



# 2022年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券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：

# 2022年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券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   |
| 22 金松债/22 金松集团债 | AAA  | AAA  |

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：湖北松滋金松投资控股集团有限公司（以下简称“松滋金松”或“公司”）的实际控制人为松滋市国有资产运营服务中心，公司是松滋市主要的基础设施和保障房建设主体，在区域内业务竞争力很强，且公司持续获得松滋市政府在资产注入和财政补助等方面的大力支持，重庆三峡融资担保集团股份有限公司（以下简称“三峡担保”）提供的保证担保仍能有效提升“22 金松债/22 金松集团债”（以下简称“本期债券”）的安全性。同时，中证鹏元也关注到，公司持续的项目建设投入沉淀较大规模资金，资产流动性较弱，财务杠杆较高，面临较大的偿债压力和一定的或有负债风险，且未来资本开支需求仍较大，仍需通过再融资平衡资金缺口。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。中证鹏元认为，未来较长一段时期内公司仍将作为松滋市主要的基础设施和保障房建设主体，业务具有持续性，且有望持续获得较大力度的外部支持。

## 评级日期

2023 年 06 月 26 日

## 联系方式

项目负责人：刘惠琼  
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗  
jianghan@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 年 | 2021 年 | 2020 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 202.36 | 182.07 | 168.81 |
| 所有者权益         | 74.62  | 63.22  | 59.88  |
| 总债务           | 83.88  | 78.70  | 64.21  |
| 资产负债率         | 63.13% | 65.27% | 64.53% |
| 现金短期债务比       | 0.20   | 0.45   | 0.84   |
| 营业收入          | 18.74  | 15.65  | 11.07  |
| 其他收益          | 0.01   | 0.01   | 0.06   |
| 利润总额          | 0.88   | 1.12   | 1.18   |
| 销售毛利率         | 8.92%  | 8.03%  | 14.83% |
| EBITDA        | 4.34   | 2.53   | 2.38   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.83   | 0.68   | 0.88   |
| 经营活动现金流净额     | -9.44  | -7.92  | -21.28 |

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **白酒酿造等产业支撑松滋市经济保持较快增长。**松滋市白酒酿造龙头企业对地方经济形成较好支撑，初步培育了农副产品加工等产业集群，重点纳税企业有白云边、葛洲坝水泥等公司，其中白云边 2022 年纳税额突破 15 亿元。2022 年松滋市经济保持较快增长，整体规模在荆州市下辖区县中仍排名靠前。
- **公司在松滋市平台重要性高，在区域内的业务竞争力很强。**公司控股股东及实际控制人为松滋市国有资产运营服务中心，作为松滋市主要的基础设施和保障房建设主体，对松滋市政府具有重要的战略意义，此外，公司拓展了商品房销售等多元化业务。截至 2022 年末公司在建基础设施项目储备充足，在建房地产项目投资规模较大，业务具有较好的持续性。
- **松滋市政府持续给予公司大力支持。**2022 年公司获得松滋市政府注入的实物资产、停车场经营权、广告牌经营权等合计增加资本公积 8.60 亿元，显著提升了公司的资本实力；另外，2022 年公司获得松滋市财政局的财政补贴 3.81 亿元，对利润形成有效支撑。
- **第三方保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司资产流动性受制于松滋市政府统筹安排，资产流动性较弱。**公司资产以基础设施、保障房及商品房投入成本及土地资产等为主，上述资产合计占总资产比重约 70%，其中基础设施、保障房项目投入成本的回款依赖于当地政府的统筹安排，回款时间不确定，商品房销售受房地产市场行情影响存在不确定性。另外截至 2022 年末公司受限资产占总资产比重超过 30%，在流动性困难时期，这可能会削弱其融资能力。
- **公司项目支出和财务杠杆持续增加，面临较大的偿债及建设资金压力。**随着项目投入资金需求增加，近年公司积极扩大债务融资，导致债务规模持续上升，偿债能力指标表现有所弱化，截至 2022 年末总债务增长至 83.88 亿元，现金短期债务比降至 0.20。中证鹏元预计公司持续的业务扩张仍将带来长期的资金需求，并存在一定的流动性缺口。此外，公司对外担保对象中包含民营企业，且部分对外担保未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 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 | 7/7       |
|        | 区域状况初始评分 | 4/7  |           | 财务状况 | 3/7       |
|        | 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 |          |      |           |      | <b>a</b>  |
| 外部特殊支持 |          |      |           |      | <b>3</b>  |
| 主体信用等级 |          |      |           |      | <b>AA</b> |

## 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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

## 外部特殊支持

- 公司是松滋市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，松滋市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与松滋市政府的联系非常紧密以及对松滋市政府非常重要。同时，中证鹏元认为松滋政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、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  | AAA/20 松<br>滋债/20 松<br>滋金投债 | 2022-6-29 | 刘惠琼、汪永乐 | <a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspv_ffmx_2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspv_ff_2019V1.0)</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA/稳定  | AAA/17 松<br>滋债/17 松<br>滋金投债 | 2018-6-26 | 杨雨晴、梁瓚  | <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> |
| AA-/稳定 | AA+/17 松<br>滋债/17 松<br>滋金投债 | 2017-5-25 | 何佳欢、董斌  | <a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0)</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    |
|-----------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 22 金松债/22 金松集团债 | 2.00     | 2.00     | 2022-6-29 | 2027-1-25 |

## 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2022年1月发行5年期2.00亿元公司债券（“22金松债/22金松集团债”），募集资金原计划用于偿还公司“17松滋金投债”2021年内到期的企业债券本金及利息。截至2023年5月3日，“22金松债/22金松集团债”募集资金专项账户余额为1,774.58元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本和实收资本均未发生变化。截至2022年末，公司实收资本为10.00亿元，注册资本为12.20亿元，股东松滋市国资运营中心持股83.93%；农发基金持股16.07%，松滋市国资运营中心仍为公司控股股东和实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化。公司作为松滋市重要的基础设施建设主体，承担了松滋市大量的基础设施建设、保障房建设等经营性业务，子公司湖北松滋金投置业有限公司主要负责保障房建设、房地产开发等业务。

**表1 公司及重要子公司主要指标情况（单位：亿元）**

| 公司名称             | 净资产   | 资产负债率  | 营业收入  | 总债务   |
|------------------|-------|--------|-------|-------|
| 湖北松滋金松投资控股集团有限公司 | 74.62 | 63.13% | 18.74 | 83.88 |
| 湖北松滋金投置业有限公司     | 9.94  | 76.66% | 13.62 | 14.83 |

注：上表数据均为2022年财务指标；湖北松滋金投置业有限公司总债务=短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+租赁负债。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司新增五家子公司，新增子公司主要由公司设立，其余变动主要为政府股权划转所致，上述子公司规模较小，对公司财务表现影响较小。截至2022年末，公司合并范围子公司共18家。

**表2 2022年公司合并报表范围变化情况**

| 时间    | 变动方向 | 子公司名称            | 取得/处置方式 | 期末合并家数 |
|-------|------|------------------|---------|--------|
| 2022年 | 增加   | 松滋市城市水务有限公司      | 无偿划转    | 18家    |
|       | 增加   | 松滋市临港污水处理有限公司    | 购买      |        |
|       | 增加   | 松滋金投城市资源开发管理有限公司 | 设立      |        |
|       | 增加   | 湖北金松汽车服务有限公司     | 设立      |        |
|       | 增加   | 湖北金松产业基金管理有限公司   | 设立      |        |

资料来源：公司2022年审计报告及公司提供，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。

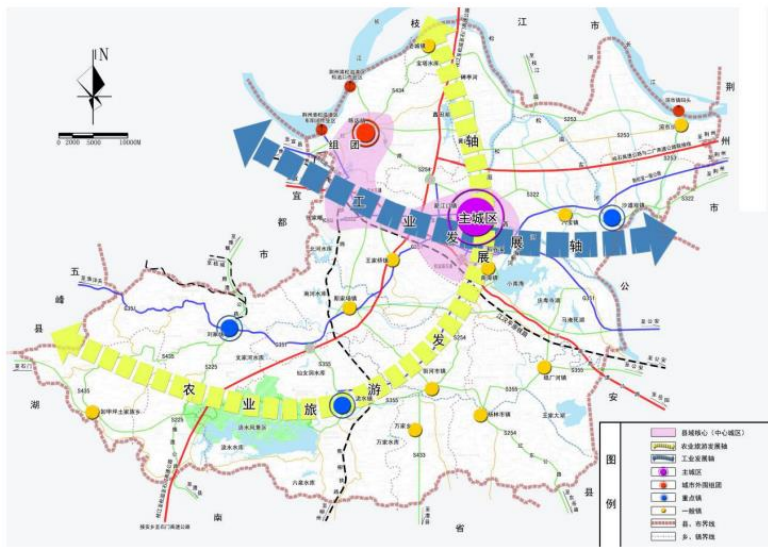
## 区域经济环境

**松滋市经济规模在荆州市下辖区县中排名靠前，初步培育了白酒、农副产品加工等产业集群，2022 年经济保持较快增长，政府债务增长迅速**

**区位特征：**松滋市拥有湖北省长江南岸唯一的县级水运开放口岸，人口吸附能力较弱。松滋市为隶属湖北省荆州市管辖的县级市，位于湖北省西南部，东临荆州市区，西连宜昌，南接武陵，北滨长江。松滋市拥有 22.5 公里长江深水岸线资源，焦柳铁路、江南高速和荆松宜一级公路穿境而过，境内的车阳河港是湖北省长江南岸唯一的县级水运开放口岸。松滋市是国家优质商品粮、优质棉、优质水果和优质水产品生产基地。松滋市辖 16 个乡镇、1 个开发区，总面积为 2,235 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 65.48 万人，较 2010 年第六次全国人口普查结果减少 14.51%，人口净流出规模较大。



图 1 松滋市空间结构示意图



资料来源：湖北省自然资源厅网站

**经济发展水平：**松滋市整体规模在荆州市下辖区县中排名靠前，2022 年经济保持较快增长。2022 年松滋市 GDP 达到 458 亿元，整体规模仍居荆州市下辖区县第二位，同比增长 6.6%，增速仍为第一位。其中，第二产业完成增加值 210.62 亿元，增长 11.4%，工业增长较好；第三产业增加值 187.82 亿元，增长 2.8%，第二、三产业在经济结构中占比较高。固定资产投资为拉动经济增长的主要动力，其中工业投资较上年增长 61.9%。近年松滋市人均 GDP 稳定提升，2022 年占全国人均 GDP 的比重突破 80%。2022 年贸易增长亮眼，全年完成外贸出口总额 33,793 万美元，比上年增长 176.2%。此外，松滋市上榜 2022 赛迪中部百强县第 84 位，较上年提升 5 位。

表3 2022 年荆州市下辖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（万元）  | 一般公共预算收入     | 政府性基金收入      |
|------------|---------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 沙市区        | 610.82        | 4.7%        | 9.02        | 24.27        | 2.94         |
| <b>松滋市</b> | <b>458.24</b> | <b>6.6%</b> | <b>7.14</b> | <b>18.11</b> | <b>14.66</b> |
| 荆州区        | 412.13        | 3.0%        | 7.23        | 14.55        | 1.52         |
| 公安县        | 401.16        | 5.8%        | 5.45        | 14.79        | 24.11        |
| 监利市        | 371.03        | 4.9%        | 3.49        | 10.73        | 15.05        |
| 洪湖市        | 351.62        | 5.2%        | 5.12        | 11.36        | 3.13         |
| 石首市        | 263.06        | 5.7%        | 5.66        | 7.75         | 12.40        |
| 江陵县        | 140.53        | 6.4%        | 4.68        | 6.15         | 5.11         |

注：洪湖市人均GDP来源于当地2022年统计公报，松滋市人均GDP=2022年统计公报GDP/常住人口，其余区县人均GDP=2022年GDP/2022年湖北省统计年鉴中的2021年末常住人口

资料来源：各区县政府工作报告、政府网站等，中证鹏元整理

**表4 松滋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）     | 458.24 | 6.6%   | 405.01 | 19.3%  | 330.46 | -3.9%  |
| 固定资产投资（不含农户）    | -      | 23.1%  | --     | 32.7%  | 181.00 | -11.7% |
| 社会消费品零售总额       | 191.24 | 3.9%   | 184.11 | 30.0%  | 141.58 | -26.7% |
| 出口总额（亿美元）       | 3.38   | 176.2% | 1.23   | -32.5% | 1.82   | 104.8% |
| 人均 GDP（元）       | 71,433 |        | 63,422 |        | 50,467 |        |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 83.35% |        | 78.32% |        | 69.66  |        |

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=当年统计公报披露的GDP/当年常住人口。

资料来源：松滋市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：**松滋市初步培育了白酒酿造、农副产品加工等产业集群。松滋市工业发展趋势良好，2022 年新增规上工业企业 35 家，总数达到 165 家，全市规模以上工业企业实现营业收入 431.52 亿元，比上年增长 20.0%，税收过百万企业达 140 家；白云边为松滋市白酒酿造龙头企业，对地方经济发展形成较好支撑，2022 年预计白云边产值达 73 亿元，入库税金超 15 亿元。2022 年出现夏秋连旱，实现农业总产值 107.31 亿元，可比增长 4.5%，农业增长放缓。另外，2022 年松滋市成功引进史丹利（新能源材料）、王力（安防、建筑材料等）、中讯农科（农化产业）等项目，投资 168 亿元的抽水蓄能及配套新能源项目获得核准，云图控股、史丹利等重大工业项目推进中。此外，松滋市还有葛洲坝、湖北宜化集团、台湾荣成纸业等十多家国内外 500 强、上市公司来松滋投资兴业，松滋市已建成临港、城东两大园区，刘家场工业园建设中，“一区三园”工业格局持续推进，化工产业和建材产业成为松滋市新的经济增长点。

**发展规划及机遇：**松滋市未来将奋力冲刺全国百强县，以白酒酿造为主导，白云边为龙头，打造三百亿级农副产品加工产业集群。以云图控股、宜化、丽源等为龙头打造四百亿级现代化工产业集群，以葛洲坝为龙头打造二百亿级现代建材产业集群，对接长江经济带、洞庭湖生态经济区、“宜荆荆恩”城市群协同发展等战略。

**财政及债务水平：**松滋市一般公共预算收入实现稳步增长，但政府债务增长迅速。2022 年松滋市实现一般公共预算收入 18.11 亿元，主要纳税企业包括白云边等。地方财政自给率仍处于较低水平，政府债务余额持续快速增长。

**表5 松滋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 | 18.11  | 17.38  | 12.70  |
| 税收收入占比   | 76.7%  | 76.99% | 74.05% |
| 财政自给率    | 37.69% | 37.17% | 20.15% |
| 政府性基金收入  | 14.66  | -      | 27.00  |
| 地方政府债务余额 | 87.10  | 73.22  | 66.13  |

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：松滋市 2020-2022 年财政决算数据、2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报、政府网站，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2022年末，湖北松滋金松投资控股集团有限公司系松滋市唯一发债平台。

## 五、经营与竞争

公司是松滋市重要的基础设施和保障房建设主体，业务集中在松滋市城区，涉及基础设施与安置房建设、房屋销售、油品销售等，2020-2022年基础设施建设、安置房销售业务收入波动较大，但业务持续性较好，公司区域竞争力很强

公司作为松滋市重要的基础设施建设主体，主要从事松滋市基础设施和保障房建设、房屋销售等业务。2022年公司收入保持增长态势，从收入结构来看，公司基础设施建设和安置房销售类业务收入合计占比仍超50%，商品房销售业务亦为公司业务重要构成部分，毛利润主要来源于以上三类业务。

**表6 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          |
| 基础设施建设    | 3.20         | 17.07%         | 15.87%       | 1.06         | 6.80%          | 15.87%       |
| 安置房销售     | 7.16         | 38.20%         | 0.12%        | 7.05         | 45.05%         | 4.69%        |
| 商品房销售     | 6.34         | 33.84%         | 8.64%        | 6.13         | 39.15%         | 2.44%        |
| 其他        | 1.33         | 7.11%          | 0.72%        | 0.87         | 5.57%          | 18.33%       |
| 其他业务小计    | 0.71         | 3.77%          | 84.50%       | 0.54         | 3.43%          | 83.45%       |
| <b>合计</b> | <b>18.74</b> | <b>100.00%</b> | <b>8.92%</b> | <b>15.65</b> | <b>100.00%</b> | <b>8.03%</b> |

注：“其他”业务主要包括油品销售、机动车驾驶培训等业务。

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

### （一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务主要由松滋市财政局委托，已投待结算的项目成本规模较大，在建项目储备较充足，业务持续性较好；但业务回款受项目结算进度及当地财政情况的影响存在不确定性，持续的项目投入与资金垫付给公司带来较大的资金压力

公司基础设施建设主要采用委托代建模式。2018年1月松滋市财政局与公司就基础设施建设项目签订《项目委托代建（管）协议》（以下简称“代建协议”），代建协议约定公司作为项目建设主体，在项目建设期间行使建设的权利，该授权为不可撤销的独家授权。项目建设期内，公司负责工程项目质量、投资、进度控制等工作。项目建成后交由松滋市财政局进行竣工验收，并由指定审计机构出具项目决算意见。项目的委托代建（管）资金为代建（管）项目实际发生成本加上项目代建（管）管理费，代建管理费一般为项目建设成本的20%。

2021-2022年公司确认基础设施建设收入分别为1.06亿元、3.20亿元，波动较大，主要受项目建设及

财政结算进度影响所致，毛利率较稳定。2022年公司确认基础设施建设收入的项目主要是稻谷溪城市湿地公园项目。

**表7 2022 年公司基础设施建设收入明细（单位：万元）**

| 项目名称        | 确认收入             | 确认成本             |
|-------------|------------------|------------------|
| 中心城区停车场项目   | 600.92           | 505.54           |
| 稻谷溪城市湿地公园项目 | 31,388.12        | 26,405.88        |
| <b>合计</b>   | <b>31,989.04</b> | <b>26,911.41</b> |

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建的基础设施建设项目大部分已签订代建协议，且截至2022年末存货中施工成本81.34亿元，公司代建业务持续性较好。公司自建项目主要是松滋市返乡创业园（二期），该项目位于松滋经济开发区城东工业园，建设内容包括厂房、办公及宿舍用房等，未来收益受当地经济发展情况、市场环境等存在不确定性。公司主要在建项目中，部分项目建设进度未达预期，考虑到项目前期投入主要依靠公司自筹，公司面临较大的建设资金压力。

**表8 截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）**

| 项目名称          | 总投资          | 已投资         | 尚需投资         | 建设期间            | 业务模式      |
|---------------|--------------|-------------|--------------|-----------------|-----------|
| 松滋市公共服务能力提升工程 | 11.44        | 0.63        | 10.81        | 2019.11-2022.12 | 部分自建、部分代建 |
| 临港工业园扩园项目     | 10.00        | 2.45        | 7.55         | 2021.10-2024.12 | 代建        |
| 松滋市返乡创业园（二期）  | 12.25        | 0.92        | 11.33        | 2022.8-2024.7   | 部分自建、部分代建 |
| <b>合计</b>     | <b>33.69</b> | <b>4.00</b> | <b>29.69</b> | -               | -         |

资料来源：公司提供

## （二）房屋销售业务

公司承建松滋市大量安置房建设项目，同时开展商品房销售业务，在建房地产项目投资规模较大，业务持续性较好；但部分安置房业务受项目结算进度及当地财政情况的影响回款较为滞后，部分商品房项目去化表现不佳，随着房地产项目陆续投入，公司资金压力将进一步加大

公司房屋销售业务主要由子公司湖北松滋金投置业有限公司（以下简称“金投置业”）经营。公司销售的房产项目主要分为两类：（1）对于安置房项目，公司按照松滋市拆迁指标承接安置房建设，建成后由拆迁指挥部按照拆迁户选定的房源总数向公司定向采购，价格低于市场价；（2）商品房项目，建成后公司按市场价出售。

近年公司房屋销售业务存在较大波动，其中安置房销售收入受项目结算进度及当地财政状况影响，回款较为滞后，2021-2022 年确认收入的项目主要有划子嘴幸福家园、松江花园等；商品房销售收入受房地产市场行情波动及推盘进度影响存在波动，2021-2022 年公司确认收入的商品房项目主要是尚含绿城、新城壹品、奥体庄园项目，其中新城壹品、奥体庄园均为 2021 年开始交房并确认收入。

毛利率方面，2021-2022 年公司安置房业务的毛利率持续下滑，商品房业务毛利率波动较大，安置房业务主要受财政结算影响；商品房业务方面，由于每年各个项目的完工进度和销售进度不同，所确认

收入的项目不同，毛利润存在差异。

**表9 2022 年公司房屋销售收入明细（单位：平方米、万元）**

| 项目名称          | 当期结转面积            | 确认收入              | 确认成本              |
|---------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>安置房项目：</b> |                   |                   |                   |
| 划子嘴幸福家园       | 171,835.31        | 69,268.87         | 69,513.85         |
| 松江花园          | 2,651.48          | 839.23            | 725.21            |
| 南城嘉园          | 2,417.10          | 765.04            | 633.21            |
| 美丽佳园          | 1,136.09          | 359.59            | 353.06            |
| 幸福新村          | 363.51            | 115.05            | 59.57             |
| 白云花园          | 342.93            | 112.68            | 91.80             |
| 言程雅苑          | 238.99            | 78.52             | 64.07             |
| 蓝天雅苑          | 123.80            | 40.68             | 54.57             |
| <b>小计</b>     | <b>179,109.20</b> | <b>71,579.67</b>  | <b>71,495.34</b>  |
| <b>商品房项目：</b> |                   |                   |                   |
| 新城壹品          | 93,254.34         | 43,588.75         | 40,477.15         |
| 金投·奥体庄园       | 34,351.34         | 16,075.12         | 14,635.49         |
| 稻溪丽景          | 4,903.82          | 1,889.55          | 1,847.74          |
| 尚含绿城          | 3,842.10          | 1,605.88          | 760.95            |
| 宜化绿洲新城        | 910.51            | 258.76            | 218.62            |
| <b>小计</b>     | <b>137,262.11</b> | <b>63,418.05</b>  | <b>57,939.95</b>  |
| <b>合计</b>     | <b>316,371.31</b> | <b>134,997.71</b> | <b>129,435.29</b> |

资料来源：公司提供

截至2022年末公司在售商品房项目主要包括新城壹品、奥体庄园等，主要在售项目已售未结算金额合计7.12亿元，剩余可售面积为16.39万平方米。截至2022年末公司主要在建房地产项目预计总投资合计32.68亿元，尚需投资16.58亿元，业务可持续性较好，但存在一定的资金压力。同时中证鹏元注意到，部分进入销售状态的项目如奥体庄园去化表现不佳，且部分商品房项目毛利比较低；未来公司房屋销售受市场行情波动、房地产调控政策等影响较大，房地产销售和盈利水平存在一定的不确定性。

**表10 截至 2022 年末公司主要商品房项目销售进度（单位：万平方米、亿元）**

| 项目名称      | 总可售面积        | 已售面积         | 已售未结算金额     | 剩余可售面积       |
|-----------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| 新城壹品      | 32.12        | 29.08        | 4.18        | 3.05         |
| 奥体庄园      | 10.70        | 6.29         | 0.55        | 4.40         |
| 新城印象      | 13.04        | 4.10         | 1.76        | 8.94         |
| <b>合计</b> | <b>55.86</b> | <b>39.47</b> | <b>7.12</b> | <b>16.39</b> |

资料来源：公司提供

**表11 截至 2022 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元）**

| 项目名称           | 预计总投资 | 累计已投资 | 项目类型 |
|----------------|-------|-------|------|
| 城西片区城中村棚户区改造项目 | 5.04  | 4.53  | 安置房  |



|                       |              |              |     |
|-----------------------|--------------|--------------|-----|
| 松江花园安置小区三期及配套基础设施建设项目 | 3.56         | 3.41         | 安置房 |
| 新城印象                  | 6.49         | 2.57         | 商品房 |
| 奥体庄园                  | 5.16         | 3.23         | 商品房 |
| 新城臻品                  | 4.98         | 1.00         | 商品房 |
| 彩虹湾                   | 7.45         | 1.36         | 商品房 |
| <b>合计</b>             | <b>32.68</b> | <b>16.10</b> | -   |

资料来源：公司提供

### （三）其他业务

公司涉及油品销售、机动车培训服务、经营租赁等多个业务板块，为公司收入提供一定补充，但业务较为分散，且各项业务规模较小

近年公司发展油品销售、物业服务、租赁等业务。其中，油品销售收入来自子公司松滋市金松石化油气经营有限公司，公司油品销售业务模式为零售，截至2022年末有2个加油站，分别为松滋市二桥加油站和松滋市八宝加油站，2021-2022年分别实现收入4,058.65万元、5,899.82万元；物业服务主要由子公司湖北金投物业管理有限公司开展，2021-2022年业务收入分别为1,967.03万元、1,715.34万元；机动车培训业务主要由子公司松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司（以下简称“金松驾校”）、松滋市金投机动车驾驶人考训有限公司开展。上述业务规模尚较小，多元化业务收入对公司营业收入形成一定补充。

#### 公司在资产注入、财政补助等方面持续获得松滋市政府的大力支持

作为松滋市基础设施及保障房建设的重要主体，跟踪期内公司持续获得松滋市政府在资产注入、财政补助等方面的大力支持。

2022年政府将松滋市城市水务有限公司以评估净值6.32亿元整体注入至公司，评估净值6.32亿元；并将城区已建成停车场以及人行道停车位资产及经营权注入公司，评估值2.17亿元；同时将户外广告牌（含一级公路、省道等公路沿线）经营权以评估值0.29亿元注入公司，以上资产注入显著增强了公司的资本实力。

财政补贴方面，2022年公司确认财政补贴3.81亿元，主要为松滋市财政局支持公司经营发展所给予的补助资金，占同期利润总额的比重为434.83%，是公司利润的重要来源。

## 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（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

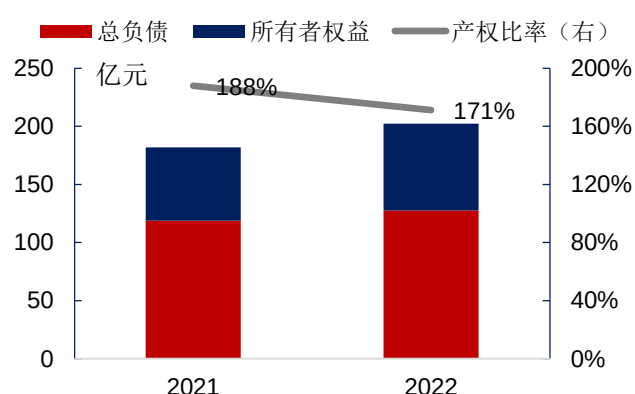
### 资本实力与资产质量



公司资产规模持续增长，资本实力有所增强，财务杠杆水平仍较高；资产仍以基础设施建设、保障房及商品房投入成本及土地资产等为主，项目投入成本持续增加，应收款项对资金形成长期占用，整体资产流动性较弱

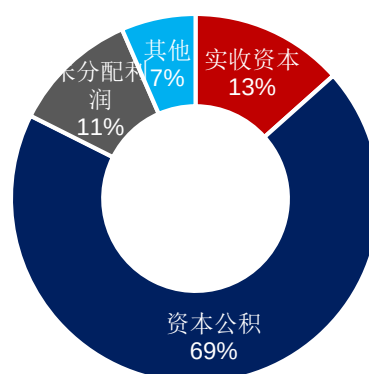
公司财务杠杆水平仍较高。受益于公司的经营积累和政府的资产注入，公司所有者权益规模呈增长态势，但同时随着公司在项目建设的持续投入，公司债务融资扩张也较快，截至2022年末公司产权比率为171%，处于较高水平。

图 2 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 3 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

公司资产以存货为主，主要构成为施工成本（基础设施建设、保障房及商品房投入）、开发成本（土地资产）及其他，随着项目的持续投入，2022年末施工成本小幅增长至81.34亿元，项目投入资金沉淀较重；除施工成本外，2022年末存货还包括拟出让土地48.99亿元，其中1.64亿元土地使用权不动产权证尚在办理中。截至2022年末，公司账上土地共87宗，主要为招拍挂及划拨取得的批发零售用地、城镇住宅用地、商服用地等，分别计入“存货-开发成本”、“投资性房地产”和“无形资产”科目，面积合计348.89万平方米，账面价值合计57.16亿元，具体情况见表14。其中，列入存货-开发成本中的40宗土地因抵押而受限，该部分土地账面价值合计为39.06亿元，占总资产比重较高。

表12 截至 2022 年末公司土地资产情况（单位：宗、平方米、万元）

| 所在科目    | 数量 | 面积           | 账面价值       |
|---------|----|--------------|------------|
| 存货-开发成本 | 54 | 2,580,646.77 | 473,463.65 |
| 投资性房地产  | 4  | 57,863.26    | 5,167.18   |
| 无形资产    | 29 | 850,377.96   | 92,965.86  |
| 合计      | 87 | 3,488,887.99 | 571,596.69 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司其他应收款以国企或政府部门的往来款为主，2022年其他应收款有所下降，主要系回款所致。公司其他应收款集中度较高，2022年末前五名其他应收款占其他应收款期末余额合计数的比例达到96%。

公司其他应收款中部分账龄较长，其中2022年末应收松滋市金源城市投资开发有限公司（国企）7.12亿元，部分款项账龄达5年以上；应收松滋市财政局账款2.54亿元，账龄在2年以内；应收松滋市征地拆迁和土地收购储备中心1.91亿元，部分款项账龄达3至4年；应收湖北荆松公路建设管理有限公司（国企）1.32亿元，账龄为4至5年。总体来看，公司其他应收款规模较大，回收时间具有不确定性，对公司营运资金形成一定占用。

其他资产方面，公司投资性房地产主要为商铺、厂房等资产，2022年末公司投资性房地产账面价值较上年增加5.77亿元，主要系本期自建转入3.19亿元房屋建筑物、增加2.66亿元公允价值变动所致，其中期末账面余额为0.43亿元的房产不动产权证正在办理中。公司固定资产主要为房产，2022年因政府注入松滋市城市水务有限公司股权，公司新增5.45亿元管网设施，同时随着在建工程中松滋市人才公寓项目和松滋市全民健身中心游泳馆等项目转固，2022年末固定资产账面价值增至17.86亿元。

另外，截至2022年末，公司其他流动资产中包括对松滋鑫泰电子商务产业园管理有限公司（以下简称“鑫泰电商”）的委托贷款余额0.75亿元，已计提坏账准备0.37亿元。根据荆州市中级人民法院结案通知书（（2019）鄂10执397号），鑫泰电商需向公司支付0.75亿元。2021年6月，公司就该案向法院申请执行，但截至2022年末，公司尚未收回款项，中证鹏元将持续关注后续资金回收情况。

整体来看，2022年公司总资产规模继续增长，但部分应收款项账龄较长，对公司资金形成长期占用；资产中施工成本及土地资产占总资产的比重较高，且截至2022年末公司受限资产合计62.96亿元，占总资产比重达31.11%，整体资产流动性仍较弱。

**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           | 3.35          | 1.66%          | 3.82          | 2.10%          |
| 其他应收款（合计）      | 13.16         | 6.50%          | 15.89         | 8.73%          |
| 存货             | 131.07        | 64.77%         | 132.51        | 72.78%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>154.84</b> | <b>76.52%</b>  | <b>157.23</b> | <b>86.36%</b>  |
| 固定资产           | 17.86         | 8.83%          | 9.92          | 5.45%          |
| 投资性房地产         | 13.84         | 6.84%          | 8.07          | 4.43%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>47.52</b>  | <b>23.48%</b>  | <b>24.84</b>  | <b>13.64%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>202.36</b> | <b>100.00%</b> | <b>182.07</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司营业收入保持增长且可持续性较好，主营业务盈利能力受财政结算及房地产市场行情影响存在不确定性，政府补助对利润贡献大，若地方财政面临压力有所加大，未来公司可获得的政府补助存在一定不确定性

公司主要承担松滋市基础设施和保障房建设等业务，同时开展商品房销售业务，并在油品销售、机

动车培训服务、经营租赁等多个业务领域进行多元化探索，但对公司收入和利润贡献仍较小。2022年公司营业收入保持增长，收入仍主要来源于基础设施建设、安置房销售和商品房销售业务，截至2022年末公司已签订代建协议的在建项目较多，在建房地产项目投资规模较大，业务可持续性预计较好，但需关注未来基础设施建设项目、保障房项目的进度及回款情况，同时需关注商品房项目的销售去化情况。毛利率方面，2022年公司综合毛利率变动不大，但房屋销售业务毛利率有所下滑，公司主营业务盈利能力受财政结算及房地产市场行情影响存在不确定性。

公司营业利润持续为负，政府补助对公司利润贡献度高。受管理费用和财务费用增加、确认资产处置收益等影响，2021年以来公司营业利润持续为负。2021-2022年公司分别确认财政补贴2.01亿元、3.81亿元（分别计入“其他收益”和“营业外收入”科目），占同期利润总额的比重分别为178.75%、434.83%，政府补助对公司盈利能力影响大，未来需关注政府补助的持续性。

**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  | 18.74  | 15.65  |
| 营业利润  | -2.88  | -0.86  |
| 其他收益  | 0.01   | 0.01   |
| 营业外收入 | 3.80   | 2.01   |
| 利润总额  | 0.88   | 1.12   |
| 销售毛利率 | 8.92%  | 8.03%  |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

公司债务规模持续上升，偿债能力指标表现有所弱化，其中现金短期债务比降至较低水平，整体面临较大的偿债压力

受项目投资规模增加影响，2022年公司主要通过外部融资解决资金需求，截至2022年末，公司总债务规模增长至83.88亿元，占总负债的比重达66%。从品种结构来看，公司债务以银行借款为主，银行借款绝大部分设有抵质押、担保等措施；债券规模亦较大，非标融资主要为融资租赁借款；从债务到期分布情况来看，公司2023年需偿付的债务规模较大，面临一定的集中兑付压力。

截至 2022 年末，公司其他应付款主要为往来款，其中应付农发基金余额 1.52 亿元，每年需支付 1.2%的投资收益<sup>1</sup>。此外，公司合同负债规模较大，主要是公司房屋销售业务的预收房款。2022 年末合同负债余额 12.62 亿元，主要包括新城壹品预收款 4.81 亿元、预收的松滋市财政局代建项目款 3.80 亿元、其他项目预收款 0.32 亿元等。

**表15 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

<sup>1</sup> 公司注册资本为 122,000 万元，2018 年农发基金出资的 22,000 万元为“明股实债”，计入其他应付款。截至 2022 年末，公司已偿还农发基金出资款 0.68 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      | 5.13%  | 50.45        | 5.91         | 6.80         | 7.09         | 30.65        |
| 债券融资      | 6.02%  | 27.44        | 9.39         | 4.42         | 3.02         | 10.61        |
| 非标融资      | 8.11%  | 2.78         | 1.08         | 1.11         | 0.48         | 0.11         |
| 其他（明股实债等） | 2.08%  | 3.20         | 0.00         | 0.44         | 0.56         | 2.20         |
| <b>合计</b> | -      | <b>83.87</b> | <b>16.38</b> | <b>12.77</b> | <b>11.15</b> | <b>43.57</b> |

注：上表中的债务未包含应付票据。

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             |
| 预收款项           | 0.08          | 0.06%          | 0.10          | 0.09%          |
| 合同负债           | 12.62         | 9.88%          | 22.71         | 19.11%         |
| 其他应付款（合计）      | 3.32          | 2.60%          | 4.53          | 3.81%          |
| 一年内到期的非流动负债    | 15.06         | 11.79%         | 6.30          | 5.30%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>37.52</b>  | <b>29.37%</b>  | <b>38.99</b>  | <b>32.81%</b>  |
| 长期借款           | 44.54         | 34.87%         | 42.87         | 36.07%         |
| 应付债券           | 18.81         | 14.72%         | 25.37         | 21.35%         |
| 长期应付款（合计）      | 25.39         | 19.88%         | 10.77         | 9.07%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>90.23</b>  | <b>70.63%</b>  | <b>79.85</b>  | <b>67.19%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>127.75</b> | <b>100.00%</b> | <b>118.84</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务            | 83.88         | 65.66%         | 78.70         | 66.22%         |
| 其中：短期债务        | 17.16         | 13.43%         | 8.56          | 7.20%          |
| 长期债务           | 66.72         | 52.23%         | 70.14         | 59.02%         |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

公司偿债指标表现弱化，面临较大的偿债压力。2022年随着政府资产注入，公司资产负债率同比小幅下降至63.13%，但仍处于较高水平。公司债务规模快速增长使得公司利息支出大幅增加，公司EBITDA对债务利息支出难以形成有效覆盖，且公司盈利对政府补助的依赖程度较高，未来EBITDA受政府补助影响存在不确定。另一方面，公司货币资金余额不足以覆盖短期债务，近年现金短期债务比持续下滑至较低水平，考虑到公司2023年到期债务规模较大，公司存在较大的短期偿债压力。叠加公司项目建设的资本开支需求，公司面临较大的资金压力，未来仍需通过再融资平衡资金缺口。

考虑到公司作为松滋市重要的基础设施建设主体之一，必要时可获得当地政府的支持，且公司与多家金融机构建立了良好合作关系，再融资渠道相对通畅，截至2022年末银行授信总额达75.95亿元，尚未使用授信额度为8.80亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

**表17 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2022 年 | 2021 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 63.13% | 65.27% |
| 现金短期债务比       | 0.20   | 0.45   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.83   | 0.68   |

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

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的相关说明，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关说明，最近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司由松滋市国资运营中心和农发基金<sup>2</sup>作为出资人履行对公司的监督管理职责。根据公司提供的《松滋市国有资产监督管理局文件》，公司董事及监事由松滋市国有资产监督管理局任命；公司董事长黄伟，曾任松滋市招商局办公室工作人员，松滋市发展和改革局办公室主任；松滋市政府研究室副主任；松滋市政府办公室党组成员、副主任（期间挂职松滋市八宝镇委员会委员、副书记）；湖北松滋金松投资控股集团有限公司党组副书记、董事、总经理；近年来未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，公司定位的战略规划较为清晰，未因信息披露不合规而受到处罚。

### 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6月1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。此外，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

截至2022年末，公司对外担保金额合计为1.12亿元，其中被担保方中松滋曲尺河温泉度假村有限公司（以下简称“曲尺河度假村”），其与松滋农商行的借款已于2022年7月到期，松滋农商行、曲尺河度假村及其股东等<sup>3</sup>和公司已于2023年1月9日签订《执行和解协议》，约定曲尺河度假村欠松滋农商行的贷

<sup>2</sup> 根据相关合同，农发基金不向公司派董事、监事和高级管理人员，不直接参与公司的日常正常经营。

<sup>3</sup> 包括宜昌市民生房地产开发有限责任公司（曲尺河度假村的控股股东）、宜昌民生酒店有限公司（曲尺河度假村的关联方）、尚友恕、张鹏飞（宜昌市民生房地产开发有限责任公司董事长）。

款本金、利息及罚息合计2,520.49万元由曲尺河度假村自达成和解协议之日起5年内分期偿还，松滋金松及曲尺河度假村的股东等继续为其提供连带责任保证担保。

公司对外担保金额不大，但担保对象中包含民营企业，且部分对外担保金额未设置反担保措施，仍存在一定的或有负债风险。

**表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

| 被担保方               | 担保金额             | 担保到期日      | 是否有反担保 |
|--------------------|------------------|------------|--------|
| 松滋曲尺河温泉度假村有限公司     | 2,200.00         | 2027.12.21 | 是      |
| 松滋市惠众保障房投资建设开发有限公司 | 9,000.00         | 2027.5.17  | 否      |
| <b>合计</b>          | <b>11,200.00</b> | -          | --     |

资料来源：公司提供

## 八、外部特殊支持分析

公司是松滋市政府下属重要企业，剔除明股实债后，松滋市国资运营中心持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，松滋市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与松滋市政府的联系非常紧密。公司的控股股东和实际控制人为松滋市国资运营中心，松滋市国资运营中心作为出资人履行对公司的监督管理职责，松滋市政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司的基础设施建设和保障房业务均来源于松滋市政府，近年来公司持续受到松滋市政府部门在资产注入、财政补贴方面的大力支持。

（2）公司对松滋市政府非常重要。公司是松滋市基础设施建设的重要主体，在基础设施和保障房建设方面为松滋市做出重要贡献，且公司已公开发债，如违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

## 九、本期债券偿还保障分析

### 本期债券保障措施分析

**三峡担保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**

三峡担保成立于2006年4月，原名重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，初始注册资本5亿元，全部由重庆渝富资产经营管理集团有限公司（原重庆渝富资产经营管理有限公司，以下简称“渝富集团”）出资。此后，历经数次股权变更和增资扩股，截至2022年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）持股50.00%，三峡资本控股有限责任公司（以下简称“三峡资本”）持股33.33%，国开金融有限责任公司（以下简称“国开金融”）持股16.67%；三峡担保实际控制人为重庆市国资委。

三峡担保的业务板块主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。虽然 2021 年债券类担保



和借款类担保规模大幅增长，但同期解除担保规模较大，三峡担保的期末担保余额增幅不大。2022 年三峡担保进行了业务调整，借款类融资担保发生额大幅下降，非融资担保业务发生额大幅增长。截至 2022 年末，三峡担保的担保余额为 952.79 亿元，其中债券类担保余额占比为 71.89%。

**表19 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）**

| 项目              | 2022 年 | 2021 年 | 2020 年 |
|-----------------|--------|--------|--------|
| 当期担保发生额         | 584.35 | 658.33 | 284.35 |
| 其中：债券类担保        | 178.90 | 192.48 | 44.27  |
| 借款类担保           | 153.61 | 315.59 | 104.44 |
| 其他融资担保          | 4.50   | 0.00   | 0.00   |
| 非融资担保           | 247.34 | 150.26 | 135.64 |
| 当期解除担保额         | 532.67 | 605.66 | 276.97 |
| 期末担保余额          | 952.79 | 901.12 | 848.44 |
| 其中：债券类担保余额      | 684.96 | 651.32 | 619.81 |
| 借款类担保余额         | 161.04 | 165.98 | 135.27 |
| 其他融资担保          | 4.17   | 1.25   | 2.41   |
| 非融资担保余额         | 102.63 | 82.57  | 90.96  |
| 融资担保责任余额        | 494.87 | 480.20 | 356.28 |
| 融资担保责任余额放大倍数（X） | 7.19   | 8.49   | 6.33   |

资料来源：三峡担保提供，中证鹏元整理

三峡担保的债券担保业务客户以城投平台为主，发行人主体信用级别以 AA 为主，客户主要分布在重庆、湖北、四川、江西、山东和湖南等地，担保的债券绝大部分为企业债，另有部分中期票据以及少量私募债、PPN 等债券品种，一般采取不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施，收费标准平均为 1.2%/年左右。在监管政策约束平台债务的背景下，城投类企业偿债压力加大，信用资质有所分化，该类企业信用风险的变化情况仍需关注。

三峡担保的借款类担保业务客户群体为政府平台和小微企业。政府平台集中在重庆市 38 个区县，另有少量位于成都市，相关业务余额基本保持稳定。为支持中小微企业和三农的发展，近年来三峡担保持续加大产品创新力度，陆续开发推出速贷保、科技贷、易贷保等标准化普惠金融担保产品。截至 2022 年末，三峡担保的借款类担保余额为 161.04 亿元。

三峡担保的非融资担保业务主要为投标担保、工程履约保函担保和诉讼保全担保。2020 年三峡担保加入重庆市公共资源交易中心的重庆市电子招投标系统，于当年 4 月开具首单电子投标保函，近年来非融资担保业务规模快速增长，2022 年非融资担保发生额为 247.34 亿元，期末余额为 102.63 亿元。

截至 2022 年末三峡担保的资产总额为 119.83 亿元，主要由货币资金、金融投资资产、存出保证金、和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 18.20 亿元、38.22 亿元、31.51 亿元和 10.56 亿元。三峡担保的金融投资主要为委托贷款和债券投资，委托贷款对象主要为城投企业，债券投资的发行主体均为政府平台，主要由三峡担保及其他专业担保公司进行增信，截至 2022 年末委托贷款和债券投

资的账面价值分别为 8.29 亿元和 27.89 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.21 亿元和 0.03 亿元，考虑到逾期委托贷款比例较高，需关注委托贷款的信用风险。

截至 2022 年末三峡担保的负债总额为 41.21 亿元，主要由担保赔偿准备金、未到期责任准备金、其他应付款、应付债券组成，同期末上述负债余额分别为 17.94 亿元、11.10 亿元、3.40 亿元和 2.38 亿元，其中其他应付款主要包括应付债权受让款 1.71 亿元和应付借款 1.09 亿元。

三峡担保的营业收入主要来源于已赚担保费、投资资产和小额贷款产生的利息收入。受益于担保业务规模的增长，三峡担保的营业收入和盈利能力持续提升，2022 年三峡担保实现营业收入 11.34 亿元，其中已赚担保费的收入占比为 74.95%，当期实现净利润 4.49 亿元，净资产收益率为 6.17%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，近年来三峡担保的当期代偿额持续增长，2022 年发生代偿 6.70 亿元，当期回收 2.20 亿元。截至 2022 年末，三峡担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.34% 和 40.19%，在城投平台类企业融资政策收紧以及中小企业经营压力上升的背景下，需持续关注三峡担保的在保项目风险情况和代偿回收情况。

**表20 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）**

| 项目       | 2022 年  | 2021 年  | 2020 年  |
|----------|---------|---------|---------|
| 资产总额     | 119.83  | 110.25  | 108.61  |
| 其中：货币资金  | 18.20   | 18.09   | 17.82   |
| 应收代偿款净额  | 10.56   | 9.28    | 7.29    |
| 所有者权益合计  | 78.63   | 66.85   | 67.90   |
| 营业收入     | 15.13   | 12.95   | 10.74   |
| 其中：已赚担保费 | 11.34   | 9.04    | 6.92    |
| 利息收入     | 3.32    | 3.31    | 2.18    |
| 净利润      | 4.49    | 3.76    | 2.95    |
| 净资产收益率   | 6.17%   | 5.57%   | 4.30%   |
| 累计担保代偿率  | 1.34%   | 1.35%   | 1.44%   |
| 累计代偿回收率  | 40.19%  | 40.87%  | 34.81%  |
| 拨备覆盖率    | 329.56% | 350.74% | 379.05% |

资料来源：三峡担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

三峡担保的控股股东为渝富控股，其余股东三峡资本和国开金融均为实力强劲的地方国企、央企，实际控制人为重庆市国资委。近年来三峡担保积极为重庆市中小微企业提供融资担保服务，提升中小微企业融资能力，在重庆地区经济发展中发挥较为重要作用，重庆市政府对其具有较强的支持意愿，为三峡担保长期稳定发展提供了保障。

综上，三峡担保股东综合实力雄厚，可在业务拓展、资本补充等方面为三峡担保提供较大力度的支持；受益于担保业务规模的较快增长，近年来三峡担保已赚担保费持续攀升，利润规模不断增长。同时中证鹏元也关注到，三峡担保的代偿规模较大，需持续关注其代偿风险和追偿进展；担保业务区域集中度较高；融资担保责任余额放大倍数高，面临一定的资本补充压力。

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券由三峡担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

## 十、结论

松滋市拥有湖北省长江南岸唯一的县级水运开放口岸，初步培育了白酒酿造、农副产品加工等产业集群，2022年经济保持较快增长，为公司发展提供了良好的外部条件。虽然公司整体资产流动性较弱，面临较大的资金建设及债务压力，但公司收入保持增长，且基础设施建设业务可持续性较好，收入来源较有保障，作为松滋市目前唯一的已发债平台，公司持续获得当地政府的大力支持，具备较强的抗风险能力。同时，三峡担保提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

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“22金松债/22金松集团债”的信用等级为AAA。

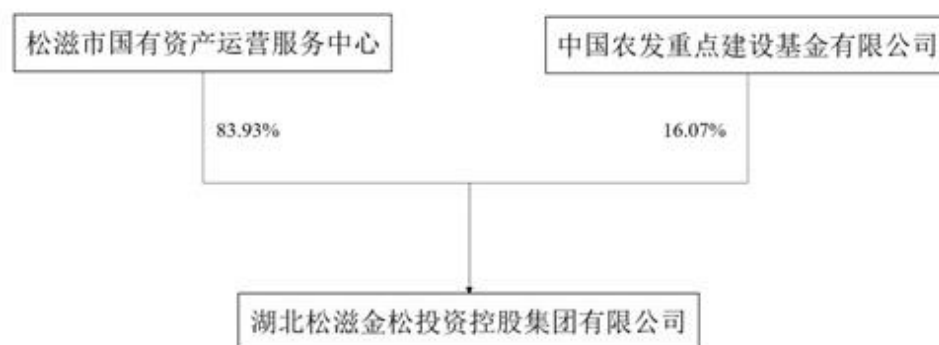
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2022 年 | 2021 年 | 2020 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 3.35   | 3.82   | 5.49   |
| 其他应收款（合计）     | 13.16  | 15.89  | 24.91  |
| 存货            | 131.07 | 132.51 | 121.01 |
| 流动资产合计        | 154.84 | 157.23 | 155.66 |
| 固定资产          | 17.86  | 9.92   | 3.26   |
| 投资性房地产        | 13.84  | 8.07   | 3.37   |
| 非流动资产合计       | 47.52  | 24.84  | 13.16  |
| 资产总计          | 202.36 | 182.07 | 168.81 |
| 短期借款          | 0.56   | 0.30   | 0.27   |
| 应付账款          | 4.22   | 2.96   | 1.02   |
| 预收款项          | 0.08   | 0.10   | 33.31  |
| 合同负债          | 12.62  | 22.71  | 0.00   |
| 其他应付款（合计）     | 3.32   | 4.53   | 6.14   |
| 一年内到期的非流动负债   | 15.06  | 6.30   | 2.28   |
| 流动负债合计        | 37.52  | 38.99  | 44.49  |
| 长期借款          | 44.54  | 42.87  | 35.42  |
| 应付债券          | 18.81  | 25.37  | 21.03  |
| 长期应付款（合计）     | 25.39  | 10.77  | 7.98   |
| 非流动负债合计       | 90.23  | 79.85  | 64.44  |
| 负债合计          | 127.75 | 118.84 | 108.93 |
| 其中：短期债务       | 17.16  | 8.56   | 4.75   |
| 总债务           | 83.88  | 78.70  | 64.21  |
| 所有者权益         | 74.62  | 63.22  | 59.88  |
| 营业收入          | 18.74  | 15.65  | 11.07  |
| 营业利润          | -2.88  | -0.86  | -0.30  |
| 其他收益          | 0.01   | 0.01   | 0.06   |
| 利润总额          | 0.88   | 1.12   | 1.18   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -9.44  | -7.92  | -21.28 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3.00  | -5.83  | -3.31  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 12.17  | 13.61  | 23.03  |
| 财务指标          | 2022 年 | 2021 年 | 2020 年 |
| 销售毛利率         | 8.92%  | 8.03%  | 14.83% |
| 资产负债率         | 63.13% | 65.27% | 64.53% |
| 短期债务/总债务      | 20.45% | 10.88% | 7.40%  |
| 现金短期债务比       | 0.20   | 0.45   | 0.84   |
| EBITDA（亿元）    | 4.34   | 2.53   | 2.38   |

|               |      |      |      |
|---------------|------|------|------|
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.83 | 0.68 | 0.88 |
|---------------|------|------|------|

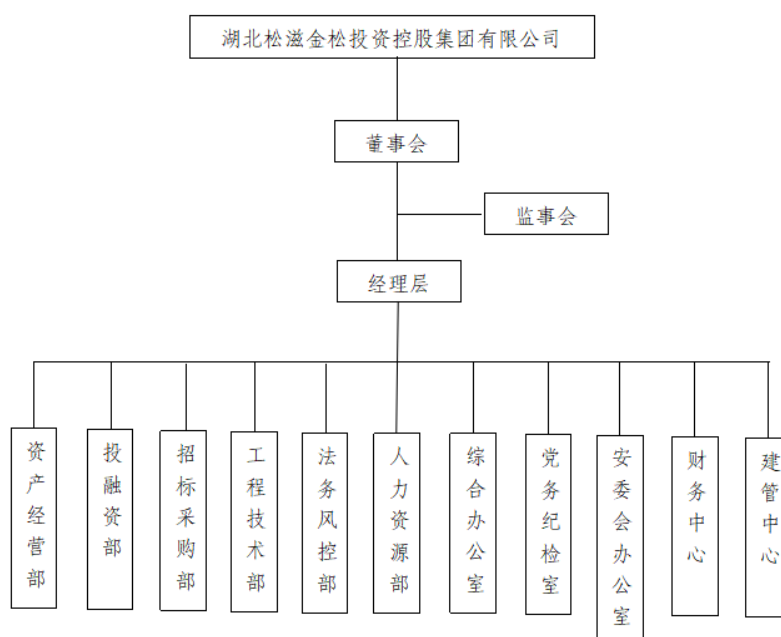
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 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：万元）

| 子公司名称               | 注册资本      | 持股比例    | 主营业务          |
|---------------------|-----------|---------|---------------|
| 松滋市金投机动车驾驶人考训有限公司   | 7,000.00  | 100.00% | 机动车驾驶员考试和训练   |
| 松滋金投文化产业发展有限公司      | 10,000.00 | 100.00% | 文化产业投资和旅游景区开发 |
| 湖北松滋金投置业有限公司        | 30,000.00 | 100.00% | 房地产开发、经营      |
| 湖北松滋金松路桥投资建设有限公司    | 10,000.00 | 100.00% | 道路建设          |
| 湖北金投物业管理有限公司        | 500.00    | 100.00% | 物业管理          |
| 松滋金投商业开发有限公司        | 30,000.00 | 100.00% | 商业开发          |
| 松滋市金松石油有限公司         | 2,000.00  | 100.00% | 润滑油及化工产品销售    |
| 松滋市金投石油有限公司         | 2,000.00  | 100.00% | 润滑油及化工产品销售    |
| 松滋金松金融信息服务有限责任公司    | 2,000.00  | 100.00% | 金融信息服务        |
| 松滋金投医养有限公司          | 5,000.00  | 100.00% | 老年人、残疾人养护服务等  |
| 松滋金投工业投资开发有限公司      | 10,000.00 | 100.00% | 工业项目投资等       |
| 松滋市金松石化油气经营有限公司     | 2,200.00  | 51.00%  | 润滑油及化工产品销售    |
| 松滋市金松机动车驾驶员培训有限责任公司 | 1,131.08  | 100.00% | 机动车驾驶员培训      |
| 松滋市城市水务有限公司         | 1,690.40  | 100.00% | 自来水销售         |
| 松滋市临港污水处理有限公司       | 500.00    | 100.00% | 污水处理          |
| 松滋金投城市资源开发管理有限公司    | 10,000.00 | 100.00% | 资源开发管理        |
| 湖北金松汽车服务有限公司        | 1,200.00  | 100.00% | 汽车服务          |
| 湖北金松产业基金管理有限公司      | 50,000.00 | 50.00%  | 基金管理          |

资料来源：公司 2022 年审计报告及公开资料，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       | 现金类资产 / 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。 |