

信用评级公告

联合〔2022〕82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 2022 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，2022 年第一期枣阳市城市建设投资经营有限公司公司债券等级为 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： 

二〇二二年一月六日

2022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：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：6.30 亿元

本期债券期限：7 年

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

担保方：湖北省融资担保集团有限责任公司

偿还方式：按年付息，存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20.00% 偿还债券本金

募集资金用途：3.86 亿元拟用于枣阳市城市综合停车场建设项目，2.44 亿元拟用于补充营运资金

评级时间：2022 年 1 月 6 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

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”）同时关注到公司募投项目收益实现存在不确定性、存在较大的资金占用、回款效率较低、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 2022 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”）设置分期偿还本金条款，可降低公司未来债券集中偿付压力。

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”）为本期债券的担保方，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，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，其提供的担保提升了本期债券偿付的安全性。

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信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 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。
- 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。
- 增信措施。**湖北融资担保作为本期债券的担保方，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，提升了本期债券偿付的安全性。

关注

- 募投项目收益实现存在不确定性。**募投项目收益受停车

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		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	3		
			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					调整子级	
外部支持					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

分析师：

倪 昕 登记编号（R0040218020005）

赵晓敏 登记编号（R0150221070010）

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

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。

2. **存在较大的资金占用。**截至 2021 年 9 月末，公司应收账款及其他应收款分别为 18.24 亿元和 35.10 亿元，合计占资产总额的 23.73%，对公司资金形成较大占用。
3. **回款效率较低。**截至 2021 年 9 月末，公司土地整理项目和基础设施建设项目已投入尚未结算的成本分别为 24.67 亿元和 32.76 亿元，土地整理业务和代建业务的回款效率较低。
4. **经营性净现金流持续为负。**2018—2020 年及 2021 年 1—9 月，公司代建项目结算进度慢，经营性现金活动持续净流出。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	19.69	8.80	5.33	10.12
资产总额（亿元）	176.83	185.83	192.15	218.45
所有者权益（亿元）	84.97	87.62	90.22	94.86
短期债务（亿元）	9.40	10.73	10.56	6.13
长期债务（亿元）	68.45	65.95	69.77	96.31
全部债务（亿元）	77.85	76.68	80.33	102.44
营业收入（亿元）	5.57	8.47	9.29	5.48
利润总额（亿元）	1.34	1.62	2.78	4.76
EBITDA（亿元）	1.87	2.10	3.31	--
经营性净现金流（亿元）	-3.94	-12.80	-1.89	-6.38
营业利润率（%）	19.63	13.95	15.58	19.49
净资产收益率（%）	1.57	1.66	2.77	--
资产负债率（%）	51.95	52.85	53.05	56.58
全部债务资本化比率（%）	47.81	46.67	47.10	51.92
流动比率（%）	695.60	567.60	553.30	747.64
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	1.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	2.05	2.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	41.55	36.46	24.24	--
本部（母公司）口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	160.12	176.89	170.36	188.53
所有者权益（亿元）	72.93	74.80	77.67	82.56
全部债务（亿元）	14.95	12.27	9.65	15.25
营业收入（亿元）	4.85	7.61	7.89	4.85
利润总额（亿元）	1.83	2.14	2.99	5.01
资产负债率（%）	54.45	57.71	54.41	56.21
全部债务资本化比率（%）	17.01	14.09	11.05	15.59
流动比率（%）	204.67	184.07	186.30	198.80
经营现金流动负债比（%）	1.71	-7.79	2.03	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司 2021 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 已将公司长期应付款有息部分调整至全部债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法和模型	评级报告
AA	稳定	2021.05.21	马颖 倪昕	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	阅读全文
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：



联合资信评估股份有限公司

2022 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 2021 年 11 月末，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。

公司主营业务包括枣阳市范围内的土地整理与开发、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 2021 年 9 月末，公司本部设综合部、人力资源部、党群部、资产部、财务部、工程部、投融资部、监审部和土储部共 9 个职能部门；纳入合并范围的子公司共 10 家。

截至 2020 年末，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。

截至 2021 年 9 月末，公司合并资产总额 224.75 亿元，所有者权益 94.86 亿元（含少数股东权益 1.96 亿元）。2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.48 亿元，利润总额 4.76 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本次公司计划发行 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 年每年偿还 20% 的本金。本期债券名称为“2022 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”），计划发行规模为 6.30 亿元，期限为 7 年，采用固定利率形式，并设置提前偿还条款，存续期第 3 年至第 7 年，每年按照债券发行总额的 20.00% 偿还债券本金。本期债券采用单利按年计息，每年付息一次，分次还本。

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。

本期债券募集资金扣除发行费用后拟将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”）和补充营运资金。

表 1 本期债券募集资金使用情况

资金用途	投资总额 (亿元)	拟使用债券资金 (亿元)	资金使用比例
停车场项目	11.98	3.86	61.27%
补充营运资金	--	2.44	38.73%
合计		6.30	100.00%

注：资金使用比例为拟使用债券金额/拟发行债券总额；投资总额包含建设投资和建设期利息
资料来源：公司提供

2. 募投项目概况

(1) 募投项目概况

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》（以下简称“可研报告”），停车场项目占地总面积 470814.00 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 621580.50 平方米，其中标准停车位面积 604679.30 平方米，管理及附属用房面积 16901.20 平方米，绿化面积 42774.00 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 至 8 年）预计可实现总收入合计 18.61 亿元，为项目总投资的 1.55 倍。

(2) 募投项目审批情况

本期债券募投项目已取得批复或备案情况见下表：

表 2 募投项目审批或备案情况

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

(3) 资金来源与建设进度

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 9 月末，已投资 5.84 亿元。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，地区生产总值（GDP）全年累计增长 2.30%¹，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，投资超越消费再次成为经济增长

的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长²5.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82%和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，

文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 3 2018 - 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度 (括号内为两年平均增速) (%)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游

企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到

有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高

水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业及外部环境分析

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、加强区域交流与协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约束地方政府及其融资平台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

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建

逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年末以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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年末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，建立了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年及2019年，国内经济下行压力加大，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同时，政府持续加大基础设施领域补短板力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点

投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。

《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 4 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	会议/文件名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债,增加地方政府专项债券,提高资金使用效率,真正发挥稳定经济的关键作用,加大传统基建和新型基建的投资力度,发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力,推进以县城为重要载体的新型城镇化建设,促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域,提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标,建立改造资金机制,支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式,运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等;明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动,不作为一级预算,其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度,实施城市更新行动,推进城镇老旧小区改造,建设现代物流体系,高度重视保障性租赁住房建设等;抓实化解地方政府隐性债务风险工作,处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性,坚守底线思维,把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算,健全市场化、法治化的债务违约处置机制,坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能,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,非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间,我国将统筹推进基础设施建设,构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来,我国将进一步完善新型城镇化战略,全面实施乡村振兴战略,持续推进“两新一重”项目建设等,城投企业仍有一定发展空间,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非标逾期等风险,对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 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。2021 年上半年,枣阳市经济实现快速增长,经济持续恢复。

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,同比增长 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。2021 年上半年，枣阳市全市经济运行总体呈现持续恢复、快速增长，枣阳全市规模以上工业增加值同比增长 40.2%，全市固定资产投资同比增长 96.6%。

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%。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 19.95%；实现政府基金总收入 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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 11 月末，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. 企业规模和竞争力

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，员工结构合理。

截至 2021 年 9 月末，公司共有高级管理人员 3 人，包括总经理 1 人、副总经理 1 人和总会计师 1 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 2021 年 9 月末，公司本部拥有在职员工 59 人。按学历构成划分，本科及以上学历员工 32 人，大专及以下学历员工 27 人。按年龄划分，30 岁及以下员工 21 人，31~40 岁员工 15 人，40 岁以上员工 23 人。

4. 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》（统一社会信用代码：91420683784463707H），截至 2021 年 12 月 14 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，公司不存在拖欠贷款还息、还本的情况。

根据中国执行信息公开网查询，截至 2022 年 1 月 5 日，公司本部与 2021 年 8 月 17 日被列为失信被执行人，案号为（2021）鄂 06 执 414 号。根据襄阳仲裁委员会裁决书（2020）襄仲裁字第 105 号，该案件为工程款纠纷，系枣阳市人民政府与枣阳星诚伟业房地产开发有限公司（以下简称“星诚伟业”）起诉枣阳市人民政府和公司欠付星诚伟业的垫付拆迁款，执行标的金额为 1270.83 万元。截至 2022 年 1 月 5 日，公司与枣阳市人民政府暂未清偿星诚伟业的被执行款项。

六、管理分析

公司法人治理结构基本健全，内部管理制度较完备，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。

公司不设股东会。股东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，由股东委派产生，对股东负责，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委派产生，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

截至2021年9月末，公司设综合部、人力资源部、党群部、资产部、财务部、工程部、投融资部、监审部和土储部共9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。

七、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 75.00% 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。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.48 亿元，其中土地整理及代建管理收入合计 4.85 亿元，公司综合毛利率 25.24%。

表 5 公司营业收入及毛利率情况

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—9 月		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地整理	4.38	78.72	22.62	5.41	63.86	16.00	4.62	49.76	13.04	2.05	37.42	--
代建管理	0.46	8.23	100.00	1.29	15.27	8.70	2.62	28.17	13.04	2.80	51.12	--
房产销售	--	--	--	0.90	10.58	9.35	0.65	6.95	26.70	--	--	--
砂石销售	--	--	--	--	--	--	0.36	3.90	58.28	0.06	1.15	23.40
自来水销售	0.35	6.08	10.63	0.45	5.28	15.24	0.41	4.45	2.51	0.24	4.35	10.20
工程业务	0.14	2.55	-51.35	0.29	3.47	20.49	0.22	2.40	41.35	0.13	2.32	46.44
城市污水处理	0.12	2.06	331.52	0.06	0.66	19.35	0.20	2.12	81.05	0.16	2.86	31.49
提供劳务	--	--	--	--	--	--	0.07	0.75	-6.22	--	--	--
其他业务	0.12	2.36	74.37	0.07	0.88	49.78	0.14	1.50	38.29	0.05	0.86	96.26
合计	5.57	100.00	20.28	8.47	100.00	14.62	9.29	100.00	17.64	5.48	100.00	25.24

注：1. 公司未提供 2021 年 1—9 月土地整理业务及代建管理业务的营业成本；2. 合计数差异系四舍五入所致
资料来源：公司提供

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，业务可持续性很强，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。2021 年 1—9 月，公司实现土地整理收入 2.05 亿元。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；2021 年 1—9 月，土地

整理业务回款 2.00 亿元。

截至 2021 年 9 月末，公司存货中已投入未结算的土地整理成本 24.67 亿元；公司在整理土地 1480 亩，计划总投资 60.21 亿元，尚需投入资金 26.10 亿元，业务可持续性很强。

（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，枣阳市财政局每年末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%。2021 年 1—9 月，公司实现代建管理收入 2.80 亿元。截至 2021 年 9 月末，公司基础设施建设项目已投入未结算的成本 32.76 亿元，在“存货-开发成本”科目体现。

截至 2021 年 9 月末，公司主要已完工代

建项目 13 个，涉及总投资 9.68 亿元，主要包括南园社区项目、市政项目和工业园一期项目等；主要在建的代建项目 15 个，总投资 54.70 亿元，已实现投资 36.80 亿元，主要包括建设路项目、花园路项目和工业园项目等。截至 2021 年 9 月末，公司已完工和在建的代建业务累计确认收入 13.28 亿元，累计回款 7.10 亿元。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一定规模的可销售房源，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 2021 年 9 月末，公司无在建及拟建的还建小区，已完工的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。2021 年 1—9 月，公司未实现房地产销售收入。

（4）城市供水业务

公司城市供水业务运营稳定，具备区域专营性。

公司城市供水业务由下属子公司供水公司负责，截至 2021 年 9 月末，公司供水面积约 80.00 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），业务具备区域专营性。

截至 2021 年 9 月末，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 年及 2021 年 1—9 月，公司实际供水量分别为 1746 万立方米、2280 万立方米、2110 万立方米和 1220 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 2021 年 9 月末，枣阳市自来水价格见下表。

表 6 截至 2021 年 9 月末枣阳市水价情况
(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。2021 年 1—9 月, 公司实现工程业务收入 1271.05 万元。

(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 2021 年 9 月末, 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。2021 年 1—9 月, 公司实现污水处理收入 1569.24 万元。

(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 2021 年 9 月末, 公司在建经营性项目有 4 个, 包括北城农业电子科技产业园项目和枣阳市三水厂项目等, 项目总投资 20.25 亿元, 已投资 8.51 亿元。同期末, 公司拟建经营性项目 2 个, 预计总投资 15.32 亿元。公司未来存在一定的资本支出压力。

表 7 截至 2021 年 9 月末公司主要在建及拟建自营项目情况

项目名称	建设周期(年/月)	总投资(万元)	已投资(万元)	资金来源
在建项目				
枣阳市三水厂项目	--	19000.00	15000.00	自筹
北城农业电子科技产业园	2020.12—2022.12	26965.61	5965.61	自筹
停车场项目	2021.01—2023.01	119807.25	58420.00	自筹
机电产业园项目	2021.04—2022.12	36718.00	5718.00	自筹
在建项目合计	--	202490.90	85103.61	--
拟建项目				
枣阳市矿区生态修复及矿区综合利用项目	2021.11—2023.11	87917.71	--	自筹

枣阳市水系环境综合治理项目	2021.12—2023.12	65235.75	--	自筹
拟建项目合计	--	153153.46	--	--

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来，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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年度财务报表。其中大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行审计；亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表进行审计，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。公司提供的 2021 年前三季度财务报表未经审计。

截至 2021 年 9 月末，公司纳入合并范围的子公司 10 家。2018 年—2020 年，公司分别新增 2 家、1 家和 2 家，均为出资设立。2021 年 1—9 月，公司出售减少子公司 2 家，均为出售；新增子公司 2 家，1 家为购买，1 家为出资设立，出售子公司规模不大，对财务数据可比性影响不大。总体看，公司合并范围内变动的子公司规模不大，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，存货和其他应收款占比较大，对公司资金形成较大占用，公司整体资产质量一般。

2018—2020 年末，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。公司资产以流动资产为主。

表 8 公司资产主要构成情况

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 9 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	161.64	91.41	170.90	91.97	177.38	92.31	203.97	93.37
货币资金	19.69	11.14	8.80	4.73	5.33	2.78	10.12	4.63
应收账款	0.17	0.10	7.23	3.89	11.85	6.17	18.24	8.35
其他应收款	15.18	8.58	17.26	9.29	26.23	13.65	35.10	16.07
存货	124.69	70.52	137.39	73.94	133.92	69.70	139.79	63.99
非流动资产	15.18	8.59	14.93	8.03	14.78	7.69	14.48	6.63
固定资产	12.79	7.23	12.25	6.59	12.12	6.31	12.02	5.50
资产合计	176.83	100.00	185.83	100.00	192.15	100.00	218.45	100.00

注：其他应收款含应收利息

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2018—2020 年末，公司流动资产不断增长，年均复合增长 4.75%。2020 年末，公司流动资产较上年末增长 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 年末，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 年末，公司货币资金主要由银行存款构成，其余为少量库存现金，无使用受限的货币资金。

2018—2020 年末,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 年末,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 年末,公司应收账款计提坏账准备 0.32 万元。

2018—2020 年末,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 年末,公司其他应收款较上年末增长 51.92%,主要由土地收储款及往来款等构成,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 年末,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 年末公司其他应收款余额前五名情况

单位名称	余额 (亿元)	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 2021 年 11 月末,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 年末,公司存货波动增长,年均复合增长 3.64%。截至 2020 年末,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 年末,公司非流动资产小幅下降,年均复合下降 1.35%。2020 年末,公司非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产构成。

2018—2020 年末,公司固定资产有所下降,年均复合下降 2.64%。2020 年末,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 年末,公司在建工程波动增长,年均复合增长率 49.04%。截至 2020 年末,公司在建工程较上年末下降 1.21%,主要包括三水厂工程和污水厂改造项目。

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

截至 2021 年 9 月末,公司合并资产总额较上年末增长 13.69%,主要系应收账款、其他应收款和存货增长所致。公司资产以流动资产为主,资产结构较上年末变化不大。其中,应收账款较上年末增长 53.85%,主要系新增应收枣阳市人民政府土地整理和代建项目回购款所致;其他应收款较上年末增长 26.46%,主要系新增与政府单位的往来款所致;存货较上年末增长 4.38%,主要系基建项目投入成本增加所致。

截至 2021 年 9 月末,公司资产受限情况如表 10 所示,公司资产受限 31.07 亿元,包含用于抵押借款的投资性房地产 30.01 亿元和无形资产 1.06 亿元,受限资产占总资产比重为 14.22%。

表 10 截至 2021 年 9 月末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (万元)	占资产总额 比例(%)	受限原因
存货	300093.84	13.74	抵押借款
无形资产	10574.80	0.48	抵押借款
合计	310668.64	14.22	--

资料来源:公司提供

3. 资本结构

公司所有者权益规模持续增长,稳定性较强。

2018—2020 年末,公司所有者权益逐年增长,年均复合增长 3.04%。截至 2020 年末,公

司所有者权益90.22亿元,较上年末增长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年末,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。

截至2021年9月末,公司所有者权益94.86亿元,较上年末增长5.14%,规模和结构较上年末变动不大。公司所有者权益稳定性较强。

公司债务规模波动增长,整体债务负担适中,债务结构以长期债务为主。

2018—2020年末,公司负债总额不断增长,年均复合增长5.34%。公司负债以非流动负债为主。

表11 公司负债主要构成情况

科目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年9月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	23.24	25.30	30.11	30.66	32.06	31.45	27.28	22.07
其他应付款	13.31	14.49	17.99	18.32	18.85	18.49	19.27	15.59
一年内到期的非流动 负债	9.40	10.23	10.73	10.93	10.26	10.07	6.03	4.88
非流动负债	68.62	74.70	68.10	69.34	69.87	68.55	96.31	77.93
长期借款	52.25	56.88	55.52	56.53	59.33	58.20	72.15	58.38
应付债券	11.94	12.99	8.96	9.12	5.98	5.87	12.68	10.26
长期应付款	4.44	4.83	3.62	3.69	4.56	4.48	11.48	9.29
负债总额	91.86	100.00	98.21	100.00	101.93	100.00	123.59	100.00

注:其他应付款含应付利息及应付股利;长期应付款中含专项应付款
资料来源:联合资信根据公司财务数据整理

2018—2020年末,公司流动负债快速增长,年均复合增长17.45%。截至2020年末,公司流动负债较上年末增长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年末,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。截至2020年末,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年末,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%。截至2020年末,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年末,公司非流动负债逐年增

长,年均复合增长0.91%。截至2020年末,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年末,公司长期借款逐年增长,年均复合增长6.56%。截至2020年末,公司长期借款中以保证借款为主。

2018—2020年末,公司应付债券快速下降,年均复合下降29.20%。截至2020年末,公司应付债券为“16枣阳城投债”,初始发行金额15.00亿元。

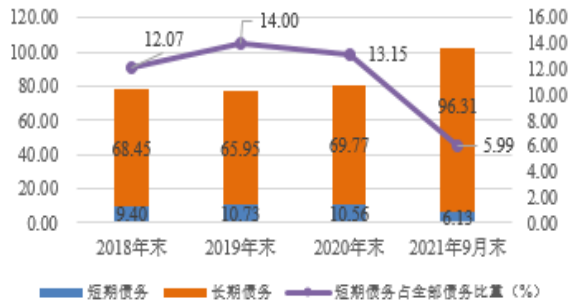
2018—2020年末,公司长期应付款波动增长,年均复合增长1.43%。截至2020年末,公司长期应付款包括融资租赁款、企业借款和“一企一管”环保项目专项款。公司长期借款中有息债务已纳入债务核算。

截至2021年9月末,公司负债总额较上年末增长21.25%,主要系长期借款、应付债券和长期应付款快速增长所致。公司负债以非流动负债为主,其中长期借款较上年末增长21.62%,

主要系新增保证借款和信用借款所致；应付债券较上年末增长 111.98%，主要系新发行“21 枣阳城投债 01”（6.70 亿元）所致；长期应付款较

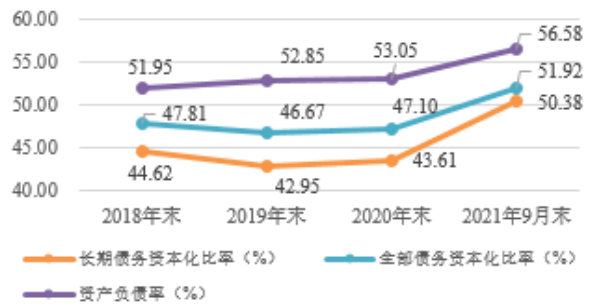
上年末增长 151.48%，主要系新增融资租赁借款所致。

图 1 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务结构
(单位：亿元)



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图 2 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末
公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

有息债务方面，2018—2020 年末，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 年末，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。

截至 2021 年 9 月末，公司全部债务 102.44 亿元，较上年末增长 27.52%。债务结构方面，长期债务占 94.01%，公司债务仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年 9 月末，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较上年末分别提高 3.53 个百分点、4.82 个百分点和 6.77 个百分点。整体看，公司债务负担适中，债务结构较为合理。

从债务期限分布看，以 2021 年 9 月末存量债务为基础，2021 年 10—12 月、2022 年和 2023 年公司分别需偿付的有息债务规模如表 12 所示。

表 12 截至 2021 年 9 月末公司有息债务期限分布情况

项目	2021 年 10—12 月	2022 年	2023 年	2024 年及 以后	合计
偿还金额 (亿元)	4.35	15.73	15.68	66.68	102.44
占比 (%)	4.25	15.35	15.31	65.09	100.00

资料来源：公司提供

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，公司盈利能力尚可。

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 13 公司盈利情况 (单位：亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业收入	5.57	8.47	9.29	5.48
费用总额	0.24	0.74	0.83	0.99
营业外收入	0.47	1.46	0.09	0.02
其他收益	0.001	0.0002	2.19	4.29
利润总额	1.34	1.62	2.78	4.76

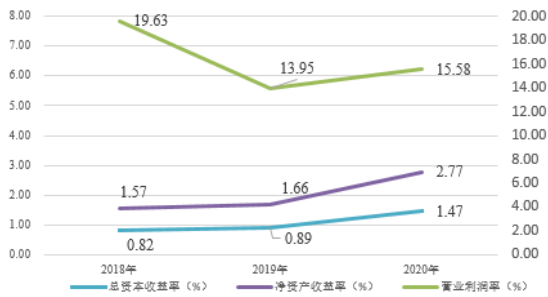
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 84.88%，主要系管理费用增长所致。2018—2020 年，公司费用总额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。

图 3 2018—2020 年公司盈利指标



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率均逐年提升。公司整体盈利能力尚可。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 5.48 亿元，实现利润总额 4.76 亿元，主要系政府补贴规模较大所致。

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，公司土地整理、代建业务回款效率较低、自营项目持续投入等因素影响，公司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。

表 14 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	26.16	25.99	24.52	9.22
经营活动现金流出小计	30.10	38.79	26.41	15.61
经营活动现金流量净额	-3.94	-12.80	-1.89	-6.38
投资活动现金流入小计	0.12	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	3.56	0.50	0.78	0.00
投资活动现金流量净额	-3.44	-0.50	-0.78	0.00
筹资活动前现金流量净额	-7.38	-13.30	-2.67	-6.38
筹资活动现金流入小计	23.16	16.12	24.57	17.97
筹资活动现金流出小计	14.77	13.70	25.36	6.79
筹资活动现金流量净额	8.39	2.42	-0.79	11.17
现金收入比 (%)	110.33	41.95	56.16	82.19

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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。

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。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金流持续为净流出状态。

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%，主要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。

2021 年 1—9 月，受往来款收入规模减少影响，公司经营活动现金仍为净流出状态且净流出规模有所扩大；公司未产生投资活动现金流；受当期融资规模较大影响，公司筹资活动现金流转为净流入。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现均尚可，间接融资渠道有待拓宽，或有负债风险可控。

表 15 公司偿债指标

项目	项目	2018 年 (末)	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 9 月 (末)
短期偿债	流动比率 (%)	695.60	567.60	553.30	747.64

能力	速动比率 (%)	159.01	111.27	135.54	235.24
	现金类资产/短期债务 (倍)	2.10	0.82	0.51	1.65
长期 偿债 能力	EBITDA (亿元)	1.87	2.10	3.31	--
	全部债务/EBITDA (倍)	41.55	36.46	24.24	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.79	2.05	2.88	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从短期偿债指标看，2018—2020 年末，公司流动比率持续下降，速动比率波动下降，现金类资产/短期债务逐年下降。截至 2021 年 9 月末，公司流动比率、速动比率和现金类资产/短期债务比均大幅提升。总体来看，公司短期偿债能力指标表现较强。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 持续增长，EBITDA/利息支出均持续提高，全部债务/EBITDA 持续下降。公司长期偿债能力指标表现尚可。

截至 2021 年 9 月末，公司合并口径共获得银行授信总额为 150.35 亿元，尚未使用授信为 28.27 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 9 月末，公司对外担保余额 16.75 亿元，占当期公司所有者权益的 17.66%，被担保单位主要为枣阳市水利工程建设投资有限公司等枣阳市国有企业，经营情况正常，或有负债风险可控。

截至 2022 年 1 月 5 日，除星诚伟业对枣阳市人民政府和公司的工程款纠纷案件以外，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

公司资产、权益和收入主要来自于母公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司债务负担一般。

公司资产、权益和收入主要来自于母公司，母公司对子公司管控力度较强。

2020 年末，母公司资产总额为 170.36 亿元（占合并口径的 88.66%），较上年末下降 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。

成。

2020 年末，母公司所有者权益为 77.67 亿元（相当于合并口径的 86.09%），较上年末增长 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 年末，母公司负债总额 92.69 亿元（占合并口径的 90.93%），较上年末下降 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 年末，母公司资产负债率为 54.41%，较上年末有所下降；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。

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。

截至 2021 年 9 月末，母公司资产总额 188.53 亿元，所有者权益为 82.56 亿元，负债总额 105.96 亿元；母公司资产负债率 56.21%；全部债务 15.25 亿元，全部债务资本化比率 15.59%。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 4.85 亿元，利润总额 5.01 亿元，投资收益 0.39 亿元。

九、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。

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年及2021年1—9月,公司获得政府拨付的各项补贴分别为0.47亿元、1.46亿元、2.19亿元和4.29亿元,分别计入营业外收入和其他收益。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构的影响一般。本次债券存续期内募投项目净收益能够覆盖其拟使用债券资金的本息,但考虑到停车场

项目预期收益规模受停车场利用水平的影响,项目收益存在一定的不确定性。

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6.30亿元,分别相当于2020年末公司长期债务和全部债务的6.54%和6.15%。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。

2021年9月末,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%、51.92%和50.38%,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57.79%、53.41%和51.96%,公司的债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

本期债券发行后,截至2021年9月末,公司发行后长期债务为102.61亿元。2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对发行后长期债务的保障情况如表16所示。

表16 本期债券偿还能力测算

项目	指标值
发行后长期债务*(亿元)	102.61
经营现金流入/发行后长期债务(倍)	0.24
经营现金/发行后长期债务(倍)	-0.02
发行后长期债务/EBITDA(倍)	30.97

注:1. 经营现金指经营活动现金流量净额;2. 发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

3. 募投项目本次债券偿债能力分析

根据可研报告,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18.61亿元。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 17 募投项目存续期内收益预测和本期债券用于项目部分还本付息情况

(单位: 万元、倍)

序号	项目	合计	建设期			运营期				
			第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	第六年	第七年	第八年
1	营业收入	186094.17	--	--	26365.04	28457.74	30550.43	32748.13	33566.83	34406.00
1.1	停车位收入	149672.30	--	--	21332.53	22973.49	24614.46	26255.42	26911.80	27584.60
1.2	充电服务收入	31625.40	--	--	4507.51	4854.24	5200.98	5547.71	5686.40	5828.56
1.3	广告服务收入	4821.29	--	--	525.00	630.00	735.00	945.00	968.63	992.84
2	经营成本及费用	21523.37	--	--	3423.83	3486.62	3551.30	3617.91	3686.52	3757.19
3	增值税	16748.47	--	--	2372.85	2561.20	2749.54	2947.33	3021.01	3096.54
4	税金及附加	18339.58	--	--	2598.27	2804.51	3010.75	3227.33	3308.01	3390.71
5	项目净收益 (5=1-2-3-4)	129482.75	--	--	17970.09	19605.41	21238.84	22955.56	23551.29	24161.56
6	还本付息总额	109450.00	3075.00	5970.00	14170.00	21275.00	20081.00	18887.00	17693.00	8299.00
6.1	还本金额	79600.00	--	--	8200.00	15920.00	15920.00	15920.00	15920.00	7720.00
6.2	付息金额	29850.00	3075.00	5970.00	5970.00	5355.00	4161.00	2967.00	1773.00	579.00
7	营业收入对本息 覆盖倍数	1.70	--	--	1.86	1.34	1.52	1.73	1.90	4.15
8	项目净收益对本 息覆盖倍数	1.18	--	--	1.27	0.92	1.06	1.22	1.33	2.91

注: 1. 项目净收益=项目收入(不含税)-经营成本-税金及附加; 2. 本期债券存续期共七年, 为募投项目的第二年至第八年; 3. 表中还本金额及付息金额包含上期债券所使用的金额, 存续期为7年, 为募投项目的第一年至第七年; 4. 表中利息以7.50%年利率来测算; 5. 尾差系四舍五入所致
资料来源: 联合资信根据可研报告及公司提供资料整理

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1.18。存续期净收益能覆盖用于募投项目的债券资金本息。

(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, 本次债券存续期间项目累计收入总额为18.61亿元, 对本次债券募投项目使用募集资金本息合计(10.95亿元)偿还倍数为1.70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1.34倍~4.15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0.92倍~2.91倍之间。本次债券存续期前两年为建设期, 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。

十一、债权保护条款分析

1. 增信措施

根据湖北融资担保出具的担保函及担保协议, 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, 保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用, 保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

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。担保方湖北融资担保具体情况详见《湖北省融资担保集团有限责任公司2021年面向专业投资者公开发行可续期公司债券信用评级报告》。

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。

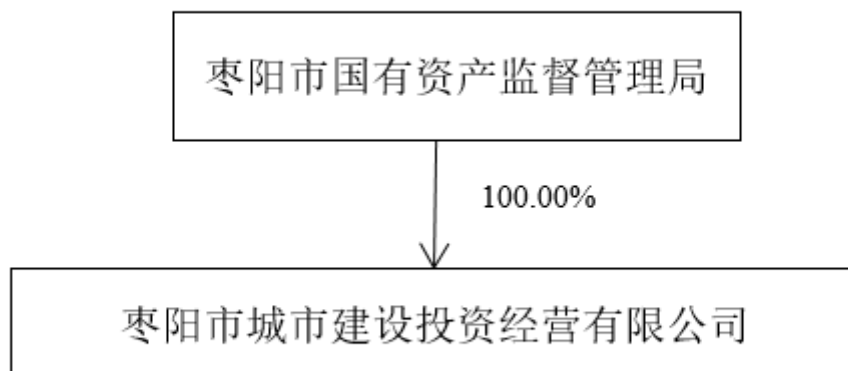
3. 债权代理人

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。

十二、结论

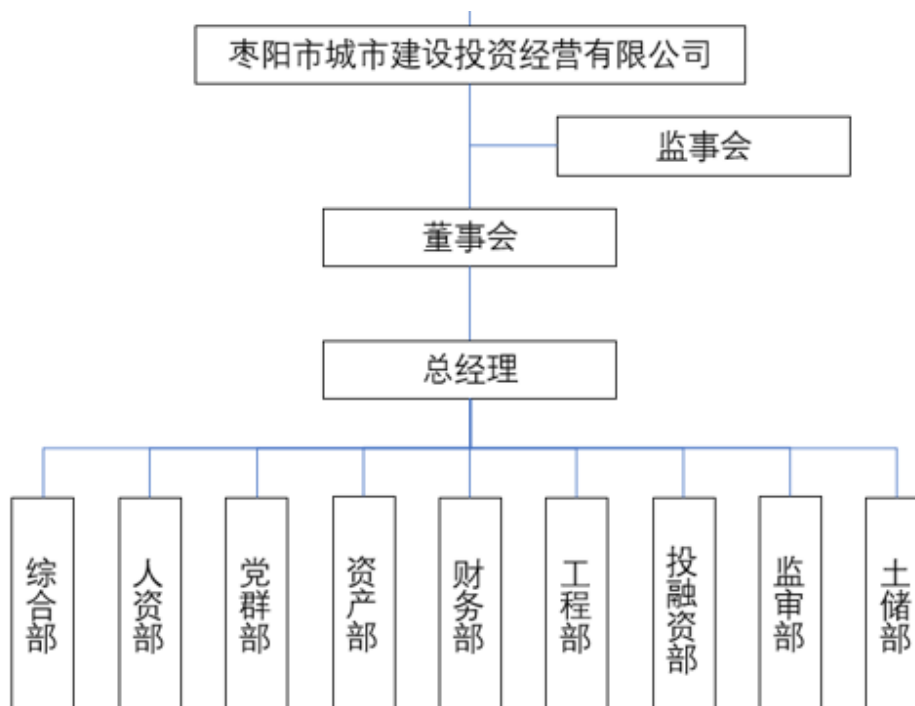
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 枣阳市城市建设投资经营有限公司
截至 2021 年 11 月末股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 枣阳市城市建设投资经营有限公司
截至 2021 年 9 月末组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 枣阳市城市建设投资经营有限公司

截至 2021 年 9 月末合并范围子公司情况

序号	企业名称	持股比例（%）	取得方式	业务性质
1	枣阳市嘉源水务有限公司	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	枣阳市笃静股权投资合伙企业（有限合伙）	99.50	出资设立	投资业
8	枣阳市瀚昶人力资源有限公司	100.00	出资设立	商务服务业
9	枣阳市恒实矿业有限公司	99.02	购买	非金属矿采选业
10	枣阳市瀚云数字科技投资管理有限公司	100.00	出资设立	投资业

资料来源：公司提供

附件 2 枣阳市城市建设投资经营有限公司

截至 2021 年 9 月末对外担保情况

编号	被担保人名称	担保余额	担保起始日	担保到期日	是否履行完毕
1	枣阳市水利工程建设投资有限公司	83000.00	2015.11.04	2030.09.30	否
2	枣阳市水利工程建设投资有限公司	11083.92	2021.06.15	2024.06.05	否
3	枣阳市水利工程建设投资有限公司	37995.00	2017.06.15	2034.01.18	否
4	枣阳市水利工程建设投资有限公司	30400.00	2015.12.11	2030.12.10	否
5	枣阳市教育建筑有限公司	3000.00	2021.03.11	2022.03.11	否
6	枣阳市房地产投资开发有限公司	1000.00	2021.03.24	2022.03.24	否
7	枣阳市房地产投资开发有限公司	1000.00	2021.04.30	2024.04.27	否
合 计		167478.92	-	-	-

资料来源：公司提供

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.69	8.80	5.33	10.12
资产总额（亿元）	176.83	185.83	192.15	218.45
所有者权益（亿元）	84.97	87.62	90.22	94.86
短期债务（亿元）	9.40	10.73	10.56	6.13
长期债务（亿元）	68.45	65.95	69.77	96.31
全部债务（亿元）	77.85	76.68	80.33	102.44
营业收入（亿元）	5.57	8.47	9.29	5.48
利润总额（亿元）	1.34	1.62	2.78	4.76
EBITDA（亿元）	1.87	2.10	3.31	--
经营性净现金流（亿元）	-3.94	-12.80	-1.89	-6.38
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	82.19
营业利润率（%）	19.63	13.95	15.58	19.49
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	50.38
全部债务资本化比率（%）	47.81	46.67	47.10	51.92
资产负债率（%）	51.95	52.85	53.05	56.58
流动比率（%）	695.60	567.60	553.30	747.64
速动比率（%）	159.01	111.27	135.54	235.24
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	1.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	2.05	2.88	--
全部债务/EBITDA（倍）	41.55	36.46	24.24	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司 2021 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 已将公司长期应付款有息部分调整至全部债务核算
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.86	4.19	3.25	4.39
资产总额（亿元）	160.12	176.89	170.36	188.53
所有者权益（亿元）	72.93	74.80	77.67	82.56
短期债务（亿元）	3.02	3.00	3.00	0.50
长期债务（亿元）	11.94	9.27	6.65	14.75
全部债务（亿元）	14.95	12.27	9.65	15.25
营业收入（亿元）	4.85	7.61	7.89	4.85
利润总额（亿元）	1.83	2.14	2.99	5.01
EBITDA（亿元）	1.83	2.14	2.99	--
经营性净现金流（亿元）	1.25	-7.07	1.75	-1.78
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	86.84
营业利润率（%）	29.59	13.48	11.95	19.29
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	15.15
全部债务资本化比率（%）	17.01	14.09	11.05	15.59
资产负债率（%）	54.45	57.71	54.41	56.21
流动比率（%）	204.67	184.07	186.30	198.80
速动比率（%）	33.92	33.85	32.41	45.82
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	8.77
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 母公司 2021 年前三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；3. 相关数据未获取，指标用“/”表示；“*”表示过大或过小

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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+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

企业执行新会计准则后, 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 2022 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

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年枣阳市城市建设投资经营有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。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有关资料。

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。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送枣阳市城市建设投资经营有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。