



黄冈市城市建设投资有限公司2024年主体 信用评级报告

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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

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

黄冈市城市建设投资有限公司2024年主体信用评级报告

评级结果

| | |
|--------|------------|
| 主体信用等级 | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 |
| 评级日期 | 2024-08-13 |

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：黄冈市为武汉城市圈城市之一，交通便利，经济总量稳居湖北省中游，武鄂黄黄战略的持续推进将为黄冈市城市建设投资有限公司（以下简称“黄冈城投”或公司）发展提供有利的外部环境，公司实际控制人是黄冈市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“黄冈市国资委”），作为黄冈市重要的基础设施建设投融资主体，公司工程代建等业务持续性较好，且持续获得外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司资产大量沉淀于项目成本和土地资产，资产流动性较弱，整体债务规模较大，面临一定债务压力等风险因素。

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期内仍将作为黄冈市重要的基础设施建设投融资主体，工程代建业务持续性较好，且有望持续获得外部支持。

联系方式

项目负责人：李爱文
liaw@cspengyuan.com

项目组成员：蒋晗
jianghan@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 | 2024.3 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产 | 496.38 | 485.94 | 503.21 | 478.33 |
| 所有者权益 | 266.23 | 266.14 | 274.09 | 271.59 |
| 总债务 | -- | 180.54 | 190.79 | 171.07 |
| 资产负债率 | 46.37% | 45.23% | 45.53% | 43.22% |
| 现金短期债务比 | -- | 1.18 | 1.24 | 2.15 |
| 营业收入 | 1.32 | 14.29 | 14.30 | 13.96 |
| 其他收益 | 0.00 | 0.62 | 2.37 | 1.44 |
| 利润总额 | 0.16 | 4.60 | 3.77 | 4.46 |
| 销售毛利率 | 10.73% | 28.39% | 24.76% | 39.01% |
| EBITDA | -- | 5.39 | 5.05 | 5.36 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.60 | 0.59 | 0.63 |
| 经营活动现金流净额 | -1.42 | 3.41 | 2.91 | 9.42 |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **黄冈市交通便利，经济稳步发展，未来将受益于武鄂黄黄战略的持续推进。**黄冈市紧邻武汉天河机场、九江机场、鄂州花湖机场，贯通京九铁路等铁路，纵横沪渝高速等八条高速公路，人口数量居湖北省下辖地市（州）中第二，2023 年文化旅游产业发展趋势向好，电子信息、新能源等新动能加快转换，GDP 及一般公共预算收入分别同比增长 6.0%、26.2%。未来湖北省将大力发展以武鄂黄黄为核心的武汉都市圈，着力推进武鄂黄黄同城一体化发展，黄冈市将重点承接光电子信息、先进制造、高端装备制造、大健康等产业，打造都市圈协同发展重要功能区。
- **公司是黄冈市重要的基础设施建设主体，业务竞争力较强。**公司实际控制人为黄冈市国资委，公司承担了黄冈市大量城市基础设施建设、土地整理职能，对黄冈市城市建设贡献较大。目前公司以代建模式为主的基础设施建设在建项目储备充足，大部分与当地政府和签订框架协议，且存货尚有较大规模的待结算开发成本，为工程代建收入持续性提供较好支撑。
- **公司持续获得外部支持。**黄冈市政府及其下属单位在注资、债务置换等方面持续给予公司支持，其中 2021-2023 年黄冈市财政局共提供政府补助 4.53 亿元，提升了公司利润水平。此外，黄冈市财政局及黄冈高新技术产业开发区管理委员会（以下简称“黄冈高新区管委会”）转借给公司湖北省政府债券资金，2023 年末转贷省政府债券增至 16.68 亿元，有助于公司优化债务结构，降低融资成本。

关注

- **公司资产大量沉淀于项目成本和土地资产，部分资产使用受限，资产流动性持续较弱。**公司资产集中于土地和项目成本，其中工程项目建设周期较长且大量项目结算滞后，土地资产短期集中变现能力较弱，同时公司 2023 年末受限资产共计 5.61 亿元，另有 38.46 亿元土地使用权借款到期但未完成解押，再融资受到一定影响。
- **公司债务规模较大，未来将面临一定债务压力。**随着项目投入资金的沉淀，公司建设资金面临较大缺口，近年投资活动现金流持续大规模流出，通过外部融资平衡资金缺口，累积了较大规模的债务。目前公司存量债务规模较大，带来较大的利息支出，EBITDA 对利息的覆盖能力较弱。

同业比较（单位：亿元）

| 公司名称 | 职能定位及业务 | 总资产 | 净资产 | 营业收入 |
|------------------|--|---------------|---------------|--------------|
| 黄冈国有资本投资运营集团有限公司 | 黄冈市主要的城市综合运营商、公共产品与公共服务提供商和国有资本投资运营商 | 768.08 | 367.17 | 91.04 |
| 黄冈市城市建设投资有限公司 | 黄冈市重要的城市建设投融资主体，主要从事黄冈市土地整理、城市基础设施建设等 | 485.94 | 266.14 | 14.29 |
| 黄冈新区投资开发有限公司 | 黄冈市临空经济区重要的基础设施建设主体，主要从事黄冈市临空经济区内的基础设施代建、土地整理、安置房建设等业务 | 131.82 | 64.05 | 14.34 |

注：以上各指标均为 2023 年末/度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|--------------------|--------------------|
| 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 | 5/7 | 经营&财务状况 | 经营状况 | 6/7 |
| | | | | 财务状况 | 6/7 |
| 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 | | | | | aa |
| 外部特殊支持 | | | | | 1 |
| 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 aa，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是黄冈市重要的基础设施建设和投融资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，黄冈市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要考虑到黄冈市国资委作为公司的实际控制人，对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权，且公司所从事的基础设施建设、土地整理等业务主要来自黄冈市政府的授权委托，并获得了当地政府在财政补贴等方面较大力度的支持，公司与黄冈市政府形成了非常紧密的联系；同时，公司最主要的目标是提供当地基础设施等至关重要的公共产品和服务，公司对黄冈市政府非常重要。
- 中证鹏元认为黄冈市政府提供支持的能力很强，主要体现为黄冈市是武汉城市圈的重要组成部分，交通便利，旅游、人力资源丰富。黄冈市着力打造食品饮料、纺织服装、医药化工、建筑建材、智能家居、中医药康养、商贸物流、文化旅游等支柱产业，文化旅游产业发展趋势向好，电子信息、新能源等新动能加快转换。

一、主体概况

公司由黄冈市国有资产经营公司（以下简称“黄冈国资公司”）和黄冈市黄州区国有资产监督管理局于2006年6月共同出资设立，初始注册资本2.00亿元，其中黄冈国资公司出资1.40亿元，黄冈市黄州区国有资产监督管理局出资0.60亿元。此后，公司经过历次增资及股权转让，其中2021年8月，黄冈国资公司将其持有的公司全部股权无偿划转至黄冈国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“黄冈国投”），黄冈国投成为公司控股股东，持股比例为95.02%。

截至2024年3月末，公司注册资本、实收资本均为14.80亿元。经历次股权变更后，截至2024年6月末，公司控股股东仍为黄冈国投，持有公司97.91%股权，实际控制人为黄冈市国资委，股权结构图见附录二。

公司为黄冈市重要的城市建设投资主体，主要从事黄冈市土地整理、棚户区改造、城市基础设施项目代建和城市公共资源的开发经营等业务。截至2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司有11家，详见附录四。

二、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

黄冈市位于武汉城市圈，重点发展食品饮料、纺织服装、医药化工、建筑建材等支柱产业，2023年经济增速回升，财政收入持续增长，随着武鄂黄黄战略的持续推进，未来经济发展潜力较大

区位特征：黄冈市是武汉城市圈的重要组成部分，交通便利，旅游资源较丰富，人口规模较大。黄冈市系湖北省下辖地级市，地处湖北省东部、大别山南麓、长江中游北岸，京九铁路中段，与武汉山水相连。黄冈市境内依傍长江，紧邻武汉天河机场、九江机场，贯通京九铁路、合九铁路、沪汉蓉快速铁路等六条铁路，纵横沪渝高速、福银高速、大广高速等八条高速公路。全市有各类自然保护地 61 个，涉及的空间面积占全市国土面积 10.2%，是全国重点生态功能区；拥有大别山主峰风景区、遗爱湖公园等 4A 级景区 20 处，仙姑寺等 3A 级景区 54 处。截至 2023 年末全市常住人口 579.22 万人，较 2020 年全国第七次人口普查结果略有下降，总数仍在湖北省下辖地市（州）中排第二。

图1 黄冈市产业地图



资料来源：黄冈市人民政府网站

经济发展水平：黄冈市经济增速回升，总量在湖北省地级市中稳居中游，人均GDP偏低。2023年黄冈市经济持续恢复，地区生产总值在湖北省地级市中排第6位，GDP可比增长6.0%，与湖北省平均增速相当；近年黄冈市人均GDP与全国人均GDP之比虽有所提升，但整体水平仍偏低。黄冈市三次产业结构近年变化较小，2023年为19.8:32.1:48.1。2023年黄冈市固定资产投资增长6.9%，高于全省1.9个百分点，其中工业投资增长18.2%，全年新开工亿元以上项目391个、新入库271个，新祥云新材料、石鼓冲绿色

建材等百亿项目开工。房地产投资受行情低迷影响较大，2023年黄冈市房地产开发投资完成208.84亿元，下降24.0%，新开工面积下降43.4%，商品房销售额下降20.0%。受房地产投资大幅下滑影响，2023年黄冈市固定资产投资增速同比下降较多。2023年黄冈市社会消费品零售总额增速有所提升，成为拉动经济增长的重要动力之一。

表1 2023年湖北省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

| 区域名称 | GDP | GDP 增速 | 人均 GDP（万元） | 一般公共预算收入 | 政府性基金收入 |
|------------|--------------|-------------|-------------|---------------|--------------|
| 武汉市 | 20,012 | 5.7% | 14.55 | 1,601.20 | 1,288.77 |
| 襄阳市 | 5,843 | 4.8% | 11.1 | 265.6 | 211 |
| 宜昌市 | 5,756 | 7.1% | 14.68 | 268.99 | - |
| 黄冈市 | 2,885 | 6.0% | 4.98 | 177.76 | 79.04 |
| 十堰市 | 2,359 | 6.1% | 7.47 | 139.42 | 92.96 |
| 恩施州 | 1,481 | 6.0% | 4.36 | 93.07 | 57.88 |
| 随州市 | 1,331 | 4.8% | 6.63 | 61.09 | 32.75 |
| 鄂州市 | 1,266 | 6.0% | 11.81 | 90.20 | 79.78 |

注：黄冈市和鄂州市人均GDP计算使用的常住人口均为2023年末数据，其他市人均GDP来自2023年各市国民经济和社会发展统计公报；“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2023年各市国民经济和社会发展统计公报、政府网站等，中证鹏元整理

表2 黄冈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） | 2,884.68 | 6.0% | 2,747.90 | 4.9% | 2,541.31 | 13.8% |
| 固定资产投资 | - | 6.9% | - | 17.4% | 1,486.90 | 23.6% |
| 社会消费品零售总额 | 1,576.88 | 8.7% | 1,451.29 | 3.4% | 1,403.73 | 22.1% |
| 进出口总额 | 153.8 | 16.1% | 132.5 | 40.1% | 94.50 | 44.4% |
| 人均 GDP（元） | | 49,803 | | 47,458 | | 43,905 |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | | 55.73% | | 55.38% | | 54.22% |

注：人均 GDP 以黄冈市当年末常住人口计算；“-”表示数据未公开披露。

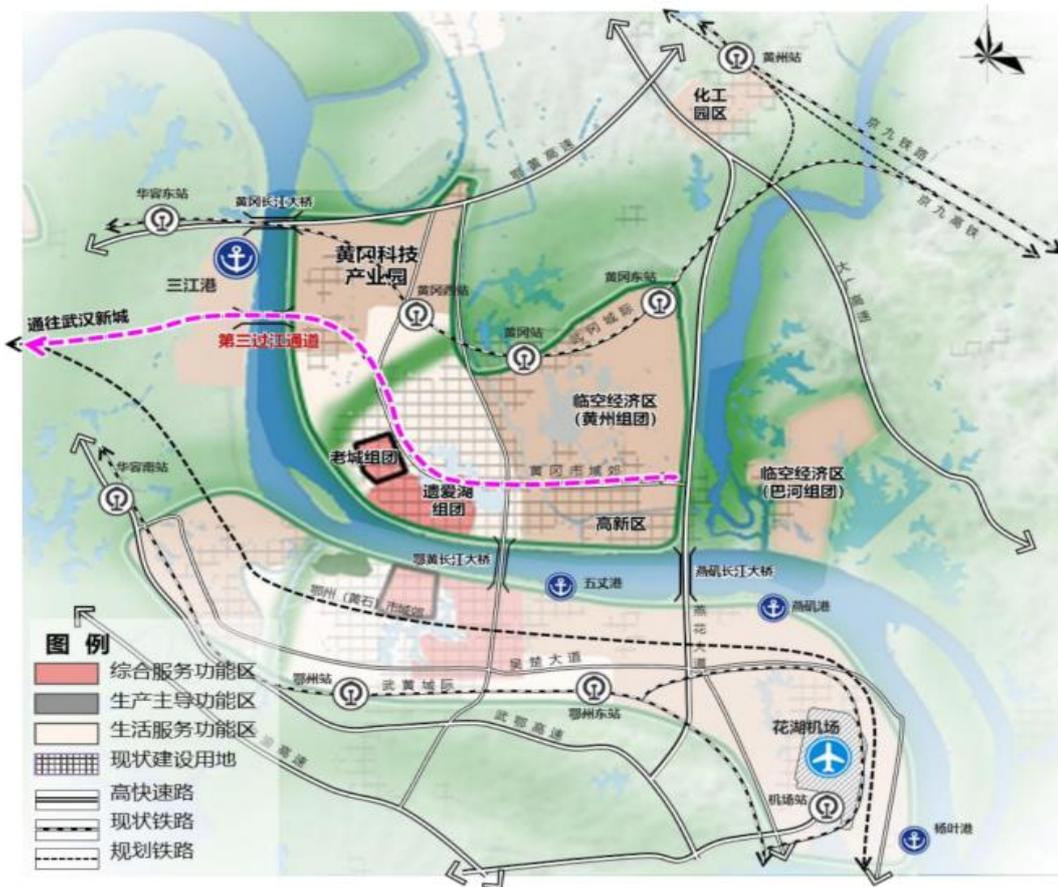
资料来源：2021-2023年黄冈市国民经济和社会发展统计公报，黄冈市人民政府官网，中证鹏元整理

产业情况：黄冈市着力打造食品饮料、纺织服装、医药化工、建筑建材、智能家居、中医药康养、商贸物流、文化旅游等支柱产业，2023年文化旅游产业发展趋势向好，电子信息、新能源等新动能加快转换。凭借交通区位和人力资源等优势，近年黄冈市吸引了伊利、新希望、李时珍医药、广济药业、稳健医疗、索菲亚、华窑集团等企业落户。2023年规模以上工业企业新增239家至1,610家，规模以上工业增加值增长7.3%；实现营业收入1,913.17亿元，增长5.6%；利润总额116.62亿元，增长27.3%。建筑建材方面，2023年全市增加115家建筑业单位，但受房地产市场低迷影响，建筑业实现总产值1,174.01亿元，同比仅增长0.8%。文化旅游方面，2023年黄冈市继续实施全域大文旅战略，持续举办东坡庙会，打造“大美黄冈，此心安处”文旅品牌，黄冈红色印迹探索之旅入选全国乡村旅游精品线路，东坡外滩获评国家级夜间文化和旅游消费集聚区，全年黄冈市共接待游客5,609.05万人次，实现旅游综合收入439.76

亿元，同比增长45.06%。2023年黄冈市与湖北省联投共建的智能科技产业园开园，与东湖高新区共建的“光谷第九园”启动二期，当年光电子信息产值增长21.2%，新能源在建投资410亿元，装机规模589万千瓦、居全省第一。

发展规划及机遇：根据《武鄂黄黄规划建设纲要大纲》，湖北省将大力发展以武鄂黄黄为核心的武汉都市圈，以武汉新城、花湖国际货运枢纽和武鄂黄黄核心区综合交通体系建设为突破口，着力推进武鄂黄黄同城一体化发展，加快建成“一枢纽、四中心”，即国际综合交通和物流枢纽，国家制造业中心、国家科技创新中心、专业性金融中心、国际交往中心。支持黄冈提升中心城区综合服务功能和能级，有序发展商贸物流、航空配套服务等产业，重点承接光电子信息、先进制造、高端装备制造、大健康等产业，打造都市圈协同发展重要功能区。

图2 黄冈空间布局图



资料来源：《武鄂黄黄规划建设纲要大纲》，中证鹏元整理

财政及债务水平：2023年黄冈市一般公共预算收入大幅增长，但政府性基金收入持续下滑，财政自给能力较弱。2023年黄冈市实现一般公共预算收入177.76亿元，同比增长26.2%，一方面系区域经济发展带来的税收增长，另一方面当年全面推进国有“三资”清理盘活工作，新增一次性非税收入。黄冈市人口基数大，财政负担较重，财政自给能力较弱。而受房地产市场景气度下行带来的土地交易市场低迷影响，近年黄冈市政府性基金收入持续下滑，政府债务余额则持续增长。

表3 黄冈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 | 177.76 | 140.85 | 141.01 |
| 税收收入占比 | 67.01% | 70.64% | 72.70% |
| 财政自给率 | 27.51% | 25.17% | 27.90% |
| 政府性基金收入 | 79.04 | 93.57 | 174.09 |
| 政府直接债务余额 | 700.63 | 628.20 | 546.03 |

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：黄冈市2021-2022年财政决算报告，2023年预算执行情况和2024年预算草案的报告，中证鹏元整理

投融资平台：近年黄冈市政府对市属国有资产进行重组整合，黄冈国投系重组整合的核心主体。截至2023年末，黄冈市市级发债平台仅三家，其中黄冈国投控股黄冈城投、黄冈新区投资开发有限公司，黄冈城投、黄冈新区投资开发有限公司的业务区域则各有侧重。

三、经营与竞争

公司是黄冈市重要的城市建设投融资主体，目前工程代建项目储备较多，为未来收入提供较好的保障；但同时工程代建等项目结算存在滞后，项目投资沉淀了较多的开发成本，带来较大的投资资金压力

公司定位系黄冈市城市建设投融资主体，承担了黄冈市大量土地整理、城市基础设施建设、棚户区改造等职能。近年公司营业收入规模相对稳定，收入主要来源于工程代建业务、土地整理、还建房销售等，合计收入占比超过60%，同时销售砂石等市场化业务收入占比逐步提升，一定程度上丰富了收入来源，但除砂石销售外的其他各项市场化业务规模尚小。具体业务板块，工程代建业务随着结算项目进度变化而有所波动；土地整理及出让业务受政府规划、土地整理进度及地产市场行情影响，存在较大波动；销售砂石业务近年拓展较快，毛利率出现下滑，但整体仍维持较高水平。近年公司毛利率有所波动，主要系盈利能力较强的土地出让收入及销售砂石业务收入占比变动所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年 1-3月 | | | 2023年 | | |
|-----------|-------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 工程代建 | 0.00 | - | - | 5.07 | 35.50% | 10.43% |
| 土地整理 | 0.00 | - | - | 1.97 | 13.77% | 20.77% |
| 土地出让 | 0.00 | - | - | 0.00 | - | - |
| 房屋销售 | 0.00 | - | - | 1.97 | 13.77% | 26.34% |
| 销售砂石 | 0.98 | 74.27% | 1.08% | 3.60 | 25.15% | 51.23% |
| 其他收入 | 0.34 | 25.73% | 38.60% | 1.69 | 11.80% | 44.97% |
| 合计 | 1.32 | 100.00% | 10.73% | 14.29 | 100.00% | 28.39% |
| 项目 | 2022年 | | | 2021年 | | |

| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
|-----------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| 工程代建 | 6.84 | 47.80% | 10.43% | 5.01 | 35.88% | 10.43% |
| 土地整理 | 1.29 | 9.03% | 20.77% | 0.00 | - | - |
| 土地出让 | 2.00 | 13.97% | 26.47% | 7.69 | 55.07% | 54.30% |
| 房屋销售 | 0.00 | - | - | 0.00 | - | - |
| 销售砂石 | 2.08 | 14.55% | 65.00% | 0.63 | 4.49% | 60.69% |
| 其他收入 | 2.09 | 14.65% | 32.35% | 0.64 | 4.56% | 57.97% |
| 合计 | 14.30 | 100.00% | 24.76% | 13.96 | 100.00% | 39.01% |

注：其他收入包含房屋租赁、工程结算、利息、墓地租赁、广告服务、物业费、工程咨询等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程代建业务

公司受黄冈市政府委托承担了大量城市基础设施建设职能，近年工程代建业务收入结算规模有所波动，目前在建项目储备和待结算开发成本均较多，预计未来收入较有保障，但工程代建项目结算周期长，自营项目预期收益存在一定不确定性，存在较大的投资资金压力

近年公司工程代建收入有所波动，毛利率稳定，项目结算存在一定滞后。根据黄冈市人民政府与公司本部于2016年6月签订的《黄冈市城市基础设施建设项目工程建设管理框架协议》，协议有效期10年，约定公司负责黄冈市城区园林绿化景观工程、环卫城管项目、市政工程项目、环卫工程等工程及相关项目的建设，市政府部门支付的工程建设资金包括工程实际造价加上按工程造价的15%计算的投资回报。在工程建设期的年末由相关部门按照规定对完工工程项目办理工程结算审计，资金支付采用分期方式，周期不超过10年。实际操作中，工程代建项目结算受项目施工和结算进度、政府财政结算安排影响较大，工程代建业务收入存在一定波动。由于投资回报加成比例固定，毛利率仍维持为10.43%。此外截至2023年末，公司2年以上应收账款账面余额8.24亿元，占比约46%，回款存在一定滞后。

表5 2021-2023年度公司工程代建业务收入情况（单位：万元）

| 年度 | 项目名称 | 确认收入 | 合计收入 |
|-------|---------------|-----------|-----------|
| 2023年 | 2013年市政工程项目 | 26,469.66 | 50,742.29 |
| | 2014年市政工程项目 | 22,974.58 | |
| | 2015年市政项目 | 985.81 | |
| | 2017年市政建设项目 | 172.84 | |
| | 2012年市政工程项目 | 139.39 | |
| 2022年 | 2015年市政项目 | 27,655.14 | 68,372.43 |
| | 2016年市政建设项 | 9,410.50 | |
| | 2017年市政建设项 | 9,118.63 | |
| | 2015年绿化项目 | 5,942.05 | |
| | 武汉南华黄冈江北造船厂拆迁 | 5,150.86 | |
| | 其他结算项目合计 | 11,095.24 | |
| 2021年 | 2014年城管执法项目 | 1,479.00 | 50,085.35 |

| | |
|-------------|-----------|
| 2014年绿化项目 | 773.77 |
| 规划项目 | 2,459.24 |
| 2015年城管执法项目 | 2,561.70 |
| 2012年城区路灯工程 | 14.90 |
| 2012年市政工程项目 | 42,796.76 |

资料来源：公司提供

公司工程代建项目储备较多，业务持续性较好，自营项目未来收益存在不及预期的风险，同时较大的在建项目投资规模带来资金压力。公司承担了黄冈市大量的基础设施建设项目，其中2017年前承接的项目主要记在在建工程科目，之后主要记在存货科目。2023年末公司主要在建代建项目包括黄冈市2015年第一批棚户区改造项目、遗爱湖生态修复工程项目等，政府代建项目均已签订代建协议，储备在建项目充足，且存货尚有36.18亿元待结算开发成本，随着项目建设完工和结算，未来工程代建收入较有保障。同时，公司部分项目采用自建自营模式，其中武汉新港唐家渡港区一类水运口岸工程和黄冈市中心城区停车场建设项目后续计划通过市场化的港口和停车场运营实现资金平衡，但若未来自营项目港口和停车场使用率不及预期，未来收入或存在不确定性。

表6 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 | 预计总投资 | 累计总投资 | 尚需投资规模 |
|----------------------|---------------|---------------|--------------|
| 黄冈市 2015 年第一批棚户区改造项目 | 29.20 | 11.53 | 17.67 |
| 遗爱湖生态修复工程项目 | 27.80 | 27.24 | 0.56 |
| 黄冈市 2017 年第二批棚户区改造项目 | 24.90 | 8.01 | 16.90 |
| 黄冈市中心城区停车场建设项目 * | 18.68 | 12.00 | 6.68 |
| 黄冈市城区棚户区改造二期项目 | 18.20 | 11.24 | 6.96 |
| 湖北黄冈城市环境综合治理项目 | 14.70 | 7.70 | 7.00 |
| 2016 年第一批城中村棚户区改造项目 | 14.30 | 10.65 | 3.65 |
| 武汉新港唐家渡港区一类水运口岸工程 * | 11.96 | 5.93 | 6.03 |
| 黄冈长河流域及周边港渠综合治理工程项目 | 10.50 | 9.76 | 0.74 |
| 遗爱湖水系生态修复与绿色发展一期项目 | 10.10 | 1.21 | 8.89 |
| 黄冈超宽偏光片厂房及配套设施建设项目 | 6.53 | 0.31 | 6.22 |
| 黄冈产业园基础设施建设提档升级 | 2.42 | 0.60 | 1.82 |
| 合计 | 189.29 | 106.17 | 83.12 |

注：“*”为自营项目。

资料来源：公司提供

（二）土地整理及出让业务

近年公司土地整理及出让业务波动较大，其中土地出让收入具有一定偶发性。目前尚有一定规模在整理土地项目和待结算土地开发成本，为土地整理收入提供一定保障，但仍易受项目进度、土地政策调控及土地市场环境等影响，同时由于土地出让收入来源于政府土地回收/移交补偿而产生，未来该等收入仍具备不确定性

近年公司土地整理业务收入有所增长，但仍易受项目结算进度、土地政策调控等因素影响。2011年公司与黄冈市国有土地储备中心（以下简称“黄冈土储中心”）签订《委托经营合同》，黄冈土储中心将其所从事的土地收购、整理、前期开发等业务委托给公司经营。2018年8月黄冈土储中心在原《委托经营合同》的基础上，和公司签订了《土地开发委托经营合同》，约定2018年8月31日至2028年8月31日，对收入确认方式进行了调整，黄冈土储中心每年对公司交付的完工土地整理项目进行验收结算，支付公司开发整理的全部成本和费用并按照30%的比例支付公司投资回报，公司扣除增值税后确认收入。2021-2023年，公司土地整理收入保持增长，同时由于加成比例固定，毛利率保持稳定。但该业务受项目进度、土地政策调控和地产市场行情波动影响较大，未来土地整理收入或存在波动。

表7 公司土地整理业务情况（单位：万元）

| 年度 | 地块名称 | 土地位置 | 确认收入 | 合计收入 |
|-------|--------------------------|----------------------------|-----------|-----------|
| 2023年 | 万景城东方广场对面 P(2013)1号地块 | 黄冈市黄州区东门路 155 号 | 16,812.11 | 19,683.21 |
| | 黄冈高投宏景贸易公司(2018-24-1 地块) | 黄冈市黄州区明珠大道 9 号 | 1,969.02 | |
| | 黄冈嘉豪房开公司(2009-1 号地块) | 黄冈市黄州区新港北路与中环路交叉 西 60 米 | 902.07 | |
| 2022年 | 幸福家园停车场 2006-22 地块 | 黄冈市黄州区遗爱湖大道晟景嘉园小区 | 44.84 | 12,916.03 |
| | 中国石化黄冈石油分公司明珠加油站土地 | 黄冈市黄州区明珠大道 | 2,292.55 | |
| | 工贸学校 P (2021) 04 号地块 | 湖北省黄冈市黄州区新港大道 | 10,578.64 | |
| 2021年 | 无 | | | |

注：土地整理确认收入按照含税结算金额测算。

资料来源：公司提供

公司土地整理业务具有一定规模的在整理土地和待结算土地开发成本，为未来土地整理收入提供一定支撑。截至2023年末公司主要在整理土地项目计划总投资3.27亿元，已投入资金2.49亿元，且2023年末公司存货中尚有土地开发成本5.08亿元，考虑到公司为黄冈市当地从事土地整理业务的主要实体，且在整理项目尚有一定规模，预计业务仍具有持续性。

表8 截至 2023 年末公司主要在整理土地项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 |
|----------------|-------------|-------------|
| 市宏升粮油公司地块 | 0.30 | 0.04 |
| 2010-5 地块中环路以南 | 0.65 | 0.60 |
| 2014-9-2 号 | 0.12 | 0.12 |
| 2013-1 地块 | 0.60 | 0.55 |
| 2014-89 号地块 | 0.40 | 0.32 |
| 利达木业 | 0.41 | 0.40 |
| 祥辉纺织厂 | 0.30 | 0.27 |
| 博物馆南北两侧地块 | 0.49 | 0.19 |
| 合计 | 3.27 | 2.49 |

资料来源：公司提供

公司土地出让收入主要来源于政府土地回收补偿，具有一定偶发性。2021年4月黄冈高新管委会与公司签订《国有建设用地使用权补偿补充协议》，根据协议约定，黄冈市自然资源和规划局将公司原取得的7宗国有建设用地使用权收回，并由黄冈高新管委会进行补偿及管理，由此产生公司2021年土地出让收入。2022年12月，黄冈市临空经济区管理委员会与公司签署《土地收购补偿协议》，并出具国有建设用地出让交接函，将公司原取得的2宗土地移交，并由黄冈市临空经济区管理委员会进行补偿及管理，由此产生公司2022年土地出让收入。考虑到该业务收入具有一定偶发性，业务持续存在较大不确定性。

表9 公司土地出让收入明细（单位：平方米、万元）

| 年度 | 土地证号 | 面积 | 位置 | 补偿金额 |
|-----------|-------------------------|------------------|------------------------|------------------|
| 2022年 | 黄冈国用（2014）第000906883号 | 76,603.60 | 黄冈市城东新区南湖路以北 | 5,694.26 |
| | 黄冈国用（2015）第020000219号 | 92,680.30 | 城东新区，博文路以东，民兴路以南，东兴路以西 | 14,285.71 |
| | 合计 | 169,283.9 | - | 19,979.97 |
| 2021年 | 黄冈国用（2014）第00030101962号 | 23,840.1 | 黄冈市高新区新桥村 | 6,060.39 |
| | 黄冈国用（2014）第00030101961号 | 56,083 | 黄冈市高新区新桥村 | 14,256.86 |
| | 黄冈国用（2016）第002703391号 | 76,703.4 | 明珠大道以东、宝塔大道延伸段、沿江路以北 | 11,848.68 |
| | 黄冈国用（2016）第002703392号 | 77,878.4 | 明珠大道以东、宝塔大道延伸段、沿江路以北 | 12,030.19 |
| | 黄冈国用（2016）第002703393号 | 77,252 | 大桥公园以东、宝塔大道延伸段、沿江路以北 | 11,483.51 |
| | 黄冈国用（2016）第002703394号 | 22,937.4 | 大桥公园以东、宝塔大道延伸段以南、沿江路以北 | 3,275.64 |
| | 黄冈国用（2016）第002703395号 | 80,507.1 | 大桥公园以东、宝塔大道延伸段以南、沿江路以北 | 11,967.38 |
| 合计 | 415,201.4 | - | 70,922.65 | |

资料来源：公司提供

（三）房地产开发业务

公司还建房建成后通过向拆迁户定向销售产生收入，但在建项目和存量可售房源均较少，长期对公司收入贡献存在不确定性；商品房开发项目投资规模较大，需关注后续投资资金压力及房地产市场景气度低迷对商品房去化及回款的影响

公司目前还建房存量可售房源少，业务收入贡献存在不确定性。公司还建房销售业务主要由本部及子公司黄冈市城投房地产开发公司（以下简称“黄冈城投房开”）负责，黄冈城投房开具有房地产开发贰级资质。公司还建房业务采用自营模式，通过建成后面向拆迁户进行销售产生收入。目前公司在建还建房项目较少，主要在建还建房项目为潭山还建小区，该项目已与黄冈市黄州区自然资源和规划局、黄冈市黄州区人民政府与公司签订三方开发建设协议，由公司作为开发主体，2021-2023年该项目未实现销售收入。

表10 截至 2023 年末公司主要在建还建房项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已投资 | 尚需投资 |
|----------|-------|------|------|
| 潭山还建小区项目 | 4.43 | 1.51 | 2.92 |

资料来源：公司提供

公司商品房开发项目投资规模较大，需关注投资资金压力及去化回款情况。2023年公司依靠商品房项目黄冈城投玲珑家园，实现房屋销售业务收入1.97亿元。截至2023年末，公司在建商品房项目为黄冈城投玲珑家园和黄冈城投水墨江南，未来随着商业性房地产开发项目逐步完工，可销售面积增多，需持续关注房地产市场需求弱化背景下，在建商品房项目去化情况，且随着项目的持续投入，公司资本支出压力较大。

表11 截至 2023 年末公司在建商品房项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 累计已销售面积 | 去化率 |
|----------|-------|-------|---------|--------|
| 黄冈城投玲珑家园 | 32.00 | 15.46 | 11.8 | 66.24% |
| 黄冈城投水墨江南 | 4.80 | 3.50 | - | - |

注：去化率=项目销售面积/已建设面积。

资料来源：公司提供

（四）砂石销售业务

近年公司砂石销售收入保持较快增长，毛利率虽有所下降但仍维持较高水平，对整体收入及利润形成较好补充，且该业务具备区域专营属性，业务持续性较好

公司砂石销售业务扩展较快，且原料开采具有一定区域专营性，收入持续增长，毛利率仍维持较高水平。公司砂石销售业务主要由子公司湖北齐安坤源矿业有限公司（以下简称“坤源矿业”）负责，坤源矿业于2019年成立，于2021年纳入公司合并范围，坤源矿业拥有黄冈市人民政府授予的砂石资源特许经营权，负责开展黄冈市辖区内河道及长江岸线砂石资源的统一开采经营工作。黄冈市内河道有巴河、举水河、倒水河、蕲水河等，目前坤源矿业已开展对巴河的砂石开采。巴河砂主要为中粗砂，硬度较高，主要作为建筑材料使用，长江沙主要为粉细砂主要用于水泥制品生产。2021-2023年公司分别实现砂石销售收入0.63亿元、2.08亿元和3.60亿元，业务增长较快，而受砂石市场行业影响，2023年砂石业务毛利率有所下降，但仍维持较高水平，对利润形成较好贡献。

近年公司在资产注入、债务置换和政府补助方面获得较大力度的外部支持

公司是黄冈市重要的城市建设和运营主体，自成立以来持续在资产注入、债务置换方面获得外部的较大支持，有效提升了公司的资本实力。截至2023年末公司资本公积195.41亿元，主要是外部支持注入的资产或债务置换等，具体主要部分如下表所示。

2021-2023年公司分别获得政府补助1.52亿元、2.39亿元和0.62亿元，主要计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

表12 公司历史获得的主要资金、资产注入情况（单位：亿元）

| 时间 | 事项 | 增加资本公积 |
|---------|--|--------|
| 2012年 | 黄冈市人民政府将 573.94 万平方米土地注入公司 | 92.72 |
| 2013年 | 黄冈市人民政府向公司注入 56 宗土地 | 30.52 |
| 2016年 | 黄冈市财政局与公司签订湖北省存量债务转贷协议 | 22.85 |
| 2018年2月 | 根据《国开（北京）新型城镇化发展基金六期（有限合伙）、国开（湖北）投资有限公司与黄冈市国有资产经营公司、黄冈市城市建设投资有限公司关于黄冈市城市建设投资有限公司之增资协议》新型城镇化基金向公司增资 | 2.25 |
| 2018年2月 | 根据《2018 年定向发行地方政府债券置换存量债务债权解除协议》黄冈市财政局拨入资金 | 7.61 |
| 2018年6月 | 蕲春县人民政府向公司注入四宗土地 | 1.65 |
| 2018年9月 | 黄冈市财政局拨入债务置换资金 | 1.20 |

资料来源：公司提供

四、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华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告、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2023年审计报告及2024年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021-2023年合并范围变化情况如下表所示。

表13 公司合并范围变化情况（单位：万元）

| 1、合并范围内新增子公司情况 | | | | |
|----------------|------------------------|---------|--------|-----------------|
| 时间 | 子公司名称 | 持股比例 | 注册资本 | 主营业务 |
| 2021年 | 黄冈高投宏景贸易有限公司 | 60.00% | 3,000 | 批发业 |
| 2021年 | 黄冈高投创新股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 59.94% | 10,000 | 资本市场服务 |
| 2021年 | 黄冈市城投粮库有限公司 | 100.00% | 2,000 | 装卸搬运和仓储业 |
| 2021年 | 黄冈聚福园陵开发有限公司 | 51.00% | 5,000 | 居民服务、修理和其他服务业 |
| 2021年 | 湖北齐安坤源矿业有限公司 | 51.00% | 30,000 | 非金属矿采选业 |
| 2021年 | 黄冈市齐农生态农业科技发展有限公司 | 40.80% | 22,000 | 农、林、牧、渔专业及辅助性活动 |
| 2021年 | 黄冈市齐坤建筑材料有限公司 | 40.80% | 3,000 | 非金属矿物制品业 |
| 2021年 | 湖北坤源长投建材经营有限公司 | 26.01% | 3,000 | 批发业 |
| 2022年 | 上海齐冶供应链有限公司 | 51.00% | 500 | 商业服务业 |
| 2022年 | 黄冈宾馆有限公司 | 97.00% | 7,900 | 住宿和餐饮业 |
| 2022年 | 黄冈大别山检测认证有限公司 | 60.00% | 1,533 | 科学研究和技术服务业 |
| 2023年 | 黄冈力成建设投资有限公司 | 100.00% | 2,000 | 投资与资产管理 |

2、不再纳入合并范围子公司情况

| 时间 | 子公司名称 | 注册资本 | 主营业务 | 划转原因 |
|-------|------------------------|------------|--------------|------|
| 2021年 | 黄冈市诚城物业服务有限公司 | 100 | 物业管理等 | 无偿划出 |
| 2022年 | 黄冈市城投粮库有限公司 | 2,000 | 装卸搬运和仓储业 | 无偿划出 |
| 2022年 | 黄冈市城发工程咨询有限公司 | 100 | 专业技术服务业 | 无偿划出 |
| 2022年 | 黄冈市齐农生态农业科技发展有限公司 | 22,000 | 农林牧渔专业及辅助性活动 | 无偿划出 |
| 2022年 | 黄冈高投宏景贸易有限公司 | 3,000 | 批发业 | 无偿划出 |
| 2022年 | 黄冈高投育景物业服务有限公司 | 600 | 房地产业 | 无偿划出 |
| 2022年 | 黄冈市城投投资产经营有限公司 | 8,000 | 商务服务业 | 无偿划出 |
| 2023年 | 黄冈高新产业投资有限公司 | 100,000.00 | 投资与资产管理 | 无偿划出 |
| 2023年 | 黄冈科技创业服务有限公司 | 14,388.00 | 组织管理服务 | 无偿划出 |
| 2023年 | 黄冈高投大景市政工程有限公司 | 5,000.00 | 市政道路工程建筑 | 无偿划出 |
| 2023年 | 黄冈高投创新股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 10,000.00 | 创业投资基金 | 无偿划出 |
| 2023年 | 黄冈大别山检测认证有限公司 | 1,532.86 | 检验检疫服务 | 无偿划出 |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及公开信息，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模有所波动，增量资产主要来自于债务融资；存量资产以土地资产、项目成本等为主，部分资产因抵质押受限，整体资产流动性较弱

作为黄冈市重要的基础设施建设和投融资主体，公司前期获得政府资产注入等支持力度较大，形成资本公积规模较大；同时，近年公司通过外部融资扩大项目投入，总负债规模有所增长。2023年公司将其持有的黄冈高新产业投资开发有限公司股权无偿划转至控股股东黄冈国投，受此影响，当期末公司所有者权益及负债规模均有所下降。综合影响下，2024年3月末公司产权比率有所提升，所有者权益对总负债覆盖能力略有下降。

图3 公司资本结构

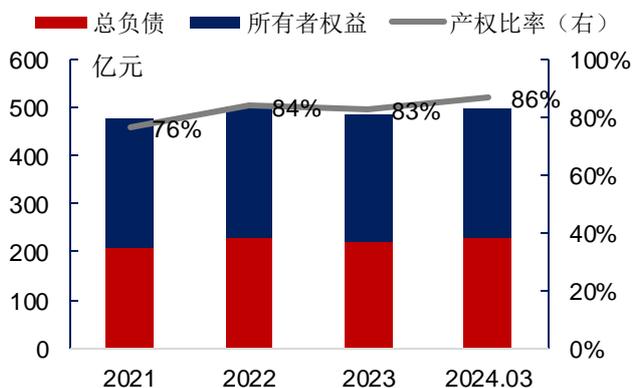
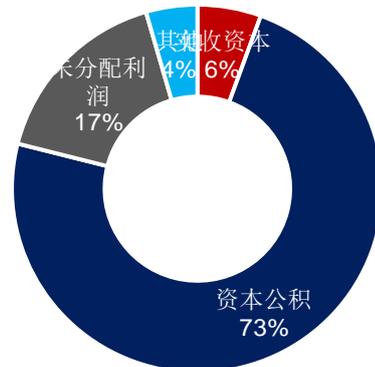


图4 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以土地资产、项目投入形成的存货和在建工程为主，整体资产流动性较弱。

公司存货规模持续增长，2023年末主要包含土地账面价值134.28亿元、工程代建项目开发成本36.18亿元及土地整理项目开发成本5.08亿元等，其中存货中共有135宗待开发土地，土地性质主要为出让，用途主要为商住、商服等，价值5.61亿元的土地用于银行借款抵押，此外，另有38.46亿元土地使用权借款到期但未完成解押。

随着项目投入增加，公司在建工程规模持续增长，主要为自建自营项目、以及部分2017年前受托代建的市政府基础设施建设工程等，包含城东新区项目、遗爱湖生态修复工程、以及多个停车场项目等。其他非流动资产主要为公司委托其他政府单位或城投公司代建的项目，双方签订委托代建合同，由于代建项目的资金限定为公司资金，故计入其他非流动资产，包括黄冈市工业园区基础设施建设项目、六福湾棚户区改造还建小区及配套设施项目等项目。

其他资产方面，2023年末黄冈高新区管委会回款较多，当期末应收账款余额有所下降。其他应收款主要系与黄冈国投及政府单位等的往来款，回收风险相对较小，但2023年末其他应收款规模进一步上升，对营运资金占用较大。无形资产主要为政府划拨的湖面资产等，目前收益相对有限。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年3月 | | 2023年 | | 2022年 | | 2021年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 19.31 | 3.89% | 16.58 | 3.41% | 38.78 | 7.71% | 42.26 | 8.83% |
| 应收账款 | 13.24 | 2.67% | 16.75 | 3.45% | 32.07 | 6.37% | 30.44 | 6.36% |
| 其他应收款 | 30.28 | 6.10% | 24.93 | 5.13% | 18.60 | 3.70% | 10.33 | 2.16% |
| 存货 | 178.60 | 35.98% | 176.55 | 36.33% | 167.26 | 33.24% | 166.68 | 34.85% |
| 流动资产合计 | 252.62 | 50.89% | 245.47 | 50.51% | 266.09 | 52.88% | 258.48 | 54.04% |
| 在建工程 | 140.10 | 28.22% | 139.17 | 28.64% | 137.82 | 27.39% | 128.64 | 26.89% |
| 无形资产 | 33.07 | 6.66% | 33.00 | 6.79% | 33.33 | 6.62% | 33.37 | 6.98% |
| 其他非流动资产 | 55.06 | 11.09% | 52.85 | 10.88% | 48.44 | 9.63% | 43.23 | 9.04% |
| 非流动资产合计 | 243.76 | 49.11% | 240.47 | 49.49% | 237.11 | 47.12% | 219.85 | 45.96% |
| 资产总计 | 496.38 | 100.00% | 485.94 | 100.00% | 503.21 | 100.00% | 478.33 | 100.00% |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业收入相对稳定，毛利率有所波动，储备工程代建项目较多，未来工程代建业务持续性较好，此外政府补助提高了公司利润水平

公司收入维持稳定，业务持续性较好。公司收入主要来源于工程代建、土地整理、土地出让收入等

业务，近年营业收入规模整体维持稳定。工程代建业务收入有所波动，毛利率稳定，考虑到目前公司仍有较多在建项目，预计工程代建业务持续性较好；土地整理收入、土地出让业务存在较大波动，主要受地区土地整理和回收规划等因素影响较大，2023年公司未取得土地出让收入；销售砂石等市场化业务也提供了一定的收入补充，近年销售砂石的业务收入及收入占比大幅提高，且该业务毛利率水平整体较高。受盈利能力较强的土地出让收入及销售砂石业务收入占比变动，公司销售毛利率近年有所波动。

此外，公司是黄冈市重要的城市建设投融资主体，承担了黄冈市大量城市基础设施建设、土地整理等职能，2021-2023年持续获得一定规模的政府补助，主要计入其他收益，有效提升了利润水平。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2024年 1-3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|-------|------------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1.32 | 14.29 | 14.30 | 13.96 |
| 营业利润 | 0.17 | 4.60 | 3.76 | 4.38 |
| 其他收益 | 0.00 | 0.62 | 2.37 | 1.44 |
| 利润总额 | 0.16 | 4.60 | 3.77 | 4.46 |
| 销售毛利率 | 10.73% | 28.39% | 24.76% | 39.01% |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模较大，EBITDA对利息的保障能力较弱，且经营活动现金流难以覆盖项目业务资金需求，预计未来仍有一定外部融资需求，面临一定债务压力

公司负债以刚性债务为主。截至2023年末总债务余额为180.54亿元，占总负债的比重达82.14%。2023年公司到期债务规模较大，使得短期债务明显减少，长期债务比重进一步提升。

公司系黄冈市主要的发债主体，债务余额仍较大，面临一定的债务压力。公司债务类型主要系债券和银行借款，另有部分非标融资和地方专项债券转贷等，债务结构仍有一定的改善空间。其中，债券融资包含企业债券、PPN和中期票据，截至2024年3月末共计16只存续债券，均为无担保发行，发债利率集中在3.15%-4.50%，公司作为黄冈市主要的发债主体，近年债券融资规模持续增长，存在一定的债务滚续压力；银行借款期限多在5年以上，授信方主要有光大银行、邮储银行、农业发展银行、交通银行等，借款利率水平适中；近年非标融资规模有所下降，主要系公司为降低融资成本而进行债务结构调整所致。此外，2023年末公司有16.68亿元的转贷省政府债券债务，该等债务系湖北省政府发行的政府债券，由黄冈市财政局及黄冈市高新区管委会转借给公司及子公司使用，利率较低。

其他主要负债中，公司其他应付款主要系应付利息以及与其他国有企业的往来款等，2023年末规模有所下降。

表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024年 3月 | | 2023年 | | 2022年 | | 2021年 | |
|----|----------|----|-------|----|-------|----|-------|----|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |

| | | | | | | | | |
|-----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| 短期借款 | 5.50 | 2.39% | 5.60 | 2.55% | 3.55 | 1.55% | 1.04 | 0.50% |
| 合同负债 | 12.83 | 5.57% | 12.01 | 5.46% | 11.79 | 5.15% | 0.03 | 0.02% |
| 其他应付款 | 10.71 | 4.65% | 8.90 | 4.05% | 9.58 | 4.18% | 18.77 | 9.08% |
| 一年内到期的非流动 负债 | 8.67 | 3.77% | 8.43 | 3.84% | 26.25 | 11.46% | 13.69 | 6.62% |
| 流动负债合计 | 49.87 | 21.67% | 47.66 | 21.68% | 63.75 | 27.83% | 49.64 | 24.01% |
| 长期借款 | 50.66 | 22.01% | 45.51 | 20.70% | 50.46 | 22.02% | 44.48 | 21.51% |
| 应付债券 | 102.65 | 44.60% | 102.65 | 46.70% | 96.12 | 41.95% | 88.14 | 42.63% |
| 长期应付款 | 26.92 | 11.70% | 23.93 | 10.89% | 18.64 | 8.14% | 24.37 | 11.79% |
| 非流动负债合计 | 180.28 | 78.33% | 172.14 | 78.32% | 165.36 | 72.17% | 157.10 | 75.99% |
| 负债合计 | 230.15 | 100.00% | 219.80 | 100.00% | 229.12 | 100.00% | 206.74 | 100.00% |
| 总债务 | - | - | 180.54 | 82.14% | 190.79 | 83.27% | 171.07 | 82.74% |
| 其中：短期债务 | - | - | 14.10 | 6.42% | 31.20 | 13.62% | 19.69 | 9.53% |
| 长期债务 | - | - | 166.44 | 75.72% | 159.59 | 69.65% | 151.37 | 73.22% |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司资产负债率为46.37%，总债务规模较大，导致利息支出负担较重，EBITDA对利息的覆盖能力较弱。近年公司短期债务占比波动下降，但同时可动用现金类资产大幅下降，导致现金短期债务比持续下降。

公司经营活动现金流净额虽为正，但投资活动现金流净额持续大幅流出，经营活动现金流难以完全覆盖项目建设支出及未来投资计划带来较大的资金需求，且项目建设和回款周期较长，仍需新增长期外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模不会下降，加之公司资产即时变现能力较弱，整体面临一定的债务压力。公司作为黄冈市重要的基础设施建设主体，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，截至2024年3月末银行授信总额达177.30亿元，尚未使用授信额度为114.26亿元，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 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 46.37% | 45.23% | 45.53% | 43.22% |
| 现金短期债务比 | 1.36 | 1.18 | 1.24 | 2.15 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.60 | 0.59 | 0.63 |

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

五、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响，但需关注未来黄冈市市

属国有资产重组整合进展，以及对公司生产经营、财务状况和偿债能力的影响

环境方面，根据公司出具的说明，公司在近一年内未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放受到政府部门的处罚。

社会方面，根据公司出具的说明，公司在近一年内未因违规经营、产品质量和安全生产问题、员工保障和健康安全受到有关部门的处罚。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。中证鹏元注意到，近期公司根据黄冈市市属国有资产重组整合方案，转让了多家子公司股权，若未来黄冈市市属国有资产重组整合无偿划出公司部分重要资产或业务，可能会对公司生产经营、财务状况和偿债能力产生影响，需持续关注黄冈市市属国有资产重组整合进展。

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¹，公司本部及主要子公司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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

公司对外担保余额较大，存在一定或有负债风险

截至2024年3月末公司对外担保余额14.93亿元，为当期末公司净资产的5.61%，被担保企业为当地国有企业，但担保余额较大，且未设置反担保措施。

表18 截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保期限 | 担保余额 | 是否有反担保 |
|------------------|-----------------------|-----------|--------|
| 黄冈国有资本投资运营集团有限公司 | 2021.01.01-2027.12.31 | 15,000.00 | 否 |
| | 2021.07.28-2028.07.27 | 18,000.00 | 否 |
| | 2021.12.17-2028.12.14 | 9,600.00 | 否 |
| | 2023.12.22-2028.12.22 | 9,430.73 | 否 |
| 黄冈高新技术投资有限公司 | 2021.09.01-2024.09.01 | 5,337.20 | 否 |
| 湖北齐安能源开发有限公司 | 2021.12.16-2025.09.16 | 14,013.59 | 否 |
| 黄冈市自来水有限公司 | 2021.12.20-2024.12.20 | 2,500.03 | 否 |
| | 2022.07.04-2027.07.15 | 5,145.79 | 否 |

¹ 公司本部征信报告查询日为 2024 年 5 月 27 日，子公司黄冈市顺城资产经营建设有限公司征信报告查询日为 2024 年 5 月 16 日，子公司黄冈市城投房地产开发有限公司征信报告查询日为 2024 年 6 月 5 日。

| | | | |
|-----------------|-----------------------|-------------------|----------|
| | 2022.07.04-2029.10.21 | 24,000.00 | 否 |
| 黄冈新区投资开发有限公司 | 2022.09.28-2025.09.29 | 6,272.24 | 否 |
| | 2022.09.21-2047.09.20 | 12,430.00 | 否 |
| 黄冈城市保障房运营管理有限公司 | 2022.12.15-2047.12.20 | 24,000.00 | 否 |
| | 2023.10.13-2031.10.12 | 2,541.95 | 否 |
| 黄冈市城发文化传媒投资有限公司 | 2023.12.18-2024.12.18 | 1,000.00 | 否 |
| 合计 | - | 149,271.53 | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、外部特殊支持分析

外部支持意愿分析

公司是黄冈市人民政府下属重要企业，黄冈市国资委间接持有公司97.91%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，黄冈市人民政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与黄冈市人民政府的联系非常紧密。黄冈市政府对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权，公司的基础设施建设、土地整理等业务主要来源于黄冈市政府及其相关单位，且近年来持续获得黄冈市政府及下属部门的较大力度支持，预计未来一段时间内公司与政府联系较为稳定。

（2）公司对黄冈市人民政府非常重要。在基础设施建设和土地整理服务方面，公司为地区提供了重要的公共产品和服务，且对黄冈市政府贡献很大，且若公司发生债务违约，将对黄冈市声誉、金融生态环境及其他国企融资造成很大影响。

七、结论

黄冈市位于武汉城市圈，具有重要交通枢纽作用，人口数量居湖北省下辖地市（州）第二位，经济总量长期稳居湖北省中游。公司是黄冈市重要的基础设施建设投融资主体，虽然资产大量沉淀于项目成本和土地资产，且部分资产使用受限，资产流动性较弱，债务规模较大，面临一定债务压力，但公司代建业务持续性较好、市场化业务持续发展且近年持续得到黄冈市政府的外部支持，具备较强的抗风险能力。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

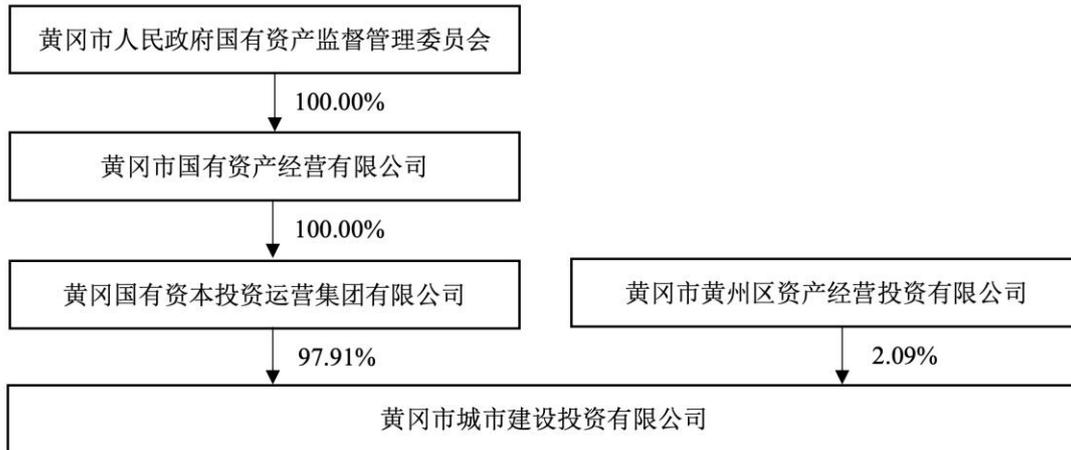
本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

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） | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
|---------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 19.31 | 16.58 | 38.78 | 42.26 |
| 其他应收款 | 30.28 | 24.93 | 18.60 | 10.33 |
| 存货 | 178.60 | 176.55 | 167.26 | 166.68 |
| 流动资产合计 | 252.62 | 245.47 | 266.09 | 258.48 |
| 固定资产 | 2.43 | 2.34 | 3.46 | 1.49 |
| 在建工程 | 140.10 | 139.17 | 137.82 | 128.64 |
| 无形资产 | 33.07 | 33.00 | 33.33 | 33.37 |
| 其他非流动资产 | 55.06 | 52.85 | 48.44 | 43.23 |
| 非流动资产合计 | 243.76 | 240.47 | 237.11 | 219.85 |
| 资产总计 | 496.38 | 485.94 | 503.21 | 478.33 |
| 短期借款 | 5.50 | 5.60 | 3.55 | 1.04 |
| 应付账款 | 0.17 | 0.30 | 0.13 | 0.09 |
| 合同负债 | 12.83 | 12.01 | 11.79 | 0.03 |
| 应交税费 | 11.55 | 11.96 | 12.40 | 10.16 |
| 其他应付款 | 10.71 | 8.90 | 9.58 | 18.77 |
| 一年内到期的非流动负债 | 8.67 | 8.43 | 26.25 | 13.69 |
| 流动负债合计 | 49.87 | 47.66 | 63.75 | 49.64 |
| 长期借款 | 50.66 | 45.51 | 50.46 | 44.48 |
| 应付债券 | 102.65 | 102.65 | 96.12 | 88.14 |
| 长期应付款 | 26.92 | 23.93 | 18.64 | 24.37 |
| 非流动负债合计 | 180.28 | 172.14 | 165.36 | 157.10 |
| 负债合计 | 230.15 | 219.80 | 229.12 | 206.74 |
| 所有者权益 | 266.23 | 266.14 | 274.09 | 271.59 |
| 营业收入 | 1.32 | 14.29 | 14.30 | 13.96 |
| 营业利润 | 0.17 | 4.60 | 3.76 | 4.38 |
| 其他收益 | 0.00 | 0.62 | 2.37 | 1.44 |
| 利润总额 | 0.16 | 4.60 | 3.77 | 4.46 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1.42 | 3.41 | 2.91 | 9.42 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2.51 | -19.34 | -26.52 | -5.77 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 6.65 | -6.26 | 20.09 | -6.96 |
| 财务指标 | 2024年3月 | 2023年 | 2022年 | 2021年 |
| 销售毛利率 | 10.73% | 28.39% | 24.76% | 39.01% |
| 资产负债率 | 46.37% | 45.23% | 45.53% | 43.22% |
| 短期债务/总债务 | 8.48% | 7.81% | 16.35% | 11.51% |
| 现金短期债务比 | 1.36 | 1.18 | 1.24 | 2.15 |
| EBITDA（亿元） | -- | 5.39 | 5.05 | 5.36 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 0.60 | 0.59 | 0.63 |

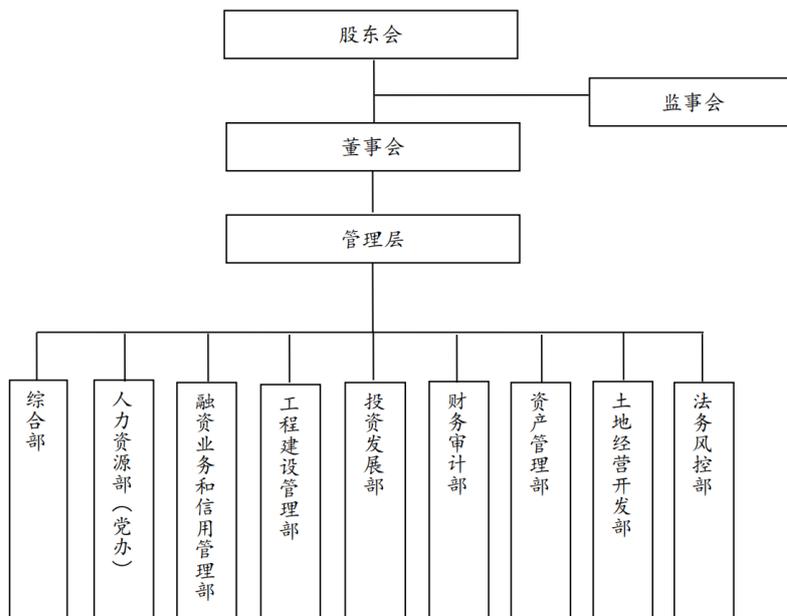
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供、公开查询，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：%）

| 公司名称 | 主营业务 | 持股比例 | | 合并方式 |
|-------------------|---------------|--------|-------|------------|
| | | 直接 | 间接 | |
| 黄冈市城投房地产开发有限公司 | 房地产业 | 100.00 | - | 设立 |
| 黄冈市顺城资产经营建设有限公司 | 商务服务业 | 100.00 | - | 非同一控制下企业合并 |
| 黄冈市城投停车场建设运营有限公司 | 零售业 | 100.00 | - | 设立 |
| 黄冈市城投兴诚建设工程管理有限公司 | 专业技术服务业 | 95.00 | - | 设立 |
| 黄冈聚福园陵开发有限公司 | 居民服务、修理和其他服务业 | 51.00 | - | 吸收合并 |
| 湖北齐安坤源矿业有限公司 | 非金属矿采选业 | 51.00 | - | 同一控制下企业合并 |
| 黄冈市齐坤建筑材料有限公司 | 非金属矿物制品业 | - | 40.80 | 同一控制下企业合并 |
| 湖北坤源长投建材经营有限公司 | 批发业 | - | 26.01 | 同一控制下企业合并 |
| 上海齐冶供应链有限公司 | 租赁和商务服务业 | - | 51.00 | 设立 |
| 黄冈宾馆有限公司 | 住宿和餐饮业 | 97.00 | - | 非同一控制下企业合并 |
| 黄冈力成建设投资有限公司 | 投资与资产管理 | 100.00 | - | 设立 |

资料来源：公司提供及全国企业信用信息公示网，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、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。

二、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。

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。 |