

信用评级公告

联合〔2023〕4542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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“21枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22枣阳城投债 01/22 枣投 01”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月十九日

枣阳市城市建设投资经营有限公司

2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
枣阳市城市建设投资经营有限公司	AA	稳定	AA	稳定
担保方-湖北省融资担保集团有限责任公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 枣阳城投债 01/21 枣投 01	AAA	稳定	AAA	稳定
22 枣阳城投债 01/22 枣投 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期 兑付日
21 枣阳城投债 01/21 枣投 01	6.70 亿元	6.70 亿元	2028/09/14
22 枣阳城投债 01/22 枣投 01	6.30 亿元	6.30 亿元	2029/03/04

评级时间：2023 年 6 月 19 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

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，跟踪期内，公司外部环境良好，持续得到枣阳市人民政府在财政补贴等方面的支持。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司债务持续增长，短期偿债压力较大、存在较大的资本支出压力、资金占用较大、经营现金流持续净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着枣阳市基础设施建设投入加大以及公司代建及自营项目的持续运营，公司业务有望保持稳步发展。

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“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估，湖北融资担保主体长期信用级别为 AAA，评级展望为稳定，其提供的担保提升了“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”的本息偿付安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 1. 外部环境良好。**2022 年，枣阳市经济总量实现增长，财政实力进一步增强。
- 2. 持续获得外部支持。**公司作为枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，2022 年获得补贴 1.12 亿元，在政府补贴方面持续获得外部支持。
- 3. 增信措施。**湖北融资担保为“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，提升了“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”的本息偿付安全性。

关注

- 1. 债务持续增长，短期偿债压力较大。**跟踪期内，公司债务规模持续增长，2022 年底全部债务 125.28 亿元，现金短期债务比 0.37 倍，存在较大的短期偿债压力。

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	3
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	4
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				a ⁻
个体调整因素				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+4
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

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
所属区域	枣阳市	江油市	峨眉山市	金堂县
GDP (亿元)	825.84	601.31	374.13	602.93
一般公共预算收入 (亿元)	23.13	34.05	22.05	40.65
资产总额 (亿元)	292.38	321.93	336.05	175.15
所有者权益 (亿元)	134.24	125.16	183.30	72.53
营业总收入 (亿元)	10.16	16.67	20.52	11.47
利润总额 (亿元)	1.96	1.37	2.03	1.49
资产负债率 (%)	54.09	61.12	45.45	58.59
全部债务资本化比率 (%)	48.27	52.92	36.73	42.69
全部债务/EBITDA (倍)	50.56	25.72	15.06	18.42
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.41	2.16	1.84	0.57

注：公司 1 为江油鸿飞投资（集团）有限公司，公司 2 为峨眉山发展（控股）有限责任公司，公司 3 为金堂县兴金开发建设投资有限公司

资料来源：联合资信根据公开资料及公司财务数据整理

- 较大的资金支出压力。公司代建基建项目、土地整理项目、自营项目待投资规模较大，存在较大的资本支出压力。
- 资金占用较大。截至 2022 年底，公司存货中仍存在较大规模的未结算土地整理和基础设施建设投入成本（127.62 亿元），存在较大的资金占用。
- 经营现金流持续净流出。公司经营往来规模大，公司经营现金流持续净流出。

主要财务数据：

公司合并口径			
项目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产 (亿元)	5.33	6.86	6.45
资产总额 (亿元)	192.15	278.23	292.38
所有者权益 (亿元)	90.22	132.04	134.24
短期债务 (亿元)	10.56	17.00	17.53
长期债务 (亿元)	69.77	85.27	107.75
全部债务 (亿元)	80.33	102.27	125.28
营业总收入 (亿元)	9.29	9.55	10.16
利润总额 (亿元)	2.78	1.78	1.96
EBITDA (亿元)	3.31	2.33	2.48
经营性净现金流 (亿元)	-1.89	-18.19	-21.95
营业利润率 (%)	15.58	14.97	14.67
净资产收益率 (%)	2.77	1.11	1.22
资产负债率 (%)	53.05	52.54	54.09
全部债务资本化比率 (%)	47.10	43.65	48.27
流动比率 (%)	553.30	353.83	458.33
经营现金流动负债比 (%)	-5.89	-30.30	-44.49
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.40	0.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.38	0.47	0.41
全部债务/EBITDA (倍)	24.24	43.90	50.56
公司本部			
项目	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额 (亿元)	170.36	277.97	290.27
所有者权益 (亿元)	77.67	132.82	134.51
全部债务 (亿元)	9.65	13.72	17.00
营业总收入 (亿元)	7.89	7.95	7.86
利润总额 (亿元)	2.99	2.00	1.82
资产负债率 (%)	54.41	52.22	53.66
全部债务资本化比率 (%)	11.05	9.36	11.22
流动比率 (%)	186.30	140.74	149.46
经营现金流动负债比 (%)	2.03	-0.88	-1.61

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. 本报告将长期应付款中有息部分纳入长期债务核算

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

分析师：倪昕 崔莹

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

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 枣阳城投债 01/22 枣投 01、21 枣阳城投债 01/21 枣投 01	AAA	AA	稳定	2022/06/17	倪昕 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）	阅读全文
22 枣阳城投债 01/22 枣投 01	AAA	AA	稳定	2022/01/06	倪昕 赵晓敏	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
21 枣阳城投债 01/21 枣投 01	AAA	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

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枣阳市城市建设投资经营有限公司（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。

枣阳市城市建设投资经营有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于枣阳市城市建设投资经营有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2022 年底，公司注册资本 3.73 亿元，实收资本 3.27 亿元，枣阳市国有资产监督管理局（以下简称“枣阳市国资局”）持股 100.00%，公司实际控制人为枣阳市国资局。

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至 2022 年底，公司本部设综合部、人资部、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 11 家。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 292.38 亿元，所有者权益 134.24 亿元（少数股东权益 0.08 亿元）。2022 年，公司实现营业总收入 10.16 亿元，利润总额 1.96 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。

三、债券概况和募集资金使用情况

截至 2023 年 4 月底，联合资信所评公司存续债券尚需偿还债券余额 13.00 亿元，募集资金已全部使用完毕。跟踪期内，各债券均已按时付息。受评债券募投项目为枣阳市城市综合停车场建设项目，截至 2023 年 4 月底上述项目已完成投资 11.00 亿元。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 枣阳城投债 01/21 枣投 01	6.70	6.70	2021/09/14	7 年
22 枣阳城投债 01/22 枣投 01	6.30	6.30	2022/03/04	7 年
合计	13.00	13.00	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政

策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于地方经济社会发展有着积极的作用。2008 年后，城投企业的快速扩张加剧了地方政府的债务风险。随后，国家出台了一系列政策，规范了地方政府和城投企业的融资行为，建立和完善了地方政府债务风险管控体系。2022 年以来，宏观经济下行压力加大，“稳增长”压力凸显。同时，监管部门对地方政府隐性债务保持“严监管常态化”管控，城投企业融资监管政策“有保有压”。2023 年，在“稳增长”的明确目标要求及政策持续发力下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要实施主体，将持续获得地方政府的支持。城市基础设施建设行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业融资区域性分化将进一步加剧，仍需重点关注尾部城投企业的信用风险。详见《[2023 年城市基础设施建设行业分析](#)》。

2. 区域经济环境

2022 年，枣阳市经济总量实现增长，财政实力进一步增强。

枣阳市是湖北省襄阳市下辖县级市，位于湖北省西北部，东与随州市接壤，西与襄州区毗连，南与宜城市为邻，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。

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、纺织和医药化工等。根据枣阳市人民政府网站披露信息，2022 年，枣阳市实现地区生产总值 825.84 亿元，较上年增长 6.0%。根据《关于枣阳市 2022 年预算执行情况和 2023 年预算草案的报告》，2022 年枣阳市实现一般公共预算收入 23.13 亿元，较上年增长 30.48%；一般预算支出 72.57 亿元，财政自给率 31.87%；实现政府基金总收入 25.14 亿元，较上年增长 26.07%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。截至 2022 年底，公司注册资本及实收资本均未发生变化，公司实际控制人仍为枣阳市国资局。

2. 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 2023 年 3 月 27 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。

截至 2023 年 6 月 16 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、经营层、董事会、监事会均未发生变化，管理制度延续。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司营业总收入小幅增长，仍主要来自市政工程业务收入，毛利率变动不大。

2022年，公司营业总收入较上年增长6.38%，收入结构整体变动不大。

从收入构成看，2022年，公司市政工程收入较上年下降3.28%，主要构成为土地整理和

代建管理收入；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，其中砂石销售收入较上年大幅增长主要系开采销售规模扩大所致；供水收入较上年有所增长，系自来水销售量增长所致。

毛利率方面，2022年，公司市政工程业务毛利率变动不大；砂石销售毛利率仍较高；供水业务毛利率小幅提升。公司综合毛利率较上年变动不大。

表2 公司营业总收入及毛利率情况

项目	2021年			2022年		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
市政工程	7.93	83.11	16.67	7.67	75.53	16.69
房产销售	-	-	--	0.17	1.66	-9.91
砂石销售	0.43	4.46	52.71	1.12	11.02	46.56
污水处理	0.18	1.92	-9.22	0.19	1.87	-20.00
供水	0.79	8.23	12.91	0.98	9.69	14.51
主营业务收入	9.33	97.72	17.49	10.13	99.77	18.64
其他	0.22	2.28	32.04	0.02	0.23	100.00
合计	9.55	100.00	17.82	10.16	100.00	18.83

注：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
资料来源：公司提供

2. 市政工程

公司受枣阳市人民政府委托开展土地整理业务和基础设施代建业务，整体结算进度较慢，尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力。

(1) 土地整理业务

土地整理业务仍由公司本部负责，跟踪期内，业务模式未发生变化。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。

(2) 委托代建

公司主要负责枣阳市基础设施建设任务，跟踪期内，公司代建业务模式未发生变化。公司与枣阳市人民政府签订《项目委托代建（管）

协议》，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。实际操作中，枣阳市财政局每年年底对公司当年发生的建设支出进行核定，确定公司当年项目建设支出以及相应的代建管理费，建设支出包括工程费用、基本预备费、建设期利息及其他费用等。

截至2022年底，公司主要已完工代建项目14个，总投资11.50亿元，拟回款金额13.23亿元，已实现回款6.50亿元，主要包括南园社区项目、市政项目和工业园一期项目等，回款效率较低。

截至2022年底，公司主要在建的代建项目和土地整理项目28个，总投资196.84亿元，已实现投资130.57亿元，尚需投资66.27亿元，存在较大的资金支出压力。

3. 自营项目

公司自营项目投资规模较大，公司存在较大的资金支出压力。公司自营项目主要为产业

园建设、停车场建设等，未来投产后会对收入形成一定补充，但收益实现存在一定不确定性。

截至 2022 年底，公司在建自营项目 3 个，为枣阳市智慧农业科技产业园建设项目、停车场项目和农业机电产业园，计划总投资 20.58 亿元，已完成投资 14.81 亿元（大部分体现在存货中），尚需投资 5.77 亿元；同期末拟建项目 6 个，计划总投资 28.33 亿元，主要为枣阳市电子信息产业园标准厂房建设项目、枣阳市滚河流域防洪治理清淤项目、枣阳市矿区生态修复及矿区综合利用项目、污水处理厂提质改造项目等。整体看，公司在建和拟建的自营项目较多，主要为产业园、停车场项目建设等，项目投产后主要通过租赁、销售等实现资金平衡，未来收益存在一定不确定性。

4. 未来发展

未来，公司将继续推进重点项目建设，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，将经营范围拓展向房地产投资、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。

九、财务分析

1. 财务概况

中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行审计，审计结论为标准无保留意见。2022 年，公司实行最新会计准则。

2022 年，公司合并范围内新设子公司 2 家。截至 2022 年底，公司合并范围内子公司 11 家。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

2022 年底，公司资产规模有所增长，存货和其他应收款占比仍较大，对公司资金形成占用，公司资产中存在部分公益性资产，公司整体资产质量一般。

截至 2022 年底，公司合并资产总额较上年底增长 5.09%。公司资产仍以流动资产为主。

表3 公司资产主要构成情况

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	177.38	92.31	212.40	76.34	226.12	77.34
货币资金	5.33	2.78	6.86	2.47	6.45	2.20
应收账款	11.85	6.17	14.57	5.24	19.12	6.54
其他应收款	26.23	13.65	18.79	6.75	11.95	4.09
存货	133.92	69.70	172.16	61.88	188.60	64.50
非流动资产	14.78	7.69	65.82	23.66	66.26	22.66
固定资产	12.12	6.31	11.61	4.17	12.34	4.22
投资性房地产	0.00	0.00	51.34	18.45	51.42	17.59
合计	192.15	100.00	278.23	100.00	292.38	100.00

注：其他应收款中包含应收利息
资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2022 年底，公司流动资产较上年底增长 6.46%。其中公司货币资金较上年底下降 6.02%，受限资金 0.30 亿元，受限资金规模较

小，为定期存单；公司应收账款账面价值较上年底增长 31.15%，主要系应收枣阳市人民政府的市政工程款增长所致，应收账款余额中应收

枣阳市人民政府的款项 18.85 亿元，占比为 98.59%；公司其他应收款较上年底下降 36.42%，主要系与政府单位往来款规模下降所致，公司其他应收款前五名合计占 70.07%，集中度较高且主要为枣阳市政府单位、国有企业和部分民营企业，对公司资金形成占用，其中对湖北中钒新材料有限公司的往来款系襄阳市促进储能产业发展和招商形成，款项账龄较长；公司存货较上年底增长 9.54%，主要包括土地 60.74 亿元和开发成本 127.62 亿元，土地性质主要是国有建设用地，开发成本全部为基建和土地整理项目投入成本。公司存货均未计提跌价准备。截至 2022 年底，公司存货中存在公益性资产 12.46 亿元，为白水寺、白竹园寺和唐梓山风景区。

表4 截至2022年底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
枣阳市鼎之禾生态园林建设有限公司	4.25	35.42	1年以内及1~2年	往来款
枣阳市水利工程建设投资有限公司	1.26	10.50	1年以内及1~5年	往来款
湖北中钒新材料有限公司	1.00	8.36	3~4年	往来款
枣阳市光武产业投资有限公司(原名枣阳光武产业投资管理有限公司)	1.00	8.36	1年以内	往来款
枣阳市房地产投资开发有限公司	0.89	7.43	1年以内及1~2年	往来款
合计	8.38	70.07	--	--

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2022 年底，公司非流动资产较上年底增长 0.67%。其中公司投资性房地产较上年底变动不大，以公允价值计量；公司固定资产较上年底增长 6.27%，主要系在建工程转入所致，主要由房屋及建筑物和机器设备构成。

受限资产方面，截至 2022 年底，公司受限资产 66.71 亿元，其中用于借款抵押的存货、固定资产和投资性房地产分别为 14.67 亿元、0.31 亿元和 51.42 亿元，受限资产占总资产比重为 22.82%。

3. 资本结构

2022 年底，公司所有者权益规模变动不大，稳定性一般。

截至 2022 年底，公司所有者权益 134.24 亿元，较上年底增长 1.67%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.44%、59.87%、21.24%和 14.68%。所有者权益稳定性一般。

截至 2022 年底，公司实收资本较上年底未发生变化；公司资本公积较上年底增长 0.71%；公司未分配利润较上年底增长 8.00%；公司其他综合收益未发生变动，为投资性房地产（土地使用权）公允价值计量评估增值。

公司债务规模快速增长，整体债务负担适中，仍以长期债务为主。

截至 2022 年底，公司负债总额较上年底增长 8.17%。公司负债以非流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表5 公司负债主要构成情况

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	32.06	31.45	60.03	41.06	49.33	31.20
其他应付款	18.85	18.49	41.52	28.40	29.76	18.82
一年内到期的非流动负债	10.26	10.07	15.90	10.88	16.93	10.70
非流动负债	69.87	68.55	86.16	58.94	108.80	68.80
长期借款	59.33	58.20	67.30	46.04	86.30	54.57
应付债券	5.98	5.87	9.23	6.31	12.24	7.74
长期应付款	4.56	4.48	9.63	6.58	10.24	6.48
负债总额	101.93	100.00	146.19	100.00	158.14	100.00

注：长期应付款中包含专项应付款，其他应付款中包含应付利息
资料来源：根据公司财务报表整理

截至 2022 年底，公司流动负债较上年底下降 17.82%，主要系其他应付款下降较多所致。其中公司其他应付款较上年底下降 28.32%，主要系往来款规模下降所致；公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 6.47%，其中一年内到期的长期借款 8.61 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 5.32 亿元。

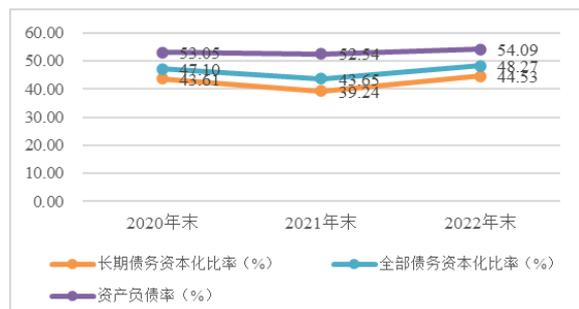
图 1 公司债务结构 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年底，公司非流动负债较上年底增长 26.28%。其中公司长期借款较上年底增长 28.23%，主要为抵质押借款和保证借款；公司应付债券较上年底增长 32.65%，主要系发行 6.30 亿元的“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”；公司长期应付款较上年底增长 6.38%，主要系新增企业间借款所致，其中有息部分已计入长期债务核算。

图 2 公司债务杠杆水平



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年底，公司全部债务较上年底增长 22.50%，以长期债务为主，其中短期债务较上年底增长 3.11%；长期债务较上年底增长 26.36%。从债务指标来看，截至 2022 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底有所提高。公司整体债务负担适中。

截至 2022 年底，从债务期限分布来看，公司 2023 年、2024 年、2025 年和 2026 年到期债务分别为 17.53 亿元、13.90 亿元、13.20 亿元和 14.90 亿元，其余均为 2027 年及以后到期。

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入小幅增长，政府补贴对利润总额贡献仍较高，整体盈利能力尚可。

2022 年，公司实现营业总收入同比增长 6.38%；营业成本同比增长 5.07%。

表 6 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入	9.29	9.55	10.16
营业成本	7.65	7.85	8.24

费用总额	0.83	0.72	0.75
其中: 管理费用	0.63	0.75	0.76
其他收益	2.19	1.04	1.12
利润总额	2.78	1.78	1.96
营业利润率 (%)	15.58	14.97	14.67
总资本收益率 (%)	1.47	0.63	0.64
净资产收益率 (%)	2.77	1.11	1.22

资料来源: 联合资信根据财务报表整理

2022 年，公司费用总额同比增长 3.42%，仍以管理费用为主，2022 年管理费用较上年变动不大。2022 年，公司费用总额/营业总收入为 7.37%，较上年变动不大，考虑到公司利息费用资本化，公司费用管控能力一般。

2022 年，公司其他收益 1.12 亿元，全部为政府补贴，政府补贴对利润总额贡献程度仍较高。

从盈利指标看，2022 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率较上年均变动不大。公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

受往来支出规模大影响，公司经营活动现金仍大额净流出，投资活动现金净流出规模较

小，未来随着公司项目建设的推进，后续仍存在较大的筹资需求。

表 7 公司现金流情况（单位：亿元）

科目名称	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	24.52	18.34	17.23
经营活动现金流出小计	26.41	36.52	39.18
经营活动现金流量净额	-1.89	-18.19	-21.95
投资活动现金流入小计	0.00	0.02	0.00
投资活动现金流出小计	0.78	0.17	0.85
投资活动现金流量净额	-0.78	-0.15	-0.85
筹资活动现金流入小计	24.57	28.62	40.17
筹资活动现金流出小计	25.36	8.76	18.08
筹资活动现金流量净额	-0.79	19.87	22.09
现金收入比（%）	56.16	77.99	59.86

注：2022 年投资活动现金流入小计为 9370.00 元

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

经营活动方面，2022 年，公司经营活动现金流入量较上年下降 6.03%，主要系当期收到各业务板块回款规模下降所致。2022 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 6.08 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 11.15 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较上年增长 7.27%。其中购买商品、接受劳务支付的现金 13.72 亿元，较上年大幅增长 11.53%，主要系当期支付工程款和土地整理款所致；支付其他与经营活动有关的现金 23.64 亿元。2022 年，公司经营活动现金仍大额净流出。同期，公司现金收入比有所下降，收入实现质量一般。

投资活动方面，2022 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不大，为 0.85 亿元，主要为构建固定资产等支出。2022 年，公司投资活动现金流量小幅净流出。

筹资活动方面，2022 年，公司筹资活动现金流入量主要来自取得借款收到的现金，较上年增长 40.32%。同期，公司筹资活动现金流出

量同比增长 106.41%，主要系当期偿债规模增长所致。2022 年，公司筹资活动现金流量仍维持净流入状态。

6. 偿债指标

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

表 8 公司偿债指标情况

项目	项目	2020 年 (底)	2021 年 (底)	2022 年 (底)
短期 偿债 指标	流动比率 (%)	553.30	353.83	458.33
	速动比率 (%)	135.54	67.03	76.05
	现金短期债务 比(倍)	0.51	0.40	0.37
长期 偿债 指标	EBITDA (亿 元)	3.31	2.33	2.48
	全部债务 /EBITDA (倍)	24.24	43.90	50.56
	EBITDA 利息 倍数(倍)	0.38	0.47	0.41

资料来源：公司财务报表及联合资信整理

从短期偿债指标看，2022 年底，公司流动比率、速动比率较上年有所提升，公司现金短期债务比较上年有所下降，扣除受限资金后公司现金短期债务比仍为 0.37 倍。整体看，公司短期偿债指标表现较弱，存在较大的短期偿债压力。

从长期偿债指标看，2022 年，公司 EBITDA 较上年有所增长，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，公司全部债务/EBITDA 有所上升。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

截至 2022 年底，公司合并口径共获得银行授信总额为 173.59 亿元，尚未使用授信为 35.17 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2022 年底，公司对外担保余额 15.09 亿元，担保比率为 11.24%，被担保单位为枣阳市水利工程建设投资有限公司和枣阳市房地产投资开发有限公司等枣阳市国有企业，公司或有负债风险可控。

截至 2023 年 5 月底，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部财务分析

公司资产、所有者权益和收入主要来自于公司本部。

截至 2022 年底，公司本部资产占合并口径的 99.28%；公司本部负债占合并口径的 98.49%；公司本部所有者权益占合并口径的 100.20%；公司本部营业总收入占合并口径的 77.39%；公司本部利润总额占合并口径的 92.89%。

十、外部支持

1. 支持能力

2020—2022 年，枣阳市经济持续发展，一般公共预算收入持续增长，税收占比较高。截至 2022 年底，枣阳市政府债务余额为 77.27 亿元。枣阳市政府支持能力很强。

2. 支持可能性

公司是枣阳市最重要的土地整理和基础设施建设主体，实际控制人为枣阳市国资局。

2022 年，公司获得基建运营补贴等多项政府补贴，合计 1.12 亿元，计入其他收益。

公司的国资背景、区域地位以及业务的专营性特征有利于其获得政府支持，且公司在政府补助方面获得了政府支持，政府支持可能性非常大。

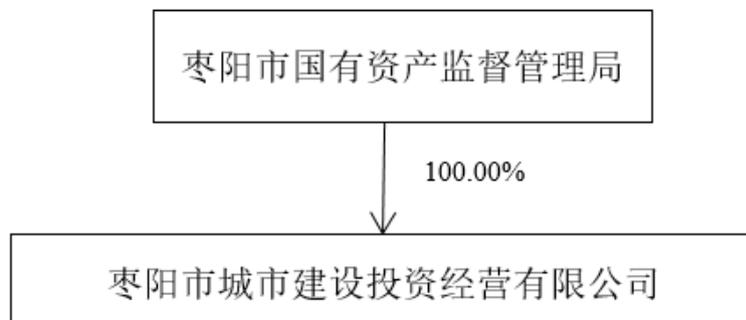
十一、增信措施分析

“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”余额 13.00 亿元。“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”由湖北融资担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估，湖北融资担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，具体报告内容参见《[湖北省融资担保集团有限责任公司 2023 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第二期）信用评级报告](#)》，其提供的担保提升了“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”本息偿还的安全性。

十二、结论

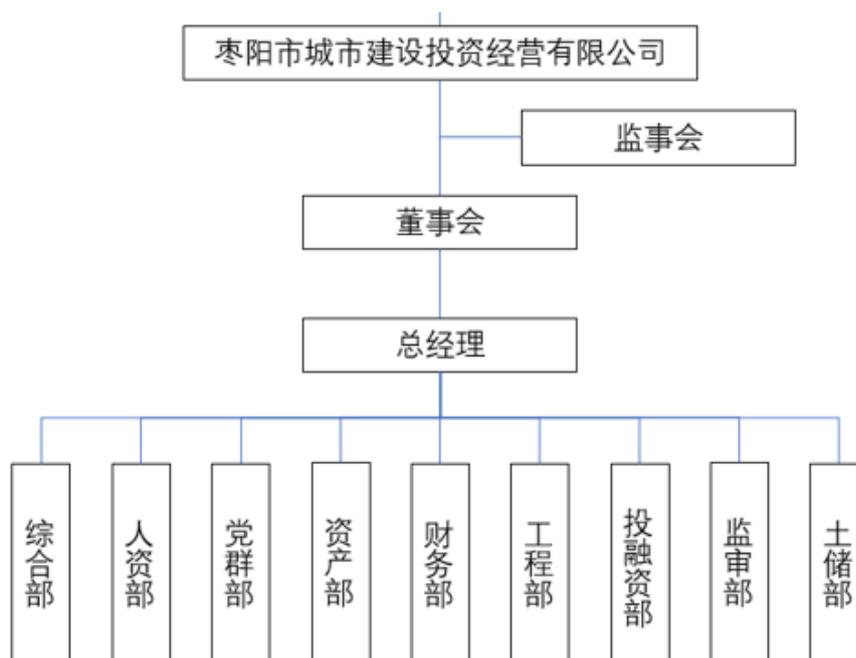
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 枣阳城投债 01/21 枣投 01”和“22 枣阳城投债 01/22 枣投 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年底公司组织架构图



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
合并范围内子公司情况（截至 2022 年底）

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	100.00	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	枣阳市瀚昶人力资源有限公司	100.00	出资设立	商务服务业
8	枣阳市恒实矿业有限公司	99.02	购买	非金属矿采选业
9	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
10	枣阳市源创农业投资有限公司	100.00	出资设立	投资业
11	枣阳市悦航城市投资有限公司	100.00	出资设立	投资业

资料来源：公司审计报告及公开信息

附件 3-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	5.33	6.86	6.45
资产总额 (亿元)	192.15	278.23	292.38
所有者权益 (亿元)	90.22	132.04	134.24
短期债务 (亿元)	10.56	17.00	17.53
长期债务 (亿元)	69.77	85.27	107.75
全部债务 (亿元)	80.33	102.27	125.28
营业总收入 (亿元)	9.29	9.55	10.16
利润总额 (亿元)	2.78	1.78	1.96
EBITDA (亿元)	3.31	2.33	2.48
经营性净现金流 (亿元)	-1.89	-18.19	-21.95
财务指标			
现金收入比 (%)	56.16	77.99	59.86
营业利润率 (%)	15.58	14.97	14.67
总资本收益率 (%)	1.47	0.63	0.64
净资产收益率 (%)	2.77	1.11	1.22
长期债务资本化比率 (%)	43.61	39.24	44.53
全部债务资本化比率 (%)	47.10	43.65	48.27
资产负债率 (%)	53.05	52.54	54.09
流动比率 (%)	553.30	353.83	458.33
速动比率 (%)	135.54	67.03	76.05
经营现金流动负债比 (%)	-5.89	-30.30	-44.49
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.40	0.37
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.38	0.47	0.41
全部债务/EBITDA (倍)	24.24	43.90	50.56

注：1. 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；2. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算

资料来源：公司财务报表，联合资信整理

附件 3-2 主要财务数据及指标 (公司本部)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	3.25	3.25	1.08
资产总额 (亿元)	170.36	277.97	290.27
所有者权益 (亿元)	77.67	132.82	134.51
短期债务 (亿元)	3.00	3.15	3.07
长期债务 (亿元)	6.65	10.57	13.93
全部债务 (亿元)	9.65	13.72	17.00
营业总收入 (亿元)	7.89	7.95	7.86
利润总额 (亿元)	2.99	2.00	1.82
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	1.75	-1.18	-2.29
财务指标			
现金收入比 (%)	32.74	71.31	47.29
营业利润率 (%)	11.95	13.68	11.56
总资本收益率 (%)	/	/	/
净资产收益率 (%)	3.58	1.31	1.19
长期债务资本化比率 (%)	7.89	7.37	9.38
全部债务资本化比率 (%)	11.05	9.36	11.22
资产负债率 (%)	54.41	52.22	53.66
流动比率 (%)	186.30	140.74	149.46
速动比率 (%)	32.41	22.54	17.76
经营现金流动负债比 (%)	2.03	-0.88	-1.61
现金短期债务比 (倍)	1.08	1.03	0.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注：未获取公司本部折旧摊销等数据，故 EBITDA 相关数据未获取
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

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 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