下行，

降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国2020年一季度GDP下降6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为3.20%、4.90%和6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关。2020年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 3 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年

(2.90%)有所回落,其中食品价格上涨10.60%,涨幅比上年回升1.40个百分点;非食品价格上涨0.40%,涨幅比上年回落1.00个百分点。核心CPI(不包括食品和能源)温和上涨0.80%,涨幅比上年回落0.80个百分点。2020年工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降1.80%,工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降2.30%,降幅较上年(-0.30%和-0.70%)均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降,平方米增速显著上升。截至2020年底,社会融资规模存量284.83万亿元,同比增长13.30%,增速较上年底(10.69%)显著提高,为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看,2020年新增社会融资规模34.86万亿元,比上年多增9.29万亿元。分季看,各季度社融增量分别为11.11万亿元、9.76万亿元、8.75万亿元和5.25万亿元,呈逐季下降的趋势,其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点,显示货币政策在回归常态。货币供应量方面,截至2020年底,平方米余额218.68万亿元,同比增长10.10%,较上年底增速(8.70%)显著上升。同期M1余额62.56万亿元,同比增长8.60%,较上年底增速(4.40%)大幅提高,说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020年,全国一般公共预算收入18.29万亿元,同比下降3.90%,降幅逐季收窄,下降幅度依然较大。其中税收收入15.43万亿元,同比下降2.30%;非税收入2.86万亿元,同比下降11.70%。2020年一般公共预算支出24.56万亿元,同比增长2.80%,增幅较上年(8.10%)显著下滑。其中社会保障与就业支出3.26万亿元,同比增长10.90%;卫生健康支出1.92万亿元,同比增长15.20%;债务付息0.98万亿元,同比增长16.40%。以上财政支出项目增长显著,主要受疫情及疫情防控影响,同时也表明政府债务付息大幅增加。2020年财政收支

缺口6.27万亿元,上年缺口为4.85万亿元,受疫情冲击的特殊影响,2020年财政收支缺口更趋扩大。2020年全国政府性基金收入9.35万亿元,同比增长10.60%,较上年(12.00%)有所下滑;全国政府性基金支出11.80万亿元,同比增长28.80%,增幅较上年(13.40%)大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和,居民收入增幅放缓。

2020年,在疫情影响下,服务业呈收缩态势,中小微企业持续经营困难局面延续。2020年12月城镇调查失业率5.20%,年内逐季回落,与上年同期持平,表现出我国经济和就业的韧性,就业压力趋于缓和。2020我国城镇居民人均可支配收入4.38万元,实际同比增长1.20%,增速较上年(5.00%)大幅下滑,对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署,2021年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性,要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不急转弯,同时保证不出现重大系统性风险;要重点落实八项任务,加快形成以内循环为主的“双循环”新格局,“要迈好第一步,见到新气象”。在此基调下,积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效,更可持续”,强调要兼顾稳增长和防风险需要,保持政府总体杠杆率基本稳定,为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制,提高资金的拨付效率;另一方面强调财政支出的压减,对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧,而对于重大项目 and 刚性支出,要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021年货币政策将“稳”字当头,保持好正常货币政策空间的可

持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环

境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与合作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施投资建设重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务

置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务

关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019年9月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019年9月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019年11月、2020年2月及2020年5月，财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表4 2019年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019年3月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范PPP项目合规性，对于规范合规的PPP项目，纳入财政支出预算；对于不合规的PPP项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展

2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集

约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

1. 区域经济环境

2020年受新冠疫情影响，枣阳市一般公共预算收入大幅下降。

枣阳市是湖北省襄阳市下辖县级市，位于湖北省西北部，东与随州接壤，西与襄州区毗连，南与宜城为邻，北与河南省唐河县相连，东北与河南省桐柏县交界，下辖3个街道、12个镇、1个省级经济技术开发区和2个管理区（农场），辖区面积3277平方公里。枣阳市交通便利，汉丹铁路、316国道、福银高速公路等贯穿全境，并与京珠高速公路、沪蓉高速公路相通。

根据2018—2019年《枣阳市国民经济与社会发展统计公报》，枣阳市分别实现地区生产总值656亿元和674.91亿元，按可比价格计算增长7.9%和8.0%，其中，2019年第一产业增加值99.76亿元，可比增长3.2%；第二产业增加值300.89亿元，可比增长10.0%；第三产业增加值274.26亿元，可比增长7.1%。根据《枣阳市2021年政府工作报告》，2020年枣阳市全市地区生产总值预计660亿元；人均地区生产总值65632元；三产结构比例为15.1：41.8：43.1。

枣阳市经济结构以第二产业为主，主要的工业支柱产业包括汽车、农产品加工、纺织和医药化工业等。

根据2018—2019年《枣阳市国民经济与社会发展统计公报》，枣阳市一般公共预算收入分别为26.3亿元和27.05亿元，其中税收收入分别为20.1亿元和20.53亿元，占一般公共预算收入的比重分别为76.43%和75.90%。一般公共预算支出分别为77.7亿元和83.73亿元，财政自给率分别为33.85%和32.31%，财政自给率较低。根据《关于枣阳市2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告》，2020年全市一般公共预算收入完成16.11亿元，其中税收收入7.89亿元，一般预算支出80.77亿元，财政自给率14.37%；实现政府基金收入18.95亿元。2020年受新冠疫情影响，枣阳市一般公

共预算收入较上年大幅下降，收入质量一般，政府财政自给率较低。

二、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本3.73亿元，实收资本3.27亿元，枣阳市国资局持股100.00%，公司实际控制人为枣阳市国资局。

2. 企业规模及竞争力

公司是枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，业务具有区域专营性。

公司是枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，主要负责枣阳市的土地开发、城市基础设施建设以及区域内自来水销售、污水处理等业务，业务具有区域专营性。

3. 人员素质

公司高级管理人员拥有政府工作背景和丰富的管理经验，员工年龄结构合理，整体素质一般。

截至2020年底，公司共有高级管理人员4人，包括董事长1人、总经理1人、副总经理1人和总会计师1人。

王大斌先生，1969年生，本科学历；曾任枣阳市移民局副局长、党委委员，枣阳市人民政府金融办公室主任兼任枣阳市棚户区改造协调办公室主任；2019年3月至今任公司董事长、法定代表人。

张爱民先生，1976年生，本科学历；曾任枣阳市琚湾镇党委副书记，吴店镇党委副书记、政协联络处主任、纪委书记、工会主席，枣阳市环城街道党工委副书记；2019年12月至今任公司总经理。

截至2020年底，公司本部拥有在职员工57人。按学历构成划分，本科及以上学历员工34人，大专及以下学历员工23人。按年龄划分，30岁以下员工18人，30~40岁员工19人，40岁以上员工20人。

4. 外部支持

公司在资产注入、资本金注入、股权划转和财政补贴等方面获得枣阳市人民政府的大力支持。

近年来，公司在资产注入、资本金注入、股权划转和财政补贴等方面得到了枣阳市人民政府的大力支持。

(1) 资本金注入

公司初始注册及实收资本 2.00 亿元，2011 年 12 月，根据《关于同意城市建设投资经营有限公司增加注册资本金的批复》（枣国资文〔2011〕68 号）文件，枣阳市国有资产管理中心向公司增加资本金 1.27 亿元，公司注册资本增加至 3.27 亿元。

(2) 资产注入

2011 年，根据枣政函〔2011〕37 号，枣阳市人民政府将位于西环二路北侧、小北街东侧、人民路西侧等 16 宗土地使用权无偿注入公司，评估价值为 18.48 亿元，计入“资本公积”。

2012 年，根据枣政函〔2012〕6 号，枣阳市人民政府向公司无偿划拨位于枣阳市中兴大道东侧、人民路东、襄武路北、兴隆路南侧等区域的 8 宗土地使用权，评估价值为 16.17 亿元，计入“资本公积”。

2012 年，根据枣政函〔2013〕38 号，枣阳市人民政府将枣阳车站路与和谐路交汇处西南侧、玫瑰产业园西南侧、中兴大道西侧和谐路南等区域的 18 宗土地使用权划给公司，经评估认定，公司受让的土地使用权价值为 27.91 亿元，其中 9.17 亿元冲减政府应付公司的代垫工程款，18.74 亿元作为对公司的资本性投入，计入“资本公积”。

2017 年，根据枣政函〔2017〕167 号文件，枣阳市人民政府将城区 508.5 公里污水管网资产无偿划转至公司子公司环境保护公司，评估价值为 11.96 亿元，计入“资本公积”。

(3) 股权划转

2012 年，根据枣阳市人民政府关于《市人民政府关于市供水总公司国有股权无偿划转的

批复》（枣政函〔2012〕5 号），将供水公司国有股权无偿划转至公司。

2012 年，根据枣阳市人民政府关于《市人民政府关于市城市建设与环境保护开发有限公司国有股权无偿划转的批复》（枣政函〔2012〕3 号），将供水公司持有的环境保护公司股权全部无偿划转至公司，划转完成后，公司持有环境保护公司 83.33% 的股权。

(4) 财政补助

2018—2020 年，公司获得政府拨付的各项补贴分别为 0.47 亿元、1.46 亿元和 2.19 亿元，分别计入“营业外收入”和“其他收益”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4207110000300613），截至 2021 年 5 月 11 日，公司本部未结清贷款中无不良或关注类信贷信息记录，已结清信贷记录中有 6 笔关注类信贷信息。根据公司提供的《关于枣阳市城市建设投资经营有限公司征信情况的说明》，由于银行信贷系统原因，将大额贷款于每月月初在系统内调转成关注类贷款，银行在每月 25 日接到上级部门通知后，均会修改为正常类贷款，公司贷款未拖欠过还息、还本的情况。

三、管理分析

公司法人治理结构较为健全，内部管理制度较为完备，能够满足公司日常经营与管理的需要。

1. 法人治理结构

公司严格按照相关法律、法规、规章的相关要求，制定《公司章程》，建立了符合现代企业管理制度要求的法人治理结构。

公司设股东会，由全体股东组成，股东会是公司的权力机构，主要包括决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事等、审议批准董事会的报告、

审议批准监事会或者监事的报告等。

公司设董事会，由股东会选举产生，对股东会负责，董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人，董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。行使制定公司发展战略规划和年度投资计划，按规定的权限和程序决定公司投资计划，决定公司的经营计划和投资方案等职权。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中 4 名非职工监事由股东会选举产生，1 名职工监事由职工大会选举产生。监事会设主席 1 名，由监事会选举产生，监事任期每届 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会主要行使检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责，负责公司的日常经营和管理。

2. 管理水平

公司设综合行政部、计划财务部、工程项目部、资产运营部、土地储备部和投资融资部 6 个职能部门。公司亦根据现行的《企业内部控制基本规范》及相关规定建立健全了内部控制制度以符合公司经营管理的需要。

财务管理方面，公司依据《中华人民共和国会计法》《企业会计准则》《企业会计制度》制订了财务管理制度，对财务管理的主要任务进行了制定，对财务人员岗位职责、银行账户、财务印章、支票使用管理、经费财务管理、固定资产管理、城建及专项资金财务管理等具体管理办法进行了细化。

投融资管理方面，公司制定了投融资管理制度。公司成立了投融资政策小组，根据枣阳市人民政府城建计划结合城市发展规划及国家政策，确定投融资项目。融资主体、融资方式及合作方，并对融资程序以及融资的后续管理等相关制度进行了规定。

工程管理方面，公司制定了工程管理制度，工程管理的流程包括工程项目申报、工程项目建设、工程预算编制、工程控制价及实施主体

的确定、工程合同及监理合同的签订、工程质量监管及验收、工程结算及审批、资金拨付和工程档案管理等管理办法，并按照“谁主管、谁负责”的原则，工程项目实施单位应加强施工过程的监督和管理。

四、经营分析

1. 经营概况

公司的营业收入包括土地整理、代建管理、房屋销售、自来水销售等。2018—2020 年，公司营业收入不断增长，毛利率波动下降。

2018—2020 年，公司营业收入不断增长，年均复合增长 29.16%，2020 年公司营业收入较 2019 年增长 9.66%，主要系代建管理收入增长、新增砂石销售收入所致。

从收入构成看，土地整理收入和代建管理收入是公司主要收入来源，合计占比均在 75%以上。受收入确认方式变化的影响，2019 年起，公司代建管理业务收入确认方式由净额法转为全额法，代建管理业务收入增长幅度较大。2018—2020 年，受土地整理投入变动影响，公司土地整理收入波动增长。房产销售业务为 2019 年新增业务，为公司将还建房的剩余房源销售给枣阳市住房和城乡建设局（以下简称“市住建局”）获得的收入。公司其他主营业务为砂石销售、自来水销售、工程业务、污水处理等，收入规模均不大。

毛利率方面，分业务来看，2018 年公司代建管理业务毛利率为 100%，2019 年受代建业务确认收入方式的变化，代建管理毛利率有所下降，2020 年上升系 2019 年按成本加成确认代建收入时，额外将部分项目的相关税费和前期项目计入所致。2018—2020 年土地整理业务毛利率逐年下降系各年土地整理地块加成比例不同导致。2018—2020 年，公司综合毛利率波动下降，2019 年公司毛利率较 2018 年下降 5.66 个百分点，主要原因是收入占比较高的土地整理业务和代建管理业务毛

利率下降所致，2020 年毛利率提升主要系房产销售、代建管理毛利率提升、同时新增的砂石销售业务毛利率较高所致。

表 5 公司营业收入及毛利率构成情况表（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	43848.49	78.72	22.62	54117.51	63.86	16.00	46240.24	49.76	13.04
代建管理	4582.77	8.23	100.00	12936.34	15.27	8.70	26174.68	28.17	13.04
房产销售	--	--	--	8967.70	10.58	9.35	6461.66	6.95	26.70
砂石销售	--	--	--	--	--	--	3620.41	3.90	58.28
自来水销售	3491.00	6.08	10.63	4470.48	5.28	15.24	4134.76	4.45	2.51
工程业务	1423.19	2.55	-51.35	2943.04	3.47	20.49	2225.95	2.40	41.35
城市污水处理	1150.00	2.06	-331.52	556.00	0.66	19.35	1967.98	2.12	81.05
提供劳务	--	--	--	--	--	--	700.51	0.75	-6.22
其他业务	1209.61	2.36	74.37	746.65	0.88	49.78	1396.61	1.50	38.29
合计	55705.05	100.00	20.28	84737.72	100.00	14.62	92922.80	100.00	17.64

注：其他业务主要为房屋租赁业务

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2. 业务经营分析

（1）土地整理业务

公司受枣阳市人民政府委托开展土地整理业务，土地整理业务于当年结算，但回款效率较低。

土地整理业务由公司本部负责，根据公司与枣阳市人民政府签订的土地整理项目委托开发协议书，公司按照委托协议实施相应地块的整理，具体内容包括办理土地整理相关审批手续、实施集体土地的征用及地上房屋的征收工作、实施国有土地回收及地上房屋的征收工作、土地一级开发整理项目实施方案报批和“七通一平”等必要的土地前期开发工作，公司自筹资金支付相关开发成本，待整理工作完成后移交给枣阳市人民政府，枣阳市人民政府对相应地块实施完工验收，确定公司土地整理成本，并在公司土地整理成本基础上加成一定的比例作为公司土地整理收入，一次性或分期支付给公司，具体加成比例由枣阳市财政局与公司根据项目实际情况协商确定。

2018—2020 年，公司分别实现土地整理业务收入 4.38 亿元、5.41 亿元和 4.62 亿元，

毛利率水平逐年下降，分别为 22.62%、16.00% 和 13.04%，主要系土地整理各年加成比例有所差异所致。公司土地整理项目均会在当年进行结算，因此，截至 2020 年底，公司存货中无已投入未结算的土地整理项目。回款方面，2018 年，土地整理业务收入在当年实现回款，2019 年公司土地整理业务未收到回款，计入“应收账款”，2020 年收到回款 1.69 亿元。公司土地整理业务回款效率较低。

截至 2020 年底，公司在整理土地有 1000 亩，计划总投资 2.00 亿元，尚需投入资金 0.80 亿元，未来公司将按照政府规划进行土地整理开发。

（2）代建业务

公司代建业务回款效率较低，在建及拟建项目有较大的资金支出压力。

公司主要负责枣阳市基础设施建设任务，近年来，公司先后承接了枣阳路改扩建工程项目、火车站棚户区改造项目、南水北调配套工程、城北城南片区棚户区改造项目、枣阳市 2018 年第一批棚户区（村中村）改造项目、提质改造旱改水项目和易地扶贫搬迁建设项目等。

业务模式上，公司与枣阳市人民政府签订《项目委托代建（管）协议》，对相关项目进行投资建设，约定由公司负责项目质量、投资和进度控制等，项目建设完成后交由枣阳市人民政府进行竣工验收，验收合格后由审计机构出具项目建设支出决算文件，实际操作中，枣阳市财政局每年底对公司当年发生的建设支出进行核定，确定公司当年项目建设支出以及相应的代建管理费，建设支出包括工程费用、基本预备费、建设期利息及其他费用等。收入确认上，2019 年以前，公司将当年核定的建设支出的 15%确认为代建管理费收入，2019—2020 年，公司将当年核定的建设支出加成 15%确认为代建管理收入。

2018—2020 年，公司代建项目核定的建设支出分别为 3.06 亿元、1.18 亿元和 2.28 亿元，分别确认收入 0.46 亿元、1.29 亿元和 2.62 亿元。由于收入确认方式的变化，公司代建管理业务毛利率由 2018 年的 100%变化为 2019 年的 8.7%。截至 2020 年底，公司基础设施建设项目已投入尚未结算的成本 55.77 亿元，在“存货-开发成本”科目体现。

截至 2020 年底，公司在建的代建项目 27 个，合计总投资 93.23 亿元，已实现投资 64.70 亿元，累计确认收入 10.48 亿元，累计回款 4.60 亿元，回款效率较低。同期末，公司拟建代建项目 2 个，计划总投资 5.32 亿元，建设期 2 年。整体看，公司代建业务存在较大的资金支出压力。

（3）房产销售业务

公司房地产销售业务仍有剩余可销售房源，为收入提供一定支撑。

根据公司与市住建局签订的《公共租赁住房采购合同》，为加快枣阳市公共租赁住房建设，改善低收入无住房家庭居住条件，市住建局从公司建设的还建小区项目中采购空置剩余房源作为公租房。2019—2020 年，公司实现房产销售收入 0.90 亿元和 0.65 亿元。截至 2020 年底，公司还建小区中剩余可销售

房源预计 1120 套，预计未来可实现收入 2.08 亿元。

（4）城市供水业务

公司城市供水业务运营稳定，具备一定的区域专营性。

公司城市供水业务由下属子公司供水公司负责，截至 2020 年底，公司供水面积约 80 平方公里，服务人口近 45 万人，供水范围覆盖枣阳市城区（不含下属乡镇），业务具备一定的区域专营性。

截至 2020 年底，供水公司拥有水厂 2 个，供水普及率 95%，供水水质综合合格率在 98%以上，设计年供水能力 4856 万立方米，2018—2020 年，公司实际供水量分别为 1746 万立方米、2280 万立方米和 2110 万立方米；供水收入波动增长，其中 2019 年收入增长系水价调整所致，2020 年收入下降系自来水销量下降所致。

水价方面，截至 2020 年底，枣阳市自来水价格见下表。

表6 枣阳市水价情况（单位：元/立方米）

类别		基本水价	水资源费	污水处理费
居民用	25 立方米/月（含 25 立方米）以下	1.70	0.05	0.95
	25 立方米—33 立方米（含 33 立方米）	2.55	0.05	0.95
	33 立方米以上	5.10	0.05	0.95
非居民	工业	2.30	0.05	1.40
	行政事业	2.30	0.05	1.40
	经营服务	2.30	0.05	1.40
特种用		4.50	0.05	1.40

资料来源：公司提供

（5）工程业务

公司工程业务主要依托市供水管网铺设和更新改造，受城市规划影响较大。

公司工程业务主要是枣阳市供水管网建设及更新改造，由供水公司下属子公司枣阳市通达供水工程有限公司负责。公司供水管网建设业务范围主要集中在枣阳市新开发区

域及郊区，毛利率相对较低，且业务量受城市规划影响较大，更新改造业务主要集中在枣阳市旧城区，毛利率相对较高。

2018—2020 年，公司工程业务收入呈现波动增长态势，工程业务毛利率分别为 51.35%、20.49%和 41.35%，毛利率逐年增加，主要系公司 2019 年起从事砂石销售业务，砂石原材料价格下降所致。

（6）污水处理业务

公司污水处理业务集中在枣阳市区，受用工成本下降影响，污水处理业务毛利率大幅增长。

公司污水处理业务由环境保护公司负责，业务范围为枣阳市区域内。截至 2020 年底，环境保护公司污水处理规模达 11 万吨，污水管道 508.5 公里，拥有 2 个污水处理厂，出水合格率为 100%，城区污水处理率 91%。

污水处理业务收入来源于污水处理费，污水处理费随着自来水费收取后缴入枣阳市财政专户，环境保护公司每年根据运营资金

需求向财政局申请拨付费用，并将拨付的费用确认为污水处理收入，因此收入和毛利率均具有一定波动性。2018—2020 年，公司污水处理收入呈现波动增长态势，毛利率逐年增长，2020 年毛利率大幅增长系每年枣阳市财政局根据公司资金情况核定公司污水处理收入，收入与成本变动不一致所致。

（7）自营项目

公司自营项目主要为产业园区开发建设、水厂等项目，存在一定的资本支出压力，未来款项回收受园区招商引资、产业培育等影响较大。

截至 2020 年底，公司在建经营性项目有 3 个，包括电子科技产业园项目、市广创汽车模具产业园（一期）和枣阳市三水厂项目等，项目总投资 5.92 亿元，已投资 2.92 亿元。同期末，公司拟建经营性项目 3 个，预计总投资 9.27 亿元。公司未来存在一定的资本支出压力。

表 7 2020 年底公司主要在建及拟建自营项目情况（单位：年、万元）

项目名称	建设周期	总投资	已投资	资金来源
在建项目				
市广创汽车模具产业园（一期）	2019.10—2021.03	13200.00	13200.00	自筹
枣阳市三水厂项目	--	19000.00	11000.00	自筹
电子科技产业园	2020.12—2022.12	26965.61	5000.00	自筹
合计	--	59165.61	29200.00	--
拟建项目				
项目名称	建设周期	总投资	已投资	资金来源
机电产业园项目	2021.04—2022.12		36718.00	自筹
玉龙建材还建小区	2021.12—2023		30000.00	自筹
兴业府邸建设项目	2022.01—2023.12		26000.00	自筹
合计	--		92718.00	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

2021 年，公司继续推荐重点项目建设，盘活存量资产，加快对行政事业单位、国有企业等国有土地、房产等的测绘工作；加大土地经营力度，与政府相关部门沟通，完成

重点区域的土地出让工作；实现经营项目多样化，加快布局，将经营触角指向房地产投资、自然资源开发、人力资源配置、乡村振兴服务、生态环境保护、招商引资管理、教育领域扩张等领域，不断增加企业现金流。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年度财务报告。其中大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报告进行审计；亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报告进行审计，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020 年财务报告进行审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2020 年底，公司有纳入合并范围的子公司 10 家。2018 年、2019 年和 2020 年，公司分别通过出资设立的方式新增 2 家、1 家

子公司和 2 家子公司。总体看，公司合并范围子公司规模不大，公司财务数据的可比性较强。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，以应收类款项和存货为主，应收类款项对公司资金形成较大占用，公司的资产流动性弱，资产质量一般。

2018—2020 年底，公司资产规模不断增长，年均复合增长 4.24%，主要系流动资产增长所致。截至 2020 年底，公司资产以流动资产为主，公司主要资产构成情况见下表。

表 8 公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	161.64	91.41	170.90	91.97	177.38	92.31
货币资金	19.69	11.14	8.80	4.73	5.33	2.78
应收账款	0.17	0.10	7.23	3.89	11.85	6.17
其他应收款	15.18	8.58	17.26	9.29	26.23	13.65
存货	124.69	70.52	137.39	73.94	133.92	69.70
非流动资产	15.18	8.59	14.93	8.03	14.78	7.69
固定资产	12.79	7.23	12.25	6.59	12.12	6.31
资产合计	176.83	100.00	185.83	100.00	192.15	100.00

注：其他应收款中包括应收利息和应收股利
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年底，公司流动资产不断增长，年均复合增长 4.75%。2020 年底，公司流动资产较上年底增长 3.79%，主要来自其他应收款和应收账款的增长。从构成上看，公司流动资产以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主。

2018—2020 年底，公司货币资金逐年下降，年均复合下降 47.95%，主要系到期偿付债务支出增加所致。2020 年底，公司货币资金主要由银行存款构成，其余为少量库存现金。

2018—2020 年底，公司应收账款快速增长，年均复合增长 729.74%，主要系应收枣阳市人民政府土地整理和代建项目回购款大幅增

加所致。截至 2020 年底，公司应收账款主要为应收枣阳市人民政府土地整理和代建项目回购款。从集中度上看，公司应收账款客户主要是枣阳市人民政府（11.84 亿元），占应收账款余额的 99.86%，账龄集中在 1 年以内和 1~2 年。截至 2020 年底，公司应收账款计提坏账准备 0.32 万元。

2018—2020 年底，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 31.46%，主要系与政府单位往来款规模扩大所致。2020 年底，公司其他应收款较上年底增长 51.92%，主要由土地整理和代建项目回购款及往来款等构成，其中无风险组合中的其他应收款余额 10.46 亿元，

未计提坏账准备；余额百分比组合中的其他应收款余额 15.83 亿元，计提坏账准备 791.42 万元。2020 年底，公司其他应收款前五名合计占 84.51%，集中度较高且主要为枣阳市人民政府部门和国有企业，回款风险相对可控，但对公司资金形成较大占用。

表 9 2020 年底公司其他应收款余额前五名情况
(单位：亿元、%)

单位名称	余额	占比	账龄	款项性质
枣阳市土地储备供应中心	8.85	33.68	5 年以上	土地收储款
枣阳市人民政府	7.87	29.94	1~2 年	往来款
美丽乡村建设部	3.38	12.85	1 年以内	往来款
七方镇旱改水项目建设指挥部	1.13	4.23	1 年以内	往来款
湖北中钨新材料有限公司	1.00	3.80	3~4 年	往来款
合计	22.21	84.51	--	--

注：1. 尾差系四舍五入所致；2. 湖北中钨新材料有限公司（原名“枣阳平凡钨合金有限公司”）是枣阳市重点民营企业，截至 2020 年底，该公司经营情况正常
资料来源：公司审计报告及公司提供

2018—2020 年底，公司存货波动增长，年均复合增长 3.64%。截至 2020 年底，公司存货主要包括土地 78.00 亿元和开发成本 55.77 亿元，土地性质主要是国有建设用地，其中有账面价值为 30.01 亿元的土地资产已用于抵押；开发成本全部为基建项目投入成本。公司存货均未计提跌价准备。

2018—2020 年底，公司非流动资产小幅下降，年均复合下降 1.35%。2020 年底，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。

2018—2020 年底，公司固定资产有所下降，年均复合下降 2.64%。2020 年底，公司固定资产以房屋及建筑物（11.86 亿元）为主，公司固定资产成新率 83.12%。

2018—2020 年底，公司在建工程波动增长，年均复合增长率 49.04%。截至 2020 年底，公司在建工程较上年底下降 1.21%，主要包括三水厂工程和污水厂改造项目。

2018—2020 年底，公司无形资产逐年下降，年均复合下降 0.51%。截至 2020 年底，公司无形资产主要为土地使用权。

截至 2020 年底，公司受限资产 30.94 亿元，全部为存货中的土地使用权受限，用于借款抵押，资产受限比例为 16.10%。

3. 负债及所有者权益

公司所有者权益稳定性强；负债规模以非流动负债为主，整体债务负担一般。

2018—2020 年底，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 3.04%。截至 2020 年底，公司所有者权益 90.22 亿元，较上年底增长 2.97%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 97.83%，少数股东权益占比为 2.17%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 3.62%、73.25%和 18.79%。

2018—2020 年底，公司实收资本均为 3.27 亿元；公司资本公积保持不变，为 66.09 亿元，公司资本公积主要由土地使用权和污水管网等构成。公司所有者权益稳定性强。

表 10 公司负债主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
其他应付款	13.31	57.29	17.99	59.74	18.85	58.79
一年内到期的非流动负债	9.40	40.44	10.73	35.65	10.26	32.01
其他应付款	12.17	4.93	17.96	5.18	16.87	5.51
流动负债	23.24	25.30	30.11	30.66	32.06	31.45
长期借款	52.25	76.14	55.52	81.53	59.33	84.91
应付债券	11.94	17.40	8.96	13.16	5.98	8.56
长期应付款	4.44	6.46	3.62	5.32	4.56	6.53

非流动负债	68.62	74.70	68.10	69.34	69.87	68.55
负债总额	91.86	100.00	98.21	100.00	101.93	100.00

资料来源：根据公司财务报表整理

2018—2020 年底，公司负债总额不断增长，年均复合增长 5.34%。截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 3.79%，以非流动负债为主。

2018—2020 年底，公司流动负债快速增长，年均复合增长 17.45%。2020 年底，公司流动负债较上年底增长 6.47%，主要系其他应付款增长所致，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2018—2020 年底，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 18.99%，主要系往来款增长所致。2020 年底，公司其他应付款主要由代付款、往来款构成，主要的应付单位包括枣阳市水利工程建设投资有限公司（13.08 亿元）、枣阳市第一人民医院（1.47 亿元）和中交二航局襄阳环保投资有限公司（0.85 亿元）。

2018—2020 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 4.50%。2020 年底，公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 6.97 亿元、一年内到期的应付债券 3.00 亿元和一年内到期的长期应付款 0.29 亿元。

2018—2020 年底，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 0.91%。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2018—2020 年底，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 6.56%。2020 年底，公司长期借款中以保证借款为主。

2018—2020 年底，公司应付债券快速下降，年均复合下降 29.20%。2020 年底，公司应付债券为“16 枣阳城投债”，初始发行金额 15 亿元。

2018—2020 年底，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 1.43%。截至 2020 年底，公司长期应付款包括融资租赁款、企业借款

和“一企一管”环保项目专项款。公司长期借款中有息债务已纳入债务核算。

2018—2020 年底，公司全部债务波动增长，年均复合增长 1.58%，以长期债务为主。债务指标方面，2018—2020 年底，公司资产负债率持续小幅增长，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率波动下降。整体看，公司债务负担一般。

表 11 公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
短期债务	9.40	10.73	10.56
长期债务	68.45	65.95	69.77
全部债务	77.85	76.68	80.33
资产负债率	51.95	52.85	53.05
全部债务资本化比率	47.81	46.67	47.10
长期债务资本化比率	44.62	42.95	43.61

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从期限结构看，截至 2020 年底，公司全部债务中 2021 年到期债务 10.56 亿元、2022 年、2023 年、2024 年的债务分别为 8.93 亿元、10.28 亿元、8.33 亿元，其余为 2025 年及以后到期。

4. 盈利能力

随着代建收入增长、新增房产、砂石销售收入，公司营业收入快速增长，政府补助对利润总额的贡献程度高，公司盈利能力一般。

2018—2020 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 29.16%，主要系代建管理收入增长、新增房产销售和砂石销售收入所致。同期，公司营业成本快速增长，年均复合增长 31.27%，增幅高于营业收入。同期，公司营业利润率波动下降。

表 12 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	5.57	8.47	9.29

期间费用	0.24	0.74	0.83
营业外收入	0.47	1.46	0.09
其他收益	0.001	0.0002	2.19
利润总额	1.34	1.62	2.78
营业利润率	19.63	13.95	15.58
总资本收益率	0.82	0.89	1.47
净资产收益率	1.57	1.66	2.77

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2018—2020 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 84.88%，主要系管理费用增长所致。2018—2020 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 4.37%、8.70%和 8.95%，公司对期间费用的管控能力尚可。

2018—2020 年，公司利润总额逐年增长，年均复合增长 43.91%。2018—2020 年，公司政府补助主要来源于营业外收入和其他收益，分别为 0.47 亿元、1.46 亿元和 2.19 亿元，呈逐年增长趋势，公司政府补助对公司利润总额的贡献程度高。

2018—2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均逐年提升。公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流入有所波动，收现质量一般，经营活动和投资活动现金流量持续净流出；未来公司仍存在较大的项目支出和还本付息需求，融资需求较大。

经营活动方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入量波动下降，年均复合下降 3.18%。2020 年，公司经营活动现金流入量中销售商品、提供劳务收到的现金 5.22 亿元，主要为各业务板块回款；收到其他与经营活动有关的现金 19.30 亿元，主要为收到的往来款和政府补贴。同期，公司经营活动现金流出量波动下降，年均复合下降 6.33%。2020 年，公司经营活动现金流出量中购买商品、接受劳务支付的现金 4.66 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 21.06 亿元，主要为支付往来支出和期间费用。2018—2020 年，公司经营活动现金活

动均呈现净流出状态。同期，公司现金收入比波动下降，收现质量一般。

表 13 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量	26.16	25.99	24.52
经营活动现金流出量	30.10	38.79	26.41
经营活动现金净流量	-3.94	-12.80	-1.89
投资活动现金净流量	-3.44	-0.50	-0.78
筹资活动现金净流量	8.39	2.42	-0.79
现金收入比	110.33	41.95	56.16

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入规模较小。同期，公司投资活动现金流出量波动下降，分别为 3.56 亿元、0.50 亿元和 0.78 亿元。同期，公司投资活动现金流量呈小幅净流出。

筹资活动方面，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 2.99%，来自取得借款收到的现金和收到其他与筹资活动有关的现金。同期，公司筹资活动现金流出量波动增长，年均复合增长 31.03%，主要包括偿还债务本息支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金流量由净流入状态转为净流出状态。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力均一般，考虑到公司作为枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，获得了政府的大力支持，公司整体偿债能力很强。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)
短期 偿债 能力 指标	流动比率 (%)	695.60	567.60	553.30
	速动比率 (%)	159.01	111.27	135.54
	经营现金流 负债比 (%)	-16.96	-42.52	-5.89
	现金类资产/ 短期债务 (倍)	2.10	0.82	0.51
长期 偿债	EBITDA (亿 元)	1.87	2.10	3.31

能力指标	全部债务/EBITDA (倍)	41.55	36.46	24.24
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.79	2.05	2.88

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债能力来看，2018—2020 年底，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降；公司经营性净现金流对流动负债无保障能力；公司现金短期债务比逐年下降。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力来看，2018—2020 年，公司 EBITDA 不断增长。2020 年，公司

EBITDA 主要由折旧（占 15.79%）和利润总额（占 83.83%）构成。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 逐年下降；公司 EBITDA 利息倍数逐年增长。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年底，公司对外担保金额合计 16.49 亿元，担保比率为 18.28%，被担保单位为枣阳市水利工程建设投资有限公司，为区域内国有企业，经营情况正常，或有负债风险可控。

表 15 截至 2020 年底公司对外担保情况（单位：万元）

序号	担保对象名称	担保方式	担保期限	担保金额
1	枣阳市水利工程建设投资有限公司	保证担保	2015 年 10 月—2030 年 9 月	132886.00
2	枣阳市水利工程建设投资有限公司	保证担保	2017 年 6 月—2036 年 1 月	2000.00
3	枣阳市水利工程建设投资有限公司	保证担保	2020 年 9 月—2034 年 1 月	20000.00
4	枣阳市水利工程建设投资有限公司	保证担保	2020 年 12 月—2034 年 1 月	10000.00
合计	--	--	--	164886.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司共获得各类金融机构授信总额 132.45 亿元，已使用额度 106.22 亿元，尚未使用授信额度 26.23 亿元，公司间接融资渠道尚有一定空间。

截至 2020 年底，公司不存在重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司资产、负债、收入主要来自于母公司，近年来母公司债务负担一般，短期偿债压力一般。

2020 年底，母公司资产总额为 170.36 亿元（占合并口径的 88.66%），较上年底下降 3.69%。其中，流动资产 160.28 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。非流动资产 10.08 亿元，主要由长期股权投资和无形资产构成。

2020 年底，母公司所有者权益为 77.67 亿元（相当于合并口径的 86.09%），较上年底增长 3.84%，其中，实收资本占 4.21%，资本公积占 70.70%，未分配利润占 22.58%。

2020 年底，母公司负债总额 92.69 亿元（占合并口径的 90.93%），较上年底下降 9.21%。其中，流动负债 86.03 亿元，主要由其他应付款构成，非流动负债 6.65 亿元，主要由应付债券和长期借款构成。2020 年底，母公司资产负债率为 54.41%，较上年底有所下降；全部债务 9.65 亿元，全部债务资本化比率 11.05%，现金短期债务比 1.08 倍，短期偿债压力一般。

2020 年，母公司实现营业收入 7.89 亿元（相当于合并口径的 84.88%），利润总额为 2.99 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券计划发行规模为 6.70 亿元，分别相当于 2020 年底公司长期债务和全部债务的 9.60%和 8.34%。本期债券的发行将对公司现有债务规模和结构的影响一般。

2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为

53.05%、47.10%和 43.61%，若不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 54.63%、49.10%和 45.88%，公司的债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020年，公司EBITDA分别为1.87亿元、2.10亿元和3.31亿元，为本期债券拟发行规模的0.28倍、0.31倍和0.49倍，EBITDA对本期债券保障程度尚可。2018—2020年，公司经营活动的现金流入量分别为26.16亿元、25.99亿元和24.52亿元，分别为本期债券拟发行规模的3.90倍、3.88倍和3.66倍，对本期债券的保障程度较高。

本期债券设置分期还本安排，在债券存续期的第3至第7个计息年度末，每年按照债券发行总额20%的比例偿还本金。根据分期还款安排，本期债券发行后第3~7个计息年度末，每年需偿还债券本金1.34亿元。2020年公司经营现金流入量和EBITDA分别为24.52亿元和

3.31亿元，分别为每年需还款额1.34亿元的18.30倍和2.47倍，经营活动现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力较强。

总体看，本期债券的发行对公司现有债务规模和结构影响一般，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券分期偿还本金的保障能力较好，分期偿还条款设置有效缓解了公司集中偿付压力。

3. 募投项目收入对本次债券的保障能力分析

根据《枣阳市城市综合停车场建设项目可行性研究报告》，停车场项目收入主要来源于停车收入、充电桩充电服务费收入和广告收入等三项。停车收入测算依据为同区域内停车场收入标准、充电桩充电服务费收入依据国家收费标准。停车场在债券存续期内预计将产生项目总收入 15.17 亿元。停车场项目预期收益规模受停车场利用水平的影响，未来实现收益情况可能存在一定不确定性。

表 16 本次债券募投项目未来净收益预测表（单位：万元）

序号	项目	合计	建设期		运营期				
			第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
1	营业收入	151688.17	--	--	26365.04	28457.74	30550.43	32748.13	33566.83
1.1	停车位收入	122087.70	--	--	21332.53	22973.49	24614.46	26255.42	26911.80
1.2	充电服务收入	25796.84	--	--	4507.51	4854.24	5200.98	5547.71	5686.40
1.3	广告服务收入	3803.63	--	--	525.00	630.00	735.00	945.00	968.63
2	经营成本及费用	17766.19	--	--	3423.83	3486.62	3551.30	3617.91	3686.52
3	税金及附加	14948.86	--	--	2598.27	2804.51	3010.75	3227.33	3308.01
4	募投项目净收益 (4=1-2-3)	118973.11	--	--	20342.94	22166.60	23988.39	25902.89	26572.30

资料来源：《枣阳市城市综合停车场建设项目可行性研究报告》

假定本次债券以票面利率 7.50%来测算，本次债券本息覆盖倍数为 1.09。存续期净收益能覆盖用于募投项目的债券资金本息。

表 17 募投项目总收入和净收益对本次债券募投项目使用募集资金本息覆盖情况（单位：亿元、倍）

年份	偿还利息	偿还本金	偿还本息合计	项目总收入对本息偿还的覆盖倍数	项目净收益对本息偿还的覆盖倍数
第 1 年	0.597	--	0.597	--	--

第 2 年	0.597	--	0.597	--	--
第 3 年	0.597	1.592	2.189	1.08	0.93
第 4 年	0.478	1.592	2.07	1.24	1.07
第 5 年	0.358	1.592	1.95	1.42	1.23
第 6 年	0.239	1.592	1.831	1.62	1.41
第 7 年	0.119	1.592	1.711	1.78	1.55

合计	2.985	7.96	10.945	1.39	1.09
----	-------	------	--------	------	------

注：上表中利息以 7.50% 年利率来测算
资料来源：联合资信整理

(1) 本次债券存续期内募投项目总收入保障分析

根据募投项目未来收入实现预测测算，本期债券存续期间项目累计收入总额为 15.17 亿元，对本次债券募投项目使用募集资金本息合计（10.945 亿元）偿还倍数为 1.39 倍，保障能力尚可；但募投项目的总收益水平受停车场出租的影响、当地经济的景气程度影响以及项目建设进度等的影响，未来收益的实现情况存在不确定性。

(2) 本次债券存续期内募投项目总收入分期保障分析

根据测算结果，募投项目当年收入对本次债券募投项目使用募集资金本息分年度偿还额的覆盖倍数介于 1.08 倍~1.78 倍之间；项目净收益对本次债券募投项目使用募集资金本息分年度偿还额的覆盖倍数介于 0.93 倍~1.55 倍之间。本次债券存续期前两年为项目建设期，募投项目无相关收入，建设期利息偿还对主要依赖公司自有资金。此外，各年度本息的实际偿付能力有赖于募投项目收入预期的顺利实现及项目实施主体对项目整体收入的合理调配。

十、债权保护条款分析

1. 保证担保

本次债券由湖北融资担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括本次债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担担保责任的期间为本次债券存续期及债券到期之日起两年。

湖北融资担保前身为湖北中企投资担保有限公司，成立于 2005 年 2 月，初始注册资本 0.71 亿元。后经多次股权划转和资金注入，截至 2020 年 9 月底，湖北融资担保注册资本增至

75.00 亿元，股东及持股情况见表 18。湖北融资担保控股股东为湖北联投资本投资发展有限公司，实际控制人为湖北省国有资产监督管理委员会。

表 18 2020 年 9 月底湖北融资担保股东持股情况
(单位：%)

股东名称	持股比例
湖北联投资本投资发展有限公司	66.67
中国农发重点建设基金	33.33
合计	100.00

资料来源：湖北融资担保提供资料，联合资信整理

湖北融资担保经营范围：贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保、其他融资性担保业务；诉讼保全担保、履约担保业务、与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务、以自有资金进行投资；再担保、债券发行担保等。

截至 2019 年底，湖北融资担保资产总额 134.28 亿元，所有者权益 104.52 亿元。2019 年，湖北融资担保实现营业总收入 4.17 亿元，实现净利润 5.44 亿元。

经联合资信评定，湖北融资担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该信用等级反映了湖北融资担保信用代偿能力极强，风险极低。湖北融资担保为本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保显著提升了本次债券的偿付安全性。

2. 专项账户监管

根据公司与湖北银行股份有限公司枣阳支行（以下简称“湖北银行枣阳支行”）签署的《资金专项账户监管协议》，湖北银行枣阳支行作为本次债券募集资金监管银行，将负责监督募集资金使用专项账户的情况。

按照协议约定，公司应于本次债券于首期债券发行日前 5 个工作日在湖北银行枣阳支行指定的营业机构开设独立于公司其他账户的募集资金专项账户和偿债保障金专项账户，以上专户分别用于募集资金接收、存储、划转和兑

息、兑付资金归集。

3. 债权代理人

为保证全体债券持有人的最大利益，公司委托湖北银行枣阳支行担任本次债券的债权代理人。当预计公司不能偿还债务时，债权代理人应要求公司提供其他形式担保或者依法申请法定机关采取财产保全措施；当公司不能偿还债务时，应及时通知债券持有人，并受托在债券持有人大会决议授权范围内，参与公司的整顿、和解、重组或者破产的法律程序；债权代理人应按照该协议和《债券持有人会议规则》的规定召集和主持债券持有人大会，代表债券持有人及时与公司及其他有关主体沟通，督促债券持有人大会决议的具体落实。

十一、结论

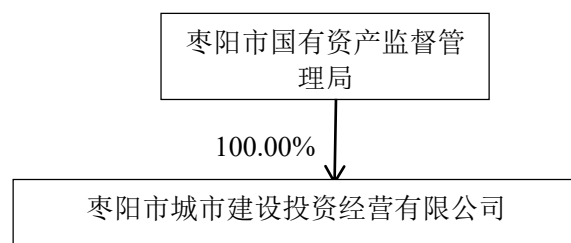
公司是枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，业务具有区域垄断性，持续得到当地政府在资本金注入、资产注入、股权划转和财政补贴等方面的大力支持。联合资信同时关注到公司基建项目回款效率较低、资产流动性较弱、经营活动现金净流量持续为负等因素对公司信用水平带来的不利影响。

本期债券由湖北融资担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，上述担保显著提升了本期债券本息偿还的安全性。此外，本期债券设置了分期还款安排，可有效降低公司资金集中支付压力。

未来，随着枣阳市基础设施建设投入加大以及公司经营性项目的持续发展，公司的业务规模有望稳步发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

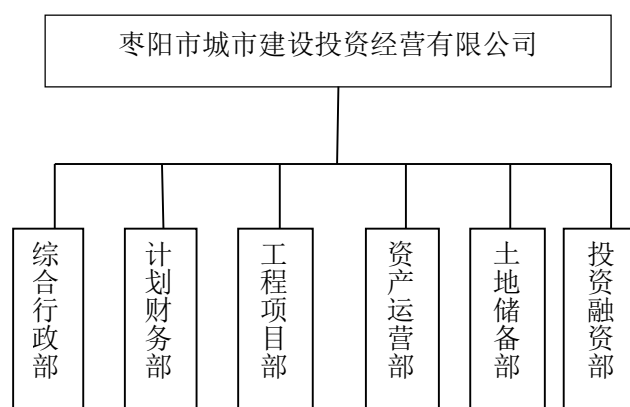
基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

(单位：%)

序号	企业名称	持股比例	取得方式	业务性质
1	枣阳市供水总公司	100.00	划拨	生产业
2	枣阳市城市建设与环境保护开发有限公司	83.33	划拨	生态保护业
3	枣阳市通达聚鑫产业投资有限公司	82.19	出资设立	投资业
4	枣阳市瀚鑫工程建设有限公司	100.00	出资设立	投资业
5	枣阳市瀚明交通建设投资经营有限公司	100.00	出资设立	投资业
6	枣阳市鼎赫生态产业投资有限公司	100.00	出资设立	投资业
7	枣阳市恒实矿业有限公司	60.00	出资设立	生产业
8	枣阳市房地产投资开发有限公司	100.00	出资设立	投资开发业
9	枣阳市笃静股权投资合伙企业（有限合伙）	99.50	出资设立	投资业
10	枣阳市瀚旭人力资源有限公司	100.00	出资设立	商务服务业

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	19.69	8.80	5.33
资产总额（亿元）	176.83	185.83	192.15
所有者权益（亿元）	84.97	87.62	90.22
短期债务（亿元）	9.40	10.73	10.56
长期债务（亿元）	68.45	65.95	69.77
全部债务（亿元）	77.85	76.68	80.33
营业收入（亿元）	5.57	8.47	9.29
利润总额（亿元）	1.34	1.62	2.78
EBITDA（亿元）	1.87	2.10	3.31
经营性净现金流（亿元）	-3.94	-12.80	-1.89
财务指标			
销售债权周转次数（次）	34.39	2.29	0.97
存货周转次数（次）	0.04	0.06	0.06
总资产周转次数（次）	0.03	0.05	0.05
现金收入比（%）	110.33	41.95	56.16
营业利润率（%）	19.63	13.95	15.58
总资本收益率（%）	0.82	0.89	1.47
净资产收益率（%）	1.57	1.66	2.77
长期债务资本化比率（%）	44.62	42.95	43.61
全部债务资本化比率（%）	47.81	46.67	47.10
资产负债率（%）	51.95	52.85	53.05
流动比率（%）	695.60	567.60	553.30
速动比率（%）	159.01	111.27	135.54
经营现金流动负债比（%）	-16.96	-42.52	-5.89
现金短期债务比（倍）	2.10	0.82	0.51
全部债务/EBITDA（倍）	41.55	36.46	24.24
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	2.05	2.88

注：已将长期应付款中有息债务调整至长期债务进行核算

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	10.86	4.19	3.25
资产总额（亿元）	160.12	176.89	170.36
所有者权益（亿元）	72.93	74.80	77.67
短期债务（亿元）	3.02	3.00	3.00
长期债务（亿元）	11.94	9.27	6.65
全部债务（亿元）	14.95	12.27	9.65
营业收入（亿元）	4.85	7.61	7.89
利润总额（亿元）	1.83	2.14	2.99
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	1.25	-7.07	1.75
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	2.17	0.84
存货周转次数（次）	0.03	0.05	0.05
总资产周转次数（次）	0.03	0.05	0.05
现金收入比（%）	108.64	44.25	32.74
营业利润率（%）	29.59	13.48	11.95
总资本收益率（%）	2.08	2.28	3.18
净资产收益率（%）	2.51	2.65	3.58
长期债务资本化比率（%）	14.06	11.03	7.89
全部债务资本化比率（%）	17.01	14.09	11.05
资产负债率（%）	54.45	57.71	54.41
流动比率（%）	204.67	184.07	186.30
速动比率（%）	33.92	33.85	32.41
经营现金流动负债比（%）	1.71	-7.79	2.03
现金短期债务比（倍）	3.60	1.40	1.08
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--

注：未获取公司本部利息支出、摊销相关数据

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年第一期枣阳市城市建设投资经营有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在本期债券信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

枣阳市城市建设投资经营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在本期债券评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，并于年度报告披露之日起的两个半月内披露上一年的债券信用跟踪评级报告。

枣阳市城市建设投资经营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对枣阳市城市建设投资经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，枣阳市城市建设投资经营有限公司应及时通知联合资信并提供相关资料。

联合资信将密切关注枣阳市城市建设投资经营有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现枣阳市城市建设投资经营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对枣阳市城市建设投资经营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如枣阳市城市建设投资经营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对枣阳市城市建设投资经营有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与枣阳市城市建设投资经营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。