



# 孝感市高创投资有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1778 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果

孝感市高创投资有限公司

AA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“20 孝高创债/20 孝高创”、“21 孝感高创 MTN001”

AA

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为，孝感国家高新技术产业开发区（以下简称“孝感高新区”）经济及财政实力持续增长，拥有较强的支持能力。孝感市高创投资有限公司（以下简称“孝感高创”或“公司”）系孝感高新区最重要的基础设施建设及保障房建设主体，对孝感高新区的重要性高，在发展中得到了孝感高新区管委会的有力支持。中诚信国际预计，孝感高新区经济实力将不断增强，公司将维持重要的区域地位与较强的竞争力；同时，需关注公司大部分棚改项目采用自平衡模式且后续资金平衡存在不确定性、资产流动性较弱、部分应收款项的回收仍存在较大不确定性等对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，孝感市高创投资有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

**可能触发评级上调因素：**孝感高新区经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充；财务指标整体明显改善。

**可能触发评级下调因素：**孝感高新区经济实力显著下滑；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

## 正面

- **较好的外部环境。**孝感高新区为国家级高新区，2022年孝感高新区（核心区）实现地区生产总值（GDP）约150亿元，增速为14.4%，固定资产投资及工业经济亦保持良好增长态势。整体上，孝感高新区较强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司仍拥有重要的区域地位。**跟踪期内，公司仍系孝感高新区最重要的工程建设主体，在孝感高新区城市发展中承接了大量的棚户区改造及市政基础设施建设项目，区域地位重要。
- **有力的外部支持。**孝感高新区管委会通过资产注入、财政补贴等方式为公司提供支持，2022年公司获得账面价值合计11.50亿元的资产注入，有效地提升了公司资本实力。

## 关注

- **公司大部分棚改项目采用自平衡模式，后续资金平衡存在不确定性。**跟踪期内，公司大部分在建及拟建的棚户区改造项目预期通过房产销售来平衡前期投入，资金平衡和回收期限存在一定的不确定性。
- **资产流动性较弱。**截至2023年3月末，公司资产仍主要集中于土地资产及棚改项目开发成本，该部分资产变现能力相对较弱，且一定规模的土地资产及货币资金使用权受限，公司整体资产流动性偏弱。
- **部分应收款项的回收仍存在较大不确定性。**2020年，公司向恒大地产集团武汉有限公司（以下简称“恒大武汉”）转让孝感市恒创置业有限公司（以下简称“恒创置业”）100%股权，其中以商业承兑汇票支付的6.73亿元转让价款已于2021年7月逾期，目前该笔款项尚未收回，截至2022年末已计提5.39亿元坏账准备；2021年，公司向湖北玖玖爱食品有限公司（以下简称“湖北玖玖爱”）发放合计1.14亿元的委托贷款，由于湖北玖玖爱经营异常，目前该笔委托贷款已经逾期。中诚信国际将持续关注公司应收款项回收情况，并及时评估对公司未来经营和整体信用状况的影响。

项目负责人：程 成 chcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：国采薇 cwguo@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

孝感高创（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	118.63	163.05	201.10	214.94
经调整的所有者权益合计（亿元）	62.64	81.48	95.61	96.09
负债合计（亿元）	55.98	81.58	105.49	118.86
总债务（亿元）	49.32	72.15	99.47	113.52
营业总收入（亿元）	10.72	11.59	11.92	2.39
经营性业务利润（亿元）	1.59	7.36	1.99	0.47
净利润（亿元）	1.62	2.07	1.92	0.47
EBITDA（亿元）	1.92	2.32	2.22	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-10.81	-12.66	-18.24	-5.46
总资本化比率（%）	44.05	46.97	50.99	54.16
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.80	1.00	1.88	--

注：1、中诚信国际根据孝感高创提供的其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 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年 1~3 月财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级历史关键信息

孝感市高创投资有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	21 孝感高创 MTN001（AA）、 20 孝高创债/20 孝高创（AA）	2022/06/24	周迪、国采薇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业 评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	21 孝感高创 MTN001（AA）	2021/10/20； 2021/10/20	周迪、国采薇； 周迪、国采薇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业 评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a> ； <a href="#">阅读全文</a>
AA/稳定	20 孝高创债/20 孝高创（AA）	2020/02/26	高哲理、吴萍	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业 评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较（2022 年数据）

项目	孝感高创	荆开城投	萍乡汇丰	宣城经开
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	孝感高新区	荆州开发区	萍乡经开区	宣城经开区
GDP（亿元）	150.00	610.82	289.18	234.70
一般公共预算收入（亿元）	12.40	17.85	14.91	18.15
经调整的所有者权益合计（亿元）	95.61	102.49	229.61	88.72
总资本化比率（%）	50.99	50.30	44.17	59.16
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.88	0.10	1.34	0.62

注：1、“荆开城投”为“荆州开发区城市建设投资开发有限公司”的简称、“萍乡汇丰”为“萍乡市汇丰投资有限公司”的简称、“宣城经开”系“宣城经济技术开发区建设投资有限公司”的简称；2、“荆州开发区”系“荆州经济技术开发区”的简称、“萍乡经开区”系“萍乡经济技术开发区”的简称、“宣城经开区”系“宣城市经济技术开发区”的简称；3、孝感高新区数据系核心区数据、荆州开发区 GDP 数据系荆州市沙市区（含荆州开发区）数据。

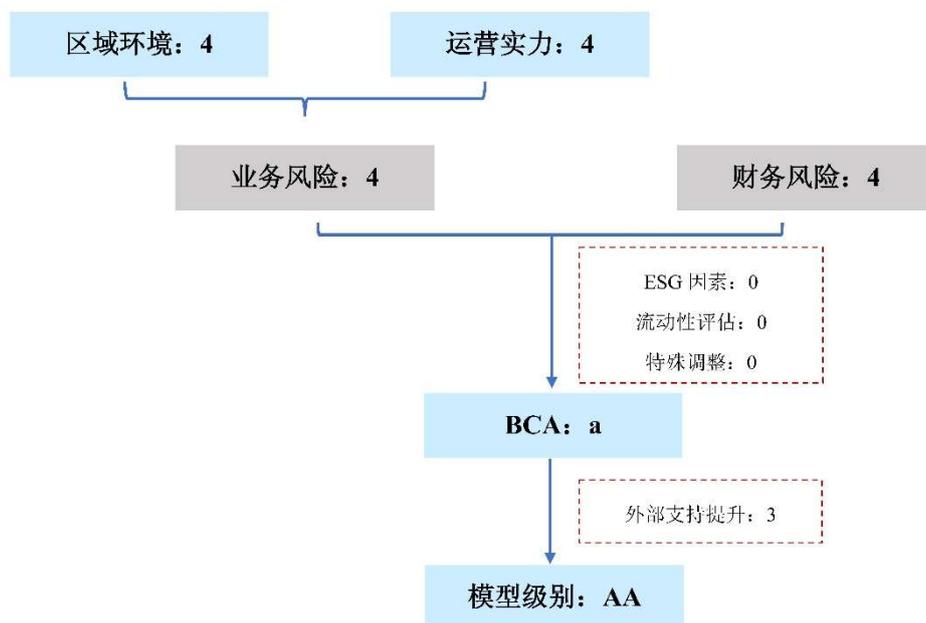
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 孝感高创 MTN001	AA	AA	2022/06/24	5.00	5.00	2021/12/21~ 2024/12/21	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 孝高创债 /20 孝高创	AA	AA	2022/06/24	9.60	7.68	2020/04/09~ 2027/04/09	每年付息一次，在债券存续期内的第 3、4、5、6、7 年末分别按照债券发行规模 20%的比例偿还本金

## 评级模型

孝感市高创投资有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险：

中诚信国际认为，公司作为孝感高新区最重要的基础设施建设及保障房建设主体，具有较强的业务竞争力；跟踪期内项目量充足且业务模式明确，业务稳定性和可持续性较强。但是，公司未来存在一定的资本支出压力，同时代建基建业务回款进程较慢、自营项目未来资金平衡存在不确定性，需持续关注公司资金回收及收益平衡状况。

### ■ 财务风险：

中诚信国际认为，公司资产规模随着业务持续投入和政府资产注入而快速增长，资本实力有所增强，但其流动性和收益性仍有待提升；公司经营发展对外部融资存在较高依赖，跟踪期内财务杠杆水平持续抬升，虽 EBITDA 对利息的保障能力有所提升，但经营活动现金流持续净流出，无法覆盖债务本息。

### ■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对孝感高创个体基础信用等级无影响，孝感高创具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等水平的业务风险和中等水平的财务风险。

### ■ 外部支持：

中诚信国际认为，孝感高新区管委会拥有较强的支持能力，且对公司支持意愿强。孝感高创自成立以来持续获得政府在资产划转、资金补贴等方面的支持，具备高度的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“20 孝高创债/20 孝高创”募集资金总额为 9.60 亿元，募集资金用于高新区棚改二期工程项目（春尚高层、魏站社区、吴龙湾社区）。根据《孝感市高创投资有限公司公司债券年度报告（2022 年）》及公司提供资料，截至 2022 年末，募集资金已使用完毕，其中 5.00 亿元用于高新区棚改二期工程项目-春尚高层，3.00 亿元用于高新区棚改二期工程项目-魏站社区，1.60 亿元用于高新区棚改二期工程项目-吴龙湾社区。

表 1：截至 2022 年末公司募集资金用途（亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金额度	已使用募集资金
高新区棚改二期工程项目——春尚高层	10.13	5.00	5.00
高新区棚改二期工程项目——魏站社区	6.20	3.00	3.00
高新区棚改二期工程项目——吴龙湾社区	4.66	1.60	1.60
<b>合计</b>	<b>20.99</b>	<b>9.60</b>	<b>9.60</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续

推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

孝感市为湖北省地级市，地处于湖北省东北部，与武汉市东西湖区及黄陂区接壤，是武汉城市圈和长江中游城市群重要成员，亦是国家新型城镇化综合试点地区。孝感市现辖孝南区、云梦县、大悟县、孝昌县四个区县，应城市、安陆市两个县级市，代管汉川市，以及一个国家级高新技术开发区和七个省级经济开发区，全市面积 8,910 平方公里。

孝感是资源丰富的绿色城市，是全国十大优质稻米生产基地和名贵水产品生产基地，农产品资源丰富，近年来达利、银鹭、盼盼等知名食品企业在孝感投资建厂；同时孝感拥有湖北省最大的纺织服装龙头企业湖北孝棉实业集团有限责任公司，并形成了纺纱、针织布、机织布、家纺、服装等产业链。此外，依托丰富的石膏、石盐资源，孝感市聚集了久大盐业、中盐东兴、蓝天盐化、宜化双环、新都化工等规模以上企业 70 余家。2022 年，孝感市规模以上工业增加值同比增长 11.9%，除盐磷化工、新能源汽车及零部件增加值出现下降外，其他主导产业和新兴产业整体呈快速增长态势。2023 年，孝感市计划统筹推进传统产业转型升级，推动战略性新兴产业和高新技术制造业发展，突破性发展光电子信息、新能源汽车及零部件产业。

区域经济方面，2022 年孝感市地区生产总值（GDP）保持快速增长态势，当期实现 2,776.97 亿元，同比增长 13.4%，增速高于全国和湖北省平均水平。其中，第一产业增加值 398.00 亿元，比上年增长 3.5%；第二产业增加值 1,151.82 亿元，增长 9.0%；第三产业增加值 1,227.16 亿元，增长 2.4%。三次产业结构由上年的 14.9:39.4:45.7 调整为 14.3:41.5:44.2。2022 年，孝感市固定资产投资增速保持在较高水平，基础设施投资和工业投资分别增长 48.6%和 26.8%，其中 23 个省级重点项目超额完成投资计划，对拉动全市经济增长贡献度较高。同期，孝感市人均 GDP 为 66,299 元，比上年增长 6.2%，但仍低于全省平均水平。

财政实力方面，2022 年孝感市实现一般公共预算收入 137.21 亿元，在湖北省各地市中居于中游

水平，剔除增值税留抵退税因素后，较上年增长 11.3%，其中税收收入完成 112.23 亿元，当期税收占比提升至 81.78%；同期，孝感市财政平衡率为 32.03%，整体财政自给能力较弱。近年来，孝感市政府债务余额增长较快，截至 2022 年末，孝感市债务余额为 548.22 亿元。

表 2：2022 年湖北省下属地市、直管县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
湖北全省	53,734.92	--	9.21	--	3,280.73	--
武汉市	18,866.43	1	13.78	2	1,504.74	1
襄阳市	5,827.81	2	11.05	4	220.93	2
宜昌市	5,502.69	3	14.04	1	218.27	3
荆州市	3,008.61	4	5.86	14	142.05	4
<b>孝感市</b>	<b>2,776.97</b>	<b>5</b>	<b>6.63</b>	<b>11</b>	<b>137.21</b>	<b>6</b>
黄冈市	2,747.90	6	4.75	16	140.85	5
十堰市	2,304.68	7	7.29	9	115.66	8
荆门市	2,200.96	8	8.64	7	102.18	9
黄石市	2,041.51	9	8.35	8	136.74	7
咸宁市	1,875.57	10	7.17	10	96.03	10
恩施州	1,402.20	11	4.12	17	77.21	11
随州市	1,328.78	12	6.60	12	50.61	13
鄂州市	1,264.55	13	11.81	3	73.84	12
仙桃市	1,013.14	14	9.17	6	34.32	14
潜江市	886.65	15	10.61	5	27.31	15
天门市	730.05	16	6.60	12	21.80	16
神农架	35.61	17	5.35	15	5.16	17

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

表 3：2020~2022 年孝感市经济及财政概况

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	2,193.55	2,562.01	2,776.97
GDP 增速（%）	-4.5	13.4	5.2
一般公共预算收入（亿元）	100.17	134.77	137.21
税收收入占比（%）	77.74	78.83	81.78
财政平衡率（%）	23.56	33.23	32.03
地方政府债务余额（亿元）	403.24	453.86	548.22

资料来源：孝感市人民政府官网，中诚信国际整理

孝感高新区创立于 1989 年，是湖北省最早设立的省级开发区之一，2012 年 8 月 19 日，国务院批准孝感高新区升级为国家级高新技术产业开发区，目前孝感高新区已形成“一区四园”的发展格局，“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。孝感高新区综合发展水平较好，根据科技部火炬中心对全国 173 个国家高新区的 2022 年评价结果，孝感高新区位居第 68 位、排名上升 9 位。孝感高新区形成了光电子信息、先进设备制造、特种汽车及零部件、纺织及高档服装为主的主导产业体系，生物医药、非动力核产业等高新技术产业发展方兴未艾，近年来通过产业园区建设推动产业集群发展。

2022 年，孝感高新区（核心区）GDP 约 150 亿元，同比增长 14.4%，较孝感市 GDP 增速高 9.2 个百分点。同期，孝感高新区固定资产投资亦保持增长态势，全年规上工业总产值同比增长 14.1%，

工业投资同比增长 45.6%，技改投资同比增长 45.6%，新增规上工业企业 14 家。

2022 年，孝感高新区（核心区）地方一般公共预算收入完成 12.40 亿元，剔除增值税留抵退税因素后，较上年增长 5.9%，其中税收占比达 94.12%；当期财政平衡率超过 100%，财政自给能力仍较强。同年，孝感高新区（核心区）实现政府性基金收入 10.89 亿元，同比有所下降，主要系受房地产行业景气度低迷影响。孝感高新区债务规模增长较快，2022 年末政府债务余额达 20.36 亿元。

随着共建“一带一路”、长江经济带战略、中部地区崛起战略的部署，长江中游城市群建设上升为国家战略以及武汉城市圈一体化发展的不断加速，孝感市作为武汉城市圈的核心圈层地区，孝感高新区作为孝感市高新技术产业的聚集区，未来发展前景较为广阔。

## 运营实力

中诚信国际认为，公司作为孝感高新区最重要的基础设施建设及保障房建设主体，区域地位重要，具有较强的业务竞争力；跟踪期内，公司收入来源仍以工程建设业务收入为主，较为充足的项目量为后续收入实现提供了有力支撑，且公司业务模式明确，业务稳定性和可持续性较强。

值得注意的是，公司仍存在一定的资本支出压力，同时代建基建业务回款进程较慢、自营性项目未来的收益实现存在不确定性，需持续关注公司资金回收及收益平衡状况。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020			2021			2022			2023.1~3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程建设	9.73	90.67	16.08	10.11	87.28	19.10	9.61	80.63	17.20	1.66	69.42	24.08
物业管理	0.96	8.93	12.22	1.20	10.35	13.15	1.06	8.89	14.83	0.26	11.01	34.58
商品销售	--	--	--	--	--	--	0.59	4.98	1.51	0.30	12.73	1.73
房屋租赁	0.03	0.35	-293.11	0.05	0.39	90.43	0.46	3.86	88.47	0.13	5.54	76.21
利息	--	--	--	0.22	1.91	100.00	0.16	1.31	100.00	0.03	1.23	100.00
其他	0.001	0.05	44.86	0.009	0.08	4.11	0.04	0.33	44.61	0.002	0.07	100.00
合计	10.72	100.00	14.66	11.59	100.00	20.29	11.92	100.00	20.14	11.92	100.00	26.26

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 棚户区改造板块

跟踪期内，公司棚户区改造项目体量仍较为充足，业务模式较为清晰且可持续性较强，但未来面临一定的资本支出压力，且大部分项目采用自平衡模式，资金平衡及回收期限存在不确定性。

跟踪期内，公司棚户区改造业务仍主要由公司本部负责，业务模式较为清晰。针对 2018 年以前开工建设的保障房项目，公司与孝感高新区管委会签订《城市棚户区改造建设项目委托代建协议》，前期建设资金由公司自筹，项目完工移交后，孝感高新区管委会按照工程总造价加成一定比例的投资回报确认收入。2018 年之后开工的保障房项目主要采取项目自平衡模式，即后期通过住宅市场化销售、配套建筑（商铺）销售、车位收费等方式实现回款。

截至 2022 年末，公司主要已完工棚户区改造项目包含诸赵社区（一期）、大会集社区、裕祺社区（含魏站社区）、董永社区一期、新桥社区、柏树社区和城际社区，以上 7 个项目总投资合计 44.56

亿元，累计收到回款 52.23 亿元；公司主要在建的棚户区改造项目共 5 个，合计总投资 69.31 亿元，未来尚需投资 6.41 亿元；公司主要拟建的棚户区改造项目为魏站社区二期项目，预计总投资 6.20 亿元，未来拟通过住宅销售、商业门面出租及销售、停车场收费等实现资金平衡。

从业务开展情况来看，公司棚户区改造业务模式清晰，建设体量较大，业务可持续性较好，但未来存在一定的投资压力。此外，公司大部分棚户区改造项目主要依靠自身销售平衡前期投入，受房地产市场景气度及当地房市价格影响，未来收入确认及资金回收仍存在不确定性，资金平衡情况有待持续关注。

表 5：截至 2022 年末公司主要在建及拟建棚户区改造项目情况（亿元）

	项目名称	总投资	已投资	业务模式
在建项目	罗坡社区	2.38	2.38	政府回购
	吴龙湾二期	4.80	4.80	项目自平衡
	诸赵社区（二期）	19.94	15.25	项目自平衡
	春尚社区二期	10.13	9.12	项目自平衡
	董永社区二期	32.06	31.35	项目自平衡
	小计	69.31	62.90	--
拟建项目	魏站社区二期	6.20	--	项目自平衡
	小计	6.20	--	--
合计		75.51	62.90	--

注：罗坡社区、吴龙湾二期项目工程建设部分已完工但尚未完成竣工结算等手续。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 基础设施建设板块

公司作为孝感高新区最重要的基础设施建设主体，在手项目量充足，业务模式稳定，但未来投资规模较大；2022 年末，受项目建设进度以及孝感高新区管委会规划安排等影响，公司存在一定规模的代建基础设施项目尚未向孝感高新区管委会移交，需持续关注后期项目支出压力、回款情况及移交进展。

跟踪期内，公司基础设施建设业务仍主要由公司本部负责，采用委托代建模式，前期建设资金由公司负责筹措，项目完工移交后，孝感高新区财政局支付公司工程项目总价款和建设管理费，建设管理费为工程项目总价款的 6%。工程完工后，公司一个月内向施工方支付合同价款的 80%，剩余 20%待审计完成后一个月内向施工方支付；公司在建基础设施项目一般于年末和次年一季度末进行结算。

跟踪期内，公司持续投资建设代建基础设施项目，2022 年合计新增投资 1.12 亿元。截至 2022 年末，公司承建的主要在建基础设施项目包括基础设施工程、片区改造及城市双修综合治理（部分）等项目，总投资合计 71.82 亿元，已完成投资 42.13 亿元。

其中，邓家河片区综合利用项目采用“EPC+F+O”建设模式，由中交第二航务工程局有限公司承包，公司按照项目建设进度与承包方结算，项目建设资金由公司自筹，项目建设内容包括将“孝感高新区邓家河文旅综合体”建造为 4A 级景区和全域旅游示范区，通过改善邓家河流域生态环境提升周边地块土地价值，同时建设科技馆、酒店、展馆和鲁迅学校等经营性项目，公司通过自持经营、出租或出售等方式实现收益。该项目投资规模大，公司后续面临较大的资本支出压力，且该项目未来实际运营情况受当地房地产市场、旅游市场行情影响而存在较大不确定性，项目资

金平衡情况有待持续关注。

表 6：截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	是否签订代建协议
邓家河片区综合利用项目	31.00	8.00	否
基础设施工程	15.32	12.96	是
电力工程	0.94	0.82	是
零星工程	1.31	1.24	是
槐荫大道东延伸线（部分）	5.14	4.93	是
片区改造及城市双修综合治理（部分）	12.50	9.16	是
东区道路改造维护	1.95	1.95	是
西区道路改造维护	0.54	0.54	是
电力水利路灯设施更新维护	2.18	1.78	是
绿化工程及其他工程	0.94	0.75	是
合计	71.82	42.13	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，受项目建设进度以及孝感高新区管委会规划安排等影响，公司未向孝感高新区管委会移交代建基础设施项目。截至 2022 年末，公司待移交的基础设施建设项目开发成本余额为 7.02 亿元，但项目移交时间及工程回款计划暂未明确，公司代建基建项目回款时间仍存在不确定性，对营运资金形成一定程度占用。

## 其他板块

*公司其他业务板块包括多种业态，能带来较为稳定的收入和现金流，但整体规模不大。*

公司其他业务较为分散，包括房屋租赁、物业管理等多种业态。

房屋租赁业务主要由公司本部负责，2022 年孝感高新区管委会划入的投资性房地产形成了一定规模的房屋租赁收入，带动当期租赁收入大幅增长至 0.46 亿元。物业管理业务主要由子公司湖北三江航天物业有限公司（以下简称“三江物业”）负责，三江物业主要从事孝感高新区“三供一业”<sup>1</sup>服务收费业务，同时提供食堂、仓储和印刷等多项服务，2022 年受外部环境影响，物业管理收入小幅下滑但毛利率水平有所提升。

整体来看，公司其他业务能为收入及现金流来源形成补充，一定程度上增强了公司的抗风险能力，但整体规模不大。

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，随着项目持续投入以及政府资产注入，公司资产规模稳步增长，但其流动性和收益性仍有待提升；公司资本结构较为合理，但财务杠杆水平持续抬升，EBITDA 对利息支出的保障能力有所提升，但经营活动现金流持续净流出，无法覆盖债务本息。

## 资本实力与结构

*公司平台地位重要，2022 年公司资产规模随着业务持续投入和政府资产注入进一步增长，资产仍以存货为主，其中项目开发成本及土地资产占比较高且部分使用权受限，资产流动性和收益性有*

<sup>1</sup> “三供一业”系“供水、供电、供暖、物业”。

**待提升；公司资本结构整体较为合理，但在建项目资金需求较大，预计财务杠杆水平或因融资需求增加而进一步抬升。**

跟踪期内，作为孝感高新区最重要的工程建设实施主体，公司仍保持重要的区域地位，随着工程项目建设进度的加快，同时受益于孝感高新区管委会在资产注入等方面的大力支持，公司总资产规模快速增长。

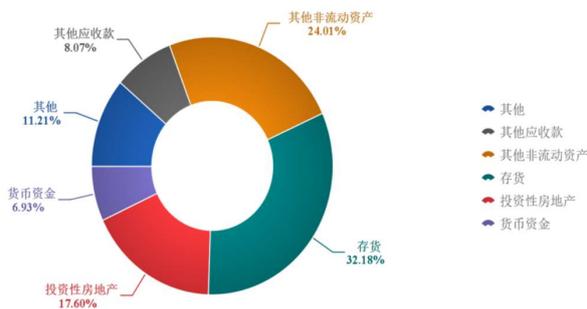
公司业务板块主要包括工程建设、资产租赁及物业管理等，资产主要由上述业务形成的土地资产、棚改项目开发成本、用于出租的政府注入房产以及应收类款项等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，截至 2023 年 3 月末，流动资产占总资产的比重为 55.10%，预计公司未来仍将作为孝感高新区最重要的项目投资建设平台，并保持现有主要业务布局，资产结构将保持相对稳定。

从资产具体构成来看，公司存货主要系棚改项目开发成本和土地资产，跟踪期内随着棚改项目建设投入以及通过招拍挂取得土地，存货规模快速增长，截至 2023 年 3 月末，存货中土地使用权账面价值合计 27.11 亿元，土地用途以商住、工业用地为主，且土地权证均已办妥，其中账面价值合计 3.70 亿元的 6 宗土地因抵押而使用权受限。同期末，公司投资性房地产主要系孝感高新区管委会于 2021~2022 年向公司无偿划入的住宅、门面等 57 处房屋资产，且均已办妥权证，其中账面价值合计 3.30 亿元的 4 处房产因抵押而使用权受限。截至 2023 年 3 月末，公司其他非流动资产主要系孝感高新区管委会及孝感市高新技术创业服务中心注入的 15 宗土地资产，账面价值合计 41.27 亿元，土地用途以商业或商住为主，且均已办妥权证。公司在建工程主要系激光产业园二期、装备制造产业园项目等自营性产业园、厂房项目的建设成本，跟踪期内在建工程规模增长较快。公司应收类款项主要系应收孝感高新区财政局的棚改项目回购款以及往来款，2022 年末上述应收款项余额合计约 23.11 亿元，回收时间存在不确定性，对公司营运资金形成较大规模占用。

此外，公司应收恒大武汉股权转让价款系由公司于 2020 年以 13.47 亿元对价向恒大武汉转让恒创置业 100%股权事项形成，恒大武汉采取现金和商业票据形式支付价款，其中前两期款项 6.68 亿元已按期兑付，公司应收恒大武汉的第三期 6.81 亿元商业承兑汇票已于 2021 年 7 月 7 日到期，目前该商业承兑汇票仍未完成兑付，因此公司将逾期商业承兑汇票转入其他应收款，2022 年末已对该笔应收款项计提坏账准备 5.39 亿元，账面净值 1.35 亿元。跟踪期内公司已就该事项提起诉讼，2023 年 4 月 6 日广东省广州市中级人民法院判决恒大武汉按既定方式向公司支付相关款项，恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）承担连带担保责任，若恒大武汉及恒大地产在上诉期内不提起上诉，公司将申请执行前期查封的相关资产。截至目前，恒大武汉或恒大地产是否会对该诉讼事项的法院判决结果提起上诉尚不明确，后续执行情况仍存在较大不确定性，中诚信国际将持续关注诉讼事项后续进展以及该部分资金回收情况。

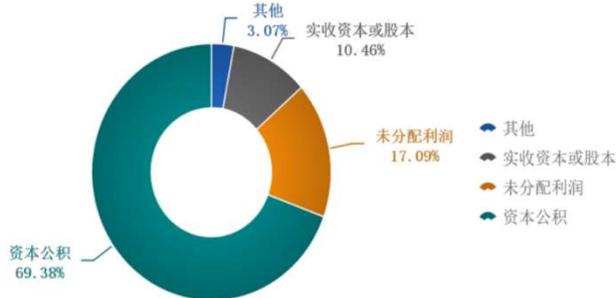
截至 2022 年末，公司其他流动资产中存在 2.22 亿元委托贷款，主要系子公司孝感市创融资本有限责任公司委托湖北银行孝感丹阳支行向承接孝感高新区工程建设项目的建筑企业提供的短期贷款，贷款期限为 6~12 个月，贷款利率区间为 8.00%~14.40%；其中公司配合当地招商引资向湖北玖玖爱提供的委托贷款余额较大，目前湖北玖玖爱存在多项被执行人、司法冻结及欠税信息，截至 2023 年 3 月末，其委托贷款已经逾期，该笔委托贷款的回收存在较大不确定性。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司所有者权益主要系孝感高新区管委会注入的货币资金及土地使用权等资产。2022 年末，孝感高新区管委会将城际温哥华、魏站新社区“裕祺新城”二期、柏树社区 D1、D2 栋等资产无偿注入公司，带动当期末资本公积进一步增加至 63.34 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益随着未分配利润的累积而小幅增长至 96.09 亿元。

跟踪期内，公司财务杠杆水平快速抬升，未来随着项目建设的逐步推进，资金压力将进一步上升，公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，净债务规模预计将有所增长，公司财务杠杆指标预计将持续提升。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	118.63	163.05	201.10	214.94
流动资产占比	57.51	55.54	54.42	55.10
非流动资产占比	42.49	44.46	45.58	44.90
经调整的所有者权益	62.64	81.48	95.61	96.09
资产负债率	47.19	50.03	52.45	55.30
总资本化比率	44.05	46.97	50.99	54.16

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**2022 年公司经营回款情况较差，经营活动现金流持续净流出，且资金缺口有所扩张。公司外部融资力度进一步加大，预计未来仍将保持大规模融资来满足项目投资和债务偿还的资金需求，需持续关注行业融资政策变化对公司再融资能力及融资成本的影响。**

2022 年，公司营业总收入同比小幅增长，从收入构成来看，棚户区改造等工程建设收入仍为公司营收的主要来源；当期孝感高新区管委会无偿划入的投资性房地产形成了一定规模的房屋租赁收入，能对公司收入及利润形成有效补充。受孝感高新区管委会项目结算和回款进度安排影响，公司收现比指标有所波动，经营获现能力一般。

2022 年，公司经营活动现金流受工程建设业务现金收支及与其他单位往来款影响仍较大，经营活动净现金流呈持续净流出态势，且资金缺口有所扩大。跟踪期内，公司投资活动现金流净流出规模收窄，主要系当期公司收回短期理财投资后未开展其他对外投资所致。如前所述，公司经营活动现金流与投资活动现金流持续呈净流出状态，加之债务集中到期规模较大，进一步加剧了公司的外部融资需求。跟踪期内，公司通过债券融资、银行借款等方式筹资，筹资活动现金流净流入规模同比大幅增加，需持续关注后续项目投资压力及再融资渠道的顺畅性。

**表 8：近年来公司现金流情况（亿元、X）**

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-10.81	-12.66	-18.24	-5.46
投资活动产生的现金流量净额	4.91	-4.85	-1.28	-1.14
筹资活动产生的现金流量净额	10.19	16.76	21.37	12.96
现金及现金等价物净增加额	4.29	-0.76	1.85	6.36
收现比	0.55	1.17	0.70	2.12

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务规模快速增长，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；2022 年公司 EBITDA 对利息支出的保障能力有所提升，但经营活动现金流持续净流出，无法覆盖债务本息。**

跟踪期内，由于邓家河片区综合利用项目、自营性产业园项目等建设资金需求较大，公司保持较大的外部融资力度，2022 年末总债务规模同比增长 37.87%。从债务构成类型来看，公司债务以银行借款、债券融资、平台公司转贷款为主，且银行借款多设有抵质押及保证措施，期限多在 10 年以上；其中短期债务占总债务的比重处于较低水平，公司债务期限结构相对合理，符合其项目资金回收周期较长的特点。

**表 9：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）**

项目	融资成本	融资余额	1 年以内到期	1~2 年以内到期	2 年以上到期
银行贷款	4.9%~5.5%	23.63	1.29	0.36	21.98
债券融资	4.00%~6.28%	44.45	11.92	6.92	25.61
转贷款	4.345%	22.85	2.67	0.04	20.14
<b>合计</b>	--	<b>90.93</b>	<b>15.88</b>	<b>7.32</b>	<b>67.73</b>

注：上表中到期债务未包含应付票据和政府专项债资金。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司筹资活动净流入规模较大，账面货币资金有所增长，截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金/短期债务的比重为 0.98。公司 EBITDA 结构上仍主要由利润总额构成，2022 年 EBITDA 对利息支出的保障能力持续提升，能对其形成有效覆盖。此外，公司经营活动净现金流呈持续净流出状态，对利息支出无保障能力。

**表 10：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）**

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	49.32	72.15	99.47	113.52
短期债务占比	9.33	16.30	18.18	16.27
EBITDA	1.92	2.32	2.22	0.47
EBITDA 利息保障倍数	0.80	1.00	1.88	1.25
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-4.51	-5.45	-15.47	-14.54
非受限货币资金/短期债务	2.25	0.82	0.63	0.98

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，公司受限资产账面价值合计 12.95 亿元，主要系土地资产、投资性房地产、货币资金等，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产占当期末总资产的比重为 6.02%，后续仍存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。此外，截至 2023 年 3

月末，公司存在因产权交易纠纷而形成的与恒大武汉及恒大地产的未决诉讼事项。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

——2023 年，公司仍作为孝感市最重要的基础设施建设及保障房建设主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司主要业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司生产经营类资本支出约 20 亿元，股权类资本性支出约 5 亿元。

——公司债务规模将呈增长态势，2023 年全年债务类融资约 40 亿元。

### 预测

表 11：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	46.97	50.99	42.93~64.39
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.00	1.88	0.67~1.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性一般，但短期内流动性来源可覆盖流动性需求。**

近年来公司经营活动净现金流保持净流出状态，且资金缺口逐年扩张，2023 年 3 月末公司账面非受限货币资金为 18.08 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 112.70 亿元，尚未使用的授信额度为 57.12 亿元，仍存在一定备用流动性。作为孝感高新区最重要的基础设施建设及保障房建设主体，可持续获得政府的资金支持；近年来公司与多家金融机构建立了良好合作关系，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于基础设施项目建设及自营项目投资，公司面临较大的资金需求压力。同时，公司债务到期较为集中，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 18.47 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性一般，但未来一年流动性来源可对流动

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

性需求形成覆盖。

## ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司内控管理制度有待进一步优化，公司 ESG 综合表现水平处于行业内中等水平。**

环境方面，中诚信国际从环境管理、资源管理、可持续发展、排放物管理等方面综合考察公司环境维度，公司相关业务面临环境风险的可能性不大，目前尚未受到监管处罚。

社会方面，中诚信国际从产品责任、安全管理、社会贡献等方面综合考察公司社会维度，跟踪期内，公司积极履行社会责任，近年来公司未发生安全生产事故或产品质量事故，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控管理、发展战略、经营行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况，公司战略规划清晰，对下属子公司在投融资、对外担保、高管任命等方面可形成实际管控，公开市场信息披露较为及时，跟踪期内也未曾出现董事长、董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，但公司对政府部门及关联单位的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

## 外部支持

**中诚信国际认为，孝感高新区管委会的支持能力较强，主要体现在以下方面：**

孝感高新区为国家级高新区，目前形成了汽车零部件、高端装备制造、光电子信息三大主导产业，近年来地区生产总值持续增长，且财政自给率处于较高水平，综合经济及财政实力保持良好发展态势，具备向区域内企业协调较多金融及产业资源的能力。

**同时，孝感高新区管委会对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性强：公司作为孝感高新区最重要的城市建设投融资主体，承接了大量的棚户区改造及市政基础设施建设项目，公司区域地位重要，在高新区建设中起主导作用。
- 2) 与孝感高新区管委会的关联度较高：公司主要根据孝感高新区管委会意图承担基础设施建设与保障房项目投融资任务，业务开展与孝感高新区管委会具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司系孝感高新区最重要的基础设施投资建设主体和营运管理主体，跟踪期内大力开展保障性住房及基础设施项目建设，建设资金需求较大，孝感高新区管委会通过资产注入、项目授权、财政补助等方式向公司提供支持。2022 年，孝感高新区管委会向公司注入住宅、商铺等资产合计净增加公司资本公积 11.50 亿元，显著增强了公司的资本实力。此外，2022 年公司获得孝感高新区财政补贴 74.18 万元。

**综上，中诚信国际认为，孝感高新区管委会拥有较强的支持能力以及对公司支持意愿强，可以为公司提供较强的外部支持。**

<sup>3</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

## 同行业比较

中诚信国际认为，孝感高创与荆开城投、萍乡汇丰、宣城经开等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，且均可获得当地政府的有力支持，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，孝感高新区与荆州开发区、萍乡经开区和宣城市经济技术开发区的行政地位相当，其中孝感高新区 GDP 增速居于比较组前列，但财政自给能力高于比较组平均水平，财政平衡率大于 100%，政府债务余额低于比较组平均值。综合来看，各开发区对当地基础设施投资建设企业的支持能力处于同一档次；孝感高创与上述平台均为所在区域主要的城市建设和投资运营主体，均能获得当地政府的有力支持。

其次，孝感高创的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的战略定位，公司与可比对象均具有主营业务专营性优势，但公司亦存在主要收入来源较为单一、市场化业务竞争优势不明显、整体业务协同性有待提升等问题。

然后，孝感高创的财务风险在同业中处于适中水平。公司总资产和所有者权益规模低于比较组平均水平，但债务规模和财务杠杆指标亦低于比较组平均值；公司盈利能力在比较组中处于偏低水平，但 EBITDA 对利息支出的保障能力较好；公司在融资渠道选择上偏好于银行借款和债券融资，目前已与多家金融机构建立了合作关系，具有一定的备用流动性，再融资能力尚可。

表 12：2022 年同行业对比表

	孝感高创	荆开城投	萍乡汇丰	宣城经开
最新主体信用等级	AA	AA	AA	AA
地区	孝感高新区	荆州开发区	萍乡经开区	宣城经开区
GDP（亿元）	150.00	610.82	289.18	234.70
GDP 增速（%）	14.4	4.7	-3.84	4.13
人均 GDP（万元）	7.5	12.1	15.33	22.02
一般公共预算收入（亿元）	12.40	17.85	14.91	18.15
公共财政平衡率（%）	162.64	95.99	47.47	176.90
政府债务余额（亿元）	20.36	54.27	78.07	11.10
控股股东及持股比例	湖北灃川国有资本投资运营集团有限公司 70.00%	荆州市荆州开发集团有限公司 99.67%	萍乡创新发展投资集团有限公司 96.28%	宣城开盛建设投资集团有限公司 100.00%
职能及地位	孝感高新区最重要的城市基础设施建设主体	荆州开发区重要的基础设施投资建设和国有资本运营主体	萍乡经开区重要的基础设施投资建设主体	宣城经开区主要的基础设施建设及安置房建设的投资开发主体
核心业务及收入占比	工程建设 80.63%	工程项目建设 93.90%	土地业务 98.25%	工业厂房及土地销售 36.65%、商品销售业务 19.98%、片区开发 18.08%
资产总计（亿元）	201.10	261.12	452.25	281.76
经调整的所有者权益合计（亿元）	95.61	102.49	229.61	88.72
总债务（亿元）	99.49	103.73	181.65	128.49
总资本化比率（%）	50.99	50.30	44.17	59.16
营业总收入（亿元）	11.92	9.18	13.62	32.42
净利润（亿元）	1.92	1.68	3.86	1.99
EBITDA（亿元）	2.22	0.82	18.56	4.26
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.88	0.10	1.34	0.62
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-18.24	6.29	11.04	0.29
收现比（X）	0.70	0.40	0.83	0.54

可用银行授信余额（亿元）	57.12	37.53	52.39	56.95
债券融资余额（亿元）	53.48	36.72	48.70	31.68

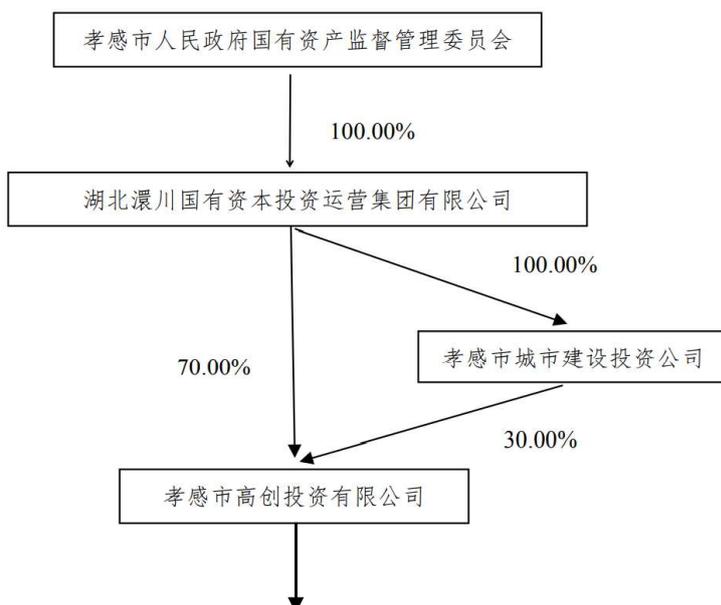
注：1、孝感高新区数据系核心区数据、荆州开发区 GDP 相关数据系荆州市沙市区（含荆州开发区）数据；2、“债券融资余额”数据统计时间截至 2023 年 6 月 22 日；3、荆开城投可用银行授信余额为截至 2022 年末数据，孝感高创、萍乡汇丰、宣城经开可用银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

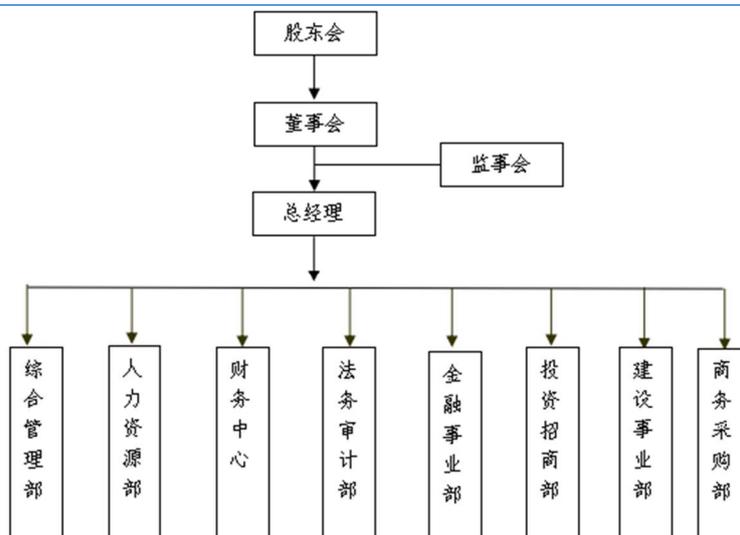
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持孝感市高创投资有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“20 孝高创债/20 孝高创”和“21 孝感高创 MTN001”债项信用等级为 **AA**。

## 附一：孝感市高创投资有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



全称	注册资本（万元）	持股比例	所属行业
孝感市创达置业有限责任公司	50,000.00	100.00%	房地产业
孝感市创融资本有限责任公司	20,000.00	100.00%	其他金融业
孝感市上善建设工程有限公司	4,000.00	100.00%	土木工程建筑业
湖北三江航天物业有限公司	3,788.08	63.71%	物业管理业
孝感市高地创新加速有限公司	2,000.00	100.00%	专用设备制造业
孝感市创彩生活物业服务有限公司	1,000.00	51.00%	物业管理业
孝感市创荟人力资源有限公司	200.00	100.00%	商务服务业
孝感市创璟物业服务有限公司	100.00	100.00%	物业管理业
孝感市磊诚置业有限责任公司	100.00	100.00%	房地产业
孝感市名启置业有限责任公司	100.00	100.00%	房地产业
孝感市万屹置业有限公司	1,000.00	100.00%	房地产业
孝感高创光电有限公司	3,280.00	77.13%	电气机械和器材制造业
孝感创聚能源有限公司	5,000.00	100.00%	电力、热力生产和供应业



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：孝感市高创投资有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	103,624.33	101,455.78	139,377.52	205,595.69
非受限货币资金	103,624.33	96,055.73	114,589.61	180,807.78
应收账款	55,832.71	46,339.22	97,592.00	65,690.59
其他应收款	139,008.03	153,487.94	162,261.98	99,119.83
存货	293,266.98	540,643.32	647,075.30	769,898.56
长期投资	16,759.70	17,470.25	28,903.91	40,353.91
在建工程	6,933.56	22,343.23	45,296.19	53,140.39
无形资产	495.13	0.00	387.41	391.77
资产总计	1,186,257.47	1,630,516.99	2,011,038.21	2,149,423.52
其他应付款	42,957.10	45,729.32	49,327.46	39,970.98
短期债务	46,031.79	117,590.99	180,848.40	184,748.40
长期债务	447,151.89	603,940.16	813,815.80	950,464.77
总债务	493,183.68	721,531.15	994,664.21	1,135,213.17
负债合计	559,846.11	815,757.43	1,054,888.99	1,188,567.08
利息支出	23,993.88	23,253.69	11,793.38	--
经调整的所有者权益合计	626,411.36	814,759.56	956,149.22	960,856.43
营业总收入	107,208.81	115,885.14	119,208.57	23,861.50
经营性业务利润	15,888.80	73,598.84	19,874.11	4,698.54
其他收益	2,352.47	52,000.27	74.18	0.00
投资收益	77.76	377.95	512.63	0.00
营业外收入	53.32	6.86	44.33	30.23
净利润	16,198.50	20,678.93	19,229.08	4,707.21
EBIT	16,562.23	22,526.07	21,352.13	--
EBITDA	19,170.04	23,191.51	22,205.93	--
销售商品、提供劳务收到的现金	59,200.13	135,804.73	83,629.28	50,550.89
收到其他与经营活动有关的现金	55,114.25	123,226.53	163,005.96	75,348.06
购买商品、接受劳务支付的现金	184,543.07	360,614.86	285,877.15	120,898.22
支付其他与经营活动有关的现金	32,887.00	18,151.17	136,360.54	57,892.48
吸收投资收到的现金	0.00	250.00	500.00	0.00
资本支出	7,792.71	16,313.29	26,494.22	10,982.93
经营活动产生的现金流量净额	-108,118.19	-126,630.85	-182,403.97	-54,566.60
投资活动产生的现金流量净额	49,106.24	-48,535.92	-12,803.58	-11,388.54
筹资活动产生的现金流量净额	101,882.81	167,598.16	213,741.42	129,573.34
现金及现金等价物净增加额	42,870.86	-7,568.60	18,533.87	63,618.20
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	14.66	20.29	20.14	26.26
期间费用率（%）	1.28	0.76	2.50	3.49
应收类款项占比（%）	16.42	12.26	12.92	7.67
收现比（X）	0.55	1.17	0.70	2.12
资产负债率（%）	47.19	50.03	52.45	55.30
总资本化比率（%）	44.05	46.97	50.99	54.16
短期债务/总债务（%）	9.33	16.30	18.18	16.27
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-4.51	-5.45	-15.47	--
总债务/EBITDA（X）	25.73	31.11	44.79	--
EBITDA/短期债务（X）	0.42	0.20	0.12	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.80	1.00	1.88	--

注：1、中诚信国际根据孝感高创提供的其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 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年、2023 年 1~3 月财务数据分别采用了 2022 年审计报告、2023 年一季度财务报表期末数；2、将其他非流动负债中的带息债务调入长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“—”表示不适用或数据不可比，特此说明。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn