



2020年荆州海子湖投资有限公司公司债 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:



2020年荆州海子湖投资有限公司公司债券 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	2021-06-22	2020-08-20

评级观点

- 中证鹏元对荆楚文化产业投资集团有限公司¹（以下简称“荆楚文化”或“公司”）及其2020年4月发行的公司债券（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。
- 该等级的评定是考虑到荆州市经济总量较大，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务持续性仍较好，继续得到股东和当地政府的大力支持。同时我们也关注到公司经营活动现金持续大规模净流出且在建项目投资规模较大，面临较大资金压力，资产流动性较弱，以及面临较大债务偿还压力等风险因素。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，未来收入较有保障，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。

债券概况

债券简称：20 荆州海投债/20 海投债

债券剩余规模：8.0 亿元

债券到期日期：2027-04-13

偿还方式：每年付息一次，附第3年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；在债券存续期内的第3-7年末分别按照债券发行规模20%的比例偿还本金。

联系方式

项目负责人：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-8287 2897

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	213.00	207.71	171.26	134.98
所有者权益	79.13	79.29	64.33	47.84
总债务	114.59	109.24	88.06	72.88
资产负债率	62.85%	61.82%	62.44%	64.56%
现金短期债务比	1.27	1.51	1.75	8.71
营业收入	0.03	9.90	8.44	7.22
其他收益	0.12	3.00	2.43	2.28
利润总额	-0.17	2.55	2.32	2.33
销售毛利率	-137.87%	4.63%	5.49%	5.47%
EBITDA	-	3.49	2.66	2.47
EBITDA 利息保障倍数	-	0.60	0.59	0.63
经营活动现金流净额	-6.23	-20.32	-25.22	-14.74
收现比	7.13	1.20	0.11	0.85

资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

¹ 2020年8月公司名称由“荆州海子湖投资有限公司”变更为现用名“荆楚文化产业投资集团有限公司”

优势

- 荆州市经济恢复增长，外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2020年荆州市受疫情影响较大，地区生产总值下降5.9%至2,369.04亿元，2021年以来，荆州市各项经济指标快速增长，2021年1-3月地区生产总值同比增长53.1%，为公司发展提供良好的外部环境。
- 公司业务持续性较好，未来收入较有保障。**公司作为荆州市主要的基础设施建设和投融资主体，主要负责荆州纪南生态文化旅游区的基础设施建设和土地整理，截至2020年末公司主要在建工程建设项目总投资规模很大，且存在账面价值44.86亿元的土地整理项目尚未交付，公司未来业务持续性较好，未来收入较有保障。
- 公司持续获得较大力度的外部支持。**2020年公司收到股东荆州纪南生态文化旅游区管理委员会（以下简称“荆州纪南文旅区管委会”）5亿元的货币资金注入；荆州纪南生态文化旅游区财政局以7亿元货币资金对公司进行资金投入，增加公司资本公积7亿元，较大程度上增加了公司的资本实力；同时公司取得政府补助3.00亿元，有效提升了公司的利润水平。

关注

- 公司面临较大资金压力。**由于项目投资力度较大，且回款较慢，公司经营活动现金持续大规模净流出，且截至2020年公司主要在建工程建设项目及自建项目尚需资金较大，未来存在较大资金压力。
- 公司资产流动性较弱。**截至2020年末公司存货占总资产的比重为56.45%，存货主要为土地资产及工程建设项目，其中存货中账面金额为22.62亿元的8宗土地使用权已对外抵押，同时海子湖大道、环湖旅游公路及荆州纪南文旅区整体城镇化建设等项目未来涉及的部分应收账款已对外质押，公司资产流动性整体较弱。
- 公司总债务规模大且增长较快，面临较大债务偿还压力。**截至2020年末，公司总债务为109.24亿元，同比大幅增加，2021年一季度总债务进一步增加，且公司EBITDA利息保障倍数处于较低水平，面临较大的偿债压力。

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2020年4月发行了7年期8.00亿元公司债券，募集资金拟全部用于纪南城城中村棚户区改造工程项目。截至2021年4月28日，本期债券募集资金专项账户余额为65.89万元。

三、发行主体概况

2020年8月14日，依据公司股东会决议，公司注册资本由56,300万元增加至500,000万元，荆州市国有资产监督管理委员会以货币方式增加注册资本226,268.00万元，荆州纪南文旅区管委会以货币方式增加注册资本217,432.00万元，新增注册资本由股东于2030年12月30日前缴付完毕。本次增资后，荆州市国有资产监督管理委员会持股51.00%，荆州纪南文旅区管委会持股45.74%，中国农发重点建设基金有限公司持股3.06%，华融国际信托有限责任公司持股0.20%。公司名称由“荆州海子湖投资有限公司”变更为“荆楚文化产业投资集团有限公司”。

2020年12月30日，公司收到股东荆州纪南文旅区管委会50,000.00万元的货币资金注入，公司实收资本增至106,300.00万元。

截至2020年末，公司注册资本为500,000.00万元，实收资本为106,300.00万元，荆州市国有资产监督管理委员会持有公司51.00%的股权，仍为公司控股股东及实际控制人，公司股权结构图见附录二。

作为荆州市主要的基础设施建设和投融资主体，公司主要负责荆州纪南生态文化旅游区的基础设施建设和土地整理业务。2020年纳入公司合并范围子公司新增两家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
荆州强海文化科技有限公司	91.81%	61,026.50	研究和试验发展	投资设立
北京荆楚文化产业发展有限公司	100.00%	10,000.00	体育	投资设立

资料来源：公司提供

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 增速逐季度回升。

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政府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。

区域经济环境

2020年荆州市受疫情影响较大，经济整体有所下滑；2021年以来固定资产投资和规模以上工业增加值大幅提升，拉动当地经济恢复增长

受新冠疫情影响，2020年荆州市经济有所下降，当年地区生产总值下降5.9%至2,369.04亿元。三次产业结构由2019年的17.3:37.1:45.6调整为2020年的19.1:34.0:46.8，第二、三产业为推动地区发展的重要动力。2020年荆州市人均GDP为42,531.37元，为全国人均GDP的58.71%。

荆州市近年形成了以食品加工、装备制造、医药化工、轻工建材、纺织服装和电子信息为主的六大主导产业，但受疫情影响，2020年规模以上工业增加值下降7.8%。当地固定资产投资、社会消费零售总额均大幅下滑，受疫情影响较大。2020年荆州市金融机构本外币存款和贷款余额继续增长，金融行业的稳定运行为荆州市经济发展提供了良好的支撑作用。

2021年以来，荆州市各项经济指标呈快速增长趋势。根据2021年荆州市统计月报（1-3月），地区生产总值同比增长53.1%，其中规模以上工业增加值同比增长112.1%，固定资产投资同比增长255.9%，成为拉动经济增长的主要动力。

表2 荆州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）	2,369.04	-5.9%	2,516.48	7.5%
第一产业增加值	453.02	0.2%	434.58	3.3%
第二产业增加值	806.24	-10.0%	933.77	8.1%

第三产业增加值	1,109.78	-4.6%	1,148.13	8.8%
工业增加值	-	-7.8%	-	7.5%
固定资产投资	-	-22.4%	-	11.7%
社会消费品零售总额	1,284.49	-23.2%	1,447.35	11.5%
进出口总额（亿美元）	-	-	16.97	-6.8%
存款余额	3,701.55	9.0%	3,395.27	7.8%
贷款余额	2,191.70	15.2%	1,902.62	19.0%
人均 GDP（元）		42,531.37		45,178.36
人均 GDP/全国人均 GDP		58.71%		63.73%

注：1、标“-”表示数据通过公开渠道无法取得。

2、2020年工业增加值为规模以上工业增加值。

3、2020年人均GDP=2020年GDP/2019年末常住人口数。

资料来源：2019年荆州市国民经济和社会发展统计公报及2020年荆州市统计月报（1-12月），中证鹏元整理

2020年荆州市实现一般公共预算收入105.41亿元，同比下降24.4%。其中，税收收入77.36亿元，下降22.0%；当期实现政府性基金收入309.53亿元，包括本级收入192.19亿元、转移性收入54.49亿元和专项债务转贷收入62.84亿元；一般公共预算收入533.11亿元，财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为19.77%。

2020年荆州市争取中央支持湖北一揽子政策补助及各类财政性资金411亿元，其中减收综合财力补助、疫情增支补助、抗疫特别国债等资金82.46亿元，一定程度上弥补了因疫情减收带来的财力缺口。

五、经营与竞争

公司主要负责荆州纪南生态文化旅游区基础设施建设及土地整理工作，2020年公司实现营业收入99,038.51万元，同比增长17.30%，主要系工程建设业务大幅增长所致。2020年新增活动承办、广告代理收入，但土地整理收入有所下滑。毛利率方面，因工程建设业务和土地整理业务代建费率较为固定，且占比大，公司销售毛利率较稳定。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目建设收入（含土地整理）	96,453.87	5.44%	82,963.97	5.68%
景区营运收入	984.13	-165.90%	1,039.64	-22.58%
园林绿化、保洁、污水处理收入	673.55	47.11%	203.75	52.10%
活动承办、广告代理收入	281.79	28.23%	-	-
消耗性生物资产	3.26	31.91%	27.49	49.43%
其他	641.91	89.36%	193.76	18.23%
合计	99,038.51	4.63%	84,428.62	5.49%

资料来源：公司提供

公司工程建设收入大幅增长，目前主要在建工程建设项目投资规模较大，已整理未交付土地较多，后续业务持续性较有保障，同时也造成较大资金压力

公司工程建设项目代建模式为：荆州纪南文旅区管委会就具体项目与公司签订《委托代建协议》或《政府购买服务协议》，协议约定由公司负责项目的投融资、建设和移交前的管理，项目竣工验收合格后由荆州纪南文旅区管委会接收并支付委托代建价款。委托代建价款由项目总投资加代建回报组成，代建回报一般为项目总投资上浮5%。公司每年根据项目建设进度及审定的投资成本²申请结算，并据此确认收入。2020年公司取得工程建设收入（不含土地整理）80,653.07万元，同比增长17.49%，主要系基础设施建设收入的大幅增长所致。

截至2020年末，公司在建的代建工程建设项目仍较多，主要为棚户区改造及道路等基础设施建设项目，计划总投资961,836.37万元，尚需投资634,556.88万元，业务持续性较有保障，但也给公司造成了较大资金压力。

表4 截至 2020 年末公司主要在建的代建工程建设项目情况（单位：万元）

项目名称		总投资	已投资	是否签订协议
保障房项目	高岳还建小区项目（凤凰城二期）	107,613.00	55,451.54	是
	高岳还建小区项目（凤凰城三期）	60,260.00	26,552.80	是
	郢城片区城中村棚户区改造（凤凰城）四期项目	48,019.00	16,060.86	是
	纪南城城中村棚户区改造工程	269,523.86	125,602.21	是
基础设施建设项目	岳山片区城中村棚户区改造二期工程项目	123,452.00	13,874.24	是
	楚国八百年城市公园项目	65,400.00	32,088.42	是
	纪南生态文化旅游区重大项目配套市政道路建设工程	215,518.55	44,950.26	否
	荆州纪南生态文化旅游区环湖旅游公路项目	44,543.96	7,242.52	是
楚都大道三期		27,506	5,456.64	是
合计		961,836.37	327,279.49	-

注：此处签订协议指的是代建协议或者政府购买服务协议

资料来源：公司提供

此外，公司还有五项自建项目处于建设之中，计划总投资839,480.24万元，已投资394,628.04万元，建成后也将为公司带来一定的经济效益。

表5 截至 2020 年末公司主要在建自建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资
荆州园博园项目	238,064.58	129,859.92
318 国道荆州段改扩建工程	187,537.00	96,704.84
荆州·华夏历史文化科技园项目	169,998.66	126,781.31
荆州复兴之路文化科技主题园	149,273.00	35,624.34

² 包括相关税费

郢城遗址保护和利用修复工程	94,607.00	5,657.63
合计	839,480.24	394,628.04

资料来源：公司提供

土地整理业务方面，根据《荆州纪南生态文化旅游区土地整理合作协议》，荆州纪南文旅区管委会委托公司行使荆州纪南生态文化旅游区范围内的土地征收、补偿相关职能，公司按照协议将土地整理成净地后移交给荆州纪南文旅区管委会，荆州纪南文旅区管委会在项目总成本（包括但不限于财务成本、土地成本及其他成本等）的基础上上浮5%与公司结算价款。公司根据年度交付的净地整理成本及相关税费合计数上浮5%确认为土地整理收入，同时结转相应成本。2020年公司实现土地整理业务收入15,800.80万元。截至2020年末，公司存货中土地整理账面价值448,568.80万元，该部分整理土地尚未交付，待移交荆州纪南文旅区管委会后，将为公司贡献较大规模的收入。

公司园博园运营业务由荆州园博园生态园林建设运营有限公司负责运营，主要负责景区的经营和管理以及园林景观项目建设，2020年实现收入984.13万元，毛利率为-165.90%，毛利率大幅降低主要系“惠游湖北”政策颁布后景区免门票所致，公司园博园运营业务盈利能力很差。

公司持续获得较大的外部支持力度

2020年公司收到股东荆州纪南文旅区管委会50,000.00万元的货币资金注入；荆州纪南生态文化旅游区财政局以70,000.00万元货币资金对公司进行资金投入，增加公司资本公积70,000.00万元，较大程度上增加了公司的资本实力；同时公司取得政府补助30,033.09万元，有效提升了公司的利润水平。

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华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，财务报表按照新会计准则编制。2020年纳入公司合并报表子公司新增2家，截至2020年末纳入合并范围的一级子公司共9家，详见附录四。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但工程项目及土地资产占比较大，且部分土地已抵押，资产流动性较弱

随着股东注资及公司业务增加，资产规模持续增长，2020年末公司总资产为2,077,095.94万元，同比增长21.28%。从资产结构来看，仍以流动资产为主，但流动资产占比有所降低，2020年末流动资产占比为74.66%，流动资产中土地资产和工程项目占比较大。

表6 公司主要资产构成情况（单位：万元）

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	132,269.62	6.21%	195,676.62	9.42%	177,826.87	10.38%

应收账款	107,634.03	5.05%	108,234.67	5.21%	121,446.62	7.09%
其他应收款	46,558.25	2.19%	30,649.48	1.48%	23,829.70	1.39%
存货	1,262,113.44	59.26%	1,172,511.91	56.45%	1,047,489.87	61.16%
流动资产合计	1,599,739.67	75.11%	1,550,861.80	74.66%	1,404,457.70	82.01%
固定资产	101,140.11	4.75%	102,594.05	4.94%	107,957.40	6.30%
在建工程	308,782.91	14.50%	303,251.62	14.60%	143,998.80	8.41%
无形资产	84,583.23	3.97%	85,147.07	4.10%	33,957.01	1.98%
非流动资产合计	530,229.68	24.89%	526,234.14	25.34%	308,124.23	17.99%
资产总计	2,129,969.34	100.00%	2,077,095.94	100.00%	1,712,581.93	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2020年末公司货币资金为195,676.62万元，同比增长10.04%，主要系当期新增银行借款所致。2020年末公司应收账款为108,234.67万元，主要为应收荆州纪南生态文化旅游区财政局的代建工程款。2020年末公司其他应收款为30,649.48万元，主要为应收当地其他国有企业及政府部门往来款。2020年末公司存货金额为1,172,511.91万元，占总资产的比重为56.45%，其中拟开发土地账面金额为399,375.98万元，为公司持有的16宗土地使用权，其中15宗为商住用地，1宗为旅馆用地，其中账面金额为226,232.87万元的8宗土地使用权对外抵押受限；工程建设项目成本为772,149.41万元，主要为土地整理项目和代建工程项目，其中土地整理项目成本为448,568.80万元。

2020年末公司固定资产为102,594.05万元，同比小幅减少，主要系房屋及建筑物折旧所致。公司在建工程主要为园博园项目、318国道荆州段改扩建工程、荆州·华夏历史文化科技园和荆州复兴之路文化科技主题园项目，2020年末在建工程为303,251.62万元，同比大幅增加，主要系园博园项目从存货科目转入在建工程项目，以及318国道荆州段改扩建工程、郢城遗址保护和利用修复工程项目增加投资所致。无形资产主要为土地使用权，其中账面价值为33,034.70 万元的2块土地使用权用于为19荆投01提供抵押受限，2020年末无形资产账面金额为85,147.07万元，同比大幅增加，为通过招拍挂方式取得的四块出让地。

总体来看，公司资产规模持续增长，但工程建设项目成本及土地资产占比较大，即期变现能力较弱。同时海子湖大道、环湖旅游公路、荆州纪南文旅区整体城镇化建设及郢城片区城中村棚户区改造（凤凰城）四期等项目未来涉及的部分应收账款已对外质押。截至2020年末公司受限资产账面价值合计25.93亿元，占净资产的比例为32.70%，资产流动性整体较弱。

收入质量与盈利能力

公司收入有所增长，且业务持续性较好，但利润全部来自财政补贴

公司营业收入主要来自于工程建设和土地整理业务，景区营运业务对公司收入形成一定补充，但盈利能力较差，公司营业收入持续增长，2020年为99,038.51万元，同比增长17.30%。截至2020年末，公司主要在建的代建工程项目计划总投资961,836.37万元，尚需投资634,556.88万元，同时公司存货中账面价

值为772,149.41万元的工程建设项目尚未结转收入，账面价值为448,568.80万元的土地整理项目尚未交付，公司工程建设业务收入及土地整理业务收入来源具有保障。

2020年公司收现情况有所好转。毛利率方面，因工程建设业务和土地整理业务代建费率较为固定，且占比大，公司销售毛利率较稳定。2020年其他收益为30,033.09万元，全部为收到政府的补贴收入，利润总额为25,498.25万元，利润全部来自财政补贴。

表7 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2021年3月	2020年	2019年
营业收入	345.92	99,038.51	84,428.62
收现比	7.13	1.20	0.11
营业利润	-1,700.20	25,512.32	23,171.39
其他收益	1,187.39	30,033.09	24,274.89
利润总额	-1,694.48	25,498.25	23,168.33
销售毛利率	-137.87%	4.63%	5.49%

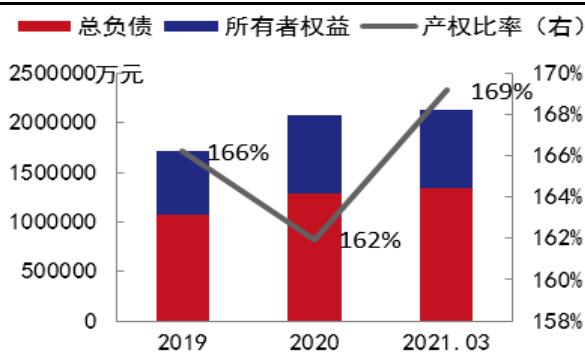
资料来源：公司2019-2020年审计报告及未经审计的2021年1-3月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务增长较快，面临较大的偿债压力

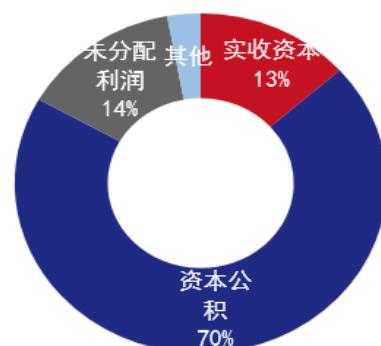
受益于利润的积累及政府资本金的支持，截至2020年末公司所有者权益同比增长23.27%。随着借款及发行债券的增加，截至2020年末公司负债总额同比增长20.09%，综合导致2020年产权比率有所降低，所有者权益对负债的覆盖程度仍较弱。

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1-3月财务报表，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1-3月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，截至2021年3月末，公司非流动负债占比为88.79%。2020年公司新增短期借款，为信用借款和保证借款。2020年公司应付账款大幅增加，主要系新增与芜湖立宇建设有限公司的往来款所致，应付前五名单位合计占比为93.04%。公司其他应付款主要为押金及保证金，2020年其他应付款同比变化不大。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、长期

应付款。

非流动负债方面，2020年末公司长期借款为574,213.49万元，占总负债的比重为44.72%，主要为抵押和质押借款，期限普遍较长，抵押物为公司的土地使用权，质押物为海子湖大道、环湖旅游公路、荆州纪南文旅区整体城镇化建设及郢城片区域中村棚户区改造（凤凰城）四期等项目未来涉及的部分应收账款，2021年3月末公司长期借款进一步增长至652,439.49万元，较上年末大幅增长。2020年末公司应付债券为229,235.01万元，同比大幅增加，主要系公司2020年发行了“20荆投01”、“20荆州海投债”、“20荆楚文化MTN001”多期债券所致。公司长期应付款仍主要为荆州纪南生态文化旅游区财政局借给公司的省级债券资金，2020年末长期应付款为159,747.97万元。公司递延收益仍为相关政府补助，2020年末为148,124.88万元。

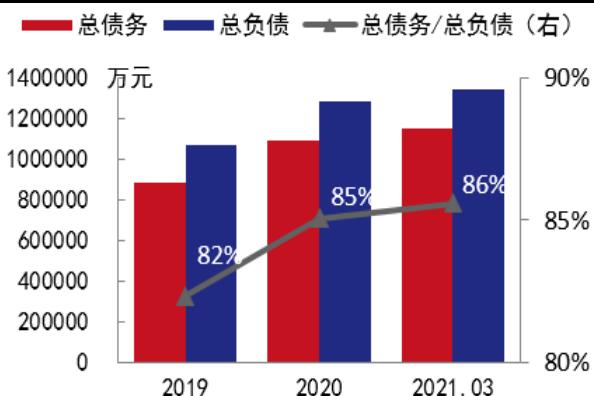
表8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

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	15,800.00	1.18%	17,600.00	1.37%	0.00	0.00%
应付账款	18,921.86	1.41%	14,470.95	1.13%	4,545.61	0.43%
其他应付款	26,300.51	1.96%	21,911.90	1.71%	25,101.98	2.35%
一年内到期的非流动负债	88,689.35	6.62%	111,562.33	8.69%	101,659.37	9.51%
流动负债合计	150,055.75	11.21%	172,826.47	13.46%	133,712.91	12.50%
长期借款	652,439.49	48.74%	574,213.49	44.72%	522,757.63	48.89%
应付债券	229,235.01	17.12%	229,235.01	17.85%	49,787.74	4.66%
长期应付款	159,747.97	11.93%	159,747.97	12.44%	206,428.13	19.30%
递延收益-非流动负债	147,237.49	11.00%	148,124.88	11.53%	156,619.30	14.65%
非流动负债合计	1,188,659.96	88.79%	1,111,321.35	86.54%	935,592.79	87.50%
负债合计	1,338,715.71	100.00%	1,284,147.82	100.00%	1,069,305.70	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

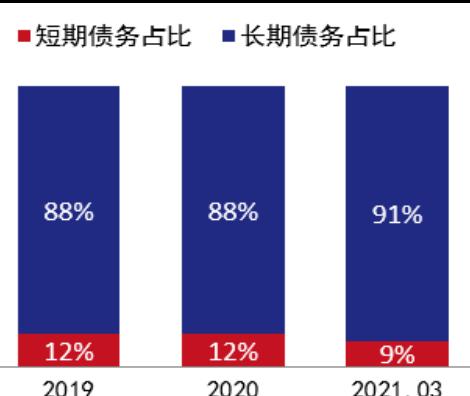
随着公司项目建设投入的持续扩大，公司加大筹资力度，使得总债务规模持续增加且占总负债的比例逐年提升。因公司工程建设业务和土地整理业务建设周期长，对长期资金需求较大，公司总债务以长期债务为主，截至2021年3月末长期债务占比为91%。

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 1-3 月财务报表，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 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率为 62.85%，近年资产负债率较稳定。现金短期债务比方面，由于 2020 年公司新增短期借款，2020 年末公司现金短期债务比下降至 1.51，现金类资产对短期有息债务的保障程度仍较好。2020 年公司 EBITDA 利息保障倍数同比变化不大，EBITDA 对公司债务利息的保障程度仍较弱。

同时，公司与银行等金融机构长期以来保持良好的合作关系，截至 2020 年末，公司已获得中国农业发展银行、工商银行和农业银行等多家银行授信额度合计 137.59 亿元，其中已使用授信额度 80 亿元，剩余授信额度 57.59 亿元。拥有的融资渠道通畅，融资能力较强。

表9 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	62.85%	61.82%	62.44%
现金短期债务比	1.27	1.51	1.75
EBITDA 利息保障倍数	--	0.60	0.59

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，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（2021 年 4 月 9 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。

八、结论

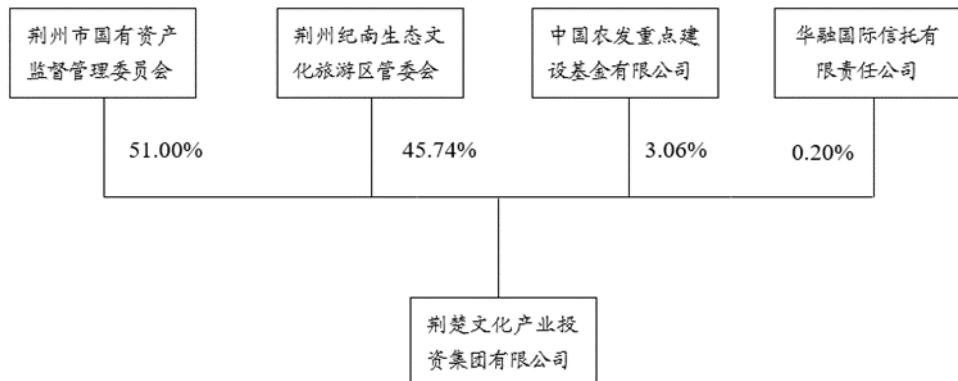
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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）	2021年3月	2020年	2019年	2018年
货币资金	132,269.62	195,676.62	177,826.87	238,961.32
应收账款	107,634.03	108,234.67	121,446.62	41,878.81
存货	1,262,113.44	1,172,511.91	1,047,489.87	783,573.82
流动资产合计	1,599,739.67	1,550,861.80	1,404,457.70	1,101,362.16
固定资产	101,140.11	102,594.05	107,957.40	716.22
在建工程	308,782.91	303,251.62	143,998.80	186,946.01
非流动资产合计	530,229.68	526,234.14	308,124.23	248,447.18
资产总计	2,129,969.34	2,077,095.94	1,712,581.93	1,349,809.34
短期借款	15,800.00	17,600.00	0.00	0.00
应付账款	18,921.86	14,470.95	4,545.61	5,682.14
其他应付款	26,300.51	21,911.90	25,101.98	24,263.56
一年内到期的非流动负债	88,689.35	111,562.33	101,659.37	27,425.91
流动负债合计	150,055.75	172,826.47	133,712.91	59,868.43
长期借款	652,439.49	574,213.49	522,757.63	465,270.09
应付债券	229,235.01	229,235.01	49,787.74	0.00
长期应付款	159,747.97	159,747.97	206,428.13	236,066.00
递延收益-非流动负债	147,237.49	148,124.88	156,619.30	110,166.80
非流动负债合计	1,188,659.96	1,111,321.35	935,592.79	811,502.89
负债合计	1,338,715.71	1,284,147.82	1,069,305.70	871,371.32
总债务	1,145,911.82	1,092,358.80	880,632.87	728,762.00
所有者权益	791,253.64	792,948.12	643,276.22	478,438.02
营业收入	345.92	99,038.51	84,428.62	72,197.50
营业利润	-1,700.20	25,512.32	23,171.39	23,335.89
其他收益	1,187.39	30,033.09	24,274.89	22,750.20
利润总额	-1,694.48	25,498.25	23,168.33	23,335.75
经营活动产生的现金流量净额	-62,303.08	-203,175.55	-252,212.28	-147,447.18
投资活动产生的现金流量净额	-3,562.44	-52,494.53	-58,757.60	-82,302.20
筹资活动产生的现金流量净额	2,458.52	273,544.55	249,810.71	271,618.79
财务指标	2021年3月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	-137.87%	4.63%	5.49%	5.47%
收现比	7.13	1.20	0.11	0.85
资产负债率	62.85%	61.82%	62.44%	64.56%
现金短期债务比	1.27	1.51	1.75	8.71
EBITDA（亿元）	--	3.49	2.66	2.47
EBITDA利息保障倍数	--	0.60	0.59	0.63

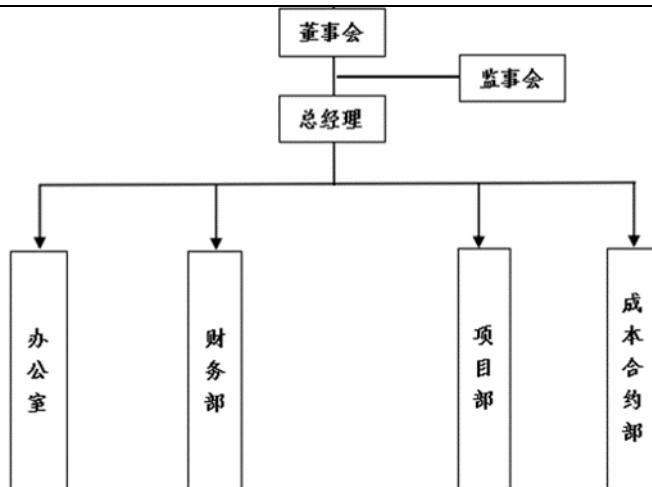
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
荆州强楚文化科技有限公司	99,007.55	94.95%	文旅产业运营和管理
荆州郢都生态文旅发展有限公司	5,000.00	100.005	农业开发和建设
荆州海子湖城市环境有限公司	500.00	100.00%	环卫清洁、园林养护等经营项目
荆州海子湖建设有限公司	30,000.00	100.00%	土木工程建设
荆州海子湖文化传媒有限公司	500.00	100.00%	文化传媒业务的经营
荆州市海子湖万寿有限公司	1,000.00	100.00%	殡仪相关业务的经营
荆州园博园生态园林建设运营有限公司	10,000.00	100.00%	园区、景区等相关业务的经营
荆州强海文化科技有限公司	36,916.49	86.43%	研究和试验发展
北京荆楚文化产业发展有限公司	10,000	100.00%	体育

资料来源：公司提供

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/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
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

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。