



湖北松滋金松投资控股集团有限公司

2022年公司债券信用评级报告

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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 



湖北松滋金松投资控股集团有限公司 2022年公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2021-12-14

评级观点

- 中证鹏元评定湖北松滋金松投资控股集团有限公司（以下简称“松滋金松”或“公司”）本次拟发行 2 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司发展提供了良好的基础，公司未来收入较有保证，且获得了较大力度的外部支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到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

发行规模：2 亿元

发行期限：5 年，在债券存续期的 3 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，投资者行使回售选择权后，在债券存续期第 3-5 年，分别按照剩余债券每百元本金值的 30%、30%和 40%的比例偿还债券本金。

发行目的：偿还 2021 年内到期的企业债券本金及利息

增信方式：保证担保

担保主体：重庆三峡融资担保集团股份有限公司

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 年	2019 年	2018 年
总资产	168.81	125.14	107.62
所有者权益	59.88	54.48	52.15
总债务	64.21	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：汪永乐
wangyl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897



优势

- **松滋市初步培育了白酒酿造等产业集群，公司外部环境较好。**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。2018-2019 年松滋市分别实现地区生产总值 285.05 亿元和 343.78 亿元，按可比价格计算，同比增速分别为 6.1%和 9.4%。受疫情影响，2020 年松滋市经济发展放缓。
- **公司未来收入较有保证。**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。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2014 年以来公司获得松滋市人民政府对公司货币增资及实物增资规模很大，2020 年获得政府专项债建设资金，增强了公司的资本实力。此外，松滋市财政局拨付的财政补贴资金是公司利润的重要来源。
- **三峡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，三峡担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

关注

- **公司整体资产流动性较弱。**截至 2020 年末，公司资产中施工成本及土地资产占比较高，应收款项回收时间不确定，对公司资金形成一定占用，对部分委托贷款需关注后续资金回收情况，且资产受限比例较高。
- **公司面临很大的建设资金压力。**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。
- **公司有息债务规模快速增长，面临较大的债务压力。**2018-2020 年公司有息债务快速攀升，资产负债率随之上升。截至 2020 年末，公司资产负债率处于偏高水平。近年公司 EBITDA 利息保障倍数均处于较低水平，面临较大的债务压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**除控股子公司松滋市金财融资担保有限公司¹（以下简称“金财担保”）在保余额以外，截至 2020 年末公司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

¹ 2021 年 7 月，松滋市国有资产运营服务中心收回公司对金财担保 43.10%的股权，公司对金财担保的持股比例由 92.10%下降至 49.00%。



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，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公司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公司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公司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”），公司名称变更为现名，注册资本变更为1.58亿元。2016年10月根据《湖北松滋金松投资控股集团有限公司股东决定书》，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。2021年8月，公司控股股东松滋市国资局更名为松滋市国有资产运营服务中心（以下简称“松滋市国资运营中心”）。

截至2021年6月末，公司实收资本为10.00亿元²，注册资本为12.20亿元，股东松滋市国资运营中心出资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%，松滋市国资运营中心为公司控股股东和实际控制人。

二、本期债券概况

债券名称：2022年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券；

发行规模：2亿元；

债券期限和利率：5年期固定利率，在债券存续期的3个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；

还本付息方式：每年付息一次，投资者行使回售选择权后，自债券存续期第3-5年，公司分别按照剩余债券每百元本金值的30%、30%和40%的比例偿还债券本金；

增信方式：本期债券由三峡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为2亿元，用于偿还2021年内到期的企业债券本金及利息（即“17松滋金

² 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。



投债”2021年度本息)³。

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，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%，自二季度实现转负为正以来，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，全年进出口总额创历史新高，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。2020 年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.8%。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；

³因湖北省疫情对公司经营活动影响较大，为确保按期兑付企业债券及其他有息债务的本息，公司与湖北荆松公路建设管理有限公司（以下简称“荆松公路公司”）签订了借款合同，拆借资金保障企业债券 2021 年内到期的本息按时兑付。鉴于此，公司承诺本期债券募集资金 2.00 亿元全部用于置换对荆松公路公司的上述借款。截至报告出具日，“17 松滋金投债”2021 年度本息已按期足额兑付。



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，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。

2018 年下半年至 2019 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，城投公司融资环境有所改善。2020 年疫情爆发以来，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

2018 年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018 年 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，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。10 月，国办发[2018]101 号文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。

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。5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，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。

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，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

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；受疫情冲击，2020年松滋市经济实力有所下滑

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。根据松滋市第七次人口普查数据，截至2020年11月1日，全市常住人口为65.48万人。2018-2020年松滋市人均GDP分别为37,087元、44,786元和50,467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过境而过，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。2018-2019年松滋市全市分别接待旅客390万人次和540万人次，分别同比增长11.4%和38.5%；旅游综合收入分别为28.0亿元和48.5亿元，分别同比增长16.7%和73.2%。但受疫情影响，2020年松滋市接待旅客人数及旅游收入均有所下滑。

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。2018-2019年松滋市经济实力稳步提升，分别实现地区生产总值285.05亿元和343.78亿元，按可比价格计算，同比增速分别为6.1%和9.4%。受疫情影响，2020年松滋市经济实力有所下滑，全市实现地区生产总值330.46亿元，按可比价格计算，同比下降3.9%。产业结构方面，松滋市三次产业结构由2018年的14.5:50.3:35.2调整为2020年的14.2:41.7:44.1，第三产业占比明显提升。

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，2018-2019年松滋市工业增加值分别为129.24亿元和142.42亿元，增速呈增长趋势。投资方面，2018-2019年松滋市固定资产投资持续增长，同比增速分别为7.1%和16.2%。松滋市房地产市场景气度较高，2020年全市完成房地产投资38.22亿元，比上年增长31.1%；商品房销售面积65.70万平方米，比上年增长42.2%，实现商品房销售额30.75亿元，比上年增长35.7%。2018-2020年松滋市社会消费品零售总额分别为150.70亿元、168.11亿元和141.58亿元，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 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		2018 年	
	金额	增长率	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%	285.05	6.1%
第一产业增加值	46.90	1.1%	44.38	3.3%	41.42	3.0%
第二产业增加值	137.72	-8.8%	156.69	11.6%	143.31	6.9%
第三产业增加值	145.84	0.4%	142.71	8.8%	100.32	6.4%
工业增加值	122.60	-9.9%	142.42	12.7%	129.24	7.3%
固定资产投资	181.00	-11.7%	204.92	16.2%	176.35	7.1%
社会消费品零售总额	141.58	-26.7%	168.11	11.6%	150.70	10.5%
进出口总额（亿美元）	1.82	104.8%	0.89	-29.0%	1.25	4.0%
存款余额	455.32	12.1%	406.10	8.5%	374.32	2.7%
贷款余额	210.03	16.1%	180.89	15.6%	156.49	8.4%
人均 GDP（元）	50,467		44,786		37,087	
人均 GDP/全国人均 GDP	69.66%		63.17%		57.37%	

注：2020 年人均 GDP 使用松滋市第七次人口普查数据中常住人口 65.48 万人计算得出。

资料来源：松滋市 2018-2020 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、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。

公司由松滋市国资运营中心和农发基金⁴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，由松滋市国资运营中心委派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，由松滋市国资运营中心从董事会成员中指定。监事会由5人组成，由松滋市国资运营中心委派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，由松滋市国资运营中心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运营中心提名，由董事会聘任或解聘。

⁴ 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。



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，2018-2020年上述业务收入合计占同期营业收入的比重均在92%以上，为公司收入的主要来源。伴随基础设施建设项目和房屋销售项目持续推进，2018-2020年公司营业收入复合增长率为37.81%。近年公司保障房建设项目结算进度较慢，导致代建收入中的保障房建设收入持续下降。2018-2019年其他收入主要包括租赁经营、委贷收益和资金占用费等，2020年公司新增油品销售和机动车培训服务等业务收入规模较大，拉动当期其他收入规模同比增长2.86倍。

毛利率方面，近年公司综合毛利率持续下滑。其中，2019年同比下降2.55个百分点，主要系当期新增的房屋销售收入占比较高但毛利率较低所致；2020年房屋销售收入毛利率有所下滑，导致当期综合毛利率较上年下滑2.01个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
代建收入	53,383.43	15.87%	43,595.79	15.87%	54,031.52	15.87%
其中：						
基础设施建设收入	53,383.43	15.87%	42,754.25	15.87%	40,614.04	15.87%
保障房建设收入	0.00	-	841.54	15.87%	13,417.48	15.87%
房屋销售收入	49,605.70	11.08%	32,015.21	13.63%	0.00	0.00%
担保收入	887.85	-35.69%	930.03	-11.78%	1,235.67	7.66%
其他收入	3,528.56	15.13%	913.41	8.45%	547.17	90.54%
其他业务小计	3,304.86	67.67%	2,681.52	83.57%	2,480.16	86.13%
合计	110,710.41	14.83%	80,135.97	16.84%	58,294.52	19.39%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建的代建项目（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

公司基础设施建设主要采用委托代建模式。2018年1月松滋市财政局与公司就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“划子嘴棚改指挥办”）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）。

公司代建收入包括基础设施建设项目收入和保障房建设项目收入，2018-2020年呈波动态势，具体收入明细见附录二。随着项目结算规模增加，2018-2020年公司基础设施建设收入复合增长率为14.65%，占同期营业收入的比重均在48%以上，为公司营业收入的重要来源。保障房建设业务方面，近年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，近年收入逐年下降。

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，但收益实现情况存在不确定性。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3 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	-

资料来源：公司提供

2019年起房屋销售收入成为公司主要收入来源之一，在建房产项目较多，业务持续性较好

2019年公司新增房屋销售收入，此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，公司通过招拍挂取得土地后，向相关部门申请用地批复，公开招标设计单位并进行建设，建成后公司按市场价出售。

2019-2020年公司结转房屋销售面积分别为9.13万平方米、14.05万平方米，同期分别实现房屋销售收入3.20亿元和4.96亿元，其中2020年收入同比增幅达54.94%。近年公司房屋销售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。

表4 2019-2020年公司房屋销售收入明细（单位：万元）

项目名称	2020 年		2019 年	
	确认收入	确认成本	确认收入	确认成本
金松·尚含绿城	33,532.14	30,156.33	18,552.97	17,139.79
松江花园安置小区三期	10,257.04	9,420.30	-	-
玉岭花园小区	-	-	9,544.77	7,502.64
其他项目	5,816.52	4,532.61	3,917.47	3,008.38
合计	49,605.70	44,109.24	32,015.21	27,650.81
结转房屋销售面积（万 平方米）		14.05		9.13
确认收入结算均价（元/ 平方米）		3,529.57		3,505.90
毛利率		11.08%		13.63%

资料来源：公司提供

截至2020年末公司在售房产项目以商品房为主，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；其他安置房项目已售未结算金额为11.40亿元。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，房产销售业务持续性较好。但中证鹏元注意到，公司部分项目销售压力较大，且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5 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	项目性质
金松·尚含绿城	151,236.80	145,153.80	5,270.15	6,083.42	商品房为主，含少量安置房
新城壹品	296,607.56	259,138.48	133,069.33	37,469.08	商品房
奥体庄园	106,381.52	32,380.03	14,717.98	74,001.49	商品房
其他安置房项目	-	-	114,000.00	-	安置房
合计	554,225.88	436,672.31	267,057.46	117,553.99	-

注：（1）其他安置房项目包括宜化绿洲新城、白云花园、泰和花园、幸福新村、蓝天雅苑、南湖风景等 6 个项目；

（2）“-”表示公司未提供相应数据。

资料来源：公司提供

表6 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	项目性质
新城壹品	165,886.38	86,273.26	416,530.00	商品房
松滋市沿江片区涉农棚户区改造项目	95,900.00	66,400.00	-	安置房
新城印象	64,943.23	19,029.78	156,388.98	商品房
金松·尚含绿城	62,000.00	55,452.00	-	安置房
奥体庄园	51,648.70	31,229.61	130,822.92	商品房
城西片区城中村棚户区改造项目	50,439.63	32,088.28	-	安置房
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	-	安置房
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 5 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“17 松滋金投债”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“20 松滋债”募投项目之一。

资料来源：公司提供

公司近年担保收入难以覆盖当期代偿金额；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

担保业务为公司原控股子公司金财担保的主营业务。2021 年 7 月，公司股东松滋市国资运营中心收回公司对金财担保所持有的 43.10% 股权，公司对金财担保的持股比例下滑至 49.00%。金财担保的担保对象主要为中小微企业及个人客户，担保费率基准为 2.65%（下岗再就业不收取保费），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。

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，2018-2020 年公司担保收入持续下降；担保业务毛利率由 2018 年的 7.66% 下降至 2020 年 -35.69%。此外，2018-2020 年公司代偿金额较大，各年担保收入均难以覆盖当期代偿金额。



表7 金财担保担保业务经营指标（单位：万元）

项目名称	2020 年	2019 年	2018 年
担保收入	887.85	930.03	1,235.67
担保发生额	88,642.55	62,808.82	67,001.00
在保余额	101,908.13	68,379.40	62,258.50
当时代偿金额	1,638.73	1,670.63	1,465.42
担保代偿率	3.48%	2.56%	3.00%
当时代偿回收率	22%	43%	63%

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

近年公司发展多元业务，2020年新增油品销售、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2020年其他收入同比增长2.86倍，对营业收入形成一定补充。

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，2014-2020年公司累计获得当地政府资本性投入合计50.99亿元，其中货币资金投入45.77亿元（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荆松公路公司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年公司获得松滋市政府注入货币资金4.38亿元、注入金松驾校股权0.11亿元。

财政补贴方面，2018-2020年公司分别确认财政补贴0.98亿元、0.71亿元和1.55亿元，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84.21%、56.38%和131.24%，是公司利润的重要来源。

表8 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	依据文件
2014 年	38,805.00	34,431.85	0.00	0.00	73,236.85	《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》等



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	松国复字[2016]56号等
2017 年	137,323.00	0.00	0.00	9,808.00	147,131.00	松国复字[2017]131号等
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	松国复字[2019]82号等
2020 年	43,800.00	0.00	0.00	1,131.08	44,931.08	松国复字[2020]4号等
合计	457,703.52	47,343.68	3,753.75	1,131.08	509,932.03	-

注：（1）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。（2）“-”表示公司未提供相应文件。

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 2018-2020 年审计报告。截至 2020 年末，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下表所示。

表9 2018-2020 年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	增加	松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司	14 家
		松滋市金松石化油气经营有限公司	
2019 年	增加	松滋金投医养有限公司	13 家
		松滋金投工业投资开发有限公司	
		松滋金投商业开发有限公司	
2018 年	增加	松滋市金松石油有限公司	10 家
		松滋市金投石油有限公司	
		松滋金松金融信息服务有限责任公司	

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模增长较快，但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，对部分委托贷款需关注后续资金回收情况，受限资产规模较大，整体资产流动性较弱

随着资产注入及融资规模增长，近年公司资产总额持续增长，2018-2020 年复合增长率为 25.24%。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：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
----	--------	--------	--------



	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.49	3.25%	6.63	5.29%	6.67	6.20%
其他应收款	24.91	14.76%	13.16	10.52%	12.08	11.22%
存货	121.01	71.68%	88.59	70.79%	72.57	67.43%
流动资产合计	155.66	92.21%	112.19	89.65%	100.24	93.14%
投资性房地产	3.37	2.00%	1.36	1.08%	1.06	0.98%
无形资产	3.77	2.23%	4.43	3.54%	2.60	2.41%
非流动资产合计	13.16	7.79%	12.95	10.35%	7.38	6.86%
资产总计	168.81	100.00%	125.14	100.00%	107.62	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司货币资金主要为银行存款，2020年末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。近年公司其他应收款持续增长，其中2020年同比增长89.27%至24.91亿元，主要系新增应收松滋市财政局的往来款规模较大所致。2020年末公司其他应收款主要包括往来款余额22.16亿元和代偿款余额0.92亿元。其中，应收松滋市财政局账款余额为9.13亿元，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）5.74亿元，账龄在4年以内；应收荆松公路公司（国企）5.51亿元，账龄在3年以内。

存货为公司最重要的资产，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（分别计入“存货-开发成本”、“投资性房地产”和“无形资产”科目），面积合计265.60万平方米，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。

截至2020年末，公司其他流动资产中包括委托贷款0.81亿元，其中对松滋鑫泰电子商务产业园管理有限公司（以下简称“鑫泰电商”）的委托贷款余额为0.75亿元，已计提坏账准备0.37亿元。根据荆州市中级人民法院结案通知书（（2019）鄂10执397号），鑫泰电商需向公司支付0.75亿元。2021年6月，公司就该案向法院申请执行，需关注后续资金回收情况。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。

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	2,138,841.84	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	459,279.03	37,266.92	0	0.00	0.00
合计	62	2,655,984.13	456,720.86	3	128,441.00	2,766.14

资料来源：公司提供

整体来看，近年公司总资产规模增长较快。截至2020年末，公司资产中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，对资金形成一定占用。此外，2020年末公司受限资产合计40.15亿元，占总资产的23.79%，资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司未来收入较有保障，财政补贴对盈利贡献较大，但资产减值损失和期间费用对利润总额形成较大侵蚀

公司营业收入主要来源于代建收入，以及2019年新增的房屋销售收入。受益于代建收入中的基础设施建设收入及房屋销售收入增长，2018-2020年公司营业收入复合增长率达37.81%。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。但近年公司销售毛利率持续下滑，主要系毛利率较高的代建收入占比降低、收入占比较高的房屋销售业务毛利率下滑所致。2018-2020年公司收现比逐年下滑，但业务回款情况仍较好。

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，公司确认资产处置收益1.11亿元，带动公司当年营业利润同比增长1.84倍。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，导致同期营业利润为-0.30亿元。

财政补贴方面，2018-2020年公司获得的财政补贴分别为0.98亿元、0.71亿元和1.55亿元，占同期利润总额的比重分别为84.21%、56.38%和131.24%。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020 年	2019 年	2018 年
营业收入	11.07	8.01	5.83
收现比	1.68	2.29	2.89
营业利润	-0.30	0.56	0.20
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%
期间费用率	13.15%	14.52%	9.47%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

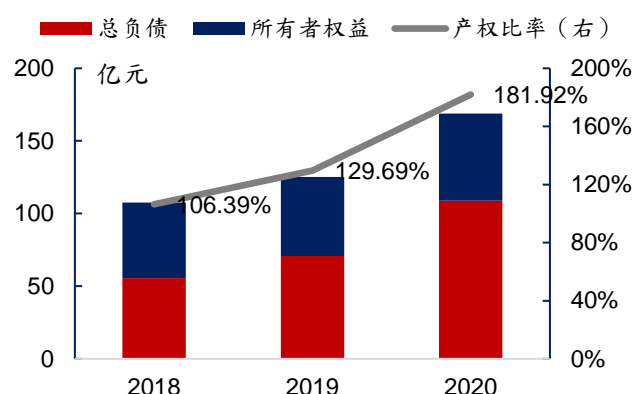
资本结构与偿债能力

公司有息债务规模快速增长，资产负债水平偏高，面临较大的债务压力

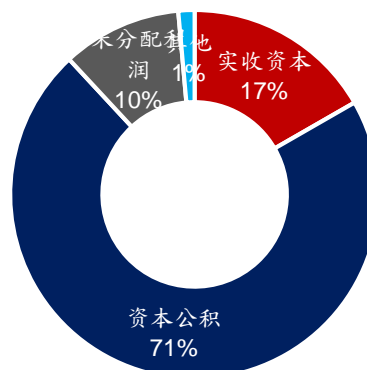
受预收购房款规模大幅增长且融资力度较大的影响，近年公司负债总额快速增长，2018-2020年复



合增长率达40.13%。所有者权益方面，受益于股东注入资产，公司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2018年末的106.39%升至2020年末的181.92%，所有者权益对负债的覆盖能力大幅减弱。

图1 公司资本结构


资料来源：公司 2018-2020 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

从负债结构上看，公司负债以非流动负债为主。近年公司预收购房款随房屋销售收入增长而快速增长，2020 年末占总负债的 30.58%，主要包括新城壹品预收款 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一年内到期的长期借款。近年公司长期借款规模持续增长，截至 2020 年末主要为质押/保证借款。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。2020 年公司新增长期应付款 7.98 亿元，主要包括应付松滋市财政局的专项债 7.10 亿元（其中 3.00 亿元属于公司有息债务）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：亿元）

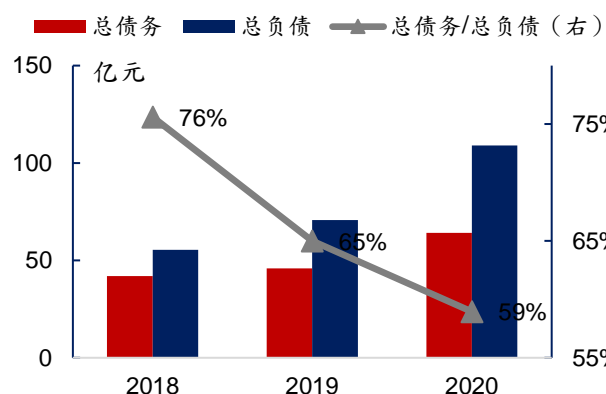
项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.27	0.25%	0.30	0.42%	0.00	0.00%
预收款项	33.31	30.58%	18.90	26.74%	9.00	16.23%
其他应付款	6.14	5.64%	6.04	8.56%	5.80	10.45%
一年内到期的非流动负债	2.28	2.10%	2.65	3.76%	2.23	4.02%
流动负债合计	44.49	40.84%	29.89	42.30%	17.97	32.38%
长期借款	35.42	32.52%	30.92	43.76%	27.65	49.85%
应付债券	21.03	19.31%	9.85	13.94%	9.86	17.77%
长期应付款	7.98	7.33%	0.00	-	0.00	-
非流动负债合计	64.44	59.16%	40.77	57.70%	37.51	67.62%
负债合计	108.93	100.00%	70.66	100.00%	55.48	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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。

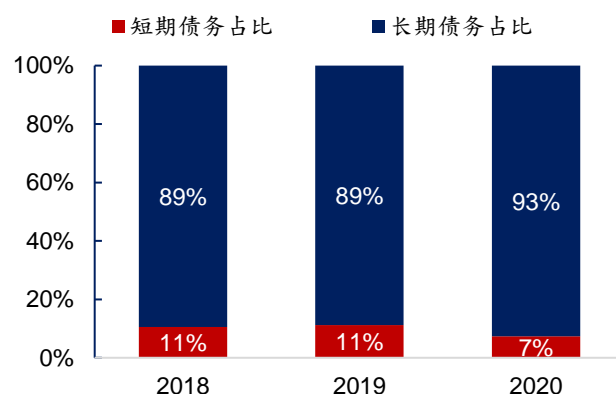
公司总债务包括银行借款、应付债券、农发基金的“明股实债”投资款项和部分应付松滋市财政局的专项债。截至 2020 年末，公司总债务规模达 64.21 亿元，较 2018 年末增长 53.09%，占期末负债总额的 58.94%。公司总债务规模增幅较大，面临较大的债务压力。从债务结构来看，公司总债务以长期债务为主。

图 3 2020 年末公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 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 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

由于负债规模增长较快，近年公司资产负债率持续增长，2020 年末公司资产负债率较 2018 年末上升 12.98 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。近年公司 EBITDA 利息保障倍数处于较低水平，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	2018 年
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 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

八、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 8 月 18 日、子公司金投置业报告查询日为 2021 年 8 月 2 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；银行借款及已发行债券均按时偿付利息，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8月18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1,200.00万元属于关注类担保。公司对曲尺河度假村的担保金额合计2,300万元已展期至2021年9月25日。

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

九、本期债券偿还保障分析

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。2018-2020年公司分别实现营业收入5.83亿元、8.01亿元和11.07亿元，主要来源于基础设施建设和保障房建设收入、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16.87亿元、18.34亿元和18.54亿元。截至2020年末，公司主要在建的保障房及基础设施建设项目已投资45.89亿元，大部分已签订代建协议，业务持续性较好；商品房项目剩余可售面积11.76万平方米，未来销售回款可增强公司现金收入。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年末，公司已办理产权证的土地使用权共62宗，面积合计265.60万平方米，账面价值合计45.67亿元，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33宗，账面价值合计11.66亿元，占全部已办证土地账面价值的25.53%。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。

本期债券保障措施分析

三峡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

根据三峡担保2021年8月26日出具的担保函（编号：202108190001号），三峡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。

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

表16 截至 2020 年末三峡担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	投资金额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	241,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	161,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	80,500.00	16.67%
合计	483,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2020年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的64.45%、20.31%和10.30%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费保持持续增长，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入进一步下滑。

表17 三峡担保营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	69,215.13	64.45%	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	21,811.77	20.31%	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	11,066.61	10.30%	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,306.55	4.94%	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%
合计	107,400.06	100.00%	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，三峡担保资产总额为108.61亿元，所有者权益合计为67.90亿元；2020年度，三峡担保实现利润总额3.97亿元。

表18 近年三峡担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
----	--------	--------	--------



总资产	108.61	127.87	117.00
所有者权益合计	67.90	69.34	68.65
营业收入	10.74	11.11	11.39
担保费收入	6.92	6.41	5.97
利润总额	3.97	3.20	3.49
净资产收益率	4.30%	4.13%	4.46%
融资担保责任余额*	-	294.29	471.99
准备金覆盖率*	-	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	-	5.45	8.92

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡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。

十、结论

综上，中证鹏元评定松滋金松主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。



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。



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）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	5.49	6.63	6.67
其他应收款（合计）	24.91	13.16	12.08
其他应收款	24.66	13.00	12.05
存货	121.01	88.59	72.57
流动资产合计	155.66	112.19	100.24
非流动资产合计	13.16	12.95	7.38
资产总计	168.81	125.14	107.62
短期借款	0.27	0.30	0.00
预收款项	33.31	18.90	9.00
一年内到期的非流动负债	2.28	2.65	2.23
流动负债合计	44.49	29.89	17.97
长期借款	35.42	30.92	27.65
应付债券	21.03	9.85	9.86
长期应付款	7.98	0.00	0.00
非流动负债合计	64.44	40.77	37.51
负债合计	108.93	70.66	55.48
总债务	64.21	45.92	41.94
所有者权益	59.88	54.48	52.15
营业收入	11.07	8.01	5.83
营业利润	-0.30	0.56	0.20
其他收益	0.06	0.00	0.00
利润总额	1.18	1.25	1.16
经营活动产生的现金流量净额	-21.28	0.33	0.38
投资活动产生的现金流量净额	-3.31	-2.43	-5.21
筹资活动产生的现金流量净额	23.03	1.47	-5.29
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

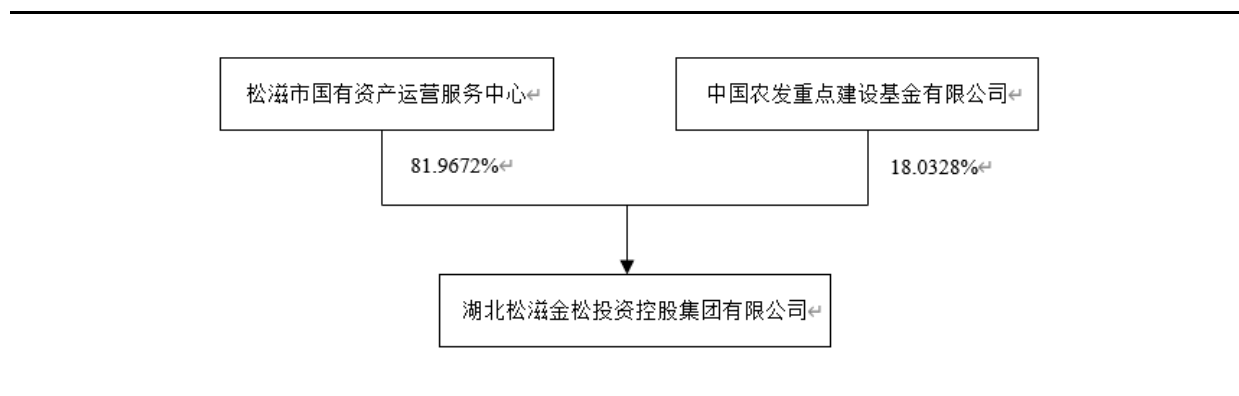


附录二 2018-2020 年公司代建收入明细（单位：万元）

时间	项目名称	确认收入
2020 年	全民健身中心项目	34,418.97
	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
	民主南路综合改造工程项目	2,872.09
	合计	53,383.43
2019 年	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
	言程安置房建设项目	841.54
	合计	43,595.80
2018 年	白云新城城市综合体项目	40,614.04
	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
	合计	54,031.51

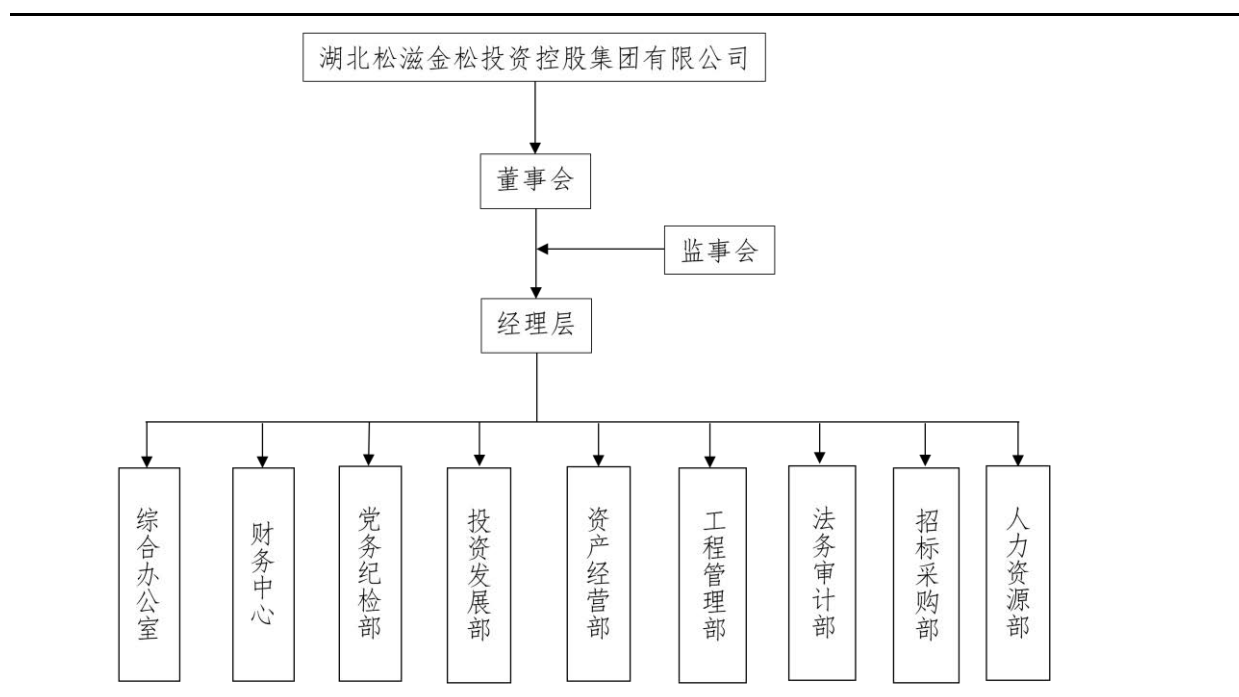


附录三 公司股权结构图（截至 2021 年 8 月末）



资料来源：公司提供

附录四 公司组织结构图（截至 2021 年 8 月末）



资料来源：公司提供



附录五 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

附录六 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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{其他应付款中的有息部分}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息部分}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录七 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。