

2014 年第一期、第二期孝感市高创
投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

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：

2014年第一期、第二期孝感市高创投资有限公司 公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：
 中鹏信评【2019】跟踪
 第【610】号 01

债券简称：
 第一期：14 孝高创债
 01/PR 孝高 01；
 第二期：14 孝高创债
 02/PR 孝高 02
债券剩余规模：
 9.60 亿元（第一、二期
 各为 4.80 亿元）

债券到期日期：
 第一期：2021 年 06 月
 23 日；第二期：2021 年
 09 月 22 日

债券偿还方式：第一、
 二期均按年计息，每年
 付息一次。在各期债券
 存续期的第 3 至 7 年均
 按照债券发行总额 20%
 比例等额偿还本金，当
 期利息随本金一起支付

分析师
 姓名：
 钟继鑫 邓艰

电话：
 0755-8287 2242

邮箱：
 dengj@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
 资信评估股份有限公司
 城投公司主体长期信用
 评级方法，该评级方法
 已披露于公司官方网
 站。

**中证鹏元资信评估股份
 有限公司**

地址：深圳市深南大道
 7008 号阳光高尔夫大厦
 3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 6 月 25 日	2018 年 6 月 25 日

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”）对孝感市高创投资有限公司（以下简称“孝感高创”或“公司”）及其分别于 2014 年 6 月 23 日和 2014 年 9 月 22 日发行的 2014 年第一期、第二期公司债券（以下将第一期和第二期债券合并简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级均维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望均维持为稳定。该评级结果是考虑到孝感国家高新技术产业开发区（以下简称“孝感市高新区”）的经济环境较好，为公司发展提供了良好基础，公司承接的代建工程规模较大，短期内收入较有保障；同时我们也关注到公司拟建棚改项目收益存在不确定性，公司资产以土地和在建项目为主，资产流动性较弱，面临较大的资金支出压力，公司偿债压力较大等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。受益于高新技术产业快速发展，孝感市高新区经济实力持续增强。2018 年孝感市高新区地区生产总值实现 515.7 亿元，同比增长 7.7%。
- 公司承接的项目规模较大，短期内收入较有保障。公司主营业务为棚户区改造和基础设施的代建，截至 2018 年末，公司主要在建项目总投资 68.78 亿元，后续尚需投资 31.53 亿元，此外，已完工未结转收入的棚户区项目价值 12.85 亿元，未移交计提管理费的基础设施工程账面价值 6.30 亿元，短期内公司收入较有保障。

关注：

- **公司拟建棚改项目收益存在不确定性。**公司承建的棚户区改造项目较多，2019年后开始建设的棚改项目运营模式将由政府回购变更为自营，未来棚改项目收益保障性下降，收益易受房地产市场景气度及当地房地产价格影响而存在不确定性。
- **公司资产以土地和在建项目为主，资产流动性较弱。**2018年末公司应收款项规模为23.79亿元，占总资产比例为23.97%，对公司资金形成一定占用。存货和在建工程价值19.17亿元，占总资产比例为19.31%，系公司在建的棚户区改造项目和基础设施项目；其他非流动资产51.32亿元，占总资产比例为51.71%，系土地资产，总体来看，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至2018年末公司主要在建及拟建项目总投资150.35亿元，后续尚需投资113.10亿元，主要为棚改项目所需投入。此外，高新区财政局对完工部分工程的回购进度较为延迟，随着后续项目的持续投入，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司偿债压力较大。**截至2018年末公司有息债务规模达34.69亿元，与上年基本持平，占公司总负债的87.29%。近三年偿债压力主要来源于本期债券的本息偿付，EBITDA利息保障倍数仅为0.59，公司偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
总资产	992,495.56	963,187.32	950,839.16
所有者权益	595,142.59	583,192.48	577,390.47
有息债务	346,867.21	349,647.19	348,475.89
资产负债率	40.04%	39.45%	39.28%
流动比率	3.68	12.84	21.38
营业收入	74,711.56	56,605.37	88,544.44
营业外收入	0.03	0.00	200.00
利润总额	11,880.11	10,802.01	15,098.37
综合毛利率	17.86%	20.86%	18.83%
EBITDA	12,016.06	10,842.90	15,142.07
EBITDA利息保障倍数	0.59	0.51	0.73
经营活动现金流净额	64,940.90	39,018.64	-39,708.65

资料来源：公司2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

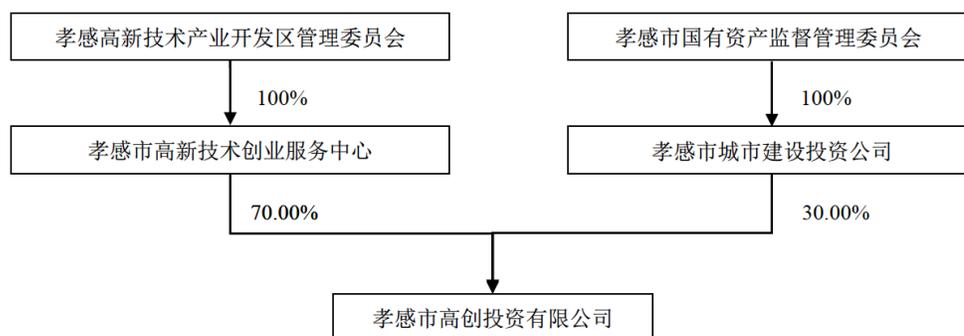
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年6月23日和2014年9月22日分别公开发行了7年期8亿元公司债券，两期债券共募集资金16亿元，计划用于孝感市大会集社区、裕祺社区、诸赵社区三个城市棚户区改造建设项目。截至2019年05月30日，本次债券第一期募集资金专项账户余额为26.18万元，第二期募集资金专项账户余额为0.71万元，合计余额为26.89万元。

二、发行主体概况

2018-2019年5月末，公司注册资本、实收资本和股权结构均未发生变化，实收资本仍为10亿元，控股股东仍为孝感市高新技术创业服务中心，持股70%，实际控制人仍为孝感高新技术产业开发区管理委员会。

图1 截至2019年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2018年，公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事基础设施和棚户区改造项目的投资与建设，公司新增合并报表范围子公司1家。2018年11月公司董事长、董事、监事等高管均发生变更，变更后由蔡君接任董事长和总经理，王学田、邱作术、延媛、程方任董事，章立任监事长，本次变更系公司正常人员变动。

表1 2018年新纳入公司合并范围的子公司情况（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
孝感市上善建设工程有限公司	65.00%	4,000.00	基础建设工程施工	收购

资料来源：2018年审计报告

三、外部运营环境

(一) 宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长8.9%。高技术制造业增加值增长11.7%。装备制造业增加值增长8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019年全国赤字率预计将会提升。

2018年基建投资增长乏力，从2018年7月31日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018年末，国务院提前下达2019年地方政府新增专项债务限额8,100亿元，2019年全年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年大幅增加8,000亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上2019年社会融资环境改善，PPP有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重

要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号)	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格 PPP 模式适用范围,严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配,提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”,统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

(二) 区域环境

孝感市经济持续发展,增速有所提高,经济结构仍面临转型压力

2018年孝感市经济稳步发展，地区生产总值为1,912.90亿元，同比增长8.1%，增速快于全国水平，人均GDP为全国人均GDP的60.26%，经济发展水平有待进一步提升。分产业类型来看，第一、二及三产业增加值分别同比增长3.0%、8.3%、10.1%；三次产业结构由上年17.1:48.2:34.7调整为15.0:48.4:36.6，第二产业仍是地区经济增长的主要力量，是2018年地区经济增长加快的主要原因。具体来看，全市工业增加值818.4亿元，同比增长8.5%，其中支柱产业农产品加工制造、盐磷化工、纸塑包装增加值分别为273.78亿元、89.87亿元、86.53亿元，分别同比增长9.2%、3.9%、7.2%。相比2017年，孝感市传统工业有所回暖，但以传统制造业为主的经济结构仍面临转型压力。

从需求看，孝感市固定资产投资和消费需求增长加快。2018年，孝感市全年固定资产投资同比增长11.4%，增速较去年同期增加3.90个百分点，三次产业投资同比分别增长-34.3%、17.2%和13.2%，其中，房地产投资增长3.5%。2018年孝感市房地产施工面积956.92万平方米，同比增长9.5%；销售面积500.01万平方米，同比下降15.3%；销售均价5,105元平方米，同比增长19.4%。2018年，孝感市社会消费品零售总额较快增长，批发业、零售业、住宿业和餐饮业均有11%以上的增速。

表 3 2017-2018 年孝感市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长	金额	增长
地区生产总值	1,912.90	8.1%	1,742.23	6.6%
第一产业增加值	287.13	3.0%	297.15	3.8%
第二产业增加值	925.58	8.3%	839.82	5.5%
第三产业增加值	700.19	10.1%	605.26	9.4%
全年固定资产投资	-	11.4%	2,041.09	7.5%
社会消费品零售总额	1,085.47	11.5%	973.29	10.1%
进出口总额	13.82	25.4%	11.02	-1.9%
存款余额	2,443.93	6.8%	2,287.94	10.4%
贷款余额	1,257.07	10.4%	1,138.24	11.2%
人均 GDP（元）	38,880.08		35,447.20	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.26%		59.42%	

注：1、除存款、贷款余额对应数值外，其他增长率均按可比价计算；2、2016 年固定资产投资不含农户投资。

资料来源：孝感市 2017-2018 年国民经济与社会发展统计公报

2018年孝感市实现公共财政收入130.19亿元，可比增长11.3%，其中税收收入95.61亿元，占公共财政收入比重为73.44%；同期孝感市公共财政支出为38.13亿元，可比增长5.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为34.14%。

受益于高新技术产业快速发展，孝感市高新区经济实力持续增强

孝感市高新区在2012年经国务院批准升级为国家高新技术产业开发区，形成了“一区四园”¹发展格局。2018年孝感市高新区实现地区生产总值515.7亿元，同比增长7.7%，增速较上年降低0.4个百分点。孝感市高新区以光电子信息、先进设备制造、特种汽车及零部件、纺织服装为主导产业，2018年孝感市高新区规模以上工业企业实现增加值408.5亿元，其中高新技术产业实现增加值130.2亿元，增长12.5%，增速虽有所下降，但仍保持较快发展，是园区经济的重要增长点。此外2018年园区内高新技术企业数量净增加27家，总数达到182家。

表 4 近年孝感市高新区（一区四园）主要经济指标情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	515.7	7.7%	479.0	8.1%
规模以上工业总产值	1,222	9.2%	1,119	8.5%
其中：高新技术产业	417	19.1%	350	13.2%
规模以上工业增加值	408.5	8.7%	375.8	8.7%
其中：高新技术产业	130.2	12.7%	115.5	12.7%
固定资产投资总额	-	11.5%	-	-

注：2017年指标基数做了同口径修订。

资料来源：孝感高新技术产业开发区经济发展局

2018年孝感市高新区（一区四园）实现公共财政收入39.10亿元，同比增长12.0%。

四、经营与竞争

公司为孝感市高新区的重要投融资平台，目前主要负责孝感市高新区内基础设施和棚户区改造项目的投资与建设。2018年公司实现营业收入74,711.56万元，较上年增长24.23%，主要系项目回购收入增长所致。公司收入来源较为单一，棚户区改造项目的回购收入占比达到96.85%。代建业务受工程进度影响而出现收入下降，受业务模式影响该业务的收入较低，但毛利率100%，是公司利润的重要组成部分。此外2018年公司新增建造合同收入，全部来自于2018年新收购子公司孝感市上善建设工程有限公司的建筑业务收入。

受低毛利率的项目回购收入增长及毛利率为100%的代建业务收入大幅下降的

¹ “一区”指高新区；“四园”指孝南区、应城市、汉川市和云梦县的工业园。

影响，2018年公司的综合毛利率下降至17.86%，同比下降3.00个百分点。

表 5 2017-2018 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
项目回购收入	72,245.58	16.80%	53,551.58	16.40%
代建收入	1,122.36	100.00%	2,915.09	100.00%
建造合同收入	1,217.26	-0.64%		
房屋租赁收入	115.25	73.38%	138.70	77.88%
合计	74,711.56	17.86%	56,605.37	20.86%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司承建的孝感市高新区棚户区改造项目较多，2019年运营模式将由回购变更为自营，项目收益存在不确定性

公司承担了孝感市高新区范围内的棚户区改造项目，根据孝感市高新区管委会与公司签订的《城市棚户区改造建设项目委托代建协议》，该类项目采取回购模式运营，由公司先出资建设，每年将完工部分移交给孝感市高新区管委会，双方在第二年根据移交情况结转成本；孝感市高新区财政局负责回购，回购价款为工程总造价加成一定比例的投资回报，公司将回购价款全部确认为项目回购收入。

2018年公司移交了柏树社区、褚赵社区等棚户区改造项目的已完工部分，并于2018年底根据移交率结转成本。根据高新区财政局的《关于孝感市高创投资有限公司棚户区改造项目截止2018年12月31日工程结算的通知》（孝开财文【2019】11号），经孝感市高新区城建局测算的预算总成本及与各社区开发商移交房屋情况的统计，2018年度公司应结转的棚户区改造项目成本为60,109.84万元，对应确认收入72,131.82万元，明细见下表。剔除税率影响后，该年公司确认项目回购收入为72,245.58万元，较上年增长34.91%。截至2018年末公司仍有较多的棚户区改造项目待移交，开发成本账面价值合计12.85亿元，短期内的收入有一定保障。

表 6 2018 年棚户区改造项目回购情况（单位：万元）

项目	结转成本	加成比例	回购价款
大会集社区	5,945.00	20%	7,134.00
裕祺社区（含魏站）	12,713.62	20%	15,256.35
褚赵社区	13,797.88	20%	16,557.46
新桥社区	2,042.52	20%	2,451.02
柏树社区	9,183.62	20%	11,020.34
城际社区	-4,700.11	20%	-5,640.13
春尚社区	17,442.48	20%	20,930.98

董永社区	3,684.83	20%	4,421.80
合计	60,109.84	-	72,131.82

注：1、表格回购合计数与审计报告披露的项目回购收入 72,245.58 万元略有差异，主要系审计报告中合计数包含冲回 2016-2017 年多计提的增值税 113.77 万元。2、表中部分项目出现负数的原因是项目的账面成本比累积结转额小。

资料来源：公司提供

2018年公司新增4个棚户区改造项目，目前在建项目为大会集社区、诸赵社区等6个项目，其中大会集社区、裕祺社区和诸赵社区3个棚户区改造项目系本期债券募投项目，2018年，裕祺社区、城际社区、董永社区完工并结转收入。根据公司2014年与孝感市高新区管委会签订的回购协议，3个募投项目由孝感市高新区管委会于2014年开始分期回购，回购价款为项目总投资加上20%的投资回报，回购期限共10年，各期计划回购安排如下表所示。从项目实际回购情况看，2014-2018年公司累计确认以上3个项目的回购价款为122,727.38万元，而按照协议约定，2014-2018年回购价款应为226,912.16万元，实际回购与计划回购存在一定差距。

表 7 孝感市高新区管委会对本期债券募投项目分期回购安排（单位：万元）

期数	大会集社区 各期回购价款	裕祺社区 各期回购价款	诸赵社区 各期回购价款	合计
1	5,221.64	4,651.69	20,381.63	30,254.96
2	7,832.45	6,977.53	30,572.45	45,382.43
3	10,443.27	9,303.37	40,763.27	60,509.91
4	7,832.45	6,977.53	30,572.45	45,382.43
5	7,832.45	6,977.53	30,572.45	45,382.43
6	7,832.45	6,977.53	30,572.45	45,382.43
7	8,702.73	7,752.81	33,969.39	50,424.93
8	10,443.27	9,303.37	40,763.27	60,509.91
9	10,443.27	9,303.37	40,763.27	60,509.91
10	10,443.27	9,303.37	40,763.27	60,509.91
合计	87,027.26	77,528.10	339,693.90	504,249.26

资料来源：公司提供

目前公司在建的6个棚户区改造项目计划总投资为51.21亿元，截至2018年末已完成投资30.95亿元，尚需投资20.26亿元，该等项目将由政府回购，未来收入较有保障。在建及拟建项目计划总投资为112.23亿元，尚需投资81.28亿元。随着项目建设的持续推进，未来公司将面临较大的资金压力。

值得注意的是，截至2018年末，公司在建的所有棚户区改造项目和市政工程项目，均由孝感市高新区财政局承诺收购。自2019年起，棚改项目不再采取政府购买方式，财政不再承诺回购，后续业务模式将转为自营，进行市场化运营。未来公司

棚改项目收益保障性下降，收入可能受房地产市场景气度及当地房地产价格影响。

表 8 截至 2018 年末公司在建及拟建棚户区改造项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	业务模式
大会集社区	7.25	3.22	回购
诸赵社区	28.31	14.80	回购
新桥社区（含春尚社区一期）	6.11	6.78	回购
柏树社区	2.80	4.81	回购
罗坡社区	2.08	0.21	回购
吴龙湾三期	4.66	1.13	回购
魏站社区二期	6.20	0.00	自营
董永社区二期	25.66	0.00	自营
诸赵社区二期	19.03	0.00	自营
春尚社区二期	10.13	0.00	自营
合计	112.23	30.95	-

资料来源：公司提供

公司的基础设施建设业务具有持续性，未结转收入规模较大，但在建的基础设施建设和棚户区改造项目后续还需投入较多资金，公司面临较大的资金压力

公司负责孝感市高新区内基础设施项目的投资与建设。2016年12月22日，公司与孝感市高新区管委会重新签订了《孝感孝感市高新区基础设施建设项目工程建设协议》，协议约定孝感市高新区管委会将孝感市高新区范围内2016年度起的基础设施建设项目委托公司投资建设；协议价款包含工程总造价和建设管理费，其中建设管理费为工程总造价的6%；每个单项或单位工程完工后，孝感市高新区管委会一个月内向公司支付协议价款的80%，剩余20%待审计完成后一个月内支付。收入确认方面，公司按照每年新增投资额的6%计提建设管理费，并将其确认为代建收入。

2018年公司对孝感市高新区基础设施项目进行了进一步投资，新增投资额18,706.00万元，该年公司确认代建收入1,122.36万元。

表 9 2017-2018 年基础设施工程建设收入确认情况（单位：万元）

年份	本年度新增投资额	加成比例	代建管理费收入
2018 年	18,706.00	6%	1,122.36
2017 年	50,042.33	6%	3,002.54

注：表中 2017 年收入计提了增值税，与审计报告披露的不含税工程建设收入 2,915.09 万元略有差异。

资料来源：公司提供

基础设施项目完工后移交于高新区管委会。根据开发区财政局《关于移交高新区市政基础设施的通知》（孝开财文[2019]8号），2018年公司移交了第五批次已完

工基础设施项目共计101,478.40万元，其中乾坤大道东延伸段建设项目工程、孝汉大道二期南侧给水、横一路市政工程（含拓宽）的规模较大，其他为零星工程。会计处理上，公司减记“在建工程”科目，相应调增“其他应收款”科目。

截至2018年末，公司待移交基础设施项目账面价值为6.30亿元。根据《孝感市高新区财政局《关于孝感市高创投资有限公司所有工程项目全部回购的承诺函》（孝开财文[2019]12号）文件，公司资金收支计划全部纳入预算管理，公司所建的所有棚户区改造项目和市政工程项目，将由高新区财政局代高新区管委会陆续承担收购义务。因此，公司在建项目的投资成本收回较有保障，但相关文件并未明确资金回笼计划，成本和收益的回款时间存在不确定性。

截至2018年末，公司采取代建模式建设的主要在建及拟建基础设施建设项目计划总投资38.12亿元，已完成投资6.30亿元，未来该等项目至少尚需投资31.82亿元。

表 10 截至 2018 年末公司主要在建及拟建基础设施建设项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	建设周期
基础设施工程	15.32	5.45	9.87	2 年
电力工程	0.94	0.001	0.939	2 年
零星工程	1.31	0.85	0.46	2 年
槐荫大道东延伸线（部分）	3.00	-	3.00	3 年
片区改造及城市双修综合治理（部分）	12.75	-	12.75	5 年
东区道路改造维护	1.75	-	1.75	2 年
西区道路改造维护	0.18	-	0.18	2 年
电力水利路灯设施更新维护	2.18	-	2.18	2 年
绿化工程及其他工程	0.94	-	0.94	2 年
合计	38.12	6.30	31.82	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司主要的在建及拟建棚户区改造项目和基础设施建设项目总投资规模为150.35亿元，尚需投入资金113.10亿元，公司面临较大的资金压力。

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，所有报表均按新会计准则编制。2018年，公司合并报表范围新增1家子公司，详见表1。

资产结构与质量

公司资产规模略有增长，资产以土地和在建项目为主，资产流动性较弱

随着公司利润留存和应付款的增加，公司资产规模持续扩大。截至2018年末，公司资产总计99.25亿元，同比增长3.04%。从资产构成上看，公司以非流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末公司货币资金余额为7,781.71万元，同比较去年大幅下降88.04%，无使用受限的资金。公司应收账款系应收孝感市高新区财政局项目回购款，2018末账面价值大幅上升87.54%，主要系应收棚改项目回购款大幅增长所致。截至2018年末，其他应收款账面价值增长143.81%，规模为16.76亿元，应收高新区财政局基础设施已移交项目代垫款为16.29亿元，其中2018年新增9.94亿，主要为2018年新移交基础设施建设项目代垫款增加所致。该笔往来款账龄在2年内，规模较大，仍对公司资金形成一定占用。此外，公司应收湖北中晟建筑工程集团有限公司的拆借款5000.00万元，湖北中晟建筑工程集团有限公司为民营企业，该笔欠款的账龄已经超过3年，该款项存在较大的信用风险。存货主要为棚户区改造项目的开发成本，2018年末公司存货账面价值同比下降36.42%，系部分项目结转收入所致。

非流动资产主要为在建工程和其他非流动资产。在建工程系公司代建的道路、电力等基础设施项目，2018年大幅减少56.55%，主要系2018年向高新区管委会移交的基础设施工程规模较大所致。其他非流动资产系土地使用权，2018年公司通过“招拍挂”竞得2块土地，但由于土地款尚未完全支付，尚未办妥产权证。此外，政府按1.41亿元账面价值回收土地1块。截至2018年末，土地价值占公司期末资产总额的51.71%，共计17宗土地，面积合计2,453.04亩，账面价值51.32亿元，规模较大，期末公司所有土地均不存在抵押情况。

整体而言，公司资产主要集中于土地使用权和在建项目，资产流动性较弱。应收款项规模及占比明显提升，对公司资金形成一定占用。

表 11 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	7,781.71	0.78%	65,087.38	6.76%
应收账款	70,248.94	7.08%	37,457.74	3.89%
其他应收款	167,643.41	16.89%	68,759.30	7.14%

存货	128,667.39	12.96%	202,382.96	21.01%
流动资产合计	375,771.98	37.86%	389,691.96	40.46%
在建工程	63,014.16	6.35%	145,034.58	15.06%
其他非流动资产	513,179.69	51.71%	426,782.88	44.31%
非流动资产合计	616,723.58	62.14%	573,495.35	59.54%
资产总计	992,495.56	100.00%	963,187.32	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司收入有所增长，利润有所提升，短期内公司收入来源较有保障，但需要关注波动性

2018年公司实现营业收入74,711.56万元，同比增长31.99%，收入主要来源于棚户区改造项目的回购收入。2018年棚户区项目施工进度较快，部分项目已完工且完成全部结算，棚户区项目的回购收入明显上升。截至2018年，棚户区的开发成本达12.85亿元，短期内收入来源较有保障，但需要关注施工进度造成的回购收入波动性及未来棚改项目改为自主经营后的收益风险。

毛利率方面，2018年毛利率较高的代建业务收入大幅下降，此外新增的建造合同收入毛利率为负，受上述因素影响，2018年公司综合毛利率下降至17.77%，同比下降3.09个百分点。公司收入大幅增长，但毛利率下降，利润总额同比增长9.98%至11,880.11万元。

表 12 近年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	74,711.56	56,605.37
营业利润	11,880.08	10,914.43
利润总额	11,880.11	10,802.01
综合毛利率	17.86%	20.86%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018年公司经营活动现金流大额净流入，但在建项目资金需要较大，公司仍面临较大的筹资压力

2018年公司收现比为0.78，相比上年有所下降，公司棚改回购收入虽增长较多，但该业务收现情况不及预期，形成了部分应收账款。此外，公司在建项目的投建规

模较为稳定，但公司收到高新区财政局拨款项用于土地购买，导致收到其他与经营活动有关的现金大幅增长。2018年，公司的经营活动现金流实现大额净流入6.49亿元。

2018年公司购买两块土地，使得公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流出较多，因此当期投资活动现金净流出11.04亿元。

2018年公司的筹资力度进一步减弱。当期公司偿还了本期债券的20%本金及部分国开棚改贷款，同时支付较多利息，而公司仅新增少量长期借款，导致公司筹资活动出现净流出。截至2018年末，公司主要在建及拟建棚户区改造项目和基础设施建设项目尚需投入资金113.10亿元，因公司建设资金主要依赖外部融资，随着在建项目的持续推进，公司筹资压力将明显增大。

表 13 近年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.78	0.92
销售商品、提供劳务收到的现金	57,943.87	51,980.66
收到其他与经营活动有关的现金	83,644.22	50,298.07
经营活动现金流入小计	141,588.09	102,278.73
购买商品、接受劳务支付的现金	67,474.59	61,535.20
支付其他与经营活动有关的现金	8,466.81	1,088.40
经营活动现金流出小计	76,647.19	63,260.09
经营活动产生的现金流量净额	64,940.90	39,018.64
投资活动产生的现金流量净额	-110,420.93	33,999.63
筹资活动产生的现金流量净额	-11,825.64	-15,978.96
现金及现金等价物净增加额	-57,305.67	57,039.31

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债水平保持稳定，短期偿付压力不大

得益于公司利润累积，2018年末公司所有者权益达到59.51亿元，相比上年略有增长。公司对外融资减少，但应付款项增长较多，使得负债规模同比有所增长。综合以上因素，公司负债与所有者权益比率与上年基本持平，所有者权益对负债的保障程度较好。

表 14 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	397,352.97	379,994.84

所有者权益	595,142.59	583,192.48
负债与所有者权益比率	66.77%	65.16%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司流动负债规模大幅增长，但总体占比仍较小。主要由短期借款、应付利息、其它应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018年公司新增1,000万短期借款，全部为信用借款。近年应付利息持续增长，主要原因是公司未支付由孝感市城市建设投资公司（以下简称“孝感城投”）转贷款的利息，该利息暂由孝感城投支付，公司计入“应付利息”科目。2018年其他应付款规模为1.40亿元，同比大幅增长，全部为新增单位往来款。截至2018年末，公司一年内到期非流动负债规模为5.16亿元，主要为本期债券本金3.19亿和其他非流动负债中的转贷款本金1.97亿元。

公司负债以非流动负债为主，非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。2018年公司新增长期借款3.35亿元，其中信用借款2.85亿元，质押借款0.5亿元，质押物为棚改项目政府购买服务协议款项。应付债券为本期债券，2017年开始每年按发行规模16亿的20%偿还本金，2018年当年偿还了3.20亿元本金且3.19亿元本金转入一年内到期非流动负债。其他非流动负债系从孝感城投取得的转贷款，主要用于棚户区改造等项目建设，贷款方为国家开发银行，借款人为湖北省投资公司，用款人为孝感市城市建设投资公司，实际用款人为公司，授信额度为33亿元，2018年规模下降主要系转贷款中1.97亿本金转入一年内到期非流动负债。

表 15 近年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,000.00	0.25%	0.00	0.00%
应付利息	33,795.49	8.51%	28,616.16	7.53%
其它应付款	13,983.68	3.52%	2.95	0.00%
一年内到期非流动负债	51,648.56	13.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	102,218.34	25.72%	30,347.65	7.99%
长期借款	33,500.00	8.43%	0.00	0.00%
应付债券	63,842.57	16.07%	127,590.19	33.58%
其他非流动负债	196,876.08	49.55%	222,057.00	58.44%
非流动负债合计	295,134.63	74.28%	349,647.19	92.01%
负债合计	397,352.97	100.00%	379,994.84	100.00%
其中：有息债务	346,867.21	87.29%	349,647.19	92.01%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司有息债务余额为34.69亿元，同比略有下降，占全部负债比例为

87.29%。从公司有息债务偿还情况看，2018年公司短期有息债务规模增长较快，短期偿债压力有所增加。此外，长期有息债务方面，其他非流动负债的债务包含两笔棚户区改造贷款，偿还期限较长，将分别在2029年末以前逐步偿还12.60亿元、2040年末以前逐步偿还7.09亿元。近三年偿债压力来源于本期债券的本息偿付，其他应偿还债务主要分布在长期，整体来看，公司偿债压力仍较大。

截至2018年末，公司资产负债率为40.04%，与上年基本持平。2018年公司流动负债规模增长较大，因此流动比率、速动比率大幅下降。公司短期偿债压力明显加大。受公司利润增长的影响，2018年公司EBITDA同比增长了10.82%，使得EBITDA利息保障倍数上升至0.59，有息债务/EBITDA的比值下降至28.87，业务利润对有息债务的本息保障程度有所上升，但整体长期偿债能力仍较低。考虑公司资产负债率维持在安全边际，且公司土地使用权均未抵押，公司仍具有一定的财务弹性。

表 16 近年公司主要偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	40.04%	39.45%
流动比率	3.68	12.84
速动比率	2.42	6.17
EBITDA（万元）	12,016.06	10,842.90
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.51
有息债务/ EBITDA	28.87	32.25

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，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2016年1月1日至报告查询日（2019年6月18），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

受益于高新技术产业快速发展，孝感市高新区经济实力持续增强，持续增长的地区经济为公司发展提供了良好基础。公司系孝感市高新区重要的棚户区改造和基础设施建设投融资平台，公司承接的代建工程规模较大，短期内收入较有保障。

值得注意的是，公司拟建棚改项目收益存在不确定性，公司资产仍以土地和在建项目为主，资产流动性较弱。由于在建及拟建项目还需投入较多资金，公司面临较大的资金支出压力且公司偿债压力较大。基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

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）	2018年	2017年	2016年
货币资金	7,781.71	65,087.38	58,048.07
其他应收款	167,643.41	68,759.30	95,583.66
存货	128,667.39	202,382.96	231,448.08
其他非流动资产	513,179.69	426,782.88	426,782.88
总资产	992,495.56	963,187.32	950,839.16
短期借款	1,000.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	51,648.56	0.00	0.00
其他应付款	47,779.17	28,619.11	18,483.63
长期借款	33,500.00	0.00	0.00
应付债券	63,842.57	127,590.19	159,375.89
其他非流动负债	196,876.08	222,057.00	189,100.00
总负债	397,352.97	379,994.84	373,448.69
有息债务	346,867.21	349,647.19	348,475.89
所有者权益	595,142.59	583,192.48	577,390.47
营业外收入	0.03	0.00	200.00
营业收入	74,711.56	56,605.37	88,544.44
营业利润	11,880.08	10,914.43	15,064.25
净利润	11,880.11	10,802.01	15,098.37
经营活动产生的现金流量净额	64,940.90	39,018.64	-39,708.65
投资活动产生的现金流量净额	-110,420.93	33,999.63	-13,000.00
筹资活动产生的现金流量净额	-11,825.64	-15,978.96	51,044.59
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	17.86%	20.86%	18.83%
收现比	0.78	0.92	0.78
产权比率	66.77%	65.16%	64.68%
资产负债率	40.04%	39.45%	39.28%
流动比率	3.68	12.84	21.38
速动比率	2.42	6.17	9.69
EBITDA（万元）	12,016.06	10,842.90	15,142.07
EBITDA 利息保障倍数	0.59	0.51	0.73
有息债务/EBITDA	28.87	32.25	23.01

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
有息债务	短期借款+一年内到期非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债

附录三 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。