



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

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
17 孝城投债/PR 孝感债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：孝感市产业发展空间较大，孝感市城市建设投资公司（以下简称“孝感城投”或“公司”）作为孝感市重要的基础设施投融资及建设主体，项目储备较充足，代建业务持续性较好，公交、供水等业务具有区域专营性，且持续获得孝感市政府的支持；同时中证鹏元也关注到，公司资产变现能力较弱，流动性依赖于孝感市政府的统筹安排，当前债务负担仍较重，面临较大的资金压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

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间内仍将作为孝感市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，砂石开采及销售、公交及供水等具有区域专营性的业务持续性较好，且有望持续获得外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 21 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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	658.96	640.14	485.42	430.72
所有者权益	234.73	234.12	157.48	136.98
总债务	--	309.01	275.43	241.36
资产负债率	64.38%	63.43%	67.56%	68.20%
现金短期债务比	--	0.94	0.87	1.01
营业收入	3.00	16.98	18.54	13.74
其他收益	0.39	1.86	0.78	0.54
利润总额	0.22	2.21	2.38	2.80
销售毛利率	16.16%	15.43%	20.79%	37.37%
EBITDA	--	4.82	4.37	4.93
EBITDA 利息保障倍数	--	0.29	0.30	0.34
经营活动现金流净额	2.26	8.86	5.89	22.23

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **孝感市区位优势显著，工业经济增长较快。**孝感市紧邻武汉，区位优势便捷，拥有食品饮料、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，2022年孝感市规上工业增加值同比增长11.9%，此外在固定资产投资带动下，2022年孝感市GDP同比增长5.2%。
- **公司保持较强的业务竞争力。**公司实控人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”），作为孝感市重要的基础设施投融资和建设主体，公司承担了孝感市安置房、市政工程等项目建设等任务，公益性及准公益性业务规模在区域内城投公司中排名靠前，平台重要性较高；目前公司代建基础设施、安置房项目储备较充足，业务持续性较好。此外，砂石开采及销售、公交、供水业务具有区域专营性，是公司重要的收入来源。
- **公司继续获得孝感市政府的支持。**2022年孝感市政府向公司无偿划入7.02亿元住房、门面等投资性房地产，并向公司提供了1.88亿元的政府补贴，占当期利润总额的85.34%，有效提升了公司的利润水平

关注

- **公司资金大量沉淀于代建项目开发成本、土地，流动性依赖于孝感市政府的统筹安排，资产变现能力较弱。**公司资产主要为代建项目开发成本、土地资产、以及应收政府部门及当地关联方款项，2023年3月末上述资产占总资产的比重约73%，其中代建项目开发成本和应收款项的结算与回款依赖于孝感市政府的统筹安排，资金回笼时间不确定，自营类安置房等项目能否实现预期收益存在不确定性，土地及投资性房地产等流动性较弱。此外，公司有一定规模的应收款项和土地使用受限，在流动性困难时，可能会削弱其融资能力。
- **公司债务负担较重，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的资金压力。**2022年公司项目建设资金支出仍较大，应收当地政府部门及关联方的款项较多，使得投资活动现金流面临较大缺口，公司通过外部融资平衡资金缺口，叠加合并范围扩大，2022年债务规模继续攀升，偿债能力指标表现仍较弱，叠加主要在建及拟建项目的资本开支需求较大，未来仍需通过再融资平衡。
- **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32.53亿元，占当期末总资产的5.08%，被担保方为孝感当地国有企业，且对外担保均未设置反担保措施；此外孝感市政和中小企业融资担保有限公司（以下简称“政和担保”）的担保业务的在保余额较大，担保对象以中小企业和个人为主，近年发生持续发生代偿，担保业务存在较大的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	净资产	营业收入
浠川国投	孝感市城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台	1,006.20	425.90	39.55
孝感城投	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	640.14	234.12	16.98
孝感高创	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	201.10	95.61	11.92

注：浠川国投为湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司的简称，孝感高创为孝感市高创投资有限公司的简称；以上各指标均为2022年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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	评分要素	评分
区域状况	区域状况评分 6/7	城投融资经营&财务状况	经营状况 6/7
	区域状况初始评分 6/7		财务状况 5/7
	行政层级 3/5		
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			aa
外部特殊支持			0
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 aa，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

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/21 孝感城投 MTN002	2022-6-9	蒋晗、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/12 孝城投债	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	10.36	2022-6-9	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”，募集资金原计划用于孝感市中心城区地下综合管廊建设项目；截至2023年6月9日，“17孝城投债/PR孝感债”募集资金专项账户余额为664.23元。

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2023年3月末，公司注册资本、实收资本仍均为14.30亿元，控股股东湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“浠川国投”）仍持有公司100%股权，公司的实际控制人仍为孝感市国资委。

2023年3月公司新增郭明霞、肖俊新2名董事，董事会成员由5人增至7人，董事长张亮明不再兼任总经理，公司聘任董事钟鹏为总经理。

跟踪期内，公司仍是孝感市重要的城市基础设施建设主体，主要从事孝感市的城市基础设施和重点项目的投资建设，孝感市城区公共交通服务及自来水供应等具有区域专营性业务、以及砂石开采销售等市场化业务。截至2022年末，公司持有孝感市丰翔控股有限公司（以下简称“孝感丰翔”）43%的股权，根据公司2022年审计报告，公司拥有孝感丰翔60%的表决权¹，2022年公司将孝感丰翔纳入合并范围。孝感丰翔主要负责孝感市临空经济区的基础设施和安置房项目代建业务，2022年末总资产为120.66亿元，净资产为69.47亿元，当年营业收入为3.13亿元。2022年公司新增纳入合并范围的一级子公司共5家，不再纳入公司合并范围的一级子公司3家，具体如表1所示，2023年1-3月公司合并报表范围未发生变更，截至2023年3月末，纳入公司合并范围的一级子公司共19家，具体如附录四所示。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、2022年新纳入公司合并范围的一级子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
湖北方舟自然资源控股集团有限公司	100%	1.00	砂石开采	投资设立
湖北川通交通建设发展有限公司	100%	0.50	市政设施管理	投资设立
孝感城新建设发展有限公司	100%	1.00	房地产开发经营	投资设立
湖北弘禹工程管理有限公司	100%	0.05	工程管理咨询服务	无偿划转

¹ 中证鹏元未获得公司拥有孝感丰翔 60%表决权的相关依据文件。

孝感市丰翔控股有限公司	43.00%	45.00	基础设施项目建设、安置房建设	债转股
-------------	--------	-------	----------------	-----

2、2022 年不再纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
孝感汽车客运集团有限公司	100%	0.68	客运	无偿划出
孝感市工程咨询设计集团有限公司	100%	0.20	工程管理咨询服务	无偿划出
孝感市工程咨询公司	100%	0.05	工程管理咨询服务	无偿划出

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。

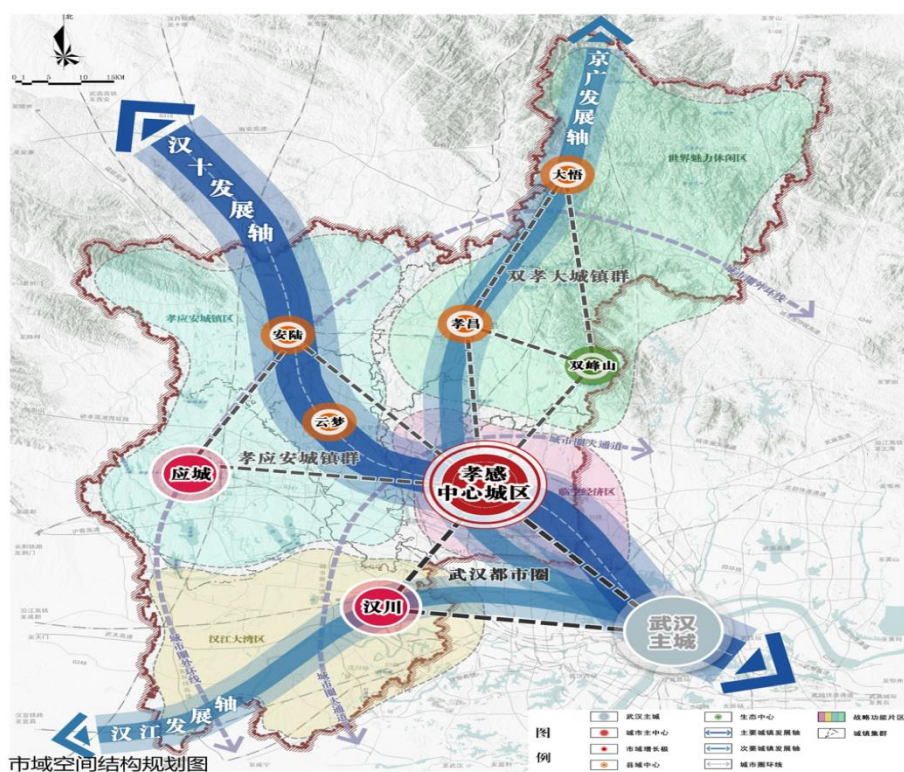
区域经济环境

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	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	145.8
宜昌市	5,502.69	5.5%	14.07	218.27	96.26
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	77.21	59.78

注：“-”表示数据未公布；宜昌市人均GDP以2021年末常住人口计算；黄冈市人均GDP以2022年末常住人口计算。

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	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、孝感市2022年统计公报，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长值同比增长 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²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%；税收收入占比提升至 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

投融资平台：截至 2022 年末，孝感市级主要投融资平台共 3 家（具体见下表），其中一级平台 1 家，为涇川国投。涇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，具体业务主要由子公司孝感城投、孝感高创等开展。整体上看孝感市级城投公司定位较为清晰，但资产负债水平偏高。

² 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实体经济、着力构建现代产业体系的有力抓手。

表5 截至 2022 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
浠川国投	孝感市国资委	425.90	57.67%	39.55	432.49	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	浠川国投	234.12	63.43%	16.98	309.01	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	浠川国投	95.61	52.45%	11.92	99.47	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：表中数据均为 2022 年财务指标；浠川国投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。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍作为孝感市重要的城市基础设施投融资及建设主体，主要承接公共道路、市政工程、棚户区改造等项目建设，并从事公交、供水等公用事业业务，公益性及准公益性业务规模在区域内城投公司中排名靠前，业务模式较清晰，且当前项目储备仍较充足，为后续业务持续性提供了有力支撑

跟踪期内，公司仍作为孝感市重要的城市基础设施建设主体，主要承担孝感市城区及临空经济区的安置房、市政工程等项目建设任务。2022年公司收入主要来自市政基础设施建设类业务，供水及公交等公用事业类业务，砂石销售和汽车销售、维修、培训收入等产业类业务，其中受当地政府规划影响，2022年度公司未实现安置房回购收入，当年收入规模有所下降。2022年公司主业盈利能力仍较弱，其中公司根据浠川国投安排以低于成本价向关联方销售安置房，由此形成了一定规模的亏损。

表6 孝感城投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
代建收入	6.25	36.78	12.61	10.18	54.93	7.09
建材销售及运输收入	5.05	29.73	29.40	4.93	26.62	40.67
供水收入	2.36	13.87	29.15	1.96	10.57	44.59
房屋租赁及运营管理收入	0.33	1.94	22.49	0.08	0.42	86.21
汽车销售、维修、培训收入	1.33	7.82	17.05	0.02	0.10	13.99
商品房销售收入	0.76	4.46	-70.37	0	0	-
工程项目管理、咨询收入	0.06	0.38	14.03	0.72	3.87	44.17
客运收入	0.47	2.75	-56.63	0.55	2.99	-34.40
其他收入	0.39	2.28	38.95	0.09	0.49	60.79
合计	16.98	100	15.43	18.54	100	20.79

注：代建收入包括代建基础设施和代建安置房收入。

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司是孝感市最重要的城市基础设施投资建设主体，目前主要在建项目投资规模较大，业务持续性较好，但给公司带来了较大的建设资金压力，自营项目能否实现预期收益存在不确定性

公司承担的城市基础设施项目主要为市政道路及配套工程，由公司本部和孝感丰翔负责。项目建设模式主要为委托代建，由各项目建设主体与委托方签署代建协议，协议均约定项目建设资金由各建设主体自筹，代建项目委托方根据工程建设成本并加成一定比例的项目管理费向建设主体支付代建工程款，并按协议移交结算代建项目，各建设主体的基础设施代建业务开展情况如下表所示。

表7 公司基础设施代建业务开展情况

建设主体	代建范围	委托方	代建协议签署情况	代建项目收入确认及回款
公司本部	孝感市范围内	孝感市政府	2011 年《孝感市城市建设资金管理办法》明确将孝感市重大基础设施建设项目委托孝感城投代建	代建项目移交后，孝感城投与孝感市政府签署代建项目支付协议，双方根据支付协议确认收入，并安排财政资金支付工程建设成本及项目回报（回报率为总投资的 15%）
孝感丰翔	孝感临空区	孝感临空经济区管理委员会	委托方将孝感临空区内的基础设施、安置房等项目委托公司建设，并按项目与公司签订委托代建协议	工程竣工验收合格后，由委托方对代建项目实施收购，收购价款包括工程总造价及 25% 的委托代建酬劳，公司据此确认代建收入。双方未约定回购价款的具体付款安排

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着公司合并范围扩大及受孝感市政府统筹安排影响，2022年度公司代建基础设施业务收入大幅增长；截至2023年3月末公司存货及在建工程项下尚有较大规模的待结算代建基础设施开发成本，未来随着代建项目逐步移交结算，公司代建基础设施业务收入来源仍较有保障。2022年公司共实现代建收入6.25亿元，其中公司本部共实现代建项目产值3.40亿元，孝感丰翔实现来自纵2号路、纵16号路2个项目的代建业务收入3.12亿元。

截至2023年3月末，公司主要在建及拟建城市基础设施、市政工程等项目总投资49.86亿元，项目储备较充足，但也给公司带来了较大的建设资金压力，此外自营项目总投资规模较大，建成后能否实现预期收益亦存在不确定性。孝感市奥体中心文体产业（一片区）建设项目为“23孝感债/23孝城投债”募投项目，项目建成后收入主要来源于体育场大型文体活动收入、体育馆训练收入、活动场地租赁收入等；截至2023年3月末该项目已投资8.96亿元，未来项目能否顺利如期完工存在不确定性，此外项目能否实现预期收益受到孝感市经济发展水平、当地居民对体育设施的需求程度等因素影响而具有不确定性。

表8 截至 2023 年 3 月末公司主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设模式	建设主体
孝感市奥体中心文体产业（一片区）建设项目	15.99	8.96	自营	公司本部
孝感市临空经济区道路及配套基础设施项目（三期）	15.48	8.25	代建	孝感丰翔

孝感临空经济区科研产业园项目	11.20	0	自营	孝感丰翔
汉孝城际铁路临空经济区（闵集）站前广场	4.05	1.81	代建	孝感丰翔
孝感市临空经济区至天河机场货运区物流通道（孝感段）	1.71	1.33	代建	孝感丰翔
孝感临空经济区污水处理项目（一期）	1.43	0.68	自营	孝感丰翔
合计	49.86	21.03	-	-

资料来源：公司提供

（二）安置房建设业务

公司是孝感市重要的安置房建设主体，负责孝感市临空区和老潯河周边安置房建设，目前已完工安置房项目规模较大，未来政府逐步回购代建项目或对外出售自营项目将对收入形成一定贡献，但代建类棚改项目的移交结算时间、回购价格等受孝感市政府安排影响而具有不确定性

公司安置房建设业务由子公司孝感丰翔和孝感市潯水建设投资有限公司（以下简称“潯水公司”）负责，业务模式具体如下表所示。

表9 公司安置房建设业务开展情况

建设主体	建设范围	委托方	代建协议签署情况	代建项目收入确认及回款	会计处理
潯水公司	孝感市老潯河周边9个棚户区改造项目	孝感市住房保障和房屋管理局	与委托方就“南岸西B府前安置区”等6个项目签订政府购买服务协议，其余3个项目为自营项目	代建项目约定回购期为25年，其中前三年的购买服务资金为建设期拨付资金，每年支付一次，第4-25年的购买服务资金为回购期资金，公司根据政府回购情况确定收入	在“在建工程”归集项目开发成本
孝感丰翔	孝感临空区	孝感临空经济区管理委员会	委托方将孝感临空区内的安置房项目委托公司建设，并按项目与公司签订委托代建协议	工程竣工验收合格后，由委托方对代建项目实施收购，收购价款包括工程总造价及25%的委托代建酬劳，公司据此确认代建收入。双方未约定回购价款的具体付款安排	在“存货”归集项目开发成本

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司未确认安置房回购收入，其商品房销售收入来自将部分安置房出售给关联方。2022年度潯水公司根据潯川国投安排，按棚改项目资金平衡方案测算的指导价7折，向关联方潯川国投孙公司湖北安广厦保障房运营管理有限公司出售北岸城西安置区、九真安置区、西湖桥安置区等代建类棚改项目的部分安置房，共确认收入7,582.34万元，因该等安置房售价低于成本，2022年度房产销售毛利率为-70.37%。

截至2023年3月末，公司主要在建安置房项目总投资72.79亿元，项目储备情况尚可。截至2022年末，潯水公司负责建设的“南岸西B府前安置区”等代建安置房项目，以及南岸东B双合安置区等自营类安置房项目已完成投资，孝感丰翔账面的代建安置房开发成本合计57.34亿元，未来随着政府逐步回购代建项目或对外出售自营项目，公司安置房收入来源仍有一定保障，但代建安置房项目的移交结算时间、回购价格等受孝感市政府安排影响而具有不确定性，自营类安置房项目能否实现预期收益则受地产行业景气度等因素影响而具有不确定性。

表10 截至 2023 年 3 月末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设模式	建设主体
孝感市临空经济区棚户区改造项目（高庙片区、闵集片区）*	30.19	45.22	代建	孝感丰翔
南岸东 A 渡口安置区	17.11	13.86	自营	漳水公司
孝感市临空经济区道兴城市新区定向安置房*	10.31	13.82	代建	孝感丰翔
孝感临空经济区 2022 年度凤凰嘉园安置房建设项目（一期）	9.19	24.38 万元	代建	孝感丰翔
孝感市奥体中心安置房建设项目（一期）	5.99	1.58	自营	公司本部
合计	72.79	74.48	-	

注：“*”项目原由临空区管委会向孝感丰翔无偿划入，孝感丰翔在原项目基础上继续投入建设，当前已投资大于总投资，主要系项目建设周期长于预期，导致资本化利息支出较大，以及项目建设内容有所增加导致。

资料来源：公司提供

（三）其他业务

跟踪期内，砂石销售业务增长较快，供水和公交业务具有区域专营性和准公益性，业务持续性仍较好，且丰富了公司的收入来源；担保业务在保余额增长较快，且2022年继续发生代偿，未来存在较大的或有负债风险

公司在孝感市政府支持下经营砂石开采及销售业务，业务区域竞争力较强，2022年以来随着采石厂投产规模扩大，业务收入增长较快。公司砂石销售业务由湖北佳兴控股集团有限公司（以下简称“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。2022年度佳兴控股共运营孝南三张内河、安陆涢水西支两处采砂场以及孝昌小河花山冲、安陆福安岭、大悟阳平古寨3处采石场，年采石产能1,000万吨，前述砂石开采权均为政府指定授权许可，具有一定区域专营性。2022年随着大悟阳平古寨采石场投产规模扩大，建筑石材料产销规模快速增长，收入增长较快。截至2022年末，公司尚有孝南三张外河等新采砂点、孝昌周巷雨山采石点选址工作正在推进，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可能存在波动。

表11 公司砂石销售业务经营情况（单位：万吨、万元）

项目	2022 年			2021 年		
	产量	销量	收入	产量	销量	收入
建筑砂材料	26.25	26.25	2,038.00	19.20	19.20	2,304.00
建筑石材料	930.20	865.78	35,232.00	353.10	353.10	21,186.00
预制构件	0.54	0.55	805.00	0.80	0.80	1,485.20
合计	956.99	892.58	38,075.00	373.10	373.10	24,975.20

资料来源：公司提供

公司客运业务盈利能力仍较弱，但具有区域专营性及准公益性，业务持续性仍较好。公司子客运业务为子公司孝感市众益公交集团有限公司（以下简称“公交集团”）经营的公交业务，其为孝感市城区唯一的公交车经营主体，主要经营范围包括孝感市区城市公共交通服务及出租汽车客运、汽车维修业务，

业务具有较强的区域专营性及准公益性。截至2022年末公交集团共有464辆运营车辆，共经营22条公营公交线路。2022年度公交车业务收费标准未发生变化，当年客运业务收入小幅下降，主要系公司将经营长途客运的子公司孝感汽车客运集团有限公司无偿划出所致。2022年度公司客运业务盈利能力仍较差，毛利率为-56.63%。

表12 近年公司公交车业务经营情况

年份	数量（辆）	线路条数（条）	收入（亿元）	收费情况
2022年	464	22	0.47	2元、3元、4元、5元/人
2021年	431	21	0.49	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供水业务具有区域专营性，跟踪期内供水管网及供水能力继续提升，业务持续性较好。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2022年末，公司运行水厂3座，供水能力40万吨/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，2022年度三类用水收费标准未发生变化。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。随着公司不断加强在乡镇地区的管网建设，2022年供水管网长度保持增长，供水户数及售水总量亦逐年增长，此外2022年自来水公司新增合并子公司湖北畅泉建设工程有限公司（以下简称“畅泉公司”），畅泉公司主要承接政府部门的自来水管网安装工程建设业务，业务毛利率较低，受此影响2022年度公司供水业务毛利率有所下降。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 近年自来水公司经营情况

项目	2022年	2021年
水厂数量（座）	3	3
供水能力（万吨/日）	40	25
供水总量（万吨）	9,045.00	8,157.00
售水总量（万吨）	8,469.00	7,386.00
管网漏损率（%）	6.4	9.4
服务面积（平方公里）	85	85
供水户数（家）	161,231	142,234
管网长度（公里）	1,100.00	900.00

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

公司担保业务在保余额快速增长，但担保费率逐年下降，2022年发生一定规模的代偿，担保业务存在较大的代偿风险。公司担保费收入来自政和担保。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2022年末，政和担保在保企业及在保个人数量同比大幅增长，此外2022年度政和担保根据当地政府相关安排，与各银行金融机构开展的“总对总”批量再担保业务规模进一步增加，使得在保责任余额快速增长。政和担保的担保对象主要为中小企业，经营实力较弱，2022年继续发生代偿情况，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“总对总”批量再担保业务未收取担保费等因素影响，2022年政和担保平均担保费率继续下降。

表14 近年政和担保主要经营情况（单位：万元）

项目名称	2023年1-3月	2022年	2021年
当年安全解除担保责任金额	1,997.50	43,502.2	16,687.00
当期发生担保代偿额	0	669	700
期末在保责任余额	80,072.70	61,735.50	49,544.20
期末在保企业数量（家）	89	73	70
期末在保个人数量（人）	1,321	948	489
代偿率	0	1.54%	4.19%
平均担保费率	0.10%	0.10%	0.21%

资料来源：公司提供

跟踪期内，孝感市政府继续向公司提供较大力度的支持

公司作为孝感市重要的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，2022年孝感市政府通过资产注入、提供政府补贴等方式向公司提供了较大力度的支持。2022年度孝感市政府将市属行政事业单位名下的住房、门面等资产无偿划入公司，合计增加公司资本公积7.02亿元；当年孝感市政府及孝感临空区管委会向公司提供政府补贴1.88亿元，占当期利润总额的85.34%，有效提升了公司的利润水平。

表15 2022年度公司资本公积变动情况（单位：万元）

变动事项	金额	是否办妥权属变更登记
合并孝感丰翔（被投资单位账面净资产高于投入价值）	190,575.85	-
孝感市政府向公司本部无偿划入门面、住房等投资性房地产*	70,150.81	是
对孝感高创权益法变动	34,503.44	-
划出股权及其他变动	-1,167.15	-
合计	294,062.95	-

注：1）“*”事项，根据公司提供的资料及2022年度孝感市政府划入投资性房地产的资产评估报告，该等投资性房地产已办妥权属登记；2）公司持有孝感丰翔43%股份，持有孝感高创30%股份。

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

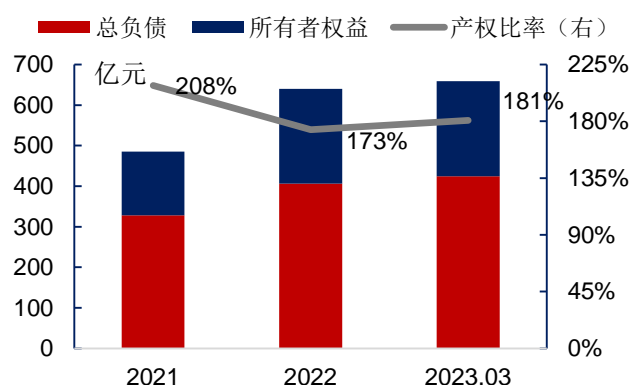
2021年审计报告、经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围变更情况如表1所示，2023年1-3月公司合并报表范围未发生变更。截至2023年3月末，纳入公司合并范围的一级子公司共19家，具体如附录四所示。

资本实力与资产质量

跟踪期内，受益于合并范围扩大，公司资产规模快速增长，资产仍以项目开发成本、应收款项、土地和投资性房地产为主，其中代建项目开发成本和应收款项的回款时间受当地政府统筹安排影响而具有不确定性，资产变现能力较弱

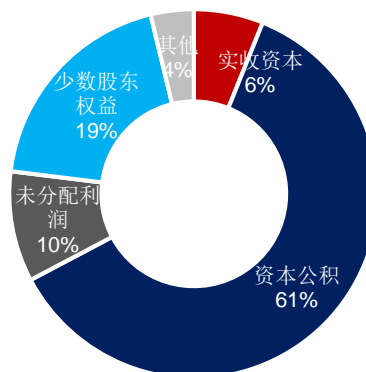
2022年随着政府向公司注入资产，公司所有者权益有所增长；但受孝感丰翔纳入合并范围，以及债务融资增加影响，公司负债规模亦有所增长，综合影响下，截至2023年3月末公司产权比率约为181%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内，随着业务扩张与合并范围增加，公司资产规模快速增长。公司资产以各类基础设施和安置房项目开发成本、应收款项、土地和房屋建筑物为主，2023年3月末前述资产占总资产的比重约73%。2022年末公司存货主要包括孝感丰翔的代建安置房、基础设施项目开发成本94.73亿元，以及潯水公司名下账面价值11.15亿元待开发的出让性质土地，土地来源均为招拍挂；期末在建工程主要包括84.74亿元潯水公司老潯河综合治理项目开发成本，以及公司本部市郊水生态保护项目二期等代建项目开发成本和孝感市奥体中心文体产业（一片区）建设项目等自营项目开发成本，前述代建项目开发成本的移交结转时间受当地政府的统筹安排影响而具有不确定性。

公司应收款项规模较大，且账龄较长，后续回款时间暂不明确，对营运资金占用明显。2022年末，公司前五大其他应付款均为对当地政府部门、国有企业的往来款，余额合计74.01亿元，前五大应收账款为对孝感市财政局、临空区管委会等当地政府部门及国企的工程款等款项，余额合计为31.36亿元。

公司投资性房地产包含较多评估增值及未办妥权证的房产，变现难度大。公司采用公允价值对投资性房地产进行计量，2022年以来公司投资性房地产余额快速增长，主要系公司将16.85亿元衡水公司部分已完工棚改项目的底层商铺开发成本由在建工程转入投资性房地产，并由此形成了8.24亿元的评估增值，此外当年孝感市政府将市属行政事业单位名下的住房、门面等7.02亿元房屋建筑物划入公司。

截至2022年末公司其他流动资产主要包括28.41亿元土地以及28.14亿元转贷款，其中土地主要包括账面价值合计27.81亿元的6宗出让性质土地，土地权证均已办妥、用途均为商业；转贷款系公司从国开行取得的低息长期贷款，并转借给孝感长兴、孝感高创等当地国有企业使用。

受限资产方面，2022年末公司受限资金规模为50.97亿元，占当期末资产总额的比重为7.96%，其中0.95亿元货币资金因用作票据或履约保证金等而使用受限，10.30亿元应收账款、14.40亿元其他应收款已质押用于融资，11.18亿元其他非流动资产抵押。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.18	6.10%	30.22	4.72%	44.67	9.20%
应收账款	34.91	5.30%	35.43	5.53%	27.92	5.75%
其他应收款（合计）	103.37	15.69%	101.83	15.91%	79.88	16.46%
存货	111.12	16.86%	111.09	17.35%	15.89	3.27%
流动资产合计	302.12	45.85%	291.78	45.58%	191.48	39.45%
固定资产	27.86	4.23%	28.25	4.41%	26.21	5.40%
在建工程	139.80	21.21%	129.57	20.24%	114.82	23.65%
投资性房地产	62.91	9.55%	62.91	9.83%	26.06	5.37%
其他非流动资产	61.41	9.32%	64.34	10.05%	61.19	12.61%
非流动资产合计	356.85	54.15%	348.35	54.42%	293.95	60.55%
资产总计	658.96	100.00%	640.14	100.00%	485.42	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，受当地政府规划安排影响，公司收入及销售毛利率均有所下降，但公司项目储备较充足，部分业务具有区域专营性，业务持续性仍较好，且政府补助有效提升了公司的利润水平

受当地政府规划安排影响，2022年度公司收入及销售毛利率均有所下降，但考虑到公司项目储备较充足，业务持续性仍较好。2022年公司收入仍主要来源于代建收入、砂石销售和供水等业务，其中受孝感市政府规划安排影响，2022年公司移交结算的安置房、基础设施项目规模较小，代建收入有所下降，而受益于公司投产的采石产能扩大，砂石销售规模有所增长，而具有区域专营性的供水、公交业务收入继续保持一定规模。毛利率方面，公司代建业务盈利能力仍较弱，且2022年度公司根据衡水国投安排以低于成本价向关联方销售安置房，由此影响了一定规模的亏损，砂石销售、供水等业务毛利率有所下降，

综合影响下，2022年度公司销售毛利率降至15.43%。考虑到公司当前项目储备较充足，存货及在建工程项下尚有较大规模的待结算代建项目开发成本，公司未来业务收入仍较有保障。

2022年公司获得当地政府提供的政府补贴1.88亿元，约占当期利润总额的85.34%，政府补助有效提升了公司的利润水平。

表17 公司主要盈利和现金流指标（单位：亿元）

指标名称	2023年 1-3 月	2022 年	2021 年
营业收入	3.00	16.98	18.54
营业利润	0.22	2.25	2.51
其他收益	0.39	1.86	0.78
利润总额	0.22	2.21	2.38
销售毛利率	16.16%	15.43%	20.79%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模持续增长，资产负债率仍处于较高水平，面临较大的偿债压力

公司负债以刚性债务为主。2022年以来随着合并范围扩大以及公司对外融资规模增加，公司总债务规模持续增长，2022年末公司总债务为309.01亿元，占当期末负债总额的76.11%。2022年末，公司债务中长短期债务比例约为9:1，债务期限结构较为合理。公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资等，2022年末三者占总债务的比重分别约为51%、39%和9%，其中银行借款以质押借款、保证借款为主，期末银行借款的利率区间为3.8%至4.6%；债券融资以无担保发行为主，2023年5月末存续债券票面利率区间为3.48%-6.35%；2022年末公司非标融资债务余额28.99亿元，其中一年内到期规模为4.84亿元，融资利率区间为5.1%-6.905%。

其他负债方面，2022年末其他应付款项下包括33.59亿元公司与孝感当地政府部门及国企的往来款，以及16.98亿元应付账款。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.31	1.01%	4.74	1.17%	2.90	0.89%
其他应付款（合计）	32.93	7.76%	36.19	8.91%	19.12	5.83%
一年内到期的非流动负债	26.35	6.21%	26.68	6.57%	23.68	7.22%
流动负债合计	82.75	19.51%	89.53	22.05%	76.22	23.24%
长期借款	153.50	36.18%	141.80	34.92%	119.32	36.39%
应付债券	126.97	29.93%	110.99	27.33%	77.18	23.54%
长期应付款（合计）	56.70	13.37%	59.20	14.58%	52.19	15.91%
非流动负债合计	341.48	80.49%	316.49	77.95%	251.72	76.76%

负债合计	424.23	100.00%	406.02	100.00%	327.94	100.00%
总债务	-	-	309.01	76.11%	275.43	83.99%
其中：短期债务	-	-	32.08	7.90%	51.66	15.75%
长期债务	-	-	276.93	68.21%	223.77	68.24%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产负债率较高，偿债压力较大。2022年末公司新纳入合并范围的孝感丰翔资产负债率为42.15%，受此影响2022年末公司资产负债率有所下降，但仍处于较高水平。公司债务以长期债务为主，2022年末现金短期债务比小幅提升至0.94。2022年以来公司债务规模持续增加，利息支出较多，而当期利润总额小幅下降，受此影响EBITDA利息保障倍数下降至0.29。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，考虑到公司的职能定位重要，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。近年公司投资活动现金流持续表现为大额净流出，无法覆盖高额项目建设支出及未来投资计划，且基础设施、安置房等项目建设和投资回收周期较长，未来仍需新增大量长期外部融资，同时2024-2025年存续债券到期规模较大、存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。

表19 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	64.38%	63.43%	67.56%
现金短期债务比	--	0.94	0.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.29	0.30

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，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 2023 年 6 月 13 日出具的《孝感市城市建设投资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、亦因废弃物排放而受到政府部门处罚。

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。但公司与政府部门及关联公司的往来款较多，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6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。截至2022年末公司对外担保金额32.53亿元，占当期末总资产的5.08%，除政和担保对外担保余额，被担保方均为孝感当地国有企业，且对外担保均未设置反担保措施。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，2022年发生代偿669万元，担保业务存在较大的或有负债风险。

表20 截至 2022 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
孝感东宇建设投资有限公司	90,000.00	2036 年 8 月	否
孝感市翔瑞置业发展有限公司	69,000.00	2037 年 11 月	否
政和担保对外担保余额	61,735.50	-	否
孝感市金槐文化传媒有限公司	28,560.00	2032 年 12 月	否
湖北潯川国有资本投资运营集团有限公司	20,000.00*	2023 年 4 月	否
	15,000.00	2025 年 6 月	否
	15,000.00	2025 年 11 月	否
	15,000.00	2024 年 6 月	否
孝感市市政工程有限公司	11,000.00	2025 年 10 月	否
合计	325,295.50	-	-

注：“*”在担保到期日后，公司担保责任已经终止。

资料来源：公司提供

八、结论

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，且受益于武汉城市圈战略部署，孝汉同城产业发展空间较大。跟踪期内，公司继续从事孝感市的城市基础设施和重点项目的投资建设，孝感市城区公共交通服务及自来水供应等具有区域专营性业务、以及砂石开采销售等市场化业务，在区域内业务竞争力较强。虽然公司存在较大的建设资金压力和偿债压力，但公司作为孝感市重要的基础设施、安置房项目建设和投融资主体，截至2023年3月末仍有较大规模的在建及代建项目，且公司承担了市当地公交、供水等公用事业业务，公司业务持续性较好，

且预计将继续获得当地政府的外部支持。整体上看，公司抗风险能力较强。

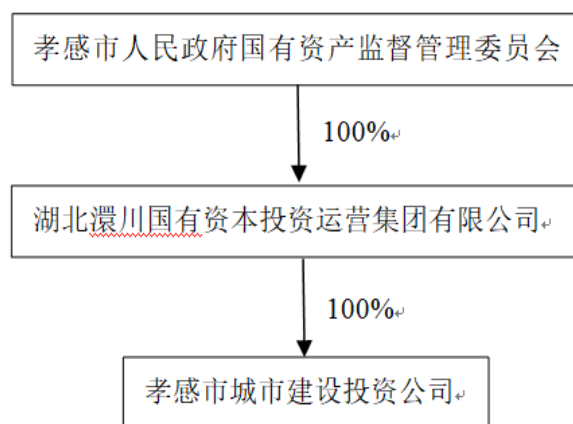
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“17孝城投债/PR孝感债”的信用等级为AA。

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）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	40.18	30.22	44.67	46.21
其他应收款（合计）	103.37	101.83	79.88	64.54
存货	111.12	111.09	15.89	9.36
流动资产合计	302.12	291.78	191.48	167.01
在建工程	139.80	129.57	114.82	100.52
长期股权投资	30.29	30.29	25.83	8.74
投资性房地产	62.91	62.91	26.06	26.11
非流动资产合计	356.85	348.35	293.95	263.71
资产总计	658.96	640.14	485.42	430.72
短期借款	4.31	4.74	2.90	0.39
应付账款	14.28	16.98	2.85	1.98
其他应付款（合计）	32.93	36.19	19.12	15.33
一年内到期的非流动负债	26.35	26.68	23.68	30.14
流动负债合计	82.75	89.53	76.22	66.57
长期借款	153.50	141.80	119.32	117.52
应付债券	126.97	110.99	77.18	60.31
长期应付款（合计）	56.70	59.20	52.19	46.14
非流动负债合计	341.48	316.49	251.72	227.17
负债合计	424.23	406.02	327.94	293.74
其中：短期债务	--	32.08	51.66	45.53
总债务	--	309.01	275.43	241.36
所有者权益	234.73	234.12	157.48	136.98
营业收入	3.00	16.98	18.54	13.74
营业利润	0.22	2.25	2.51	2.86
其他收益	0.39	1.86	0.78	0.54
利润总额	0.22	2.21	2.38	2.80
经营活动产生的现金流量净额	2.26	8.86	5.89	22.23
投资活动产生的现金流量净额	-17.47	-27.11	-24.44	-32.82
筹资活动产生的现金流量净额	25.17	3.47	16.98	25.49
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	16.16%	15.43%	20.79%	37.37%
资产负债率	64.38%	63.43%	67.56%	68.20%
短期债务/总债务	--	10.38%	18.76%	18.87%
现金短期债务比	--	0.94	0.87	1.01
EBITDA（亿元）	--	4.82	4.37	4.93
EBITDA 利息保障倍数	--	0.29	0.30	0.34

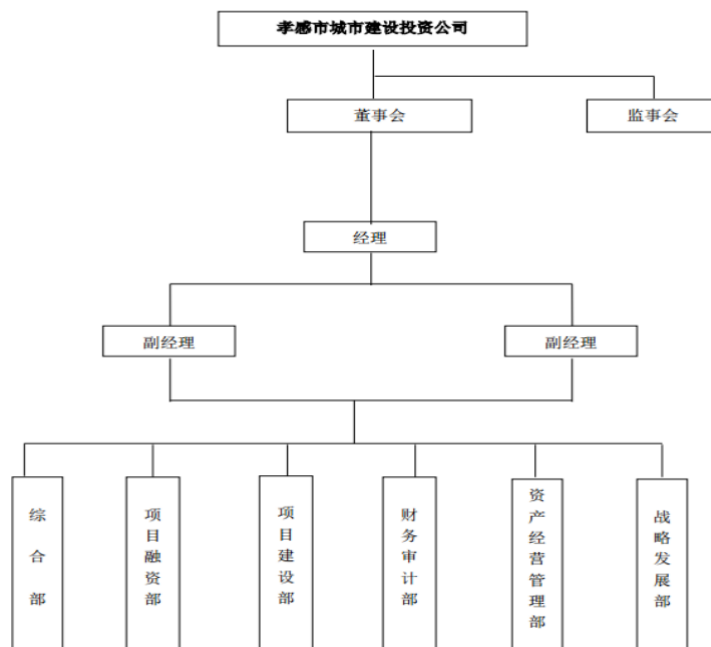
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 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 2023 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）

子公司名称	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
孝感市潯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
孝感市鑫源国有资产运营中心	-	100%	国有资产运营
湖北方舟自然资源控股集团有限公司	1.00	100%	砂石开采
湖北川通交通建设发展有限公司	1.00	100%	市政设施管理
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
孝感城新建设发展有限公司	1.00	100%	房地产开发经营
湖北弘禹工程管理有限公司	0.05	100%	工程管理咨询服务
孝感市丰翔控股有限公司	45.00	43.00%	基础设施项目建设、安置房建设

资料来源：公司 2022 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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。