

信用评级公告

联合〔2023〕1850号

联合资信评估股份有限公司通过对十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司及其拟发行的十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司2023年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司主体长期信用等级为AA，十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司2023年度第一期中期票据信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年四月七日

十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司 2023 年度 第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方长期信用等级：AA⁺

本期中票信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中票发行规模：5.00 亿元

本期中票期限：3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资人回售选择权

担保方：十堰城市运营集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟用于偿还公司债务融资工具本金

评级时间：2023 年 4 月 7 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	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为十堰市重要的基础设施建设、土地开发及国有资产运营主体，外部发展环境良好，业务具有一定的区域专营性，能够持续获得有力的外部支持，资产及所有者权益规模持续快速增长。同时，联合资信也关注到公司基建及土地整治项目对公司资金形成占用、面临较大的资金支出压力及债务规模大幅增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着十堰市的经济发展及区域建设的推进，公司作为十堰市重要的基础设施建设、土地开发及国有资产运营主体，有望保持稳定经营发展。

十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司 2023 年度第一期中期票据（以下简称“本期中票”）由十堰城市运营集团有限公司（以下简称“城运集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，经联合资信评定，城运集团主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，其提供的担保提升了本期中票本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中票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，本期中票信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 外部发展环境良好。**2019—2022 年，十堰市分别实现地区生产总值（GDP）2012.70 亿元、1915.10 亿元、2163.98 亿元和 2304.68 亿元，地方一般公共预算收入分别完成 119.96 亿元、89.36 亿元、115.62 亿元和 115.66 亿元。
- 有力的外部支持。**公司是十堰市重要的基础设施建设、土地开发及国有资产运营主体，业务具有一定的区域专营性。公司在资金和资产注入、股权注入和政府补助等方面持续获得有力的外部支持，资产及所有者权益规模持续快速增长。
- 增信措施。**城运集团为本期中票提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了本期中票本息偿还的安全性。

发行人本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素			--	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素			+2	
评级结果			AA	

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

担保方本次评级模型打分表及结果：

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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素			--	
个体信用等级			aa	
外部支持调整因素			+1	
评级结果			AA ⁺	

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

关注

1. 基建及土地整治项目对公司资金形成占用。公司承担的基础设施工程代建项目及土地整治项目投入规模较大，对公司资金形成占用。
2. 公司面临较大的资金支出压力。公司在整理的土地和基础设施代建项目尚需投资规模较大。截至 2022 年 9 月末，公司主要在建的基础设施工程项目尚需投资 41.84 亿元，在整理的十堰高新技术产业园区综合运营项目尚需投资 29.51 亿元，公司面临较大的资金支出压力。
3. 公司债务规模大幅增长。受融资规模增长及合并范围扩大影响，公司债务规模大幅增长，2019—2021 年末，公司全部债务年均复合增长 63.39%。

主要财务数据：

公司合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
现金类资产（亿元）	10.53	8.01	10.35	21.13
资产总额（亿元）	350.43	610.39	805.29	863.73
所有者权益（亿元）	243.87	466.41	557.10	578.58
短期债务（亿元）	5.17	8.69	35.83	38.04
长期债务（亿元）	63.22	88.66	146.73	192.82
全部债务（亿元）	68.39	97.34	182.56	230.86
营业总收入（亿元）	14.22	22.69	43.16	45.73
利润总额（亿元）	4.70	6.01	6.80	5.53
EBITDA（亿元）	5.08	6.64	7.72	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	0.15	8.68	12.73
营业利润率（%）	35.35	27.60	17.00	14.50
净资产收益率（%）	1.56	1.00	0.95	--
资产负债率（%）	30.41	23.59	30.82	33.01
全部债务资本化比率（%）	21.90	17.27	24.68	28.52
流动比率（%）	770.25	680.02	523.41	616.38
经营现金流负债比（%）	4.76	0.28	8.59	--
现金短期债务比（倍）	2.04	0.92	0.29	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	1.68	0.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.47	14.66	23.64	--

公司本部				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	235.75	480.92	603.62	624.09
所有者权益（亿元）	213.38	432.02	483.74	484.92
全部债务（亿元）	8.01	28.17	64.88	74.36
营业总收入（亿元）	2.00	5.25	10.37	8.01
利润总额（亿元）	1.07	2.04	2.34	2.04
资产负债率（%）	9.49	10.17	19.86	22.30

分析师：

赵晓敏 李康楠 谢艺菲

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

全部债务资本化比率（%）	3.62	6.12	11.83	13.30
流动比率（%）	1122.37	813.53	279.27	275.59
经营现金流动负债比（%）	4.19	18.85	11.30	--
担保方合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
资产总额（亿元）	350.43	610.39	908.15	963.69
所有者权益（亿元）	243.87	466.11	662.22	687.57
长期债务（亿元）	63.22	88.58	147.94	194.16
全部债务（亿元）	68.39	97.27	183.79	232.20
营业总收入（亿元）	14.22	22.69	46.28	47.78
利润总额（亿元）	4.69	6.01	7.59	5.63
EBITDA（亿元）	5.07	6.64	8.53	--
资产负债率（%）	30.49	23.64	27.08	28.65

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. 2022 年前三季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3. 本报告将公司长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务核算，其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算；4. 本报告将城运集团其他流动负债中的债务调整至短期债务，将城运集团长期应付款和其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司和城运集团财务数据整理

主体评级历史：

主体信用等级	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	2022/06/28	徐汇丰 崔莹	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	阅读原文
AA	稳定	2020/10/13	姜泰钰 吕泽峰	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	阅读原文

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司 2023 年度 第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“公司”，曾用名为十堰郧阳惠民住房投资开发有限公司）成立于 2012 年，经数次股权划转及增资后，截至 2018 年末，十堰市郧阳区财政局（原郧县财政局，以下简称“郧阳区财政局”）持有公司 98.50% 的股权，中国农发重点建设基金有限公司¹（以下简称“农发基金”）持有公司 1.50% 的股权，公司注册资本增至 20.00 亿元。2019 年 8 月，根据十堰市人民政府办公室出具的《关于变更十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司出资人的通知》（十政办函〔2019〕62 号），公司出资人由郧阳区财政局变更为十堰市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“十堰市国资委”）。2022 年 2 月，经股权划转，公司控股股东由十堰市国资委变更为十堰城市运营集团有限公司（以下简称“城运集团”）。截至 2022 年末，公司注册资本及实收资本均为 20.00 亿元，城运集团为公司控股股东，持股比例为 98.50%，农发基金持有公司 1.50% 的股权，十堰市国资委持有城运集团 100.00% 的股权，为公司实际控制人。

公司是十堰市重要的基础设施建设、土地开发及国有资产运营主体，公司还开展工程施工、建筑材料销售、菌类销售、汽车零配件销售等业务。截至 2022 年末，公司设综合管理部、财务管理部及经营管理部等职能部门。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 805.29 亿元，所有者权益 557.10 亿元（少数股东权益 3.08 亿元）。2021 年，公司实现营业总收入 43.16 亿元，利润总额 6.80 亿元。

截至 2022 年 9 月末，公司合并资产总额 863.73 亿元，所有者权益 578.58 亿元（少数股

东权益 4.57 亿元）。2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 45.73 亿元，利润总额 5.53 亿元。

公司注册地址：湖北省十堰市高新区十堰大道 45 号；公司法定代表人：贺军。

二、本期中票概况及募集资金用途

十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司 2023 年度第一期中期票据（以下简称“本期中票”）拟发行规模 5.00 亿元。本期中票期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资人回售选择权，即公司有权决定在本期中票存续期的第 2 年末调整本期中票后 1 年的票面利率，调整后的票面利率为存续期前 2 两年票面利率加或减公司提升或降低的基点；投资者有权选择将持有的本期中票按面值全部或部分回售给公司。本期中票按年付息，到期一次还本。本期中票募集资金拟用于偿还公司债务融资工具本金。

本期中票由城运集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度

¹ 投资期 15 年，年投资收益率 1.2%，到期后由郧阳区政府回购对应股权。

GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业

承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速²（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额（万亿元）	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.20	8.40(5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	9.60(6.15)	3.60
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	4.90(3.90)	5.10
房地产投资增速（%）	9.50	9.90	7.00	4.40(5.69)	-10.00
基建投资增速（%）	3.80	3.80	0.90	0.40(0.65)	9.40
制造业投资增速（%）	9.50	3.10	-2.20	13.50(4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	12.50(3.98)	-0.20
出口增速（%）	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅（%）	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅（%）	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速（%）	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	10.70(3.14)	0.60
一般公共预算支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	0.30(1.54)	6.10
城镇调查失业率（%）	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.80	2.10	8.10(5.06)	2.90

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史

新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价

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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计

算的几何平均增长率，下同。

成效显著,煤炭价格涨幅大幅回落,但煤炭价格仍处高位,能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022年,全国新增社融规模 32.01 万亿元,同比多增 6689 亿元;2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元,同比增长 9.60%,增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看,2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力,政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元,支撑社融总量扩张;表外融资方面,委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元,亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为,民生等重点领域支出得到有力保障,财政收支矛盾有所加大。2022 年,全国一般公共预算收入 20.37 万亿元,同比增长 0.60%,扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年,各项税费政策措施形成组合效应,全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面,2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元,同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障,卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年,全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元,较上年(3.90 万亿元)显著扩大,是除 2020 年之外的历史最高值,财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大,居民收入增幅显著回落。2022 年,全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%,高于上年 0.46 个百分点,受疫情反复冲击影响,中小企业经营困难增多,重点群体就业难度也有所加大,特别是青年失业率有所上升,稳就业面临较大挑战。2022 年,全国居民人均可支配收入 3.69 万元,实际同比增长 2.90%,较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进,做好“六个统筹”,提振发展信心。2022 年 12 月,

中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进,继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策,加大宏观政策调控力度,加强各类政策协调配合,形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效,稳健的货币政策要精准有力,产业政策要发展和安全并举,科技政策要聚焦自立自强,社会政策要兜牢民生底线。会议指出,要从战略全局出发,从改善社会心理预期、提振发展信心入手,纲举目张做好以下工作:一是着力扩大国内需求,把恢复和扩大消费摆在优先位置;二是加快建设现代化产业体系;三是切实落实“两个毫不动摇”;四是更大力度吸引和利用外资;五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年,世界经济滞胀风险上升,中国经济增长将更多依赖内需。2022 年,俄乌冲突推升了能源价格,加剧了全球的通胀压力。2023 年,在美欧货币紧缩的作用下,全球经济增长或将进一步放缓,通胀压力有望缓和,但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在,可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看,2023 年,世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下,2023 年,中国经济增长将更多依赖内需,“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现,内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业及区域经济环境分析

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），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年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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的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。

2021年，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全年重要工作，全年对地方政府隐性

债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，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，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会发〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了

“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中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，中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，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济环境

2020年，受新冠肺炎疫情影响，十堰市经济总量和财政实力有所下滑。2021年和2022年，十堰市经济和财政运行情况逐步恢复。

十堰市位于湖北省西北部，是鄂、豫、陕、渝毗邻地区的区域性城市，是“襄十随神”城市群中的重要城市。十堰市下辖张湾区、茅箭区、

郧阳区及丹江口市、郧西县、竹山县、竹溪县和房县8个行政区、县、县级市，以及十堰经济技术开发区（以下简称“十堰经开区”）和武当山旅游特区，全境面积2.3万平方公里。截至2021年末，十堰市户籍人口339.95万人，常住人口315.82万人，常住人口城镇化率为62.04%，比上年末提高0.1个百分点。

交通方面，十堰市境内有福银高速（福州—银川）、十天高速（十堰—天水）等多条已通车高速公路，另有十堰至河南淅川、十巫（十堰至重庆巫溪）高速南段、房县至（宜昌）五峰高速（房县段）等在建和拟建高速项目；十堰市有十堰东站、武当山西站和丹江口站3个高铁站，襄渝铁路、汉十高铁在十堰境内设有站点，并规划建设西安至十堰铁路、十堰至安康铁路；民用机场武当山机场于2016年通航，已开通至北京、上海、广州、深圳等多个城市的航线；水运方面，十堰境内有汉江水道，与长江水道相连，另有堵河、神定河等航道。

资源和产业发展方面，十堰是道教圣地武当山、南水北调中线工程调水源头丹江口水库、东风商用车有限公司总部所在地，正在构建以汽车产业为主导，以大旅游、大健康、大生态产业为重点，以数字经济、新型材料、智能装备、清洁能源、现代服务为支撑的“一主三大五新”现代产业体系。

根据《十堰市国民经济和社会发展统计公报》，2019—2021年，十堰市分别实现地区生产总值（GDP）2012.70亿元、1915.10亿元和2163.98亿元，受新冠肺炎疫情冲击，2020年经济总量同比有所下滑。2021年，十堰市GDP按可比价格计算较上年增长11.5%。其中，第一产业增加值208.5亿元，增长11.0%；第二产业增加值838.45亿元，增长8.2%；第三产业增加值1117.04亿元，增长14.1%；三次产业结构由上年的10.0:39.4:50.6调整为9.6:38.8:51.6。按常住人口计算，十堰市2021年人均GDP为6.85万元。2021年，十堰市GDP在湖北省13个地级市（州）中排名第7。

2021年，十堰市资质以上建筑业企业完成建筑业总产值572.7亿元，较上年增长15.7%；建筑业增加值134.87亿元，增长14.2%。全市固定资产投资较上年增长27.3%。

2021年，十堰市全市房地产开发投资比上年增长111.2%。房屋施工面积1726.94万平方米，增长10.3%；房屋竣工面积151.75万平方米，增长33.8%；商品房销售面积406.98万平方米，增长49.7%；商品房待售面积103.53万平方米，下降10.7%。

2019—2021年，十堰市地方一般公共预算收入分别完成119.96亿元、89.36亿元和115.62亿元。2021年，十堰市税收收入占地方一般公共预算收入的74.62%，财政自给率³为30.76%。2019—2021年，十堰市政府性基金收入分别为135.11亿元、134.51亿元和143.95亿元。

根据十堰市统计局发布的《2022年1—12月十堰主要经济指标运行情况》，2022年，全市实现GDP 2304.68亿元，按不变价格计算，较上年同期增长3.6%；固定资产投资同比增长19.3%；完成一般公共预算收入115.66亿元，剔除留抵退税因素影响，可比增长10.5%；地方税收收入累计完成79.33亿元，剔除留底退税因素影响，可比增长6.2%。

2021年7月，十堰市委决定在郧阳区规划建设汉江生态城。汉江生态城规划区域范围为郧阳区“一江两岸七镇”，包括茶店镇（含十堰高新技术产业园区郧阳园）、青山镇全域及城关镇、柳陂镇、杨溪铺镇、谭家湾镇、安阳镇部分区域，规划区域面积约555平方公里。2022年3月，经湖北省机构编制委员会办公室批复，按正县级机构设立中共十堰市委十堰高新技术产业园区工作委员会、十堰高新技术产业园区管理委员会（以下简称“十堰高新区管委会”），分别作为十堰市委员会派出机关、十堰市人民政府派出机构，并同意十堰高新区管委会对外

加挂十堰汉江生态城管理委员会牌子。2022年7月，十堰市委员会常务委员会研究决定，将汉江生态城建设成全市绿色低碳发展示范区先行区。截至2023年2月末，汉江生态城的规划尚未公开披露。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2022年末，城运集团为公司控股股东，持股比例为98.50%，十堰市国资委持有城运集团100.00%的股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司是十堰市重要的基础设施建设、土地开发及国有资产运营主体，公司的业务具有一定的区域专营性。

公司作为十堰市重要的基础设施建设、土地开发及国有资产运营主体，业务范围包括十堰高新区、汉江生态城以及十堰市郧阳区，在区域范围内具有一定的业务专营性。此外，公司还开展工程施工、建筑材料销售、菌类销售、汽车零配件销售等业务，业务多元化发展。

除公司外，十堰市主要基础设施投资建设主体包括十堰市城市发展控股集团有限公司（以下简称“十堰城控”）、城运集团和十堰经济开发区城市基础设施建设投资有限公司（以下简称“十堰经开投”）。其中，城运集团的主要业务由公司负责。

十堰城控为十堰市国资委下属国有独资公司，主要从事十堰市城区范围内的基础设施建设、土地整理、公交运输、水务等业务，其主要业务由子公司十堰国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“十堰国投”）负责。十堰经开投控股股东为十堰经济技术开发区管理委员会，该公司主要负责十堰经开区范围内的基础设施建设。

³ 财政自给率=地方一般公共预算收入/地方一般公共预算支出*100%

表 2 十堰市主要基础设施投资和建设主体 2021 年
(末) 主要财务数据 (单位: 亿元)

公司名称	资产总额	所有者权益	营业总收入	全部债务	全部债务资本化比率 (%)
十堰城控及其子公司	686.80	329.23	23.48	282.61	46.19
十堰国投	629.62	275.21	21.29	282.41	50.65
城运集团及其子公司	908.15	662.22	46.28	183.79	21.72
公司	805.29	557.10	43.16	182.56	24.68
十堰经开投	62.58	26.36	3.99	17.24	39.54

注: 全部债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债中的有息债务+长期借款+应付债券+租赁负债+长期应付款中的有息债务+其他非流动负债中的有息债务

资料来源: 根据城运集团和公司提供及公开资料整理

公司业务主要由下属子公司承担。2021 年, 郧阳区财政局向公司无偿划拨十堰市郧阳区城市投资开发有限公司 (现更名为十堰市汉江星建设发展有限公司, 以下简称“汉江星公司”) 的 100.00% 股权, 汉江星公司主要负责郧阳区范围内的土地整理、基础设施项目投资建设和供水业务, 并能够通过生态修复业务开采建筑规格石料形成建筑材料销售业务收入, 扩大了公司的业务范围。

3. 人员素质

公司主要管理人员管理经验较为丰富, 员工文化素质及年龄构成能够满足公司日常经营管理的需求。

截至 2022 年末, 公司共有董事、监事及高级管理人员 12 人。

贾毅先生, 1971 年生, 中共党员; 曾任郧县自来水公司副总经理、总经理, 郧县水务有限公司 (现更名为“十堰市郧阳区供水有限公司”, 以下简称“供水公司”) 总经理, 汉江星公司副总经理、总经理, 公司总经理等职; 自 2022 年 2 月起任公司董事长。

贺军先生, 1975 年生, 中共党员; 曾任郧县农业机械管理局干部、郧县会计核算中心干部、十堰市郧阳区国库收付局干部、十堰市郧阳区非税收入管理局局长、汉江星公司总经理等职; 自 2022 年 2 月起任公司法定代表人兼总经

理。

截至 2022 年末, 公司共有员工 1870 人。按照学历划分, 专科以下学历员工 684 人、专科学历员工 612 人、本科及以上学历员工 574 人; 按照年龄划分, 30 岁以下员工 587 人、30~50 岁员工 976 人、50 岁以上员工 307 人。

4. 企业信用记录

根据公司的《企业信用报告》(自主查询版) (中征码: 4203210000034889), 截至 2023 年 3 月 8 日, 公司本部无已结清和未结清的不良及关注类信贷信息记录, 关注类担保余额为 1000.00 万元。根据公司提供的湖北郧县农村商业银行股份有限公司 (以下简称“郧县农商行”) 出具的《情况说明》, 2023 年 1 月 19 日, 公司下属子公司十堰聚鑫城乡建设发展投资集团有限公司在郧县农商行办理银团贷款, 由于参团行湖北襄阳农村商业银行股份有限公司系统跑批错误, 导致显示为关注。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录, 公司无逾期或违约记录, 履约情况良好。

截至 2023 年 4 月 6 日, 联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了基本完善的法人治理结构。

公司设股东会, 由股东依照公司法的规定行使股东会的职权和履行股东会的职责。农发基金不向公司委派董事、监事和高级管理人员, 不参与公司的日常经营, 但对于公司修改章程、合并、分立、重组、解散等重大事项必须经代表三分之二以上表决权的股东通过后方可实施。

公司依法设立董事会, 董事会每届任期 3 年, 期满可连选连任。董事会成员为 5 人, 设董事长 1 人, 公司董事由股东委派代表和职工代表担任。董事会的职权包含决定公司的经营计划和投资计划方案、审议公司的年度财务预算方案和决算方案等。

公司设监事会，成员 3 人，设监事会主席 1 人，其中职工监事由职工民主选举产生。监事每届任期 3 年，董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司经理层设总经理 1 人，副总经理 4 人，总经理兼任公司法定代表人。公司经理层任免由公司党委研究，交付董事会聘任或解聘。总经理负责主持公司生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投资方案、拟定公司内部管理机构设置方案等工作。

2. 管理水平

公司建立了较为完善的内部管理体系。

公司制定了包括财务、工程、投融资、对子公司管理等方面较详细的管理制度。

在财务管理方面，公司为规范财务收支行为，在财务管理程序和要求、监督检查制度等方面进行规定。当发生资金支出时，需由财务总监审核报总经理审批；其中按授权需报董事会或股东会审批的重大支出，待按程序报批后方可办理。

在工程管理方面，公司制定了建设单位（甲方）安全管理制度、建筑工程现场甲方代表工作管理制度，可以对工程施工进行全面管理。

在投融资管理方面，公司的决策行为应当符合公司发展战略，并采取审慎态度，对实施过程进行相关的风险管理，兼顾风险和收益的平衡，必要时可咨询或聘请外部机构。

对子公司管理方面，公司明确划分公司本部与子公司之间的职责，建立良好的管理运作机制，保障公司本部及子公司可以实现整体的战略发展目标。公司建立了重大信息报告制度，要求子公司及时向公司本部提供可能对公司产生重大影响的或公司要求的信息。公司也会按照子公司经营管理的实际需要，向子公司委派股东代表，推举董事、监事人选。

七、经营分析

1. 经营概况

受公司合并范围扩大及业务扩张影响，

2019—2021 年，公司主营业务收入持续快速增长。受工程业务及土地整治及出让业务毛利率下降及占比提升影响，公司主营业务毛利率持续下降。

2020 年，公司并购子公司湖北郧诚建设集团有限公司（以下简称“郧诚建设”），郧诚建设主要从事工程业务；2021 年，随着汉江星公司的划入，公司工程业务、土地整治业务及建筑材料销售业务收入大幅增长，并新增菌类销售业务及供水相关业务。

2019—2021 年，公司主营业务收入持续快速增长。其中，公司工程业务收入随合并范围扩大而持续增长。公司 2020 年验收结算的土地整治项目增加，土地整治及出让业务收入有所增长，2021 年受汉江星公司划入及公司将土地整治代理业务收入合并至土地整治及出让业务收入影响，土地整治及出让业务收入继续大幅增长。公司房地产开发业务和汽车配件销售业务收入较为稳定，有机肥业务收入小幅增长；建筑材料销售业务收入 2021 年大幅增长，主要系汉江星公司划入及拓展传统贸易业务所致。公司 2020 年新增运输业务收入，2021 年新增菌类销售和供水相关业务收入，此类业务及其他业务收入规模较小，对公司主营业务收入影响有限。

2019—2021 年，受郧诚建设工程业务毛利率较低影响，公司工程业务毛利率自 2020 年起有所下降；受土地整治项目加成比例变动影响，公司土地整治及出让业务毛利率持续下降；房地产开发业务存在亏损情况，主要系公司保障房销售过程中以低于市价的政府指导价格进行销售所致；公司建筑材料销售业务 2021 年毛利率下降明显，主要系新增低毛利率的传统贸易业务收入所致；受 2021 年钢材价格上涨影响，公司汽车配件销售业务毛利率有所下降；公司其他业务收入规模较小，毛利率波动对公司综合毛利率影响有限。受工程业务及土地整治及出让业务毛利率下降及占比提升影响，公司主营业务毛利率持续下降。

2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 45.73 亿元，较上年同期增长 65.96%，主要系建筑材

料销售业务收入增长所致，同期，毛利率为15.17%，营业总收入主要来自工程业务、土地

整治及出让业务和建筑材料销售业务收入，毛利率水平较上年变动不大。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
工程业务	3.70	26.72	23.62	7.93	35.65	16.85	19.43	45.45	17.15
土地整治及出让业务	1.34	9.72	44.68	4.84	21.75	27.51	10.93	25.57	20.31
房地产开发业务	0.84	6.06	-0.92	0.80	3.61	7.59	0.94	2.21	-49.64
汽车配件销售业务	3.96	28.63	21.80	4.69	21.06	20.18	4.58	10.71	11.49
建筑材料销售业务	2.97	21.48	64.68	2.66	11.96	58.42	4.57	10.69	32.14
土地整治代理业务	0.62	4.47	100.00	0.65	2.92	100.00	--	--	--
运输业务	--	--	--	0.03	0.13	20.60	--	--	--
有机肥销售及其他业务	0.41	2.93	36.94	0.65	2.93	38.02	1.01	2.35	20.89
菌类销售	--	--	--	--	--	--	1.03	2.42	11.51
供水相关业务	--	--	--	--	--	--	0.26	0.61	2.45
合计	13.83	100.00	36.28	22.25	100.00	27.56	42.75	100.00	17.35

注：1. 2019-2021 年，公司主营业务收入以外的其他业务收入分别为 0.39 亿元、0.44 亿元和 0.41 亿元，主要是租赁收入；2. 尾差主要系四舍五入所致

资料来源：审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

(1) 工程业务

公司基础设施工程业务尚未结算和确认收入的项目规模较大，对公司资金形成占用；公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

公司作为十堰市重要的基础设施建设主体，主要负责十堰市郧阳区、十堰高新区和汉江生态城的基础设施建设。2021 年，公司工程收入中共约 5.2 亿元主要来自公司子公司郧诚建设、九洲兴胜和湖北省鸿钛建筑工程有限公司的工程施工收入，其余来自公司本部及下属子公司的工程代建业务收入。

公司工程施工业务主要由下属子公司承接，主要通过投标形式承接建设项目的工程施工业务，拥有建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包壹级、地基基础工程专业承包壹级等多项施工资质。截至 2022 年 9 月末，公司工程施工业务主要在建项目合同金额 19.15 亿元，已完成产值 8.35 亿元，已收到业主回款 4.35 亿元。截至 2022 年 9 月末，公司暂无拟建工程施工项目。

工程代建业务方面，2019 年 1 月以前，公司工程代建业务的模式为公司及子公司作为代建方与十堰市郧阳区人民政府签订《委托代建合同》，郧阳区人民政府作为项目委托方，委托公司及子公司负责项目的全过程代建。2019 年 1 月，公司与十堰市人民政府签订了《项目委托开发合作协议》，公司承担十堰市城市基础设施的建设工作。

项目前期建设资金由公司自筹。对于公司已经与郧阳区人民政府签订《委托代建合同》的代建项目，郧阳区人民政府已经就代建项目的具体回购价进行了约定，款项按照委托代建合同中的约定时间进行支付（一般为一年两次），同时公司确认相应收入；对于已与十堰市人民政府签订代建协议的项目，十堰市人民政府向公司支付代建款，包括建设总成本及不超过建设总成本 35%的收益，具体以结算单为准。十堰市人民政府根据工程进度确定需要向公司支付的合同金额，并于工程完工验收后确定剩余合同金额，在确认需要向公司支付的合同金额后的 1 个月内支付该款项或者核销对公司相应额度的债权。

截至 2022 年 9 月末，公司主要已完工基础设施代建项目已投资 52.25 亿元，累计确认收入 19.27 亿元，累计回款 19.86 亿元，未结算的项目规模较大，对公司未来收入有一定的支撑作用，但对公司资金形成占用。

截至 2022 年 9 月末，公司主要在建的基础设施工程项目预计总投资 97.09 亿元，尚需投资 41.84 亿元，拟建项目计划总投资 14.83 亿元，公司未来面临较大的资金支出压力。

表 4 截至 2022 年 9 月末公司主要在建基础设施代建情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	已投资额
东河水库建设项目	1.25	1.10
中华水园生态绿化项目	7.00	4.46
十堰市秦巴山连片特困地区（郧阳区）易地扶贫搬迁项目一期工程	10.34	10.20
郧阳区江南片区贫困村提升工程项目	2.90	2.88
秦巴片区产业扶贫示范园（二期）基础设施项目	20.68	12.44
郧阳经济开发区棚户区（城中村）改造项目	10.88	7.98
郧白路二期（南化至白浪）	2.17	1.40
十堰武当学邨产教融合园	30.00	8.76
十堰市郧阳区城关镇子胥湖棚改户区改造项目	5.55	4.56
国家矿山公园建设项目	2.45	0.50
郧阳区老烟厂综合利用改造	1.02	0.78
朝阳南路改线工程（非涉铁部分）	2.85	0.19
合计	97.09	55.25

资料来源：公司提供

（2）土地整治业务和土地整治代理业务

公司已完工土地整治项目尚未回款金额较大，对公司资金形成占用。公司部分在整理土地项目存在较大的资金支出压力。

土地整治业务方面，公司及子公司十堰泽润棚户区改造投资有限公司（以下简称“泽润公司”）和十堰市隆裕农业发展有限公司（以下简称“隆裕农业”）受十堰市郧阳区住房和城乡建设局等政府机构或十堰市人民政府委托，负责十堰市郧阳区、十堰高新区和汉江生态城范围内的土地开发整理工作，采用成本加成一定比例确认收入。2020 年 12 月，公司与十堰高

新区管委会签订了《综合运营整体投资开发协议》，公司及子公司在十堰高新技术产业园核心控制区开展土地开发投资和基础设施建设任务等业务，业务模式仍为成本加成模式。

土地整治代理业务方面，公司与郧阳区国土资源局、郧阳区财政局签订代理服务协议，公司对于代理范围内的国有建设用地开发整治工作进行过程指导，代理服务期限为 2016 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，其中 2016 年代理服务费包干定额为 0.55 亿元，以后每年代理服务费根据实际土地一级开发整治面积确认，具体以每年结算金额为准。对此类业务，公司无需垫付资金。2021 年起，公司将土地整治代理业务收入合并至土地整治及出让业务收入核算。

2019—2021 年及 2022 年 1—9 月，公司确认的土地整治收入均已收到回款。

截至 2022 年 9 月末，公司已完工土地整治项目总投资规模为 29.65 亿元，拟回款 40.38 亿元，实际已回款 13.35 亿元，已完工土地整治项目尚未回款金额较大，对公司资金形成占用。

截至 2022 年 9 月末，公司在整理的土地计划总投资额 88.09 亿元，已投资 60.04 亿元，其中十堰高新技术产业园区综合运营项目尚需投资 29.51 亿元，存在较大的资金支出压力。

表 5 截至 2022 年 9 月末公司主要在整理土地情况（单位：亿元）

项目名称	整理期间（年）	总投资额	已投资额
易地扶贫搬迁项目	2016—2025	41.50	42.96
十堰高新技术产业园区综合运营项目	2021—2031	46.59	17.08
合计	--	88.09	60.04

注：易地扶贫搬迁项目已投资额加计划投资额超过原总投资额，系追加了零星投资所致

资料来源：公司提供

（3）房地产业务

公司已完工保障房项目中部分收入的实现将取决于划拨土地性质的变更情况，在建保障房项目后续出租及销售情况有待关注。

公司房地产业务的运营主体为泽润公司，泽润公司具备房地产开发企业二级资质。公司房地产业务包含保障房和商品房两类项目。

商品房方面，截至 2021 年末，公司已完工商品房项目已销售完毕，无在建和拟建商品房项目，亦无商品房开发相关的土地储备。

保障房方面，公司按政府指导价格销售保障房，待项目竣工交付完成决算后，确认相应保障性住房建设成本和销售收入。对于被安置人员未选购的部分保障房，公司可对其进行市场化销售，以回笼资金。

截至 2022 年 9 月末，公司主要已完工保障房项目为幸福溪里和海德公园。对于幸福溪里项目，公司已完成住宅部分销售，商铺部分面积 12.27 万平方米，已售面积为 1.78 万平方米，主

要系商铺部分土地性质为划拨地，需变更土地性质后进行市场化销售所致。海德公园项目已基本销售完毕。截至 2022 年 9 月末，幸福溪里和海德公园项目已投资 7.21 亿元，累计确认收入和回款 4.08 亿元，后续收入的实现主要取决于划拨土地性质的变更。

截至 2022 年 9 月末，公司主要在建的保障房项目具体情况见下表，尚需投资规模较小。其中，滨江尚都和滨江揽秀城为保障性租赁住房，未来将通过租赁实现收益，碧水郢天项目已开始预售，已售面积为 10.32 万平方米。

表 6 截至 2022 年 9 月末公司在建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目位置	建设周期（年）	建筑面积	总投资	已投资
碧水郢天	十堰市郧阳区城关镇武阳岭	2017—2022	22.00	6.20	6.94
滨江尚都	十堰市郧阳区长岭开发区	2019—2022	14.00	4.60	4.60
滨江揽秀城	十堰市郧阳区长岭开发区	2019—2022	6.00	1.80	1.80
领秀时代	十堰市郧阳区城关镇	2022—2023	5.80	1.80	0.55
合计	--	--	47.80	14.40	13.89

注：1. 因疫情影响，碧水郢天工期超过预期，整体原材料成本上涨，已投资金额超过计划总投资额；2. 滨江尚都和滨江揽秀城尚余零星工程未完工
资料来源：公司提供

（4）汽车零配件销售业务

公司汽车零配件业务对收入形成补充，但毛利率受钢材价格影响较大，2021 年毛利率有所下降。

公司汽车零配件销售业务主要由子公司湖北佳恒科技股份有限公司（以下简称“佳恒科技”）及佳恒科技下属子公司负责。

佳恒科技销售产品以液压油缸为主导，产品种类还包括各类工程机械液压油缸和液压系统以及其他高端液压产品、起重举升装备等。佳恒科技产品广泛应用于高铁、港口、轨道机械装备、矿产开发、路桥建设和城镇基础性建设行业。

佳恒科技采用订单式生产，销售模式包括现销和赊销，现销和赊销比例为 2:8，赊销付款周期一般为 3~4 个月。佳恒科技与供应商签订年度合同，由于钢材价格浮动较大，佳恒科技采用批次订单，现款交易的形式采购原材料。佳恒科技与客户签订年度销售合同，锁定价格区间，

如钢材价格浮动较大，佳恒液压将与客户重新签订补充合同。

2019—2021 年，佳恒科技汽车配件销售业务收入分别为 3.96 亿元、4.69 亿元和 4.58 亿元，业务收入波动增长，受 2021 年钢材价格上涨影响，业务毛利率有所下降。

采购集中度方面，2021 年，佳恒科技液压产品前五大供应商采购金额合计 1.49 亿元，占当年采购总额的 36.04%；液压产品销售金额前五大客户销售金额 1.67 亿元，占销售总额的 37.80%，上下游的集中度一般。

（5）建筑材料销售业务

2021 年，受益于汉江星公司的划入和传统贸易业务的开展，公司建筑材料销售业务收入大幅增长，业务毛利率有所下降，但仍以砂石开采及销售收入为主，业务毛利率保持在较高水平。

2021年，公司建材销售业务的运营主体新增汉江星公司和湖北裕中源供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）。公司建材销售业务收入主要分两类，一类主要来自汉江的砂石开采及销售收入，由于挖砂成本相对较低，该业务毛利率较高。一类为供应链公司于2021年开始开展的传统贸易业务，业务模式为按客户需求进行采购，并约定采购及销售价格以获取收益。传统贸易业务模式方面：铝锭、电解铜贸易结算主要采用先款后货，也有少量采用先货后款方式结算，物资在国企第三方仓库中进行交割，当月完成上下游的结算。煤炭贸易的货物在港口进行交割，公司先向供应商预付部分货款，收到下游货款后再支付给上游，当月完成上下游的结算。对于钢材业务，公司与上下游签订合同后，将物资运输至项目施工地，项目单位验收合格后，支付上游货款，下游客户在次月或者3个月内以银行存款或者银行承兑汇票支付公司货款。

2021年，公司建材销售收入4.57亿元，较上年增长71.80%。其中，供应链公司负责的传统贸易业务2021年收入为1.58亿元，但该业务毛利率水平低，导致建材销售业务毛利率较上年下降26.28个百分点，但业务毛利率仍维持在32.14%。公司建材销售前五大客户销售金额占销售总额的23.70%，集中度一般。

3. 未来发展

公司未来在承接及完成现有基础设施建设等任务的基础上，将拓展矿产品开发业务、自营房地产业务和香菇产业等，进一步实现多元化经营。对于矿产品开发业务，公司计划未来将优质矿产的采矿权分期吸收入公司，并推进石灰石、黄姜石、石英石、重晶石、绿松石等矿产品的开发生产工作。对于香菇产业业务，香菇产业作为十堰市精准扶贫的主导产业，公司作为产

业发展的主要载体，将加快推进香菇全产业链布局。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报表，2019和2020年财务报表由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）进行审计，2021年财务报表由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“北京兴华会所”）⁴进行审计，审计结论均为标准无保留意见。公司提供的2022年前三季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2019年，公司合并范围新增9家子公司，其中5家为公司设立，4家为划入取得；2020年，公司合并范围分别新增1家子公司（为郧诚建设，系公司收购取得）和减少1家子公司（系政府无偿划出，该子公司规模不大）。2021年，公司合并范围新增1家子公司（系划入取得）和减少2家子公司（系股权划出）。2022年1—9月，公司新增5家子公司，均为投资新设。截至2022年9月末，公司拥有合并范围内一级子公司8家。公司2021年合并范围新增的汉江星公司体量相对较大，对公司财务数据可比性有一定影响。

2. 资产质量

随着资产的注入和合并范围的扩大，公司的资产规模快速增长，其中以基础设施、土地整理开发成本和土地资产为主的存货和因政府注入采矿权和采砂权形成的无形资产占比大。整体看，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2019—2021年末，公司资产总额持续增长，年均复合增长51.59%，主要系收到政府注入采矿权、采砂权和合并范围扩大所致，公司资产结构以流动资产为主。

⁴ 为与公司控股股东城运集团审计服务机构保持一致且亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）服务期限已到期，公司于

2021年更换审计服务机构。

表 7 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	332.88	94.99	375.42	61.50	529.44	65.75	567.31	65.68
货币资金	10.34	2.95	7.84	1.28	10.34	1.28	20.83	2.41
其他应收款	3.99	1.14	18.62	3.05	13.39	1.66	25.18	2.92
存货	316.32	90.27	343.03	56.20	493.21	61.25	502.73	58.20
非流动资产	17.55	5.01	234.98	38.50	275.85	34.25	296.42	34.32
无形资产	0.40	0.11	208.62	34.18	225.38	27.99	243.76	28.22
其他非流动资产	2.08	0.59	8.46	1.39	20.22	2.51	19.07	2.21
资产总额	350.43	100.00	610.39	100.00	805.29	100.00	863.73	100.00

注：1. 上表中其他应收款含应收利息；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2019—2021 年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长 26.11%，主要系存货增长所致。

2019—2021 年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降 0.01%。截至 2021 年末，公司货币资金以银行存款为主，其中有 0.18 亿元受限资金，受限比例为 1.74%，规模较小，主要为履约保证金和质押的定期存单。

2019—2021 年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 83.09%。2020 年末，公司其他应收款大幅增长，主要系对汉江星公司的往来款大幅增长所致。截至 2021 年末，公司其他应收款较上年末下降 28.09%，主要系汉江星公司纳入合并范围后公司对其应收款项抵消所致。公司前五名其他应收款占其他应收款余额的 37.49%，集中度一般，账龄主要在 1 年以内（6.01 亿元）和 1~2 年（3.97 亿元）。公司对其他应收款计提坏账准备 2738.72 万元，计提比例为 1.99%。其中，公司对湖北斌阳实业有限公司（以下简称“斌阳实业”）的资产收购款，系公司与斌阳实业合作开发项目过程中产生的借款，斌阳实业会在项目产生盈利后于 3 年内逐步归还。

表 8 公司 2021 年末前五名其他应收款情况
（单位：万元）

名称	金额	款项性质	占比 (%)
十堰市郧阳区精准扶贫工作指挥部	17063.00	往来款	12.74
斌阳实业	14600.00	资产收购款	10.91

名称	金额	款项性质	占比 (%)
十堰市郧阳区谭家湾镇人民政府	6907.22	往来款	5.16
湖北兴裕置业发展有限公司	6628.96	往来款	4.95
郧县锦宏路桥工程有限责任公司	5000.00	其他	3.73
合计	50199.18		37.49

资料来源：公司提供

2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 24.87%。截至 2021 年末，公司存货较上年末增长 43.78%，主要系汉江星公司纳入合并范围及项目投入增长所致。同期末，公司存货主要由合同履行成本 349.63 亿元（主要是基础设施、土地整理开发成本）、开发产品 128.54 亿元（均为土地，其中账面价值为 1.43 亿元的土地资产尚未办理土地权证）、消耗性生物资产及其他 12.74 亿元（主要为经济林木和果木）构成，累计计提跌价准备 433.26 万元。

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 296.48%，主要系无形资产增长所致。

截至 2020 年末，公司无形资产较上年末大幅增加 208.22 亿元，主要系政府向公司注入采矿权和采砂权所致。截至 2021 年末，公司无形资产较上年末增长 8.03%，主要系公司通过招拍挂购入土地使用权所致，公司无形资产主要为采砂权 101.99 亿元、采矿权 106.80 亿元和土地使用权 16.55 亿元。

公司其他非流动资产主要为工程、设备预付款。2019—2021 年末，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长 211.94%，主要系公司工程预付款增长所致。

截至 2021 年末，公司受限资产账面价值为 131.73 亿元，占资产总额的 16.36%。其中，受限货币资金 0.18 亿元、存货 70.76 亿元、无形资产 58.77 亿元、投资性房地产 0.44 亿元和固定资产 1.58 亿元，主要为抵质押资产。整体看，公司资产受限比例一般。

截至 2022 年 9 月末，公司资产总额较上年末增长 7.26%，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

受益于资金、资产及股权注入，公司所有者权益规模持续增长，稳定性较强。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 51.14%。截至 2021 年末，公司所有者权益 557.10 亿元，较上年末增长 19.44%，主要系资本公积增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.45%，实收资本、

资本公积和未分配利润分别占 3.59%、92.13% 和 3.53%。

2019—2021 年末，公司实收资本保持稳定，为 20.00 亿元。同期，公司资本公积持续增长，年均复合增长 55.92%，主要系收到资金、资产及股权注入所致，增长原因详见“外部支持”部分。此外，2020 年及 2021 年，公司按照权益法确认持股公司的其他权益变动，并因股权（主要系城运集团股权划出）及资产划出等原因分别减少公司资本公积 0.36 亿元和 39.10 亿元。

截至 2022 年 9 月末，公司所有者权益规模较上年末增长 3.86%至 578.58 亿元，主要系 17.72 亿元矿权资产划入和 2.84 亿元货币资金注入⁵所致，所有者权益结构变化不大。公司所有者权益稳定性较强。

受融资规模增长及合并范围扩大的影响，公司全部债务规模大幅增长，但整体债务负担尚可。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 52.61%，负债结构相对均衡。

表 9 公司负债主要构成情况（单位：亿元）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	43.22	40.56	55.21	38.34	101.15	40.76	92.04	32.28
短期借款	1.35	1.27	1.74	1.21	3.89	1.57	9.29	3.26
应付账款	3.55	3.33	7.35	5.10	10.85	4.37	9.99	3.50
预收款项	16.38	15.37	23.72	16.47	*	0.00	0.01	0.00
其他应付款	17.19	16.13	13.47	9.35	29.73	11.98	32.40	11.36
一年内到期的非流动负债	3.74	3.51	6.90	4.79	21.98	8.86	23.75	8.33
合同负债	0.00	0.00	0.00	0.00	18.92	7.62	6.19	2.17
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	12.70	5.12	6.47	2.27
非流动负债	63.34	59.44	88.78	61.66	147.04	59.24	193.12	67.72
长期借款	39.72	37.28	47.22	32.79	76.55	30.84	81.49	28.58
应付债券	0.00	0.00	15.29	10.62	48.83	19.67	88.84	31.15
长期应付款	23.49	22.05	26.15	18.16	21.57	8.69	22.68	7.95
负债总额	106.56	100.00	143.98	100.00	248.19	100.00	285.16	100.00

注：1. 其他应付款包含应付利息和应付股利；2. 2021 年末，公司预收款项为 8.35 万元

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

⁵ 2022 年 1—9 月，公司减少对城运集团货币资金出资，相应减少资本公积 4.04 亿元。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 52.99%，2021 年末较上年末增幅较大，主要系 2021 年汉江星公司划入后各科目均有所增长所致。

2019—2021 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 69.75%。截至 2021 年末，公司短期借款以抵押借款（2.37 亿元）和保证借款（1.46 亿元）为主。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 74.75%。截至 2021 年末，公司应付账款主要为应付工程款和材料款，应付账款账龄以 1 年内为主。

2021 年，因预收账款结转至合同负债核算，公司预收款项大幅下降。截至 2021 年末，公司合同负债增至 18.92 亿元，主要为预收工程款。

2019—2021 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 31.51%。截至 2021 年末，公司其他应付款较上年末增长 120.72%，主要系公司业务规模扩大，开展业务时发生的往来款大幅增长所致。其他应付款主要为往来款、暂收款、暂借款等，往来对象主要是各类政府单位和区域内国企等。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 142.44%。截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款 13.06 亿元和一年内到期的长期应付款 6.95 亿元。

2021 年，公司新增其他流动负债，主要为公司发行的“21 十堰聚鑫 SCP001”和“21 十堰聚鑫 SCP002”。截至 2022 年 3 月末，公司已结清上述债项并发行“22 十堰聚鑫 SCP001”⁶，本报告已将有息部分调整至短期债务核算。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 52.36%，主要系长期借款及应付债券增长所致。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 38.82%。截至 2021 年末，公司长期借款主要为质押借款（35.49 亿元）和保证借

款（24.94 亿元）。

2020 年起，公司新增应付债券。截至 2021 年末，公司应付债券较上年末增加 33.54 亿元，系新发行债券所致。截至 2023 年 3 月 21 日，公司本部存续债券见下表。如考虑投资人全部选择回售情况，公司于 2023 年到期的债券余额为 27.40 亿元，存在一定的债券兑付压力。

表 10 截至 2023 年 3 月 21 日公司本部存续债券情况
(单位: 亿元)

债券简称	债券余额	发行期限	回售日	到期日
21 十堰聚鑫债 02/21 聚鑫 02	10.00	5+2 年	2026/11/15	2028/11/15
21 十堰聚鑫债 01/21 聚鑫 01	10.00	5+2 年	2026/02/01	2028/02/01
22 十堰 01	10.00	2+1 年	2024/04/08	2025/04/08
23 十堰 01	4.30	2 年	--	2025/03/01
22 十堰聚鑫 PPN001	5.00	2+1 年	2024/01/28	2025/01/28
21 十堰聚鑫 PPN001	6.00	2+1 年	2023/12/23	2024/12/23
20 十堰 01	10.00	3 年	--	2023/08/07
21 十堰 01	4.30	2+1 年	--	2024/02/04
20 十堰 02	1.40	2+1 年	--	2023/12/03
22 十堰聚鑫 SCP002	5.00	270 日	--	2023/07/06
23 十堰聚鑫 SCP001	5.00	270 日	--	2023/10/13
合计	71.00	--	--	--

注：公司部分债券附提前偿还条款及回售条款，表格中仅列示债券回售日

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

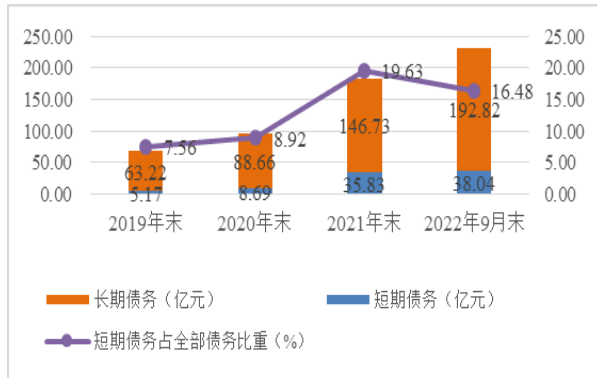
2019—2021 年末，公司长期应付款波动下降，年均复合下降 4.18%。截至 2021 年末，公司长期应付款主要为融资租赁等借款，本报告中已将有关息部分调整至长期债务核算。

截至 2022 年 9 月末，公司负债总额较上年末增长 14.89%，主要系融资规模继续扩大，应付债券有所增长所致。

有息债务方面，2019—2021 年末，受公司融资规模扩大及合并范围增加影响，公司全部债务持续增长，年均复合增长 63.39%。从债务指标来看，由于 2020 年公司收到资产注入使得所有者权益大幅增长，2019—2021 年末，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均波动增长。

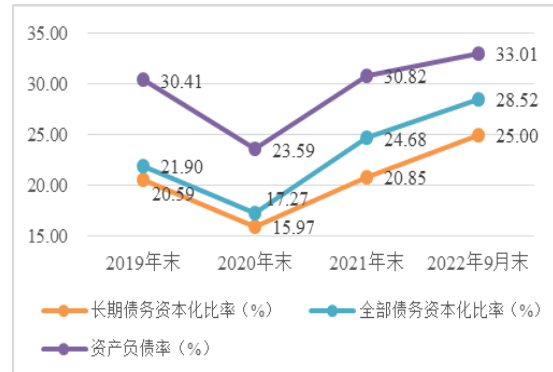
⁶ “22 十堰聚鑫 SCP001”已于 2022 年 10 月结清。

图1 公司债务结构情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图2 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

截至2022年9月末，公司全部债务较上年末增长26.45%，其中短期债务占16.48%，长期债务占83.52%，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至2022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33.01%、28.52%和25.00%，较上年末均有所提高。整体看，公司债务负担尚可。

从债务到期分布看，截至2022年9月末，公司将于2023年和2024年到期的债务规模分别为46.78亿元和32.31亿元，2023年面临一定的集中偿付。

4. 盈利能力

随着业务规模以及合并范围扩大，公司营业总收入及营业成本持续快速增长，政府补助对公司利润总额有一定的贡献，公司盈利能力尚可。

2019—2021年，公司营业总收入及营业成本均持续增长，年均复合增长74.20%和99.34%。公司利润总额持续增长，营业利润率持续下降。

表11 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
营业总收入	14.22	22.69	43.16	45.73
营业成本	8.92	16.22	35.45	38.79
期间费用	1.30	1.72	2.91	2.69
其他收益	0.88	0.85	1.77	1.38
利润总额	4.70	6.01	6.80	5.53

7 期间费用=销售费用+管理费用+研发费用+财务费用

营业利润率 (%)	35.35	27.60	17.00	14.50
总资本收益率 (%)	1.29	0.90	0.77	--
净资产收益率 (%)	1.56	1.00	0.95	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从期间费用⁷看，2019—2021年，公司期间费用持续增长，年均复合增长49.53%。2019—2021年，公司期间费用占营业总收入的比重分别为9.15%、7.59%和6.74%，公司费用控制能力尚可。

2019—2021年，公司能够持续收到政府补助，计入“其他收益”。政府补助分别占利润总额的18.73%、14.07%和26.04%，政府补助对公司的利润总额有一定贡献。

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续下降。公司整体盈利能力尚可。

2022年1—9月，公司实现营业总收入45.73亿元，实现利润总额5.53亿元。

5. 现金流

受益于业务回款情况良好，公司现金收入实现质量高，经营活动现金维持净流入。公司工程项目投资支出规模较大，投资活动现金持续较大规模净流出。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来仍将面临较大的外部融资需求。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	21.77	26.12	56.14	54.84
经营活动现金流出小计	19.71	25.97	47.46	42.11
经营活动现金流量净额	2.06	0.15	8.68	12.73
投资活动现金流入小计	0.22	0.07	3.24	0.08
投资活动现金流出小计	36.72	25.71	67.10	35.12
投资活动现金流量净额	-36.50	-25.64	-63.86	-35.04
筹资活动现金流入小计	44.64	48.46	98.96	94.53
筹资活动现金流出小计	7.98	25.62	41.21	62.20
筹资活动现金流量净额	36.66	22.84	57.75	32.32
现金收入比（%）	120.64	108.75	115.88	72.96

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从经营活动来看，公司经营活动现金流入主要来自各板块业务回款、政府补贴款及往来款收入，公司经营活动现金流出主要为各板块业务经营支出及往来款支出。2019—2021 年，受合并范围扩大及业务扩展影响，公司经营活动现金流入量及流出量均持续增长。同期，受益于业务回款情况良好，公司现金收入实现质量高，经营活动现金持续净流入。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入量规模小，2021 年主要为子公司划入后转入的货币资金。投资活动现金流出主要系项目建设投资支出的资金，主要核算建设周期较长的工程项目及自营项目的投资支出款项。2019—2021 年，公司投资活动现金持续净流出，受汉江星公司划入导致购置土地及支付工程预付款规模进一步扩大影响，公司投资活动现金净流出规模 2021 年大幅增长。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要来自获得的资金注入和外部融资，筹资活动现金流出主要为偿还借款本金及利息形成的资金流出。2019—2021 年，公司筹资活动现金流入量及流出量均持续增长，筹资活动现金持续大规模净流入。

2022 年 1—9 月，公司经营活动现金继续净流入；公司投资活动现金净流出，主要系土地整治业务和工程业务投入所致；公司筹资活动现金

净流入。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司未来仍将面临较大的外部融资需求。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现一般。公司或有负债风险可控，间接融资渠道通畅。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2019 年 (末)	2020 年 (末)	2021 年 (末)	2022 年 9 月(末)
短期 偿债 指标	流动比率（%）	770.25	680.02	523.41	616.38
	速动比率（%）	38.31	58.66	35.82	70.17
	现金短期债务比（倍）	2.04	0.92	0.29	0.56
长期 偿债 指标	EBITDA（亿元）	5.08	6.64	7.72	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.47	14.66	23.64	--
	EBITDA/利息支出倍数（倍）	2.31	1.68	0.75	--

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，2019—2021 年末，公司流动比率和现金短期债务比持续下降，速动比率波动下降，剔除受限资金后的现金类资产对短期债务比值为 0.54 倍。截至 2022 年 9 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较上年末均有所提升。整体看，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 和全部债务/EBITDA 持续上升，EBITDA 利息倍数持续下降。整体看，公司长期偿债指标表现一般。

截至 2022 年 9 月末，公司对外担保金额合计 11.13 亿元，担保比率（截至 2022 年 9 月末所有者权益 578.58 亿元）为 1.92%，包括对区域内国企湖北十堰昊朔新能源科技有限公司 4.74 亿元、城运集团 1.04 亿元、十堰空港建设发展有限公司 1.80 亿元、十堰展程建设开发有限公司 0.90 亿元的对外担保，及公司参股民营企业斌阳实业 2.65 亿元的对外担保。截至 2023 年 3 月 21 日，上述企业均未被列入被执行人名单。公司或有负债风险可控。

截至 2022 年末，公司合并口径银行授信额度为 231.13 亿元，尚未使用额度为 100.72 亿元，公司间接融资渠道通畅。

截至 2023 年 3 月 7 日，公司不存在金额超过 500 万元的重大被诉讼事项。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产和所有者权益占合并口径比重重大，主要业务运营及融资工作由子公司承担。公司本部债务负担尚可，但短期偿债压力大。

公司主要业务运营及融资工作由子公司承担，公司通过向子公司委派股东代表，推举董事、监事人选及财务、投融资等方面制定管理制度对子公司进行管控。截至 2021 年末，公司本部资产占合并口径的 74.96%，所有者权益占合并口径的 86.83%。

截至 2021 年末，公司本部负债总额 119.88 亿元（占合并口径 48.30%），较上年末增长 145.17%。从构成看，流动负债主要由其他应付款、合同负债和其他流动负债构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。截至 2021 年末，公司本部全部债务 64.88 亿元（占合并口径 35.54%），全部债务资本化比率为 11.83%，债务负担尚可。

2021 年，公司本部营业总收入为 10.37 亿元（占合并口径 24.04%），利润总额为 2.34 亿元。

截至 2022 年 9 月末，公司本部资产占合并口径的 72.26%，公司本部所有者权益占合并口径的 83.81%。同期，公司本部全部债务为 74.36 亿元（占合并口径 32.21%），其中短期债务为 9.40 亿元，现金短期债务比为 0.02 倍，短期偿债指标表现弱。

2022 年 1—9 月，公司本部营业总收入 8.01 亿元，利润总额 2.04 亿元。

九、外部支持

公司在资金和资产注入、股权注入和政府补助方面等方面持续得到有力的外部支持。

1. 资金和资产注入

2019 年，公司及子公司收到郧阳区财政局及十堰市郧阳区交通运输局拨付的资金，及划入的郧阳区篮球馆等资产，合计增加公司资本公积

13.98 亿元。

2020 年，十堰市国资委出具文件，将大理岩矿采矿权注入公司下属子公司，评估价值合计 106.05 亿元，相应增加公司资本公积。十堰市人民政府出具文件，将部分河道的采砂权注入公司下属子公司，评估价值合计 101.59 亿元，计入公司资本公积。郧阳区人民政府出具文件，向公司划拨郧阳区茶店镇蔡家岭村商业、居住用地，价值 3.21 亿元，公司相应增加资本公积。

2020 年，郧阳区财政局对公司及子公司注入财政资金，合计 6.28 亿元，公司计入资本公积。

2021 年，公司及子公司收到拨入的财政资金、存量债务置换资金等合计 48.73 亿元，计入“资本公积”。

2021 年，公司收到沧浪山林权和林地资产，增加公司“资本公积”18.07 亿元。

2022 年 1—9 月，公司收到十堰市国资委注入 17.72 亿元庙坪矿权，同期，公司收到郧阳区财政局注入货币资金 2.84 亿元，均增加“资本公积”。

2. 股权注入

2019 年，公司收到无偿注入的十堰市昌欣生态修复有限公司 30.00% 股权、十堰市郧阳区汉江砂石有限公司 100.00% 股权等，合计增加公司资本公积 0.99 亿元。

2021 年，公司收到无偿划入汉江星公司等子公司股权，合计增加公司“资本公积”48.73 亿元。

3. 政府补助

2019—2021 年和 2022 年 1—9 月，公司分别获得政府补助 0.88 亿元、0.85 亿元、1.77 亿元和 1.38 亿元，均计入“其他收益”。

十、本期中票偿还能力分析

1. 本期中票的发行对公司债务的影响

本期中票的发行对公司债务规模及结构影响一般。

公司本期中票发行规模为 5.00 亿元，分别占公司 2022 年 9 月末长期债务和全部债务的 2.59%和 2.17%，对公司债务规模及结构影响一般。

以 2022 年 9 月末财务数据为基础，本期中票发行后，在其他因素不变的情况下，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分别由 33.01%、28.52%和 25.00%上升至 33.40%、28.96%和 25.48%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中票拟用于偿还公司债务融资工具本金，实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中票偿还能力分析

以发行额度 5.00 亿元进行测算，本期中票发行后，截至 2022 年 9 月末，公司发行后长期债务为 197.82 亿元，2021 年公司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下表所示。

表 14 本期中票偿还能力测算

项目	指标值
发行后长期债务（亿元）	197.82
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.28
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.04
发行后长期债务/EBITDA（倍）	25.62

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中票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数据整理

十一、担保方分析

本期中票由城运集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。城运集团的担保范围包

括本期中票本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

1. 担保方概况

城运集团成立于 2016 年 7 月，截至 2022 年 9 月末，城运集团注册资本和实收资本均为 30.00 亿元，十堰市国资委为城运集团唯一股东和实际控制人。城运集团主要开展基础设施建设、土地整治、工程施工、房地产开发、建筑材料销售、菌类销售和汽车配件销售等业务。截至 2022 年 9 月末，城运集团纳入合并范围的一级子公司共 3 家。截至 2022 年 9 月末，城运集团本部设经营管理部、战略发展部、财务管理部、资产管理部和审计法务部等部门（室）。

城运集团注册地址：湖北省十堰市高新区十堰大道 45 号；法定代表人：贾毅。

2. 担保方经营概况

2019—2021 年，城运集团营业总收入持续增长，综合毛利率持续下降。

2019—2021 年，城运集团营业总收入持续增长，土地整治及出让、工程和建筑材料销售业务为城运集团主要的收入来源。其中，随着土地整治和基础设施代建业务结算量增加以及 2021 年汉江星公司纳入合并范围，土地整治及出让收入和基础设施代建收入逐年增长。由于 2020 年城运集团并购郧诚建设以及结算的工程量增加，城运集团工程施工收入逐年增长。建筑材料销售收入波动增长，2021 年增长较多主要系新增传统供应链贸易业务所致。

表 15 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月城运集团营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地整治及出让	1.34	9.45	44.68	4.84	21.32	27.51	10.93	23.62	20.31	9.32	19.51	19.60
工程业务	3.70	25.99	23.62	7.93	34.96	16.85	22.46	48.54	18.64	18.52	38.75	20.55
其中：基础设施代建	3.67	25.82	23.48	4.54	20.00	23.95	17.20	37.17	20.92	13.36	27.96	20.40
工程施工	0.02	0.17	44.88	3.39	14.96	7.35	5.26	11.37	11.18	5.16	10.80	20.90

建筑材料销售	2.97	20.90	64.68	2.66	11.72	58.42	4.57	9.88	32.14	12.20	25.54	6.01
房地产开发	0.84	5.89	-0.92	0.80	3.54	7.59	0.94	2.04	-49.64	1.87	3.92	8.67
汽车配件	3.96	27.84	21.80	4.69	20.65	20.18	4.58	9.89	11.49	2.43	5.09	8.62
土地整治代理	0.62	4.35	100.00	0.65	2.86	100.00	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
销售有机肥及其他业务	0.41	2.85	36.94	0.65	2.87	38.02	1.03	2.23	20.53	0.90	1.89	34.00
运输业务	0.00	0.00	--	0.03	0.13	20.60	0.05	0.10	45.02	0.04	0.09	36.71
菌类销售	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	1.03	2.23	11.51	1.02	2.13	18.91
供水相关业务	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--	0.26	0.56	2.45	0.46	0.96	2.47
其他	0.39	2.73	72.37	0.44	1.96	77.34	0.42	0.91	72.53	1.01	2.12	30.70
合计	14.22	100.00	37.26	22.69	100.00	28.53	46.28	100.00	18.58	47.78	100.00	15.85

注：合计数与各分项之和不等，系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据城运集团提供数据整理

毛利率方面，2019—2021年，城运集团主营业务毛利率持续下降，主要系工程业务及土地整治及出让业务毛利率下降及占比提升所致。

2022年1—9月，城运集团营业总收入为2021年全年的103.24%，毛利率较2021年变化不大。

3. 担保方财务分析

(1) 担保方财务概况

城运集团提供了2019—2021年度模拟合并财务报表，北京兴华会所对上述财务报表进行审计，审计结论均为标准无保留意见。城运集团2022年前三季度财务数据未经审计。上述模拟合并财务报表系根据城运集团获得公司股权划转文件的要求，并假设股权划转事项在2018年12月31日已完成，且本次重组已获得相关的股东、政府批准。2021年1月1日起，城运集团会计政策发生变化，执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则；会计估计未发生变更。

合并范围方面，2019年，城运集团合并报表范围新增9家子公司，其中5家为股权划转取得，3家为投资设立，1家为非同一控制下企业合并取得；2020年，城运集团合并范围新增1家子公司，为非同一控制下企业合并取得，减少1家子公司，为股权划出；2021年，城运集团新增3家子公司，均为股权划转取得；减少1家子公司，为股权划出。2021年纳入合并范围的汉江星公司规模相对较大，对城运集团财务数据可比性有一定影响。2022年1—9月，城运集团新

增一级子公司两家，其中十堰云灏大数据科技有限公司尚未实际开展运营。

(2) 担保方资产质量

随着项目的投入和合并范围的扩大，城运集团资产规模持续大幅增长，整体看，城运集团资产质量一般。

2019—2021年末，城运集团资产总额持续大幅增长，年均复合增长60.98%，主要由存货和无形资产构成。

2019—2021年末，城运集团存货持续增长，年均复合增长29.33%，主要系汉江星公司纳入合并范围及项目持续投入所致。截至2021年末，城运集团存货主要由合同履约成本364.99亿元（主要是基础设施和土地整理开发成本）、开发产品149.02亿元（均为土地，主要是商服和住宅用地）、消耗性生物资产及其他12.75亿元（主要为经济林木和果木）构成，累计计提跌价准备433.26万元。

2019—2021年末，城运集团无形资产持续增长。2020年末，城运集团无形资产较上年末大幅增长，主要系政府向城运集团注入采矿权和采砂权所致。截至2021年末，城运集团无形资产较上年末增长39.81%，主要系城运集团通过招拍挂购入土地使用权以及获得政府注入的林权和林地资产所致，无形资产主要由土地使用权（占28.40%）、采砂资源特许经营权（占34.97%）和采矿资源特许经营权（占36.62%）构成。

截至2022年9月末，城运集团资产总额较上年末增长6.12%，资产结构较上年末变化不大。

截至 2022 年 9 月末，城运集团受限资产合计 142.07 亿元，占资产总额的比重为 14.47%，资产受限明细见下表。

表 16 截至 2022 年 9 月末城运集团资产受限情况

项目	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例 (%)	受限原因
货币资金	0.66	0.07	用于借款抵押
存货	80.58	8.36	用于借款抵押
投资性房地产	0.48	0.05	用于借款抵押
固定资产	1.57	0.16	用于借款抵押
无形资产	58.77	6.10	用于借款抵押
合计	142.07	14.47	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：城运集团提供

(3) 担保方资本结构

城运集团所有者权益持续增长，稳定性较强。城运集团全部债务规模持续快速增长，整体债务负担尚可。

2019—2021 年末，城运集团所有者权益持续增长，年均复合增长 64.89%。截至 2021 年末，城运集团所有者权益主要由实收资本（占 4.53%）、资本公积（占 92.96%）和未分配利润（占 2.03%）构成。截至 2021 年末，城运集团实收资本较上年末增加 29.46 亿元，主要系将资本公积转增实收资本所致。2019—2021 年末，城运集团资本公积年均复合增长 60.63%，主要系收到资金、资产及股权注入所致。

截至 2022 年 9 月末，城运集团所有者权益 687.57 亿元，较上年末增长 3.83%，所有者权益结构变化不大。城运集团所有者权益稳定性较强。

2019—2021 年末，城运集团负债总额持续增长，年均复合增长 51.70%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款、长期应付款和应付债券构成。

2019—2021 年末，城运集团其他应付款波动增长，年均复合增长 15.61%，主要系往来款大幅增长所致。其他应付款主要为往来款、暂收款、暂借款等，往来对象主要是各类政府单位和区域内国企等。

2019—2021 年末，城运集团一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 142.55%。

截至 2021 年末，城运集团一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款（占 59.47%）、一年内到期的应付债券（占 8.19%）和一年内到期的长期应付款（占 31.59%）构成。

2019—2021 年末，城运集团长期借款持续增长，年均复合增长 39.64%。截至 2021 年末，城运集团长期借款主要由质押借款（占 32.20%）和保证借款（占 46.91%）。

截至 2021 年末，城运集团应付债券较上年末增长 219.41%，主要系新发行债券所致。

2019—2021 年末，城运集团长期应付款波动下降，年均复合下降 4.13%。截至 2021 年末，城运集团长期应付款较上年末下降 17.32%，主要系重分类至一年内到期的非流动负债所致。城运集团长期应付款主要是融资租赁款和非金融机构借款。本报告将城运集团长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

2019—2021 年末，城运集团全部债务持续快速增长，年均复合增长 63.94%。从债务指标上看，受债务规模扩大和所有者权益增长综合作用，城运集团资产负债率波动下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动增长。

截至 2022 年 9 月末，城运集团负债总额较上年末增长 12.28%，主要系短期借款、长期借款和应付债券增长所致。

截至 2022 年 9 月末，城运集团全部债务 232.20 亿元，较上年末增长 26.34%，主要系新增应付债券所致。截至 2022 年 9 月末，城运集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 28.65%、25.25%和 22.02%。城运集团整体债务负担尚可。

(4) 担保方盈利能力

2019—2021 年，城运集团营业总收入和利润总额持续增长，政府补助对城运集团利润总额有一定贡献，整体盈利能力尚可。

2019—2021 年，城运集团营业总收入持续大幅增长，年均复合增长 80.39%，营业成本同趋势变动，年均复合增长 105.50%。同期，城运集团营业利润率持续下降。

从期间费用⁸看, 2019—2021 年, 城运集团期间费用持续增长, 年均复合增长 51.66%, 期间费用占营业总收入的比重分别为 9.15%、7.59%和 6.47%。综合来看, 城运集团费用控制能力一般。

城运集团其他收益全部为政府补助, 2019—2021 年, 其他收益占利润总额的比重分别为 18.77%、14.07%和 23.40%, 政府补助对利润总额有一定贡献。

从盈利指标看, 2019—2021 年, 城运集团总资本收益率和净资产收益率均持续下降。2021 年, 城运集团总资本收益率和净资产收益率分别为 0.74%和 0.89%。总体看, 城运集团整体盈利能力尚可。

2022 年 1—9 月, 城运集团实现营业总收入 47.78 亿元, 利润总额为 5.63 亿元。

(5) 担保方现金流

城运集团经营活动现金流维持净流入状态, 收入实现质量高; 投资活动现金流持续净流出; 随着在建和拟建项目的推进, 城运集团存在较大的筹资需求。

表 17 城运集团现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	21.77	28.25	61.84	56.73
经营活动现金流出小计	19.71	28.09	54.85	48.37
经营活动现金流量净额	2.06	0.15	6.99	8.36
投资活动现金流入小计	0.22	0.07	3.24	0.08
投资活动现金流出小计	36.72	25.71	62.59	31.08
投资活动现金流量净额	-36.50	-25.64	-59.34	-31.00
筹资活动现金流入小计	44.64	48.46	99.89	94.80
筹资活动现金流出小计	7.98	25.62	44.79	62.22
筹资活动现金流量净额	36.66	22.84	55.11	32.58
现金收入比 (%)	120.64	108.75	120.58	74.12

资料来源: 联合资信根据城运集团财务数据整理

从经营活动看, 2019—2021 年, 城运集团经营活动现金流入量持续增长, 年均复合增长 68.56%; 城运集团经营活动现金流出量同趋势变化, 年均复合增长 66.83%。同期, 城运集团经营活动现金流持续净流入, 整体收入实现质量高。

从投资活动看, 2019—2021 年, 受土地整治及工程项目投入计入投资活动现金流出影响, 投资活动现金流持续净流出。2021 年, 汉江星公司划入导致购置土地及支付工程预付款规模进一步扩大, 城运集团投资活动现金净流出规模大幅增长。

从筹资活动来看, 2019—2021 年, 城运集团筹资活动现金流入量持续增长, 年均复合增长 49.59%, 主要为获得的资金注入、取得银行借款和发行债券收到的现金等; 筹资活动现金流出量持续增长, 年均复合增长 136.90%, 主要为偿还债务本息支付的现金。同期, 城运集团筹资活动现金保持净流入, 未来随着城运集团项目建设的持续投入, 外部融资需求大。

2022 年 1—9 月, 城运集团经营活动和筹资活动现金流保持净流入, 投资活动现金流保持净流出。

(6) 担保方偿债指标

城运集团短期偿债指标表现尚可, 长期偿债指标表现一般, 间接融资渠道通畅, 城运集团或有负债风险可控。

表 18 城运集团偿债指标

项目	项目	2019 年 (末)	2020 年	2021 年	2022 年 9 月 (末)
短期偿债指标	流动比率 (%)	770.25	680.02	578.25	736.19
	速动比率 (%)	38.31	58.66	36.58	79.90
	现金短期债务比 (倍)	2.04	0.92	0.29	0.56
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	5.07	6.64	8.53	--
	全部债务/EBITDA (倍)	13.50	14.65	21.55	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	2.31	1.68	0.82	--

资料来源: 联合资信根据城运集团财务数据整理

从短期偿债指标看, 2019—2021 年末, 城运集团流动比率和现金短期债务比持续下降, 速动比率波动下降。截至 2022 年 9 月末, 流动比率、速动比率和现金短期债务比均较上年末有所上升, 剔除受限资金后现金短期债务比为 0.54 倍, 城运集团短期偿债指标表现尚可。

⁸ 期间费用=销售费用+管理费用+研发费用+财务费用

从长期偿债指标看，2019—2021 年，城运集团 EBITDA 持续上升，EBITDA 利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA 持续上升。整体看，城运集团长期偿债指标表现一般。

银行授信方面，截至 2022 年 9 月末，城运集团银行授信额度 228.13 亿元，尚未使用授信额度为 99.02 亿元。城运集团间接融资渠道通畅。

截至 2022 年 9 月末，城运集团对外担保余额为 10.09 亿元，为同期末所有者权益的 1.47%。其中，被担保方斌阳实业为民营控股企业（城运集团参股），其余被担保方为国有企业。整体看，城运集团或有负债风险可控。

表 19 截至 2022 年 9 月末城运集团对外担保情况

被担保单位	担保余额（亿元）
湖北斌阳实业有限公司	2.65
十堰展程建设开发有限公司	0.90
十堰空港建设发展有限公司	1.80
湖北十堰昊新新能源科技有限公司	4.74
合计	10.09

资料来源：城运集团提供

截至 2023 年 3 月 20 日，城运集团及子公司不存在金额超过 500 万元的重大被诉讼事项。

根据城运集团提供的《企业信用报告》（中征码：4203210000289977），截至 2023 年 3 月 8 日，城运集团本部无已结清和未结清关注类和不良类信贷信息记录。

根据城运集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，城运集团无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2023 年 4 月 6 日，联合资信未发现城运集团被列入全国失信被执行人名单。

4. 担保方外部支持

城运集团及下属子公司在资金及资产注入、股权划拨和政府补助等方面获得了有力的外部支持。

（1）资金注入

资金注入方面，2019—2021 年和 2022 年 1

—9 月，城运集团及下属子公司收到拨入的财政资金、存量债务置换资金等资金 13.97 亿元、6.28 亿元、48.73 亿元和 3.16 亿元，计入“资本公积”。

（2）资产注入⁹

资产注入方面，2020 年，十堰市国资委将大理岩矿采矿权注入城运集团下属子公司，评估价值合计 106.05 亿元；十堰市人民政府将汉江等河道的采砂权注入城运集团下属子公司，评估价值合计 101.59 亿元；郧阳区人民政府向城运集团划拨郧阳区茶店镇蔡家岭村商业、居住用地，价值 3.21 亿元，城运集团相应增加资本公积。

2021 年，城运集团和下属子公司收到十堰市国资委无偿划转的沧浪山、伏山和大佛山林场的林权和林地资产，合计增加城运集团“资本公积”84.06 亿元，对应资产计入“无形资产”。

2022 年 1—9 月，城运集团收到政府划入的大理岩矿权资产 17.72 亿元，计入“资本公积”。

（3）股权划拨

2021 年末，城运集团进行了股权整合，十堰市国资委将其持有的公司 98.50%股权无偿划转至城运集团，城运集团职能定位进一步明确，规模进一步增加。

股权注入方面，2021 年，城运集团收到郧阳区人民政府无偿划入的汉江星公司 100%股权、十堰市郧阳区城乡规划设计院有限公司 100%股权，合计增加“资本公积”56.03 亿元。

（4）政府补助

2019—2021 年和 2022 年 1—9 月，城运集团分别收到政府补助 0.88 亿元、0.85 亿元、1.77 亿元和 1.38 亿元，计入“其他收益”。

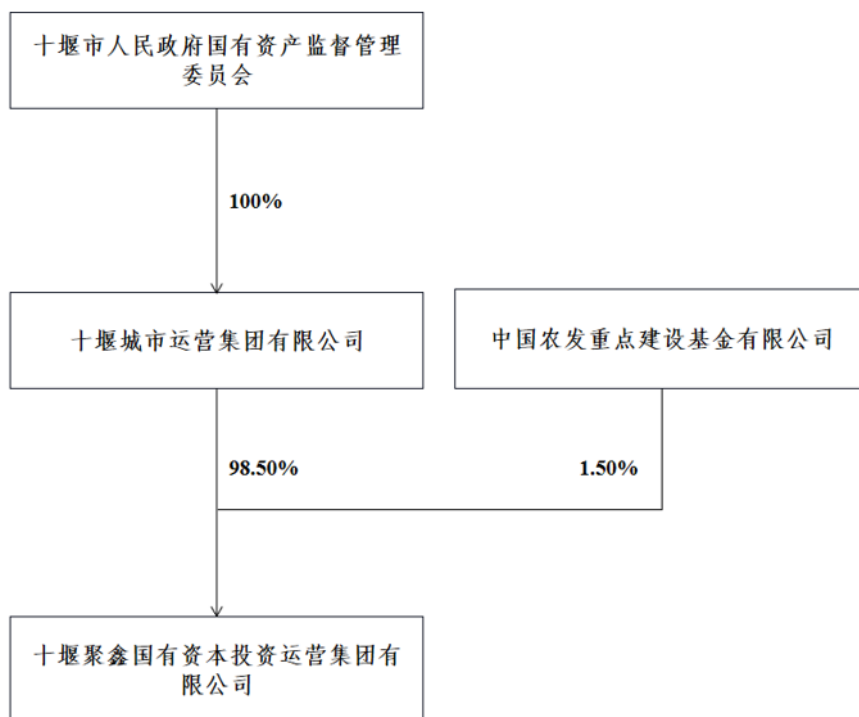
综合评估，城运集团主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

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，本期中票信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

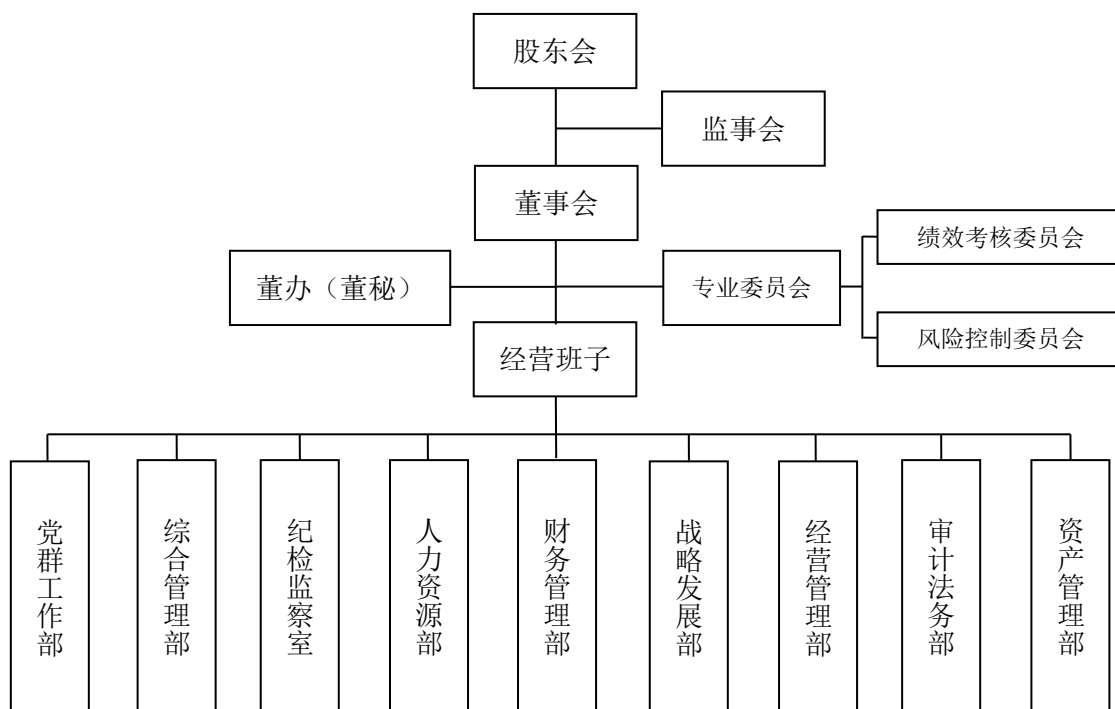
⁹ 城运集团部分金额较小的资产和股权注入事项未在此处列示。

附件 1-1 截至 2022 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年末公司组织结构图



资料来源：公司提供

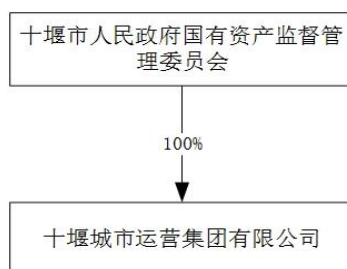
附件 1-3 截至 2022 年 9 月末公司一级子公司情况

企业名称	业务性质	持股比例 (%)
十堰聚鑫高新产业投资开发有限公司	城市建设	100.00
十堰聚鑫文旅集团有限公司	租赁和商务服务业	100.00
十堰聚鑫城乡建设发展投资集团有限公司	商务服务业	100.00
十堰聚鑫建工集团有限公司	工程建设	100.00
十堰聚鑫产业投资集团有限公司	市政工程及资产管理	100.00
湖北佳恒液压(集团)有限公司	制造业	51.00
十堰聚鑫生态建设集团有限公司	水利、环境和公共设施管理业	100.00
十堰聚佳智造科技有限公司	制造业	51.79

注：2022 年 12 月，十堰聚鑫高新产业投资开发有限公司变为二级子公司

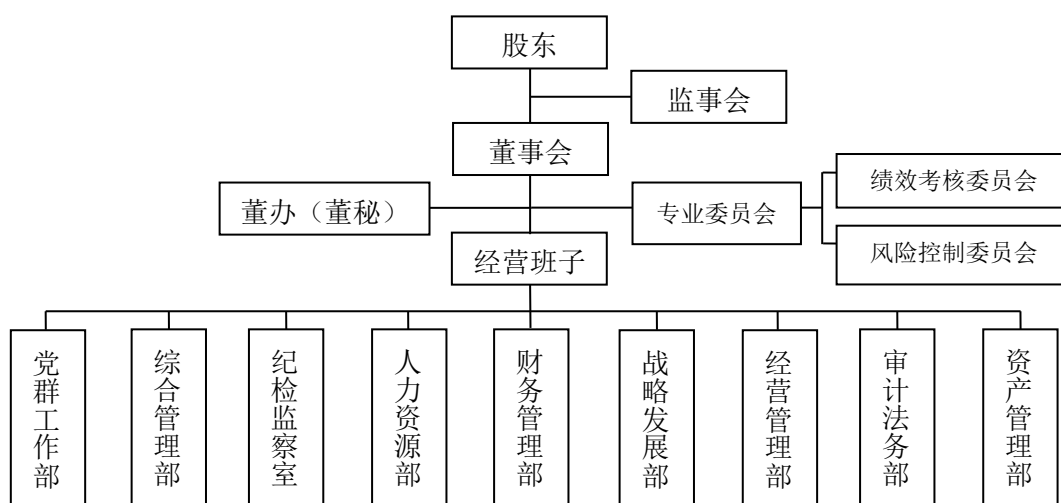
资料来源：公司提供

附件 2-1 截至 2022 年 9 月末城运集团股权结构图



资料来源：城运集团提供

附件 2-2 截至 2022 年 9 月末城运集团组织结构图



资料来源：城运集团提供

附件 2-3 截至 2022 年 9 月末城运集团主要子公司情况

子公司名称	子公司级次	持股比例（%）	
		直接	间接
十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司	一级	98.50	--
十堰聚鑫城乡建设发展投资集团有限公司	二级	--	100.00
十堰聚鑫文旅集团有限公司	二级	--	100.00
十堰聚鑫高新产业投资开发有限公司	二级	--	100.00
十堰聚鑫产业投资集团有限公司	二级	--	100.00
十堰聚鑫建工集团有限公司	二级	--	100.00
十堰聚鑫生态建设集团有限公司	二级	--	100.00
十堰聚佳智造科技有限公司	二级	--	51.79
湖北佳恒液压（集团）有限公司	二级	--	51.00
兴鄂企业管理咨询（深圳）有限公司	一级	100.00	--
十堰云灏大数据科技有限公司	一级	100.00	--

注：1. 间接持股比例系公司对相应子公司的持股比例；2. 2022 年 12 月，十堰云灏大数据科技有限公司变为二级子公司
资料来源：城运集团提供

附件 3-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.53	8.01	10.35	21.13
资产总额（亿元）	350.43	610.39	805.29	863.73
所有者权益（亿元）	243.87	466.41	557.10	578.58
短期债务（亿元）	5.17	8.69	35.83	38.04
长期债务（亿元）	63.22	88.66	146.73	192.82
全部债务（亿元）	68.39	97.34	182.56	230.86
营业总收入（亿元）	14.22	22.69	43.16	45.73
利润总额（亿元）	4.70	6.01	6.80	5.53
EBITDA（亿元）	5.08	6.64	7.72	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	0.15	8.68	12.73
财务指标				
现金收入比（%）	120.64	108.75	115.88	72.96
营业利润率（%）	35.35	27.60	17.00	14.50
总资本收益率（%）	1.29	0.90	0.77	--
净资产收益率（%）	1.56	1.00	0.95	--
长期债务资本化比率（%）	20.59	15.97	20.85	25.00
全部债务资本化比率（%）	21.90	17.27	24.68	28.52
资产负债率（%）	30.41	23.59	30.82	33.01
流动比率（%）	770.25	680.02	523.41	616.38
速动比率（%）	38.31	58.66	35.82	70.17
经营现金流动负债比（%）	4.76	0.28	8.59	--
现金短期债务比（倍）	2.04	0.92	0.29	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	1.68	0.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.47	14.66	23.64	--

注：1. 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. 公司长期应付款中的有息债务已计入债务核算，其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算；3. 2022 年前三季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3-2 公司主要财务数据及指标（本部口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	0.12	0.78	2.31	0.23
资产总额（亿元）	235.75	480.92	603.62	624.09
所有者权益（亿元）	213.38	432.02	483.74	484.92
短期债务（亿元）	0.99	3.22	12.73	9.40
长期债务（亿元）	7.02	24.95	52.15	64.97
全部债务（亿元）	8.01	28.17	64.88	74.36
营业总收入（亿元）	2.00	5.25	10.37	8.01
利润总额（亿元）	1.07	2.04	2.34	2.04
EBITDA（亿元）	1.29	2.05	2.73	--
经营性净现金流（亿元）	0.64	4.51	7.65	2.88
财务指标				
现金收入比（%）	165.08	116.08	166.55	51.52
营业利润率（%）	46.35	32.19	22.43	21.45
总资本收益率（%）	0.49	0.36	0.40	--
净资产收益率（%）	0.40	0.38	0.37	--
长期债务资本化比率（%）	3.19	5.46	9.73	11.81
全部债务资本化比率（%）	3.62	6.12	11.83	13.30
资产负债率（%）	9.49	10.17	19.86	22.30
流动比率（%）	1122.37	813.53	279.27	275.59
速动比率（%）	2.07	76.20	30.97	55.82
经营现金流动负债比（%）	4.19	18.85	11.30	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.24	0.18	0.02
EBITDA 利息倍数（倍）	4.90	3.23	0.85	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.23	13.77	23.76	--

注：1. 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. 公司本部长期应付款中的有息债务已计入债务核算，其他应付款和其他流动负债中的有息债务纳入短期债务核算；3. 公司本部 2022 年前三季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化
 资料来源：联合资信根据公司本部财务数据整理

附件 4 城运集团主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.53	8.01	10.53	21.22
资产总额（亿元）	350.43	610.39	908.15	963.69
所有者权益（亿元）	243.57	466.11	662.22	687.57
短期债务（亿元）	5.17	8.69	35.85	38.04
长期债务（亿元）	63.22	88.58	147.94	194.16
全部债务（亿元）	68.39	97.27	183.79	232.20
营业总收入（亿元）	14.22	22.69	46.28	47.78
利润总额（亿元）	4.69	6.01	7.59	5.63
EBITDA（亿元）	5.07	6.64	8.53	--
经营性净现金流（亿元）	2.06	0.15	6.99	8.36
财务指标				
现金收入比（%）	120.64	108.75	120.58	74.12
营业利润率（%）	35.35	27.60	17.73	15.19
总资本收益率（%）	1.29	0.90	0.74	--
净资产收益率（%）	1.56	1.00	0.89	--
长期债务资本化比率（%）	20.61	15.97	18.26	22.02
全部债务资本化比率（%）	21.92	17.27	21.72	25.25
资产负债率（%）	30.49	23.64	27.08	28.65
流动比率（%）	770.25	680.02	578.25	736.19
速动比率（%）	38.31	58.66	36.58	79.90
经营现金流动负债比（%）	4.76	0.28	7.15	--
现金短期债务比（倍）	2.04	0.92	0.29	0.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.31	1.68	0.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.50	14.65	21.55	--

注：1. 城运集团合并财务数据为模拟合并报表数据，2022 年三季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将城运集团其他流动负债中的债务调整至短期债务，将城运集团长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算

资料来源：联合资信根据城运集团财务数据整理

附件 5 主要财务指标计算公式

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 6-1 主体长期信用等级设置及含义

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 6-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 6-3 评级展望设置及含义

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 十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司 2023 年度 第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期中票信用评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。

十堰聚鑫国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期中票评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期中票如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期中票信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期中票相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期中票信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。