



2023年孝感市长兴投资有限公司公司债券 (第一期) 2023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

2023年孝感市长兴投资有限公司公司债券（第一期）2023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
23 孝感长兴债 01/23 孝长 01	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：孝感市长兴投资有限公司（以下简称“孝感长兴”或“公司”）是孝感市孝南区重要的投融资平台，代建业务可持续性仍较好，持续获得孝南区政府的支持，且湖北蕲川国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“蕲川国投”）提供的保证担保仍能有效提升“23 孝感长兴债 01/23 孝长 01”（以下简称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司近年来持续扩大投资规模，推升财务杠杆，预计公司持续的业务扩张将带来长期的资金需求，而流动性趋弱的资产令公司再融资能力也面临考验。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为，公司在未来较长一段时期内仍将作为孝南区重要的城市基础设施建设主体，代建业务可以保持一定规模，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 20 日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	149.98	114.76	72.61
所有者权益	75.81	56.27	31.52
总债务	41.77	40.67	27.87
资产负债率	49.45%	50.96%	56.59%
现金短期债务比	0.74	7.33	4.64
营业收入	6.08	5.06	5.23
其他收益	0.33	0.82	0.71
利润总额	0.90	1.10	0.94
销售毛利率	9.59%	9.06%	9.09%
EBITDA	1.05	1.20	1.00
EBITDA 利息保障倍数	0.49	0.78	0.69
经营活动现金流净额	-11.02	-9.22	-3.50

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **孝南区经济财政实力持续增强及孝南区政府信用状况稳定。**孝南区为孝感市唯一市辖区，紧邻武汉市黄陂区、东西湖区，域内交通网线连接武汉市，交通便捷。近年孝南区工业发展趋势较好，纸卫品、食品、建筑建材及新材料等四大主导产业 2022 年产值突破 260 亿元。孝南区经济总量在孝感市下辖区县中排名居前，2022 年 GDP 增速 5.2%。此外孝南区政府综合财力稳步提升，具备稳定的信用状况。
- **公司保持较强的业务竞争能力。**公司实际控制人为孝感市国资委，公司是孝感市孝南区重要的城市基础设施建设主体，承担了孝南区基础设施及安置房项目建设任务，在基础设施方面对孝南区政府较重要，平台地位较高。2022 年末，公司基础设施项目及安置房项目储备充足，计划待投资规模较大，业务持续性仍较好。
- **公司继续获得孝南区政府的支持。**2022 年孝南区政府向公司注入砂石开采权等资产 18.38 亿元，约占 2022 年末净资产的比重 24.24%，公司的资本实力有所提升；当年公司获得 0.33 亿元的财政补贴，对公司利润形成有效支撑。
- **澧川国投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，澧川国投主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

关注

- **公司大量资产沉淀于项目开发成本及应收政府及当地国企款项，流动性受制于孝南区政府统筹安排。**公司资产主要为代建项目开发成本、与政府及相关部门的往来款、土地资产及河道砂石资源开采经营权，上述资产合计占总资产比重超过 60%，其中代建项目开发成本和应收款项依赖于当地政府的统筹安排，资金回笼时间不确定，而较大规模的河道砂石资源开采经营权目前尚未办妥权证，且目前暂无具体开发计划。此外，截至 2022 年末公司有一定规模的土地等资产使用受限，在流动性困难时，这可能会削弱其融资能力。
- **项目支出和财务杠杆持续增加。**2022 年公司在建项目投资规模持续扩大，导致公司总债务规模逐年增长；同时近年公司项目回款慢，经营净现金流持续大额净流出，2022 年末现金短期债务比表现较差，且受政府相关安排影响主营业务收入有所变动、主业盈利能力较弱，EBTIDA 对利息支出覆盖程度较低且逐年波动下降。中证鹏元预计公司持续的业务扩张将带来一定的资金压力。
- **公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额占期末净资产的比重达 10.91%，对外担保均未设置反担保措施，其中向民营企业提供的对外担保余额 2,322 万元，目前该等对外担保均已逾期，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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是孝感市孝南区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，孝南区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与孝南区政府的联系非常紧密以及对孝南区政府非常重要。同时，中证鹏元认为孝南区政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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+/23 孝感长 兴债 01/23 孝 长 01	2023-1-9	蒋晗、刘惠琼	城投公司信用评级方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0） 、 外部特殊支持评价方法和模型（cspy_ffmx_2022V1.0）	阅读全文
AA/稳定	AA+/21 孝感长 兴债	2021-8-17	蒋晗、刘惠琼、何佳欢	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

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
23 孝感长兴债 01/23 孝长 01	3.00	3.00	2023-1-9	2030-03-07

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2023年3月发行7年期3亿元企业债券“23孝感长兴债01/23 孝长 01”，募集资金原计划用于汉孝长兴食品科技产业园建设项目和补充公司流动资金。截至2023年5月24日，中证鹏元未获得“23孝感长兴债01/23 孝长 01”募集资金专项账户余额的数据。

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化。截至2022年末，公司注册资本、实收资本均为52,000万元，控股股东仍为潯川国投，实控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”）。

跟踪期内，公司仍是孝感市孝南区重要的基础设施建设及投融资主体，主要承担孝南区主要政府投资项目（包括基础设施建设、安置房建设）的建设任务。2022年公司新纳入合并范围的子公司共4家（如表1所示），无不再纳入合并范围的子公司。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，明细见附录四。

表1 2022 年公司新纳入合并范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
孝感瑞兴全过程工程咨询有限公司	55.00%	0.10	土木工程建筑业	投资设立
孝感长锦房屋租赁有限公司	100.00%	1.00	房地产业	投资设立
孝感市孝南区烟灯山公墓有限公司	100.00%	0.18	居民服务业	政府划拨
孝感市天宇建设工程检测有限责任公司	100.00%	0.02	建筑装饰、装修	政府划拨

资料来源：公司 2022 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指

标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债

务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

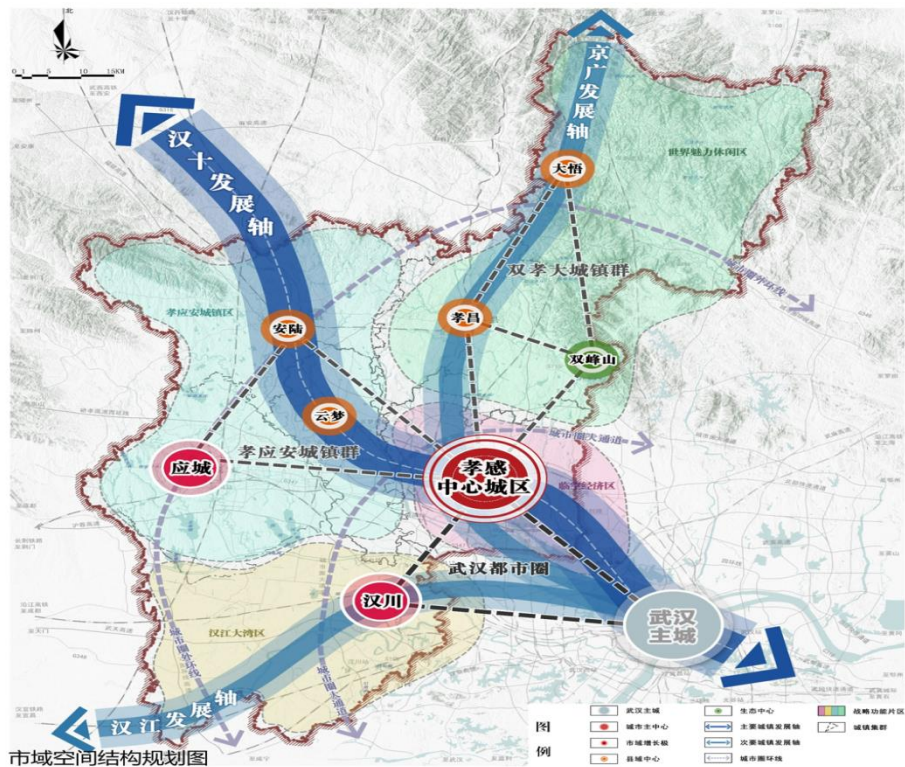
2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

孝感市紧邻省会武汉市，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，同时近年工业发展及固定资产投资带动经济持续增长，未来孝感市将加快对接武汉市，有望进一步放大区位优势

区位特征：孝感市紧邻武汉市，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、岩盐等矿藏储量丰富，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各地市中排名中等，固定资产投资为拉动经济增长的主要动力，但整体发展水平表现一般。2022 年孝感市地区生产总值持续增长，接近 2,800 亿元，近三年 GDP 增速均高于全国和湖北省平均水平。2022 年孝感市固定资产投资增速保持在较高水平，完成了一系列基础设施、工业项目投资，其中 23 个省级重点项目超额完成投资计划，对拉动全市经济增长贡献度较高；但同期房地产投资同比下滑 4.1%，对经济增长有所拖累。消费方面，2022 年孝感市社会消费品零售总额仍维持正增长，但受宏观环境影响，增速下滑明显，对经济增长贡献度下降。近年孝感市人均 GDP 持续提升，但仍低于全国平均水平。

表2 2022 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（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
武汉市	18,866.43	4.0%	13.78	1,504.74	1,330.42
襄阳市	5,827.81	5.4%	11.1	220.9	145.83
宜昌市	5,502.69	5.5%	14.04	218.21	-
荆州市	3,008.61	5.1%	5.86	142.05	135.22
孝感市	2,776.97	5.2%	6.63	137.21	-
黄冈市	2,747.90	4.9%	4.75	140.85	93.97
咸宁市	1,875.57	4.3%	7.17	96.03	65.52

恩施州	1,402.20	3.3%	4.12	76.81	59.77
-----	----------	------	------	-------	-------

注：“-”表示数据未公布；宜昌市和黄冈市人均GDP以其2022年末常住人口计算。

资料来源：2022年各市国民经济和社会发展统计公报、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	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,776.97	5.2%	2,562.01	13.4%	2,193.55	-4.5%
固定资产投资	-	18.3%	-	24.5%	-	-20.8%
社会消费品零售总额	1,241.05	3.6%	1,197.60	22.1%	981.24	-23.3%
进出口总额	173.8	28.7%	135.0	22.3%	110.2	9.6%
人均 GDP（元）		66,299		60,556		51,367
人均 GDP/全国人均 GDP		77.36%		74.78%		70.90%

资料来源：孝感市2020-2021年统计年鉴、2022年孝感市国民经济和社会发展统计公报，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，2022 年主导产业快速发展带动规上工业增加值高速增长，未来将加快发展新能源汽车及零部件、光电子信息等战略性新兴产业。孝感市农产品资源丰富，近年来达利、银鹭、盼盼、回头客、欢乐家、岑铭堂等知名食品企业纷纷在孝感投资建厂；同时拥有湖北省最大的纺织服装龙头企业湖北孝棉实业集团有限责任公司，并形成了纺纱、针织布、机织布、家纺、服装、制袜、手套、毛巾等产业链。依托丰富的石膏、石盐资源，孝感市聚集了久大盐业、中盐东兴、蓝天盐化、宜化双环、新都化工等规模以上企业 70 余家。孝感市孝南区作为全国唯一的“中国生活用纸生产基地”，吸引了印尼金光集团 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投资。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。2022 年维达扩能、保沔实业、三棵树涂料、全成信电子等一批产业项目建成投产，有助于孝感市产业的规模化发展。同期，孝感市规模以上工业增加值同比增长 11.9%，除盐磷化工、新能源汽车及零部件增加值出现下降外，其他主导产业和新兴产业整体呈现较快增长。

同时，孝感市成立招商引资决策委员会，构建“2+1+N”招商工作机制，2022 年签约亿元以上项目 367 个、引资 3,495.7 亿元，引进百亿级项目 7 个，如楚能新能源、祉星纸业等项目。2023 年孝感市计划统筹推进传统产业转型升级，推动战略性新兴产业和高新技术制造业倍增发展，突破性发展光电子信息、新能源汽车及零部件产业，新增规上工业企业 200 家以上。

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、武汉城市圈服务业强市，孝汉同城产业发展空间较大。2023 年孝感市将加快推进武汉地铁 20 号线延伸至孝南区、武西高铁枢纽直通线等一批重大交通项目，有望进一步放大孝感区位优势。

财政及债务水平：孝感市一般公共预算收入持续增长，财政收入质量稳步提升，但财政自给水平仍偏弱，政府债务余额不断扩张。2022 年孝感市实现一般公共预算收入 137.21 亿元，在湖北省各地市中排名中等，剔除增值税留抵退税因素后，增长 11.3%；同时近 3 年税收收入占比均持续提升至 2022 年的 80%以上，主要纳税企业包括湖北省烟草公司孝感市公司、国能长源汉川发电有限公司及恒安（孝感）家庭用品有限公司、金凤凰纸业（孝感）有限公司等，其税源持续性较好，但财政自给率处于较低水平。此外，受房地产投资下滑影响，孝感市土地市场成交下滑，2022 年孝感市本级政府性基金收入仅完成 38.7 亿元，同比下降 17.5%。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	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	137.21	134.77	100.17
税收收入占比	81.78%	78.83%	77.74%
财政自给率	32.03%	33.23%	23.56%
政府性基金收入	-	126.78	130.99
地方政府债务余额	548.22	453.86	403.24

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

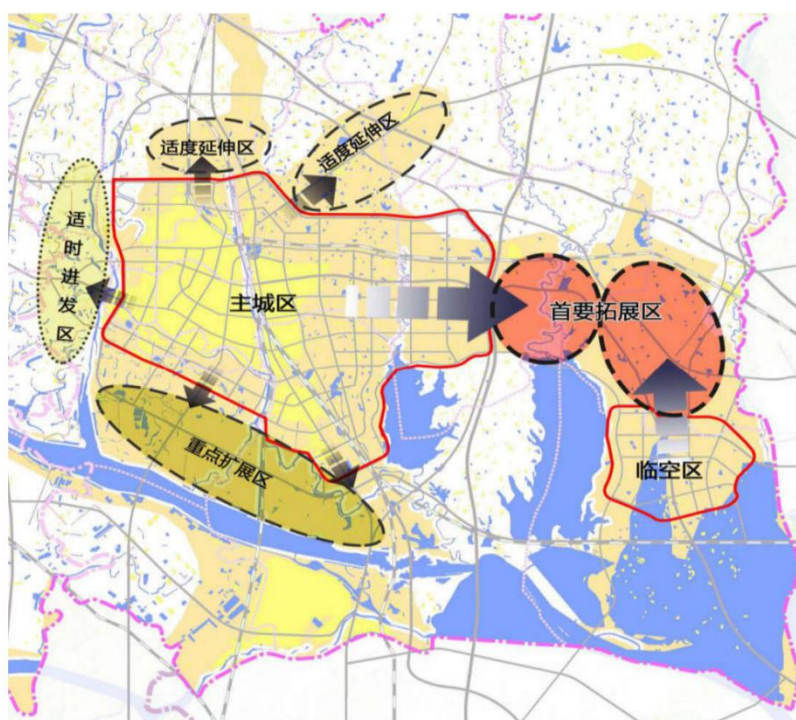
孝南区是孝感市唯一市辖区，区位优势显著，纸业、食品、建筑建材、新材料等产业主导地位凸显，2022 年工业发展趋势较好，经济财政实力稳步提升

区位特征：孝南区是孝感市唯一市辖区，区位优势显著。孝南区东邻武汉市黄陂区，南连汉川市和武汉市东西湖区，西靠云梦县，北接孝昌县，系孝感市南大门，鄂东北交通走廊。孝南区系孝感市人民政府所在地，为孝感市的政治、经济、文化中心，辖 4 个街道办事处、2 个乡、8 个镇、东山头、朱湖 2 个办事处和 1 个省级经济开发区。交通方面，孝南区境内有 107、316 两条国道，京港澳、福银两条高

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 9 大支柱产业、6 大战略性新兴产业、5 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实体经济、着力构建现代产业体系的有力抓手。

速公路和京广铁路、汉十高速铁路过境而过。府河、滠河直通长江，构成了以公路、铁路为主，水陆空配套的立体交通网络。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 98.85 万人²，较 2010 年第六次全国人口普查结果增长 8.83%。根据《孝南区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》，孝南区未来将发挥唯一作为孝感市唯一市辖区的独特优势，重点推进南部新城建设，配合孝感高新区、临空区的拓展，实现向东、南“两翼”推进的发展之势。

图 2 孝感城区发展空间示意图



资料来源：《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》，中证鹏元整理

经济发展水平：孝南区经济总量位于孝感市下辖区县前列，固定资产投资对经济拉动作用较大。2022 年孝南区经济保持增长，增速略超湖北省平均水平。2022 年孝南区工业发展延续良好势头，第二产业增加值同比增长 8.1%，纸卫品、食品、建筑建材、新材料 4 大主导产业产值突破 260 亿元。2022 年孝南区固定资产（不含农户）投资同比增长 18.4%，对经济拉动作用明显，但房地产开发投资同比下降 2.9%，且当年商品房销售额同比下降超过 30%，预计持续低迷的房地产市场将对经济增长形成一定拖累。受外部环境影响，2022 年孝南区社会消费品零售总额增速下降较多。近年孝南区人均 GDP 低于全国平均水平，经济发展水平有待提高。

² 孝南区常住人口数据含孝感市高新区、临空经济区人口。

表5 2022 年孝感市下辖各区县经济财政指标情况（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
汉川市	820.47	5.9%	92,604	27.67	-
应城市	470.71	5.2%	100,622	16.78	-
孝南区	380.66	4.5%	39,235	23.12	26.62
安陆市	311.19	5.6%	63,690	12.12	-
云梦县	245.86	4.5%	57,781	13.58	-
大悟县	213.72	4.8%	44,796	10.97	-
孝昌县	184.67	4.7%	38,935	10.75	-

注：1、“-”表示数据未公布；

2、应城市、孝南区、大悟县、孝昌县人均 GDP 以 2021 年末常住人口计算，安陆市、云梦县人均 GDP 以 2022 年末常住人口计算。

资料来源：各区县 2022 年国民经济和社会发展统计公报、政府工作报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 孝南区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	380.66	4.5%	356.91	12.9%	300.38	-5.8%
固定资产投资（不含农户）	239.31	18.4%	202.20	27.1%	159.11	-20.7%
社会消费品零售总额	191.74	3.8%	184.72	22.6%	150.73	-23.5%
进出口总额（亿美元）	4.43	31.9%	3.36	29.8%	2.59	5.2%
人均 GDP（元）		39,235		36,787		30,388
人均 GDP/全国人均 GDP		45.78%		45.43%		41.95%

注：2020 年人均 GDP 以第七次全国人口普查统计的常住人口计算、2021-2022 年人均 GDP 以 2021 年末常住人口计算。

资料来源：孝南区 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：纸业为孝南区支柱产业，食品、建筑建材等产业主导地位凸显。近年维达、恒安、中顺、金红叶、金凤凰等纸品企业均在孝南区设立生产基地，5 家企业入选“中国生活用纸十强”，经过多年的发展，纸业已成为孝南区内首位支柱产业、首个百亿产业集群。2022 年孝南区在品牌发展及产业基础上继续发力，当年获评“中国生活卫生用纸（品）产业之都”，维达扩能、金红叶三期、丽邦二期、千芝雅、贝哲妮等一批项目相继投产。食品行业为孝南区又一支柱产业，其中东山头森工产业园、麻糖米酒产业园相继被认定为全省知名品牌示范区、现代农业产业园，同时孝南区引进了王老吉、港荣等知名食品企业，未来将加快建设孝南食品产业园，引导食品产业进一步聚集发展。

发展规划及机遇：孝南区未来将充分依托孝汉同城化发展机遇。根据《孝南区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》，作为距离武汉市最近的市辖行政区，孝南区将发挥武汉城市圈核心圈层地域优势，重点推进孝南区内外交通与武汉市全面对接，着力打造“一都两区”即中国卫生用品之都、国家循环经济示范区、华中绿色食品产业集聚区，进一步深化跨行政区域合作机制改革，在交通同城、产业同城、功能同城上先行一步。

财政及债务水平：孝南区一般公共预算收入持续增长，但财政自给能力仍偏弱。2022 年孝南区实现一般公共预算收入 23.12 亿元，同比增长 10.1%，维持较快增长趋势，主要纳税企业以纸业企业为主，如金凤凰纸业（孝感）有限公司、恒安（孝感）家庭用品有限公司、维达护理用品（中国）有限公司等，税源持续性有较好支撑，但财政自给率处于较低水平。受益于孝感市唯一市辖区的行政区位优势，孝南区政府性基金收入规模尚可，但近年整体有所波动，而政府债务余额则持续上升。

表7 孝南区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	23.12	21.00	16.71
税收收入占比	85.64%	84.81%	83.54%
财政自给率	41.43%	35.85%	28.21%
政府性基金收入	26.62	21.17	25.87
地方政府债务余额	68.79	55.43	48.62

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：孝南区 2020-2022 年预算执行报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，公司系孝南区唯一发债平台。

五、经营与竞争

公司仍作为孝感市孝南区重要的城市基础设施建设主体，承接孝南区内的道路及市政工程、安置房建设项目，区域业务竞争力较强，目前项目储备较充足，业务持续性仍较好

跟踪期内，公司继续承担孝南区城市基础设施建设和安置房建设等业务，营业收入及毛利润仍主要来源于基础设施项目代建及安置房业务，2022 年业务毛利率整体保持稳定，主营业务盈利能力仍较弱。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
一、主营业务	6.08	99.87	9.51	5.05	99.91	9.05
其中：基础设施项目代建	4.24	69.64	9.09	1.93	38.11	9.09
安置房	1.75	30.23	9.09	3.13	61.80	9.09
二、其他业务	0.01	0.13	70.95	0.00	0.09	16.74
合计	6.08	100.00	9.59	5.06	100	9.06

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司在孝南区的基础设施项目建设中占据主导地位，项目储备充足，业务竞争力仍较强，但新增较大规模以市场化运作方式为主的产业园项目，待投资规模整体较大，给公司带来了一定的建设资金压力

公司主要以代建模式承担孝南区主要基础设施项目建设任务，业务模式较为清晰。公司基础设施代建业务主要由公司本部、子公司孝感东宇建设投资有限公司（以下简称“东宇建设”）负责，项目建设模式为孝南区政府与公司就各个代建基础设施项目逐一签订《项目委托代建（管）协议》，项目建设期内，孝南区政府通过安排政府财政资金等方式向公司注入项目资本金，公司负责工程项目质量、投资和进度控制。此外，根据孝南区政府出具的相关文件，对公司2016-2021年承建的孝南区建设项目，根据代建项目验收完工累计金额的10%向公司支付项目管理费。每年末公司将当年项目累计验收完工金额及代建项目管理费确认为当年收入，孝南区政府依据自身资金安排进行回款。

受代建项目建设进度及孝南区政府规划影响，2022年基础设施项目代建收入显著增长。2022年公司基础设施项目代建业务收入主要来自老澧河综合治理项目等项目，2022年孝南区政府继续按项目累计完工金额的10%向公司支付项目管理费，因此基础设施项目代建业务毛利率整体维持稳定。

表9 2022 年公司基础设施项目代建业务收入情况（单位：万元）

项目名称	确认收入金额
朱湖全域国土综合整治项目	21,817.60
老澧河综合治理工程	11,851.73
沙沟新社区棚户区红线外配套设施（城南大道）和联城新社区棚户区红线外配套设施（丹阳西路）	8,707.77
合计	42,377.10

资料来源：公司提供

公司代建基础设施项目储备充足，业务持续性较好，但随着项目建设进程的推进，尚需投资规模较大，给公司带来了一定的建设资金压力。截至2022年末，公司主要在建及拟建基础设施及产业园项目预计总投资94.36亿元，累计已投资25.67亿元。其中孝感市卫生用品之都产业园建设项目为“21孝感长兴债”的募投项目，项目拟通过建设标准化厂区和物流园区并对外出租或出售实现项目收益，该项目预计建设周期为2021年9月至2024年9月，截至2022年末已投资58.24万元。“汉孝长兴食品科技产业园建设项目”为“23孝感长兴债01/23 孝长 01”的募投项目，截至2023年4月末项目尚未开工。

表10 截至 2022 年末公司主要在建及拟建基础设施及产业园项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	是否签订代建协议
老澧河综合治理工程	498,000.00	189,366.85	是
朱湖全域国土综合整治项目	119,934.10	48,912.63	是
孝南区棚户区红线外配套基础设施建设项目	19,648.27	1,055.57	是
消防训练基地	13,135.00	3,755.50	是
南城新区学校	11,348.24	1,205.10	是
孝南区孝汉产业园工业污水处理厂建设项目	8,589.66	3,455.86	是
联城新社区棚户区红线外配套设施（丹阳西路）	4,770.69	5,716.48	是
人武部	4,600.00	488.91	是
消防训练基地（南站）	2,678.80	101.58	是

沙沟新社区棚户区红线外配套设施（城南大道）	2,629.25	2,199.68	是
孝南区玉泉南行人道及绿化工程	195.60	177.31	是
农村饮水工程	92.13	54.16	是
浠川公园、南方国际足球场地建设项目	82.00	67.52	是
孝南区槐荫大道广玉兰移栽项目	78.67	45.33	是
景观一标段、长征南路-南卧路给水消毒工程	16.70	15.70	是
代建项目小计	685,799.11	256,618.18	-
孝感市卫生用品之都产业园建设项目	132,844.85	58.24	否
汉孝长兴食品科技产业园建设项目	124,946.55	0	否
合计	943,590.51	256,676.42	-

注：上表合计项差异由四舍五入导致。

资料来源：公司提供

（二）安置房建设业务

公司是孝南区重要的安置房建设主体，业务区域竞争力仍较强，2022年受孝南区政府规划安排影响，安置房回购收入同比有所下降，但目前项目储备较充足，未来业务持续性仍较好

公司接受孝南区政府委托，代建孝南区内安置房项目，业务区域竞争力较强。公司安置房业务主要由子公司东宇建设、孝感南投置业有限公司（以下简称“南投置业”）和孝感长晟建设投资有限公司（以下简称“长晟建设”）负责，孝南区政府就委托公司代建的各个安置房项目逐一与公司签订《委托代建协议》，协议约定了项目具体建设内容及项目总价款。每年初孝南区政府根据项目建设进度及拆迁户安置需求，制定安置房采购计划，并按项目与公司签订《安置房采购合同》，每年末公司根据项目实际完工情况向孝南区政府移交安置房并确认收入。

受各安置房项目建设进度差异及当地政府回购安排影响，2022年公司安置房收入同比有所下降。2022年公司安置房收入包括来自孝南区第一批棚户区改造项目1.40亿元、海川房地产北京路还建房采购项目0.35亿元，2022年孝南区政府继续均按约定回报率向公司支付项目管理费，因此安置房业务毛利率整体维持稳定。

公司在建及拟建安置房项目投资规模较大，未来业务持续性较好。截至2022年末，公司在建及拟建安置房项目总投资67.02亿元，已投资42.50亿元，此外2022年末公司存货项下尚有未移交结算的安置房项目开发成本21.79亿元，未来随着安置房项目逐步移交，安置房业务收入来源仍较有保障。

表11 截至 2022 年末公司在建及拟建安置房情况（单位：万元）

项目名称	总投资	已投资	是否签订代建协议
孝南区碧台安置房地建设项目	180,011.38	27,140.18	是
孝南高新区园区安置房建设项目	109,933.99	18,779.51	是
孝南区第一批棚户区改造项目	94,065.55	96,612.85	是

沙沟社区棚户区改造项目	74,732.94	65,258.40	是
联城社区棚户区改造项目	64,065.08	63,987.82	是
槐荫组团城中村棚改项目*	43,112.47	57,241.04	是
苏沓见社区棚户区改造项目	40,269.71	39,404.47	是
东山头棚改及工业园项目*	29,992.26	38,803.11	是
长河片区棚户区改造项目	23,121.30	16,614.57	是
海川房地产北京路还建房采购	2,917.47	1,188.59	是
2020 年度朱湖全域国土综合整治项目幸福港湾（重建 B 区）	8,000.00	0	是
合计	670,222.15	425,030.54	-

注：*项目建设周期较长且工程量较大，受建设期物价上涨等因素影响，项目实际开发成本超过总投资。

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续获得孝南区政府提供的支持，资本实力有所提升

公司作为孝感市孝南区重要的城市基础设施建设主体，承担了较多孝南区政府投资项目的建设任务，建设资金需求较大，2022 年孝南区政府继续通过资产注入、政府补贴等方式给予公司支持。2022 年孝南区政府向公司注入资产清淤弃砂经营权、土地等资产，累计增加公司资本公积 18.38 亿元，提升了公司的资本实力，但 2022 年政府注入的砂石开采经营权等资产均尚未办妥权证。

2022 年公司获得孝南区政府给予的财政补贴 0.33 亿元，占当年利润总额的比重为 36.67%，政府补贴有效提升了公司的利润水平。

表12 2022 年公司获得的资本注入情况（单位：万元）

资产类别	账面价值	是否办妥权证	依据文件
孝南区 16 条河道及 6 个灌区清淤弃砂经营权	110,543.00	否	《区人民政府关于划转有关河流、灌区清淤砂石经营权的通知》
朱湖农场 38 宗国有农用地	60,843.73	是	《朱湖农场国有农用地资产划转协议》
孝南区政府划入的 342 套保障性租赁住房	10,310.40	是	-
烟灯山陵园资产	2,115.57	是	《关于烟灯山陵园资产划转和公司改制的通知》
合计	183,812.70	-	-

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

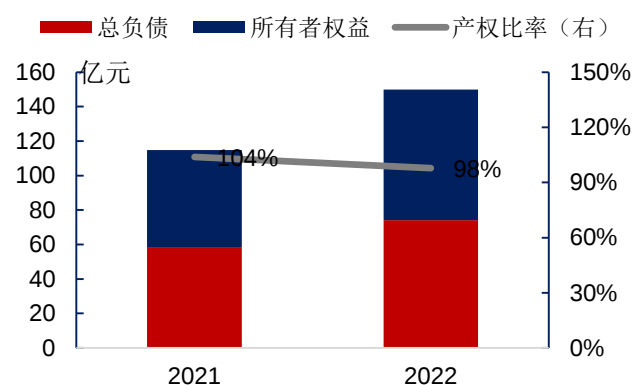
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新纳入合并范围的子公司共4家，具体如表1所示，无不再纳入合并范围的子公司。截至2022年末，公司纳入合并范围的子公司共11家，具体如附录四所示。

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产规模继续增长，资本实力有所增强；增量资产主要来自政府划拨的砂石开采权，但该资产尚未开展经营且未办妥权证，后续经营收益情况暂不明确；资产以沉淀的代建项目开发成本、孝南区政府的往来款为主，此外一定规模的资产使用受限，资产整体质量一般且流动性较弱

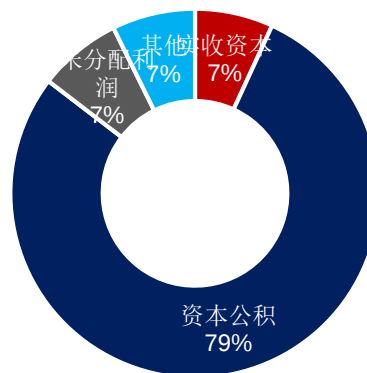
作为孝南区重要的基础设施建设平台，2022年孝南区政府继续在资产注入方面对公司提供支持，所有者权益实现快速增长，资本实力有所增强；同期债务融资规模亦有所增长，综合影响下2022年末产权比率逐年下降至约98%，净资产对债务的保障程度有所提升。从权益结构看，所有者权益主要为政府向公司注入的资金、子公司股权及砂石资源的开采经营权等。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，随着项目投入及政府注入资产，公司资产规模继续增长。公司资产以代建项目开发成本、应收款项、政府划拨地、砂石开采经营权及投资性房地产为主要构成，2022年末上述资产合计占总资产比重约90%。截至2022年末，存货主要包括6.78亿元待开发土地、21.65亿元代建基建项目开发成本和21.79亿元安置房项目开发成本，其中项目开发成本的结算与回款依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力差，土地资产共包括15宗出让性质土地，土地用途以住宅商业用地为主，2022年末账面价值合计2.99亿元的3宗土地已经抵押。2022年末应收款项包括应收账款中应收孝南区财政局工程款，以及其他应收款中公司与当地政府及国企之间的往来款，部分款项账龄较长，回款时间不确定，对公司营运资金形成较大占用。公司无形资产均为孝南区政府2021-2022年注入的两批孝南区河道砂石资源的开采经营权，截至2023年4月末，该项资产尚未办妥权证，且尚未开展采砂等经营活动，后续收益实现情况尚不明确。公司投资性房地产主要为由存货转入的商铺和停车位，以及2022年政府向公司划入6.08亿元土地，截至2023年4月末尚未办妥权证。

其他资产方面，截至2022年末，公司有0.50亿元因用作汇票保证金而使用受限的货币资金。2022年末，公司受限资产主要包括7.23亿元已质押应收账款、已用于借款抵押的账面价值合计2.99亿元的3宗土

地和2.39亿元投资性房地产等；受限资产合计14.04亿元，占期末总资产的比重为9.36%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.88	1.92%	7.67	6.68%
应收账款	22.92	15.28%	17.08	14.89%
其他应收款（合计）	13.52	9.01%	7.45	6.49%
存货	51.90	34.60%	46.15	40.21%
流动资产合计	96.66	64.45%	80.48	70.12%
固定资产	3.94	2.63%	2.92	2.55%
投资性房地产	16.05	10.70%	9.67	8.43%
无形资产	26.66	17.78%	15.61	13.60%
非流动资产合计	53.32	35.55%	34.29	29.88%
资产总计	149.98	100.00%	114.76	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，代建业务盈利能力仍较弱，但项目储备较充足，未来业务持续性较好，此外政府补贴有效提升了公司的利润水平，但受区域财政状况及政策调整影响，政府补助金额存在不确定性

跟踪期内，公司收入有所增长，项目储备较充足，未来业务持续性仍较好。2022年公司营业收入仍主要来自基础设施项目代建、安置房，受当地政府相关规划安排及项目建设进度影响，2022年公司安置房收入有所下降，而基础设施项目代建业务收入快速增长。毛利率方面，2022年孝南区政府继续按约定回报率与公司结算，基础设施项目代建及安置房业务毛利率整体维持稳定。截至2022年末，公司主要在建基础设施项目及安置房项目投资规模较大，未来随着项目移交进度推进，公司业务持续性较好。

政府补助对公司利润贡献度较大，但未来可能受区域财政政策调整影响，政府补助金额存在不确定性。2022年公司获得来自孝南区政府的财政补贴0.33亿元，占当年利润总额的比重分别为36.67%，政府补贴有效提升了公司的利润水平。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	6.08	5.06
营业利润	0.91	1.10
其他收益	0.33	0.82
利润总额	0.90	1.10
销售毛利率	9.59%	9.06%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务增长较快，总债务规模较大，存在一定的偿债压力

公司债务以刚性债务为主。2022年末公司总债务占负债总额的比例为56.32%，债务中长期债务占比约91%，短期偿债压力整体可控。公司债务类型以银行借款、债券为主；其银行借款以质押借款、抵押借款及保证借款为主，其中固定利率的长期借款利率区间为4.20%-5.94%，浮动利率的长期借款利率区间为当期LPR下浮5%至根据LPR浮动。应付债券均为“21孝感长兴债”未偿余额，该债券票面利率6.5%、期限7年，于2024年11月开始在每个计息年度末分别偿还本金20%，直至全部到期；此外公司于2023年3月成功发行本期债券，公司债务规模将进一步增长。

其他债务方面，截至2022年末合同负债主要包括公司预收湖北赛达置业有限公司2.38亿元的土地转让价款，以及与孝南区财政局的往来款，期末其他应付款均为公司与当地国企、事业单位及政府部门之间的往来款，整体看公司与相关单位的往来款规模虽然较大，但实际偿付压力不大。同期长期应付款（合计）主要为代孝南区住建局管理的保障性住房建设资金。

表15 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	4.20%-5.94%	32.30	3.30	2.32	0.32	26.36
债券融资	6.5%-6.8%	8.97	0.09	0	1.80	7.09
合计	-	41.27	3.39	2.32	2.12	33.45

资料来源：公司提供

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
合同负债	2.54	3.42%	2.42	4.14%
其他应付款（合计）	16.95	22.86%	9.98	17.06%
一年内到期的非流动负债	3.39	4.57%	1.05	1.79%
流动负债合计	27.23	36.71%	16.45	28.13%
长期借款	29.00	39.10%	30.77	52.61%
应付债券	8.88	11.97%	8.86	15.14%
长期应付款（合计）	7.30	9.84%	0.78	1.33%
非流动负债合计	46.94	63.29%	42.03	71.87%
负债合计	74.17	100.00%	58.49	100.00%
总债务	41.77	56.32%	40.67	69.54%
其中：短期债务	3.89	5.25%	1.05	1.79%
长期债务	37.88	51.07%	39.63	67.75%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务较大且增长较快，面临一定的偿债压力。受益于孝南区政府向公司注入资产，公司资产

负债率有所下降，截至2022年末资产负债率为49.45%。公司账面货币资金规模较小，2022年末短期债务规模较大，期末现金短期债务比大幅下降至0.74，面临一定的偿债压力。此外，2022年公司总债务持续提升，主营业务盈利能力仍较低，EBITDA利息保障倍数下降至较低水平。

公司资金需求主要来自项目开支及偿还到期债务，存在一定的资金压力，但考虑到公司的职能定位较重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。近年公司经营活动净现金流呈大额净流出，无法覆盖高额项目建设支出及未来投资计划，且应收款项、代建项目开发成本结算回款时间不确定，未来仍需新增大量长期外部融资，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。截至2022年末，公司及其子公司获得的银行授信金额为72.04亿元，未使用金额为31.19亿元。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	49.45%	50.96%
现金短期债务比	0.74	7.33
EBITDA 利息保障倍数	0.49	0.78

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司《孝感市长兴投资有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚、亦未因废弃物排放而受到政府部门处罚的情形。

社会方面，根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据说明，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，目前公司董事长与总经理均由孝南区政府任命；此外，公司与政府部门及关联公司的应收款项较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月22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。公司本部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

公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险，其中向民营企业提供的对外担保存在较大的代偿风险。截至2022年末公司对外担保余额为82,670.80万元，占期末净资产的10.91%，对外担保均未设置反担保措施。公司对外担保对象以当地国企为主，对民营企业提供的担保余额为2,322万元，截至目前均已逾期，该等对外担保余额存在较大的或有负债风险。

表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	被担保方性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
孝感嘉盛农旅发展有限责任公司	国有企业	23,712.00	2037/7/17	无
孝感市潯川建筑有限责任公司	国有企业	14,999.85	2024/9/28	无
	国有企业	8,669.00	2024/8/27	无
孝感市永成建设有限责任公司	国有企业	12,000.00	2026/11/29	无
	国有企业	1,530.00	2023/8/3	无
孝感市恺发投资有限公司	国有企业	10,400.00	2025/2/2	无
孝感市南大批发市场	国有企业	5,996.95	2024/1/23	无
孝感市南大实业有限责任公司	国有企业	3,041.00	2034/9/25	无
湖北景翊商贸有限公司	民营企业	1,000.00	2023/3/30	无
湖北金卉庄园环境工程有限公司*	民营企业	335.00	2021/9/30	无
湖北福良山农业科技股份有限公司*	民营企业	321.00	2021/9/30	
湖北锦观园林绿化有限责任公司*	民营企业	317.00	2021/9/30	无
湖北长湖物流有限公司*	民营企业	207.00	2021/9/30	无
孝感顺利特种养殖有限公司*	民营企业	142.00	2021/9/30	无
合计	-	82,670.80	-	-

注：*表示因债务逾期，公司对外担保责任尚未终止。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是孝南区政府下属重要企业。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，孝南区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与孝南区政府的联系非常紧密。虽然从股权结构看，公司的控股股东为潯川国投、实际控制人为孝感市国资委，但公司主要业务仍来源于孝南区，公司董事会成员、总经理实际上仍由孝南区政府任命，因此公司实质上系由孝南区政府全资拥有，且孝南区政府对公司的经营战略、业务运营拥有绝对控制权。此外，近5年内孝南区政府通过向公司增资、无偿划拨资产、提供政府补贴等方面给予了

公司较大力度的外部支持，提升了公司的资本实力和利润水平。展望未来，预计公司与孝南区政府的联系将保持稳定。

（2）公司对孝南区政府非常重要。公司是孝南区最大的城投平台，主要从事孝南区基础设施项目代建、安置房建设等业务，公司来自前述两项业务的收入或利润占比超过90%，且公司在基础设施建设方面对孝南区贡献很大。此外公司作为孝南区唯一的已发债城投平台，若公司违约，将对孝南区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。但值得注意的是，公司本部不在供水、供电、供热、燃气、公交的某一或多个领域具有区域专营性，孝南区政府在付出一定努力和成本的情况下是可以取代公司的。

九、债券偿还保障分析

浠川国投对本期债券的偿还承担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安全性

浠川国投为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证的范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年。

浠川国投是孝感市最大的城市基础设施投资建设和城市运营平台，于 2017 年 11 月由孝感国资委出资，以孝感市城市建设投资公司、湖北孝城控股集团有限公司等为基础组建的国有独资企业；截至 2022 年末，浠川国投注册资本为 60 亿元，实收资本 21.46 亿元，孝感市国资委持有浠川国投 100% 的股权，为浠川国投的控股股东及实际控制人。

图 5 截至 2023 年 3 月末浠川国投股权结构图



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

浠川国投作为孝感市最大的城市基础设施投资建设和城市运营平台，目前主要从事城市基础设施建设、长途客运和孝感市城区公共交通服务、自来水供应、武装押运等业务。2020-2022 年受益于合并范围扩大、安置房项目逐步完工结算、砂石料及劳务分包业务贡献较多收入等，浠川国投营收分别为 15.14 亿元、25.08 亿元和 39.55 亿元，收入维持较快增长。公交客运、水费等特许经营业务是浠川国投营业收入的重要组成部分，除与政府相关的业务外，房地产开发、武装押运、文化传媒、咨询设计等经

营性业务亦为浠川国投的营业收入提供了良好补充。毛利率方面，受收入结构变动等因素影响，近浠川国投销售毛利率呈波动下降趋势，2020-2022 年销售毛利率分别为 37.36%、18.82%和 21.50%。

截至 2022 年末，浠川国投资产总额为 1,006.20 亿元，所有者权益合计为 425.90 亿元，资产负债率为 57.67%；2022 年度，浠川国投实现营业收入 39.55 亿元，利润总额 5.71 亿元。

表19 浠川国投主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
总资产	1055.67	1006.20	762.38	517.62
所有者权益	428.23	425.90	283.19	172.60
总债务	-	-	409.59	281.02
资产负债率	59.44%	57.67%	62.85%	66.66%
现金短期债务比	-	-	1.17	1.18
营业收入	9.68	39.55	25.08	15.14
其他收益	0.39	2.21	1.60	0.54
利润总额	0.38	5.71	2.83	2.87
销售毛利率	15.95%	21.50%	18.82%	37.36%
EBITDA	-	-	5.31	5.67
EBITDA 利息保障倍数	-	-	0.31	0.40
经营活动现金流净额	-12.87	-25.14	0.97	7.35

资料来源：浠川国投 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，浠川国投主体信用等级为AA+，其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。

十、结论

孝南区是孝感市唯一市辖区，区位优势显著，纸业、食品、建筑建材、新材料等区内重点产业发展势头较好，2022年孝南区经济继续保持增长，未来随着孝汉产业协同发展推进，区域仍存在较大的发展空间。公司作为孝南区重要的基础设施建设和投融资主体，承担了孝南区主要政府投资项目（包括基础设施建设、安置房建设）的建设任务。虽然公司面临一定的建设资金及偿债资金压力，但公司代建安置房及基础设施建设业务持续性较好，收入较有保障，且作为孝南区目前唯一的发债平台，预计未来公司在资本金、政府补贴等方面仍将获得孝南区政府较大力度的外部支持。整体看，公司抗风险能力尚可。此外，浠川国投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

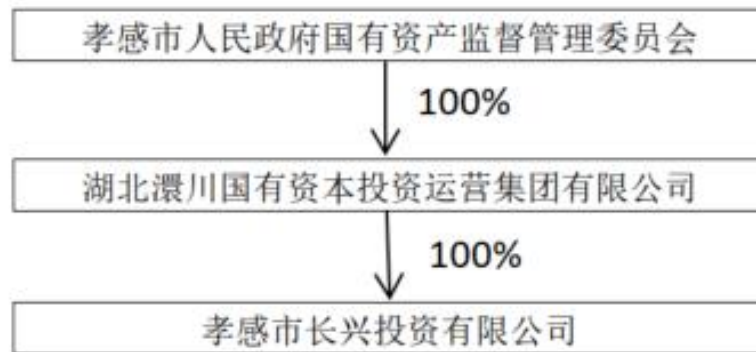
中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23孝感长兴债01/23 孝长 01”的信用等级为AA+。

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	2021 年	2020 年
货币资金	2.88	7.67	7.29
应收账款	22.92	17.08	11.33
存货	51.90	46.15	43.70
流动资产合计	96.66	80.48	67.48
固定资产	3.94	2.92	0.00
投资性房地产	16.05	9.67	0.07
无形资产	26.66	15.61	0.00
非流动资产合计	53.32	34.29	5.13
资产总计	149.98	114.76	72.61
其他应付款（合计）	16.95	9.98	5.89
一年内到期的非流动负债	3.39	1.05	1.57
流动负债合计	27.23	16.45	13.36
长期借款	29.00	30.77	26.30
应付债券	8.88	8.86	0.00
长期应付款（合计）	7.30	0.78	1.43
非流动负债合计	46.94	42.03	27.73
负债合计	74.17	58.49	41.09
其中：短期债务	3.89	1.05	1.57
总债务	41.77	40.67	27.87
所有者权益	75.81	56.27	31.52
营业收入	6.08	5.06	5.23
营业利润	0.91	1.10	0.95
其他收益	0.33	0.82	0.71
利润总额	0.90	1.10	0.94
经营活动产生的现金流量净额	-11.02	-9.22	-3.50
投资活动产生的现金流量净额	-0.30	-1.09	-1.18
筹资活动产生的现金流量净额	6.02	10.69	1.05
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	9.59%	9.06%	9.09%
资产负债率	49.45%	50.96%	56.59%
短期债务/总债务	9.31%	2.57%	5.63%
现金短期债务比	0.74	7.33	4.64
EBITDA（亿元）	1.05	1.20	1.00
EBITDA 利息保障倍数	0.49	0.78	0.69

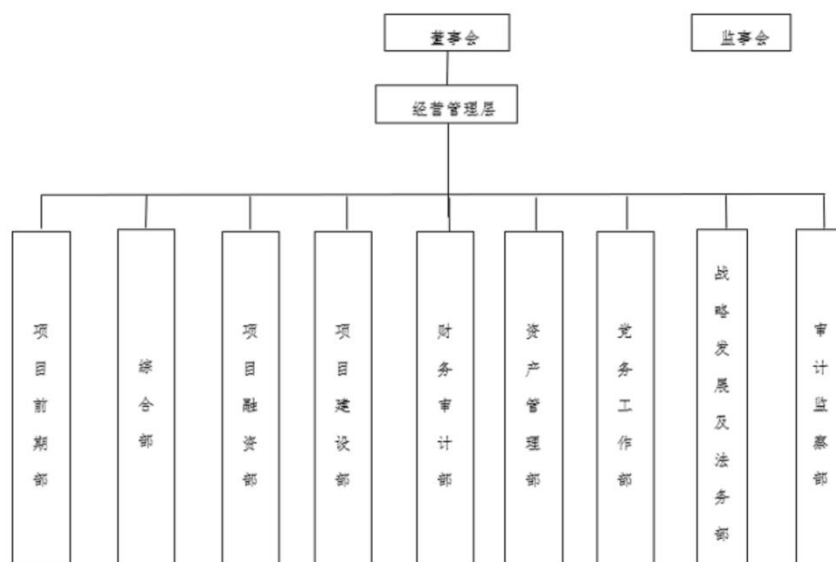
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
孝感东宇建设投资有限公司	1.10	100.00%	基础设施建设项目投资
孝感南投置业有限公司	1.00	100.00%	房地产开发、商品房销售
孝感长晟建设投资有限公司	1.50	100.00%	基础设施建设项目投资、棚户区改造及安置还建房建设项目等
湖北孝汉同达建设发展有限公司	1.00	50.00%	房地产业
孝感齐创建设发展有限公司	1.00	100.00%	商务服务业
孝感兴港新能源有限公司	0.50	100.00%	科技推广和应用服务业
孝感长锦广告传媒有限公司	0.03	100.00%	商务服务业
孝感瑞兴全过程工程咨询有限公司	0.10	55.00%	土木工程建筑业
孝感长锦房屋租赁有限公司	1.00	100.00%	房地产业
孝感市孝南区烟灯山公墓有限公司	0.18	100.00%	居民服务业
孝感市天宇建设工程检测有限责任公司	0.02	100.00%	建筑装饰、装修

资料来源：公司 2022 年审计报告、公司提供、公开资料，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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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	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+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。