

2017 年孝感市城市建设投资公司
地下综合管廊建设专项债券
2019 年跟踪信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【647】号 01

债券简称：
17 孝城投债/17 孝感债

债券剩余规模：
14.80 亿元

债券到期日期：
2027 年 11 月 10 日

债券偿还方式：按年计息，每年付息一次。在债券存续期的第 3 至第 10 年末分别按照债券发行总额 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15% 的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付

分析师

姓名：
邓艰 钟继鑫

电话：
0755-82820859

邮箱：
dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2017 年孝感市城市建设投资公司地下综合管廊建设 专项债券 2019 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 25 日	2018 年 05 月 24 日
评级观点：		

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对孝感市城市建设投资公司（以下简称“孝感城投”或“公司”）及其 2017 年 11 月 10 日发行的地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该等级的评定是考虑到区域经济环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司代建业务持续性较好且部分业务在所处区域内具有垄断性，公司持续获得外部支持；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性偏弱，在建项目投资规模大，资金压力大，有息债务规模较大且持续上升，未来偿债压力加大，存在较大或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。孝感市经济保持较快发展。2018 年孝感市实现地区生产总值 1,912.90 亿元，同比增长 8.1%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司代建业务持续性较好且部分业务在区域内具有垄断性。公司是孝感市基础设施项目建设的重要主体，代建项目数量较多。截至 2018 年末，公司在建项目计划总投资 252.20 亿元，业务持续性较好。此外，公司的客运、供水业务也具有区域垄断性，是公司重要的收入来源。
- 公司继续获得外部支持。2018 年公司共计获得政府补助 4,693.61 万元，较好地提升了公司利润水平。

关注:

- **公司资产流动性偏弱。**截至 2018 年末，公司拥有土地资产面积 1,575.78 亩，合计账面价值 30.56 亿元，占总资产的 8.99%，但所有土地已全部用于抵押。公司在建工程合计账面价值为 43.97 亿元，占总资产的 12.93%，除募投项目外均为待政府回购项目成本，对资金占用较多，此外，公司应收账款、预付款项和其他应收款账面价值合计 89.83 亿元，占总资产的 26.41%，应收款项回款时间存在较大不确定性，整体来看，公司资产流动性偏弱。
- **公司在建项目投资规模大，资金压力大。**截至 2018 年末，在建项目计划总投资 252.20 亿元，未来尚需投资 202.89 亿元。随着在建项目的不断推进，公司面临的资金压力大。
- **公司有息债务规模较大且持续上升，未来偿债压力加大。**公司持续保持较大的融资力度。截至 2018 年末，公司有息债务规模达到 192.96 亿元，同比增长 21.72%；资产负债率为 67.07%，同比上升 5.64 个百分点，负债水平较高，未来偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额达 37.71 亿元，占期末净资产的比重为 33.68%，均未采取反担保措施，或有负债风险较大。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	3,400,810.25	3,093,133.08	2,586,060.11
所有者权益	1,119,741.05	1,193,011.18	1,174,767.61
有息债务	1,929,580.04	1,585,216.17	1,209,403.10
资产负债率	67.07%	61.43%	54.57%
流动比率	2.71	2.26	2.06
营业收入	74,920.48	73,419.42	56,701.58
营业外收入	4,232.53	12,051.21	9,207.75
利润总额	9,910.71	19,303.88	16,182.42
综合毛利率	32.15%	20.32%	22.28%
EBITDA	15,980.22	24,259.18	22,145.48
债务总额/EBITDA	142.74	78.33	63.73
经营活动现金流净额	-339,912.35	251,692.42	9,180.27

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

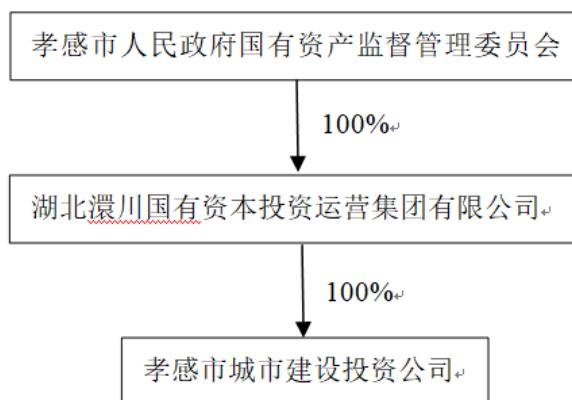
公司于2017年11月10日公开发行10年期14.80亿元专项债券，募集资金拟用于孝感市中心城区地下综合管廊建设项目。截至2019年3月31日，本期债券募集资金专项账户余额为40,542.16万元。

二、发行主体概况

2018-2019年3月末，公司注册资本和实收资本未发生变化，均为143,000万元。

2018年2月，公司控股股东发生变更。根据《市人民政府办公室关于印发湖北澴川国有资本投资运营集团有限公司组建工作实施方案的通知》（孝政办函〔2017〕88号），孝感市组建湖北澴川国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“澴川国投”），孝感市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“孝感市国资委”）将所持孝感城投100%的股权全部无偿划转澴川国投，股权划转后，孝感城投的控股股东由孝感市国资委变更为澴川国投¹。实际控制人仍为孝感市国资委。

图1 截至2019年3月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年，公司主营业务未发生变化，主营城市基础设施建设业务、交通客运业务和水务运营业务三大板块，并涉及担保及可研咨询等多元化业务。纳入合并范围子公司也无变化。2019年6月6日，公司董事长及法定代表人发生变更，张亮明接任公司董事长，本次变更系公司正常人员变动。

¹ 截至报告出具日，未取得控股股东征信报告。

三、外部运营环境

(一) 宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴服务业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相

相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)，从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)，明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)，明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表1 2018年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作通知》(财预[2018]34号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

孝感市经济持续发展,增速有所提高,经济结构仍面临转型压力

2018年孝感市经济稳步发展,地区生产总值为1,912.90亿元,同比增长8.1%,增速快于全国水平,人均GDP占人均GDP的60.26%,经济发展水平有待进一步提升。分产业类型来看,第一、二及三产业增加值分别同比增长3.0%、8.3%、10.1%;三次产业结构由上年17.1:48.2:34.7调整为15.0:48.4:36.6,第二产业仍是地区经济增长的主要力量,是2018年地区经济增长加快的主要原因。具体来看,全市工业增加值818.4亿元,同比增长8.5%,其中支柱产业农产品加工制造、盐磷化工、纸塑包装增加值分别为273.78亿元、89.87亿元、86.53亿元,分别同比增长9.2%、3.9%、7.2%。相比2017年,孝感市传统工业有所回暖,但以传统制造业为主的经济结构仍面临转型压力。

从需求看,孝感市固定资产投资和消费需求增长加快。2018年,孝感市全年固定资产投资同比增长11.4%,增速较去年同期增加3.90个百分点,三次产业投资同比分别增长-34.3%、17.2%和13.2%,其中,房地产投资增长3.5%。2018年孝感市房地产施工面积956.92万平方米,同比

增长9.5%；销售面积500.01万平方米，同比下降15.3%；销售均价5,105元平方米，同比增长19.4%。2018年，孝感市社会消费品零售总额较快增长，批发业、零售业、住宿业和餐饮业均有11%以上的增速。

表2 2017-2018年孝感市主要经济指标及同比变化情况

项目	2018年		2017年	
	金额	增长	金额	增长
地区生产总值（亿元）	1,912.90	8.1%	1,742.23	6.6%
第一产业增加值（亿元）	287.13	3.0%	297.15	3.8%
第二产业增加值（亿元）	925.58	8.3%	839.82	5.5%
第三产业增加值（亿元）	700.19	10.1%	605.26	9.4%
全年固定资产投资（亿元）	-	11.4%	2,041.09	7.5%
社会消费品零售总额（亿元）	1,085.47	11.5%	973.29	10.1%
进出口总额（亿美元）	13.82	25.4%	11.02	-1.9%
存款余额（亿元）	2,443.93	6.8%	2,287.94	10.4%
贷款余额（亿元）	1,257.07	10.4%	1,138.24	11.2%
人均GDP（元）		38,880.08		35,447.20
人均GDP/全国人均GDP		60.26%		59.42%

注：1、除存款、贷款余额对应数值外，其他增长率均按可比价计算；2、固定资产投资不含农户投资。

资料来源：孝感市2017-2018年国民经济与社会发展统计公报

2018年孝感市实现公共财政收入130.19亿元，可比增长11.3%，其中税收收入95.61亿元，占公共财政收入比重为73.44%；同期孝感市公共财政支出为381.3亿元，可比增长5.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为34.14%。

四、经营与竞争

公司是孝感市重要的城市建设投资与经营主体，目前主要从事城市基础设施建设、长途客运和孝感市城区公共交通服务、自来水供应、担保等业务。2018年，公司实现营业收入7.49亿元，同比增长2.04%。公司收入结构发生较大变化，项目建设收入因当年政府未回购项目而大幅下降；公司近年来首次出让大宗土地，实现了大额土地出让收入。经营性业务中，客运、水费收入随着区域内人口增多和经济发展而保持增长；咨询设计业务和担保业务规模保持稳定，但对公司收入贡献有限。

2018年公司综合毛利率为32.15%，相比上年增加11.83个百分点，主要原因包括：一、低毛利的项目建设收入大幅下降；二、毛利率较高的土地出让收入大幅增长，其收入占比提升。考虑到两项业务的稳定性不佳，公司综合毛利率易发生波动。

表3 2017-2018年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	73,653.48	31.03%	72,177.14	19.00%
项目建设收入	223.30	21.56%	48,528.85	13.04%
客运收入	12,300.54	3.95%	11,930.44	10.67%
水费收入	9,571.48	37.33%	8,862.45	36.72%
咨询、设计收入	2,132.26	86.23%	1,818.06	100.00%
担保费收入	925.90	100.00%	1,035.46	100.00%
土地出让收入	48,500.00	32.96%	-	-
利息收入	-	-	1.89	100.00%
其他业务收入	1,267.01	97.25%	1,242.28	97.32%
合计	74,920.48	32.15%	73,419.42	20.32%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司未确认项目建设收入，该部分收入受政府回购安排影响波动性较大；公司代建项目数量较多，业务可持续性较好，但目前在建项目资金需求较大，未来仍面临较大的资金压力

公司所承担的项目主要以市政道路及配套工程等基础设施为主，公司在取得基础设施建设项目后，项目所需资本金一般由公司垫付，剩余资金由公司通过自筹、融资方式解决。项目建设后由孝感市审计局进行审计，确认包括资本金在内的总投资成本。项目移交后由孝感市人民政府与公司签订委托代建项目回购协议，安排财政资金进行回购并按协议约定的比例支付公司相应的投资回报，往年协议为15%。

但因工程进度缓慢和政府资金安排的原因，2018年政府未安排回购，因此公司未确认该业务收入。2018年该科目下223.30万元收入实际为公司子公司湖北佳兴控股集团有限公司砂土销售收入。

截至2018年末，公司在建项目计划总投资252.20亿元，已完成投资49.31亿元，未来尚需投资202.89亿元，业务可持续性较好。其中，城投业主工程中包含本期债款募投项目“城区地下城市综合管廊建设项目”，资金需求通过项目资本金和债券募集资金解决，截至2018年末，募投项目已投入10.09亿，但其他项目的资本金有限，需要公司自筹解决，公司面临较大的资金压力。

表4 截至2018年末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已完成投资	尚需投资	建设期
城投业主工程 ²	812,909.21	139,686.22	673,222.99	4年
市委项目	826,585.11	6,113.56	820,471.55	5年

² 城投业主工程包含本期债券募投项目。

董永东支路	350.00	326.86	23.14	3 年
老澴河综合治理	350,000.00	106,241.82	243,758.18	2 年
东城区基础设施工程	39,292.61	19,391.75	19,900.86	2 年
东城基础设施一期	20,000.00	789.45	19,210.55	2 年
东城基础设施二期	25,000.00	24,383.96	616.04	2 年
孝汉大道三期工程	89,000.00	40,599.76	48,400.24	2 年
双峰山旅游公路	7,689.89	2,595.64	5,094.25	2 年
市郊水生态保护项目工程	258,803.00	150,172.46	108,630.54	2 年
市郊水生态保护项目一期	38,900.00	572.31	38,327.69	2 年
八一水厂	15,800.00	2,175.11	13,624.89	2 年
其他	37,699.99	47.35	37,652.64	5 年
合计	2,522,029.81	493,096.25	2,028,933.56	

资料来源：公司提供

此外，公司账上仍有已完工但未被政府完全验收回购的项目，账面价值共计 4.18 亿元，同样计在“在建工程”科目。截至 2018 年末，公司在建工程账面价值 43.97 亿元，金额较大，占用了公司较多资金。

表 5 截至 2018 年末公司主要已完工未结转收入项目（单位：万元）

项目名称	账面价值
2017 年城区管网改造工程	3,524.52
加药系统安装项目	652.93
市政、环卫维护工程	21,140.95
孝感市公安局工程	4,550.04
交通设施维护	3,390.53
市政配套设施维护	2,932.56
孝感市公安消防支队工程	2,700.36
驻汉办事处办公用房	1,617.48
拆迁项目	1,200.00
园林绿化工程	112.52
分区计量项目	26.68
合计	41,848.57

资料来源：公司提供

公司客运、供水业务具有一定的区域垄断性，供水和公交业务得到持续发展，城际客车业务受高铁替代等影响，经营状况不佳

公司客运业务由子公司孝感市汽车客运集团有限公司（以下简称“客运集团”）和孝感市众益公共汽车公司（以下简称“公汽公司”）负责经营；其中，客运集团为孝感市唯一的长途客运服务经营主体，主要经营跨省、跨市、跨县的城际客运业务；公汽公司主要经营孝感市区城市公共交通服务。2018 年公司实现客运收入 12,300.54 万元，同比增长 3.10%，主要是客车业务减少；随着客车业务的规模效应进一步减弱和公交业务的运营成本上升，公司的客运业务毛利率较上年减少 3.95 个百分点。

客车方面，2018 年客车业务实现转型，传统长途客车业务因高铁的开通，业务空间受到较大挤压，2018 年转型开发开通旅游线路的客车服务，受此影响，2018 年公司客车客运量大幅增长，但收入有所下滑，2018 年实现收入 4,956.99 万元，同比减少 20.38%。公交车方面，2018 年末公司共拥有 20 条公交线路，并为改善群众出行乘车环境，进一步淘汰废旧车辆和新添空调车。受益于孝感市落实城市快速公交示范线路建设，公交优先战略，近年公交业务收入保持增长，2018 年实现业务收入 7,343.54 万元，同比增长 28.73%，并在政府补助的支持下，基本实现盈亏平衡。

表6 2017-2018年公司客运业务经营情况

车辆种类	年份	数量(辆)	线路条数(条)	载客量(万人次)	收费情况
客车	2017 年	246	62	173	-
	2018 年	94	44	3,290	-
公交车	2017 年	445	19	6,000	2 元、3 元、 3.5 元、4 元/ 人次
	2018 年	412	20	3,974	

注：客车因运输距离、线路等影响，收费情况无法统一。

资料来源：公司提供

公司供水业务主要由子公司孝感市自来水公司负责运营，该自来水公司为孝感市城区唯一供水主体。截至 2018 年末，公司现有运行水厂 3 座，供水能力 25 万吨/日，供水服务面积达 85 平方公里。供水种类覆盖居民用水、非居民用水以及特种用水，三类用水收费标准不一，其中对居民用水采用阶梯式收费，具体收费标准见下表；非居民用水和特种用水采用按量计价，此外，所有用水均代收污水处理费 0.80 元/吨，自来水公司每个月根据污水处理费征收情况进行核算，根据核算金额借记现金或应收账款，贷记其他应付款，污水处理费不计入自身损益。随着区域内新房入户人数增多，2018 年公司售水总量 5,405 吨，同比增长 12.39%；漏损率持续下滑，当年漏损率 10.59%；实现水费收入 9,571.48 万元，较上年增长 8.00%。供水业务具有典型的区域垄断性和规模经济效应，随着孝感市经济发展和推进“两型社会”建设，公司的供水业务收入和盈利水平有望保持增长。

表7 自来水收费情况（单位：元/立方米）

种类	<20吨	20-25吨	>25吨
居民用水	1.52	2.28	3.04
非居民用水			2.60
特种用水			9.00

资料来源：公司提供

表8 2017-2018年自来水公司经营情况

项目	2018年	2017年
水厂数量(座)	3	3
日供水能力(万吨)	25	25

供水总量（万吨）	6,113	5,475
售水总量（万吨）	5,405	4,809
管网漏损率（%）	10.59	10.79
服务面积（平方公里）	85	85
供水户数（家）	89,950	73,383
管网长度（公里）	690.0	575.7

注：三座水厂设计的供水能力合计33万吨/日，二水厂只转供八一水厂制备的净水，不再承担制水功能。如不计其供水能力，实际供水能力为25万吨/日。

资料来源：公司提供

公司担保和咨询设计业务盈利水平均较高，对公司收入和利润水平形成较好的补充，但需持续关注担保业务代偿风险

公司担保费收入来自孝感市政和中小企业信用担保投资有限公司(以下简称“政和担保”)。政和担保主要经营孝感市中小企业融资担保业务，行业范围主要为工业企业。为控制风险，近年政和担保业务规模持续下降，2018年实现保费收入925.90万元，同比进一步减少10.58%。截至2018年末，政和担保为孝感市82家中小企业提供担保，在保余额3.96亿元，2018年代偿额为1,662万元，当期代偿率为4%。公司担保对象主要为中小企业，往年也曾出现代偿事件，该业务代偿风险需持续关注。

表9 2017-2018年政和担保主要经营情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
当年安全解除担保责任金额	37,614	55,323
当期发生担保代偿额	1,662	0
在保责任余额	39,572	43,362
在保企业数量	82	117
在保个人数量	6	45
代偿率	4.4%	0%
平均担保费率	2.1%	2.5%

资料来源：公司提供

公司咨询、设计收入来自孝感市工程咨询公司(以下简称“咨询公司”)。咨询公司主要为工程建设提供相关咨询和设计服务，2018年实现咨询设计收入2,132.26万元，较上年增长17.28%，但毛利率首次低于100%，主要系往年该业务经营性支出费用化，而2018年将经营性支出计入业务成本。

2018年公司新增出让自有土地收入，土地业务收入受政府安排和抵押情况等因素影响存在较大不确定性

公司目前土地出让业务的模式为：根据孝感市土地出让整体计划安排，经向孝感市国土局公开申请，依法注销原国有土地证或到登记中心办理注销证明，土地局办理规划等手续后再次公开出让。土地出让金扣除必要的提留和规费后返还给公司。

2018年政府安排土地出让一处，该地块位于澴川路以西，崇文路以南，红星美凯龙后方，

占地9.86万平方米，出让总价5.00亿元，扣除相关规费后确认土地出让收入48,500.00万元，毛利率32.96%。

公司名下还拥有较大规模的土地资产。截至2018年末，公司拥有土地资产面积1,575.78亩，合计账面价值30.56亿元，未来可支撑较大规模的土地出让收入。但值得关注的是，公司所有土地均处于抵押状态。

当地政府继续在政府补助方面给予公司支持

公司是孝感市重要的投融资平台和基础设施代建主体，对孝感市的投资建设和经济发展起到了重要作用。孝感市政府为增强公司综合实力和保障基础设施建设，一直给予公司大力支持。2018年公司获得政府城市建设补助1,854.81万元。此外，子公司公汽公司获得新能源车运营补贴1,959.38万元及公交运营爱心卡补贴807.43万元。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，审计报告均采用新会计准则。2018年，公司纳入合并报表范围的子公司无变化。

资产结构与质量

公司资产规模继续保持增长，但资金被占用较多且账龄较长，土地资产已全部抵押，资产流动性偏弱

随着公司往来款规模扩大，公司资产规模保持较快增长。截至2018年末，公司资产总计340.08亿元，同比增长9.95%。从资产结构来看，公司非流动资产占比较高。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收账款以及预付款项构成。截至2018年末，由于支出较多往来款，公司货币资金余额同比减少14.34%，使用权受限资金9,869.22万元。公司应收账款规模与去年基本持平，主要是与孝感市财政局的未结算回购款15.95亿元，账龄在一年以上的余额占比为68.25%，3年以上的占比45.01%。公司对应收账款按0.5%比例计提了坏账准备。孝感市财政局于2015年12月4日出具了关于孝感市城市建设投资公司回购项目及应收账款的说明（孝财函[2015]44号），约定在2020年底前拨付回购款15.95亿元，但目前拨付较缓慢，回款时间仍存在较大不确定性。

预付账款主要是公司预付孝感市土地储备中心的工程建设配套资金和预付孝南区房屋征收管理办公室的老澴河项目征地拆迁款，截至 2018 年末，预付账款同比大幅增长 86.35%，主要是预付拆迁款增加。账龄在一年以上的余额占比为 51.49%。其他应收款系应收孝感市财政局、孝感高新技术产业开发区财政局和孝感市临空经济区管委会等单位的往来款项，截至 2018 年末，往来款账面价值达 56.31 亿元，同比大幅增长 69.25%，主要新增孝感市财政局往来款。账龄在 1 年以上余额占比 53.36%。总体而言，公司应收账款、预付账款和其他应收款的规模较大，账龄较长，欠款对象主要为政府单位和关联平台公司，公司大量资金被占用。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产。可供出售金融资产为按成本计量的对外股权投资，涉及湖北联合铁路投资有限公司（7.5 亿元）、湖北银行（1.94 亿元）等投资款，2018 年新增对湖北汉十城际铁路有限责任公司的投资（9.45 亿元）。在建工程为公司在建和完工未回购的代建项目，由于回购缓慢及持续投入，近年在建工程规模较快增长。其他非流动资产是公司的最主要资产，主要由土地资产和转贷款构成。转贷款系公司由政策性银行取得的低息长期限贷款，并转借给各区平台使用，利息由贷款实际使用方承担。2018 年末，转贷款余额 42.47 亿元，与去年相比基本持平。2018 年公司其他非流动资产中的土地资产大幅减少，原因是孝感市政府进行资源优化配置，将公司账面价值 45.56 亿土地资产划出，剩余土地资产 30.56 亿元，划入房产资产 14.47 亿元，计入投资性房地产。截至 2018 年末，公司固定资产规模为 23.66 亿元，同比大幅增长 364.17%。主要系在建工程中城投业主工程中的董湖、群生社区项目部分转入固定资产。此外，还将原固定资产中 11.92 亿房屋资产划入投资性房地产。截至 2018 年末，公司投资性房地产规模为 26.39 亿，主要系澴川国有资本投资运营集团有限公司划入，按公允价值计量，共计 14.47 亿元，剩余 11.92 亿元为固定资产最新转入。截至 2018 年末，公司持有的土地资产合计 30.56 亿元，占地 1,575.78 亩，土地资产已被全部抵押，变现能力较差。

整体来看，公司资产规模继续保持增长，但资产仍以全部抵押的土地资产、负有偿还责任的长期转贷款、账龄较长的应收和预付款项为主，资产整体流动性偏弱。

表10 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	438,720.37	12.90%	512,154.98	16.56%
应收账款	164,085.46	4.82%	165,803.14	5.36%
预付款项	171,101.36	5.03%	91,817.22	2.97%
其他应收款	563,119.53	16.56%	332,722.64	10.76%
流动资产合计	1,354,809.82	39.84%	1,127,502.26	36.45%
可供出售金融资产	241,013.01	7.09%	145,181.44	4.69%

投资性房地产	263,875.14	7.76%	-	0.00%
固定资产	236,594.13	6.96%	50,971.56	1.65%
在建工程	439,744.82	12.93%	371,381.45	12.01%
其他非流动资产	768,024.29	22.58%	1,254,222.38	40.55%
非流动资产合计	2,046,000.43	60.16%	1,965,630.82	63.55%
资产总计	3,400,810.25	100.00%	3,093,133.08	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入和毛利率存在波动性，盈利水平仍不高，政府补助是公司利润的重要补充

2018 年公司实现营业收入 7.49 亿元，同比增长 2.04%。其中，项目建设收入因政府未回购而大幅下降；公司近年来首次出让大宗土地，实现了大额土地出让收入。项目建设业务毛利率较低，土地出让业务毛利率较高，导致 2018 年公司综合毛利率大幅增加。由于项目建设业务和土地出让收入的稳定性不佳，造成公司近年收入和毛利率存在波动。

由于 2018 年公司开展土地出让业务，公司 2018 年计提的土地增值税 8,227.26 万元，导致税金及附加大幅增加。

投资收益是公司重要的利润来源之一，主要是对孝感市高创投资公司的权益法下长期股权投资收益。2018 年孝感市高创投资公司项目回购收入增长，利润稳定增长，公司因此取得投资收益有所增长。

2018 年公司获得政府补助 4,693.61 万元，占利润总额的 42.71%，较好提升了公司利润水平。受计提税金和政府补助下降影响，公司利润总额大幅减少 48.66%。

表11 近年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	74,920.48	73,419.42
税金及附加	8,562.72	849.70
投资收益	3,711.49	3,342.00
营业利润	5,744.72	7,399.56
营业外收入	4,232.53	12,051.21
利润总额	9,910.71	19,303.88
综合毛利率	32.15%	20.32%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司业务收现能力较弱，经营活动主要受往来款影响，投资支出压力较大，需要依赖外部筹资解决

公司代建项目回购款回笼缓慢，政府未按约定计划支付款项，导致公司收现能力较弱，2018年收现比仅为0.50。公司的经营活动现金流仍主要是与往来款有关的其他经营活动现金进出，2018年，其他经营活动现金流出65.13亿元，远大于流入，导致公司经营活动现金净流出33.99亿元。

公司投资活动保持大额净流出，主要是公司承担东城区基础设施工程、郊水生态保护项目工程、老澴河综合治理等市政项目投资，建设项目较多，投资支出较多。此外，2018年公司因还有大额的投资支付。

为满足未来的投资支出，公司保持较大的筹资力度。2018年，公司筹资活动净流入49.69亿元，主要是当年新增较多的债券融资和长期借款，债券融资类型主要是短融中票，2018年流入40.12亿元。截至2018年末，公司在建项目总投资金额252.20亿元，未来尚需投资202.89亿元，考虑到政府回购款支付较慢及到期债务需偿还，公司的融资压力大。

表12 近年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.50	0.46
销售商品、提供劳务收到的现金	37,587.77	34,081.46
收到的其他与经营活动有关的现金	301,030.89	401,073.11
经营活动现金流入小计	338,618.66	435,154.56
购买商品、接受劳务支付的现金	14,833.06	12,357.88
支付的其他与经营活动有关的现金	651,328.89	160,431.02
经营活动现金流出小计	678,531.01	183,462.14
经营活动产生的现金流量净额	-339,912.35	251,692.42
投资活动产生的现金流量净额	-240,340.36	-120,644.66
筹资活动产生的现金流量净额	496,948.89	148,008.36
现金及现金等价物净增加额	-83,303.83	279,056.11

资料来源：公司2017-2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大且持续较快增长，未来偿债压力加大

受土地资产划出的影响，公司所有者权益略有下降；同时，公司对外借款增加，导致负债总额继续大幅攀升，增幅达20.05%，造成期末负债与所有者权益比率上升至203.71%，所有者权益对负债的保障程度进一步削弱。

表13 近年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
----	-------	-------

负债总额	2,281,069.20	1,900,121.89
所有者权益	1,119,741.05	1,193,011.18
负债与所有者权益比率	203.71%	159.27%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司的流动负债主要由其他应付款构成。其他应付款规模较大，主要包括公司与中国农业发展银行道兴社区建设贷款、东部新城贷款等，及孝感市开发区财政局和其他国企往来款，2018 年末规模保持稳定。

公司负债以非流动负债为主。非流动负债主要是长期借款、应付债券、长期应付款和专项应付款。2018 年末公司长期借款余额同比增长 24.22%，以质押和抵押借款为主，质押和抵押借款占比达 94.10%。应付债券增长 26.47%，系新增短融中票的发行，用于补充流动资金和偿还银行借款。截至 2018 年末，公司长期应付款主要是浦发银行债务平滑基金，该基金主要用于偿还银行借款，期限至 2021 年 1 月，年利率为 0%。2018 年，公司新增 4.12 亿专项基金，全部为所借融资租赁款，导致期末长期应付款余额增加。专项应付款主要是政府拨付的专项资金，2018 年，公司新增转贷的地方政府债券资金 7.14 亿元。

表14 近年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	408,687.73	17.92%	415,610.20	21.87%
一年内到期的非流动负债	33,000.00	1.45%	40,500.00	2.13%
流动负债合计	500,032.47	21.92%	499,587.17	26.29%
长期借款	700,983.68	30.73%	564,305.97	29.70%
应付债券	602,000.00	26.39%	476,000.00	25.05%
长期应付款	185,644.51	8.14%	144,555.23	7.61%
专项应付款	292,408.53	12.82%	215,673.53	11.35%
非流动负债合计	1,781,036.72	78.08%	1,400,534.73	73.71%
负债总额	2,281,069.20	100.00%	1,900,121.89	100.00%
其中：有息债务	1,929,580.04	84.59%	1,585,216.17	83.43%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司有息债务规模达 192.96 亿元，同比增长 21.72%，占负债总额的 84.59%，偿债压力进一步加大。根据公司提供的有息债务偿还计划，未来三年公司需偿还的有息债务规模较为平均，但规模均较大，公司长短期偿债压力均较大。

表15 截至2018年末公司有息债务偿还本息期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
本息和	437,472.00	311,328.39	414,555.36

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司资产负债率为 67.07%，同比上升 5.64 个百分点，公司整体负债率较高。公司流动比率为 2.71，比率有所提高，但考虑到公司流动资产中应收账款、预付账款和其他应收款的账龄较长，公司的短期偿债能力一般。

由于利润总额下降，2018 年公司 EBITDA 同比减少 34.13%，同时，有息债务规模增加，有息债务/EBITDA 的倍数上升至 118.17，公司经营利润对有息债务的保障能力进一步下降。

表16 近年公司主要偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	67.07%	61.43%
流动比率	2.71	2.26
EBITDA（万元）	15,980.22	24,259.18
债务总额/EBITDA	142.74	78.33
有息债务/EBITDA	120.75	65.35

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月15日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）对外担保事项分析

截至2018年末，公司对外担保金额达37.71亿元，占2018年末净资产的33.68%，其中，孝感市金槐文化传媒有限公司为公司持股49%的联营企业，湖北孝城交通建设发展有限公司为公司控股股东澴川国投的同一控制下企业，公司对外担保未采取反担保措施，存在较大的或有负债风险。

表17 截至2018年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保人	类型	担保金额	担保余额	担保期限	是否反担保
孝感市土地收购储备供应中心	保证	130,000.00	40,000.00	2015.02.15-2020.01.15	无
孝感市金槐文化传媒有限公司	保证	87,000.00	4,666.00	2017.02.10-2032.12.21	无
湖北孝城交通建设发展有限公司	保证	29,500.00	15,600.00	2017.02.04-2026.05.29	无
湖北孝城交通建设发展有限公司	保证	23,806.61	16,054.88	2018.2.12-2023.2.12	无
湖北孝城交通建设发展有限公司	保证	20,000.00	8,800.00	2016.07.01-2018.06.29	无

湖北孝城交通建设发展有限公司	保证	20,000.00	15,500.00	2015.12.30-2025.12.30	无
湖北孝城交通建设发展有限公司	保证	10,000.00	8,000.00	2017.05.29-2026.05.29	无
孝感市金槐文化传媒有限公司	保证	3,000.00	2,800.00	2017.02.10-2032.12.21	无
湖北孝城交通建设发展有限公司	保证	500.00	375.00	2016.08.08-2026.05.29	无
孝感市金槐文化传媒有限公司	保证	13,750.00	13,750.00	2018.12.21-2032.12.21	无
孝感市政和中小企业信用担保投资有限公司对外担保 82 家企业	保证	39,572.19	39,572.19	-	-
合计		377,128.80	165,118.07		

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

2018年，孝感市经济与公共财政实力进一步增强，为公司发展提供了良好经济环境。公司是孝感市基础设施项目建设的重要主体，代建项目数量仍较多，业务持续性仍然较好，且部分业务在所处区域内具有垄断性，并持续获得外部支持。

同时中证鹏元也关注到公司应收和预付款项规模较大且账龄较长，资金被占用较多，加之土地资产全部被抵押，公司资产流动性偏弱。公司在建项目投资规模大，资金压力大，公司有息债务规模较大且持续上升，未来偿债压力加大，存在较大或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	438,720.37	512,154.98	233,098.87
其他应收款	563,119.53	332,722.64	305,839.63
在建工程	439,744.82	371,381.45	277,249.44
其他非流动资产	768,024.29	1,254,222.38	1,246,959.73
总资产	3,400,810.25	3,093,133.08	2,586,060.11
其他应付款	408,687.73	429,409.28	296,897.69
一年内到期的非流动负债	33,000.00	40,500.00	64,500.00
长期借款	700,983.68	564,305.97	549,803.10
应付债券	602,000.00	476,000.00	314,000.00
专项应付款	292,408.53	215,673.53	1,269.39
总负债	2,281,069.20	1,900,121.89	1,411,292.49
有息债务	1,929,580.04	1,585,216.17	1,209,403.10
所有者权益	1,119,741.05	1,193,011.18	1,174,767.61
营业收入	74,920.48	73,419.42	56,701.58
营业利润	5,744.72	7,399.56	7,063.00
营业外收入	4,232.53	12,051.21	9,207.75
净利润	9,718.25	19,085.48	15,885.64
经营活动产生的现金流量净额	-339,912.35	251,692.42	9,180.27
投资活动产生的现金流量净额	-240,340.36	-120,644.66	-111,779.51
筹资活动产生的现金流量净额	496,948.89	148,008.36	179,419.11
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	32.15%	20.32%	22.28%
收现比	0.50	0.46	0.55
产权比率	203.71%	159.27%	120.13%
资产负债率	67.07%	61.43%	54.57%
流动比率	2.71	2.26	2.06
速动比率	2.68	2.22	2.02
EBITDA（万元）	15,980.22	24,259.18	22,145.48
债务总额/EBITDA	142.74	78.33	63.73
有息债务/EBITDA	120.75	65.35	54.61

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 × 100%
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 资产总额 × 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
有息债务	长期借款 + 应付债券 + 其他应付款 + 长期应付款中有息部分 + 专项应付款中转贷款 + 一年内到期的非流动负债

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。