



2017年第一期、第二期黄梅县综合投资有 限责任公司公司债券2021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.

技术领先，服务全球，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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2017年第一期、第二期黄梅县综合投资有限责任公司¹ 公司债券2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
17 黄梅债 01	AAA	AAA
17 黄梅债 02	AAA	AAA
评级日期	2021-06-24	2020-08-27

债券概况

债券简称: PR 黄梅 01/17 黄梅债 01、PR 黄梅 02/17 黄梅债 02

债券剩余规模:

17 黄梅债 01: 8 亿元

17 黄梅债 02: 1.6 亿元

债券到期日期:

17 黄梅债 01: 2024-10-09

17 黄梅债 02: 2024-10-18

偿还方式: 本期债券每年付息一次, 在债券存续期第 3 至第 7 年末分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金

增信方式: 保证担保

担保主体: 重庆三峡融资担保集团股份有限公司

联系方式

项目负责人: 宋歌

songg@cspengyuan.com

项目组成员: 张涛

zhangt@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对黄梅县城市投资发展集团有限公司(以下简称“黄梅城投”或“公司”)及其分别于 2017 年 10 月 9 日发行的 2017 年第一期黄梅县综合投资有限责任公司公司债券(以下简称“17 黄梅债 01”)和 2017 年 10 月 18 日发行的 2017 年第二期黄梅县综合投资有限责任公司公司债券(以下简称“17 黄梅债 02”)的 2021 年度跟踪评级结果为: 17 黄梅债 01 和 17 黄梅债 02 信用等级均维持为 AAA, 发行主体信用等级维持为 AA-, 评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到: 公司基础设施建设项目和土地整理项目投资规模较大, 未来收入来源有一定的保障; 公司持续获得较大力度的外部支持; 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。同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱, 面临一定的资金压力且偿债压力有所上升。

未来展望

- 预计公司业务持续性较好, 且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标(单位: 万元)

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	1,388,771.92	975,177.47	909,011.41
所有者权益	945,910.43	587,280.39	553,867.77
总债务	388,149.19	343,775.47	321,339.68
资产负债率	31.89%	39.78%	39.07%
现金短期债务比	0.35	0.72	1.61
营业收入	46,068.71	41,040.95	35,005.78
其他收益	9,771.00	10,370.30	9,983.00
利润总额	15,751.25	17,737.10	13,861.94
销售毛利率	17.38%	21.28%	14.17%
EBITDA	17,305.59	18,597.37	14,421.11
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.92	0.74
经营活动现金流净额	-40,452.59	11,890.63	-86,773.90
收现比	0.47	0.66	0.71

资料来源: 公司 2018-2020 年审计报告, 中证鹏元整理

¹ 原黄梅县综合投资有限责任公司, 于 2019 年 6 月 19 日更名为黄梅县城市投资发展集团有限公司。

优势

- **公司是黄梅县主要的基础设施建设主体，业务持续性较好。**城市基础设施建设收入和土地整理收入是公司主要收入来源，截至 2020 年末，公司主要在建的基础设施建设项目计划总投资 14.71 亿元，已投资 8.57 亿元，在开发土地整理项目计划总投资 13.20 亿元，已投资 6.57 亿元，预计未来可形成一定规模的城市基础设施建设及土地整理收入。
- **公司持续获得的外部支持力度较大。**2020 年公司控股股东黄梅县人民政府国有资产监督管理局（以下简称“黄梅县国资”）将黄梅县能源投资开发有限公司（以下简称“黄梅县能投”）整体划拨至公司，黄梅县人民政府将县内部分水库、河道采砂权划归公司，公司当期资本公积增加 34.42 亿元；此外，公司 2020 年共收到政府补贴收入 0.98 亿元。公司获得股东和当地政府支持力度较大。
- **三峡担保提供的保证担保能继续有效提升本期债券的信用水平。**三峡担保实力较为雄厚，业务发展情况较好，经中证鹏元评定，三峡担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升本期债券信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货和无形资产为主，截至 2020 年末，三者占总资产比重分别为 20.45%、44.96%和 24.62%，应收款项对公司资金形成较长时间占用，用于抵押的存货账面价值为 15.51 亿元，占存货总额的 24.84%，受限比例较高，整体资产流动性较弱。
- **公司在建项目所需资金规模较大，面临一定的资金压力。**截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投入资金总额 12.77 亿元，面临一定的资金支出压力。
- **公司总债务规模持续增长，偿债压力上升。**截至 2020 年末，公司总债务规模为 38.81 亿元，占总负债比重为 87.63%，同比增长 12.89%，总债务/EBITDA 同比上升，EBITDA 利息保障倍数同比下降，现金短期债务比进一步下降，整体来看公司偿债压力持续上升。

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_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

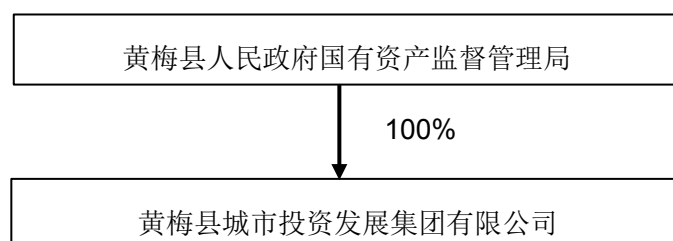
二、本期债券募集资金使用情况

公司分别于2017年10月9日和2017年10月18日公开发行7年期10亿元“17黄梅债01”和7年期2亿元“17黄梅债02”，募集资金用于小池滨江新区安置区建设项目和滨河新区安置区项目及补充公司流动资金。截至2021年5月31日，上述两期债券募集资金专项账户余额为178,653,322.78元。

三、发行主体概况

2020年，公司注册资本、控股股东、实际控制人、控股股东持股比例均未发生变化。截至2020年12月31日，公司注册资本和实收资本均为161,840.10万元，控股股东和实际控制人均为黄梅县国资，持股比例为100%。

图1 截至2020年12月31日公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司董事、监事、高管无变动。2020年公司新纳入合并报表范围的一级子公司共6家，具体变化如表1所示。截至2020年末，公司纳入合并范围内的子公司共25家。

表1 跟踪期内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
黄梅龙顺高铁新区建设有限公司	100.00%	10,000.00	交通运输、仓储和邮政业	新设
黄梅龙安乡村开发建设有限公司	100.00%	8,000.00	批发和零售业	新设
黄梅县能源投资开发有限公司	100.00%	3,000.00	租赁和商务服务业	划拨

黄梅县龙强公交集团有限公司	100.00%	500.00	交通运输、仓储和邮政业	新设
黄梅县龙清水务有限公司	80.00%	1,230.00	电力、热力、燃气及水生产和供应	新设
黄梅县龙吉资产经营有限公司	76.00%	5,000.00	水利、环境和公共设施管理业	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，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，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域环境

疫情影响下黄梅县经济总量有所回落，固定资产投资及社会消费品零售总额下滑较多

黄梅县隶属于湖北省黄冈市，湖北省处于2020年疫情中心，新冠疫情对黄梅县2020年全年经济和财政产生较大负面影响。2020年黄梅县实现地区生产总值235.38亿元，按可比价格计算，同比下滑4.8%。其中，第一产业增加值59.35亿元，同比下降0.8%；第二产业增加值78.12亿元，同比下降6.7%；第三产业增加值97.92亿元，同比下降5.3%。从产业结构来看，黄梅县产业结构较为均衡，三次产业增加值占GDP的比重由上年的22.8:35.9:41.3调整为25.2:33.2:41.6，第一产业占比有所提升。

农业方面，黄梅县原属于传统的农业大县，2020年全年农林牧渔总产值963,926万元，其中：农业产值396,141万元，林业产值34,240万元，牧业产值246,189万元，渔业产值221,230万元，农林牧渔业服务业产值66,126万元。全年粮食产量423,073吨，比上年减少14,240吨，减产3.26%，棉花产量4,028吨，

减产25.82%，油料产量74,527吨，增产15.19%，肉类总产量33,016吨，比上年减少22.28%，水产品产量93,848吨，比上年增长1.06%。

工业方面，2020年黄梅县规模以上工业增加值同比增长1.2%，完成规模以上工业总产值181.4亿元，同比增长0.1%，分行业看，纺织业产值39.1亿元，同比增长2.2%，非金属矿物制品业产值40.7亿元，同比增长3.5%，农副食品加工业产值34.6亿元，同比下降2.4%，化学原料和化学制品制造业产值15.2亿元，同比下降1.8%。

2020年，黄梅县全年固定资产投资额增速同比下降19.2%。其中，民间投资占全部投资的比重为68.9%，比上年同期降低3.2个百分点；工业投资增速同比下降24.9%，占总投资比重33%；工业技改投资增速同比下降16.5%，占总投资比重11.3%。分产业看，第一产业投资额同比下降10%，第二产业投资额同比下降24.85%，第三产业投资额同比下降20.3%。

2020年外贸出口总额12,744万美元，比上年增长9.4%，社会消费品零售总额142.04亿元，同比下降19.8%，社会消费品零售总额下降速度较快。

表2 黄梅县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	235.38	-4.80%	274.12	7.10%
第一产业增加值	59.35	-0.80%	56.25	3.20%
第二产业增加值	78.12	-6.70%	88.79	7.80%
第三产业增加值	97.92	-5.30%	102.08	8.80%
工业增加值	181.40	0.10%	213.60	8.90%
固定资产投资	-	-19.20%	-	12.10%
社会消费品零售总额	142.04	-19.80%	171.63	10.90%
外贸出口总额（万美元）	12,744.00	9.40%	11,651.00	29.60%
存款余额	462.27	11.90%	399.06	5.20%
贷款余额	206.76	15.70%	173.50	8.2%
人均 GDP（元）		-		28,424.00
人均 GDP/全国人均 GDP		-		40.09%

资料来源：2019-2020年黄梅县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2020年黄梅县实现一般公共预算收入8.07亿元，同比下降25.5%，其中税收收入6.01亿元，同比下降24.9%，占一般公共预算收入的比重为74.6%；非税收入2.05亿元，比上年下降27.1%；基金收入26.73亿元，比上年下降12.3%。2020年黄梅县一般公共预算支出65.13亿元，比上年增长15.2%。财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为12.39%，自给能力较差。

五、经营与竞争

公司是黄梅县重要的城市基础设施建设和投融资主体，主要从事土地开发整理、政府公共资源或产品的特许经营、基础设施、公共事业、基础产业的投资开发、建设运营与天然气设施安装及供应等业务。近年来公司收入规模持续增长，2020年实现营业收入4.61亿元，同比增长12.25%。

收入结构方面，2020年公司营业收入仍主要来源于城市基础设施建设业务、砂石销售业务和土地整理业务，2020年上述三项业务收入分别占营业收入的47.46%、26.82%和12.00%。公司其他主营业务包括天然气设施安装与供应、车辆检测、电力供应等，收入规模均不大。毛利率方面，公司销售毛利率为17.38%，较上年下降3.90个百分点，主要系砂石销售业务毛利率下降所致。

表 3 2019-2020 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

收入类型	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
城市基础设施建设	21,865.59	8.04%	21,801.53	8.04%
砂石销售	12,356.15	19.64%	8,109.72	42.35%
土地整理	5,530.05	26.01%	7,307.09	26.10%
天然气设施安装与供应	2,611.02	40.73%	2,820.86	37.46%
矿产品收入	1,166.71	28.94%	-	-
电力收入	1,024.99	33.96%	-	-
保安服务费	702.58	24.31%	175.59	57.26%
机动车检测	480.47	70.14%	421.55	63.88%
租金收入	139.29	67.21%	37.20	70.22%
驾驶员考试服务	125.72	1.81%	263.76	36.87%
加工费收入	48.69	42.49%	17.87	64.47%
酒店收入	8.14	94.84%	4.46	92.38%
销售收入	6.64	2.11%	-	-
剧院经营租赁	-	-	51.89	100.00%
其他业务	2.68	0.00%	29.43	80.64%
合计	46,068.71	17.38%	41,040.95	21.28%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司城市基础设施建设项目收入规模及毛利率相对稳定，在建项目数量较多，投资规模较大，同时也面临一定的资金压力

公司是黄梅县重要的城市基础设施建设主体，项目建设采取委托代建模式，与黄梅县人民政府对每个代建项目均分别签订《委托代建框架协议》。公司作为项目的项目法人和管理者，自筹资金建设项目，项目竣工后移交给黄梅县人民政府或者其指定的第三方。黄梅县人民政府根据公司已完成工程投资额与代建费用（工程投资额的12%）确定代建结算金额，并与公司签订代建工程结算确认书。

2020年公司共结算3个项目，包括黄梅县黄梅大道工程、理工中专-迎宾大道改造工程及雷炎山医院项目，项目结算规模较为稳定，确认基础设施建设收入2.19亿元。

表 4 2020 年公司城市基础设施建设业务项目收入确认情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
黄梅县黄梅大道工程	15,209.69	13,987.48
理工中专-迎宾大道改造	4,507.08	4,144.91
雷炎山医院	2,148.82	1,976.15
合计	21,865.59	20,108.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司城市基础设施建设业务主要在建项目包括滨河新区河道整治、引水、景观工程（BT）项目、黄梅县园区建设项目、黄梅县新县河综合整治项目和安九铁路项目等，主要在建的基础设施项目计划总投资14.71亿元，未来尚需投资6.14亿元。公司在建项目储备充足，未来城市基础设施建设收入来源有一定保障，同时在建项目资金需求量较大，面临一定的资金压力。

表 5 截至 2020 年末公司基础设施建设业务主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	尚需投资	状态
滨河新区河道整治、引水、景观工程（BT）项目	23,000.00	18,582.61	4,417.39	在建
黄梅县园区建设项目	20,000.00	13,856.05	6,143.95	在建
黄梅县新县河综合整治项目	20,000.00	13,723.31	6,276.69	在建
安九铁路项目	20,000.00	3,183.31	16,816.69	在建
黄梅县城区道路改造工程	10,000.00	7,817.34	2,182.66	在建
黄梅县政府投资工程建设中心项目	10,000.00	8,521.72	1,478.28	在建
黄梅县环城河环境综合治理项目	7,450.00	4,050.30	3,399.70	在建
黄梅县 105 国道（创业大道-理工中专）改建工程	7,000.00	1,733.14	5,266.86	在建
新建黄梅县东一路及经一路工程	5,360.00	1,395.29	3,964.71	在建
东一路项目	5,360.00	735.66	4,624.34	在建
黄梅县时代广场景观工程	4,000.00	528.70	3,471.30	在建
垃圾处理厂建设工程	4,000.00	3,413.71	586.29	在建
黄梅县四祖西路新建工程	3,925.00	3,652.35	272.65	在建
新建黄梅县 C15 路工程	2,860.00	1,635.70	1,224.30	在建
五祖大道合九铁路桥扩孔改造工程	2,500.00	2,016.81	483.19	在建
新建黄梅县西一路工程	1,620.00	808.47	811.53	在建
合计	147,075.00	85,654.47	61,420.53	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

土地整理收入为公司重要收入来源，近年来该项收入相对稳定，土地项目储备充足，但受土地市场等因素影响，该项收入未来仍存在一定波动性

黄梅县人民政府与公司签署了《黄梅县土地开发整理项目合作框架协议》，根据协议，公司接受委托代表县政府对大胜工业园区、黄梅镇城区、小池镇内和滨河新区拟出让的土地进行滚动分次开发整

理。土地完成开发后，交由黄梅县政府组织公开交易，公司按土地交易净收益上交省市后属于黄梅县部分的50%分成，收益分成按成交地块分次结算。实际操作中，公司不仅按土地交易净收益50%收回分成，还会收到返还的部分成本，且不同地块的返还成本金额有差异。对于土地招拍挂底价低于土地开发成本的地块，黄梅县政府应先补足开发成本，同时向公司支付管理费（土地开发成本的10%），但行政划拨土地使用权的用地可以成本供地，且不缴纳管理费。实际操作中，公司根据土地交易净收益50%收回分成以及收到返还的部分成本确认土地整理收入，与协议存在差异。

2020年公司实现土地整理业务收入为0.55亿元，同比下降24.66%，主要系公司整理土地规模有所下降所致。2020年，公司主要整理的土地位于黄梅县晋梅大道北侧、城区四祖路与C10号路交叉处、黄梅镇竹林路南侧，地块面积合计52.85亩。

表 6 2020 年公司土地整理收入明细（单位：亩、万元）

项目名称	占地面积	确认收入	确认成本
黄梅县晋梅大道北侧	29.54	3,998.77	2,955.19
城区四祖路与 C10 号路交叉处	6.19	332.78	245.93
黄梅镇竹林路南侧	17.12	1,198.50	885.72
合计	52.85	5,530.05	4,086.84

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司在开发的土地整理项目计划总投资13.20亿元，已投资6.57亿元，可整理的土地面积约3,000.00亩，其中黄梅镇城区片区和滨河新区片区地块已结转部分投资成本，未来土地整理业务收入来源有一定保障。随着土地的逐步开发整理，公司亦存在一定资金需求，且易受当期土地市场波动、土地出让计划以及土地出让金征收主体的变化等因素影响，未来土地整理业务收入或存在一定波动。

表 7 2020 年公司在开发的土地整理项目情况（单位：亩、万元）

项目名称	占地面积	计划总投资	累计投资
黄梅镇城区片区地块	1,000.00	58,000.00	56,739.45
滨河新区片区地块	600.00	34,800.00	6,326.68
大胜工业园区片区地块	1,000.00	28,000.00	846.89
小池镇片区地块	400.00	11,200.00	1,740.54
合计	3,000.00	132,000.00	65,653.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司砂石销售业务规模及占比大幅提升，但受砂石市场价格波动等因素影响，该项业务毛利率同比有所下降

公司砂石销售业务主要由子公司黄梅龙鑫建筑砂石料有限公司（以下简称“龙鑫砂石料”）负责。2020年公司实现砂石销售业务收入1.24亿元，同比增加53.09%，占营业收入比重的26.82%；毛利率为19.64%，较2019年下降22.71个百分点。

近年来黄梅县积极推进矿山恢复治理工程，县内形成多个矿山恢复治理点，龙鑫砂石料通过收购各乡镇矿山恢复治理产生的废弃料获取砂石原材料，并与县内多家碎石、制砂加工点合作，将原材料加工成石子、瓜子米和石粉等产品后进行销售。2020年，公司合作的加工点产能有所提升，加之基建项目对砂石的需求仍然较大，砂石销售业务收入大幅提升。然而2020年砂石销售价格有所波动，同时龙鑫砂石料收购的各乡镇矿山恢复治理产生的废料品质不一，价格和运输成本提高，公司砂石销售业务毛利率有所下降。

表 8 2020 年公司砂石业务主要原材料采购及销售单价情况（单位：元/吨）

采购产品	单位成本	单位销售价格
石子原料	21.00	77.00
河沙原料	30.00	120.00
山砂原料	24.00	100.00
A 级石料	21.00	26.00
B 级石料	16.00	20.00
C 级石料	11.00	16.00
D 级石料	9.00	13.00
E 级石料	7.00	10.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

天然气设施安装和供应等其他主营业务收入为公司收入和利润提供一定补充

公司天然气设施安装和供应业务由子公司黄梅惠民天然气有限公司（以下简称“惠民天然气”）负责运营。惠民天然气负责工业园、濯港镇和五祖镇等范围内工业、居民及商业输气管网、站场建设维护、供气和经营等。2020年惠民天然气实现天然气设施安装和供应业务合计收入0.26亿元，较上年小幅下降，为公司收入和利润提供了一定的补充。

惠民天然气拥有1个配气站，用户总量较上年有所下降，2020年末用户总量为1.13万户，同比减少0.03万户，其中企业用户30户，较上年增加14户。2020年惠民天然气直供和转供总量为646.00万立方米，较2019年小幅下降。

表 9 2019-2020 年惠民天然气主要供配气业务指标

项目	2020 年	2019 年
配气数量站（个）	1	1
直供和转供总量（万立方米）	646	662.84
单位价格（元/立方米）	3.12	3
单位成本（元/立方米）	2.24	2.46
用户总量（万户）	1.13	1.16
其中：企业用户数量（户）	30	16

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，公司2020年新增矿产品和电力销售业务，同时还涉足保安服务、机动车检测、驾驶员考试服

务等业务，对收入形成一定补充，但总体规模较小。

2020年公司继续在资产划拨和财政补贴方面得到政府支持

作为黄梅县主要的城市基础设施建设和投融资主体，2020年公司在财政补贴、股权划拨等方面获得的外部支持力度较大。财政补贴方面，2020年公司收到政府补助0.98亿元，全部计入其他收益，提升了公司的利润水平。

股权和资产划拨方面，2020年黄梅县国资将黄梅县能投整体划拨至公司作为子企业管理。同期，黄梅县人民政府将县域水库、河道采砂权（评估价值和账面价值均为34.18亿元）划归公司。综合影响下，2020年末公司资本公积为67.61亿元，同比增加34.42亿元，同比增长103.71%，同期末公司权益总额为94.59亿元，同比增加35.86亿元，同比增长61.07%。

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亚太（集团）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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年，公司新增纳入合并报表范围的一级子公司共有6家。

资产结构与质量

受水库、河道采砂权划入影响，2020年公司资产规模同比大幅增长，资产主要由存货、应收款项及无形资产构成，整体流动性较弱

截至2020年末，公司资产总额为138.88亿元，同比增长42.41%，主要系黄梅县政府将水库、河道采砂权划归公司所致，公司将前述划入资产计入无形资产科目下，受此影响，公司非流动资产占比大幅上升至32.41%。流动资产中存货规模仍然较大，2020年末公司存货账面规模为62.44亿元，占资产总额44.96%，仍为公司整体资产最重要的组成部分。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	25,375.43	1.83%	46,351.63	4.75%
应收账款	84,114.78	6.06%	59,278.10	6.08%
存货	624,352.59	44.96%	616,040.54	63.17%
其他应收款	199,947.99	14.40%	176,087.93	18.06%
流动资产合计	938,714.24	67.59%	932,658.53	95.64%
可供出售金融资产	79,325.00	5.71%	29,175.00	2.99%

无形资产	341,899.28	24.62%	93.77	0.01%
非流动资产合计	450,057.69	32.41%	42,518.94	4.36%
资产总计	1,388,771.92	100.00%	975,177.47	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，公司货币资金为2.54亿元，主要由银行存款构成，较上年减少了45.26%，主要系公司支付了大量的工程款及往来款，其中受限的货币资金余额0.43亿元，全部为借款抵押金和保函保证金；公司应收账款账面价值为8.41亿元，同比增长41.90%，主要系已确认代建工程收入及土地整理收入未完成结算所致，其中应收黄梅县财政局的工程款占账面余额的98.56%；其他应收款小幅增长，2020年末账面价值为19.99亿元，主要为与政府部门和国有企业的往来款，其他应收款余额前五名的单位分别为黄梅县财政局、黄梅县建工局第一建筑安装公司、湖北小池滨江新区城市综合投资发展有限责任公司、黄梅县城市投资管理中心以及黄梅县高铁建设暨高铁新区建设指挥部，合计占公司其他应收款总额的96.75%。截至2020年末公司应收款项合计占总资产规模20.45%，虽然较2019年末有所下降，但公司应收款项规模仍然较大，对公司形成了一定的资金占用。

公司存货规模继续增长，2020年末存货账面价值为62.44亿元，同比小幅增长，占总资产的44.96%，存货主要由基础设施建设成本和土地成本构成，年末账面余额分别为30.30亿元和30.62亿元；受限存货账面价值为15.51亿元，占存货总额的24.84%，主要为银行借款、债券担保作抵押。公司存货受限比例较高，流动性较弱。

公司非流动资产主要为可供出售金融资产和无形资产。公司可供出售金融资产为对企业的股权投资，2020年末账面价值为7.93亿元，同比增长171.58%，系公司新增对湖北省客运铁路投资有限责任公司的投资5.00亿元，公司对其持股比例为2.65%；无形资产账面价值为34.19亿元，较2019年末大幅增加，主要为黄梅县人民政府划拨的水库、河道砂石资源开采经营权，截至2020年末，前述2020年内划入的无形资产尚未办妥许可证。

总体来看，2020年公司资产规模有所增长，资产以存货、应收款项和无形资产为主，存货受限比例较高，应收款项整体规模较大，对公司营运资金存在较大程度的占用，公司整体资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入规模持续增长，政府补助提升了公司利润水平，但由于经营业务毛利率下降，期间费用增加，营业利润同比略有下滑

2020年公司实现营业收入4.61亿元，同比增长12.25%，主要系砂石销售业务收入增加0.43亿元。公司作为黄梅县重要的基础设施建设主体，承接的政府项目较多，公司在建的基础设施建设项目和土地整理项目的投资规模较大，未来收入来源有一定保障。同时，公司涉及的业务较广，天然气设施安装与供应、矿产品销售、电力供应等业务对公司整体营业收入形成一定补充。

毛利率方面，2020年公司销售毛利率为17.38%，较上年下降3.90个百分点；期间费用0.15亿元，同比上升18.40%；其他收益为政府补贴收入，2020年公司收到政府补助0.98亿元，同比下降6.13%。受上述因素影响，公司2020年营业利润同比下降10.06%至1.61亿元。2020年，公司收现比为0.47，较上年有所下降，主营业务回款情况一般。

总体来看，2020年公司营业收入规模有所增长，但由于主营业务毛利率下降、期间费用提升及政府补助减少，营业利润有所下降，收现能力一般。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年	2019年
营业收入	46,068.71	41,040.95
收现比	0.47	0.66
期间费用	1,469.65	1,241.22
其他收益	9,771.00	10,370.30
营业利润	16,065.71	17,947.17
销售毛利率	17.38%	21.28%

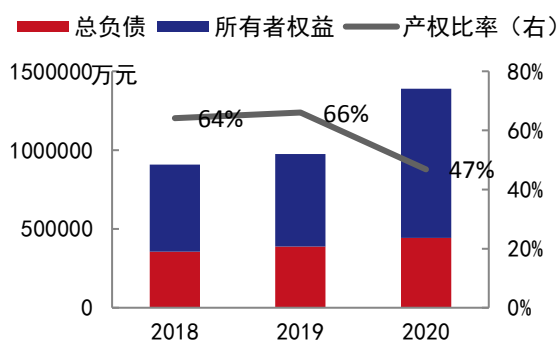
资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

受较大规模资产划入影响，2020年公司权益规模同比大幅增长，但整体债务规模同比亦有增长，主要偿债指标同比均有弱化，整体债务偿还压力有所加大

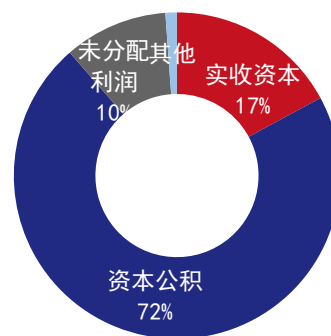
受益于外部资产注入，2020年公司所有者权益规模同比大幅增长。截至2020年末，公司所有者权益为94.59亿元，同比增长61.22%。随着公司建设工程项目资金投入的增加，2020年末负债规模为44.29亿元，同比增长14.17%。综合影响下，2020年末公司产权比率下降至46.82%，所有者权益对负债的覆盖程度有所提高。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2020年末公司负债仍主要由非流动负债构成，占总负债的比重为71.34%。流动负债方面，截至2020年末公司其他应付款余额为4.74亿元，较2019年小幅下降；其他应付款主要由往来款、非金融机构借款和押金及保证金构成，2020年末余额分别为3.33亿元、1.17亿元和0.92亿元；一年内到期的非流动负债余额为5.66亿元，同比增长13.65%，为一年内需偿还的长期借款3.26亿元及一年内到期的应付债券2.40亿元

非流动负债方面，截至2020年末，公司长期借款为24.42亿元，同比增长32.79%，主要为银行借入的抵押借款和质押借款；应付债券余额为7.17亿元，为2017年发行的两期公司债券，票面年利率分别为6.80%和6.68%。

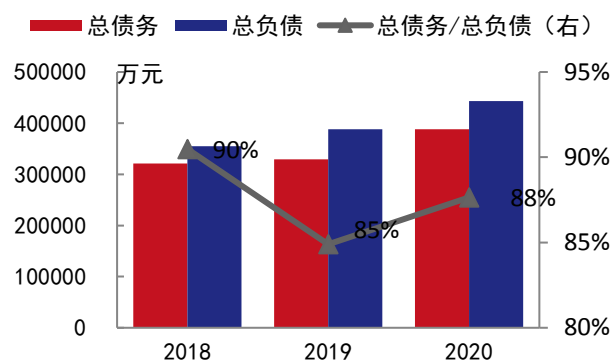
表 12 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,900.00	0.88%	0.00	0.00%
其他应付款	47,403.81	10.70%	49,239.37	12.69%
一年内到期的非流动负债	56,585.70	12.78%	49,790.00	12.84%
流动负债合计	126,907.00	28.66%	108,380.60	27.94%
长期借款	244,214.70	55.14%	183,905.00	47.41%
应付债券	71,739.79	16.20%	95,611.47	24.65%
非流动负债合计	315,954.49	71.34%	279,516.47	72.06%
负债合计	442,861.49	100.00%	387,897.08	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

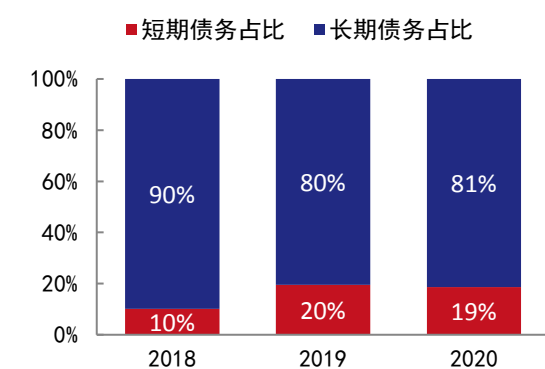
公司总债务由短期借款、其他应付款中的非金融机构借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券组成。截至2020年底，公司总债务规模为38.81亿元，占总负债比重为87.63%，同比增长12.89%，公司偿债压力有所上升。其中短期债务规模为7.22亿元，占总债务的比重为18.60%。

图 4 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，随着公司所有者权益规模的增加，公司资产负债率有所下降，2020年末公司资

产负债率为31.89%，较2019年下降7.89个百分点。短期偿债能力方面，2020年末公司现金短期债务比为0.35，同比大幅下降；受利息费用增加的影响，公司2020年EBITDA利息保障倍数下降至0.80，EBITDA对利息保障能力有所下降；受总债务规模进一步上升影响，公司2020年总债务/EBITDA有所上升。整体来看，2020年公司总债务规模持续增长，短期偿债压力有所加重，整体债务偿还压力有所上升。

表 13 公司偿债能力指标

项目	2020年	2019年
资产负债率	31.89%	39.78%
现金短期债务比	0.35	0.72
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.92
总债务/EBITDA	22.42	17.53

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、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2018年1月1日至报告查询日（2021年5月28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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

八、本期债券偿还保障分析

三峡担保经营状况良好，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能继续有效提升本期债券的信用水平

三峡担保前身为重庆市三峡库区产业信用担保有限公司，成立于2006年4月，由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资管”）出资设立，初始注册资本5.00亿元。三峡担保2010年1月更名为重庆市三峡担保集团有限公司，2015年5月更名为重庆三峡担保集团股份有限公司，2018年6月更名为现名。2018年6月，渝富资管将持有三峡担保的50.00%股权全部无偿划转给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2020年末，三峡担保注册资本及实收资本均为48.30亿元，控股股东为渝富控股，其持股比例为50.00%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会。

表 14 截至 2020 年末三峡担保股权结构情况（单位：万元）

股东名称	投资金额	持股比例
重庆渝富控股集团有限公司	241,500.00	50.00%
三峡资本控股有限责任公司	161,000.00	33.33%
国开金融有限责任公司	80,500.00	16.67%
合计	483,000.00	100.00%

资料来源：三峡担保提供

三峡担保主要从事担保、投资、委托贷款和小额贷款等四大业务。担保业务收入、利息净收入和投资收益是三峡担保的主要收入来源，2020年已赚担保费、利息净收入、投资收益分别占营业收入的64.45%、20.31%和10.30%。随着在保规模的上升，三峡担保已赚担保费保持持续增长，但受资产结构调整的影响，投资收益和利息净收入之和整体下降，致使营业收入进一步下滑。

表 15 三峡担保营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚担保费	69,215.13	64.45%	64,060.86	57.69%	59,693.62	52.41%
利息净收入	21,811.77	20.31%	26,640.28	23.99%	20,520.16	18.02%
投资收益	11,066.61	10.30%	14,440.34	13.00%	26,896.30	23.61%
其他收入	5,306.55	4.94%	5,908.67	5.32%	6,793.19	5.96%
合计	107,400.06	100.00%	111,050.16	100.00%	113,903.27	100.00%

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月31日，三峡担保资产总额为108.61亿元，所有者权益合计为67.90亿元；2020年度，三峡担保实现利润总额3.97亿元。

表 16 近年三峡担保主要财务数据（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	108.61	127.87	117.00
所有者权益合计	67.90	69.34	68.65
营业收入	10.74	11.11	11.39
担保费收入	6.92	6.41	5.97
利润总额	3.97	3.20	3.49
净资产收益率	4.30%	4.13%	4.46%
融资担保责任余额*	-	294.29	471.99
准备金覆盖率*	-	9.88%	6.08%
融资担保放大倍数*	-	5.45	8.92

注：“*”表示数据为母公司口径。

资料来源：三峡担保 2018-2020 年审计报告及三峡担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，三峡担保主体长期信用等级为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安全性。

九、结论

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：万元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	25,375.43	46,351.63	52,404.61
存货	624,352.59	616,040.54	579,794.24
流动资产合计	938,714.24	932,658.53	876,709.22
在建工程	3,884.74	71.97	102.58
非流动资产合计	450,057.69	42,518.94	32,302.19
资产总计	1,388,771.92	975,177.47	909,011.41
短期借款	3,900.00	0.00	0.00
其他应付款	47,403.81	49,239.37	33,053.79
一年内到期的非流动负债	56,585.70	49,790.00	27,125.00
流动负债合计	126,907.00	108,380.60	66,448.97
长期借款	244,214.70	183,905.00	169,210.00
应付债券	71,739.79	95,611.47	119,484.68
非流动负债合计	315,954.49	279,516.47	288,694.68
负债合计	442,861.49	387,897.08	355,143.64
总债务	388,149.19	343,775.47	321,339.68
所有者权益	945,910.43	587,280.39	553,867.77
营业收入	46,068.71	41,040.95	35,005.78
营业利润	16,065.71	17,947.17	13,904.19
其他收益	9,771.00	10,370.30	9,983.00
利润总额	15,751.25	17,737.10	13,861.94
经营活动产生的现金流量净额	-40,452.59	11,890.63	-86,773.90
投资活动产生的现金流量净额	-1,761.62	-840.09	-844.59
筹资活动产生的现金流量净额	24,488.01	-17,103.51	50,388.48
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	17.38%	21.28%	14.17%
收现比	0.47	0.66	0.71
资产负债率	31.89%	39.78%	39.07%
现金短期债务比	0.35	0.72	1.61
EBITDA（万元）	17,305.59	18,597.37	14,421.11
EBITDA 利息保障倍数	0.80	0.92	0.74

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
湖北梅花文化发展有限公司	100.00	70.00%	剧院演出
黄梅惠民天然气有限公司	600.00	65.00%	天然气管道供气
黄梅县龙腾建设投资有限公司	11,000.00	100.00%	基础设施建筑投资
黄梅县龙润建设投资有限公司	11,000.00	100.00%	基础设施建筑投资
黄梅县龙翔机动车安全技术检测有限公司	1,600.00	100.00%	机动车检测服务
黄梅县龙盛驾驶员考试服务有限公司	5,000.00	100.00%	驾驶员考试服务
黄梅县龙源水务有限公司	20,000.00	100.00%	水利水电基础设施建设
黄梅禅文化旅游区投资有限责任公司	11,000.00	100.00%	旅游业投资经营
黄梅龙鑫建筑砂石料有限公司	2,000.00	100.00%	建筑砂石料用灰岩加工、销售
黄梅县永兴国有资产经营有限责任公司	1,000.00	100.00%	国有资产运作和资产置换
黄梅县龙发物流有限公司	2,000.00	65.00%	物流服务
黄梅龙顺高铁新区建设有限公司	10,000.00	100.00%	交通运输、仓储和邮政业
黄梅龙安乡村开发建设有限公司	8,000.00	100.00%	批发和零售业
黄梅县能源投资开发有限公司	3,000.00	100.00%	租赁和商务服务业
黄梅县龙强公交集团有限公司	500.00	100.00%	交通运输、仓储和邮政业
黄梅县龙清水务有限公司	1,230.00	80.00%	电力、热力、燃气及水生产和供应
黄梅县龙吉资产经营有限公司	5,000.00	76.00%	水利、环境和公共设施管理业

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录四 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、债务人主体长期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、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。