



2020年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券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年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券 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	AAA	AAA
评级日期	2021-06-30	2020-08-07

评级观点

- 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”）及其 2020 年 5 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 AAA，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：公司未来收入仍较有保证，继续得到股东和当地政府的大力支持，且湖北省融资担保集团有限责任公司（以下简称“湖北担保”）提供的保证担保仍有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司整体资产流动性较弱，面临很大的建设资金压力及较大的债务压力，存在较大的或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：20 松滋金投债/20 松滋债

债券剩余规模：8.20 亿元

债券到期日期：2027-05-07

偿还方式：每年付息一次，在债券存续期的第 3-7 个计息期末分别按照债券发行总额的 20% 偿还本金。

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

未来展望

- 预计公司收入持续性较好，将持续获得外部支持。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	2020	2019	2018
总资产	168.81	125.14	107.62
所有者权益	59.88	54.48	52.15
总债务	61.21	45.92	41.94
资产负债率	64.53%	56.46%	51.55%
现金短期债务比	1.16	1.29	1.51
营业收入	11.07	8.01	5.83
其他收益	0.06	0.00	0.00
利润总额	1.18	1.25	1.16
销售毛利率	14.83%	16.84%	19.39%
EBITDA	2.38	2.01	1.51
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.97	0.74
经营活动现金流净额	-21.28	0.33	0.38
收现比	1.68	2.29	2.89

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：游云星
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：杨雨晴
yangyq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司未来收入仍较有保证。**公司收入主要来源于保障房及基础设施建设业务、房屋销售业务，截至 2020 年末公司主要在建的保障房及基础设施建设项目规模较大，大部分已签订代建协议；同期末公司房产项目已售未结算金额较大，且仍有一定的可售面积，未来公司收入较有保证。
- **公司继续获得外部支持。**作为湖北省松滋市保障房及基础设施建设主体之一，2020 年公司获得松滋市人民政府注入货币资金和股权，并获得一定的财政补贴。
- **湖北担保提供的保证担保仍能有效提升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仍能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**公司施工成本及土地资产占总资产的比重较高，应收款项回收时间不确定，对公司资金形成一定占用，且资产受限比例较高，整体资产流动性较弱。
- **公司面临很大的建设资金压力。**2020 年公司业务回款情况不及上年。截至 2020 年末，公司主要在建的保障房及基础设施建设项目尚需投资金额较大，且前期投入主要依靠公司自筹，公司面临很大的建设资金压力。
- **公司面临较大的债务压力。**随着负债规模的持续增长，公司资产负债率持续上升，2020 年末资产负债水平较高。2020 年公司总债务规模增幅较大，偿债能力下降，公司面临较大的债务压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**近年公司控股子公司松滋市金财融资担保有限公司（以下简称“金财担保”）的担保收入难以覆盖担保代偿余额，需持续关注其代偿风险。公司 2020 年末除金财担保在保余额之外存在一定的对外担保金额，大部分款项未设置反担保措施，且担保对象中存在民营企业。

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5月发行7年期8.2亿元公司债券，募集资金原计划用于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及补充营运资金。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为4,009.55万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变化。截至2021年4月末，公司注册资本为122,000万元，实收资本为100,000万元³，其中松滋市国有资产监督管理局（以下简称“松滋市国资局”）和中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）的持股比例分别为81.97%和18.03%，松滋市国资局为公司控股股东和实际控制人，公司股权结构图见附录二。

公司主要从事松滋市范围内的保障房和基础设施建设等业务。2020年公司合并范围新增1家子公司，详见下表。截至2020年末，公司合并范围内共有14家子公司，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司	100.00%	1,131.08	机动车驾驶员培训	政府划拨

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

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

³ 农发基金出资的 22,000 万元为明股实债，公司将其计入其他应付款。



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，引导金融服务实体经济；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。

区域经济环境

受疫情冲击，2020年松滋市经济实力有所下滑，投资和消费仍是驱动松滋市经济发展的重要因素

受疫情冲击，2020年松滋市经济实力有所下滑，实现地区生产总值330.46亿元，按可比价格计算，同比下降3.9%。2020年松滋市人均GDP为43,051元，是全国人均GDP的59.42%。

松滋市目前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，知名企业有湖北白云边酒业股份有限公司、飞利浦汽车照明湖北有限公司、松滋市金犀牛纺织服饰有限公司等，2020年松滋市规上工业增加值可比下降9.0%。投资和消费是拉动松滋市经济发展的重要动力，2020年松滋市固定资产投资为181.00亿元，较2019年减少11.7%；同期松滋市社会消费品零售总额为141.58亿元，可比增速为-26.7%。

表2 松滋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）	330.46	-3.9%	343.78	9.4%
第一产业增加值	46.90	1.1%	44.38	3.3%
第二产业增加值	137.72	-8.8%	156.69	11.6%
第三产业增加值	145.84	0.4%	142.71	8.8%
工业增加值	122.60	-9.9%	142.42	12.7%
固定资产投资	181.00	-11.7%	204.92 (不含农户)	16.2%
社会消费品零售总额	141.58	-26.7%	168.11	11.6%
进出口总额（亿美元）	1.82	104.8%	0.89	-29.0%
存款余额	455.32	12.1%	406.10	8.5%
贷款余额	210.03	16.1%	180.89	15.6%
人均 GDP（元）		43,051		44,786
人均 GDP/全国人均 GDP		59.42%		63.17%

注：2020 年人均 GDP 使用 2019 年末松滋市常住人口 76.76 万人计算得出。

资料来源：松滋市 2019-2020 年松滋市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年松滋市全市实现一般公共预算收入12.70亿元，同比下降30.3%，其中税收收入9.40亿元，占一般公共预算收入的74.02%。

五、经营与竞争

2020年公司营业收入主要来源于基础设施建设收入及房屋销售收入，占同期营业收入的比重分别为48.22%和44.81%，上述两项业务收入的增长拉动公司营业收入同比增长38.15%至11.07亿元。其他收入主要来自油品销售、机动车培训服务、物业服务等业务，2020年其他收入规模同比增长2.86倍，主要是公司2020年新增的油品销售和机动车培训服务等业务收入规模较大所致。

2020年公司基础设施建设收入毛利率维持在15.87%，但由于毛利率较高的基础设施建设收入占比降低、房屋销售收入毛利率有所下滑，2020年公司综合毛利率较上年下滑2.01个百分点至14.83%。

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
基础设施建设收入	53,383.43	15.87%	42,754.25	15.87%
房屋销售收入	49,605.70	11.08%	32,015.21	13.63%
担保收入	887.85	-35.69%	930.03	-11.78%
保障房建设收入	0.00	-	841.54	15.87%
其他收入	3,528.56	15.13%	913.41	8.45%
其他业务小计	3,304.86	67.67%	2,681.52	83.57%
合计	110,710.41	14.83%	80,135.97	16.84%

注：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 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建保障房和基础设施建设项目规模较大，业务持续性较好，但项目前期投入资金主要靠公司自筹，面临很大的资金压力

公司基础设施建设采用委托代建模式。松滋市人民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》（以下简称“代建协议”），代建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。项目建成后交由松滋市财政局进行竣工验收，并由指定审计机构出具项目决算意见。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%。

保障房项目方面，2019年公司与松滋市划子嘴棚户区改造指挥部办公室（以下简称“划子嘴棚改指挥部”）就划子嘴棚户区改造项目（以下简称“划子嘴棚改项目”）签订了《投资协议》，该项目预计总投资27.40亿元，包括划子嘴棚户区改造项目（双征）、松西河（主城区段）防洪提升与生态治理工



程、沿江大道道路工程等三个子项目，约定由公司负责项目立项、环境评审、规划许可、用地审批及项目建设等工作；项目投资成本由征地拆迁费、土地费用、建筑安装费、项目建设管理费等全部投资所需费用组成，由划子嘴棚改指挥办分8年进行投资回购，每年回购金额为投资成本的1/8及对应的投资回报（以投资成本为基数，按央行公布的5年期以上贷款基准利率上浮一定比例计算）。

2020年公司确认基础设施建设收入5.34亿元，是公司营业收入的首要来源，毛利率维持在15.87%；因保障房项目尚未完工结算，2020年未确认保障房建设收入。

表4 2020 年公司基础设施建设收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
全民健身中心项目	34,418.97	28,955.65
南海镇区域征地项目	9,509.43	8,000.00
葛洲坝水泥产能置换项目	3,492.37	2,938.02
白云南路征地项目	3,090.57	2,600.00
民主南路综合改造工程项目	2,872.09	2,416.20
合计	53,383.43	44,909.87

资料来源：公司提供

截至2020年末，公司主要在建的保障房及基础设施建设项目包括白云新城二期建设项目、白云新城城市综合体项目等，项目计划总投资77.52亿元，已投资45.89亿元（其中白云新城城市综合体项目、白云新城二期建设项目和松滋市临港新区建设项目2013-2020年累计已确认收入5.96亿元），尚需投资31.64亿元，大部分项目已签订代建协议，业务持续性较好；部分自营项目可获得一定规模的经营性收益，未来收入较有保证。考虑到项目前期投入主要依靠公司自筹，公司同时面临很大的资金压力。

表5 截至 2020 年末公司主要在建基础设施和保障房建设项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资	是否政府代建项目
基础设施建设项目：				
白云新城二期建设项目	160,000.00	149,040.22	10,959.78	是
白云新城城市综合体项目	150,000.00	100,449.17	49,550.83	是
松滋市金松现代新城区建设项目	136,900.00	10,000.00	126,900.00	是
松滋市城市停车场建设项目	52,800.00	47,277.00	5,523.00	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	30,000.00	22,449.10	7,550.90	是
小南海生态涵养区项目	26,409.92	24,197.47	2,212.45	是
南海镇区域征地项目	35,778.02	8,677.82	27,100.20	是
松滋市返乡创业园	91,975.00	10,491.72	81,483.28	否（项目部分自建，部分代建）
小计	683,862.94	372,582.50	311,280.44	-
保障房项目：				



划子嘴幸福家园（一期）及配套基础设施建设项目	91,344.87	86,273.50	5,071.37	是
合计	775,207.81	458,856.00	316,351.81	-

注：松滋市城市停车场建设项目为本期债券募投项目之一。

资料来源：公司提供

房屋销售收入成为公司主要收入来源之一，项目已售未结算金额较大且仍有一定的剩余可售面积，业务持续性较好

公司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“金投置业”）经营。公司销售的房产项目主要分为两类：（1）对于安置房项目，公司按照松滋市拆迁指标承接安置房建设，建成后以低于市场价的安置户优惠价出售，由拆迁指挥部按照拆迁户选定的房源总数向公司定向采购；（2）商品房项目，建成后公司按市场价出售。

2020 年公司实现房屋销售收入 4.83 亿元，同比增幅达 54.94%，收入主要来源于金松·尚含绿城和安置房项目，具体明细如下表所示，项目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。2020 年公司结转房屋销售面积 14.05 万平方米，确认房屋销售收入 4.96 亿元，结算均价为 3,529.57 元/平方米，毛利率为 11.08%。

表6 2020 年公司房屋销售收入明细（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
金松·尚含绿城	33,532.14	30,156.33
松江花园安置小区三期	10,257.04	9,420.30
其他安置房	5,816.52	4,532.61
合计	49,605.70	44,109.24

资料来源：公司提供

截至2020年末公司在售房产项目主要包括金松·尚含绿城、新城壹品和奥体庄园，在售项目已售未结算金额合计15.31亿元，剩余可售面积为11.76万平方米。此外，公司主要在建房地产项目预计总投资合计52.64亿元，尚需投资22.07亿元。随着项目建设推进，未来已售未结算部分房产确认收入、房产建成出售后，公司仍可获得一定规模的房屋销售收入，房产销售业务持续性较好。但中证鹏元注意到，公司房屋销售收入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不确定性。

表7 截至 2020 年末公司主要房地产项目销售进度（单位：平方米、万元）

项目名称	总可售面积	已售面积	已售未结算金额	剩余可售面积
金松·尚含绿城	151,236.80	145,153.80	5,270.15	6,083.42
新城壹品	296,607.56	259,138.48	133,069.33	37,469.08
奥体庄园	106,381.52	32,380.03	14,717.98	74,001.49
合计	554,225.88	436,672.31	153,057.46	117,553.99

资料来源：公司提供

本期债券募投项目松滋市沿江片区涉农棚户区改造项目原计划于2018年12月建设完毕，由于项目建



设资金到位不及时影响，建设进度低于预期。

表8 截至 2020 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	预计总投资	累计已投资	建筑面积
新城壹品	165,886.38	86,273.26	416,530.00
松滋市沿江片区涉农棚户区改造项目	95,900.00	66,400.00	-
新城印象	64,943.23	19,029.78	156,388.98
金松·尚含绿城	62,000.00	55,452.00	-
奥体庄园	51,648.70	31,229.61	130,822.92
城西片区城中村棚户区改造项目	50,439.63	32,088.28	-
松江花园安置小区三期及配套基础设施建设项目	35,600.00	15,264.81	-
合计	526,417.94	305,737.74	227,533.71

注 1：表中新城壹品、奥体庄园项目建筑面积包括含地下室、商铺及公共区域等不可售面积，故建筑面积大于表 7 中对应项目的总可售面积。

注 2：“-”表示公司未提供相关项目的建筑面积数据。

注 3：松滋市沿江片区涉农棚户区改造项目为本期债券募投项目。

注 4：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。

注 5：松江花园安置小区三期及配套基础设施建设项目为本期债券募投项目之一。

资料来源：公司提供

公司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年公司新增油品销售、机动车培训服务业务，其他收入对营业收入形成一定补充

担保业务为公司控股子公司金财担保的主营业务。金财担保的担保费率基准为2.65%（下岗再就业不收取保费），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。

2020年实现担保收入887.85万元，当期解保规模为5.51亿元，担保代偿余额较上年小幅下降。近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9 金财担保担保业务经营指标（单位：万元）

项目名称	2020 年	2019 年
担保收入	887.85	930.03
担保发生额	88,642.55	62,808.82
在保余额	101,908.13	68,379.40
担保代偿余额	1,639.00	1,670.63
担保代偿率	3.48%	2.56%
当期代偿回收率	22%	43%

注：担保发生额为本年度新增的担保金额；担保代偿率=本年度新增担保代偿额/本年度解除的担保额。

资料来源：公司提供

2020年公司发展多元业务，新增油品销售、机动车培训服务等业务收入。其中，机动车培训业务主要由子公司松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司（以下简称“金松驾校”）、松滋市金投机动车

驾驶人考训有限公司开展，2020年实现收入657.33万元，毛利率达40.01%；油品销售收入来自子公司松滋市金松石化油气经营有限公司，2020年实现收入1,425.67万元，毛利率为16.26%。上述新增业务收入拉动公司其他收入同比增长2.86倍，对营业收入形成一定补充。

作为松滋市保障房及基础设施建设主体之一，公司继续获得外部支持

作为松滋市保障房及基础设施建设主体之一，2020年公司获得松滋市人民政府注入货币资金4.38亿元、注入金松驾校股权0.11亿元，合计增加公司资本公积4.49亿元；2020年同期公司确认财政补贴1.49亿元，是当年利润总额的1.26倍，财政补贴是公司利润的重要来源。

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）审计并出具标准无保留意见的2019-2020年审计报告。2020年度公司合并范围增加1家子公司，如表1所示，截至2020年末，公司合并范围内子公司共14家，明细如附录四所示。

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，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

受公司预收款项新增规模较大，且融资力度较大的影响，2020年末公司资产规模同比增长34.90%至168.81亿元。从资产结构来看，公司流动资产占比较高。

表10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	54,888.65	3.25%	66,251.25	5.29%
其他应收款	249,119.34	14.76%	131,621.11	10.52%
存货	1,210,057.79	71.68%	885,937.96	70.79%
流动资产合计	1,556,555.46	92.21%	1,121,920.53	89.65%
投资性房地产	33,732.20	2.00%	13,556.12	1.08%
无形资产	37,698.28	2.23%	44,298.91	3.54%
非流动资产合计	131,554.87	7.79%	129,494.18	10.35%
资产总计	1,688,110.33	100.00%	1,251,414.71	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司货币资金包括银行存款3.99亿元和子公司金财担保存出保证金1.50亿元，其中1.78亿元货币资金因担保使用受限。由于新增应收松滋市财政局的往来款规模较大，2020年其他应收款同比增



长89.27%至24.91亿元，主要包括往来款余额22.16亿元和代偿款余额0.92亿元。往来款中应收松滋市财政局账款余额为9.13亿元；应收松滋市金源城市投资开发有限公司（国企）5.74亿元，账龄在4年以内；应收湖北荆松公路建设管理有限公司（国企）5.51亿元，账龄在3年以内。

存货中施工成本为保障房及基础设施建设投入，开发成本为土地资产，其中随着保障房及基础设施建设项目不断推进，2020年末施工成本同比增长30.67%至78.12亿元，同期开发成本42.03亿元。截至2020年末，公司已办理土地使用权证的土地共62宗，面积合计268.25万平方米，账面价值合计45.67亿元，其中列入存货-开发成本中的24宗土地因抵押而受限，该部分土地账面价值合计为26.24亿元，占总资产的15.55%。此外，存货-施工成本中账面价值合计为7.77亿元的5宗地块已用于抵押。需关注公司另有3宗地尚未办理土地使用权证（已摘牌但尚未办证），公司于2020年摘得上述地块，面积合计12.84万平方米，账面价值合计0.28亿元，公司土地资产情况详见表11。2020年末公司投资性房地产账面价值3.37亿元，包括商铺、厂房等资产，其中账面余额为0.89亿元的房产不动产权证正在办理中。公司无形资产主要为土地资产。

整体来看，2020年公司总资产规模增长较快，截至2020年末，应收款项回收时间不确定，对公司资金形成一定占用；资产中施工成本及土地资产占总资产的比重较高。此外，截至2020年末公司受限资产合计40.15亿元，占总资产的23.79%，整体资产流动性较弱。

表11 截至 2020 年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	46	2,165,366.73	417,551.37	3	128,441.00	2,766.14
投资性房地产	4	57,863.26	1,902.57	0	0.00	0.00
无形资产	12	459,278.38	37,266.92	0	0.00	0.00
合计	62	2,682,508.37	456,720.86	3	128,441.00	2,766.14

资料来源：公司提供

收入质量与盈利能力

公司未来收入较有保证，财政补贴对公司盈利贡献较大，但费用和投资损失对公司利润总额形成较大侵蚀

2020年公司营业收入11.07亿元主要来源于基础设施建设收入及房屋销售收入，该等业务收入的增长拉动公司营业收入同比大幅增长38.15%。作为松滋市保障房及基础设施建设主体之一，2020年末公司已签订代建协议的在建项目较多，未来收入较有保证，但综合毛利率较2019年下滑2.01个百分点，主要系毛利率较高的基础设施建设收入占比降低、收入占比较高的房屋销售业务毛利率下滑所致。2020年公司业务回款情况不及上年，收现比下滑至1.68。

2020年公司管理费用和财务费用对利润形成较大侵蚀，且公司对松滋市松美滋美食城有限公司的长

期股权投资产生亏损0.22亿元⁴，导致同期营业利润为-0.30亿元。财政补贴方面，2020年公司确认财政补贴1.49亿元，是利润总额的1.26倍，是公司利润的重要来源。受上述因素影响，2020年公司实现利润总额1.18亿元，较上年减少5.83%。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

指标名称	2020 年	2019 年
营业收入	110,710.41	80,135.97
收现比	1.68	2.29
营业利润	-2,970.29	5,634.36
其他收益	631.58	6.16
营业外收入	14,861.43	7,061.35
利润总额	11,804.95	12,536.06
销售毛利率	14.83%	16.84%

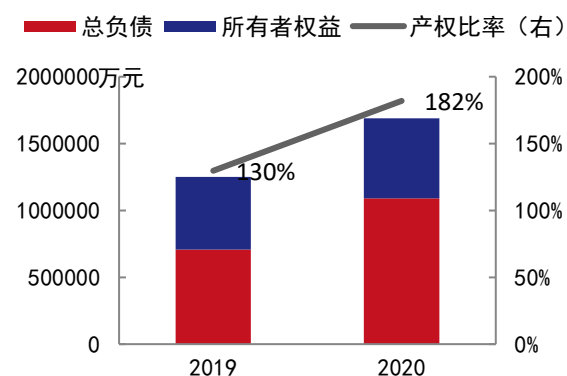
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司资产负债水平偏高，总债务规模增幅较大，面临较大的债务压力

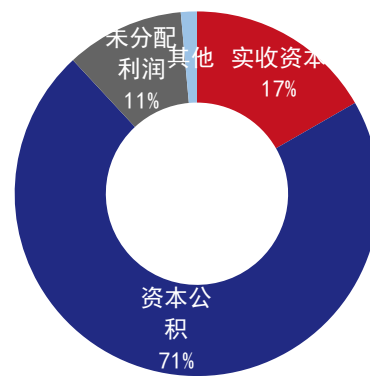
受益于政府增资，2020年公司所有者权益规模同比增长9.90%至59.88亿元。受预收购房款规模大幅增长且融资力度较大的影响，2020年公司负债总额同比大幅增长54.17%至108.93亿元。综合影响下，公司产权比率由2019年末的129.69%上升至2020年末的181.92%，所有者权益对负债的覆盖能力较弱。

图 1 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

⁴ 2020 年公司返还政府前期对松滋市松美滋美食城有限公司的补助，从而形成亏损。



从负债结构上看，公司负债以非流动负债为主。2020 年公司预收购房款随房屋销售收入增长而增长，期末预收款项同比增长 76.31%至 33.31 亿元，占总负债的 30.58%，主要包括新城壹品认预收款 11.28 亿元、安置房回购款 11.09 亿元以及代建项目款 7.32 亿元等。其他应付款主要为往来款，其中应付农发基金的 2.20 亿元款项每年需支付 1.2%的投资收益⁵。一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款。2020 年公司长期借款规模同比增长 14.58%。2020 年公司债券发行规模较大，应付债券余额同比增加 11.18 亿元，主要包括“17 松滋金投债”、“20 松滋 01”、“20 松滋金投债”、“20 松滋 02”四支债券。2020 年公司长期应付款新增 7.98 亿元，主要包括应付松滋市财政局的专项债 7.10 亿元和划子嘴棚改项目资金 0.88 亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

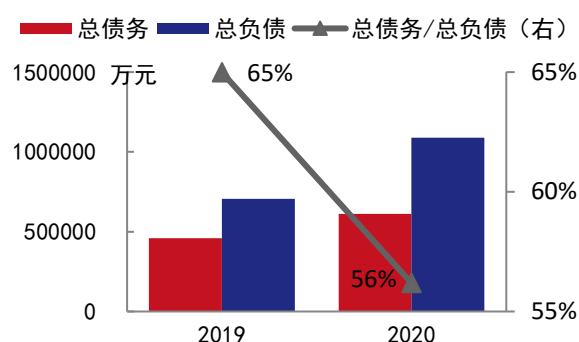
项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2,670.00	0.25%	3,000.00	0.42%
预收款项	333,147.47	30.58%	188,959.00	26.74%
其他应付款	61,405.04	5.64%	60,455.68	8.56%
一年内到期的非流动负债	22,828.63	2.10%	26,537.90	3.76%
流动负债合计	444,933.60	40.84%	298,905.91	42.30%
长期借款	354,246.85	32.52%	309,173.67	43.76%
应付债券	210,335.73	19.31%	98,501.94	13.94%
长期应付款	79,810.49	7.33%	0.00	0.00%
非流动负债合计	644,393.07	59.16%	407,675.61	57.70%
负债合计	1,089,326.66	100.00%	706,581.53	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务包括银行借款、应付债券和农发基金的明股实债投资款项。截至 2020 年末，公司总债务规模达 61.21 亿元，同比增长 33.29%，占同期末负债总额的 56.19%。公司总债务规模增幅较大，面临较大的债务压力。从债务结构来看，公司总债务以长期债务为主。

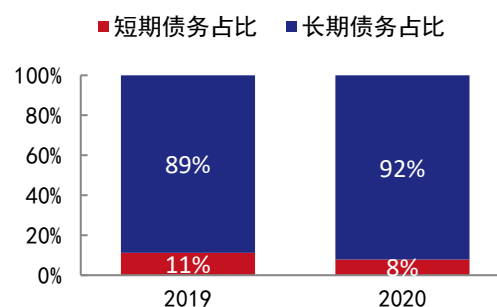
⁵ 公司注册资本为 122,000 万元，其中农发基金出资的 22,000 万元未计入实收资本。

图3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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，中证鹏元整理

由于负债规模增长较快，2020年末公司资产负债率同比上升8.07个百分点至64.53%，剔除预收款项后资产负债率为55.81%，资产负债水平偏高。2020年末现金短期债务比为1.16，剔除受限货币资金后为0.78，现金对短期债务的保障能力一般。2020年公司EBITDA利息保障倍数有所降低，EBITDA对总债务本息的保障能力一般，公司面临较大的债务偿还压力。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	64.53%	56.46%
现金短期债务比	1.16	1.29
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.97

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，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（公司本部报告查询日为2021年5月13日、子公司金投置业报告查询日为2021年5月17日），从2018年1月1日至报告查询日，公司本部和金投置业均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；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。

或有事项分析

公司存在较大的或有负债风险

截至2020年末，公司控股子公司金财担保为多家单位提供担保，在保余额为10.19亿元，担保放大倍数为5.24。截至2020年末，除子公司金财担保的担保款项外，公司对外担保金额合计为3.81亿元，与同期合并口径净资产之比为6.36%，其中担保金额为3.58亿元的款项未设置反担保措施。公司对外担保的被担保方中松滋曲尺河温泉度假村有限公司（以下简称“曲尺河度假村”）为民营企业，根据公司本



部的企业信用报告（查询日为2021年5月13日），公司对外担保的曲尺河度假村存在逾期款项，公司对其担保余额1,100.00万元属于关注类担保。

表15 截至 2020 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	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	1,100.00	2021.9.25	是
松滋曲尺河温泉度假村有限公司	1,200.00	2021.9.25	是
松滋市惠众保障房投资建设开发有限公司	35,802.07	2026.5.17	否
合计	38,102.07	-	-

资料来源：公司提供

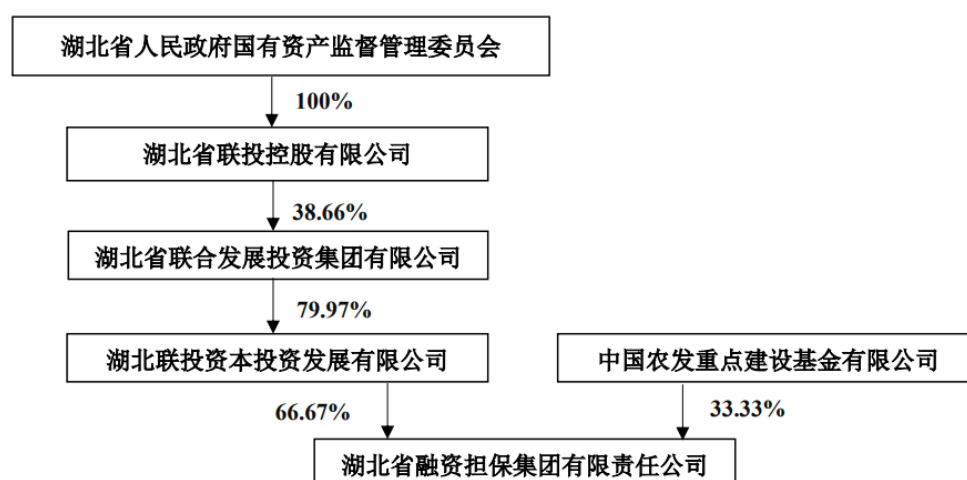
八、本期债券偿还保障分析

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

根据湖北担保出具的担保函，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。经过多次股权变更及增资，截至2020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联投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 5 截至 2020 年末湖北担保股权结构图



资料来源：湖北担保提供

湖北担保主要经营贷款担保、债券担保等融资性担保业务及委托贷款业务，近年营业总收入波动较大；2019年营业总收入下降主要系委贷利息收入和咨询费收入下降所致；2020年湖北担保为湖北省地方



城投公司和民营企业发行的疫情债、绿色债、项目收益债等债券提供的担保规模较大，融资担保业务规模大幅上升，2020年担保费收入随之大幅上升。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。直接融资担保业务客户以城投公司为主，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，由子公司湖北省融资租赁有限责任公司运营。

表16 湖北担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	8.83	106.81%	1.83	47.06%	1.29	18.79%
减：未到期责任准备金	3.50	-	0.27	-	-0.63	-
委贷利息收入	0.68	8.20%	0.83	21.25%	2.33	33.89%
咨询费收入	0.13	1.52%	0.28	7.18%	2.12	30.90%
其他业务收入	2.13	25.78%	1.23	31.48%	0.50	7.30%
合计	8.26	100.00%	3.90	100.00%	6.86	100.00%

资料来源：湖北担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，湖北担保资产总额为145.76亿元，其中货币资金较为充足，为36.82亿元，占总资产的比重为25.26%；同期末湖北担保所有者权益合计为112.63亿元；2020年度，湖北担保实现营业收入8.26亿元，投资收益4.82亿元，利润总额10.81亿元。

表17 湖北担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	36.82	55.51	28.96
总资产	145.76	134.28	83.18
所有者权益合计	112.63	104.52	72.09
营业总收入	8.26	3.90	6.86
投资收益	4.82	5.12	1.33
利润总额	10.81	7.25	6.36
净资产收益率	7.37%	6.16%	6.82%
在保余额	405.76	299.43	167.65
融资性担保责任余额	-	240.36	148.12
融资担保放大倍数	-	2.57	2.18
当期担保代偿率	-	1.60%	0.83%

资料来源：湖北担保 2018-2020 年审计报告和湖北担保提供，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、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AAA。

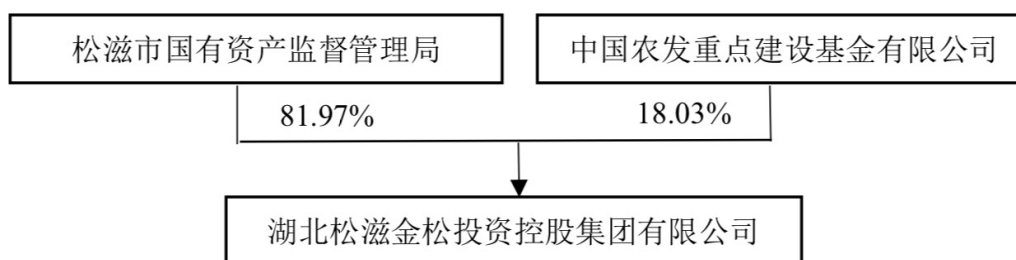


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	54,888.65	66,251.25	66,707.81
其他应收款（合计）	249,119.34	131,621.11	120,787.84
其他应收款	246,637.56	130,034.44	120,536.44
存货	1,210,057.79	885,937.96	725,667.56
流动资产合计	1,556,555.46	1,121,920.53	1,002,417.52
非流动资产合计	131,554.87	129,494.18	73,826.65
总资产	1,688,110.33	1,251,414.71	1,076,244.17
短期借款	2,670.00	3,000.00	0.00
预收款项	333,147.47	188,959.00	90,045.77
一年内到期的非流动负债	22,828.63	26,537.90	22,299.68
流动负债合计	444,933.60	298,905.91	179,650.10
长期借款	354,246.85	309,173.67	276,527.53
应付债券	210,335.73	98,501.94	98,596.12
长期应付款	71,000.00	0.00	0.00
非流动负债合计	644,393.07	407,675.61	375,123.65
总负债	1,089,326.66	706,581.53	554,773.75
总债务	612,081.21	459,213.52	419,423.33
所有者权益	598,783.66	544,833.18	521,470.42
营业收入	110,710.41	80,135.97	58,294.52
营业利润	-2,970.29	5,634.36	1,981.23
其他收益	631.58	6.16	39.02
利润总额	11,804.95	12,536.06	11,641.54
经营活动产生的现金流量净额	-212,752.05	3,274.82	3,813.09
投资活动产生的现金流量净额	-33,143.58	-24,317.79	-52,129.14
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	14.83%	16.84%	19.39%
收现比	1.68	2.29	2.89
资产负债率	64.53%	56.46%	51.55%
现金短期债务比	1.16	1.29	1.51
EBITDA（亿元）	2.38	2.01	1.51
EBITDA 利息保障倍数	0.88	0.97	0.74

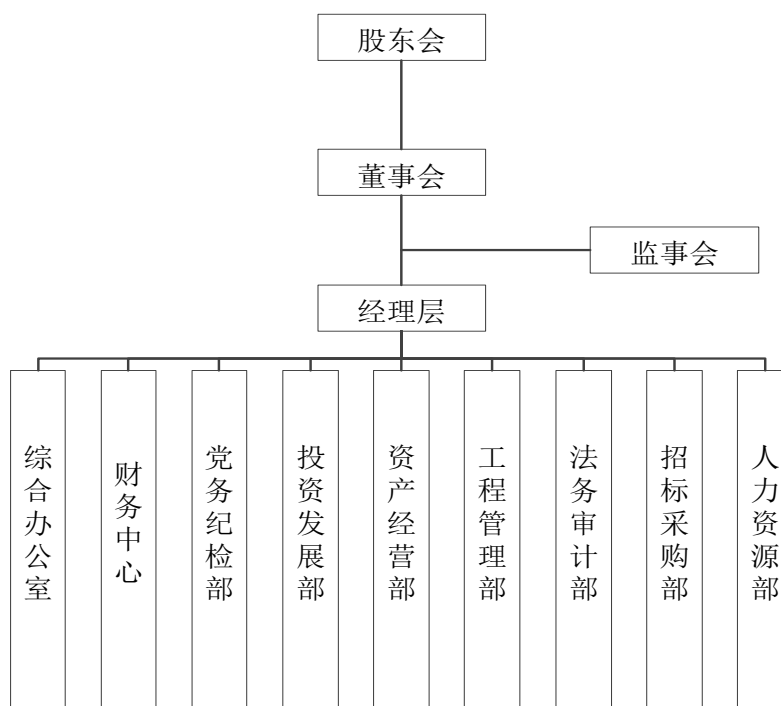
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 4 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 4 月）



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
松滋市金投机动车驾驶人考训有限公司	7,000.00	100.00%	机动车驾驶员考试和训练
松滋金投文化产业发展有限公司	10,000.00	100.00%	文化产业投资和旅游景区开发
湖北松滋金投置业有限公司	30,000.00	100.00%	房地产开发、经营
湖北松滋金松路桥投资建设有限公司	10,000.00	100.00%	道路建设
松滋市金财融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	融资担保
湖北金投物业管理有限公司	500.00	100.00%	物业管理
松滋金投商业开发有限公司	30,000.00	100.00%	商业开发
松滋市金松石油有限公司	2,000.00	100.00%	润滑油及化工产品销售
松滋市金投石油有限公司	2,000.00	100.00%	润滑油及化工产品销售
松滋金松金融信息服务有限责任公司	2,000.00	100.00%	金融信息服务
松滋金投医养有限公司	5,000.00	100.00%	老年人、残疾人养护服务等
松滋金投工业投资开发有限公司	10,000.00	100.00%	工业项目投资等
松滋市金松石化油气经营有限公司	2,200.00	51.00%	润滑油及化工产品销售
松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司	1,131.08	100.00%	机动车驾驶员培训

资料来源：公司 2020 年审计报告，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期总债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{其他应付款中的有息部分}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。