

湖北松滋金松投资控股集团有限公司

2021 年公司债券信用评级报告



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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

梁赞

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【1089】号 04

分析师

姓名：
游云星 邹火雄

电话：
0755-82871205

邮箱：
youyx@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 10 月 16 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

湖北松滋金松投资控股集团有限公司 2021 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：2.60 亿元

评级展望：稳定

债券期限：5 年

增信方式：保证担保

担保主体：湖北省融资担保集团有限责任公司

债券偿还方式：每年期末付息一次，同时设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第 3-5 年逐年分别按照债券发行总额 30%、30%、40%的比例偿还债券本金

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”）对湖北松滋金松投资控股集团有限公司（以下简称“松滋金控”或“公司”）本次拟发行总额 2.60 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该评级结果是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础，公司核心业务可持续性较好，且获得较大的外部支持，同时湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金压力及债务压力，以及存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 松滋市初步培育了白酒酿造等产业集群，外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础。松滋市拥有湖北省长江南岸唯一的县级水运开放口岸，初步培育了白酒酿造、农副产品加工等产业集群。2017-2019 年松滋市分别实现地区生产总值 270.11 亿元、285.05 亿元和 343.78 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 7.7%、6.1% 和 9.4%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司核心业务可持续性较好。公司是松滋市基础设施及保障房建设的重要主体，2017-2019 年及 2020 年 1-6 月上述业务收入合计占同期营业收入的比重分别为 90.72%、92.69%、54.40%和 53.77%。截至 2020 年 6 月末，公司主要在建的基础

设施及房地产建设项目计划总投资 135.38 亿元，大部分项目已签订代建协议或可获得经营性收益，其中代建项目已投资待结算金额为 36.12 亿元；同期公司房地产项目（不含保障房）已售未结算金额合计 28.25 亿元，其中商品房项目剩余可售面积为 14.27 万平方米，未来收入较有保障。

- 公司获得的外部支持力度较大。2014-2019 年及 2020 年 1-6 月公司累计获得当地政府资本性投入 46.64 亿元，其中货币增资 41.39 亿元，实物增资 4.76 亿元，增强了公司资本实力。此外，2017-2019 年公司获得松滋市财政局拨付的财政补贴资金等合计分别为 0.43 亿元、0.98 亿元和 0.71 亿元，占同期利润总额的比重分别为 37.09%、84.21%和 56.38%。
- 湖北担保提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平。经中证鹏元综合评定，湖北担保主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- 公司整体资产流动性较弱。截至 2020 年 6 月末，公司施工成本及土地使用权账面价值合计 102.07 亿元，占期末总资产的 70.29%，受限资产占总资产的 24.76%，且应收款项（应收账款和其他应收款）账面价值合计占期末总资产的 14.05%，应收对象主要为松滋市财政局及当地国企，回款时间不确定，占用较多资金，公司整体资产流动性较弱。
- 公司面临较大的资金支出压力。截至 2020 年 6 月末，公司主要在建的基础设施和房地产建设项目尚需投资 70.08 亿元，前期投入主要依靠公司自筹，未来面临较大的资金支出压力。
- 公司有息债务规模较大且快速增长，面临较大的债务压力。截至 2020 年 6 月末，公司有息债务规模为 55.75 亿元，较 2019 年末增长 21.40%，占期末负债总额的 61.54%，且 EBITDA 利息保障倍数处于较低水平，公司面临较大的债务压力。
- 公司存在一定的或有负债风险。截至 2020 年 6 月末，公司控股子公司松滋市金财融资性投资担保有限公司（以下简称“金财担保”）在保余额为 6.47 亿元，2019 年末担保放大倍数为 3.61，担保收入难以覆盖担保代偿余额，需持续关注其代偿风险。2020 年 6 月末公司对外担保余额（不含金财担保在保余额）合计为 1.53 亿元，与期末净资产之比为 2.80%，其中对民营企业的担保余额为 0.24 亿元，占比 15.68%。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,452,200.55	1,251,414.71	1,076,244.17	1,015,181.88
所有者权益	546,368.69	544,833.18	521,470.42	522,432.41
有息债务	557,478.79	459,213.52	419,423.33	446,317.72
资产负债率	62.38%	56.46%	51.55%	48.54%
现金短期债务比	1.60	1.29	1.51	5.03
营业收入	31,907.89	80,135.97	58,294.52	48,559.41
营业外收入	8,129.98	7,078.57	9,775.91	2,698.25
利润总额	1,584.29	12,536.06	11,641.54	11,643.03
综合毛利率	8.34%	16.84%	19.39%	19.67%
EBITDA	-	20,139.80	15,094.54	13,596.00
EBITDA 利息保障倍数	-	0.97	0.74	0.95
经营活动现金流净额	-40,518.29	3,274.82	3,813.09	-343,518.08
收现比	2.32	2.29	2.89	0.74

注：上表中标“-”表示未获得相关数据。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，中证鹏元整理

湖北担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,342,846.84	831,788.82	874,419.51
所有者权益	1,045,220.74	720,857.22	675,768.19
营业总收入	38,952.58	68,613.54	132,154.39
在保余额	2,994,300.00	1,676,478.77	2,270,259.04
融资担保业务放大倍数	2.30	2.12	2.85

资料来源：湖北担保 2017-2019 年审计报告及湖北担保提供，中证鹏元整理

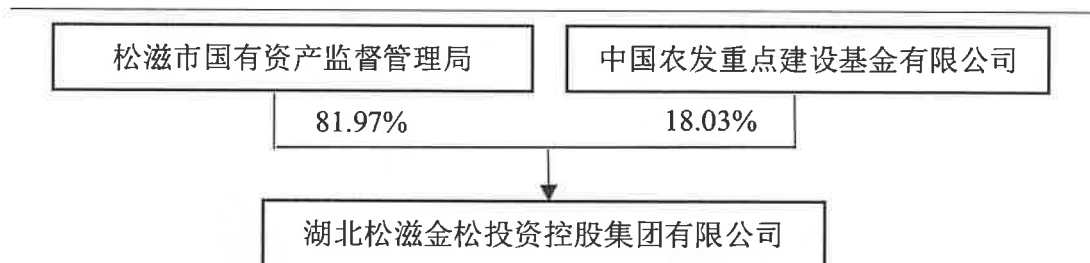
一、发行主体概况

公司原名为湖北松滋金松投资开发有限公司（以下简称“松滋金投”），是根据《关于投资组建湖北松滋金松投资开发有限公司》（松国资字（2013）1号）文件批准，由松滋市国有资产经营有限公司（以下简称“松滋国资公司”）和松滋市金犀牛纺织服饰有限公司（以下简称“金犀牛公司”）于2013年6月13日共同出资设立的。公司成立时注册资本为1.00亿元，股东松滋国资公司和金犀牛公司持股比例分别为99.00%和1.00%。

2016年7月金犀牛公司将其持有的松滋金投1.00%的股权转让给松滋国资公司，转让价款为135万元，转让后松滋国资公司持有松滋金投100.00%的股权。2016年8月松滋市人民政府（以下简称“松滋市政府”）同意松滋国资公司将其持有的松滋金投100.00%的股权无偿转让给松滋市国有资产监督管理局（以下简称“松滋市国资局”），且松滋金投更为现名，注册资本变更为1.58亿元。2016年10月根据《松滋市国有资产监督管理局关于湖北松滋金松投资控股集团有限公司核定公司资本及增加注册资本的批复》，公司注册资本变更为10.00亿元。2018年3月21日中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）对公司增资2.20亿元。

截至2020年8月末，公司注册资本为12.20亿元，实收资本为10.00亿元¹，股东松滋市国资局出资10.00亿元，持股比例为81.97%；农发基金出资2.20亿元，持股比例为18.03%，松滋市国资局为公司控股股东和实际控制人。

图1 截至2020年8月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事松滋市范围内的基础设施和保障房建设等业务。截至2020年6月末，公司合并范围内子公司共有14家，详见附录三。

¹ 农发基金出资的2.20亿元为明股实债，公司将其计入其他应付款。

二、本期债券概况

债券名称：2021年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券；

发行总额：2.60亿元；

债券期限和利率：5年期固定利率；

还本付息方式：每年期末付息一次，同时设置本金提前偿还条款，在本期债券存续期的第3年、第4年、第5年分别按照债券发行总额30%、30%、40%的比例偿还债券本金；

增信方式：本期债券由湖北担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额2.60亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司2020年内即将到期的企业债券本金及利息。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，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。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。疫情在世界范围内蔓延形成对我国经济的第二次冲击，海外订单的减少和

产业链停摆造成出口的下降，最终还会传导至内需。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020 年，在疫情影响下，财政政策将更加积极有为，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019 年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为 3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型；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关政策的出台，城投公司融资环境有所改善

2017 年至 2018 年上半年，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预〔2017〕50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预〔2017〕87 号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 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〔2017〕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，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，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。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〔2017〕23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

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〔2017〕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。

2019 年仍延续 2018 年下半年的政策定调，2019 年 3 月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2017〕10 号），表明要切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级 PPP 项目。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

松滋市拥有湖北省长江南岸唯一的县级水运开放口岸，初步培育了白酒酿造、农副产品加工等产业集群，经济实力不断增强

松滋市为县级市，隶属湖北省荆州市管辖，位于湖北省西南部，东临荆州，西连宜昌，南接武陵，北滨长江，土地总面积2,235平方公里，下辖16个乡（镇）、1个开发区，2019年末全市常住人口76.76万人。2017-2019年松滋市人均GDP分别为35,143元、37,087元和44,786元，占全国人均GDP的比重偏低。

交通方面，松滋市拥有22.5公里长江深水岸线资源，焦柳铁路、江南高速和荆松宜一级公路穿境而过，距三峡国际机场不到百里，荆州港松滋港区通江达海，是湖北省长江南岸唯一的县级水运开放口岸。

自然资源方面，松滋市矿产资源丰富，可供开采的矿产资源有石油、煤、岩盐、硅铁石等22种，其中煤储量2,580万吨、岩棉储量42亿吨、硫铁矿储量1,600万吨以上、石油已探明储量2,000万吨以上。松滋市是国家优质商品粮、优质棉、优质水果和优质水产品生产基地，也是全国首批、湖北第一生猪调出大市，温氏、襄大两大国家级农业产业化龙头企业落户松滋。

旅游资源方面，松滋市已建成淦水、卸甲坪两大核心景区，其中淦水风景区（AAAA景区）是国家级风景名胜区。2017-2019年松滋市全市分别接待旅客350万人次、390万人次和540万人次，分别同比增长17.8%、11.4%和38.5%；旅游综合收入分别为24.0亿元、28.0亿元和48.5亿元，分别同比增长18.5%、16.7%和73.2%，旅游业拉动松滋市第三产业快速发展。

近年来，相继有中国葛洲坝集团、湖北宜化集团、台湾荣成纸业等12家国内外500强、上市公司来松滋投资兴业，已建成临港、城东两大园区，“一轴两园”工业集聚格局基本形成。初步培育了白酒酿造、农副产品加工、化工建材、机械电子、纺织服装等一批产业集群。近年松滋市经济实力稳步提升，2017-2019年分别实现地区生产总值270.11亿元、285.05亿元和343.78亿元，按可比价格计算，同比增速分别为7.7%、6.1%和9.4%。受新冠疫情影响，预计2020年松滋市经济下行压力加大。产业结构方面，松滋市三次产业结构由2017年的15.7：49.6：34.7调整为2019年的12.9：45.6：41.5，第三产业占比有所提升。

长江经济带和洞庭湖生态经济区两大国家战略实施给松滋市带来了新的发展机遇，2017-2019年松滋市工业增加值分别为113.05亿元、129.24亿元和142.42亿元，增速呈增长趋势。2019年全市工业用电量为14.40亿千瓦时，同比增长9.4%。2019年松滋市全年白酒

产量达3,370.70万升,同比增长10.7%;机制纸及纸板83.46万吨,同比增长50.0%;服装1,680万件,同比增长17.4%;电光源14,675万只,同比减少15.2%。投资方面,近年松滋市固定资产投资(不含农户)持续增长,2017-2019年同比增速分别为9.9%、7.1%和16.2%。松滋市房地产市场景气度较高,2019年全市完成房地产投资29.16亿元,同比增长12.7%;商品房销售面积46.20万平方米,同比增长22.4%;实现商品房销售额22.66亿元,同比增长42.7%。2017-2019年松滋市社会消费品零售总额分别为136.32亿元、150.70亿元和168.11亿元,是地方经济增长的重要支撑。松滋市年末金融机构存、贷款余额均持续增长,为地方经济发展提供良好的金融环境。

表 1 2017-2019 年松滋市主要经济指标及变化情况(单位:亿元)

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值(GDP)	343.78	9.4%	285.05	6.1%	270.11	7.7%
第一产业增加值	44.38	3.3%	41.42	3.0%	42.48	3.9%
第二产业增加值	156.69	11.6%	143.31	6.9%	133.84	7.8%
第三产业增加值	142.71	8.8%	100.32	6.4%	93.79	9.2%
工业增加值	142.42	12.7%	129.24	7.3%	113.05	8.9%
固定资产投资(不含农户)	204.92	16.2%	176.35	7.1%	301.02	9.9%
社会消费品零售总额	168.11	11.6%	150.70	10.5%	136.32	10.7%
存款余额	406.10	8.5%	374.32	2.7%	364.48	8.7%
贷款余额	180.89	15.6%	156.49	8.4%	144.31	23.0%
人均 GDP(元)	44,786		37,087		35,143	
人均 GDP/全国人均 GDP	63.17%		57.37%		58.91%	

资料来源:松滋市 2017-2019 年国民经济与社会发展统计公报,中证鹏元整理

2019年松滋市全市实现一般公共预算收入18.21亿元,同比增长2.0%,其中税收收入12.26亿元,占一般公共预算收入的比重为67.3%。受新冠疫情影响,2020年松滋市全市一般公共预算收入或有所下滑。2019年松滋市一般公共预算支出为59.41亿元,财政自给率(一般公共预算收入/一般公共预算支出)为30.65%,财政自给能力较弱。

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》和其他有关法律、行政法规,制订了《湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司章程》,建立了公司法人治理结构,设有董事会和监事会,不设股东会。组织架构方面,公司根据公司定位、业务特点及需要设置了投资发展部、资产经营部、工程管理部、招标采购部等职能部门。

公司由松滋市国资局和农发基金²作为出资人履行对公司的监督管理职责。董事会由3人组成，由松滋市国资局委派2人，公司职工代表大会选举产生1人，董事会设董事长1人，由松滋市国资委从董事会成员中指定。监事会由5人组成，由松滋市国资局委派3人，公司职工代表大会选举产生2人，监事会设监事长1人，由松滋市国资委从监事会成员中指定。公司设总经理1名，副总经理5名，总经理可由董事兼任，副总经理协助总经理工作。总经理、副总经理人选由松滋市国资委提名，由董事会聘任或解聘。

财务管理方面，公司制定了《财务管理制度》，能够独立进行财务决策。工程管理方面，公司制定了《工程项目管理制度（试行）》、《招标投标管理制度（试行）》等相关制度。行政管理方面，公司制定了《会议管理制度（试行）》、《公文管理制度（试行）》和《保密制度（试行）》等相关制度。人力资源管理方面，公司制定了《员工招聘管理办法》《绩效考核制度》等相关制度，以优化人力资源配置，促进公司健康发展。

六、经营与竞争

公司主要从事松滋市基础设施和保障房建设、房屋销售等业务，近年上述业务收入合计占同期营业收入的比重均在87%以上，为公司收入的主要来源。伴随项目持续推进，结算金额较大，2019年金松·尚含绿城等项目开始确认房屋销售收入，2017-2019年公司营业收入复合增长率为28.46%。因保障房建设项目结算进度较慢，近年保障房建设收入持续下降，2019年同比下降93.73%至0.08亿元，2020年1-6月为0.11亿元，因暂估成本较高，当期处于亏损状态。公司其他业务主要包括租赁经营、委贷收益和资金占用费，整体盈利水平较高，对利润具有一定贡献。

毛利率方面，近年公司综合毛利率持续下降，2019年降至16.84%，主要系毛利率较高的保障房建设业务收入规模大幅下降，以及担保业务代偿金额增加、费率下调等所致。因收入占比较大的房屋销售业务部分项目补提成本，且销售均价有所下降，2020年1-6月公司综合毛利率进一步降至8.34%。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
基础设施建设收入	16,092.37	15.87%	42,754.25	15.87%	40,614.04	15.87%	27,798.79	14.17%
房屋销售收入	10,870.65	-17.89%	32,015.21	13.63%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
保障房建设收入	1,064.13	-0.16%	841.54	15.87%	13,417.48	15.87%	16,254.09	14.17%

² 根据相关合同，农发基金不向公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的日常正常经营。

担保收入	466.62	-27.36%	930.03	-11.78%	1,235.67	7.66%	1,470.60	29.52%
其他收入	1,343.80	19.98%	913.41	8.45%	547.17	90.54%	526.85	98.97%
其他业务小计	2,070.33	92.34%	2,681.52	83.57%	2,480.16	86.13%	2,509.08	93.89%
合计	31,907.89	8.34%	80,135.97	16.84%	58,294.52	19.39%	48,559.41	19.67%

注 1: 公司未经审计的 2020 年半年度财务报告中关于 2020 年 1-6 月的保障房建设收入及房屋销售收入有误, 房屋销售收入中 1,064.13 万元应为保障房建设收入。

注 2: 其他业务收入包括租赁经营收入、委贷收益及资金占用费。

资料来源: 公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告, 中证鹏元整理

基础设施和保障房建设业务收入整体呈增长趋势; 主要在建项目已投资待结算金额较大, 业务可持续性较好, 同时面临较大的资金支出压力

公司基础设施建设和部分保障房项目采用委托代建模式。松滋市政府授权松滋市财政局与公司分别就保障房和基础设施建设项目签订《项目委托代建(管)协议》, 约定公司作为项目建设主体, 在项目建设期间行使建设的权利, 该授权为不可撤销的独家授权。项目建设期内, 公司负责工程项目质量、投资、进度控制等工作, 建设资金主要来源于公司自筹。项目的委托代建(管)资金为代建(管)项目实际发生成本加上项目代建(管)管理费, 代建管理费一般为项目建设成本的20%。公司每年按实际建设情况确认当年的项目建设成本, 并将实际支出的建设成本及提取的管理服务费确认代建业务收入。

基础设施建设业务方面, 随着项目不断进行结算, 2017-2019年公司基础设施建设收入复合增长率为24.02%, 2020年上半年为1.61亿元, 占同期营业收入的比重均在50%以上, 为公司营业收入的重要来源。保障房建设业务方面, 公司保障房建设收入主要来源于言程安置房、南城嘉园安置小区、美丽佳园一二期安置小区等项目, 因项目结算进度较慢, 近年保障房建设收入有所下降, 2020年1-6月为0.11亿元。受营改增因素影响, 2018年及2019年基础设施和保障房建设业务毛利率较2017年小幅上升至15.87%。

截至2020年6月末, 公司主要在建的基础设施及房地产建设项目包括金投新城壹品、白云新城二期建设项目等, 该等项目计划总投资135.38亿元, 已投资65.30亿元, 尚需投资70.08亿元, 考虑到项目前期投入主要依靠公司自筹, 公司面临较大的资金支出压力。其中, 代建模式下的项目大部分已签订代建协议, 截至2020年6月末已投资待结算金额合计为36.12亿元, 且部分自营项目可获得一定规模的经营性收益(2020年6月末已售房地产项目未结转金额为28.25亿元), 未来收入较有保障。

松滋市沿江片区涉农棚户区改造项目为“17松滋债”募投项目, 预计可获得住宅、商铺和车位销售收入合计12.37亿元; 该项目原计划于2018年12月建设完毕, 受项目建设资金到位不及时等的影响, 项目建设进度低于预期。截至2020年6月末, 上述项目已确认收入1.28亿元(来自子项目言程安置房建设项目和南城嘉园安置小区), 尚需投资2.97亿元。

城西片区城中村棚户区改造项目为“20松滋01”及“20松滋02”募投项目，包括西流·美丽家园、金松·尚含绿城二期、松江花园二期、白云花园、望月幸福新村三期，预计可获得住宅、商铺和车位销售收入合计8.13亿元。截至2020年6月末上述项目已确认收入（来自子项目白云花园）2.21亿元。松江花园安置小区三期及配套基础设施建设项目、松滋市城市停车场建设项目为“20松滋债”募投项目，项目收入主要来自住宅、商铺和车位销售收入等，上述两个项目暂未实现收入。

表3 截至2020年6月末公司主要在建的基础设施和房地产建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	是否政府代建项目
房地产项目：				
划子嘴棚户区改造项目	27.40	8.83	18.57	是
金投新城壹品	16.05	6.62	9.43	否（收入来源于住宅、商业用房、车库销售收入）
松滋市沿江片区涉农棚户区改造项目	9.59	6.62	2.97	否（收入来源于住宅、商业用房、车库销售收入）
金松·尚含绿城	6.20	5.20	1.00	否（收入来源于安置房和商品房销售）
城西片区城中村棚户区改造项目	5.04	1.82	3.22	否（收入来源于住宅、商业用房、车库销售收入）
松江花园安置小区三期及配套基础设施建设项目	3.56	0.93	2.63	否（收入来源于住宅、商业用房、车库销售收入）
永兴小区、丝线湖小区	2.00	0.02	1.98	是
南城嘉园安置小区	2.50	0.58	1.92	是
小计	72.34	30.62	41.72	-
基础设施建设项目：				
白云新城二期建设项目	16.00	14.90	1.10	是
白云新城城市综合体项目	15.00	10.04	4.96	是
松滋市城市停车场建设项目	5.28	3.16	2.12	否（收入源于停车、商业建筑出售、充电服务收入等）
松滋市临港新区建设项目	3.00	2.24	0.76	是
小南海生态涵养区项目	2.64	2.42	0.22	是
城南片区项目	3.85	0.81	3.04	是
南海镇区域征地项目	3.58	0.87	2.71	是
松滋市金松现代新城区建设项目	13.69	0.24	13.45	是
小计	63.04	34.68	28.36	-
合计	135.38	65.30	70.08	-

资料来源：公司提供

2019年公司新增的房屋销售收入规模较大，且已售待结算金额及剩余可售面积均较大，未来业务可持续性较好

公司2019年新增的房屋销售业务主要由子公司湖北松滋金投置业有限公司（以下简称

称“金投置业”)负责经营。金投置业成立于2016年5月,注册资本为3.00亿元,主营房地产开发经营、物业管理等业务,拥有房地产开发四级资质。2019年及2020年1-6月公司房屋销售收入主要来源于金松·尚含绿城、玉岭花园小区等安置房和商品房项目,具体如表4所示,销售对象包括周边拆迁居民及刚需、改善型客户等个人客户。

表4 2019年及2020年1-6月公司房屋销售收入明细(单位:万元)

项目	2020年1-6月		2019年	
	确认收入	确认成本	确认收入	确认成本
金松·尚含绿城	9,126.33	11,349.60	18,552.97	17,139.79
玉岭花园小区	118.67	78.66	9,544.77	7,502.64
白云花园	492.89	469.42	1,719.93	1,340.17
蓝天雅苑	686.66	576.21	1,168.33	967.56
其他零星项目	446.10	341.60	1,029.21	700.65
合计	10,870.65	12,815.50	32,015.21	27,650.81

资料来源:公司提供

2020年1-6月公司房屋销售业务出现亏损,主要系当期补提金松·尚含绿城部分成本所致;除金松·尚含绿城外,其余项目结转部分多为安置房,导致同期结算均价较低。截至2020年6月末,公司房产销售项目(不含保障房)已售未结算金额合计28.25亿元,其中商品房剩余可售面积14.27万平方米,未来能给公司贡献一定规模的房屋销售收入。但公司房屋销售受市场波动影响较大,未来收入规模和盈利水平存在一定的波动性。

表5 2019年及2020年1-6月公司房屋销售业务情况(单位:万平方米、万元、元/平方米)

时间	结转房屋销售面积	确认收入	确认收入结算均价	毛利率
2020年1-6月	4.47	10,870.65	2,432.91	-17.89%
2019年	9.13	32,015.21	3,505.90	13.63%

资料来源:公司提供

近年公司担保收入难以覆盖担保代偿余额,业务趋于亏损状态,需持续关注其代偿风险

担保业务为公司控股子公司金财担保的主营业务。2019年前金财担保的担保费率基准为2.65%(下岗再就业不收取保费),新冠疫情后为支持当地企业发展,2020年金财担保将担保费率降至2.00%以下,部分担保对象免收担保费。金财担保的担保对象主要为中小微企业及个人客户,单笔担保金额一般不超过1,000万元,担保期限以一年为主。对于代偿客户,当约谈及债务重组均无效时,公司会采取诉讼追偿。截至2020年6月末,在保余额单笔金额前十的企业均存在诉讼、被法院强制执行、列为失信被执行人等情况,公司存在一定的代偿风险。

在经济面临下行压力,去杠杆及融资有所收紧的宏观环境下,近年公司担保收入持续

下降；担保业务毛利率由2017年的29.52%下降至2020年1-6月的-27.36%，2019年末担保放大倍数为3.61。此外，近三年公司担保收入均难以覆盖担保代偿余额，需持续关注其代偿风险。

表6 金财担保业务经营指标（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
担保收入	466.62	930.03	1,235.67	1,470.60
担保发生额	27,775.00	62,808.82	67,001.00	65,536.00
在保余额	64,666.02	68,379.40	62,258.50	56,173.00
担保代偿余额	1,760.92	1,670.63	1,465.42	2,155.15
担保代偿率	3.94%	2.56%	3.00%	3.84%
当期代偿回收率	38%	43%	63%	81%

注1：2019年公司发生过桥担保9.05亿元，为保持前后口径一致，上表中担保发生额未将过桥担保发生额计算在内。

注2：担保发生额为当年新增的担保金额；担保代偿率=当年新增担保代偿额/当年累计解除的担保额。

资料来源：公司提供

近年公司在资产注入及财政补助等方面获得外部较大的支持

作为松滋市基础设施及保障房建设的重要主体，近年公司获得当地政府在资产注入、财政补助等方面的较大支持。

资本注入方面，2014-2019年及2020年1-6月公司累计获得当地政府资本性投入合计46.64亿元，其中货币资金投入41.39亿元（其中9.00亿元于2016年转增实收资本）。2014年实物资产划拨主要为松滋市政府根据《关于明确湖北金松投资开发有限公司成为城西工业园国有资产投资主体的请示》批复同意划入公司的城西工业园建设项目等一系列国有资产。2015年增加对子公司投资主要为松滋市财政局增加对金财担保0.38亿元投资。2017年松滋市政府向公司无偿划入湖北荆松公路建设管理有限公司30%的股权，入账价值为0.98亿元，该股权已于2018年被划出。2019年公司获得松滋市政府注入的土地及房产合计1.29亿元。2020年上半年松滋市国资局向公司划入房产及松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司股权合计0.14亿元。

财政补贴方面，2017-2019年公司分别确认财政补贴0.43亿元、0.98亿元和0.71亿元，主要为松滋市财政局支持公司经营发展所给予的补助资金，占同期利润总额的比重分别为37.09%、84.21%和56.38%，是公司利润的有利补充。

表7 近年公司资本公积变动情况（单位：万元）

年份	拨入货币资金	划拨实物资产	增加对子公司投资	股权划拨	合计
2014年	38,805.00	34,431.85	0.00	0.00	73,236.85

2015 年	192,677.82	0.00	3,753.75	0.00	196,431.57
2016 年	45,097.70	0.00	0.00	0.00	45,097.70
2017 年	137,323.00	0.00	0.00	9,808.00	147,131.00
2018 年	0.00	0.00	0.00	-9,808.00	-9,808.00
2019 年	0.00	12,911.83	0.00	0.00	12,911.83
2020 年 1-6 月	0.00	224.99	0.00	1,171.08	1,396.07
合计	413,903.52	47,568.67	3,753.75	1,171.08	466,397.02

注：2016 年划入的 4.51 亿元货币资金中 3.81 亿元计入资本公积，剩余 0.70 亿元计入实收资本，当年从资本公积转增股本 8.30 亿元。

资料来源：公司提供

七、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）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年审计报告及未经审计的2020年半年度财务报告。截至2020年6月末，公司合并范围内子公司共14家，近年合并范围变动情况具体如表8所示。

表 8 2017 年至 2020 年 6 月公司合并报表范围变化情况

时间	变动方向	子公司名称	年末合并家数
2020 年 6 月	增加	松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司	14 家
2019 年	增加	松滋市金松石化油气经营有限公司	13 家
		松滋金投医养有限公司	
		松滋金投工业投资开发有限公司	
2018 年	增加	松滋金投商业开发有限公司	10 家
		松滋市金松石油有限公司	
		松滋市金投石油有限公司	
		松滋金松金融信息服务有限公司	
2017 年	增加	湖北金投物业管理有限公司	6 家

资料来源：公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年半年度财务报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，施工成本及土地资产占比较高，应收款项对资金形成一定占用，受限资产规模较大，整体资产流动性较弱

随着资本的注入及融资规模的加大，近年公司资产总额持续增长，2017-2019年复合增长率为11.03%，2020年6月末进一步增至145.22亿元。从资产结构来看，公司流动资产占比较高。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	82,316.19	5.67%	66,251.25	5.29%	66,707.81	6.20%	166,707.24	16.42%
应收账款	1,156.11	0.08%	678.57	0.05%	37,123.51	3.45%	24,760.88	2.44%
其他应收款	202,821.06	13.97%	131,621.11	10.52%	120,787.84	11.22%	106,740.07	10.51%
存货	983,419.24	67.72%	885,937.96	70.79%	725,667.56	67.43%	604,726.21	59.57%
其他流动资产	27,741.26	1.91%	24,244.13	1.94%	22,238.37	2.07%	29,640.00	2.92%
流动资产合计	1,307,230.21	90.02%	1,121,920.53	89.65%	1,002,417.52	93.14%	952,038.64	93.78%
投资性房地产	14,672.87	1.01%	13,556.12	1.08%	10,551.39	0.98%	4,997.61	0.49%
在建工程	59,047.53	4.07%	47,934.02	3.83%	32,902.68	3.06%	30,912.04	3.04%
无形资产	46,834.61	3.23%	44,298.91	3.54%	25,957.03	2.41%	13,931.95	1.37%
非流动资产合计	144,970.34	9.98%	129,494.18	10.35%	73,826.65	6.86%	63,143.24	6.22%
资产总计	1,452,200.55	100.00%	1,251,414.71	100.00%	1,076,244.17	100.00%	1,015,181.88	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2020年6月末余额为8.23亿元，其中1.85亿元货币资金使用受限，系子公司金财担保对外担保的存出保证金。近年公司应收账款大幅波动，主要为应收工程款，其中2019年应收账款同比减少3.64亿元，主要系项目回款较多所致。近年公司其他应收款持续增长，2020年6月末增至20.28亿元，主要为应收松滋市财政局及当地国企的往来款，回款时间不确定，占用公司较多资金。截至2020年6月末，公司应收松滋市财政局6.03亿元，账龄在1年以内；应收松滋市金源城市投资开发有限公司（国企）5.68亿元，账龄在3年以内；应收湖北荆松公路建设管理有限公司（国企）5.60亿元，账龄1至2年。其他流动资产主要包括应交税费借方余额和委托贷款。

存货为公司最重要的资产，主要包括施工成本和开发成本，其中施工成本为房地产及基础设施建设投资成本；开发成本为土地使用权。随着房地产及基础设施建设项目不断推进，施工成本规模由2017年末的35.98亿元增至2020年6月末的70.51亿元，占存货账面价值的比重增至2020年6月末的71.69%；2020年6月末开发成本为26.80亿元，占期末存货账面价值的27.25%。

截至2020年6月末，公司已办理产权证的土地使用权共60宗，面积合计268.05万平方米，账面价值合计46.81亿元，用途包括批发零售用地、城镇住宅用地、综合用地及其他

商服用地等，性质均为出让。2020年6月末列入存货-开发成本中的31宗土地使用权账面价值合计为26.80亿元，其中占期末总资产17.42%的土地使用权已用于抵押；计入存货-施工成本的土地均为房地产项目建设配套用地，其中账面价值合计为4.63亿元的3宗地块已用于抵押。值得关注的是，公司另有9宗土地使用权尚未办理产权证（已摘牌但尚未办证），土地资产情况详见表10。截至2020年6月末，公司已全部缴纳土地出让金，土地资产中抵押地块合计28宗，账面价值合计31.60亿元，占全部土地资产账面价值的58.68%。

近年公司投资性房地产持续增长，2020年6月末账面价值为1.47亿元，主要为保障房项目的商铺资产。随着项目建设资金的持续投入，公司在建工程持续增长，2020年6月末增至5.90亿元，主要包括驾考中心项目、全民健身中心项目等公司自建项目。受公司购置土地影响，无形资产逐年增长，2020年6月末增至4.68亿元，主要为土地使用权，均为出让性质用地，用途包括商务金融、批发零售、仓储等，其中账面价值为1.68亿元的土地已用于抵押。

表 10 截至 2020 年 6 末公司土地资产情况（单位：宗、平方米、万元）

所在科目	已办理土地使用权证土地			尚未办理土地使用权证土地		
	数量	面积	账面价值	数量	面积	账面价值
存货						
开发成本	28	1,455,273.89	265,198.65	3	128,441.00	2,766.14
施工成本	19	701,325.13	155,225.94	6	272,678.00	67,705.04
投资性房地产	3	30,521.60	1,079.74	0	0.00	0.00
无形资产	10	493,420.68	46,584.31	0	0.00	0.00
合计	60	2,680,541.30	468,088.64	9	401,119.00	70,471.18

资料来源：公司提供

整体来看，截至2020年6月末，公司施工成本及土地使用权账面价值合计102.07亿元，占期末总资产的比重为70.29%，使用受限资产合计35.96亿元，占期末总资产的24.76%；应收账款和其他应收款账面价值合计为20.40亿元，占期末总资产的14.05%，应收对象主要为松滋市财政局及当地国企，回款时间不确定，占用公司较多资金，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司未来收入较有保障，资产减值损失和期间费用较大侵蚀利润，2020年上半年营业利润出现亏损，利润较依赖于政府补贴

公司营业收入主要来源于保障房及基础设施建设收入，以及2019年新增的房屋销售收

入。2017-2019年和2020年1-6月公司分别实现营业收入4.86亿元、5.83亿元、8.01亿元和3.19亿元。截至2020年6月末，公司主要代建项目已投资待结算金额合计36.12亿元，房产销售项目（不含保障房）已售未结算金额合计28.25亿元，剩余可售面积14.27万平方米，未来收入较有保障。受保障房建设收入大幅下降、房屋销售业务补提成本和售价下降等因素的影响，近年公司综合毛利率持续下降。

2018年公司期间费用增至0.55亿元，且计提了0.32亿元坏账准备，导致2018年公司营业利润较2017年下降78.06%。2019年松滋市土地储备中心收储了公司3宗土地（土地证号分别为松国用（2014）第2450号、松国用（2014）第2451号、松国用（2014）第2452号，面积合计138,662.04平方米），由于收储价格高于原招拍挂价格，公司确认资产处置损益1.11亿元，带动公司当年营业利润同比增长1.84倍。公司资产减值损失主要为委贷业务及担保业务的坏账损失，加之财务费用等期间费用侵蚀利润，2020年上半年公司营业利润出现亏损。

财政补贴方面，2017-2019年公司获得的财政补贴分别为0.43亿元、0.98亿元和0.71亿元，占同期利润总额的比重分别为37.09%、84.21%和56.38%。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
营业收入	31,907.89	80,135.97	58,294.52	48,559.41
营业成本	29,247.57	66,643.06	46,991.93	39,007.13
销售费用	964.94	1,722.73	1,556.60	329.11
管理费用	1,812.07	2,905.30	1,961.76	1,025.90
财务费用	3,479.96	7,004.86	2,000.69	362.87
其他收益	7.54	6.16	39.02	1,641.65
资产减值损失	-1,048.26	-5,595.49	-3,188.89	-437.80
资产处置收益	0.00	11,079.60	0.00	-6.53
营业利润	-6,460.84	5,634.36	1,981.23	9,029.43
营业外收入	8,129.98	7,078.57	9,775.91	2,698.25
利润总额	1,584.29	12,536.06	11,641.54	11,643.03
综合毛利率	8.34%	16.84%	19.39%	19.67%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，主要在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金支出压力

2018-2019年及2020年1-6月公司预收购房款及项目建设款规模较大，销售商品、提供劳务收到的现金规模较大，收现比均在2.00以上。公司其他与经营活动有关的现金主要为往来款，规模波动较大。2017-2019年及2020年1-6月公司经营活动产生的现金流量净额分别为-34.35亿元、0.38亿元、0.33亿元和-4.05亿元，整体表现较差。

投资活动主要为对自建项目的投入，银行理财产品的投资和赎回，往来借款及委托贷款等，2017-2019年及2020年1-6月均表现为现金净流出。由于经营活动产生的现金流量净额较小，且投资活动资金缺口较大，公司主要通过银行借款、发行债券及松滋市财政局的资本注入来弥补，其中2017年及2020年1-6月筹资力度相对较大，筹资活动现金净流入分别为38.67亿元和8.05亿元。考虑到2020年6月末公司主要在建的房地产及基础设施建设项目尚需投资70.08亿元，公司面临较大的资金支出压力。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020 年 1-6 月	2019 年	2018 年	2017 年
收现比	2.32	2.29	2.89	0.74
销售商品、提供劳务收到的现金	74,017.97	183,393.99	168,696.02	36,030.78
收到的其他与经营活动有关的现金	13,878.89	193,981.26	79,712.13	223,310.08
经营活动现金流入小计	87,896.86	377,375.25	248,408.15	259,340.86
购买商品、接受劳务支付的现金	115,756.97	285,374.32	175,894.91	239,909.90
支付的其他与经营活动有关的现金	8,918.67	80,274.02	65,206.11	361,166.99
经营活动现金流出小计	128,415.15	374,100.43	244,595.07	602,858.94
经营活动产生的现金流量净额	-40,518.29	3,274.82	3,813.09	-343,518.08
投资活动产生的现金流量净额	-20,676.68	-24,317.79	-52,129.14	-21,000.90
筹资活动产生的现金流量净额	80,547.96	14,732.88	-52,855.55	386,738.48
现金及现金等价物净增加额	19,352.99	-6,310.08	-101,171.61	22,219.50

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，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快速增长，面临较大的债务压力

近年公司负债总额快速增长，2017-2019年复合增长率为19.75%，2020年6月末增至90.58亿元，主要系2020年上半年公司预收购房款及债券发行规模较大所致。所有者权益方面，公司获得外部的支持力度较大，近年所有者权益规模呈增长态势。受上述因素综合影响，公司产权比率由2017年末的94.32%增至2020年6月末的165.79%，所有者权益对负债的覆盖能力大幅减弱。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
负债总额	905,831.87	706,581.53	554,773.75	492,749.47
所有者权益	546,368.69	544,833.18	521,470.42	522,432.41
产权比率	165.79%	129.69%	106.39%	94.32%

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，中证鹏元整理

从负债结构上看，公司非流动负债占总负债的比重持续下降，2020 年 6 月末为 55.85%。因预收购房款和项目建设款规模较大，近年公司预收款项规模快速增长，2020 年 6 月末增至 29.27 亿元。其中，2020 年 6 月末公司预收松滋市财政局 2.38 亿元，其余预收款主要为预收个人的购房款。近年其他应付款规模小幅波动，2020 年 6 月末为 5.74 亿元，主要为应付农发基金 2.20 亿元出资款及其他单位的往来款，其中应付农发基金的款项每年需支付 1.2% 的投资收益³。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,000.00	0.33%	3,000.00	0.42%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
预收款项	292,698.76	32.31%	188,959.00	26.74%	90,045.77	16.23%	7,778.42	1.58%
其他应付款	57,444.98	6.34%	60,455.68	8.56%	57,991.81	10.45%	48,579.60	9.86%
其中：有息部分	22,000.00	2.43%	22,000.00	3.11%	22,000.00	3.97%	22,000.00	4.46%
一年内到期的非流动负债	26,537.90	2.93%	26,537.90	3.76%	22,299.68	4.02%	11,133.33	2.26%
流动负债合计	399,890.98	44.15%	298,905.91	42.30%	179,650.10	32.38%	79,565.08	16.15%
长期借款	311,548.14	34.39%	309,173.67	43.76%	276,527.53	49.85%	314,500.00	63.83%
应付债券	194,392.75	21.46%	98,501.94	13.94%	98,596.12	17.77%	98,684.39	20.03%
非流动负债合计	505,940.89	55.85%	407,675.61	57.70%	375,123.65	67.62%	413,184.39	83.85%
负债合计	905,831.87	100.00%	706,581.53	100.00%	554,773.75	100.00%	492,749.47	100.00%
其中：有息债务	557,478.79	61.54%	459,213.52	64.99%	419,423.33	75.60%	446,317.72	90.58%

注：有息债务包括短期借款、其他应付款中应付农发基金款项、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券，其中其他应付款中应付农发基金款项 2.20 亿元将在 2021 年及 2022 年偿还。

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，中证鹏元整理

近年公司长期借款规模有所波动，2020 年 6 月末为 31.15 亿元，主要用于项目建设，借款利率主要集中在 4.9%-6.6% 之间。2020 年 1-6 月公司债券发行规模较大，2020 年 6 月末应付债券余额为 19.44 亿元，包括公司于 2017 年发行的规模为 10.00 亿元的“17 松滋金投债”，以及 2020 年发行的规模分别为 4.00 亿元、8.20 亿元、1.00 亿元的“20 松滋

³公司注册资本为 12.20 亿元，其中农发基金出资的 2.20 亿元未计入实收资本。

01”、“20 松滋金投债”、“20 松滋 02” 债券。

截至 2020 年 6 月末，公司有息债务规模为 55.75 亿元，占期末负债总额的 61.54%，较 2019 年末增长 21.40%，其中短期有息债务规模为 5.15 亿元，现金及现金等价物净增加额较小，公司面临较大的债务压力。

表 15 截至 2020 年 6 月末公司有息债务本息偿还期限分布表（单位：万元）

年份	2020 年 7-12 月	2021 年	2022 年	2023 年及以后
有息债务本金偿还额	8,774.60	41,428.62	49,668.62	457,606.95

资料来源：公司提供

从偿债能力来看，近年公司资产负债率持续增长，2020年6月末增至62.38%。2020年6月末公司现金短期债务比为1.60，短期偿债能力较强。近年公司EBITDA利息保障倍数处于较低水平，有息债务/EBITDA均在22之上，公司利润对债务本息的偿还保障程度较弱。

表 16 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	62.38%	56.46%	51.55%	48.54%
现金短期债务比	1.60	1.29	1.51	5.03
EBITDA（万元）	-	20,139.80	15,094.54	13,596.00
EBITDA 利息保障倍数	-	0.97	0.74	0.95
有息债务/EBITDA	-	22.80	27.79	32.83

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

公司经营产生的现金是本期债券偿债资金的重要保障。2017-2019年及2020年1-6月公司分别实现营业收入4.86亿元、5.83亿元、8.01亿元和3.19亿元，主要来源于基础设施建设保障房建设收入、房屋销售板块收入；同期销售商品、提供劳务收到的现金分别为3.60亿元、16.87亿元、18.34亿元和7.40亿元。截至2020年6月末，公司主要在建的房地产及基础设施建设项目已投资65.30亿元，大部分已签订代建协议或可获得经营性收益，房产项目（不含保障房）已售未结算金额合计28.25亿元，其中商品房项目剩余可售面积14.27万平方米，未来能持续给公司贡献一定的收入。但需关注公司保障房及基础设施建设项目尚需投资规模较大，资金支出压力较大，且收入确认和资金回流主要取决于项目建设进度和当地政府的财政拨付速度，回款不及时可能会给公司的经营发展和偿债带来压力，以及房

屋销售收入受市场波动影响较大，收入规模存在一定的不确定性。

土地资产的处置或抵押融资是本期债券还本付息的有益补充。截至2020年6月末，公司已办理产权证的土地使用权共60宗，面积合计268.05万平方米，账面价值合计46.81亿元，其中未设定任何抵押、担保或任何第三方权益的土地使用权共32宗，账面价值合计22.25亿元，占全部土地使用权账面价值的41.32%。在偿债出现困难时，公司可通过土地变现或抵押贷款的形式筹措资金用于偿还本期债券本金及利息。但需要关注土地变现速度及价值易受宏观经济、行业政策及当地房地产景气度等因素影响发生波动。

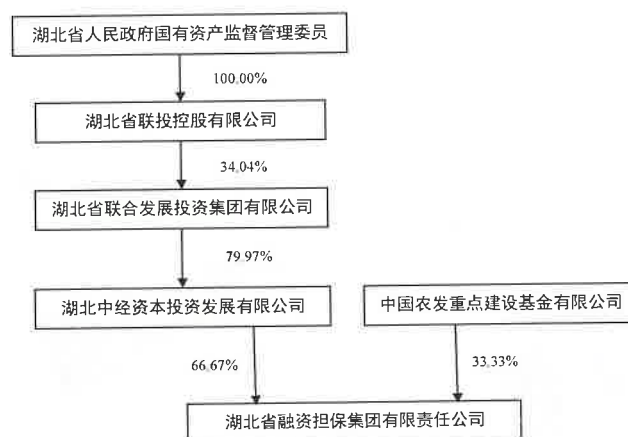
（二）本期债券保障措施分析

湖北担保为本期债券还本付息提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

根据湖北担保2020年9月27日出具的担保函（编号：（2020）年债保字（025-01）号），湖北担保为本期债券还本付息提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。保证的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

湖北担保是湖北省重要的融资担保企业，设立于2005年2月，初始注册资本为0.71亿元。截至2019年末，湖北担保注册资本及实收资本均为75.00亿元。湖北担保控股股东为湖北中经资本投资发展有限公司，实际控制人为湖北省人民政府国有资产监督管理委员会。

图2 截至2019年末湖北担保产权及控制关系



资料来源：湖北担保提供

湖北担保主要经营贷款担保和债券担保等融资性担保业务及委托贷款业务，近年营业

总收入呈下降趋势。受宏观经济增速放缓及部分银行对贷款担保审核趋严影响，湖北担保主动收缩了间接融资担保业务，主要拓展直接融资担保业务，直接融资担保业务被担保企业以城投公司为主，级别主要集中在AA-及AA级别。湖北担保近年来委贷利息收入明显下降，其他业务收入快速增加，其他业务收入主要为融资租赁服务收入，由湖北担保子公司湖北省融资租赁有限责任公司运营。

表 17 2017-2019 年湖北担保营业总收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	18,331.40	47.06%	12,892.29	18.79%	25,405.97	19.22%
减：未到期责任准备金	2,719.56	-	-6,256.84	-	2,044.59	-
委贷利息收入	8,278.23	21.25%	23,250.47	33.89%	86,717.30	65.62%
咨询费收入	2,798.35	7.18%	21,202.55	30.90%	21,354.56	16.16%
其他业务收入	12,264.15	31.48%	5,011.39	7.30%	721.14	0.55%
合计	38,952.58	100.00%	68,613.54	100.00%	132,154.38	100.00%

资料来源：湖北担保 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，湖北担保资产总额为134.28亿元，其中货币资金为55.51亿元，占总资产的比重为41.34%，货币资金充足。2019年度，湖北担保实现营业收入3.90亿元，利润总额7.25亿元。受益于股东增资，湖北担保资本实力增强，2019年末核心资本增加至107.12亿元。

表 18 2017-2019 年湖北担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	555,070.97	289,581.80	279,844.74
总资产	1,342,846.84	831,788.82	874,419.51
所有者权益合计	1,045,220.74	720,857.22	675,768.19
营业总收入	38,952.58	68,613.54	132,154.39
投资收益	51,193.71	13,333.11	0.00
利润总额	72,470.61	63,587.16	93,406.03
净资产收益率	6.16%	6.82%	10.91%
在保余额	2,994,300.00	1,676,478.77	2,270,259.04
核心资本	1,071,243.86	742,667.58	709,182.65
融资担保业务放大倍数	2.30	2.12	2.85
资本充足率	44.55%	48.27%	31.24%

资料来源：湖北担保 2017-2019 年审计报告及湖北担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，湖北担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

九、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告（自主查询版），从2017年1月1日至报告查询日（2020年9月22日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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）或有事项分析

公司存在一定的或有负债风险

截至2020年6月末，公司控股子公司金财担保为多家中小微企业提供担保，在保余额为6.47亿元，占公司2020年6月末合并口径净资产的11.84%。金财担保在保余额单笔金额前十的企业均存在诉讼、被法院强制执行、列为失信被执行人等情况，金财担保存在一定的代偿风险。截至2020年6月末，公司本部对外担保余额合计为1.53亿元，占2020年6月末净资产的2.80%，其中被担保方松滋曲尺河温泉度假村有限公司为民营企业。

表 19 截至 2020 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
松滋曲尺河温泉度假村有限公司	民营企业	1,199.00	2020.9.25	是
		1,200.00	2020.10.6	是
松滋市惠众保障房投资建设开发有限公司	国有企业	12,900.00	2027.5.17	否
合计		15,299.00	-	-

注：本表对外担保金额不包括金财担保期末在保余额。

资料来源：公司提供

附录一 近年公司基础设施建设和保障房收入明细（单位：万元）

时间	项目类别	项目名称	确认收入
2020年1-6月	基础设施建设项目	南海镇区域征地项目	9,509.44
		葛洲坝水泥产能置换项目	3,492.37
		白云南路征地项目	3,090.56
	小计	-	16,092.37
	保障房建设项目	南城嘉园安置小区工程	1,064.13
		小计	1,064.13
2019年	基础设施建设项目	白云新城城市综合体项目	9,890.53
		城南片区项目	9,623.50
		小南海湖片区综合治理开发建设项目	6,994.25
		乐乡公园建设项目	6,710.68
		金松大道西段道路工程	5,019.11
		松滋市金松现代新城区建设项目	2,787.09
		矿港公路建设项目	1,729.10
	小计	-	42,754.25
	保障房建设项目	言程安置房建设项目	841.54
		小计	841.54
2018年	基础设施建设项目	白云新城城市综合体项目	40,614.04
		小计	40,614.04
	保障房建设项目	言程安置房建设项目	1,185.05
		南城嘉园安置小区工程	6,833.44
		美丽佳园一二期安置小区项目	3,512.28
		南湖风景安置房二期工程项目	1,292.36
		（西流）美丽佳园三期安置房建设项目	594.34
		小计	13,417.48
	基础设施建设项目	小南海湖片区综合治理开发建设项目	27,798.79
		小计	27,798.79
2017年	保障房建设项目	言程安置房建设项目	2,792.76
		（西流）美丽佳园三期安置房建设项目	3,688.60
		南湖风景安置房1、2号楼	5,156.37
		飞凤山庄安置房	2,420.43
		太平桥物流园安置区项目	2,195.94
		小计	16,254.09

资料来源：公司提供

附录二 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）	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	82,316.19	66,251.25	66,707.81	166,707.24
其他应收款	202,821.06	131,621.11	120,787.84	106,740.07
存货	983,419.24	885,937.96	725,667.56	604,726.21
总资产	1,452,200.55	1,251,414.71	1,076,244.17	1,015,181.88
预收款项	292,698.76	188,959.00	90,045.77	7,778.42
其他应付款	57,444.98	60,455.68	57,991.81	48,579.60
一年内到期的非流动负债	26,537.90	26,537.90	22,299.68	11,133.33
长期借款	311,548.14	309,173.67	276,527.53	314,500.00
应付债券	194,392.75	98,501.94	98,596.12	98,684.39
总负债	905,831.87	706,581.53	554,773.75	492,749.47
有息债务	557,478.79	459,213.52	419,423.33	446,317.72
所有者权益	546,368.69	544,833.18	521,470.42	522,432.41
营业收入	31,907.89	80,135.97	58,294.52	48,559.41
营业利润	-6,460.84	5,634.36	1,981.23	9,029.43
营业外收入	8,129.98	7,078.57	9,775.91	2,698.25
利润总额	1,584.29	12,536.06	11,641.54	11,643.03
经营活动产生的现金流量净额	-40,518.29	3,274.82	3,813.09	-343,518.08
投资活动产生的现金流量净额	-20,676.68	-24,317.79	-52,129.14	-21,000.90
筹资活动产生的现金流量净额	80,547.96	14,732.88	-52,855.55	386,738.48
财务指标	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	8.34%	16.84%	19.39%	19.67%
收现比	2.32	2.29	2.89	0.74
产权比率	165.79%	129.69%	106.39%	94.32%
资产负债率	62.38%	56.46%	51.55%	48.54%
现金短期债务比	1.60	1.29	1.51	5.03
EBITDA（万元）	-	20,139.80	15,094.54	13,596.00
EBITDA 利息保障倍数	-	0.97	0.74	0.95
有息债务/EBITDA	-	22.80	27.79	32.83

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告，中证鹏元整理

附录三 截至2020年6月30日纳入公司合并报表范围的子公司

子公司名称	注册资本 (万元)	持股 比例	主营业务	取得方式	合并 年份
湖北松滋金投置业有限公司	30,000	100.00%	房地产开发、经营	投资设立	2016 年
松滋金投商业开发有限公司	30,000	100.00%	商业开发	投资设立	2018 年
松滋市金投融资性投资担保有限公司	20,000	88.90%	融资担保	同一控制下的企业合并	2014 年
松滋金投文化产业发展有限公司	10,000	100.00%	文化产业投资和旅游景区开发	投资设立	2016 年
湖北松滋金松路桥投资建设有限公司	10,000	100.00%	道路建设	投资设立	2016 年
松滋金投工业投资开发有限公司	10,000	100.00%	工业项目投资等	投资设立	2019 年
松滋市金投机动车驾驶人考训有限公司	7,000	100.00%	机动车驾驶员考试和训练	投资设立	2014 年
松滋金投医养有限公司	5,000	100.00%	老年人、残疾人养护服务等	投资设立	2019 年
松滋市金松石化油气经营有限公司	2,200	51.00%	润滑油及化工产品销售	投资设立	2019 年
松滋市金松石油有限公司	2,000	100.00%	润滑油及化工产品销售	投资设立	2018 年
松滋市金投石油有限公司	2,000	100.00%	润滑油及化工产品销售	投资设立	2018 年
松滋金松金融信息服务有限公司	2,000	100.00%	金融信息服务	投资设立	2018 年
松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司	1,131	100.00%	机动车驾驶员培训	无偿划转	2020 年
湖北金投物业管理有限公司	500	100.00%	物业管理	投资设立	2017 年

资料来源：公司 2019 年审计报告及未经审计的 2020 年半年度财务报告、公开信息，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
短期有息债务	短期借款+其他应付款中有息部分+1年内到期的非流动负债
长期有息债务	长期借款+应付债券
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)
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期有息债务+长期有息债务

附录五 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。