

# 2020年荆州海子湖投资有限公司公司债券 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：

# 2020年荆州海子湖投资有限公司公司债券 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
20 荆州海投债/20 海投债	AA	AA

## 评级观点

- 中证鹏元维持对荆楚文化产业投资集团有限公司<sup>1</sup>（以下简称“荆楚文化”或“公司”）的主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定；维持“20 荆州海投债/20 海投债”（以下简称“本期债券”）的信用等级为AA。
- 该等级的评定是考虑到荆州市区位优势较好，工业投资对经济拉动作用较大，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。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和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。

## 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	249.89	235.90	207.71	171.26
所有者权益	92.09	89.26	79.29	64.33
总债务	142.52	132.29	109.24	88.06
资产负债率	63.15%	62.16%	61.82%	62.44%
现金短期债务比	1.40	1.44	1.51	1.75
营业收入	4.03	11.77	9.90	8.44
其他收益	0.12	4.07	3.00	2.43
利润总额	-0.17	2.83	2.55	2.32
销售毛利率	3.83%	5.20%	4.63%	5.49%
EBITDA	--	3.86	3.49	2.66
EBITDA 利息保障倍数	--	0.48	0.60	0.59
经营活动现金流净额	-6.37	-15.11	-20.32	-25.22
收现比	0.27	0.68	1.20	0.11

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 11 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

<sup>1</sup> 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

- 荆州市区位优势较好，工业投资对经济拉动作用较大。**荆州市地处长江中游两湖平原，拥有水陆交通优势和丰富的农业、旅游资源。近年开展一批工业项目投资，带动经济快速增长，其中2021年GDP增长率大幅提高，并初步形成了食品加工、装备制造、医药化工、电子信息、轻工建材及文化旅游等“6+1”支柱产业。
- 公司业务持续性较好，未来收入较有保障。**公司作为荆州市重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2021年末公司主要在建工程建设项目总投资规模大，且存在较大规模的土地整理项目尚未交付。
- 公司持续获得较大力度的外部支持。**2021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”）货币资金注入，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，大幅提升了公司的利润水平。

## 关注

- 公司资产流动性较弱。**截至2021年末公司资产中工程建设成本、土地资产、应收款项占比较大，工程建设成本及土地难以集中变现，应收款项回收时间不确定；同期末受限土地规模较大。
- 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2021年末公司主要在建工程建设项目及自营项目尚需资金较大。
- 公司债务大幅扩张，面临较大债务偿还压力。**2021年公司总债务持续上升且规模较大，占总负债比重较高；2021年公司EBITDA利息保障倍数、现金短期债务比处于较低水平。
- 公司存在一定或有负债风险。**截至2021年末，公司对外担保金额合计2.50亿元，占当期末净资产的2.80%，担保对象均为国有企业，设置了反担保措施。

## 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
	区域风险状况	中等		有效净资产规模	5
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	3
	地区人均GDP/全国人均GDP	3		现金短期债务比	7
业务状况	公共财政收入	3	财务风险状况	收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	强			
	业务竞争力	5			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	2			
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	2021-6-22	马琳丽、宋晨阳	<a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0)</a> <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	AA	2019-12-30	胡长森、马琳丽	<a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 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
20 荆州海投债 /20 海投债	8.00	8.00	2021-6-22	2027-4-13

## 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2022年5月20日，本期债券募集资金专项账户余额为66.61万元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，实收资本增加8.00亿元至18.63亿元，由公司股东荆州纪南文旅区管委会缴纳。此外，荆州纪南文旅区管委会花费0.20亿元和3.50亿元分别回购了中国农发重点建设基金有限公司和华融国际信托有限责任公司所持公司股权，分别计入实收资本和资本公积。2021年7月，公司总经理由张云飞变更为张远重，张云飞不再担任公司董事长；2022年3月，公司总经理由张远重变更为袁来军，公司暂无新董事长上任。截至2022年3月末，公司注册资本仍为50.00亿元，荆州市国有资产监督管理委员会（以下简称“荆州国资委”）仍为公司控股股东和实际控制人，持有公司51%的股份，华融国际信托有限责任公司不再是公司股东<sup>2</sup>。

作为荆州市重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。2021年纳入公司合并范围子公司新增三家。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）**

**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
湖北楚文化产业园有限公司	100.00%	2.45	建设工程施工	新设
荆州楚都酒店管理有限公司	100.00%	0.10	酒店经营	新设
湖北荆楚道路运营管理有限公司	100.00%	1.00	公路管理	新设

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

<sup>2</sup> 公司尚未完成工商变更

## 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，海外市场的需求强劲，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”。

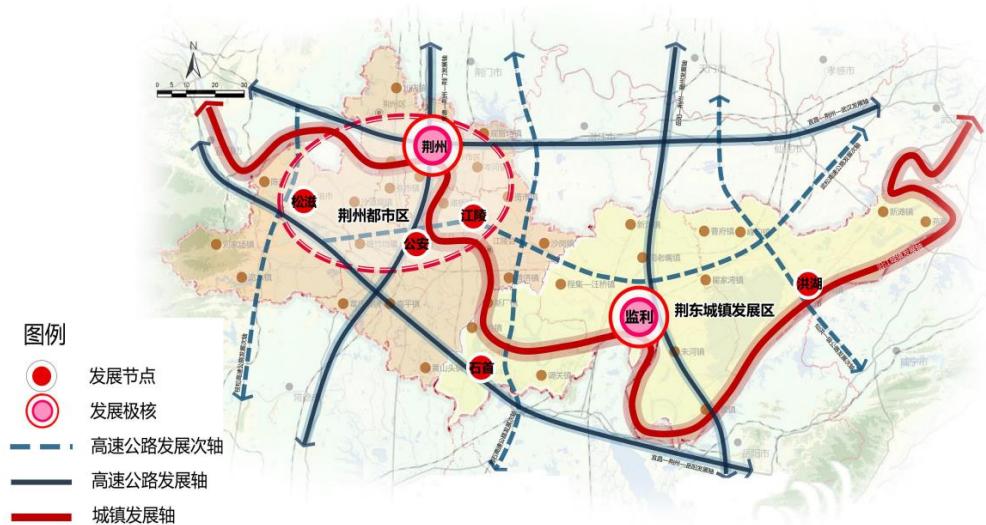
目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计 2022 年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且 2022 年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 行业及区域经济环境

**荆州市地处长江中游两湖平原，拥有水陆交通优势和丰富的农业、旅游资源，食品加工、装备制造、医药化工、文化旅游等支柱产业发展趋势较好**

**区位特征：荆州市地处江汉平原和洞庭湖平原，区位优势较好，且拥有丰富的农业和旅游资源。**荆州市为湖北省地级市，地处长江中游、湖北省中南部，是国家重要的公路交通枢纽和长江重要港口城市。沪汉蓉高铁、沪蓉高速、318 国道、江南高速、洪监高速横贯东西，二广高速、随岳高速、207 国道和焦柳铁路、荆沙铁路贯穿南北，国家一类口岸盐卡港临江而立。同时荆州市拥有江汉平原和洞庭湖平原的综合优势，是全国优质农副产品生产基地，粮食年产 90 亿斤，淡水产品、油菜籽产量连续多年居全国市州之首，被誉为“中国淡水渔业第一市”。荆州市下辖荆州区、沙市区、江陵县、松滋市、公安县、石首市、监利市、洪湖市 8 个县市区，以及荆州开发区、纪南文旅区、荆州高新区 3 个功能，国土面积为 1.41 万平方公里，根据 2020 年第七次全国人口普查结果，截至 2020 年 11 月 1 日零时常住人口为 523.12 万人，较 2010 年第六次全国人口普查结果的 569.17 万人有所下降。

图1 荆州市国土空间规划图



资料来源：《荆州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纲要》

**经济发展水平：**荆州市经济总量在湖北省地市中排名靠前，工业投资对经济拉动作用较大，基础设施投资则出现回落，整体发展水平表现一般。2021年荆州市地区生产总值突破2,700亿元，但相对于襄阳市和宜昌市仍有较大差距。全市固定资产投资恢复到2019年同期的98%，工业投资占比提高，开展了华鲁恒升、玖龙纸业、美的、能耀新材、嘉施利等一大批工业项目投资；同期，荆州市基础设施投资回落，仅恢复到2019年同期的71.4%，新增项目的数量和规模均不足以支撑基础设施投资的较快增长，同时复兴大道、洪监高速等一批重大基础设施项目竣工或建设接近尾声。2021年荆州市三次产业结构为19.4: 32.4: 48.2，第三产业占比进一步提升，其中交通运输业、旅游业增长较快。近年荆州市人均GDP有所提升，但低于全国平均水平，整体表现一般。

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	1,964.80
襄阳市	5,309.43	14.7%	100,824	211.34	268.55
宜昌市	5,022.69	16.8%	125,017	198.42	86.80
<b>荆州市</b>	<b>2,715.52</b>	<b>12.0%</b>	<b>51,910</b>	<b>136.76</b>	<b>190.48</b>
孝感市	2,562.01	13.4%	59,995	134.77	-
黄冈市	2,541.31	13.8%	43,200	141.01	-
咸宁市	1,751.82	12.8%	66,194	94.09	80.24
恩施州	1,302.36	11.7%	37,683	75.51	61.89

注：“-”表示数据未公布。上表中人均 GDP 指标，除襄阳市和咸宁市来源于当地 2021 年国民经济和社会发展统计公报外，其余地级市数据为根据七普常住人口计算得出，公式=2021 年 GDP/常住人口。

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 荆州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）	2,715.52	12.0%	2369.04	-5.9%	2,516.48	7.5%	
固定资产投资	-	26.2%	-	-22.4%	-	11.7%	
社会消费品零售总额	1,611.45	25.5%	1,284.49	23.2	-23.2%	1,447.35	11.5 %
进出口总额（亿美元）	145.6	25.2%	17.35	2.2%	16.97	-6.8%	
人均 GDP（元）		51,910		45,287		45,178	
人均 GDP/全国人均 GDP		64.1%		62.5%		63.7%	

注：荆州市 2019 年人均 GDP 以 2019 年末常住人口计算，2020-2021 年人均 GDP 以七普常住人口计算；2021 年进出口总额单位为“亿元”。

资料来源：荆州市 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：**荆州市初步形成了食品加工、装备制造、医药化工、电子信息、轻工建材及文化旅游等“6+1”支柱产业。依托丰富的农业资源，荆州市形成了优质粮棉油、瓜果菜、畜禽、水产、林纸等产业体系，拥有白云边、宏凯、小胡鸭等国家和省级农业产业化龙头企业，2021 年农产品加工实现产值 535.69 亿元。同时以恒隆集团(荆州)汽车零部件产业园和中国石油装备制造基地（荆州）为载体，初步形成了汽车零部件制造、石油机械、石化装备等产业，2021 年装备制造业实现产值 754.88 亿元，同比增长达 30.2%。作为全国精细化工基地、国家级承接产业转移示范区，荆州市利用浩吉铁路、荆州煤炭储配基地等区位条件，抓住国电长源二期、江陵煤制气、煤炭储配基地二期等重大项目的开展契机，大力发展战略性新兴产业。2021 年荆州市轻工建材实现产值 526.27 亿元，同比增长 43.4%，对工业增长拉动较多，拥有亿钧玻璃、荣成纸业、山鹰纸业、拍马纸业、福人木业、吉林森工、葛洲坝水泥、长利玻璃等一批骨干企业。2021 年荆州市电子信息产业出现一定下滑，但以美的电冰箱为主的智能家电产业仍保持较好发展趋势。作为国家历史文化名城、中国优秀旅游城市，荆州市拥有“一城三片”旅游景区，即荆州古城、松滋洈水风景区、洪湖渔家度假区和石首天鹅洲麋鹿自然保护区，2021 年共接待游客 6,070 万人次，实现旅游综合收入 406 亿元。

**发展规划及机遇：**根据《荆州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纲要》，荆州市将努力建设“长江中游两湖平原中心城市”，打造农副产品集散中心和现代农业产业集群，并积极推进《荆州市承接产业转移示范区发展规划》实施，对接粤港澳大湾区、长三角、京津冀等主要区域产业。充分发挥区位优势，依托重载铁路、长江黄金水道等多式联运综合交通体系，提升沿江城市口岸功能。

**财政及债务水平：**荆州市一般公共预算收入基本恢复至疫情前水平，财政收入质量较好，但政府债务余额增长较快。2021年荆州市实现一般公共预算收入136.76亿元，近3年税收收入占比均在70%以上，纳税大户除烟草企业外，还包括白云边、国电长源、沙隆达、恒隆汽车、美的冰箱等骨干企业，税源持续性较好，但财政自给率处于较低水平。近年来荆州市政府性基金收入小幅波动，地方政府债务余额增长较快。

**表4 荆州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	136.76	105.41	139.42
税收收入占比	75.02%	73.38%	71.2%
财政自给率	24.80%	16.70%	24.63%
政府性基金收入	190.48	192.19	180.24
地方政府债务余额	572.06	504.93	412.46

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：关于荆州市2019年预算执行情况和2020年预算草案的报告、关于荆州市2020年预算执行情况和2021年预算草案的报告、关于荆州市2021年预算执行情况和2022年预算草案的报告，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2021年末，荆州市主要投融资平台共3家（具体见下表）。

**表5 截至2021年末荆州市主要城投公司（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
荆州城发	荆州国资委	204.19	69.23%	43.57	368.29	荆州市最大的城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台
荆开集团	荆州市国资委	107.11	54.76%	5.60	88.45	荆州开发区最大的基础设施投资建设和国有资本运营主体
荆楚文投	荆州市国资委	89.26	62.16%	11.77	110.76	荆州纪南生态文化旅游区主要的工程建设和土地整理主体

注：上表总债务未考虑其他债务调整项，计算公式为：短期借款+应付票据+1年内到期非流动负债+长期借款+应付债券；荆州市城市发展控股集团有限公司简称为荆州城发、荆州市荆开集团有限公司简称为荆开集团、荆楚文化产业投资集团有限公司简称为荆楚文投、荆州市国有资产监督管理委员会简称为荆州市国资委。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司仍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，2021年公司实现营业收入11.77亿元，同比增长18.82%，主要系工程建设业务增长所致，其中土地整理收入1.67亿元，较2020年增长5.89%。景区营运收入、活动承办收入和园林绿化收入略有增长，但规模仍较小。销售毛利率方面，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。景区营运收入主要来源于园博园的经营收入，仍处于亏损状态，但亏损程度有所缓和；活动承办毛利率大幅下降并出现亏损，但规模较小，对公司销售毛利率影响弱。

**表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目建设收入（含土地整理）	39,768.05	5.64%	115,400.79	5.63%	96,453.87	5.44%
景区营运收入	-	-	1,078.58	-55.51%	984.13	-165.90%
园林绿化、保洁、污水处理收入	-	-	776.19	23.31%	673.55	47.11%
活动承办、广告代理收入	-	-	115.35	-130.75%	281.79	28.23%
消耗性生物资产	-	-	21.00	21.41%	3.26	31.91%
其他	513.60	-136.52%	289.65	64.56%	641.91	89.36%
<b>合计</b>	<b>40,281.65</b>	<b>3.83%</b>	<b>117,681.56</b>	<b>5.20%</b>	<b>99,038.51</b>	<b>4.63%</b>

资料来源：公司提供

公司工程建设收入有所增长，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<sup>3</sup>申请结算，并据此确认收入。2021年公司取得工程建设收入（不含土地整理）9.87亿元，同比增长22.34%，主要系基础设施建设收入增长所致。

截至2021年末，公司在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104.76亿元，尚需投资61.44亿元，面临较大的资金压力。其中大部分项目为代建项目，公司存量工程项目投资金额较大，工程建设业务持续性较好，未来工程建设收入有一定保障。

纪南城城中村棚户区改造工程项目为本次债券募投项目，计划总投资26.95亿元，总用地面积281,600平方米，计划建设期2年，截至2021年末已投资15.21亿元。项目完成后收入主要源于房屋销售及停车位销售。

**表7 截至2021年末公司主要在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	纪南城城中村棚户区改造工程	269,523.86	152,058.80
	岳山片区城中村棚户区改造二期工程项目	123,452.00	49,876.92
	高岳还建小区项目（凤凰城二期）	107,613.00	59,729.60
	高岳还建小区项目（凤凰城三期）	60,260.00	30,180.53
	郢城片区城中村棚户区改造（凤凰城）四期项目	48,019.00	19,418.39

<sup>3</sup> 包括相关税费

基础设施 建设项目	小计	608,867.86	311,264.24	
	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	53,308.73	否
	纪南城棚户区改造项目周边道路配套工程（八条 路）	85,743.00	8,725.62	否
	楚国八百年城市公园项目	65,400.00	40,761.19	是
	荆州纪南生态文化旅游区环湖旅游公路项目	44,543.96	9,271.47	是
	楚都大道三期	27,506.00	9,859.16	是
	小计	438,711.51	121,926.17	
	合计	1,047,579.37	433,190.41	-

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4个自营项目处于建设之中，计划总投资51.47亿元，尚需投资35.60亿元。项目建成后，318国道荆州段改扩建工程主要依靠设站收取车辆通行费获得收益，荆州复兴之路文化科技主题园、荆州楚文化产业园和郢城遗址保护和利用修复工程主要依靠门票收入。

**表8 截至2021年末公司主要在建自营项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资
318国道荆州段改扩建工程	187,537.00	103,560.77
荆州复兴之路文化科技主题园	149,273.00	39,600.75
郢城遗址保护和利用修复工程	49,595.90	15,462.44
荆州楚文化产业园	128,269.00	62.90
合计	514,674.90	158,686.86

资料来源：公司提供

此外，公司还有在建项目园博园项目，总投资23.37亿元，已投资13.31亿元。

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。2021公司实现土地整理业务收入1.67亿元。截至2021年末，公司存货中土地整理账面价值48.37亿元，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，2021年实现收入1,078.58万元，毛利率为-55.51%，虽有所好转但仍处于亏损状态，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

为提高公司持续经营能力，保障公司的工程建设与运营发展，荆州纪南文旅区管委会在资产注入、财政补贴方面给予公司较大支持。2021年，根据《纪南生态文化旅游区财政局关于文化集团增加1亿元注册资本请示的意见》、《纪南生态文化旅游区财政局关于文化集团增加3亿元注册资本请示的意见》等文件，荆州纪南文旅区管委会以货币的形式增加实收资本8.00亿元。

财政补贴方面，2021年公司收到荆州市财政局、荆州纪南生态文化旅游区财政局拨付的各类资金补贴4.07亿元，计入其他收益。2021年公司财政补贴占利润总额的143.62%，大幅提升了公司利润水平。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，财务报表按照新会计准则编制。2021年纳入公司合并报表子公司新增3家，截至2021年末纳入合并范围的一级子公司共12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、土地资产及应收款项占比重大，且部分土地已抵押，资产流动性较弱**

2021年公司资产规模持续增长，主要系外部融资规模扩大以及政府资产注入所致。资产结构方面，近年公司资产仍以流动资产为主。

截至2021年末，公司货币资金以银行存款为主，规模较为稳定，其中受限资金10.91元，系长期未使用冻结的银行存款。2021年末应收账款增至15.79亿元，较2020年末增长45.93%，主要系应收荆州纪南生态文化旅游区财政局的代建工程款大幅增长。其他应收款主要是与政府单位及其他国有企业往来，近年规模呈增长趋势，对资金有一定占用。应收账款和其他应收款应收对象主要为政府及国有企事业单位，款项回收风险较小但回收时间存在不确定性。

随着项目建设不断推进以及园博园项目从在建工程转至存货，2021年末存货账面价值增至146.79亿元，其中拟开发土地账面金额为40.23亿元，为公司持有的17宗土地使用权，较2020年增加1块土地，其中15宗为商住用地，1宗为旅馆用地，1宗为社会停车场用地，其中账面金额25.39亿元的9宗土地使用权对外抵押受限；工程建设项目成本为106.39亿元，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48.37亿元。

公司在建工程主要为318国道荆州段改扩建工程、荆州复兴之路爱国主义教育基地项目、郢城遗址保护和利用修复工程等项目，2021末在建工程为15.87亿元，同比大幅下降，主要系园博园项目从在建工程转至存货以及方特一期的创意设计费转固定资产所致。无形资产主要为土地使用权，其中账面价值

为3.30亿元的2块土地使用权用于为19荆投01提供抵押受限，2021年末无形资产同比增长37%，为通过招拍挂方式取得的四块出让地。土地均为招拍挂，且已缴纳土地出让金，以零售商业、文体娱乐用地为主，其中有6块土地被抵押，账面价值8.21亿元。

表9 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	19.46	7.79%	19.47	8.25%	19.57	9.42%
应收账款	19.09	7.64%	15.79	6.69%	10.82	5.21%
其他应收款（合计）	10.15	4.06%	4.59	1.94%	3.06	1.48%
存货	151.05	60.45%	146.79	62.23%	117.25	56.45%
<b>流动资产合计</b>	<b>206.11</b>	<b>82.48%</b>	<b>192.66</b>	<b>81.67%</b>	<b>155.09</b>	<b>74.66%</b>
在建工程	16.49	6.60%	15.87	6.73%	30.33	14.60%
无形资产	11.71	4.69%	11.66	4.94%	8.51	4.10%
<b>非流动资产合计</b>	<b>43.78</b>	<b>17.52%</b>	<b>43.24</b>	<b>18.33%</b>	<b>52.62</b>	<b>25.34%</b>
<b>资产总计</b>	<b>249.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>235.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>207.71</b>	<b>100.00%</b>

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

### 公司收入有所增长，且业务持续性较好，政府补贴大幅提升了公司的利润水平

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，2021年为11.77亿元，同比增长18.82%。截至2021年末，公司主要在建的工程建设项目计划总投资104.76亿元，尚需投资61.44亿元，考虑到公司在建项目较多，未来工程建设业务收入持续性较好。

2021年公司收现比大幅下降，经营活动现金持续大规模净流出，经营收现情况较差。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。2021年其他收益为4.07亿元，全部为收到政府的补贴收入，财政补贴占当年利润总额的143.62%，是公司利润的重要来源。

表10 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	0.27	0.68	1.20
营业收入	4.03	11.77	9.90
营业利润	-0.17	3.55	2.55
其他收益	0.12	4.07	3.00
利润总额	-0.17	2.83	2.55
销售毛利率	3.83%	5.20%	4.63%

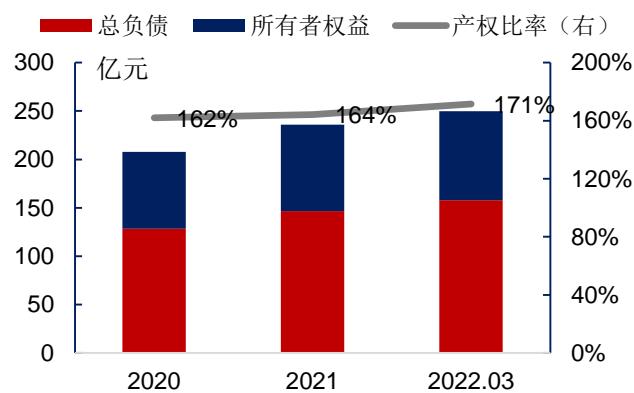
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模持续增长，偿债压力较大

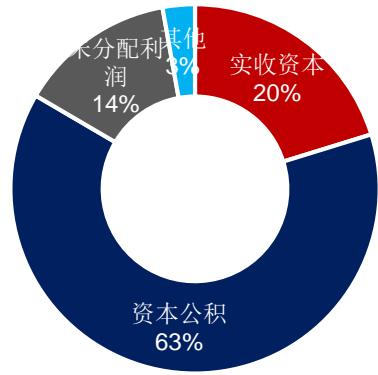
受政府资本注入等影响，2022年3月末公司所有者权益增至92.09亿元，较2020年末增长16.13%。受银行借款增加和发行债券的影响，公司负债规模持续快速增长，截至2022年3月末为157.80亿元；综合影响，2022年3月末产权比率为171%，较2020年末增长9个百分点，净资产对负债的保障程度有所下降。

图2 公司资本结构



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

图3 2022年3月末公司所有者权益构成



资料来源：未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司其他应付款主要是荆州纪南生态文化旅游区征地拆迁办公室的往来款以及施工企业的押金及保证金。2020-2022年3月末，一年内到期的非流动负债有所下降，主要以一年到期的应付债券和一年内到期的长期应付款为主。

公司长期借款呈增长趋势，主要为质押借款、保证借款、信用借款以及抵押+质押+保证借款，抵质押物为公司应收账款以及持有的土地资产。公司应付债券持续增长，主要系21年发行了“21荆楚文化MTN001”、“21荆楚01”债券所致。长期应付款主要为政府专项债转贷以及非标融资借款，截至2021年末，公司非标债务余额为2.22亿元，债权人主要为中信金融租赁有限公司、中远海运租赁有限公司和平安国际融资租赁（天津）有限公司借款，借款利率为6.0%至7.56%，到期日主要集中在2024年。

表11 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
其他应付款（合计）	1.69	1.07%	1.63	1.11%	2.74	2.13%
一年内到期的非流动负债	8.99	5.70%	8.99	6.13%	11.16	8.69%
<b>流动负债合计</b>	<b>16.70</b>	<b>10.59%</b>	<b>17.04</b>	<b>11.62%</b>	<b>17.28</b>	<b>13.46%</b>
长期借款	72.42	45.89%	69.43	47.35%	57.42	44.72%
应付债券	32.61	20.67%	30.41	20.74%	22.92	17.85%

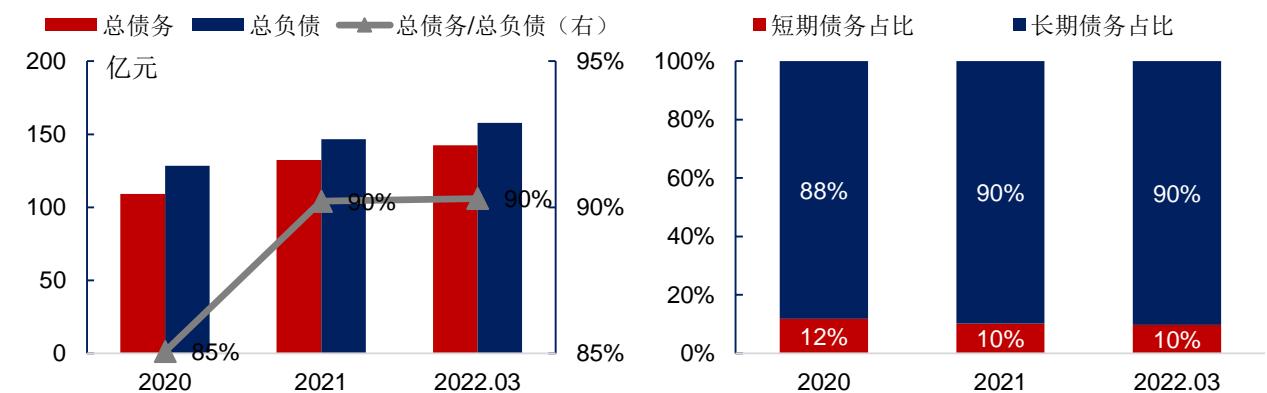
长期应付款（合计）	25.17	15.95%	18.92	12.90%	15.97	12.44%
<b>非流动负债合计</b>	<b>141.10</b>	<b>89.41%</b>	<b>129.60</b>	<b>88.38%</b>	<b>111.13</b>	<b>86.54%</b>
<b>负债合计</b>	<b>157.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>146.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>128.41</b>	<b>100.00%</b>

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

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2022年3月末长期债务占比为90%。

图 4 2022 年 3 月末公司债务占负债比重

图 5 公司长短期债务结构



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 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

从偿债能力指标来看，受负债规模增速高于所有者权益增速影响，2022年3月末资产负债率提升至63.15%，债务压力有所增加。现金短期债务比和EBITDA利息保障倍数均有所下降，且整体保持在较低水平。

表12 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	63.15%	62.16%	61.82%
现金短期债务比	1.40	1.44	1.51
EBITDA 利息保障倍数	--	0.48	0.60

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22日），存在一笔关注类借款，借款余额0.36亿元。根据湖北荆州农村商业银行股份有限公司郢都支行对该事件出具的说明，主要系湖北荆州农村商业银行股份有限公司郢都支行由于财务报表编制不及时，未及时更新财务报表，

导致公司0.36亿元借款被分类为关注类借款，实际公司每月按照合同正常结息。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保金额2.50亿元，占当期末净资产的2.80%，担保对象均为国有企业，设有反担保措施，存在一定或有负债风险。

**表13 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**

被担保方	担保金额	担保期间	是否有反担保
荆州纪南文化产业投资有限公司	1.50	2021.2.2-2024.2.2	是
荆州纪南文化旅游有限责任公司	1.00	2021.8.2-2030.1.29	是
<b>合计</b>	<b>2.50</b>	--	--

资料来源：公司提供

## 八、抗风险能力分析

作为荆州市重要的基础设施建设和投融资主体，公司仍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。截至2021年末，公司在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104.76亿元，尚需投资61.44亿元，公司存量工程项目投资金额较大，工程建设业务持续性较好，未来工程建设收入有一定保障。

偿债能力方面，受负债规模增速高于所有者权益增速影响，2022年3月末资产负债率上升至63.15%，债务压力略有提高。现金短期债务比较为稳定，2021年EBITDA利息保障倍数略有下降，且整体保持在较低水平。

总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等的综合判断，公司抗风险能力较好。

## 九、结论

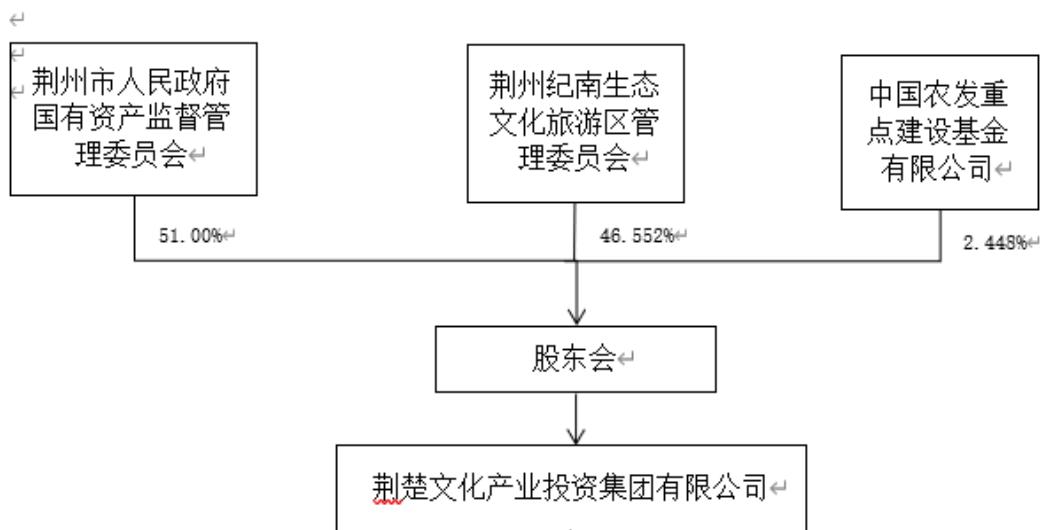
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20荆州海投债/20海投债”的信用等级为AA。

## 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	19.46	19.47	19.57	17.78
应收账款	19.09	15.79	10.82	12.14
其他应收款	10.15	4.59	3.06	2.38
存货	151.05	146.79	117.25	104.75
流动资产合计	206.11	192.66	155.09	140.45
在建工程	16.49	15.87	30.33	14.40
无形资产	11.71	11.66	8.51	3.40
非流动资产合计	43.78	43.24	52.62	30.81
资产总计	249.89	235.90	207.71	171.26
短期借款	2.36	1.92	1.76	0.00
一年内到期的非流动负债	8.99	8.99	11.16	10.17
流动负债合计	16.70	17.04	17.28	13.37
长期借款	72.42	69.43	57.42	52.28
应付债券	32.61	30.41	22.92	4.98
长期应付款	25.17	18.92	15.97	20.64
非流动负债合计	141.10	129.60	111.13	93.56
负债合计	157.80	146.64	128.41	106.93
总债务	142.52	132.29	109.24	88.06
营业收入	4.03	11.77	9.90	8.44
所有者权益	92.09	89.26	79.29	64.33
营业利润	-0.17	3.55	2.55	2.32
其他收益	0.12	4.07	3.00	2.43
利润总额	-0.17	2.83	2.55	2.32
经营活动产生的现金流量净额	-6.37	-15.11	-20.32	-25.22
投资活动产生的现金流量净额	-0.72	-4.00	-5.25	-5.88
筹资活动产生的现金流量净额	7.02	19.01	27.35	24.98
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	3.83%	5.20%	4.63%	5.49%
收现比	0.27	0.68	1.20	0.11
资产负债率	63.15%	62.16%	61.82%	62.44%
现金短期债务比	1.40	1.44	1.51	1.75
EBITDA（亿元）	--	3.86	3.49	2.66
EBITDA利息保障倍数	--	0.48	0.60	0.59

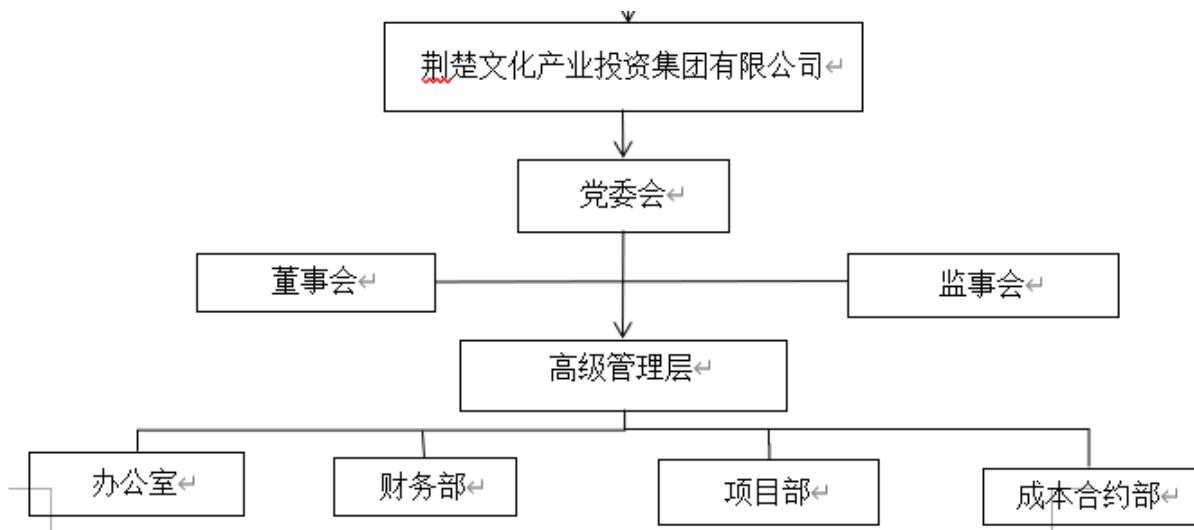
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月）



资料来源：公司提供

## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	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	10,000.00	100.00%	体育
湖北楚文化产业园有限公司	24,500.00	100.00%	建设工程施工
荆州楚都酒店管理有限公司	1,000.00	100.00%	餐饮服务
湖北荆楚道路运营管理有限公司	10,000.00	100.00%	公路管理

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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。