

2014 年第一期、第二期
孝感市高创投资有限公司
公司债券 2020 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員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：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【662】号 01

债券简称：

第一期：14 孝高创投
01/PR 孝高 01；
第二期：14 孝高创投
02/PR 孝高 02
债券剩余规模：
4.80 亿元（第一期为 1.60
亿元、第二期为 3.20 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：
何卫平 钟继鑫

电话：
0755-82872242

邮箱：
hewp@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

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

2014 年第一期、第二期孝感市高创投资有限公司 公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	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	2020 年 6 月 28 日	2019 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 2020 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，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到孝感市及孝感市国家高新技术产业开发区（以下简称“孝感市高新区”）的经济环境均较好，为公司发展提供了良好基础，公司承接的项目规模较大，短期内收入较有保障；同时我们也关注到公司棚改项目收益存在不确定性，公司资产以土地为主，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。2019 年孝感市和孝感市高新区地区生产总值分别为 2,301.40 亿元和 569.2 亿元，分别同比增长 8.0%和 10.4%，孝感市以农产品加工为代表的轻工业及高新区内光电子信息、先进装备制造等高科技产业发展均较好，为公司发展提供了良好基础。
- 公司承接的项目规模较大，短期内收入较有保障。公司作为孝感高新区内最重要的棚户区改造及市政基础设施建设主体，截至 2019 年末，公司主要在建及拟建项目总投资 106.79 亿元，公司承接的项目规模较大，已签订代建协议但尚未回购棚户区改造项目开发成本 9.32 亿元，短期内收入较有保障。

关注：

- **公司棚改项目收益存在不确定性。**公司目前在建及拟建棚户区改造项目以自营性质为主，已签订回购协议未确认收入规模较小，未来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。
- **公司资产以土地为主，资产流动性较弱。**2019 年末公司存货和其他非流动资产规模共计 73.10 亿元，占总资产比例为 72.03%，其中土地资产账面价值为 64.58 亿元，部分为棚改项目用地且其余部分土地变现时需补缴土地出让金，资产流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金 90.27 亿元，规模较大，随着后续项目的持续投入，公司面临较大的资金支出压力。
- **公司偿债压力仍较大。**截至 2019 年末公司有息债务规模达 33.62 亿元，占公司总负债的 82.90%，EBITDA 利息保障倍数仅为 0.70，利润对有息债务的保障程度仍较低，偿债压力较大。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,014,903.85	992,495.56	963,187.32
所有者权益	609,400.38	595,142.59	583,192.48
有息债务	336,169.94	346,867.21	349,647.19
资产负债率	39.95%	40.04%	39.45%
现金短期债务比	0.90	0.15	-
营业收入	87,309.52	74,711.56	56,605.37
利润总额	12,635.74	11,880.11	10,802.01
综合毛利率	17.07%	17.86%	20.86%
EBITDA	16,527.57	12,016.06	10,842.90
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.59	0.52
经营活动现金流净额	105,688.95	64,940.90	39,018.64
收现比	1.76	0.78	0.92

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

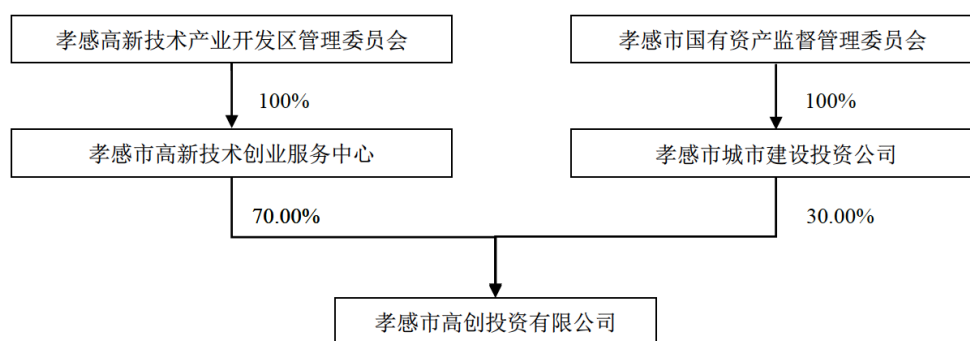
一、本期债券募集资金使用情况

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2020年05月30日，本次债券第一期募集资金专项账户余额为1,085.18万元，第二期募集资金专项账户余额为0.68万元，合计余额为1,085.86万元。

二、发行主体概况

2019-2020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产业创业服务中心，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2020年5月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

2019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6家。2019年10月，公司部分董事、监事长发生变更且董事人数增加至7人，变更后章立、杨姝剑、胡胜平、黄丽为公司新任董事，刘红任监事长，本次变更系公司正常人员变动。

表1 2019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
孝感市创彩生活物业服务有 限公司	51%	1,000.00	物业服务	新设
孝感市创融资本有限责任公	100%	10,000.00	金融服务	新设

司				
孝感市创达置业有限责任公司	100%	5,000.00	房地产	新设
孝感市创荟人力资源有限公司	100%	200.00	人力资源服务	新设
孝感市恒创置业有限公司	100%	-	房地产开发	新设
湖北三江航天物业有限公司	63.71%	3,788.08	物业服务	收购

资料来源：2019年审计报告，国家企业信用信息公示系统

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25%调整为 20%，引导资

金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在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的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，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”，支持参

与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通

（二）区域环境

孝感市经济稳步增长，轻工业为代表的重点产业发展较好，但受COVID-19疫情影响较大，2020年存在较大经济增长压力

2019年孝感市经济稳步增长，地区生产总值为2,301.40亿元，同比增长8.0%，增速高于全国水平。从产业结构来看，孝感市仍以第二、第三产业为主，三次产业结构由上年15.0:48.4:36.6调整为13.5:42.7:43.8，第三产业占比首次超过第二产业。2019年孝感市人均地区生产总值为46,766.92元，为全国人均生产总值的65.97%，低于全国平均水平，地区经济发展水平有待提升。

工业经济方面，2019年全市全部工业增加值896.18亿元，同比增长9.6%。其中全市六大重点产业（农产品加工制造、盐磷化工、纸塑包装、高端装备制造、新能源汽车及零部件、光电子信息等）2019年实现增加值548.7亿元，同比增长9.9%，增速高于上年1.9个百分点，是工业经济增长的主要动力。

固定资产投资方面，孝感市固定资产投资的增长仍集中在第二和第三产业。2019年，孝感市全年固定资产投资同比增长12.3%，三次产业投资同比增速分别为-19.6%、10.0%和17.3%，第三产业固定投资增速较高。其中，房地产投资增长9.1%，增速较上年增加5.6个百分点。2019年孝感市房地产施工面积1171.96万平方米，同比增长22.5%；销售面积476.74万平方米，同比下降4.7%，施工面积明显增长。2019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。

孝感市地处湖北，与武汉相邻，受COVID-19疫情影响较大，2020年1-3月，孝感市实现地区生产总值335.30亿元，同比下滑36.5%，全年存在较大的经济增长压力。

表3 2018-2019年孝感市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,301.40	8.0%	1,912.90	8.1%
第一产业增加值	310.37	3.3%	287.13	3.0%
第二产业增加值	983.30	9.1%	925.58	8.3%
第三产业增加值	1,007.73	8.5%	700.19	10.1%

全部工业增加值	896.18	9.6%	818.40	8.5%
固定资产投资	-	12.3%	-	11.4%
社会消费品零售总额	1,213.16	11.8%	1,085.47	11.5%
进出口总额（亿美元）	100.13 （亿元）	8.6%	13.82	25.4%
存款余额	2,594.32	6.15%	2,443.93	6.8%
贷款余额	1,376.53	9.50%	1,257.07	10.4%
人均 GDP（元）	46,766.92		38,880.08	
人均 GDP/全国人均 GDP	65.97%		60.26%	

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、固定资产投资不含农户投资。

资料来源：孝感市 2018-2019 年国民经济与社会发展统计公报

2019年孝感市实现公共财政收入135.53亿元，同比增长4.1%，其中税收收入101.97亿元，同比增长6.6%。

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。2019年孝感市高新区实现地区生产总值569.2亿元，同比增长10.4%，增速较上年增加2.7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，2019年孝感市高新区规模以上工业企业实现增加值452.8亿元，其中高新技术产业实现增加值149.4亿元，增长14.7%，仍保持较快增长，是园区经济的重要增长点。此外2019年园区内高新技术企业数量净增加22家，总数达到204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	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	569.2	10.4%	515.7	7.7%
规模以上工业总产值	1,348	10.3%	1,222	9.2%
其中：高新技术产业	478	14.6%	417	19.1%
规模以上工业增加值	452.8	10.8%	408.5	8.7%
其中：高新技术产业	149.4	14.7%	130.2	12.7%
固定资产投资总额	-	12.0%	-	11.5%

资料来源：孝感高新技术产业开发区经济发展局

2019年孝感市高新区（一区四园）实现公共财政收入43.15亿元，同比增长10.4%。

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。

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。2019年公司实现营业收入87,309.52万元，较上年增长16.86%，其中项目回购收入小幅下降，但占比仍较高。同时，公司新收购子公司三江物业2019年实现物业管理收入10,965.21万元，对营业收入也形成较好补充。此外，2019年公司建造合同收入4,098.34万元，同比增长236.69%，代建业务收入规模与上年变化不大，但毛利率100%，是公司利润的重要组成部分。

2019年收入占比较大的项目回购业务毛利率小幅下降0.55个百分点，且建造合同收入占比提升但毛利率较低，受此影响，2019年公司综合毛利率为17.07%，较上年下降0.79个百分点。

表 5 2018-2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
项目回购收入	70,551.55	16.25%	72,245.58	16.80%
代建收入	1,153.69	100%	1,122.36	100.00%
建造合同收入	4,098.34	2.25%	1,217.26	-0.64%
物业管理收入 ²	10,965.21	17.99%	-	-
房屋租赁收入	328.67	33.52%	115.25	73.38%
其他业务收入	212.06	52.60%		
合计	87,309.52	17.07%	74,711.56	17.86%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司承建较多的孝感市高新区棚户区改造项目，短期内收入虽较有保障，但目前在建棚改项目以自营性质为主，未来收益存在不确定性

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。

2019年公司移交了裕祺社区（含魏站）、城际社区等棚户区改造项目的已完工部分，并于2019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2019年12月31日工程结算的通知》（孝开财文

² 物业管理收入为购买日至 2019 年末实现收入，购买日为 2019 年 1 月 28 日。

【2020】13号）（以下简称“工程结算通知”），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，2019年度公司应结转的棚户区改造项目成本为59,088.41万元，对应确认收入70,906.08万元，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70,551.55万元，较上年小幅下降。截至2019年末，公司待回购棚户区改造项目开发成本93,206.05万元³，短期内收入较有保障。

表 6 2019 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	2,437.68	20%	2,925.22
魏站社区	17,910.07	20%	21,492.08
裕祺社区	4,073.78	20%	4,888.54
诸赵社区	3,231.98	20%	3,878.38
新桥社区	4,980.13	20%	5,976.15
柏树社区	4,348.26	20%	5,217.91
城际社区	14,656.78	20%	17,588.13
春尚社区	699.64	20%	839.57
董永社区	6,750.09	20%	8,100.11
合计	59,088.41	-	70,906.08

注：回购价款计提了增值税，与审计报告披露的不含税项目回购收入 70,551.55 万元略有差异。

资料来源：公司提供

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，截至2019 年末，上述募投项目均已完工，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。从项目实际回购情况看，根据高新区财政局2019年度工程结算通知，按移交率计算，2014-2019年公司累计确认已回购以上3个项目成本118,784.78万元，并按20%比例加成全部确认收入，尚未回购成本32,504.67万元，未来将逐步完成回购。

目前公司在建的4个棚户区改造项目计划总投资为36.81亿元，截至2019年末已完成投资8.00亿元，尚需投资28.81亿元，此外还有2个拟建项目。截至2019年末，公司在建及拟建棚户区改造项目计划总投资为68.67亿元，尚需投资60.67亿元。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2019年末，公司由孝感市高新区财政局承诺收购的棚改项目仅剩罗坡社区，规模较小，剩余在建及拟建棚改项目不再采取政府购买方式，财

³ 罗坡社区虽已签订代建协议，但尚未完工且已投入资金较小，政府也尚未开始回购，该数据暂不含罗坡社区项目开发成本。

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 7 截至 2019 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
罗坡社区	2.08	0.28	回购
吴龙湾三期	4.66	1.23	自营
诸赵社区二期	19.94	4.13	自营
春尚社区二期	10.13	2.36	自营
魏站社区二期	6.20	0.00	自营
董永社区二期	25.66	0.00	自营
合计	68.67	8.00	

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向公司支付。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。

2019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19,228.17万元，该公司确认代建收入1,153.69万元。

表 8 2018-2019 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
2019 年	19,228.17	6%	1,153.69
2018 年	18,706.00	6%	1,122.36

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[2020]15号），2019年公司移交了第六批次已完工基础设施项目共计63,820.56万元，其中乾孝感高新区基础设施项目（东城横3路利息）、邓家河湿地公园一期项目建设工程的规模较大，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2019年末，公司待移交基础设施项目账面价值为2.13亿元。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[2020]14号）文件，公司资金收支计划全部纳入预算管理，公司2018年以前开工建设的所有棚户区改造项目和当前所有市政工程项目，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2019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8.52亿元，未来该等项目至少尚需投资29.60亿元。

表 9 截至 2019 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	6.97	8.35	2 年
电力工程	0.94	0.57	0.37	2 年
零星工程	1.31	0.98	0.33	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	8.52	29.60	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019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106.79亿元，尚需投入资金90.27亿元，公司面临较大的资金压力。

物业管理业务是公司的收入较好补充

三江物业为公司当期新收购子公司，目前主要从事孝感市高新区“三供一业”服务收费，此外还包含幼儿教育、餐饮等多项业务，2019年实现物业管理收入10,965.21万元（收购日至年末），净利润507.67万元（收购日至年末）。三江物业经营情况较为稳定，业务模式较为成熟，预计未来收入及盈利能力较为稳定。

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2018-2019年审计报告，所有报表均按新会计准则编制。2019年，公司合并报表范围新增6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，以土地资产为主，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2019年末，公司资产总计101.49亿元，同比增长2.26%。从资产构成上看，2019年存货规模大幅增长，公司流动资产占比大幅提升，达到52.51%。

流动资产方面，2019年末公司货币资金余额为6.08亿元，无使用受限的资金。公司货币资金规模较上年大幅增长，主要系2019年主营业务收现情况较好，应收账款大量收回，2019年公司应收账款仅剩0.22亿元，而2018年应收孝感市高新区财政局项目回购款则多达7.02亿元，主要为棚改项目应收款。其他应收款主要为应收高新区财政局基础设施已移交项目代垫款，2019年代垫款余额为13.82亿元，占其他应收款余额的95.77%，该笔往来款账龄为1-3年，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5,000.00万元，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。截至2019年末，公司存货账面价值同比大幅增长147.44%，其中棚户区改造项目开发成本有所减少，整体规模增长主要系公司新购入土地及其他非流动资产转入2宗拟出让土地，存货中土地共计10宗，账面价值为23.31亿元，均已全额缴纳土地出让金，主要为商住性质，将主要用于后期棚户区改造自营项目。

在建工程系公司代建的道路、电力等基础设施项目，2019年大幅减少66.15%，主要系2019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，2019年公司该科目下土地减少两宗，系公司通过2019年新设立的孝感市恒创置业有限公司⁴将土地转让给恒大地产集团武汉有限公司，合同已于2020年1月20日签订，款项暂未支付，目前暂划入存货。截至2019年末，公司计入其他非流动资产的土地使用权有17宗，面积合计141.20万平方米，全部为商住用地，账面价值41.27亿元，该部分土地均不存在抵押情况。

整体而言，公司资产主要为土地使用权和政府单位往来款项，土地使用权部分为棚改项目用地且其余部分土地变现时需补缴土地出让金，资产流动性仍较弱。

⁴ 2020年4月将100%股权转让给恒大地产集团武汉有限公司。

表 10 近年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	60,753.47	5.99%	7,781.71	0.78%
应收账款	2,229.66	0.22%	70,248.94	7.08%
其他应收款	144,324.42	14.22%	167,643.41	16.89%
存货	318,373.59	31.37%	128,667.39	12.96%
流动资产合计	532,913.40	52.51%	375,771.98	37.86%
在建工程	21,329.73	2.10%	63,014.16	6.35%
其他非流动资产	412,670.69	40.66%	513,179.69	51.71%
非流动资产合计	481,990.45	47.49%	616,723.58	62.14%
资产总计	1,014,903.85	100.00%	992,495.56	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019年公司收入利润均有所提升，但需要关注棚改项目自主经营后的收益风险

2019年公司实现营业收入87,309.52万元，同比增长16.86%，收入仍主要来源于棚户区改造项目的回购收入，但2019年增长的主要原因为新增10,965.21万元物业管理收入，对营业收入也形成较好补充。截至2019年末，公司已签订回购协议的在建棚改项目仅剩1个，其余均为自营项目，未来需关注棚改项目自主经营的收益风险。

毛利率方面，2019年棚改业务毛利率小幅下滑，物业管理业务毛利率略高于棚改业务，而毛利率较低的建造合同收入大幅增长，使得2019年综合毛利率小幅下降0.79个百分点。

表 11 近年公司盈利能力主要指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	87,309.52	74,711.56
营业利润	12,642.43	11,880.08
利润总额	12,635.74	11,880.11
综合毛利率	17.07%	17.86%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司收现情况较好，但在建项目资金需要较大，公司仍面临较大的筹资压力

得益于主营业务回款较好，2019年公司收现比为1.76，收现情况较好。此外，2019年公司经营活动现金流支出主要为购买土地，资金来源于高新区财政局的划转。2019年公司经营活动现金净流入10.57亿元。

2019年公司几乎无投资现金流入，而购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现金流出也仅有2.08亿元，因此当期投资活动现金流小幅净流出2.23亿元。

2019年公司的筹资力度进一步减弱，仅取得少量银行借款。在偿还方面，当期公司偿还了本期债券的20%本金及部分国开棚改贷款，同时支付利息规模也大幅增长。受此影响，2019年公司筹资活动现金流净流出3.04亿元。截至2019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90.27亿元，随着在建项目的持续推进，公司筹资压力将明显增大。

表 12 近年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.76	0.78
销售商品、提供劳务收到的现金	154,030.46	57,943.87
收到其他与经营活动有关的现金	148,135.90	83,644.22
经营活动现金流入小计	302,482.07	141,588.09
购买商品、接受劳务支付的现金	160,019.92	67,474.59
支付其他与经营活动有关的现金	26,878.26	8,466.81
经营活动现金流出小计	196,793.11	76,647.19
经营活动产生的现金流量净额	105,688.95	64,940.90
投资活动产生的现金流量净额	-22,301.91	-110,420.93
筹资活动产生的现金流量净额	-30,415.29	-11,825.64
现金及现金等价物净增加额	52,971.76	-57,305.67

资料来源：公司 2018-2019 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，偿债压力仍较大

得益于公司利润累积，2019年末公司所有者权益达到60.94亿元，相比上年略有增长。公司对外融资虽有所减少，但公司长期应付款中项目专项资金的增长，使得负债规模小幅增长。综合影响之下，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仍较好。

表 13 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	405,503.47	397,352.97

所有者权益	609,400.38	595,142.59
负债与所有者权益比率	66.54%	66.77%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司仍以非流动负债为主。公司无短期借款。应付利息为公司实际使用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，2019应付利息规模小幅下降。截至2019年末，公司一年内到期非流动负债规模为6.75亿元，主要为本期债券本金3.19亿元、其他非流动负债中的转贷款本金2.07亿元及一年内到期的长期借款1.48亿元。

非流动负债方面，2019年公司长期借款余额下降至2.81亿元，其中信用借款1.00亿元，其余为质押及抵押借款，质押物为棚改项目政府购买服务协议款项，抵押物为公司厂房。应付债券为本期债券，将于2021年到期。长期应付款2019年规模增长较大，主要系新增3.00亿元棚改专项资金。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，名义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，2019年规模小幅增长。

表 14 近年公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	1,000.00	0.25%
应付利息	30,082.07	7.42%	33,795.49	8.51%
一年内到期非流动负债	67,474.21	16.64%	51,648.56	13.00%
流动负债合计	105,317.43	25.97%	102,218.34	25.72%
长期借款	28,100.00	6.93%	33,500.00	8.43%
应付债券	31,946.93	7.88%	63,842.57	16.07%
长期应付款	30,534.94	7.53%	915.99	0.23%
其他非流动负债	208,888.80	51.51%	196,876.08	49.55%
非流动负债合计	300,186.04	74.03%	295,134.63	74.28%
负债合计	405,503.47	100.00%	397,352.97	100.00%
其中：有息债务	336,169.94	82.90%	346,867.21	87.29%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末公司有息债务为33.62亿元，同比降低3.08%，占公司负债总额的82.90%。根据公司提供有息债务偿还期限分布，公司未来两年债务偿还规模较为平均。

表 15 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
本金	6.75	6.64

资料来源：公司提供

截至2019年末，公司资产负债率为39.95%，与上年基本持平。2019年公司应收账款几乎全部回收，货币资金相对充裕，受此影响，公司现金短期债务比上升至0.90，公司短期偿债压力尚可。受公司利润增长及当期固定资产折旧规模较大的影响，2019年公司EBITDA同比增长37.55%，EBITDA利息保障倍数上升至0.70，有息债务/EBITDA的比值下降至20.34，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，且公司土地使用权抵押比例较低，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	2019 年	2018 年
资产负债率	39.95%	40.04%
现金短期债务比	0.90	0.15
EBITDA（万元）	16,527.57	12,016.06
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.59
有息债务/EBITDA	20.34	28.87

资料来源：公司 2018-2019 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2017年1月1日至报告查询日（2020年5月7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；各项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

受益于孝感市农产品加工为代表的轻工业及高新区内光电子信息、先进装备制造等高科技产业发展均较好，孝感市及孝感市高新区持续增长的地区经济为公司发展提供了良好基础。公司孝感市高新区重要的棚户区改造及市政基础设施建设主体，承接的项目规模较大，短期内收入较有保障。

值得注意的是，公司目前在建及拟建棚改项目主要以自营性质为主，未来收益

具有较大不确定性，公司当期新增较多土地资产，土地资产占比超过60%，虽用于抵押土地较少，但部分为棚改项目用地且其余部分土地变现时需补缴土地出让金，资产流动性较弱。此外，公司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。公司期末货币资金规模较大，短期偿债能力有所改善，但EBITDA利息保障倍数仍较低，公司偿债压力仍较大。

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）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	60,753.47	7,781.71	65,087.38
其他应收款	144,324.42	167,643.41	68,759.30
存货	318,373.59	128,667.39	202,382.96
其他非流动资产	412,670.69	513,179.69	426,782.88
总资产	1,014,903.85	992,495.56	963,187.32
短期借款	0.00	1,000.00	0.00
一年内到期的非流动负债	67,474.21	51,648.56	0.00
其他应付款	33,562.12	47,779.17	28,619.11
长期借款	28,100.00	33,500.00	0.00
应付债券	31,946.93	63,842.57	127,590.19
其他非流动负债	208,888.80	196,876.08	222,057.00
总负债	405,503.47	397,352.97	379,994.84
有息债务	336,169.94	346,867.21	349,647.19
所有者权益	609,400.38	595,142.59	583,192.48
营业收入	87,309.52	74,711.56	56,605.37
营业利润	12,642.43	11,880.08	10,914.43
净利润	12,376.06	11,880.11	10,802.01
经营活动产生的现金流量净额	105,688.95	64,940.90	39,018.64
投资活动产生的现金流量净额	-22,301.91	-110,420.90	33,999.63
筹资活动产生的现金流量净额	-30,415.29	-11,825.64	-15,978.96
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	17.07%	17.86%	20.86%
收现比	1.76	0.78	0.92
产权比率	66.54%	66.77%	65.16%
资产负债率	39.95%	40.04%	39.45%
现金短期债务比	0.90	0.15	-
EBITDA（万元）	16,527.57	12,016.06	10,842.90
EBITDA 利息保障倍数	0.70	0.59	0.52
有息债务/EBITDA	20.34	28.87	32.25

注：2017 年无短期有息债务。

资料来源：公司 2017-2019 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + 1 \text{ 年内到期的长期有息债务} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他非流动负债}$

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。