



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2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

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：



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 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-06-11	2020-08-27

债券概况

债券简称：17孝城投债/PR孝感债

债券剩余规模：13.32亿元

债券到期日期：2027-11-10

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%的比例偿还债券本金，当期利息随本金一起支付

联系方式

项目负责人：何佳欢

hejh@cspengyuan.com

项目组成员：王皓立

wanghl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 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月发行的地下综合管廊建设专项债券（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：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，公司获得的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性偏弱，在建项目资金压力大，总债务规模较大且不断攀升，债务压力较大，存在较大或有负债等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，部分业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.3	2020	2019	2018
总资产	435.36	430.72	388.74	340.08
所有者权益	137.26	136.98	118.21	111.97
总债务	246.34	241.36	213.33	180.90
资产负债率	68.47%	68.20%	69.59%	67.07%
现金短期债务比	0.87	1.01	25.02	13.29
营业收入	1.94	13.74	10.34	7.49
其他收益	0.08	0.54	0.34	0.08
利润总额	0.29	2.80	2.18	0.99
销售毛利率	33.95%	37.37%	38.74%	32.15%
EBITDA	--	4.93	3.45	1.60
EBITDA利息保障倍数	--	0.34	0.27	0.18
经营活动现金流净额	3.13	22.23	8.53	-33.99
收现比	0.92	0.78	1.03	0.50

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

优势

- **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和专营性。**公司是孝感市基础设施项目建设的重要主体，在建项目数量较多且规模较大，业务持续性较好。此外，公司砂石开采及销售业务具有一定区域专营性，客运、供水业务具有区域垄断性，是公司重要的收入来源。
- **公司继续获得较大外部支持。**2020 年公司在股权划转、债务化解和政府补助等方面继续获得政府较大的支持，有效提高了公司的资本实力和利润水平。

关注

- **公司资产流动性偏弱。**公司资产仍主要以部分被抵押的土地资产、负有偿还责任的长期转贷款、待政府支付的项目成本和账龄较长的应收和预付款项为主，整体流动性偏弱。
- **公司在建项目投资规模大，资金压力大。**公司在建项目总投资规模大，后续尚需投入资金多，随着在建项目的不断推进，公司面临的资金压力大。
- **公司总债务规模较大且继续攀升，债务压力较大。**2020 年公司总债务规模继续攀升且规模较大，占总负债比例较高，EBITDA 对利息的保障程度较低，债务压力较大。同时，公司 2021 年需偿还的债务规模较大，短期集中偿付压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**公司存在多笔对中小企业担保，均未采取反担保措施，且 2020 年继续发生代偿情况，存在较大的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年11月公开发行10年期14.80亿元地下综合管廊建设专项债券，募集资金拟用于孝感市中心城区地下综合管廊建设项目。根据公司提供募集资金使用说明，截至2020年6月末，本期债券募集资金已使用完毕。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，注册资本及实收资本仍均为143,000万元。控股股东仍为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”），实际控制人仍为孝感市人民政府国有资产监督管理委员会。公司股权结构图见附录二。

公司仍主要从事孝感市城市基础设施建设、砂石销售及相关、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。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需

持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

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。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导资金服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得

防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

2020年孝感市经济发展受疫情影响较大，固定资产投资及工业生产均出现下滑，随着疫情逐步控制，区域经济呈恢复性增长态势

孝感市紧邻武汉，距武汉天河国际机场仅30公里，近年正积极主动融入武汉空港实验区，加快建设武汉城市圈副中心，深入实施“主城崛起、两带协同、孝汉同城、多元支撑”的区域发展布局。良好的交通区位优势支撑孝感市经济增长加快。

2020年由于COVID-19疫情影响，孝感市经济发展受到较大冲击。当期地区生产总值下降4.5%，三次产业结构由上年的13.5: 42.7: 43.8调整为15.7: 39.2: 45.1，第三产业占比提升。2020年孝感市人均地区生产总值仍处于偏低水平，为全国人均生产总值的61.53%。

2020年，孝感市规模以上工业增加值同比下降5.3%，部分支柱产业受疫情影响较大，全市六大支柱产业（农产品加工、盐磷化工、纸塑包装、高端装备制造、光电子信息、新能源汽车及零部件）增加值同比下降4.3%，其中农产品加工制造（-6.9%）、高端装备制造（-11.4%）两大产业降幅明显。

2020年孝感市全年固定资产投资(不含农户)同比下降20.8%。分领域看，工业生产受疫情影响较大，工业投资意愿大幅下降，当期全市工业投资同比下降31.4%；为加快建设武汉城市圈副中心，疫情控制后，孝感市加快基础设施融通建设，全年基础设施投资同比降幅较一季度收窄。受全市经济下行影响，房地产开发投资和销售均呈现低迷状态，全年房地产开发投资下降12.1%，商品房销售面积和销售额同比分别下降20.8%和19.5%。

2020年孝感市消费需求动力减弱，社会消费品零售总额较上年大幅下降，其中商品零售868.73亿元，下降19.7%；餐饮收入112.51亿元，下降43.0%。孝感市进出口总额实现较快增长，存贷款余额均同比增加，为区域经济提供了较好的金融环境。

表1 孝感市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,193.55	-4.5%	2,301.40	8.0%
第一产业增加值	343.14	1.4%	310.37	3.3%
第二产业增加值	860.66	-8.4%	983.30	9.1%
第三产业增加值	989.75	-2.2%	1,007.73	8.5%
全部工业增加值	798.12	-6.7%	896.18	9.6%
固定资产投资	-	-20.8%	-	12.3%

社会消费品零售总额	981.24	-23.3%	1,213.16	11.8%
进出口总额	110.2	9.6%	100.13 (亿元)	8.6%
存款余额	2,860.24	-	2,594.32	6.15%
贷款余额	1,601.70	-	1,376.53	9.50%
人均 GDP(元)	44,575.29		46,766.92	
人均 GDP/全国人均 GDP	61.53%		65.97%	

注：1、人均GDP=地区生产总值(GDP)/2019年全市常住人口 2、“-”数据未公告。

资料来源：孝感市2019年及2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年孝感市全市地方一般公共预算收入100.17亿元，同比下降26.1%。其中，税收收入77.90亿元，同比下降23.6%。当期地方一般公共预算支出425.26亿元，增长4.0%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为23.56%。

2021年以来，孝感市经济延续了2020年下半年以来恢复性增长态势。2021年一季度孝感地区生产总值为511.02亿元，按可比价格计算，比2020年同期增长55.2%，较2019年同期增长15.59%，主要经济指标均实现大幅增长，规模以上工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售总额、财政总收入较2020年同期分别增长102.6%、282.4%、57.2%、120.2%。总体来看，孝感市经济运行稳步复苏，疫情对于孝感市的负面影响正在逐渐减弱。

五、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，目前仍主要从事城市基础设施建设、砂石销售及相关业务、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，2020年公司营业收入进一步增长，主要受益于砂石销售及相关业务收入的快速增长，该业务仍为公司收入占比最大业务板块。同时，项目建设业务收入规模与上年基本持平，较为稳定。此外，公司水费收入大幅增长，主要系当期结转“三供一业”工程收入所致；客运业务受疫情影响较大，收入出现大幅下滑，咨询、设计及担保业务收入亦有所下滑，但对公司收入贡献有限。

2020年公司销售毛利率为37.37%，相比上年下降1.37个百分点，主要系客运及供水业务毛利率下滑较大所致，其中供水业务毛利率下降主要系“三供一业”工程毛利率较低所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-3月		2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设收入	-	-	21,678.54	10.43%	21,275.57	10.43%
砂石销售及相关业务收入	9,456.62	37.80%	83,372.93	51.49%	50,292.53	55.11%
客运收入	3,675.92	2.29%	10,303.92	-11.96%	16,130.86	7.20%
水费收入	4,359.80	25.40%	18,497.41	23.80%	10,719.90	41.00%

咨询、设计收入	1,877.99	95.56%	2,375.31	80.31%	4,048.12	91.14%
担保费收入	27.10	88.92%	453.77	98.68%	777.55	95.21%
土地出让收入	-	-	-	-	-	-
其他业务	-	-	728.39	87.52%	198.30	73.86%
合计	19,397.43	33.95%	137,410.28	37.37%	103,442.84	38.74%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年城市基础设施建设业务收入较为稳定，目前在建项目规模较大，面临的资金压力大

公司承担的项目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。项目建成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，安排财政资金回购并按协议约定的比例支付公司相应的投资回报，加成比例均为15%。根据《关于孝感市城市建设投资公司工程项目产值确认函》，2020年确认项目收入2.23亿元。

表3 2019-2020年公司工程代建收入确认情况（单位：万元）

项目	2020年确认成本	2020年确认收入
市民之家	19,416.43	22,328.90
合计	19,416.43	22,328.90
项目	2019年确认成本	2019年确认收入
信访中心	3,468.60	3,872.71
汉孝城际铁路孝感东站站前广场及地下空间	7,736.10	8,637.39
市民之家	7,850.81	8,765.47
合计	19,055.51	21,275.57

注：2020年为含税收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2021年3月末，公司主要在建项目计划总投资126.71亿元，已完成投资75.34亿元，后续尚需投资51.37亿元，其中老澴河综合治理项目为综合棚户区改造项目，部分子项目为自营模式，未来主要通过定向安置房、配套商业及车位销售实现收入，其中自营模式项目总投资56.56亿元，已投资36.37亿元。代建项目主要采用政府回购模式，在项目建设前由子公司孝感市澴水建设投资有限公司（以下简称：“澴水投资”）与孝感市住房和城乡建设局签订《政府购买服务协议》，购买服务资金总额由协议约定，分25年进行支付，前三年回购资金为建设期拨付资金，此后为回购期资金。代建模式项目总投资64.54亿元，已投资37.49亿元。随着在建项目的逐步推进，公司面临的资金压力大。

截至2021年3月末，除自营项目外，公司主要在建代建项目计划总投资70.15亿元，已完成投资38.98亿元，后续尚需投资31.17亿元，代建业务可持续性较好。本期债券募投项目孝感市中心城区地下城市综合管廊建设项目为自营项目，未来将通过收取管廊费的方式确认收入，截至2021年3月末募投项目已完工，但尚未达到运营条件。

表4 截至 2021 年 3 月 31 日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	建设期
老澴河综合治理	1,211,000.00	738,535.88	3年
东城区市政道路	5,566.00	1,423.69	5年
新桥路、董湖路	3,293.00	0.80	2年
市委党校	46,900.00	13,105.63	3年
董永东支路	350.00	326.86	2年
合计	1,267,109.00	753,392.86	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

砂石销售及相关业务对公司收入及利润贡献持续增长，业务持续性较好

公司砂石销售业务仍由子公司湖北佳兴控股集团有限公司（以下简称“佳兴控股”）负责运营子公司孝感市顺意矿业有限公司和孝昌顺和矿业有限公司负责，主要为建筑用砂石材料的生产及销售，下游客户主要为孝感当地民营混凝土公司及建筑工程公司。公司采砂权为政府指定授权许可，具有一定区域专营性。2020年公司砂石销售收入同比增长28.23%，经营情况较好，目前砂石销售业务已具备一定量产能力，且公司基础设施建设业务较多，在客户开发上存在一定优势，预计未来砂石销售业务收入持续性较好。

相关业务主要为建筑材料业务及建筑劳务分包业务，建筑材料业务仍由孙公司湖北澴宇装配构件有限公司负责预制构件产销，2020年收入小幅增长。建筑劳务分包业务未老澴河综合治理项目施工方委托佳兴控股作为项目劳务总承包的业务，2020年实现业务收入4.52亿元，同比增长129.44%，利润水平亦较高，老澴河综合治理项目总投资规模较大，后续尚需投资规模较大，未来劳务分包收入持续性较好。

整体来看，2020年公司砂石销售及相关业务收入同比大幅增长65.78%，利润仍保持较高水平，对公司收入及利润贡献持续增长。

表5 近年公司砂石销售业务情况（单位：亿元）

产品种类	年份	年产能	产量	销量	收入
建筑石材料（万吨）	2020年	780	310.16	310.16	1.26
	2019年5月起	500	248.43	248.43	0.74
建筑砂材料（万吨）	2020年	140	218.73	218.73	1.92
	2019年	137	200.85	200.85	1.74
预制购件（万立方米）	2020年	3.52	1.75	2.80	0.63
	2019年	-	4.34	2.02	0.58

注：1、砂材料产能为行政部门审批开采量，实际开采量会大于此数据；2、收入和产销量统计口径存在一定差别，收入为审计报告确认口径。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司客运、供水业务具有一定区域垄断性，受业务转型及疫情影响，客运业务盈利能力有所下滑，供水业务收入及盈利能力逐年增长

公司客运业务由子公司孝感汽车客运集团有限公司（以下简称“客运集团”）和孝感市众益公交集团公司（以下简称“公交集团”）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；公交集团主要经营孝感市区城市公共交通服务及出租汽车客运、汽车维修等业务。2020年客车数量及线路增多主要系开通较多非盈利疫情专线，实际客运业务线路及车辆变化不大。2020年公司实现客运收入1.03亿元，同比下降36.12%，毛利率降至-11.96%，主要受疫情影响，出行受到较大限制。

表6 近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)	收入(万元)	收费情况
客车	2019年	219	47	5,084.47	-
	2020年	302	63	3,340.92	-
公交车	2019年	439	21	5,670.74	1元、2元、
	2020年	469	22	3,219.26	3.5元/

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供水业务主要由子公司孝感市自来水公司（以下简称“自来水公司”）负责运营，自来水公司为孝感市城区唯一供水主体。截至2020年末，公司运行水厂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，2020年公司售水总量6,770吨，同比增长5.12%；漏损率持续下降，当年漏损率为8.4%；实现水费收入1.85亿元，同比大幅增长72.55%，主要系包含“三供一业”工程结转收入所致，未来不具有持续性，受此影响，当期毛利率亦有所下滑，但供水部分盈利能力整体仍较好。供水业务具有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 近年自来水公司经营情况

项目	2020年	2019年
水厂数量（座）	3	3

供水能力（万吨/日）	25	25
供水总量（万吨）	7,391	7,187
售水总量（万吨）	6,770	6,440
管网漏损率（%）	8.4	10.40
服务面积（平方公里）	85	85
供水户数（家）	125,413	97,652
管网长度（公里）	700	695

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，中证鹏元整理

公司担保和咨询设计业务收入规模较小但盈利水平较高，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融资担保有限公司（原名“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，2020年政和担保业务规模继续下降，2020年实现保费收入453.77万元，同比下降41.64%。截至2020年末，在保企业数量下降至35家，在保个人数量33人，在保责任余额1.70亿元，2020年代偿额为2,124万元，当期代偿率为2.3%。公司担保对象主要为中小企业，已连续三年发生代偿，需持续关注该业务代偿风险。

表9 近年政和担保主要经营情况（单位：万元）

项目名称	2020年	2019年
当年安全解除担保责任金额	22,892	39,572
当期发生担保代偿额	527	2,124
期末在保责任余额	17,018	22,045
期末在保企业数量（家）	35	59
期末在保个人数量（人）	33	0
当期代偿率	2.3%	5.4%
平均担保费率	1.05%	2.0%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司咨询、设计收入来自孝感市工程咨询设计集团有限公司，主要为工程建设提供相关咨询和设计服务，2020年实现咨询、设计收入0.24亿元，较上年下降41.32%，经营情况存在一定波动。

当地政府继续在股权划转、债务化解和政府补助方面给予公司支持

2020年，根据《关于湖北澴川国投集团申请将财政资金转为资本公积的批复》，政府同意将公司部分专项应付款转入资本公积，公司资本公积增加16.36亿元。此外，根据《湖北佳兴控股集团有限公司股东会决议》，澴川国投将所持有佳兴控股80%股权以增资形式给予公司，公司资本公积增加0.80亿元。在划出方面，公司子公司孝感市工程咨询公司划入孝感市工程咨询设计集团有限公司，同时对子公司众益公交集团电动车补贴进行了一定账务调整，合计减少资本公积0.39亿元。

2020年公司获得各类补贴合计0.54元，占利润总额的19.34%，提升了公司利润水平。

六、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2019年审计报告、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，审计报告均采用新会计准则。2020年，公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但资金被各项往来款占用较多且账龄较长，土地资产已部分被抵押，资产流动性偏弱

随着公司对外融资规模及在建项目投入的进一步扩大，公司资产规模有所增长，2020年末公司总资产规模同比增长10.80%。

流动资产方面，公司货币资金规模有所波动，截至2021年3月末，0.45亿元货币资金使用受限，主要为贷款保证金。应收账款主要为应收孝感市财政局的未结算工程款，截至2020年末应收孝感市财政局工程款14.54亿元，账龄在2-3年及3年以上的占比超过60%，整体账龄较长。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支付项目及应收账款的说明（孝财函[2015]44号），约定在2020年底前拨付代建项目支付款15.95亿元，根据公司近年情况来看，应收孝感市财政局工程款规模有所波动，但规模仍较大，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棚户区改造项目征地拆迁款，近年随着老澴河棚改项目的推进，规模逐年增长。其他应收款系应收孝感市财政局、孝感市丰翔控股有限公司³、孝感市临空经济区管理委员会、孝感高新技术产业开发区财政局和孝感市长兴投资有限公司等单位的往来款项，上述前五大应收方期末余额合计为45.19亿元，占比其他应收款期末余额合计数的69.72%，前五大应收方为政府单位或地方国有企业。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地方国有企业，公司资金被占用较多，回收时间存在较大不确定性。存货主要为尚未结转代建项目开发成本，2020年增长较大主要系部分其他非流动资产中土地资产及其对应项目开发成本转入。

非流动资产方面，公司可供出售金融资产为按成本计量的对外股权投资，主要为对湖北汉十城际铁

³控股股东为孝感市人民政府国有资产监督管理委员会，持股比例为77.5%。

路有限责任公司的投资（10.48亿元，持股比例3.97%）、湖北联合铁路投资有限公司（7.50亿元，持股比例7.14%）和湖北银行（1.94亿元）等投资款。投资性房地产主要为2018年由固定资产转入的董湖群生社区房屋及建筑物，其中包含14.74亿元评估增值，需要注意的是，董湖群生新社区价值25.69亿元的房屋产权证正在办理中。固定资产主要为2018年政府划拨43家市直单位的门面、孝感东站前广场地下商铺和车库资产及部分在建工程转入所致，收益权归属于公司。在建工程为公司在建和完工未支付的代建项目及部分自营项目，随着公司对项目的持续投入，2020年在建工程规模继续保持快速增长，主要系老澴河综合治理项目投入较多。其他非流动资产主要由土地资产和转贷款构成，截至2020年末，公司其他非流动资产科目下土地账面价值27.95亿元，面积1,243.85亩，主要以商住、商业及住宅为主，仅缴纳土地出让金5.30亿元，其中已抵押土地账面价值11.18亿元，占该科目下全部土地账面价值的40.01%，存在一定变现难度。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。截至2020年末，转贷款余额42.16亿元，较上年变化不大。

整体来看，2020年公司资产规模有所增长，但资产仍以部分被抵押的土地资产、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 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年3月		2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	41.03	9.42%	46.21	10.73%	31.40	8.08%
应收账款	17.24	3.96%	16.59	3.85%	13.94	3.59%
预付款项	31.32	7.19%	29.18	6.78%	27.61	7.10%
其他应收款	62.99	14.47%	64.54	14.98%	75.46	19.41%
存货	9.84	2.26%	9.36	2.17%	2.24	0.58%
流动资产合计	163.57	37.57%	167.01	38.77%	151.58	38.99%
可供出售金融资产	26.42	6.07%	25.83	6.00%	25.73	6.62%
投资性房地产	26.11	6.00%	26.11	6.06%	26.43	6.80%
固定资产	24.66	5.66%	24.93	5.79%	25.50	6.56%
在建工程	108.08	24.83%	100.52	23.34%	71.88	18.49%
其他非流动资产	74.94	17.21%	74.94	17.40%	77.58	19.96%
非流动资产合计	271.79	62.43%	263.71	61.23%	237.16	61.01%
资产总计	435.36	100.00%	430.72	100.00%	388.74	100.00%

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司营业收入保持较快增长，政府补助和投资收益是利润的重要来源

2020年公司营业收入保持较快增长，同比增长32.84%，其中，砂石销售及相关业务收入占比继续提升至60.67%，由于公司基础设施建设业务较多，在客户开发上存在一定优势，预计未来砂石销售及相关

业务持续性较好。同时，2020年公司实现项目建设收入2.17亿，较上年变化不大，该业务收入仍较有保障，但收入规模易受政府回购资金安排影响。毛利率方面，砂石销售及相关业务毛利率仍较高，但受疫情和确认“三供一业”工程收入影响，公司客运和供水业务毛利率下降较多，使得公司销售毛利率较上年下降1.37个百分点。

投资收益和政府补助是公司重要的利润来源，投资收益主要是对孝感市高创投资公司（以下简称“孝感高创”）的权益法下长期股权投资收益，孝感高创系孝感市高新区城投公司，近年经营状况良好，2020年投资收益规模继续稳步增长。同时，2020年公司获得政府补助0.54元，占利润总额的19.34%，较上年小幅提高。受营业收入增长及销售毛利率保持较高水平的影响，2020年公司利润水平明显提升。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年1-3月	2020年	2019年
营业收入	1.94	13.74	10.34
收现比	0.92	0.78	1.03
营业利润	0.43	2.86	2.16
其他收益	0.08	0.54	0.34
投资收益	0.28	0.68	0.58
利润总额	0.29	2.80	2.18
销售毛利率	33.95%	37.37%	38.74%

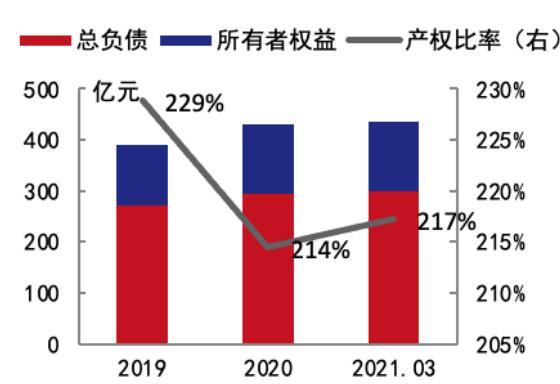
资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年一季度财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，偿债压力较大，同时面临较大的短期集中偿付压力

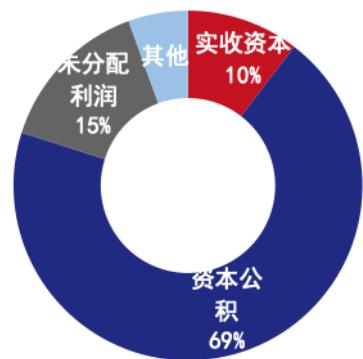
随着在建项目的推进，公司对项目建设的资金需求不断增加，负债规模进一步上升，截至2021年3月末，公司负债总额规模上升至298.11亿元。所有者权益方面，随着2020年政府将部分专项应付款转增资本公积，2020年末，所有者权益增至136.98亿元，受此影响，公司2020年末产权比率有所下降，但所有者权益对负债的保障程度仍较差。公司的所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，资本公积主要为政府注入的土地和股权等。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图 2 2021 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

流动负债方面，公司短期借款规模仍较小，2020年末为抵押及保证借款。其他应付款主要系公司与孝感市开发区财政局和其他国企往来款，2020年下降较大主要系将2019年其他应付款中全部专项贷款调整至长期应付款。一年内到期的非流动负债为一年内到期的应付债券、长期借款及长期应付款，受2021年到期债务较为集中影响，截至2020年末，一年内到期的非流动负债规模呈巨幅增长。其他流动负债主要为公司2020年成功发行的短期及超短期融资券各1只，规模15亿元。

非流动负债方面，长期借款主要以质押借款为主，2020年末质押借款规模为104.54亿元，质押物为公司代建项目应收账款。截至2020年末，公司共有13只债券⁴存续，主要为2017年（含）后发行的期限为3-5年的债券，还包含子公司澴水投资发行的两期项目收益债券，规模合计12.44亿元。公司长期应付款主要包括一般长期应付款和专项应付款，2020年一般长期应付款增长较多，主要系其他应付款中全部专项贷款调整至本科目，一般长期应付款主要是浦发银行债务平滑基金、明股实债借款及融资租赁款，债务平滑基金余额为3.90亿元，主要用于偿还银行借款，明股实债借款规模为10.00亿元，此外还包含5.59亿元融资租赁款和8.00亿元专项基金，专项基金也为融资租赁款，期限普遍在5-10年，利率为7%左右。专项应付款主要是政府拨付的专项资金，2020年大幅减少，主要系根据《关于湖北澴川国投集团申请将财政资金转为资本公积的批复》，政府将公司部分专项应付款转增资本公积。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.54	0.52%	0.39	0.13%	0.09	0.03%
其他应付款	13.55	4.55%	12.73	4.33%	21.56	7.97%

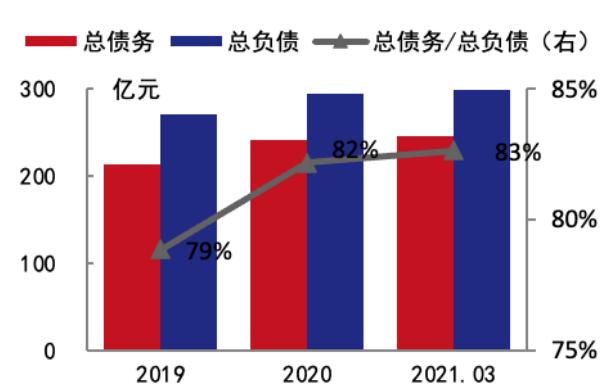
⁴ 分期发行债券分别按 1 只债券计算。

一年内到期的非流动负债	30.14	10.11%	30.14	10.26%	1.17	0.43%
其他流动负债	15.50	5.20%	15.50	5.28%	0.47	0.17%
流动负债合计	67.59	22.67%	66.57	22.66%	30.05	11.11%
长期借款	117.65	39.47%	117.52	40.01%	111.82	41.33%
应付债券	62.32	20.91%	60.31	20.53%	62.96	23.27%
长期应付款	47.36	15.89%	46.14	15.17%	64.20	23.73%
非流动负债合计	230.52	77.33%	227.17	77.34%	240.48	88.89%
负债合计	298.11	100.00%	293.74	100.00%	270.53	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

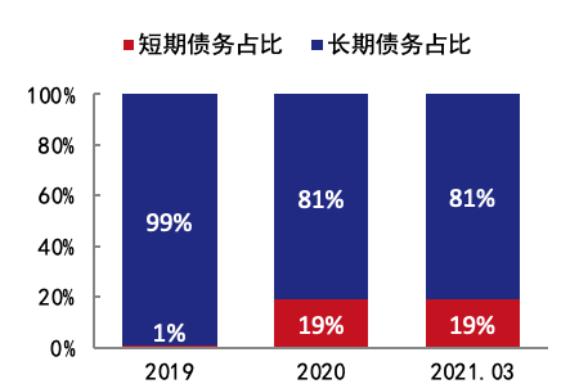
公司总债务持续增长，截至2021年3月末总债务规模为246.34亿元，较2019年末增长15.47%，2020年末短期债务比重较上年末虽有所提升，但仍保持较低水平。2021-2023年，公司到期债务本金分别为45.53亿元、38.60亿元和35.93亿元，公司短期集中偿付压力较大。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

图4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，2020年公司资产负债率小幅下降，但整体负债水平仍较高。短期偿债能力方面，由于2021年公司到期债务规模较大，现金类资产对短期债务的覆盖能力大幅下降，短期偿债压力大幅提升。随着公司利润水平的提升，公司EBITDA规模同步增长，2020年EBITDA利息保障倍数亦有所上升，但利润对利息支出的保障程度仍处于较低水平，公司债务压力较大。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年 3 月	2020 年	2019 年
资产负债率	68.47%	68.20%	69.59%
现金短期债务比	0.87	1.01	25.02
EBITDA 利息保障倍数	--	0.34	0.27

注：1、2019 年公司短期有息债务不含其它应付款中有息部分。2、EBITDA 利息保障倍数= EBITDA/分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日2021年3月24日）、子公司澴水投资（报告查询日2021年4月8日）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；公司本部于2018年3月存在6,880元逾期记录，系公司本部向中国农业发展银行所贷项目贷款展期导致的系统问题，除此之外，公司本部及子公司澴水投资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。

对外担保事项

公司存在多笔对中小企业担保，且近年发生一定代偿情况，存在较大的或有负债风险

截至2020年末，公司对外担保余额为10.33亿元，占当期末净资产的7.54%，其中，孝感市金槐文化传媒有限公司⁵为公司持股49%的联营企业，公司对外担保均未采取反担保措施，2018-2020年分别发生代偿1,662万元、2,124万元和527万元，存在较大的或有负债风险。

表14 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保余额	担保到期日	是否有反担保
孝感市金槐文化传媒有限公司	103,750.00	86,271.25	2017.02.10- 2032.12.21	否
孝感市政和中小企业信用担保投资有限公司对外担保 35 家企业、33 个自然人	17,018.00	17,018.00	-	否
合计	120,768.00	103,289.25	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

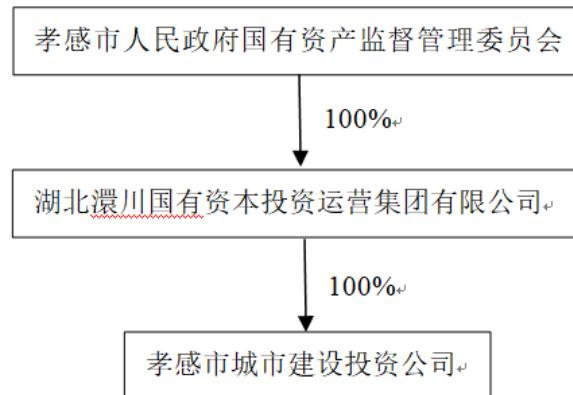
⁵控股股东为中交第四公路工程局有限公司，为中国交通建设股份有限公司子公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

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：亿元）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	41.03	46.21	31.40	43.87
其他应收款	62.99	64.54	75.46	56.31
流动资产合计	163.57	167.01	151.58	135.48
在建工程	108.08	100.52	71.88	43.97
1.在建工程	108.08	100.52	71.88	43.97
其他非流动资产	74.94	74.94	77.58	76.80
非流动资产合计	271.79	263.71	237.16	204.60
资产总计	435.36	430.72	388.74	340.08
短期借款	1.54	0.39	0.09	0.00
一年内到期的非流动负债	30.14	30.14	1.17	3.30
流动负债合计	67.59	66.57	30.05	50.00
长期借款	117.65	117.52	111.82	70.10
应付债券	62.32	60.31	62.96	60.20
长期应付款	47.36	46.14	64.20	47.81
非流动负债合计	230.52	227.17	240.48	178.10
负债合计	298.11	293.74	270.53	228.11
总债务	246.34	241.36	213.33	180.90
所有者权益	137.26	136.98	118.21	111.97
营业收入	1.94	13.74	10.34	7.49
营业利润	0.43	2.86	2.16	0.57
其他收益	0.08	0.54	0.34	0.08
利润总额	0.29	2.80	2.18	0.99
经营活动产生的现金流量净额	3.13	22.23	8.53	-33.99
投资活动产生的现金流量净额	-6.24	-32.82	-46.90	-24.03
筹资活动产生的现金流量净额	-1.52	25.49	24.53	49.69
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	33.95%	37.37%	38.74%	32.15%
收现比	0.92	0.78	1.03	0.50
资产负债率	68.47%	68.20%	69.59%	67.07%
现金短期债务比	0.87	1.01	25.02	13.29
EBITDA（亿元）	--	4.93	3.45	1.60
EBITDA利息保障倍数	--	0.34	0.27	0.18

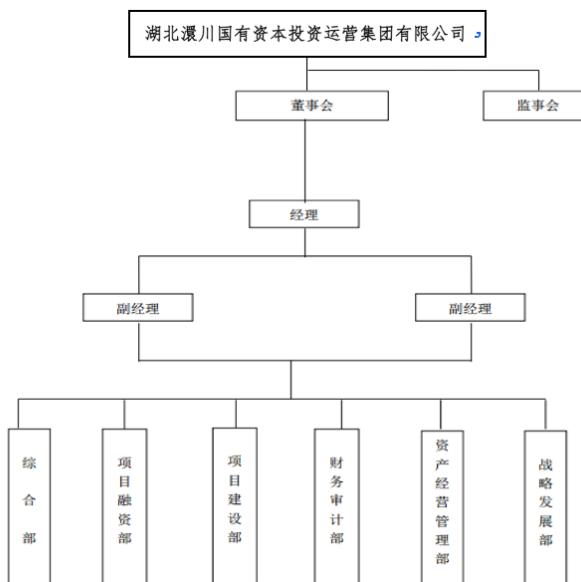
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年 3 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖北佳兴控股集团有限公司	10,000.00	100%	房地产开发、矿石料开采
孝感市领翔投资有限公司	1,000.00	100%	户外广告基础建设
孝感汽车客运集团有限公司	6,751.80	100%	客运服务
孝感市自来水公司	5,800.00	100%	自来水供水；水暖器材销售
孝感市众益公交集团公司	2,000.00	100%	城市公共交通服务
孝感市工程咨询设计集团有限公司	2,000.00	100%	咨询服务
孝感市政和中小企业信用担保投资有限公司	26,100.00	53.64%	投资担保
孝感市澴水建设投资有限公司	10,000.00	80%	基础设施建设
湖北孝城交通建设发展有限公司	30,000.00	100%	土地综合开发

资料来源：国家企业信用信息公示系统，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	(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×100%
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
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/分配股利、利润或偿付利息支付的现金 ⁴
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

⁴ 2018年分配、利润或偿付利息支付的现金未包含当期转贷款利息支出，实际支付的现金应加2018年长期待摊费用减少值。

附录六 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。