

孝感市城市建设投资公司相关债券 2025 年跟踪评级报告 (PR 孝感债/17 孝城投债)

中鹏信评【2025】跟踪第【903】号 01

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。

孝感市城市建设投资公司相关债券2025年跟踪评级报告（PR孝感债/17孝城投债）

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
PR 孝感债/17 孝城投债	AA	AA

评级日期

2025年7月18日

联系方式

项目负责人：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：孝感市光电子信息等主导产业发展态势良好，区域经济财政保持增长，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，职能定位较为重要，代建收入来源仍较有保障，公交客运、砂石开采销售等业务持续性较好，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和偿债压力，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，代建业务收入来源较有保障，专营性业务持续性较好，且有望持续获得外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	648.12	642.34	695.45	640.14
所有者权益	205.49	195.61	249.97	234.12
总债务	--	284.11	338.65	309.01
资产负债率	68.29%	69.55%	64.06%	63.43%
现金短期债务比	--	0.18	0.34	0.94
营业收入	0.89	19.37	20.56	16.98
其他收益	0.10	1.33	1.74	1.86
利润总额	-0.10	1.33	2.18	2.21
销售毛利率	13.01%	10.89%	16.47%	15.43%
EBITDA	--	3.93	5.10	4.82
EBITDA 利息保障倍数	--	0.25	0.32	0.29
经营活动现金流净额	23.04	16.39	14.19	8.86

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- **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，2024年固定资产投资带动区域经济持续增长，一般公共预算增速表现较好。
- **公司代建收入占比显著提升，职能定位仍较重要。**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，公司仍承担孝感市本级及临空经济区安置房、基础设施等项目建设任务，2024年代建收入大幅增长；公司尚有较多未结算代建基础设施、安置房项目开发成本，未来收入来源较有保障。此外，砂石开采及销售、公交运营等业务区域竞争力较强，有助于丰富公司的收入来源。

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。**2024年末公司资产仍以代建项目开发成本、土地、应收政府部门及当地国企款项为主，代建项目结算与应收款回款依赖于孝感市政府的统筹安排，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。期末公司有一定土地、房产使用受限，该等资产融资抵质押能力较弱。
- **被无偿划出多家子公司股权，对资本实力和业务多元化产生一定影响。**2024年以来控股股东湖北澧川国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“澧川国投”）陆续将经营自来水供应、城乡客运、汽车服务和部分砂石经营权开采等业务的子公司，以及孝感市高创投资有限公司（以下简称“孝感高创”）30%股权和湖北孝感农村商业银行股份有限公司、湖北银行股份有限公司等少数股权资产无偿划出，前述无偿划出事项使得公司净资产减少约54亿元、营业收入减少约6亿元。
- **债务负担较重，资金压力和偿债压力较大。**跟踪期内公司项目建设资金支出需求仍较大，投资活动现金流继续面临较大资金缺口，此外应收当地政府部门及关联方的款项对公司资金占用较大，2024年末公司债务负担仍较重，且短期债务占比较大，现金短期债务比、EBITDA利息保障倍数等偿债能力指标表现较弱，叠加主要在建及拟建项目的资本开支需求较大，预计公司财务杠杆将维持在较高水平。
- **对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至2024年末公司对外担保金额83.43亿元，约占当期末净资产的43%，被担保方以孝感当地国有企业，且均未设置反担保措施；此外经营性担保业务在保余额较大，担保对象以中小企业和个人为主，2024年继续发生代偿，业务存在一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位及业务
澧川资本	孝感市国资委	-	-	-	孝感市国有资本控股平台
澧川国投	澧川资本	490.05	61.67%	91.44	孝感市重要的城市基础设施投资建设和城市运营平台
孝感城投	澧川国投	195.61	69.55%	19.37	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	澧川资本	148.20	53.03%	12.78	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：湖北澧川资本控股有限公司简称澧川资本。

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
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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
PR 孝感债/17 孝城投债	14.80	6.66	2024-8-19	2027-11-10

一、 债券募集资金使用情况

“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2025年6月3日“17孝城投债/PR孝感债”募集资金专项账户余额为1.79万元

二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本及实际控制人均未发生变更。2025年6月公司总经理变更为徐子时，钟鹏不再担任公司总经理但仍担任公司董事。2025年5月孝感市国资委将其持有的潯川国投100%股权无偿划转至潯川资本，并于2025年6月19日办妥工商登记变更。目前潯川资本与潯川国投采用“一套人马”模式进行日常经营管理，预计此次控股股东变更不会对公司的日常经营和信用状况产生重大不利影响。

截至2025年6月末公司的注册资本仍为14.3亿元，控股股东潯川国投仍持有公司100%股权，公司实际控制人仍为孝感市国资委。

跟踪期内孝感市国资委对市属国企进行整合重组，公司被无偿划出多家子公司股权，对资本实力和业务多元化产生一定影响。2024年6月至2025年6月末，潯川国投将公司持有的多个子公司股权无偿划转至潯川国投或其子公司¹，其中公司持有孝感高创30%股权形成的投资收益是公司以往年度的重要利润来源，无偿划入相关子公司后，公司净资产规模、收入和利润来源均有所减少，公司无偿划出资产情况如下表所示。

表1 跟踪期内公司无偿划出资产情况（单位：亿元）

公告划出时间	无偿划出资产	影响净资产金额	影响收入金额
2025年6月	孝感人才集团有限（曾用名“湖北孝城铁路建设投资有限公司”）100%股权	2.00	0.00
2025年4月	孝感新城建设发展有限公司60%股权、孝感市临空智慧农业科技集团有限公司100%股权和孝感市孝楚投资发展有限公司100%股权	0.01	0.00
2024年8月	孝感自来水有限公司100%股权、湖北方舟自然资源集团有限公司（以下简称“方舟集团”）100%股权、孝感合力运输集团有限公司100%股权、湖北省孝汉文旅投资管理有限公司100%股权、湖北孝感农村商业银行股份有限公司100%股权、湖北银行股份有限公司1.05%股权	11.19	6.09
2024年6月	孝感市高创投资有限公司30%股权	40.75	0.00
	合计	53.95	6.09

资料来源：公司提供

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投资建设、孝感市城区公交运营、砂石开采销售等业务，但不再经营城乡客运、自来水供应等业

¹ 2024年8月9日公司披露无偿划转资产公告，规划将公司持有的孝感市众益公交集团有限公司（以下简称“众益公交”）100%股权无偿划出。根据公司提供的资料，潯川国投已调整资产划转计划，众益公交将继续保留在公司合并范围内。

务。跟踪期内公司的重要子公司未发生变更，截至2024年末纳入合并范围的主要子公司如附录三所示。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的隐债化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

孝感市区位优势显著，具备一定工业基础，2024年固定资产投资带动区域经济持续增长，一般公共预算增速表现较好，但经济发展水平一般，财政自给率偏弱

区位特征：孝感市紧邻武汉市，区位优势便捷，石膏、岩盐等矿藏储量丰富。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。孝感市交通便捷，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，石膏储量居亚洲之首，岩盐矿储量位居全国前10名。2024年末孝感市常住人口417.19万人，与上年末基本持平。

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，但整体发展水平仍表现一般。2024年孝感市地区生产总值持续增长，总量和增速分别居全省第5位、第2位，其中社会消费品零售总额增速居全省第3位。2024年孝感市固定资产投资对拉动全市经济增长贡献度较高，其中受益于楚能新能源全球总部等重大项目建成投产，当年工业投资增长16.9%，带动当年固定资产投资增速全省第4。2024年孝感市人均GDP持续提升，但仍低于全国平均水平。

表2 孝感市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年		2022年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,258.54	7.0%	2,919.85	6.7%	2,776.97	5.2%
固定资产投资	-	8.6%	-	9.4%	-	18.3%
社会消费品零售总额	1,427.10	5.6%	1,351.73	8.9%	1,241.05	3.6%
进出口总额	233.7	11.0%	210.8	22.6%	173.8	28.7%
人均GDP（元）		78,108		69,873		66,299
人均GDP/全国人均GDP		81.58%		78.19%		77.36%

资料来源：孝感市2022-2024年孝感市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：孝感市具有一定的工业基础，纺织服装、纸塑包装等产业优势较突出，目前主导产业项目储备较充足，未来工业经济发展潜力尚可。孝感市拥有“4+2”主导产业，2024年纺织服装、纸（卫）塑包装、盐磷化工、食品加工4个传统产业产值在400亿元-800亿元之间，光电子信息、装备制造2个战略性新兴产业产值均在200亿元左右，其中光电子信息规上工业增加值同比增长42.5%。2024年全市产值过亿元企业531家，产值同比增长18.5%。孝感市2024年纺织服装产业规模全省第一，拥有湖北省最大的纺织服装龙头企业湖北孝棉集团，并形成了纺纱、针织布等产业链。同时依托丰富的石膏、石盐资源，云图控股、湖北双环、葛化华祥、蓝天盐化等龙头企业在应城化工产业园区、云梦县盐化工产业园等集聚发展。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、广东中顺等头部纸品企业投资。此外，汽车及零部件产业在孝感高新区汇聚，吸引日本矢崎公司、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。2024年孝感市新签约亿元以上项目815个、引资5,065亿元；投产亿元以上产业项目313个，其中楚能新能源全球总部²、五洲特纸浆纸一体化、恒安纸卫品等百亿级牵引型项目建成投产，中国邮政华中邮件处理中心等格局型项目加快建设。2025年孝感市将推动楚能新能源二期、五洲特纸、双环科技盐碱铵、中电建绿色建材等百亿级项目加快建设，确保恒安纸卫品二期、汉川电厂四期等重大产业项目建成投产。

财政状况：孝感市一般公共预算收入持续增长，财政收入质量较好，但财政支出规模持续较大，政府债务余额不断扩张。受益于主导产业发展态势向好，2024年孝感市一般公共预算收入同比增长17.5%，税收收入可比增长13.2%，纳税规模排名靠前的企业包括湖北烟草孝感公司、湖北潯川国有资本投资运营集团有限公司、新都化工、孝感农商行，以及多家纸品头部企业等，考虑到孝感市产业基础较扎实，未来其税源持续性较好，但由于财政支出规模持续较大，财政自给率仍处于较低水平。

表3 孝感市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024年	2023年	2022年
一般公共预算收入	184.95	162.52	137.21
税收收入占比	76.10%	79.65%	81.78%
财政自给率	36.14%	35.39%	32.03%
政府性基金收入	-	93.92	118.56

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

四、 经营与竞争

- ² 楚能新能源孝感锂电池产业园计划总投资约675亿元，是孝感近年来投资总量最大、科技含量最高的工业制造项目。全部建成后，可实现年工业产值超1,500亿元、年税收超75亿元。2024年末楚能新能源项目已建成14条生产线，年产能可达30GWh。

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基础设施和安置房等项目建设任务。2024年公司收入主要来自于代建收入和砂石销售收入，受无偿划出子公司影响，公司不再经营供水、汽车服务等业务，收入来源有所减少。公司主业盈利能力仍较弱，其中代建业务受当地政府相关规划安排影响，代建业务毛利率显著下降；公交运营业务具有较强的准公益性，2024年业务运营仍呈现亏损。

2024年公司其他收入主要包括0.68亿元安佳居公司的装修工程收入，0.14亿元濠宇装配的装配构件生产销售收入，以及公司本部、孝感市丰翔控股有限公司（以下简称“孝感丰翔”）等持有房产形成的0.12亿元房租收入。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
代建收入	14.69	75.83%	9.82%	4.32	21.02%	20.00%
砂石销售	2.93	15.12%	31.89%	4.89	23.77%	35.93%
公交运营	0.39	2.02%	-130.09%	0.38	1.84%	-125.74%
商品房销售	0.00	0.00%	-	1.17	5.67%	-20.92%
供水	0.00	0.00%	-	3.06	14.86%	23.95%
汽车服务	0.00	0.00%	-	1.44	7.02%	14.07%
其他收入	1.36	7.03%	17.92%	5.31	25.81%	10.37%
合计	19.37	100.00%	10.89%	20.56	100.00%	16.47%

资料来源：公司提供

（一）基础设施建设业务

公司是孝感市重要的城市基础设施投资建设主体，主要在建项目投资规模较大，但项目收益模式以自营为主，给公司带来较大建设资金压力，且项目收益存在较大不确定性

公司继续承担孝感市本级及临空区基础设施项目建设，业务模式未发生变更。跟踪期内，公司基础设施建设业务仍由公司本部和孝感丰翔负责经营，业务仍主要采用委托代建模式，各建设主体的基础设施代建业务开展情况如下表所示。

表5 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暂行办法》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	临空区管委会	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

注：临空区管委会为孝感临空经济区管理委员会的简称。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司继续实现一定的基础设施项目建设相关收入，但收入回款较缓慢。孝感源之清环境综合治理开发有限公司（以下简称“源之清”）为孝感市老澧河水生态综合治理（一期）PPP项目（以下简称“老澧河PPP项目”）社会资本方，根据源之清与孝感市城乡建设委员会签订的协议，老澧河PPP项目采用政府付费机制，政府支付的运营补贴纳入孝感市财政预算，项目建设期3年、运营期17年，运营期内每年政府补贴金额为3.39亿元至3.82亿元。截至2024年末老澧河PPP项目政府方累计欠付项目运营补贴款10.22亿元。截至2024年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。

表6 2024年度公司主要基础设施建设项目收入确认情况（单位：亿元）

公司名称	收入确认项目	收入金额	成本金额	累计已回款金额
孝感丰翔	临空经济开发区拆迁工程	4.97	3.98	3.11
源之清	老澧河 PPP 项目运营补贴收入	3.14	3.14	0
合计	-	8.11	7.12	3.11

资料来源：公司提供

截至2025年3月末，公司主要在建及拟建城市基础设施等项目总投资规模较大，项目储备较充足，同时也给公司带来了较大的建设资金压力，此外主要在建及拟建项目均未签订代建协议、项目收益模式以自营为主，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2025年3月末该项目累计已投资大于预计总投资，系该项目配套建设了周边市政公园、公共道路等公益性基础设施项目导致，根据公司提供的资料，该等基础设施项目未签订代建协议，项目预计通过政府向公司划拨土地等资产交换方式实现收益。

表7 截至 2025 年 3 月末公司在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	收益模式
孝感市奥体中心文体产业（一片区）建设项目	15.99	29.59	体育场馆运营收入，已试运营
老澧河康养项目（文旅小镇）	14.89	0.55	文旅古建筑商业运营收入
孝感临空经济区科研产业园项目	11.20	0	厂房租赁收入
合计	42.08	30.14	

资料来源：公司提供

（二）安置房建设业务

公司建设的安置房项目多数已完工，未来收入来源较有保障；但跟踪期内安置房移交结算进展相对缓慢，业务对资金占用较大，且以自营模式建设的安置房项目收益不确定性较大

跟踪期内，公司继续承担孝感市本级及临空区安置房建设职能，且业务模式未发生变化。公司安置房建设业务由子公司孝感丰翔和孝感市澧水建设投资有限公司（以下简称“澧水公司”）负责，业务模式具体如下表所示。2024年公司确认了来自澧水公司建设的老澧河星火安置区项目6.55亿元代建收入，但中证鹏元注意到，根据澧水公司2024年审计报告，澧水公司2024年度未确认安置房销售收入。

表8 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

截至2025年3月末，公司负责建设的安置房项目多数已经完工，潯水公司和孝感丰翔账面尚有较大规模的已完工安置房开发成本，未来随着政府逐步回购代建项目或公司对外出售自营项目，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，且自营类安置房项目能否实现预期收益则受房地产行业景气度等因素影响而具有不确定性。

表9 截至 2025 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
孝感临空经济区2022年度凤凰嘉园安置房建设项目（一期）	9.19	5.72	代建	孝感丰翔
合计	9.19	5.72	-	-

注：上表未列示已交房但尚未办妥竣工决算的安置房项目。

资料来源：公司提供

（三）其他业务

砂石开采销售、公交运营等业务丰富了公司的收入来源，但公交运营持续面临亏损压力，砂石开采销售下游景气度较弱；经营性担保业务在保余额增长较快，且2024年继续发生代偿，未来存在一定的或有负债风险

公司砂石开采业务具有一定区域竞争优势，目前可采储量储备较充足，业务持续性较好，但需关注需求不利变动对业务的影响。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”）负责经营。截至2025年3月末，佳兴控股共运营孝南三张内河1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，年砂石骨料产能约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。受经营安陆巡店潯水西支采砂点的子公司方舟集团被无偿划出，以及2024年下游需求偏弱等因素影响，2024年度公司砂石销售收入及毛利率水平均有所下降。目前佳兴控股在建周巷雨山采石场、辛榨乡采砂点2处开采点，项目规划于2025年8月陆续投产，未来公司砂石销售业务仍具有较好的持续性；但受采砂点可采储量相对有限、新开采点建成投产时间存在不确定性等影响，未来砂石销售业务收入规模可能存在波动。

公司公交运营业务具有区域专营性及准公益性，但近年持续亏损。众益公交系公司公交运营业务主体，其为孝感市城区唯一的公交车经营企业，主要经营范围包括孝感市区城市公共交通、汽车维修等业

务，业务具有较强的区域专营性及准公益性。截至2024年末公交集团共有464辆运营车辆，共经营23条公营公交线路，2024年度公交车业务收费标准未发生变化，当年客运业务收入整体维持稳定，且业务持续发生亏损，业务运营依赖政府补贴。

公司经营性担保业务在保余额快速增长，担保费率维持在较低水平，2024年继续发生代偿，业务存在一定的代偿风险。公司担保费收入来自孝感市融资担保有限公司（以下简称“孝感融担”），孝感融担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。受孝感融担根据当地政府相关安排，与各银行金融机构开展较大规模“总对总”批量再担保业务，2024年末孝感融担在保企业及在保个人数量同比大幅增长。孝感融担的担保对象主要为中小企业，经营实力较弱，2024年代偿率有所攀升，未来需持续关注该业务代偿风险。收入方面，受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，2024年孝感融担平均担保费率继续维持在较低水平。

表10 近年孝感融担主要经营情况（单位：万元）

项目名称	2024年	2023年
当年安全解除担保责任金额	54,311	35,317.3
当期发生担保代偿额	698.98	154.8
期末在保责任余额	137,043.60	89,338.64
期末在保企业数量（家）	217	106
期末在保个人数量（人）	2,388	1,459
代偿率	1.29%	0.44%
平均担保费率	0.16%	0.10%

资料来源：公司提供

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

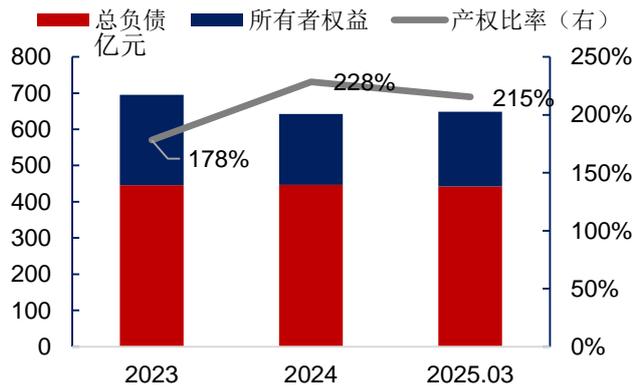
值得注意的是，公司与灃水公司对2024年度安置房业务收入的确认存在差异。根据公司2024年审计报告及公司提供的资料，公司确认了2024年度来自公司的安置房销售收入6.55亿元。而根据经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的灃水公司2024年审计报告，灃水公司2024年未确认安置房销售收入。

跟踪期内受无偿划出子公司的影响，公司资产规模有所减少，公司较多资金仍沉淀于项目开发成本、应收款项，流动性依赖于当地政府统筹安排，资产流动性较弱；此外灃川国投统筹负责公司部分到期债务的还本付息，公司债务规模有所减少，但短期债务占比仍较高，偿债压力较大

资本实力与资产质量

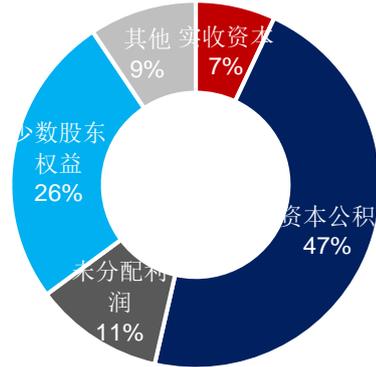
2024年以来控股股东无偿划出公司较多资产，2025年一季度公司发行10亿元可转债并计入其他权益工具科目，综合影响下2024年以来公司净资产规模下降较多，而负债规模整体变动不大，2025年3月末公司产权比率为215%，权益对负债的保障程度同比进一步弱化。2025年3月末公司净资产主要由政府无偿划入资产形成的资本公积、孝感丰翔少数股东权益、未分配利润等构成。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图2 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受无偿划出资产影响，2024年以来公司资产规模整体有所下降。2024年末资产仍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。受公司无偿划出孝感高创30%股权影响，公司长期股权投资显著下降。

公司较多资金沉淀于各类项目开发成本和应收款项，回款时间受当地政府的统筹安排影响而具有不确定性。2024年末公司项目开发成本主要包括存货科目中孝感丰翔的代建安置房、基础设施等项目开发成本约107亿元，以及在建工程中96亿元澧水公司安置房项目开发成本、约14亿元清之源PPP项目开发成本和公司本部约32亿元代建项目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。同期末公司应收账款、预付款项和其他应收款主要为公司与孝感市财政局、临空区管委会及当地国企的往来款、预付土地款和工程款等，坏账风险相对可控，但对营运资金占用较大。

公司土地资产规模较大，较多土地已经抵押，流动性较弱。2024年末公司土地资产规模变动不大，期末澧水公司持有的8宗价值合计8.01亿元的土地已经抵押，公司本部持有的价值2.35亿元的土地已经抵押，此外2宗政府注入的价值合计12.08亿元的土地尚未缴纳土地出让金。

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。跟踪期内公司投资性房地产变动不大，值得注意的是，澧水公司、孝感丰翔名下的自建投资性房地产评估增值金额较大，公司采用公允价值对投资性房地产进行计量，2024年度公司投资性房地产公允价值变动损失0.27亿元。

其他资产方面，截至2024年末公司货币资金规模较小，不足以覆盖短期债务；其他非流动中包括22.53亿元转贷款，该等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。2024年末公司受限资产合计56.99亿元，主要包括23.01亿元在建工程、15.64亿元投

资性房地产、14.06亿元存货和0.30亿元用作保证金的货币资金。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	12.27	1.89%	12.91	2.01%	17.44	2.51%
应收账款	46.33	7.15%	46.92	7.30%	39.74	5.71%
预付款项	13.84	2.14%	13.73	2.14%	21.75	3.13%
其他应收款	121.67	18.77%	118.27	18.41%	109.87	15.80%
存货	132.48	20.44%	132.61	20.65%	135.83	19.53%
流动资产合计	339.69	52.41%	337.54	52.55%	326.84	47.00%
在建工程	142.83	22.04%	139.24	21.68%	144.54	20.78%
长期股权投资	2.13	0.33%	2.13	0.33%	43.77	6.29%
投资性房地产	64.30	9.92%	64.30	10.01%	64.45	9.27%
其他非流动资产	56.06	8.65%	56.06	8.73%	58.89	8.47%
非流动资产合计	308.43	47.59%	304.80	47.45%	368.61	53.00%
资产总计	648.12	100.00%	642.34	100.00%	695.45	100.00%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

跟踪期内公司总债务有所下降，但短期债务占比较高，债务压力较大。公司负债仍以刚性债务为主，2024年以来随着澧川国投通过发行借新还旧债券等方式，统筹负责公司部分到期债券、银行借款等债务的还本付息，公司其他应付款规模显著增长、总债务规模有所下降。2024年末公司总债务占比约64%，债务期限结构尚有优化空间；期末公司融资渠道包括银行借款、债券融资和非标融资等；其中银行借款以质押借款、抵押借款和保证借款为主；债券融资以无担保发行为主，2025年6月末存续债券票面利率区间为2.25%-6.35%，2025年一季度公司发行10亿元可续债并计入其他权益工具科目；2024年末公司非标融资余额19.46亿元，其中一年内到期规模为7.09亿元，需关注债务接续压力。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.09	0.47%	2.39	0.54%	4.60	1.03%
其他应付款	133.23	30.10%	110.13	24.65%	54.97	12.34%
一年内到期的非流动负债	39.29	8.88%	68.30	15.29%	37.69	8.46%
流动负债合计	187.24	42.30%	192.52	43.09%	124.90	28.04%
长期借款	153.96	34.78%	153.29	34.31%	159.80	35.87%
应付债券	47.34	10.70%	47.34	10.60%	100.37	22.53%
长期应付款	48.00	10.84%	47.40	10.61%	55.72	12.51%
非流动负债合计	255.40	57.70%	254.22	56.91%	320.58	71.96%
负债合计	442.63	100.00%	446.73	100.00%	445.48	100.00%

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总债务	--	54.91%	284.11	63.60%	338.65	76.02%
其中：短期债务	--	17.17%	71.12	25.03%	50.77	14.99%
长期债务	--	82.83%	213.00	74.97%	287.88	85.01%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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。公司债务以长期债务为主，2024年末受现金类资产减少、短期债务增长双重影响，现金短期债务比大幅下降至0.18。2024年公司主业盈利能力仍较弱，总债务持续增加导致利息支出规模仍较大，EBITDA利息保障倍数仍维持在较低水平。

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长，主营业务收入回款较缓慢，未来仍需新增较多长期外部融资，预计中短期内公司财务杠杆将维持在较高水平。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
资产负债率	68.29%	69.55%	64.06%
现金短期债务比	--	0.18	0.34
EBITDA 利息保障倍数	--	0.25	0.32

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日³，公司本部、灏水公司、孝感丰翔俊不存在未结清不良类信贷记录；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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月16日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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2024年末公司对外担保金额合计83.43亿

³孝感丰翔的征信报告查询日为 2025 年 5 月 12 日，孝感城投的征信报告查询日为 2025 年 7 月 3 日，灏水公司的的征信报告查询日为 2025 年 7 月 9 日。

元，包括非经营性担保金额69.73亿元、经营性担保金额13.70亿元；其中非经营性担保主要为公司本部及子公司对当地国企的担保，均未设置反担保措施；同期末孝感融担的经营性担保在保余额较大，且担保对象以中小企业和个人为主，2024年发生代偿698.98万元，担保业务存在一定的或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司是孝感市政府下属重要企业，孝感市国资委间接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，孝感市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与孝感市政府的联系非常紧密。公司由孝感市政府全资拥有，公司从事的基础设施和安置房建设等主要业务源于孝感市市政府及相关单位。近年孝感市政府每年均向公司提供一定的政府补贴，有效提升了公司的利润水平。展望未来，作为孝感市重要的基础设施投融资和建设主体，公司与孝感市政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对孝感市政府较为重要。近年公司提供了一些对孝感市当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，此外公司也有较大规模的砂石销售等市场化业务。孝感市将市级及临空区的基础设施、安置房建设等业务全部委托给公司代建，但截至2025年3月末公司代建项目储备较少，预计未来公司在基建方面对政府的贡献一般。由于公司本部不在供水、供电、供热、燃气、公交等任一领域具有区域专营性，孝感市政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的。目前公司已通过发行债券融资，且有较大规模的银行借款等存量债务，公司债务违约将对孝感市区域金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

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）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	12.27	12.91	17.44	30.22
应收账款	46.33	46.92	39.74	35.43
预付款项	13.84	13.73	21.75	12.11
其他应收款	121.67	118.27	109.87	101.83
存货	132.48	132.61	135.83	111.09
流动资产合计	339.69	337.54	326.84	291.78
在建工程	142.83	139.24	144.54	129.57
其他权益工具投资	25.92	25.92	26.41	26.41
长期股权投资	2.13	2.13	43.77	30.29
投资性房地产	64.30	64.30	64.45	62.91
其他非流动资产	56.06	56.06	58.89	64.34
非流动资产合计	308.43	304.80	368.61	348.35
资产总计	648.12	642.34	695.45	640.14
短期借款	2.09	2.39	4.60	4.74
其他应付款	133.23	110.13	54.97	36.19
一年内到期的非流动负债	39.29	68.30	37.69	26.68
流动负债合计	187.24	192.52	124.90	89.53
长期借款	153.96	153.29	159.80	141.80
应付债券	47.34	47.34	100.37	110.99
长期应付款	48.00	47.40	55.72	59.20
非流动负债合计	255.40	254.22	320.58	316.49
负债合计	442.63	446.73	445.48	406.02
总债务	--	284.11	338.65	309.01
其中：短期债务	--	71.12	50.77	32.08
长期债务	--	213.00	287.88	276.93
所有者权益	205.49	195.61	249.97	234.12
营业收入	0.89	19.37	20.56	16.98
营业利润	-0.09	1.36	2.23	2.25
其他收益	0.10	1.33	1.74	1.86
利润总额	-0.10	1.33	2.18	2.21
经营活动产生的现金流量净额	23.04	16.39	14.19	8.86
投资活动产生的现金流量净额	-3.31	-8.88	-27.37	-27.11
筹资活动产生的现金流量净额	-20.37	-12.04	1.06	3.47
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
销售毛利率	13.01%	10.89%	16.47%	15.43%
资产负债率	68.29%	69.55%	64.06%	63.43%
短期债务/总债务	--	25.03%	14.99%	10.38%

现金短期债务比	--	0.18	0.34	0.94
EBITDA（亿元）	--	3.93	5.10	4.82
EBITDA 利息保障倍数	--	0.25	0.32	0.29

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 2025 年 6 月末）



资料来源：中证鹏元根据公开资料整理

附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（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
孝感市潯水建设投资有限公司	1.00	80.00%	安置房建设
孝感市融资担保有限公司	2.84	49.30%	经营性担保
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
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
孝感市老街康养文化旅游投资有限公司	0.50	100%	旅游项目开发

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录五 信用等级符号及定义

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号