



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2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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： 

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 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
17孝城投债/PR孝感债	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持孝感市城市建设投资公司（以下简称“孝感城投”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“17 孝城投债/PR 孝感债”的信用等级为 AA。
- 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专营性，且公司继续获得外部支持；同时中证鹏元也关注到，公司砂石销售及相关业务收入下滑较大，资产流动性偏弱，面临较大的建设资金压力及债务压力，且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专营性，且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	2022.3	2021	2020	2019
总资产	517.86	485.42	430.72	388.74
所有者权益	163.52	157.48	136.98	118.21
总债务	--	275.43	241.36	204.16
资产负债率	68.42%	67.56%	68.20%	69.59%
现金短期债务比	--	0.87	1.01	25.02
营业收入	1.76	18.54	13.74	10.34
其他收益	-0.01	0.78	0.54	0.34
利润总额	0.06	2.38	2.80	2.18
销售毛利率	39.32%	20.79%	37.37%	38.74%
EBITDA	--	4.37	4.93	3.45
EBITDA 利息保障倍数	--	0.30	0.35	0.27
经营活动现金流净额	-0.28	5.89	22.23	8.53
收现比	1.08	0.40	0.78	1.03

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2022 年 6 月 9 日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **孝感市区位优势显著，孝汉同城产业发展空间较大。**孝感市紧邻武汉，区位交通便捷，近年通过“汉孝一体化”战略积极对接武汉产业集群资源，形成了食品饮料、纺织服装、盐磷化工、纸塑包装、建材等传统支柱产业，同时加快发展高端装备制造、新能源汽车及零部件、光电子信息等战略性新兴产业。
- **公司代建业务持续性较好且部分业务在区域内具有专营性。**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、客运、供水业务具有区域专营性，是公司重要的收入来源。
- **公司继续获得外部支持。**2021年地方政府和控股股东在资产注入、政府补贴等方面给予的支持，提高了公司的资本实力和利润水平。

关注

- **砂石销售业务收入存在波动。**2021年受部分采砂厂被关停、新采砂点建设进展缓慢及石材业务开采量较低等因素影响，公司砂石销售收入同比有所波动。
- **公司资产流动性偏弱。**公司资产以代建项目未结算开发成本、土地资产及应收款项等为主，其中部分土地资产已经用于抵押，应收款项回款时间及代建项目开发成本的移交受政府规划安排影响具有不确定性。
- **公司面临较大的建设资金压力。**公司在建项目总投资规模大，后续尚需投入资金多，随着项目建设不断推进，公司面临的建设资金压力大。
- **公司总债务规模较大且持续攀升，债务偿付压力较大。**2021年公司总债务持续攀升且规模较大，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2022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。**2021年末公司对外担保规模占净资产比重较大，且存在多笔对中小企业、个人的担保，且近年持续发生代偿情况，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	中等	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	2
	地区人均 GDP/ 全国人均 GDP	3		现金短期债务比	7
	公共财政收入	3		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	6			
业务状况等级		强	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-8-3	何佳欢、王皓立	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2012-2-7	王洋、王一峰	公司债券评级方法(py_ff_2007V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模(亿元)	债券余额(亿元)	上次评级日期	债券到期日期
17孝城投债/PR孝感债	14.80	11.84	2021-6-11	2027-11-10

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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“17孝城投债/PR孝感债”，募集资金拟用于孝感市中心城区地下综合管廊建设项目；“17孝城投债/PR孝感债”募集资金已使用完毕，截至2022年3月25日募集资金专项账户余额为622.03元，主要为利息等零星金额。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。截至2021年3月末，公司注册资本和实收资本均仍为14.30亿元，控股股东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”）仍持有公司100%股权，公司的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（以下简称“孝感市国资委”）。

根据公司提供的资料，2021年11月澴川国投委派褚四勇为公司董事、同时免去程南翔的董事职务；2022年1月钟鹏接替蔡子阳担任公司总经理。

跟踪期内，公司仍是孝感市重要的城市基础设施建设主体，主要承担孝感市的城市基础设施和重点项目的投资、建设，以及孝感市长途客运和城区公共交通服务、自来水供应、担保等业务。2021年公司新增纳入合并范围的一级子公司共7家（具体如表1所示），无不再纳入合并范围的子公司。

表1 2021年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
湖北锦标体育文化发展有限公司	5.00	100%	文艺创作、文化场馆管理	投资设立
孝感振信投资有限公司	0.03	100%	创业投资	无偿划转
孝感市天海行商贸有限公司	251万元	100%	化工轻工材料等批发零售	无偿划转
孝感市宇通公路工程监理咨询有限责任公司	246万元	100%	工程监理	无偿划转
孝感金星物业管理有限公司	50万元	100%	物业管理服务	无偿划转
孝感合力运输集团有限公司	0.50	100%	客运出租服务、汽车租赁	无偿划转
孝感市楚澴国有资本运营有限责任公司	0.30	100%	国有资产运营管理	无偿划转

资料来源：公司2021年审计报告、公司提供、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

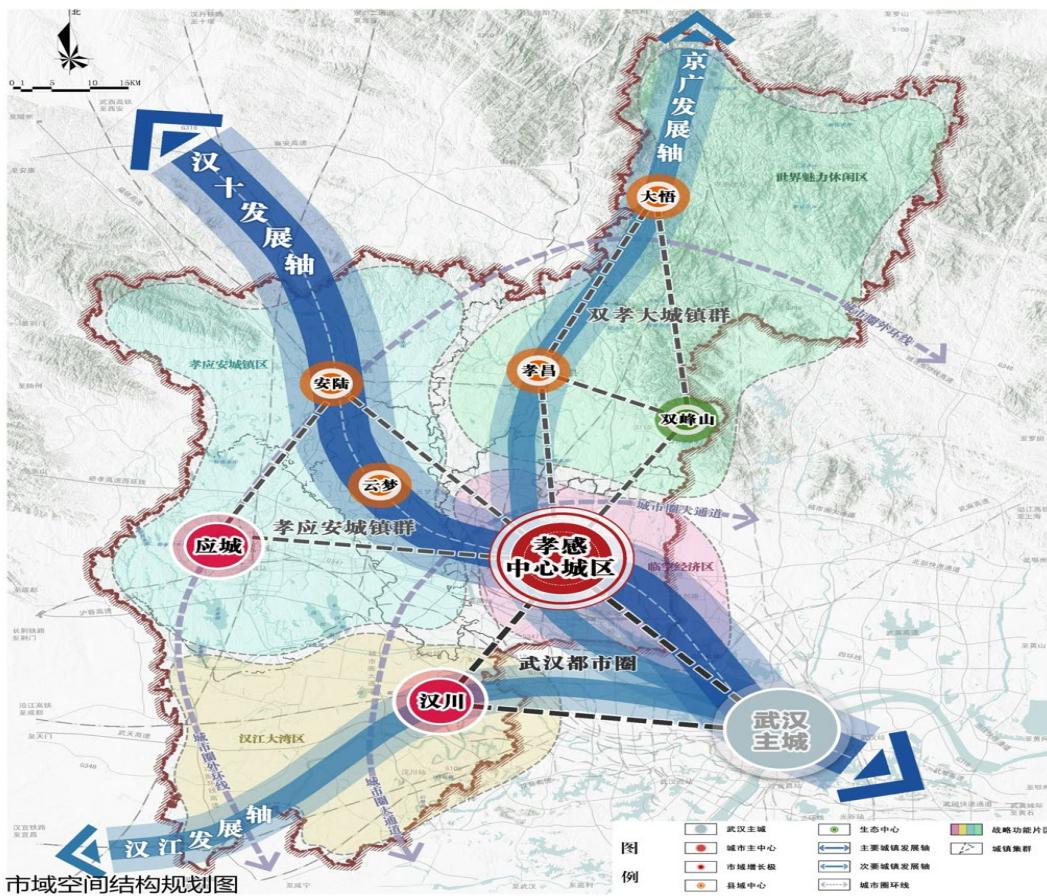
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

行业及区域经济环境

孝感市紧邻省会武汉，区位优势显著，食品饮料、纺织服装、盐磷化工、纸塑包装、建材等优势产业发展较好，受益于武汉城市圈战略部署，孝汉同城产业发展空间较大

区位特征：孝感市紧邻武汉，区位交通便捷，石膏、岩盐等矿藏储量丰富，但常住人口呈净流出状态。孝感市为湖北省地级市，与武汉市东西湖区及黄陂区接壤，位于国务院批准设立的武汉城市圈“两型社会综合配套改革试验区”的核心圈层；区位交通便捷，距武汉市中心城区仅50公里，武汉天河国际机场仅30公里，市内3条高铁（京广、汉宜、汉十）、1条城铁（武孝城铁）、3条铁路（京广、汉丹、长荆）及5条高速（京港澳、福银、沪蓉、沪渝、麻安）纵横交错。孝感市石膏、岩盐储量丰富，石膏储量13.83亿吨，其中一级品纤维石膏约占总储量的82.4%，居亚洲之首，岩盐矿床分布约140平方公里、储量280亿吨，位居全国前10名。孝感市全市面积8,910平方公里，下辖孝南区、汉川市等七个县（市、区），并已建成1个国家级高新技术开发区（孝感高新技术产业开发区，以下简称“孝感高新区”）、7个省级经济开发区；孝感市2020年第七次全国人口普查结果为普常住人口427.04万人，较2010年第六次全国人口普查结果下降11.3%，人口净流出规模较大。

图1 孝感市国土空间规划图



资料来源：孝感市自然资源和规划局网站

经济发展水平：孝感市经济总量在湖北省 13 个地市中排名第五，近年经济发展增速较快，但整体发展水平表现一般，住宅用地出让金额近年呈下降趋势。2021 年孝感市地区生产总值突破 2,500 亿元大关，近三年 GDP 增速均高于全国和湖北省平均水平，此外固定资产投资增速保持在较高水平，开展了孝感东站综合交通枢纽建设和澴川路、老 316 国道改造项目、老澴河综合治理等一批重点项目，对拉动全市经济增长贡献度较高。2021 年孝感市三次产业结构有所优化，第三产业占比进一步提升。近年孝感市人均 GDP 有所提升，但低于全国平均水平。

土地市场方面，2019-2021 年孝感市住宅用地出让面积波动下降，其中 2020 年住宅用地成交单价较低，近三年住宅用地出让金额呈持续下降趋势。此外，2021 年住宅用地成交区域主要集中在孝南区，其他区县住宅用地成交量很少。

表2 2021年湖北省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
武汉市	17,716.76	12.2%	143,729	1,578.65	1,529.02
襄阳市	5,309.43	14.7%	100,921	211.3	255.13

宜昌市	5,022.69	16.8%	125,017	198.42	158.42
荆州市	2,715.52	12.0%	51,910	136.76	190.48
孝感市	2,562.01	13.4%	59,995	134.77	-
黄冈市	2,541.31	13.8%	43,200	141.01	150.45
咸宁市	1,751.82	12.8%	65,900	94.09	--
恩施州	1,302.36	11.7%	37,683	75.51	78.85

注：“-”表示数据未公布。人均GDP以各市第七次全国人口普查统计的常住人口计算；政府性基金收入为2020年数据。

资料来源：各市政府工作报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 孝感市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,562.01	13.4%	2,193.55	-4.5%	2,301.40	8.0%
固定资产投资	--	24.5%	--	-20.8%	--	12.3%
社会消费品零售总额	1,197.60	22.1%	981.24	-23.3%	1,213.16	11.8%
进出口总额	135.0	22.3%	110.2	9.6%	100.3	8.6%
人均GDP（元）		59,995		51,366		46,767
人均GDP/全国人均GDP		74.09%		70.90%		65.97%

资料来源：孝感市2019-2020年国民经济和社会发展统计公报、孝感市2021年12月统计月报，中证鹏元整理

产业情况：孝感市近年来形成了食品饮料、纺织服装、盐磷化工、纸塑包装、建材等传统支柱产业，同时加快发展高端装备制造、新能源汽车及零部件、光电子信息等战略性新兴产业。孝感市工业龙头企业主要包括中国三江航天集团、湖北福星科技股份有限公司和湖北达利食品有限公司等，主要工业产品包括光学仪器、原盐、软饮料、服装和纱等。此外，汽车及零部件产业汇聚了日本矢崎公司、日本中央发条公司、意大利马瑞利集团等50多家全球知名企业，是湖北省重要特种车辆和汽车零部件基地；印尼金光集团APP、福建恒安、广东维达、广东中顺等全国排名前四位的纸品企业全部在全国唯一的“中国生活用纸生产基地”孝南区投资。2021年，孝感市规模以上工业增长值同比增长18.0%，除高端装备制造业增加值出现下降外，其他主导产业和新兴产业整体呈现较快增长。

发展规划及机遇：近年孝感市通过“汉孝一体化”战略积极对接武汉“965”产业集群¹资源，打造“市场在武汉、基地在孝感”的孝汉同城产业发展格局。已初步形成了武汉电子信息和汽车零部件产业向孝南区、孝感高新区聚集，物流企业向孝感临空经济区转移，化工企业向云梦县、应城市转移，食品加工和纺织企业向汉川市、安陆市转移的发展趋势。根据《孝感市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，孝感市将奋力打造武汉城市圈副中心，建设全省制造业强市、武汉城市圈

¹指《中共武汉市委关于制定全市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出的打造九大支柱产业、六大大战略性新兴产业、五大未来产业的“965”产业集群发展思路：“965”产业集群是武汉大力发展战略性新兴产业、着力构建现代产业体系的有力抓手。

服务业强市，孝汉同城产业发展空间较大。2022年孝感市计划对接武汉四大国家级产业基地，提升激光产业园、汉孝产业园等16个合作园区，加强产业协作配套，继续深化孝汉同城。此外，也将推进孝南恒安卫品、汉川祉星纸业和百年四台、应城三棵树涂料和宏宜化工、云梦中加科技、安陆华美智造、大悟抽水蓄能、孝昌华润风电、高新区协丰产业园、临空区清控科创和恒信楚能锂电等一批投资过十亿、超百亿的重大产业项目。

财政及债务水平：孝感市一般公共预算收入已恢复至疫情前水平，财政收入质量较好，但政府性基金收入有所下降，政府债务余额不断扩张。2021年孝感市实现一般公共预算收入134.77亿元，已基本恢复至疫情前水平；近3年税收收入占比均在75%以上，考虑到孝感产业基础良好，其税源持续性有较好支撑，但财政自给率处于较低水平。此外，受孝感市土地市场表现弱化影响，近年来政府性基金收入有所下降。区域债务方面，近年孝感市政府债务余额增长较快，地方宽口径政府债务率处于湖北省地市前位。

表4 孝感市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	134.77	100.17	135.53
税收收入占比	78.83%	77.74%	75.24%
财政自给率	33.23%	23.56%	33.27%
政府性基金收入	-	130.99	156.31
地方政府债务余额	453.86	403.24	351.34

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：孝感市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2021年末，孝感市主要投融资平台共3家（具体见下表），其中一级平台1家，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”）。澴川国投系孝感市最大的城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台，其下属的孝感市城市建设投资公司（以下简称“孝感城投”）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；孝感市高创投资有限公司（以下简称“孝感高创”）则是孝感高新区重要的基础设施建设投融资主体。孝感市属城投公司定位较为清晰，但资产负债水平偏高。

表5 截至2021年末孝感市主要城投公司（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
澴川国投	孝感市国资委	172.60	66.66%	15.14	281.02	孝感市城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台
孝感城投	澴川国投	138.09	68.81%	3.70	260.46	孝感市城市基础设施建设，公共交通及供水等城市公用事业运营主体
孝感高创	澴川国投	63.27	54.63%	4.68	63.68	孝感高新区内基础设施和棚户区改造项目的投资与建设主体

注：澴川国投财务数据截至时间为2020年末，其余财务数据截至时间为2021年9月末或2021年1-9月数据。

资料来源：中证鹏元信用评级报告

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是孝感市重要的城市建设投资与经营主体，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。2021年收入规模继续增长，但收入结构发生一定变动。2021年公司未确认代建项目收入，且受部分采砂点因资源枯竭而关停、以及将建筑劳务分包收入重分类至项目建设收入影响，砂石销售及相关业务收入大幅下降。2021年子公司孝感市澴水建设投资有限公司（以下简称“澴水投资”）负责建设的安置房项目逐步完工移交并确认收入10.18亿元，安置房收入成为公司收入占比最大的业务。客运、水费收入仍是公司营业收入的重要组成部分，咨询、设计及担保业务丰富了收入来源，为公司的营业收入提供了良好补充。

毛利率方面，2021年公司销售毛利率出现较大幅度下降，主要系销售毛利率较高的砂石销售及相关业务收入规模下降、新增毛利率较低的安置房收入所致。此外，公司客运收入受疫情影响2020年毛利率转负，2021年仍处于较低水平，公司水费收入毛利率波动较大，主要系2020年水费收入中包含较多低毛利的“三供一业”工程结转收入所致。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
项目建设收入	1.64	57.36%	2.17	10.43%
安置房收入	10.18	6.84%	-	-
砂石销售及相关业务收入	2.96	33.83%	8.34	51.49%
客运收入	1.46	0.88%	1.03	-11.96%
水费收入	1.59	41.25%	1.85	23.80%
咨询、设计收入	0.23	75.34%	0.24	80.31%
担保费收入	0.07	93.31%	0.05	98.68%
水利、监理收入	0.32	72.04%	-	-
其他业务	0.09	85.36%	0.07	87.52%
合计	18.54	20.79%	13.74	37.37%

注：2021年公司营业收入分类口径发生变动，公司将原分类至砂石销售及相关业务收入的建筑劳务分包收入，重分类至项目建设收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

城市基础设施建设业务持续性较好，在建及拟建项目投资规模较大，但面临较大的建设资金压力

公司承担的城市基础设施项目主要以市政道路及配套工程等为主。项目来源为政府委托，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支付协议，安排财政资金支付公司工程建设成本并按协议约定的比例支付公司相应的项目管理费，费率为15%。

近年公司承担了汉孝城际铁路孝感东站站前广场及地下空间、市民之家等项目建设，但受政府规划安排影响，2021年公司未确认代建项目收入。2021年公司将子公司湖北佳兴控股集团有限公司（以下简称“佳兴控股”）的建筑劳务分包收入重分类至项目建设收入。建筑劳务分包收入系公司子公司澴水投资投资建设的“老澴河综合治理项目”的施工总承包方，委托佳兴控股从事“老澴河综合治理项目”建筑劳务分包施工而产生的业务收入，除此之外佳兴控股无其他建筑劳务分包收入，2020-2021年该业务分别实现收入4.52亿元、1.64亿元。

表7 2020-2021年公司项目建设收入情况（单位：万元）

年份	项目	确认成本	确认收入
2021 年	老澴河综合治理项目-建筑劳务分包	6,997.64	16,410.65
	合计	6,997.64	16,410.65
2020 年	市民之家	19,416.43	22,328.90
	合计	19,416.43	22,328.90

注：2020 年收入金额为含税金额。

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建及拟建工程项目总投资62.00亿元，累计已投资24.07亿元，除孝感市奥体中心文体产业（一片区）建设项目外，其余均为代建项目，整体上看公司代建业务持续性较好，但仍需投资规模较大，公司面临较大的建设资金压力。

表8 截至 2021 年末公司主要在建及拟建城市基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
市郊水生态保护项目二期	25.88	15.14
市郊水生态保护项目一期	3.89	0.06
孝汉大道三期工程	8.90	4.06
东城区基础设施二期	2.65	2.65
市委项目	4.69	2.16
孝感市奥体中心文体产业（一片区）建设项目	15.99	--
合计	62.00	24.07

资料来源：公司提供

公司在建棚改项目整体规模较大，面临一定的建设资金压力，且部分棚改项目为自营项目，项目收益受房地产市场景气度影响而具有不确定性

公司棚改项目由子公司澴水投资负责建设，目前在建棚改项目为老澴河综合治理项目，该项目共包括9个棚户区改造项目，项目建设模式包括委托代建及自营。在政府回购模式下，安置房项目建设前由澴水投资与孝感市住房保障和房屋管理局签订《政府购买服务协议》，购买服务资金总额由协议约定，购买服务款项分25年进行支付，其中前三年回购资金为建设期拨付资金，此后为回购期资金。

2020年公司承建的棚改项目均处于建设期，未实现安置房销售收入。根据经孝感市财政局确认的工程项目产值确认函，2021年公司完成安置房建设项目总产值11.10亿元（含税），公司据此确认安置房收入10.18亿元。

表9 近年公司安置房销售收入情况（单位：万元）

年度	项目名称	项目完工成本	项目产值
2021年	老澴河南岸西部府前安置区项目	94,839.57	110,962.29
	合计	94,839.57	110,962.29

注：该项目收入确认以孝感财政局盖章确认的工程项目产值确认函为依据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建棚改项目总投资规模较大，存在一定的建设资金压力。截至2021年末公司主要有“北岸城西安置区”等6个采用政府回购模式建设的棚改项目，项目总投资 64.54亿元，已投资44.68亿元；主要有“北岸星火安置区”等3个以自营模式建设的棚改项目，项目总投资为56.56亿元，累计已投资38.48亿元。整体上看，公司在建棚改项目总投资规模较大，且尚需投入较多建设资金，公司存在一定的建设资金压力；此外公司以自营模式建设的棚改项目未来收益可能受工程建设进度以及当地房地产市场景气程度等因素影响，项目收益可能不达预期。

表10 截至 2021 年末主要在建棚改项目工程明细（单位：亿元）

项目	原计划项目总投资	项目已投资	收益模式
南岸西 B 府前安置区	13.8	10.18	代建
文昌阁安置区	12.24	8.50	代建
北岸城西安置区	10.5	7.00	代建
西湖桥安置区	10.5	7.00	代建
南岸西 A 光明安置区	9.6	6.50	代建
九真安置区	7.9	5.50	代建
政府回购项目小计	64.54	44.68	--
北岸星火安置区	20.53	15.60	自营
南岸东 B 双合安置区	18.92	12.70	自营
南岸东 A 渡口安置区	17.11	10.18	自营
自营项目小计	56.56	38.48	--
合计	121.10	83.16	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司砂石销售业务具有较好持续性；但砂石销售收入规模受新开采点建成投产时间不确定等因素影响存在波动

公司砂石销售及相关业务主要包括建筑用砂石材料销售业务，以及建筑劳务分包、建筑装配构件等相关业务。其中建筑用砂石材料销售业务由佳兴控股从2018年末开始经营，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，公司砂石开采权为政府指定授权许可，具有一定区域专营性。2019-2021年，公司共运营孝南池庙采砂厂、孝昌陆山采砂厂、季店双合采砂厂3个采砂厂以及小河花山冲采石厂、

安陆福安岭采石厂、大悟阳平古寨采石厂3个采石厂，具体产销情况表11所示。

表11 近年公司砂石销售业务情况

产品种类	年份	年产能 (万吨)	产量 (万吨)	销量 (万吨)	收入 (亿元)
建筑石材料	2021 年	1,000	602.79	601.79	2.31
	2020 年	780	310.16	310.16	1.26
建筑砂材料	2021 年	175	41.05	41.05	0.23
	2020 年	140	218.73	218.73	1.92

注：1、砂材料产能为行政部门审批开采量，实际开采量可能大于此数据；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

2021年公司经营的孝昌陆山采砂厂等3个采砂厂因累计采砂量已经达到政府批准的最大开采量，已经关停，因而2021年公司建筑砂材料销售收入大幅下滑。2021年公司建筑石材料销售收入大幅增长，主要系2021年新建成的安陆福安岭采石厂、大悟阳平古寨采石厂2个采石厂正式投产，建筑石材产能及产销规模大幅增长所致。截至2021年末，三张等新采砂厂选址工作正在推进，且随着2021年新投产的两个采石厂全面投产，未来公司砂石销售业务仍具有较好的持续性；但受新增采砂点建成投产时间存在不确定等影响，未来砂石销售业务收入规模存在波动。

相关业务主要为佳兴控股2019年新运营的建筑装配构件业务。建筑装配构件主要为由孙公司湖北澴宇装配构件有限公司负责生产的预制构件产销，目前该项业务收入规模相对较小。

公司客运、供水业务具有一定区域专营性，受业务转型及疫情影响，客运业务盈利能力有所下滑，供水业务较为稳定

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有限公司（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车客运、汽车维修等业务。

客车方面，截至2021年末，公司共拥有客车177辆，客运线路50条，客车数量及线路同比出现一定程度下降，主要系2020年公司开通较多非盈利疫情专线所致。公交车方面，目前所有公交线路均为公营。整体上看，近年公司客运业务收入存在一定波动，其中2020年客运业务受疫情影响较大，收入大幅下滑且毛利率为负，2021年随着疫情影响的减退，公司客运业务收入有所恢复，客车及公交车业务均未恢复至疫情前水平。

表12 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	2021 年	177	50	1,689.30	-
	2020 年	302	63	3,340.92	-

公交车	2021年	431	21	4,894.45	2元、3元、 4元、5元/ 人
	2020年	469	22	3,219.26	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供水业务由子公司孝感市自来水有限公司（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，为中心城区、市高新区、临空经济区、云梦县及其周边乡镇等提供供水服务。截至2021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，非居民用水和特种用水采用按量计价，具体收费标准见下表。此外，所有用水均代收污水处理费0.80元/吨，由自来水公司每个月根据污水处理费征收情况进行核算。

2021年公司日供水能力及服务面积虽无变化，随着公司不断加强在乡镇地区的管网建设，供水管网长度保持增长，供水户数及售水总量亦逐年增长，2021年公司实现水费收入1.59亿元，同比有所下降，主要系2020年不具有持续性的“三供一业”工程结转收入规模较大所致，受此影响，2020年毛利率较低，2021年供水业务盈利能力整体较好。整体来看，供水业务具有区域专营性和规模经济效应，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13 自来水收费情况（单位：元/吨）

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14 近年自来水公司经营情况

项目	2021 年	2020 年
水厂数量（座）	3	3
供水能力（万吨/日）	25	25
供水总量（万吨）	8,157	7,391
售水总量（万吨）	7,386	6,770
管网漏损率（%）	9.4	8.4
服务面积（平方公里）	85	85
供水户数（家）	142,234	125,413
管网长度（公里）	900	700

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

担保和咨询设计业务丰富了公司收入和利润来源，但需关注担保业务的代偿风险

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

围以工业企业为主，截至2021年末，政和担保在保责任余额、在保企业及在保个人数量同比大幅增长，系政和担保根据当地政府相关安排，与各银行金融机构开展规模为4亿元的“总对总”批量再担保业务所致；除再担保业务外，近年公司加强对外担保业务的风险控制，且受业务覆盖范围限制，2021年非再担保业务同比有所下降。此外，公司担保对象主要为中小企业，经营实力较弱，已连续三年发生代偿情况，未来需持续关注该业务代偿风险。

收入方面，受近年当地政府降低担保费率的安排、以及2021年首次开展“总对总”批量再担保业务未收取担保费等因素影响，近年政和担保平均担保费率逐年下降，而受在保责任余额有所波动影响，担保业务收入规模亦有所波动，2021年公司实现担保费收入0.07亿元，同比有一定增长。

表15 近年政和担保主要经营情况（单位：万元）

项目名称	2021年	2020年
当年安全解除担保责任金额	16,687.00	22,892
当期发生担保代偿额	700	527
期末在保责任余额	49,544.20	17,018
期末在保企业数量（家）	70	35
期末在保个人数量（人）	489	33
代偿率	4.19%	2.3%
平均担保费率	0.21%	1.05%

资料来源：公司提供

咨询设计、水利、监理等业务丰富了公司的收入来源。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（以下简称“咨询设计集团”），主要为工程建设提供相关咨询和设计服务。近年业务收入存在较大波动，但该业务盈利能力较强，毛利率水平较高。2021年澴川国投将湖北弘禹工程管理有限公司（以下简称“弘禹公司”）、湖北孝城控股集团安正工程项目管理有限公司（以下简称“安正公司”）无偿划转至公司，当年公司新增水利、监理业务，并实现业务收入0.32亿元。

2021年公司继续获得外部支持，资本实力有所增强

公司作为孝感市城市基础设施建设及投融资平台，近年大力开展城市基础设施建设、棚户区改造项目建设等业务，建设资金需求较大，2021年当地政府和股东通过资产注入等方式向公司提供了一定支持。公司采用权益法核算对孝感高创的长期股权投资，2021年公司按持股比例追溯确认以前年度应当享有的对孝感高创的其他综合收益，并以此确认增加资本公积16.45亿元；此外2021年澴川国投还将弘禹公司、安正公司等无偿划转至公司²，当年公司资本公积合计净增加18.40亿元，提升了公司资本实力。2021年公司获得政府补助0.78亿元，一定程度提升了公司利润水平。

表16 2021年公司资本公积变动情况（单位：亿元）

² 根据公开工商登记资料，弘禹公司、安正公司均已办妥工商登记变更。

序号	资本公积变更事项	资产类型	金额
1	持股孝感高创 30%股权确认资本公积	权益法下确认的其他资本公积	16.45
2	无偿划入企业增加资本公积	股权	1.17
3	收到项目资本金	货币资金	0.65
4	收到市垃圾焚烧办公室资本金	货币资金	0.32
5	向咨询设计集团划入安正、弘禹子公司股权	股权	0.27
6	向咨询设计集团划入湖北景燃工程造价咨询有限责任公司股权	股权	0.03
7	合并抵销减少资本供给	-	-0.48
合计		-	18.40

注：中证鹏元未获得上述资本公积变更事项的入账文件。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，审计报告均采用新会计准则。截至2022年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共17家，具体如附录四所示，2021年至2022年3月末，公司无不再纳入合并范围的子公司，新增纳入合并范围的子公司情况表17所示。

表17 2021年至2022年3月末公司合并范围变更情况（单位：亿元）

会计年度	子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	变更方式
2021 年	湖北锦标体育文化发展有限公司	5.00	100%	文艺创作、文化场馆管理	投资设立
	孝感振信投资有限公司	0.03	100%	创业投资	无偿划转
	孝感市天海行商贸有限公司	251 万元	100%	化工轻工材料等批发零售	无偿划转
	孝感市宇通公路工程监理咨询有限公司	246 万元	100%	工程监理	无偿划转
	孝感金星物业管理有限公司	50 万元	100%	物业管理服务	无偿划转
	孝感合力运输集团有限公司	0.50	100%	客运出租服务、汽车租赁	无偿划转
	孝感市楚澴国有资本运营有限责任公司	0.30	100%	国有资产运营管理	无偿划转

注:2022年1-3月合并范围无变化。

资料来源：公司 2021 年审计报告、公司提供、公开资料，中证鹏元整理

资产结构与质量

2021年末公司资产规模有所增长，应收账款、往来款对资金占用较多且账龄较长，部分土地资产已被抵押，资产流动性偏弱

2021年随着公司对外融资规模及在建项目投入的逐年扩大，资产规模有所增长；资产以项目开发成

本、应收款及往来款、以及各类房屋建筑物为主。

截至2021年末公司有0.61亿元货币资金因用作银行承兑汇票等保证金而使用受限。

公司应收账款规模大、账龄长，对营运资金形成较大占用，且存在一定坏账风险。截至2021年末，公司应收账款同比大幅增长，按采用余额百分比法计提坏账准备的应收账款中账龄2年以上的应收账款余额占比45.89%，应收账款主要为应收孝感市财政局24.54亿元未结算工程款，回款时间存在较大不确定性，对公司营运资金形成较大占用；此外公司前五大应收账款对象除孝感财政局外均为民营企业，且应收对象湖北广场建设有限公司存在被列为失信人、被执行人等经营异常信息，需关注应收账款的坏账风险。

截至2021年末，公司预付账款主要是预付孝感市土地储备中心的工程建设配套资金、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等，老澴河棚改项目投资规模大、建设周期较长，预付账款对公司营运资金亦形成一定占用。同期其他应收款主要为公司与当地政府部门及国有企业的往来款，包括应收孝感市财政局30.31亿元往来款、应收孝感市临空经济区管委会14.43亿元往来款、应收孝感市丰翔控股有限公司9.22亿元往来款等，账龄2年以上的其他应收款余额占比为62.45%，整体上看，其他应收款规模大、账龄长，且回款时间不确定，对公司营运资金形成了较大占用。

截至2021年末，公司存货主要包括计入开发成本的、账面价值合计13.77亿元的土地使用权，土地资产目前均已办妥权属登记，根据公司2021年审计报告，账面价值合计2.62亿元的土地已经抵押。

2021年公司将原分类至可供出售金融资产的股权投资重分类至其他权益工具投资，截至2021年末，其他权益工具投资主要包括对湖北汉十城际铁路有限责任公司的11.07亿元投资、对湖北联合铁路投资有限公司7.50亿元的投资和对湖北银行1.94亿元的投资等，2021年公司从其他权益工具投资获得投资收益757.96万元。

截至2021年末，公司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；公司采用公允价值模式对投资性房地产进行后续计量，2021年投资性房地产公允价值减值516.48万元。

固定资产中房屋及建筑物主要系下属自来水公司、客运公司等子公司生产厂房及办公楼等，其中包括2018年孝感市政府划拨的43家市直单位的门面、孝感东站站前广场地下商铺和车库资产等，截至2021年末，已办理房产证34处，已办理房产证评估价值约5.10亿元，其余房屋产权证尚未办妥。同期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，近年在建工程规模快速增长，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2021年末，公司其他非流动资产科目下土地账面价值27.94亿元，均为政府注入的土地，根据公司2021年审计报告，账面价值合计2.35亿元的土地已经抵押。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2021年末，转贷款余额28.18亿元。

表18 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	49.14	9.49%	44.67	9.20%	46.21	10.73%
应收账款	27.39	5.29%	27.92	5.75%	16.59	3.85%
预付款项	24.78	4.79%	22.47	4.63%	29.18	6.78%
其他应收款（合计）	86.14	16.63%	79.88	16.46%	64.54	14.98%
存货	15.99	3.09%	15.89	3.27%	9.36	2.17%
流动资产合计	204.97	39.58%	191.48	39.45%	167.01	38.77%
其他权益工具投资	36.72	7.09%	36.72	7.57%	0.00	0.00%
投资性房地产	32.13	6.20%	26.06	5.37%	26.11	6.06%
固定资产	24.58	4.75%	26.21	5.40%	24.93	5.79%
在建工程	119.22	23.02%	114.82	23.65%	100.52	23.34%
其他非流动资产	71.30	13.77%	61.19	12.61%	74.94	17.40%
非流动资产合计	312.89	60.42%	293.95	60.55%	263.71	61.23%
资产总计	517.86	100.00%	485.42	100.00%	430.72	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入保持增长，在建项目总投资规模较大，未来收入持续性较好，且政府补助有效提升公司利润水平

2021年公司收入保持增长，但收入结构存在较大变动，受采砂场关停导致毛利较高的砂石销售收入下降、2021年收入占比较高的安置房收入毛利率较低影响，2021年销售毛利率出现明显下降。2021年公司业务收现能力出现下滑，收现比为0.40。截至2021年末，公司主要在建及拟建项目预计总投资规模较大，存货及在建工程项目下尚有一定规模的未结算项目开发成本，未来随着项目建设的推进，业务持续性较好。

投资收益及政府补贴提升了公司利润水平。公司投资收益主要来自以权益法核算的对孝感高创的长期股权投资，随着孝感高创盈利逐年向好，公司取得的投资收益亦逐年增长，但值得注意的是，近年孝感高创未对股东现金分红，公司投资收益未有现金流入。2021年公司获得政府补助0.78亿元，占当期利润总额的32.73%，政府补贴提升了公司的利润水平。

表19 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年
收现比	1.08	0.40	0.78
营业收入	1.76	18.54	13.74

营业利润	0.09	2.51	2.86
投资收益	0.11	0.71	0.68
其他收益	-0.01	0.78	0.54
利润总额	0.06	2.38	2.80
销售毛利率	39.32%	20.79%	37.37%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

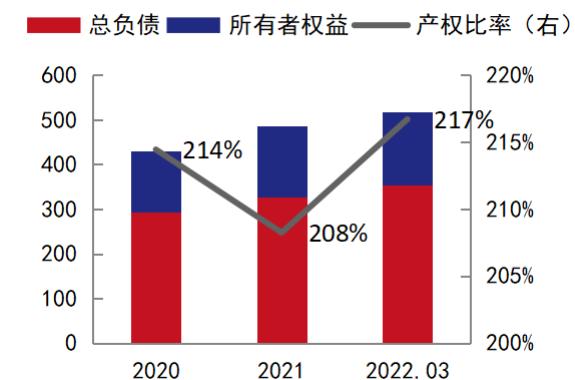
资本结构与偿债能力

公司资产负债率较高，总债务规模持续增长，偿债压力较大

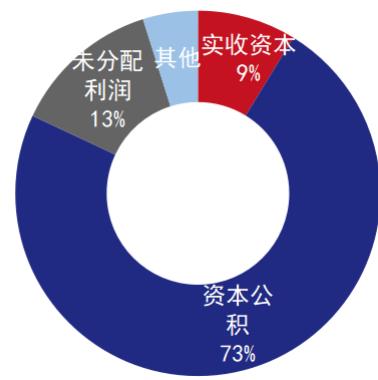
随着经营规模扩大，公司负债规模持续上升，截至2021年末，公司负债总额达327.94亿元。所有者权益方面，2021年控股股东及地方政府继续向公司划拨部分资产，以及公司追溯确认对孝感高创的其他综合收益，公司所有者权益规模持续增长，截至2021年末产权比率同比有所下降，但所有者权益对负债的保障程度仍较差。公司的所有者权益主要由资本公积和未分配利润构成，资本公积主要为股东及地方政府注入的土地和股权等。

图2 公司资本结构（单位：亿元）

图3 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2021年公司负债规模持续增长，负债结构以非流动性负债为主，其中长期借款、应付债券及长期应付款规模较大。

截至2021年末，公司短期借款主要包括1.87亿元保证借款、0.89亿元抵押借款，短期借款的利率区间为4.80%-7.50%；同期其他应付款主要为应付往来款。

公司一年内到期的刚性债务规模较大，存在一定的偿债压力。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的应付债券17.16亿元、一年内到期的长期借款5.38亿元、以及一年内到期的长期应付款1.14亿元；同期其他流动负债主要包括25亿元短期应付债券。

截至2021年末，公司长期借款主要为老澴河棚户区改造项目的项目贷款，包括111.17亿元质押借款、

5.14亿元抵押借款、2.51亿元保证借款，抵押物为公司拥有的土地使用权，长期借款的利率区间为3.80%-7.30%；同期应付债券为公司2017-2021年发行的企业债、公司债、MTN及PPN等债券，债券票面利率区间为3.45%-6.38%。

截至2021年末，公司长期应付款中主要包括28.68亿元融资租赁款、股权融资款等有息债务以及19.31亿元专项应付款，其中有息债务情况如表20所示；专项应付款主要为地方政府债券资金、汉十铁路孝感段项目资本金及老澴河改造项目棚改资金等。

表20 截至 2021 年末公司长期应付款中有息债务情况（单位：亿元）

项目	债务总额	债务余额	借款利率	到期时间
9笔融资租赁借款	21.60	14.47	5.80%-8.50%	2023-2027年
2笔股权融资资金	12.50	7.28	6.79%-6.905%	2024-2025年
东部新城城镇化建设基金	8.00	5.50	5.10%	2027年3月
浦发银行债务平滑基金	7.40	1.43	6.90%	--
合计	49.50	28.68	--	--

资料来源：公司提供

表21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	3.77	1.06%	2.90	0.89%	0.39	0.13%
其他应付款（合计）	29.33	8.28%	19.12	5.83%	15.33	5.22%
一年内到期的非流动负债	12.28	3.47%	23.68	7.22%	30.14	10.26%
其他流动负债	0.55	0.16%	25.57	7.80%	15.50	5.28%
流动负债合计	51.04	14.40%	76.22	23.24%	66.57	22.66%
长期借款	119.28	33.66%	119.32	36.39%	117.52	40.01%
应付债券	130.27	36.76%	77.18	23.54%	60.31	20.53%
长期应付款（合计）	50.80	14.34%	52.19	15.91%	46.14	15.71%
非流动负债合计	303.31	85.60%	251.72	76.76%	227.17	77.34%
负债合计	354.35	100.00%	327.94	100.00%	293.74	100.00%
总债务	--	--	275.43	83.99%	241.36	82.17%

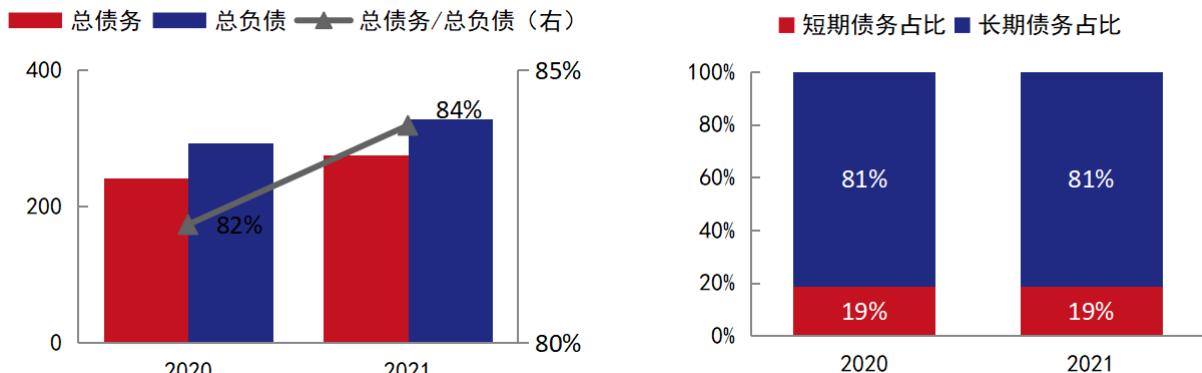
注：公司未提供截至 2022 年 3 月末的有息债务数据。

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司总债务持续增长，截至2021年末总债务规模为275.43亿元，占负债总额的83.99%，债务结构以长期债务为主，截至2021年末一年内到期需偿付的债券、银行借款金额分别为42.16亿元、8.28亿元，短期刚性债务集中偿付压力较大。

图 4 公司债务占负债比重（单位：亿元）

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

从公司偿债能力指标来看，2021年公司资产负债率小幅下降，但整体负债水平仍然较高。由于公司一年内到期债务规模较大，现金类资产对短期债务的覆盖能力大幅下降，短期偿债压力大幅上升。2021年公司债务规模继续快速增长，但受毛利率下降影响EBITDA规模有所下滑，EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平，公司债务偿付压力较大。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年 3 月	2021 年	2020 年
资产负债率	68.42%	67.56%	68.20%
现金短期债务比	--	0.87	1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	0.30	0.35

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 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2019年1月1日至报告查询日（2022年4月29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；公司公开发行的各类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

公司存在多笔对中小企业担保，2021年存在代偿情况，面临较大的或有负债风险

截至2021年末，公司对外担保金额为7.95亿元，占当期末净资产的5.05%，其中孝感市金槐文化传媒有限公司³为公司持股49%的联营企业，政和担保在保余额较大且担保对象以中小企业和个人为主，2021年发生代偿700万元，存在较大的或有负债风险。

³ 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。

表23 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	担保到期日	是否有反担保
孝感市金槐文化传媒有限公司	29,920.00	2032.12.21	否
政和担保对外担保 70 家企业、489 名个人	49,544.20	--	有
合计	79,464.20		

资料来源：公司提供

八、抗风险能力分析

公司是孝感市重要的城市建设投资与经营主体，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；近年孝感市政府及控股股东澴川国投向公司注入部分资产和提供补贴，在一定程度上提升了公司的资本实力；2019-2021年公司营业收入保持稳定增长；截至2021年末，公司在建项目数量较多且规模较大，业务持续性较好，此外，砂石开采及销售、客运、供水业务具有一定区域专营性，对公司收入形成了较好的支撑。

但值得注意的是，公司资产流动性整体偏弱；在建项目投资规模较大，面临较大的建设资金压力；近年公司总债务规模较大且增长较快，面临较大的偿债压力；此外，公司还存在较大的或有负债风险。总体看，公司的抗风险能力尚可。

九、结论

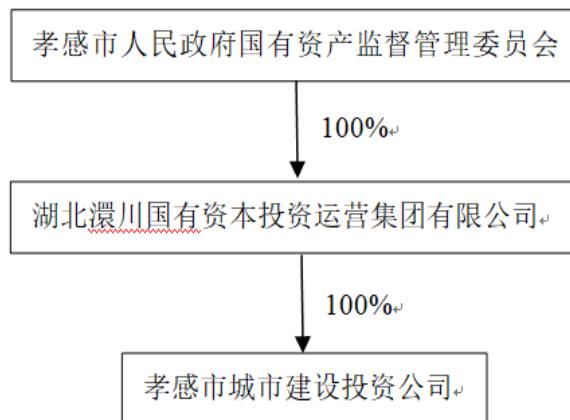
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17孝城投债/PR孝感债”的信用等级为AA。

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：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	49.14	44.67	46.21	31.40
其他应收款（合计）	86.14	79.88	64.54	75.46
流动资产合计	204.97	191.48	167.01	151.58
在建工程	119.22	114.82	100.52	71.88
其他非流动资产	71.30	61.19	74.94	77.58
非流动资产合计	312.89	293.95	263.71	237.16
资产总计	517.86	485.42	430.72	388.74
短期借款	3.77	2.90	0.39	0.09
一年内到期的非流动负债	12.28	23.68	30.14	1.17
流动负债合计	51.04	76.22	66.57	30.05
长期借款	119.28	119.32	117.52	111.82
应付债券	130.27	77.18	60.31	62.96
长期应付款（合计）	50.80	52.19	46.14	64.20
非流动负债合计	303.31	251.72	227.17	240.48
负债合计	354.35	327.94	293.74	270.53
总债务	--	275.43	241.36	204.16
所有者权益	163.52	157.48	136.98	118.21
营业收入	1.76	18.54	13.74	10.34
营业利润	0.09	2.51	2.86	2.16
其他收益	-0.01	0.78	0.54	0.34
利润总额	0.06	2.38	2.80	2.18
经营活动产生的现金流量净额	-0.28	5.89	22.23	8.53
投资活动产生的现金流量净额	-3.00	-24.44	-32.82	-46.90
筹资活动产生的现金流量净额	7.72	16.98	25.49	24.53
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	39.32%	20.79%	37.37%	38.74%
收现比	1.08	0.40	0.78	1.03
资产负债率	68.42%	67.56%	68.20%	69.59%
现金短期债务比	--	0.87	1.01	25.02
EBITDA（亿元）	--	4.37	4.93	3.45
EBITDA利息保障倍数	--	0.30	0.35	0.27

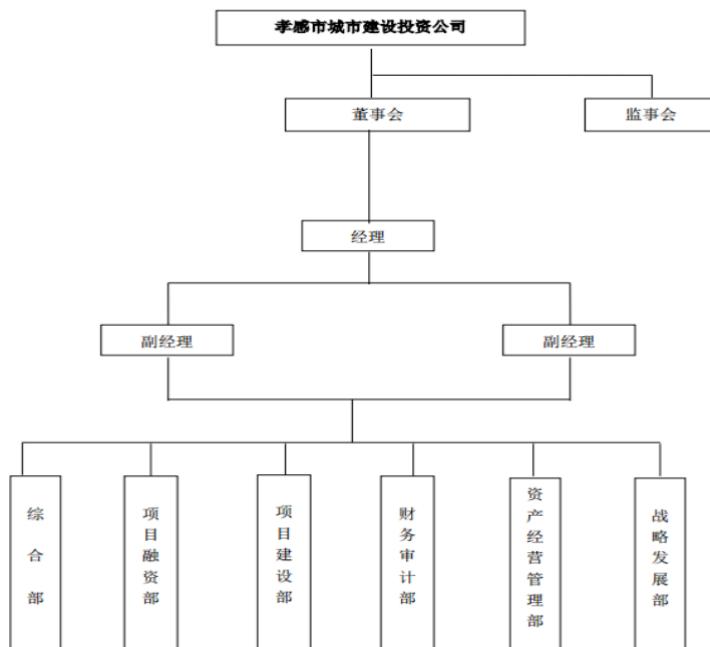
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年 3 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
孝感市众益公交集团有限公司	0.20	100%	城市公共交通服务
湖北佳兴控股集团有限公司	1.00	100%	房地产开发、矿石料开采
孝感市领翔投资有限公司	0.10	100%	户外广告基础建设
孝感市澴水建设投资有限公司	1.00	80.00%	基础设施建设
湖北孝城交通建设发展有限公司	3.00	100%	土地综合开发
孝感市政和中小企业融资担保有限公司	2.61	53.64%	投资担保
孝感市自来水有限公司	0.58	100%	自来水供水；水暖器材销售
孝感汽车客运集团有限公司	0.68	100%	客运服务
孝感市工程咨询设计集团有限公司	0.20	100%	工程咨询服务
孝感市工程咨询公司	0.05	100%	工程咨询服务
湖北锦标体育文化发展有限公司	5.00	100%	文艺创作、文化场馆管理
孝感振信投资有限公司	0.03	100%	创业投资
孝感市天海行商贸有限公司	251 万元	100%	化工轻工材料等批发零售
孝感市宇通公路工程监理咨询有限责任公司	246 万元	100%	工程监理
孝感金星物业管理有限公司	50 万元	100%	物业管理服务
孝感合力运输集团有限公司	0.50	100%	客运出租服务、汽车租赁
孝感市楚澴国有资本运营有限责任公司	56 万元	100%	国有资产运营管理

资料来源：公司 2021 年审计报告、公司提供、公开信息，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/(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

注：本报告 EBITDA 利息保障倍数公式为：EBITDA/现金流量表中的“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”

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。