



2022年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2022年湖北松滋金松投资控股集团有限公司公司债券2024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

- 本次评级结果是考虑到：松滋市近年来以白酒为首的工业发展较快，经济规模在荆州市下辖区县中排名靠前，湖北松滋金松投资控股集团有限公司（以下简称“金松投控”或“公司”）的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人民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，跟踪期内公司持续的项目投入沉淀较大规模资金，资产流动性较弱，财务杠杆水平较高，面临较大的偿债压力，未来资本开支需求仍较大，对外部融资依赖程度较大，且存在一定的或有负债等因素。

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，业务具有一定持续性，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2024 年 06 月 28 日

联系方式

项目负责人：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

项目组成员：邱丽
qiul@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	273.99	202.36	182.07
所有者权益	118.03	74.62	63.22
总债务	103.28	83.88	78.70
资产负债率	56.92%	63.13%	65.27%
现金短期债务比	0.32	0.20	0.45
营业收入	18.91	18.74	15.65
其他收益	0.12	0.01	0.01
利润总额	0.82	0.88	1.12
销售毛利率	8.79%	8.92%	8.03%
EBITDA	5.61	4.34	2.53
EBITDA 利息保障倍数	0.85	0.83	0.68
经营活动现金流净额	-9.39	-9.44	-7.92

资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **松滋市近年来以白酒为首的工业发展较快，经济规模在荆州市下辖区县中排名靠前。**松滋市白酒酿造、现代化工等主导产业持续壮大，工业发展势头良好，白酒酿造龙头企业湖北白云边股份有限公司（以下简称“白云边”）2023 年上交税金超过 15.00 亿元，对地方经济形成较好支撑；2023 年松滋市经济保持较快增长，在荆州市下辖区县中整体经济规模仍排名靠前，GDP 增速排名第一。
- **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（以下简称“松滋市国资运营中心”），公司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。截至 2023 年末公司在建基础设施项目储备较为充足，在建房地产项目投资规模较大，业务具有一定可持续性。
- **松滋市政府持续给予公司大力支持。**2023 年公司获得松滋市政府注入的实物资产、股权、景区开发经营权等等合计增加资本公积 42.20 亿元，显著提升了公司的资本实力；另外，2023 年公司获得松滋市财政局的财政补贴 4.87 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，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 2023 年末公司受限资产占总资产比重超过 25%，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 2023 年末总债务增长至 103.28 亿元，现金短期债务处于较低水平。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，对外部融资的依赖程度较大。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保金额合计 0.62 亿元，其中包含对民营企业松滋曲尺河温泉度假村有限公司（以下简称“曲尺河度假村”）担保 0.22 亿元，截至本报告出具日曲尺河度假村股份已全部被冻结，其控股股东亦存在被执行及多条欠税记录，公司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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	7/7
				财务状况	3/7
				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

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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

- 公司是松滋市主要的基础设施和保障房建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，松滋市人民政府提供特殊支持的意愿极强，主要体现为：一方面，松滋市人民政府直接持有公司 91.15% 股权，松滋市人民政府对公司经营战略及业务运营有绝对的控制权。另一方面，公司是松滋市主要的基础设施和保障房建设主体，公司一大部分业务来源于政府及其相关单位。同时，中证鹏元认为松滋市政府提供支持的能力很强，主要体现为松滋市工业发展势头良好，经济规模在荆州市下辖区县中排名靠前，2023 年经济保持快速增长。

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	2023-06-26	2027-01-25

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2024年4月3日，“22金松债”募集资金专项账户余额为1,250.86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2023年末，公司注册资本为12.20亿元，实收资本为10.00亿元，股东松滋市国资运营中心持股83.93%；中国农发重点建设基金有限公司（以下简称“农发基金”）持股16.07%，2024年5月，因股东认缴出资比例发生变化，松滋市国资运营中心持股比例变更为91.15%，农发基金持股比例变更为8.85%，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。2023年公司新增3家子公司，截至2023年末，公司合并范围内一级子公司共19家，具体情况见附录四。

表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
松滋市金投保障房运营房屋租赁有限公司	100.00	15,000.00	住房租赁	新设
松滋市金松企业服务有限公司	100.00	1,000.00	咨询服务	新设
松滋市惠众保障房投资建设开发有限公司	92.86	7,000.00	保障房开发、城中村改造等	划转

资料来源：公司2023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

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长

4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再

融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

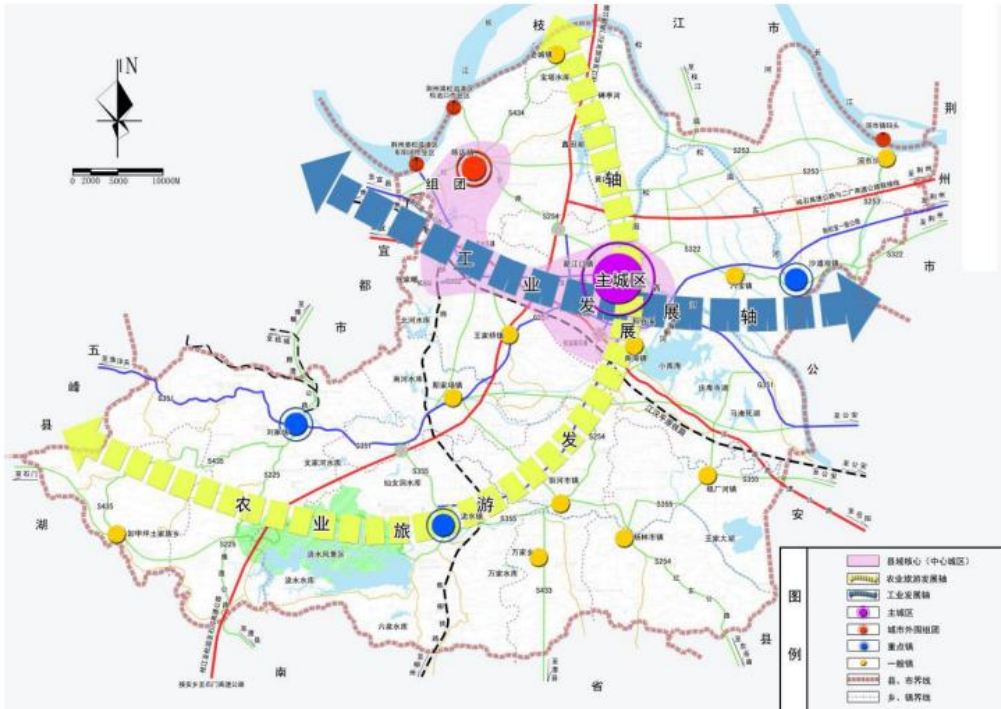
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

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，以白酒为首的工业发展势头良好，但政府债务增长较快，财政自给能力较低

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，人口呈净流出趋势。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过境而过，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2个街道、15个乡镇，总面积为2,177平方公里。2022年末松滋市常住人口64.15万人，与2020年第七次全国人口普查结果相比减少2.03%，人口呈净流出趋势。

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GDP规模在荆州市下辖区县中排名靠前，经济增速排名首位。2023年松滋市GDP达到501.43亿元，整体规模仍居荆州市下辖区县第二位，同比增长8.4%，增速仍为第一位。其中，第二产业、第三产业分别完成增加值235.70亿元、203.31亿元，增速分别为9.50%、8.50%，三次产业结构为12:47:41。固定资产投资为拉动经济增长的主要动力，其中工业投资同比增长43.3%。近年松滋市人均GDP稳定提升，松滋市上榜2023赛迪中部百强县第79位，较上年提升5位。

表2 2023 年荆州市部分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	629.49	6.5	12.47	26.84	2.40
松滋市	501.43	8.4	7.82	19.50	14.19
荆州区	428.74	6.2	7.40	16.72	13.41
公安县	404.32	4.2	5.53	15.81	15.38
监利市	401.09	6.7	3.81	11.82	15.30
洪湖市	369.80	5.8	5.37	12.14	10.67
石首市	270.36	5.8	5.87	8.89	14.32
江陵县	146.26	7.0	4.88	7.32	3.28

注：公安县、洪湖市、江陵县人均 GDP 以 2023 年末常住人口计算，沙市区人均 GDP 以第七次人口普查常住人口计算，其余各区县人均 GDP 以 2022 年末常住人口计算。

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3 松滋市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	501.43	8.40	458.24	6.6%	405.01	19.3%
固定资产投资（不含农户）	-	16.1%	-	23.1%	--	32.7%
社会消费品零售总额	208.14	8.8%	191.24	3.9%	184.11	30.0%
出口总额（亿美元）	-	-	3.38	176.2%	1.23	-32.5%
人均 GDP（元）	78,165		71,433		63,422	
人均 GDP/全国人均 GDP	87.47%		83.35%		78.32%	

注：“-”表示未获取相关数据

，2021-2022 年人均 GDP=当年统计公报披露的 GDP/当年常住人口，2023 年人均 GDP 采用 2022 年末常住人口计算。

资料来源：松滋市 2021-2022 年国民经济和社会发展统计公报、2023 年松滋市第四季度经济运行概况及政府网站，中证鹏元整理

产业情况：松滋市以白酒为首的工业发展势头良好，旅游行业有望成为新的经济增长点。松滋市以白云边为龙头的白酒酿造及食品加工产业，以云图、史丹利、宜化为龙头的现代化工产业，以葛洲坝松滋水泥有限公司、王力为龙头的新型建材产业，以涇水、卸甲坪风景区为核心的文旅产业——“1+2+1”主导产业持续壮大。白云边酒业、精细化工产业上榜省重点成长型产业集群，其中白云边 2023 年实现销售收入 77.25 亿元，上交税金 15.92 亿元，再创历史新高；白云边、嘉施利、荣成入围 2023 年湖北省省级制造业 100 强；宜化、葛洲坝入选国家级绿色工厂。2023 年松滋市新增规上工业企业 18 家，总数达 183 家；新增规上农产品加工企业 13 家，总数达 61 家，纽莱福入选首批国家现代农业全产业链标准化示范基地；新增规上服务业企业 22 家，总数达 48 家。松滋市 2023 年接待游客 850 万人次，综合收入 57 亿元，同比分别增长 30.77%、29.55%，且当年成功创建省级全域旅游示范区，旅游行业有望成为新的经济增长点。

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，但政府债务增长较快，财政自给能力较低。2023 年松滋市实现一般公共预算收入 19.50 亿元，主要纳税企业包括白云边、葛洲坝松滋水泥有限公司等。地方财政自给率有所下滑，仍处于较低水平，政府债务余额持续快速增长。

表4 松滋市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	19.50	18.11	17.38
税收收入占比	75.38%	76.7%	76.99%
财政自给率	30.67%	37.69%	37.17%
政府性基金收入	14.19	14.66	-
地方政府债务余额	98.86	87.10	73.22

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：松滋市政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

跟踪期内，公司仍是松滋市主要的基础设施和保障房建设主体，业务较为多元化，基础设施及保障房建设业务具有一定可持续性，但回款较为滞后，对公司造成较大的资金压力；商品房销售业务受房地产市场景气度影响较大，2023年新增毛利率水平较低的贸易业务，对公司营收形成一定补充

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。2023年公司收入小幅增长，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较大，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。2023年，公司新增贸易业务，对公司营收形成一定补充，但毛利率水平为负，对公司盈利能力有所拖累。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务：	18.28	96.66%	6.46%	18.03	96.23%	5.95%
基础设施建设	5.81	30.71%	15.87%	3.20	17.07%	15.87%
商品房销售	5.63	29.76%	3.33%	6.34	33.84%	8.64%
安置房销售	2.84	15.04%	6.22%	7.16	38.20%	0.12%
贸易业务	1.70	8.97%	-4.15%	-	-	-
其他	2.30	12.18%	-1.49%	1.33	7.11%	0.72%
其他业务：	0.63	3.34%	76.10%	0.71	3.77%	84.50%
合计	18.91	100.00%	8.79%	18.74	100.00%	8.92%

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 2022-2023 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，业务尚有一定可持续性；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%。

2023年公司确认基础设施建设收入5.81亿元，相较于同期大幅上涨81.56%，毛利率稳定。2023年公司确认基础设施建设收入的项目主要包括慢行绿道景观工程等项目。

表6 2023 年公司基础设施建设收入明细（单位：亿元）

项目名称	确认收入	确认成本
慢行绿道景观工程	1.32	1.11
高成初级中学	0.89	0.75
划子嘴新社区市政道路工程	0.82	0.69
便民服务中心建设项目	0.80	0.67
22 个道路项目	0.39	0.33
其他项目	1.58	1.33
合计	5.81	4.89

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在建的基础设施建设项目未单独签订代建协议，截至2023年末存货中施工成本89.19亿元，公司代建业务收入有一定可持续性。公司自营项目主要是松滋市返乡创业园（二期）、松滋市健康养老综合示范一期项目，上述两个项目建设内容包括厂房、办公及宿舍用房、康养中心等，未来收益受当地经济发展情况、市场环境、人口净流入情况等影响存在不确定性。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7 截至 2023 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
临港工业园扩园项目(一期)	10.00	3.08	6.92	2021-2024	部分代建、部分自营
临港工业园扩园项目(二期)	14.47	1.36	13.11	2023-2026	部分代建、部分自营
松滋市返乡创业园（二期）	12.25	3.87	8.38	2021-2024	自营
松滋市健康养老综合示范一期	6.33	4.75	1.58	2021.12-2023.11	自营
合计	43.05	13.06	29.99	-	-

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，2023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不确定性，2023年公司确认收入的商品房项目主要是尚含绿城、新城壹品、金投·奥体庄园项目。

毛利率方面，2023年安置房业务有所增长，商品房业务毛利率有所下滑，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8 2023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
安置房项目：			
划子嘴幸福家园	67,795.37	27,317.18	25,768.07
松江花园	2,306.41	730.01	793.00
美丽佳园	864.56	273.65	50.90
幸福新村	159.19	50.39	25.53
白云花园	112.06	35.47	
玉岭花园	106.80	33.80	33.48
小计	71,344.39	28,440.49	26,670.98
商品房项目：			
新城壹品	69,655.77	32,582.02	29,815.65
金投·奥体庄园	12,779.23	5,880.89	6,422.16
稻溪丽景	5,357.90	2,148.49	2,198.39
尚含绿城	1,769.58	681.00	332.13
新城印象	34,390.16	15,006.19	15,654.22
小计	123,952.64	56,298.59	54,422.55
合计	195,297.03	84,739.09	81,093.52

资料来源：公司提供

截至2023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10.01亿元，剩余可售面积为22.27万平方米。截至2023年末公司主要在建房地产项目预计总投资合计12.03亿元，尚需投资9.58亿元，存在一定资金压力。同时中证鹏元注意到，房地产市场处于低迷时期，部分进入销售状态的项目去化表现不佳，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影响较大，房地产销售和盈利水平存在较大的不确定性。

表9 截至 2023 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
尚含绿城	16.06	15.11	0.12	0.95
新城壹品	32.39	29.34	1.72	3.05
奥体庄园	10.72	7.74	1.10	2.98
新城印象	13.04	7.01	4.27	6.03
稻溪丽景	9.86	0.60	2.80	9.26
合计	82.08	59.80	10.01	22.27

资料来源：公司提供

表10 截至 2023 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	建设周期	项目类型
新城臻品	4.36	1.07	2022.12-2024.12	商品房
彩虹湾	7.67	1.38	2022.9-2025.1	商品房
合计	12.03	2.45	-	-

资料来源：公司提供

（三）贸易业务

2023年公司新增贸易业务，给公司营收规模带来一定补充但毛利率水平为负，需关注未来展业情况对公司盈利能力造成的影响

2023年公司新增贸易业务，该业务主要由公司子公司湖北金投鑫锐贸易有限公司（以下简称“金投贸易”）负责。金投贸易根据客户需求代理采购，采购品种主要包括钢材、菜粕、石油焦等大宗商品，采购结算方式主要包括先款后货、货到付款等，主要支付方式包括银行转账、汇票等；销售对象主要为粮油公司、贸易公司等，销售结算模式主要包括先款后货、货到支付首期款，货齐支付尾款等，主要支付方式包括银行转账、汇票等，采购、销售给予账期集中在2个月内。2023年，公司实现商品销售收入1.70亿元，前五大供应商及客户集中度均较高，毛利率为-4.15%，该业务虽提高了公司营收规模但拖累公司利润水平，关注未来业务开展情况对公司盈利能力的影响。

表11 2023 年公司商品销售前五大采购/销售对象情况（单位：亿元）

	客户名称	销售内容	销售金额	销售金额占比
销售	宜昌宝邦粮油有限公司	菜粕	1.86	48.79%
	宜昌建投物资贸易有限公司	钢材	1.11	28.98%
	松滋金松新能源科技有限公司	太阳能光伏组件	0.29	7.41%
	中国一冶集团有限公司	钢材及管材	0.28	5.05%
	湖北东楚华创商贸有限公司	煤炭	0.18	4.71%
	合计	-	3.72	94.94%
	供应商名称	采购内容	采购金额	采购金额占比
采购	湖北三峡产业投供应链有限公司	菜粕	1.54	43.31%
	宜昌点金物资贸易有限公司	钢材	0.43	12.05%
	宜昌闽盛物资有限公司	钢材	0.41	11.33%
	湖北商贸物流集团有限公司	石油焦	0.21	5.96%
	晶澳太阳能科技有限公司	太阳能光伏组件	0.19	5.35%
	合计	-	2.78	78.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）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，2023年实现收入0.66亿元，毛利率9.53%；2023年公司新增水务收入0.45亿元，因折旧摊销金额较大，水务业务毛利率-16.69%，由子公司松滋市城市水务有限公司负责；物业服务主要由子公司湖北金投物业管理有限公司开展，2023年实现收入0.30亿元，毛利率17.38%；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，2023年实现收入0.08亿元，毛利率30.34%。上述业务规模尚较小，对公司营业收入形成一定补充。

（五）外部支持

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，有效提升了公司资本实力及利润水平

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。

资产注入方面，2023年松滋市古乐乡管理有限公司（以下简称“古乐乡公司”）获得松滋市人民政府国有资产监督管理局（以下简称“松滋国资局”）注入的水库、泵站等资产，公司因持有水乐乡公司49%股权，从而其他资本公积增加27.08亿元，松滋市国资局注入的经营性房产、管网等资产显著增强了公司的资本实力。

财政补贴方面，2023年公司确认财政补贴4.87亿元，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，作为营业外收入核算，占同期利润总额的比重为593.89%，是公司利润的重要来源。

表12 2023年公司获得的外部支持情况（单位：亿元）

1、资产注入			
资产类别	增加金额	划拨单位	依据文件
停车位、商铺	0.78	松滋市人民政府国有资产监督管理局	松国资发(2023)41号
经营性房产、管网	9.99	松滋市人民政府国有资产监督管理局	松国资复字(2023)85号
稻谷溪湿地公园 3A 景区开发经营权	2.65	松滋市人民政府国有资产监督管理局	松国资发(2022)60号
松滋市惠众保障房投资建设开发有限公司 92.86%股权	0.65	松滋市人民政府国有资产监督管理局	松国资发(2023)42号
小南海水域养殖使用权	1.06	松滋市人民政府国有资产监督管理局	松国资发(2022)60号
对古乐乡公司注入水库、泵房等资产	27.08	松滋市人民政府国有资产监督管理局	松国资复字(2023)84号
-	42.20	-	-

2、财政补贴

财政补贴金额	划拨单位	依据文件
4.87	松滋市财政局	关于明确财政补贴的批复

注：增加金额与审计报告差异为四舍五入导致；
资料来源：公司提供，公司2023年审计报告，中证鹏元整理

六、 财务分析

财务分析基础说明

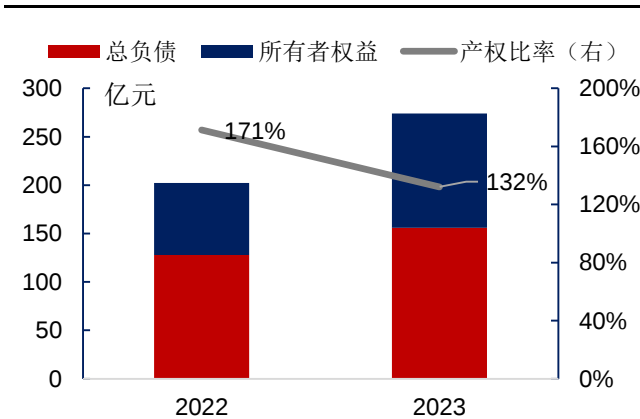
以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新设2家子公司，划入1家子公司，截至2023年末，公司纳入合并范围内一级子公司19家，具体见附录四。

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；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，由于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

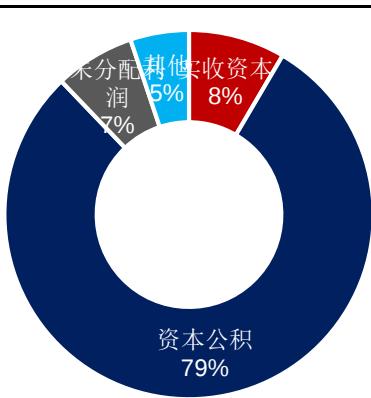
受益于政府大额资产注入，2023年公司所有者权益大幅增长58.17%，公司净资产主要由政府注入的股权、水库、土地等资产形成的其他资本公积构成和实收资本组成，随着公司在建项目的持续投入，公司债务融资扩张也较快，截至2023年末公司产权比率为132%，仍处于较高水平。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 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，2023年末施工成本增长至89.19亿元，项目投入资金沉淀较重；除施工成本外，2023年末存货还包括待开发土地47.60亿元，其中2.34亿元土地使用权不动产权证

尚在办理中。截至2023年末，公司土地账面价值合计57.38亿元，分别计入“存货-开发成本”、“投资性房地产”和“无形资产”科目。其中，列入存货-开发成本中的土地因抵押而受限，该部分土地账面价值合计为40.05亿元，占总资产比重较高。

公司应收账款主要由代建项目确认收入形成，主要应收对象为松滋市财政局；其他应收款以国企或政府部门的往来款为主，集中度较高，部分账龄达5年以上。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，2023年末由于其他资产转入增加账面价值2.49亿元，其中期末账面余额为1.04亿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及管网，2023年因政府注入管网、房产等，公司新增4.14亿元管网设施、1.50亿元房产，2023年末公司账面余额9.70亿元的房屋及建筑物产权证尚在办理之中。2023年，由于政府对古乐乡公司注入水库、泵站等资产，从而公司对古乐乡公司长期股权投资期末余额增长至27.08亿元，截至本报告出具日，该部分资产尚未实现收益。

另外，截至2023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2023年末，公司尚未收回款项，2024年6月，鑫泰电商控股股东茂隆恒融实业集团(松滋)有限公司已被列入失信被执行人，且部分股份已被冻结，中证鹏元将持续关注后续资金回收情况。

整体来看，2023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，部分资产尚未办理权证，且截至2023年末公司受限资产合计75.37亿元，占总资产比重达27.51%，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	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.68	1.71%	3.35	1.66%
应收账款	15.50	5.66%	3.70	1.83%
其他应收款	13.91	5.08%	13.16	6.50%
存货	137.80	50.29%	131.07	64.77%
流动资产合计	177.27	64.70%	154.84	76.52%
固定资产	22.98	8.39%	17.86	8.83%
在建工程	12.17	4.44%	2.29	1.13%
长期股权投资	28.01	10.22%	0.92	0.46%
投资性房地产	16.98	6.20%	13.84	6.84%
无形资产	15.35	5.60%	11.80	5.83%
非流动资产合计	96.72	35.30%	47.52	23.48%

资产总计	273.99	100.00%	202.36	100.00%
------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入略有增长，业务具有一定可持续性，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，2023年新增贸易业务但毛利率水平为负，油品销售、机动车培训服务、经营租赁等对公司收入和利润贡献仍较小。2023年公司营业收入保持增长，收入主要来源于基础设施建设、房产销售及贸易业务，截至2023年末公司尚有部分已签订代建协议项目，在建代建项目及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，受商品房销售业务毛利率下滑且贸易业务毛利率为负影响，公司销售毛利率水平略有下滑，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。2023年计入营业外收入的财政补贴4.87亿元，占同期利润总额的比重为593.89%，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	2023 年	2022 年
营业收入	18.91	18.74
营业外收入	4.88	3.80
营业利润	-3.99	-2.88
其他收益	0.12	0.01
利润总额	0.82	0.88
销售毛利率	8.79%	8.92%

资料来源：公司 2022-2023 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

受公司代建项目回款较慢，房地产市场景气度下行，项目持续投入及债务滚续影响，公司资金需求较大，2023年公司仍主要通过外部融资解决资金问题，截至2023年末，公司总债务规模增长至103.28亿元，占总负债的比重达66.23%。从品种结构来看，公司债务以银行借款及债券融资为主，银行借款绝大部分设有抵质押、担保等措施；2023年公司新发行“23松滋01”、“23松滋02”、“23松滋04”、“23松滋金投债”等债券，发行期限均为3年以上；公司非标负债主要为融资租赁款。从债务到期分布情况来看，截至2023年末公司短期债务规模较大，公司面临一定的短期债务偿还压力。

截至 2023 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 1.13 亿元，每年需支付 1.2%的投资收益⁹。此外，公司合同负债主要是公司房屋销售业务的预收房款；长期应付款主要由应付松滋市财政局 27.18 亿元专项债构成。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.84	0.54%	0.56	0.44%
应付账款	4.01	2.57%	4.22	3.30%
合同负债	14.53	9.32%	12.62	9.88%
其他应付款	3.22	2.07%	3.32	2.60%
一年内到期的非流动负债	12.67	8.13%	15.06	11.79%
流动负债合计	37.62	24.12%	37.52	29.37%
长期借款	58.34	37.41%	44.54	34.87%
应付债券	25.64	16.44%	18.81	14.72%
长期应付款	32.70	20.97%	25.39	19.88%
非流动负债合计	118.34	75.88%	90.23	70.63%
负债合计	155.96	100.00%	127.75	100.00%
总债务	103.28	66.23%	83.88	65.66%
其中：短期债务	14.88	9.54%	17.16	13.43%
长期债务	88.40	56.68%	66.72	52.23%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司偿债指标表现依然较弱，面临较大的偿债压力。2023年随着政府资产注入，公司资产负债率下降至56.92%。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。公司货币资金余额不足以覆盖短期债务，现金短期债务比仍处于较低水平，考虑到公司2024年到期债务规模较大，公司存在一定的短期偿债压力，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，未来仍需通过外部融资平衡资金缺口。

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2023年末尚未使用授信额度为12.64亿元，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16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	56.92%	63.13%
现金短期债务比	0.32	0.20

⁹ 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 2023 年末，公司已偿还农发基金出资款 1.12 亿元；子公司松滋市惠众保障房投资建设开发有限公司工商登记注册资本 7,000.00 万元，其中中国农发重点建设基金有限公司 500.00 万元出资，为“明股实债”，会计上作为负债处理。

EBITDA 利息保障倍数

0.85

0.83

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司ESG表现良好，对持续经营和信用风险基本无负面影响

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，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，今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¹⁰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。公司现有董事会成员3名，监事会成员5名，高级管理人员6名。2023年公司原总经理李少钧涉嫌严重违纪违法，正在被松滋市纪委监委纪律审查和监察调查，公司总经理现由曾云担任。上述事项未对公司经营造成重大影响，公司未因信息披露不合规而受到处罚。

表17 公司主要高管情况

类别	姓名	职务
董事会成员	黄伟	党组书记、董事长
	黄松	党组成员、副总经理、职工董事
	曾云	党组副书记、总经理
监事会成员	胡小林	监事
	靳婕	党务纪检室主任
	刘燃	监事
	毛亚东	金投资源公司执行董事
	吴婷	法务风控部副部长
高级管理人员	黄伟	党组书记、董事长
	黄松	党组成员、副总经理、职工董事
	陈庐	党组成员、副总经理、工会主席
	王保红	党组成员、副总经理
	邓玲	党组成员、副总经理
	曾云	党组副书记、总经理

资料来源：公司提供，公开信息，中证鹏元整理

¹⁰ 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。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月3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2023年末，公司对外担保金额合计为0.62亿元，其中被担保方中曲尺河度假村为民营企业，截至2023年5月末其股份已被全部冻结，其控股股东宜昌市民生房地产开发有限责任公司近一年存在被执行记录及多条欠税记录，虽公司对外担保规模不大，但对曲尺河度假村担保存在一定代偿风险。

表18 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	企业性质	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	民营企业	2027.12.21	是
松滋富美农业投资发展有限公司	4,000.00	国有企业	2038.9.25	否
合计	6,200.00		-	--

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，松滋市国资运营中心直接持有公司91.15%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、 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集团有限公司，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2023年末，三峡担保注册资本为51.00亿元，实缴资本为30亿元，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。

三峡担保的业务主要包括债券类担保、借款类担保和非融资担保等。截至 2023 年末，三峡担保的担保余额为 941.67 亿元，其中债券类担保余额占比为 67.72%；融资担保责任余额 704.33 亿元，同比增长 42.33%，期末融资担保责任余额放大倍数增长至 8.56。

表19 三峡担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
当期担保发生额	489.17	584.35	658.33
其中：债券类担保	115.15	178.90	192.48
借款类担保	190.66	153.61	315.59
其他融资担保	0.00	4.50	0.00
非融资担保	183.36	247.34	150.26
当期解除担保额	500.29	532.67	605.66
期末担保余额	941.67	952.79	901.12
其中：债券类担保余额	637.66	684.96	651.32
借款类担保余额	185.89	161.04	165.98
其他融资担保	3.68	4.17	1.25
非融资担保余额	114.45	102.63	82.57
融资担保责任余额	704.33	494.87	480.20
融资担保责任余额放大倍数（X）	8.56	7.19	8.49

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、四川、山东、湖北、湖南和江西等地，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，需关注该类客户信用风险的变化情况。另外，随着一揽子化债方案和国办“35 号文”等一系列政策的落地实施，城投类企业的直接融资额呈现下降趋势，债券担保业务未来增长承压，面临一定业务转型压力。

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。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 2023 年末，三峡担保的借款类担保余额为 185.89 亿元，同比增长 15.43%。

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保持增长，2023年非融资担保发生额为183.36亿元，期末余额为114.45亿元，同比增长11.60%。

三峡担保的代偿项目集中在川渝地区的制造业和建筑业，2023年发生代偿4.75亿元，同比下降29.10%，当期回收2.22亿元，同比小幅上涨。截至2023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1.29%和42.23%，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。截至2023年末，三峡担保的担保风险准备金合计为35.24亿元，同比增长1.26%；拨备覆盖率为353.86%。

表20 三峡担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	130.60	119.83	110.25
其中：货币资金	21.69	18.20	18.09
应收代偿款净额	9.31	10.56	9.28
所有者权益合计	91.87	78.63	66.85
营业收入	17.43	15.13	12.95
其中：已赚担保费	12.74	11.34	9.04
利息收入	3.97	3.32	3.31
净利润	4.71	4.49	3.76
净资产收益率	5.52%	6.17%	5.57%
累计担保代偿率	1.29%	1.34%	1.35%
累计代偿回收率	42.23%	40.19%	40.87%
拨备覆盖率	353.86%	318.36%	285.00%

资料来源：三峡担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2023 年末，三峡担保的资产总额为 130.60 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 21.69 亿元、40.70 亿元、41.16 亿元和 9.31 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 2023 年末，委托贷款和债券投资的账面价值分别为 3.13 亿元和 32.68 亿元，累计计提的减值准备分别为 1.11 亿元和 0.05 亿元，考虑到逾期委托贷款计提减值的金额较大，需关注委托贷款的信用风险。截至 2023 年末，三峡担保本部 I 级、II 级资产之和占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 84.95%，其中 I 级资产占比为 67.65%；III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额比例为 14.58%。三峡担保 I 级资产占比较高，资产流动性良好。

截至 2023 年末，三峡担保的负债总额为 38.74 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 12.01 亿元、16.98 亿元、1.69 亿元和 1.68 亿元，其中其他应付款主要包括暂收应收款项 0.93 亿元和应付借款 0.70 亿元。

截至 2023 年末，三峡担保的所有者权益合计 91.87 亿元，其中实收资本为 51.00 亿元，其他权益工具中永续债 20.45 亿元，资本实力较强。2023 年末三峡担保融资担保责任余额放大倍数为 8.56，较 2022 年末有所上升。

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持续增长，2023 年三峡担保实现营业收入 17.43 亿元，同比增长 15.20%；其中已赚担保费的收入占比为 73.09%，当期实现净利润 4.71 亿元，净资产收益率为 5.52%，同比下降 0.25 个百分点。

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；近年来三峡担保已赚担保费持续上升，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，累计代偿回收率不高，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，以白酒为首的工业发展较快，经济规模在荆州市下辖区县中排名靠前，2023 年经济保持快速增长，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，面临较大的项目建设及债务压力，且存在一定的或有负债风险，但公司收入保持增长，基础设施建设业务具有一定可持续性，收入来源较有保障，作为松滋市目前唯一的发债平台，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，维持本期债券的信用等级为 AAA。

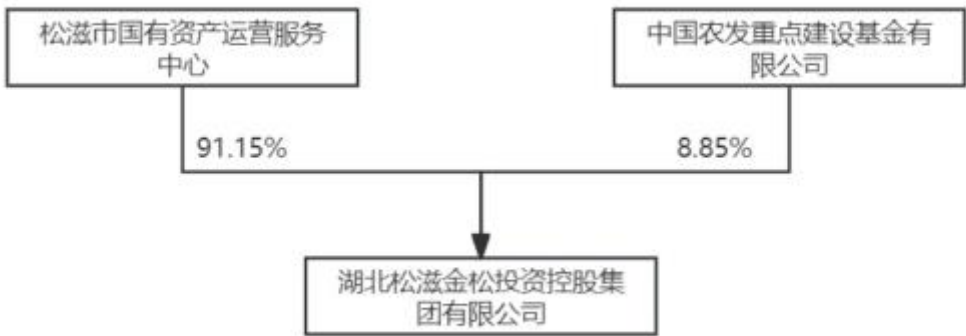
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	4.68	3.35	3.82
应收账款	15.50	3.70	0.74
其他应收款	13.91	13.16	15.89
存货	137.80	131.07	132.51
流动资产合计	177.27	154.84	157.23
固定资产	22.98	17.86	9.92
在建工程	12.17	2.29	1.58
长期股权投资	28.01	0.92	0.93
投资性房地产	16.98	13.84	8.07
无形资产	15.35	11.80	3.68
非流动资产合计	96.72	47.52	24.84
资产总计	273.99	202.36	182.07
短期借款	0.84	0.56	0.30
应付账款	4.01	4.22	2.96
合同负债	14.53	12.62	22.71
一年内到期的非流动负债	12.67	15.06	6.30
流动负债合计	37.62	37.52	38.99
长期借款	58.34	44.54	42.87
应付债券	25.64	18.81	25.37
长期应付款	32.70	25.39	10.77
非流动负债合计	118.34	90.23	79.85
负债合计	155.96	127.75	118.84
所有者权益	118.03	74.62	63.22
营业收入	18.91	18.74	15.65
营业利润	-3.99	-2.88	-0.86
营业外收入	4.88	3.80	2.01
其他收益	0.12	0.01	0.01
利润总额	0.82	0.88	1.12
经营活动产生的现金流量净额	-9.39	-9.44	-7.92
投资活动产生的现金流量净额	-7.33	-3.00	-5.83
筹资活动产生的现金流量净额	17.72	12.17	13.61
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	8.79%	8.92%	8.03%
资产负债率	56.92%	63.13%	65.27%
短期债务/总债务	14.41%	20.45%	10.88%
现金短期债务比	0.32	0.20	0.45
EBITDA（亿元）	5.61	4.34	2.53

EBITDA 利息保障倍数	0.85	0.83	0.68
---------------	------	------	------

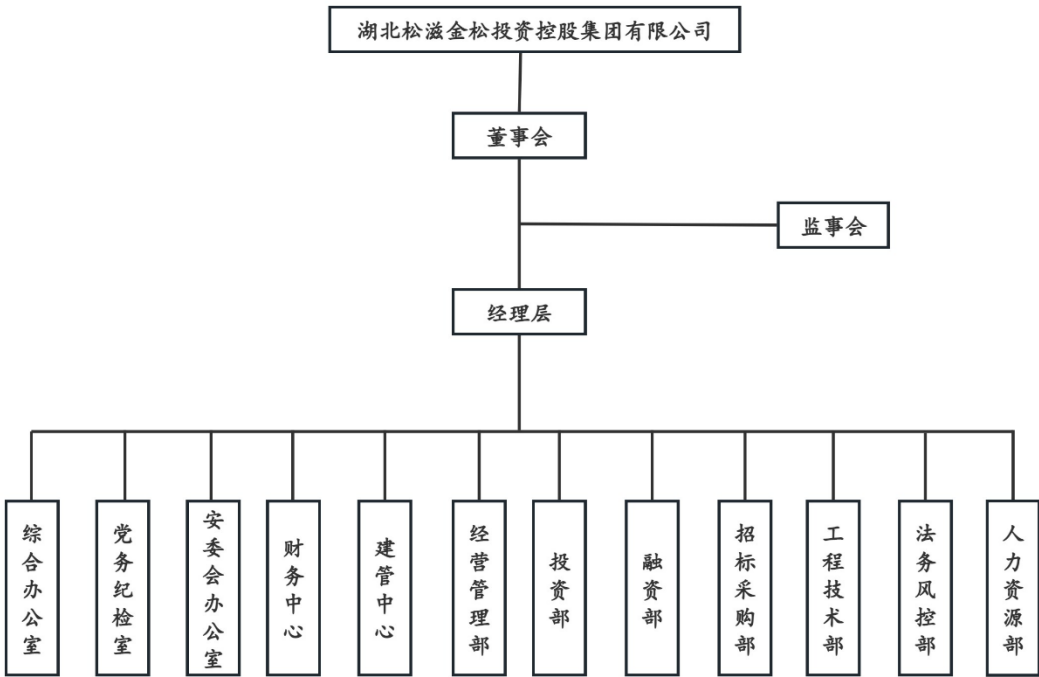
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
松滋金投文化产业发展有限公司	松滋市	文化旅游	100.00		投资设立
湖北松滋金投置业有限公司	松滋市	房地产业	100.00		投资设立
湖北松滋金松路桥投资建设有限公司	松滋市	道路建设	100.00		投资设立
湖北金投物业管理有限公司	松滋市	物业管理	100.00		投资设立
松滋金投商业开发有限公司	松滋市	商业开发	100.00		投资设立
松滋市金松石油有限公司	松滋市	润滑油及化工产品销售	100.00		投资设立
松滋市金投室友有限公司	松滋市	润滑油及化工产品销售	100.00		投资设立
松滋金松金融信息服务有限责任公司	松滋市	金融信息服务	100.00		投资设立
松滋金松工业投资开发有限公司	松滋市	工业投资	100.00		投资设立
松滋金投医养有限公司	松滋市	养护服务	100.00		投资设立
松滋市金松石化油气经营有限公司	松滋市	润滑油及化工产品销售	51.00		投资设立
松滋市城市水务有限公司	松滋市	自来水销售	100.00		非同一控制下企业合并
松滋市临港污水处理有限公司	松滋市	污水处理	100.00		非同一控制下企业合并
松滋市惠众保障房投资建设开发有限公司	松滋市	保障房、旧房改造	92.86		非同一控制下企业合并
松滋市金投保障房运营房屋租赁有限公司	松滋市	住房租赁	100.00		投资设立
松滋金投城市资源开发管理有限公司	松滋市	资源开发管理	100.00		投资设立
湖北金松汽车服务有限公司	松滋市	汽车服务	100.00		投资设立
松滋市金松企业服务有限公司	松滋市	咨询服务	100.00		投资设立
湖北金松产业基金管理有限公司	松滋市	基金管理	50.00		投资设立

资料来源：公司 2023 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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。