



2020年孝感市高创投资有限公司公司债券 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。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

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

2020年孝感市高创投资有限公司公司债券¹信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AA
评级日期	2024-7-29

债券概况

发行规模：9.60 亿元（余额 5.76 亿元）

发行期限：7 年

偿还方式：每年付息一次，同时设置提前偿还条款，在债券存续期内第 3-7 年每年末偿还 20% 的本金

发行目的：5 亿拟用于高新区棚改二期工程项目-春尚高层，3 亿拟用于高新区棚改二期工程项目-魏站社区，1.6 亿拟用于高新区棚改二期工程项目-吴龙湾社区

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：李爱文
liaw@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：孝感高新区工业经济增长态势良好，有利于孝感市高创投资有限公司（以下简称“孝感高创”或“公司”）的业务发展，公司作为孝感高新区重要的投融资平台，业务竞争力较强，近年持续获得孝感高新区管委会在业务运营、资产注入和财政补助等方面的强有力支持。同时，中证鹏元也关注到，近年来项目投资给公司带来长期的资金需求及流动性缺口，公司通过债务融资弥补资金缺口，近年债务规模不断攀升，偿债能力指标弱化，而流动性趋弱的资产令公司再融资能力也面临考验，且部分应收款回收存在较大不确定性等风险因素。

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孝感高新区重要的城市基础设施和棚户区改造项目建设主体，业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

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	282.78	272.55	201.10	162.85
所有者权益	139.44	139.04	95.61	81.30
总债务	--	124.65	99.47	72.15
资产负债率	50.69%	48.99%	52.45%	50.08%
现金短期债务比	--	0.57	0.78	1.00
营业收入	2.21	11.64	11.92	11.59
其他收益	0.00	0.00	0.01	5.20
利润总额	0.40	1.73	2.01	1.84
销售毛利率	29.07%	20.87%	20.14%	19.44%
EBITDA	--	2.02	2.10	2.04
EBITDA 利息保障倍数	--	0.48	0.74	0.88
经营活动现金流净额	-10.25	-17.19	-18.24	-12.66

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

¹ 本期债券已于 2020 年 4 月 9 日发行。

优势

- **孝感高新区产业特色鲜明，工业经济增长态势较好。**孝感市区位优势显著，近年工业经济增长较快，经济财政增速表现良好。孝感高新区为国家级高新区，拥有汽车零部件、高端装备制造、光电子信息三大主导产业，且军民融合产业特色鲜明。2023 年孝感市高新区固定资产投资及工业经济维持良好增长态势，工业投资和技改投资增速均居孝感市前列。
- **公司在区域内的业务竞争能力较强。**公司实际控制人为孝感市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“孝感市国资委”），公司是孝感高新区重要的城市基础设施建设及投融资平台，承担了孝感高新区棚户区改造和基础设施项目的建设任务，对孝感市政府具有重要的战略意义。目前公司棚改项目储备较充足，业务持续性较好。
- **孝感高新区管委会过往强力的支持记录。**公司在过去获得孝感高新区管委会通过资产注入、政府补贴等方式支持其业务运营，2021-2023 年孝感高新区管委会向公司无偿划入房产、特许经营权等资产累计增加资本公积 70.13 亿元，约占 2023 年末净资产的 50%，提升了公司的资本实力；同时近年亦获得一定的财政补贴收入，对公司利润形成了有效支撑。

关注

- **公司大量资产沉淀于土地及自营类棚改项目，自营项目收益实现存在不确定性，本期债券项目收益依赖于当地政府的统筹安排。**公司资产以棚改项目开发成本、土地资产、应收政府部门款项、政府注入的投资性房地产和特许经营权为主，其中应收政府部门款项的回款时间不确定，包括本期债券募投项目在内的项目开发成本和应收款项结算回款时间依赖于孝感市高新区管委会的安排，特许经营权和部分投资性房地产收益性低。截至 2024 年 3 月末公司有一定规模的受限资产，在流动性困难时，可能会削弱其融资能力。
- **公司债务负担较重，叠加项目建设开支需求较大，面临一定的资金压力。**近年公司棚改、基础设施和产业园项目投资规模较大，继续面临资金缺口，此外应收当地政府部门的款项对公司资金占用较大，公司通过外部融资平衡资金缺口；同时项目回款滞后，经营净现金流持续大额净流出，使得近年债务规模持续攀升，现金短期债务比、EBITDA 利息保障倍数等偿债能力指标逐年下降，预计持续的业务扩张将给公司带来一定的资金压力。
- **部分应收款回收存在较大不确定性。**2020 年 1 月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 100% 股权，其中以商业承兑汇票支付的 6.73 亿元转让价款于 2021 年 7 月发生逾期，该笔款项尚未收回，截至 2023 年末已计提 5.39 亿元坏账准备。目前恒大武汉及其控股股东已出现严重经营困境，该笔应收款项能否回款及最终回款额度存在较大不确定性。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
浠川国投	孝感市城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台	1,175.29	479.64	90.18
孝感城投	孝感市城市基础设施建设，公共交通及供水等市政公用事业运营主体	695.45	249.97	20.56
孝感高创	孝感高新区内基础设施和棚户区改造项目的投资与建设主体	272.55	139.04	11.64

注：孝感市城市建设投资公司简称“孝感城投”、湖北浠川国有资本投资运营集团有限公司简称“浠川国投”；以上各指标均为 2023 年（末）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	5/7
				财务状况	4/7
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				-1
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
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 a，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是孝感市高新区重要的基础设施建设平台，承担孝感高新区基础设施和棚户区改造项目建设任务，业务定位重要，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，孝感市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在公司与孝感市政府的联系中等以及对孝感市政府非常重要。
- 同时，中证鹏元认为孝感市政府提供支持的能力很强，主要是考虑到孝感市区位优势显著，食品饮料、纺织服装、盐磷化工、纸塑包装、建材等优势产业发展较好，2023 年工业发展及固定资产投资带动区域经济持续增长，一般公共预算增速表现较好，经济实力、财政实力和偿债能力很强。

一、发行主体概况

公司成立于2003年8月，系根据孝感市高新技术产业开发区管理委员会2003年6月《关于组建孝感市高创置业有限公司的专题会议纪要》（[2003]1号）批准设立，成立时名称为孝感市高创置业有限责任公司，初始注册资本为0.10亿元，分别由孝感市高新技术创业服务中心（以下简称“创服中心”）认缴550万元，孝感市开发区规划设计测量所认缴450万元。2013年8-11月，公司历经2次增资及1次股权转让，注册资本增加至10亿元，其中创服中心持有公司70%的股权，孝感市城市建设投资公司（以下简称“孝感城投”）持有公司30%的股权。2022年3月，孝感市委、市政府决定将创服中心持有的公司70%股权无偿转让给潯川国投，至此公司的控股股东变更为潯川国投，实际控制人变更为孝感市国资委。2024年6月，孝感城投将其持有公司30%的股权无偿划转至湖北潯川产业投资集团有限公司（以下简称“潯川产投”）。

截至2024年6月末，公司的注册资本及实收资本均为10亿元，控股股东潯川国投持有公司70%股权，潯川产投持有公司30%的股权，公司实际控制人为孝感市国资委。

公司为孝感高新区的重要投融资平台，主要负责孝感高新区内的基础设施、棚户区改造项目投资建设。截至2024年3月末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共16家，具体如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：2020年孝感市高创投资有限公司公司债券（债券简称“20孝高创债/20孝高创”，以下简称“本期债券”）；

发行时间及规模：本期债券于2020年4月9日发行，发行规模9.6亿元，2023年4月、2024年4月分别兑付本金1.92亿元、1.92亿元，截至2024年7月23日本期债券余额为5.76亿元；

债券期限和利率：7年期，票面利率为6.28%；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置提前偿还条款，在债券存续期内第3-7年每年末偿还20%的债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额为9.6亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
高新区棚改二期工程项目-春尚高层	101,323.45	50,000.00	49.35%
高新区棚改二期工程项目-魏站社区	61,959.92	30,000.00	48.42%

高新区棚改二期工程项目-吴龙湾社区	46,584.21	16,000.00	34.35%
合计	209,867.58	96,000.00	45.74%

资料来源：公司提供

本期债券募投项目孝感市高新区棚改二期工程项目位于高新区东部产业园，共包括高新区棚改二期工程项目-春尚高层（以下简称“春尚（二期）”）、高新区棚改二期工程项目-魏站社区（以下简称“魏站社区”）和高新区棚改二期工程项目-吴龙湾社区（以下简称“吴龙湾（二期）”）三个子项目，项目总用地面积11.66万平方米，总建筑面积46.08万平方米（地上建筑面积32.93万平方米，地下建筑面积13.15万平方米），同时配套建设供配电、给排水、道路、绿化等基础设施。项目总投资20.99亿元，其中项目资本金6.99亿元。募投项目规划建设期为3年，建设完成之后主要依靠住宅销售、商业门面出租及销售、停车场和物业收费等实现资金平衡；项目销售方式包括自主销售和定向销售。

截至2024年6月末，魏站社区已经完成销售，吴龙湾（二期）和春尚（二期）已经交房、尚未办妥决算手续。2021-2023年末吴龙湾（二期）和春尚（二期）已分别确认收入4.10亿元、2.21亿元，2023年末春尚（二期）、吴龙湾（二期）安置房移交率分别为39.34%、39.15%。未来随着吴龙湾（二期）和春尚（二期）陆续移交结算，项目形成的收入可为本期债券还本付息提供一定保障。但值得注意的是，在实际操作中，募投项目定向销售部分由孝感高新区管委会统筹安排销售，项目结算、回款受到孝感高新区管委会统筹安排影响而具有不确定性。

四、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

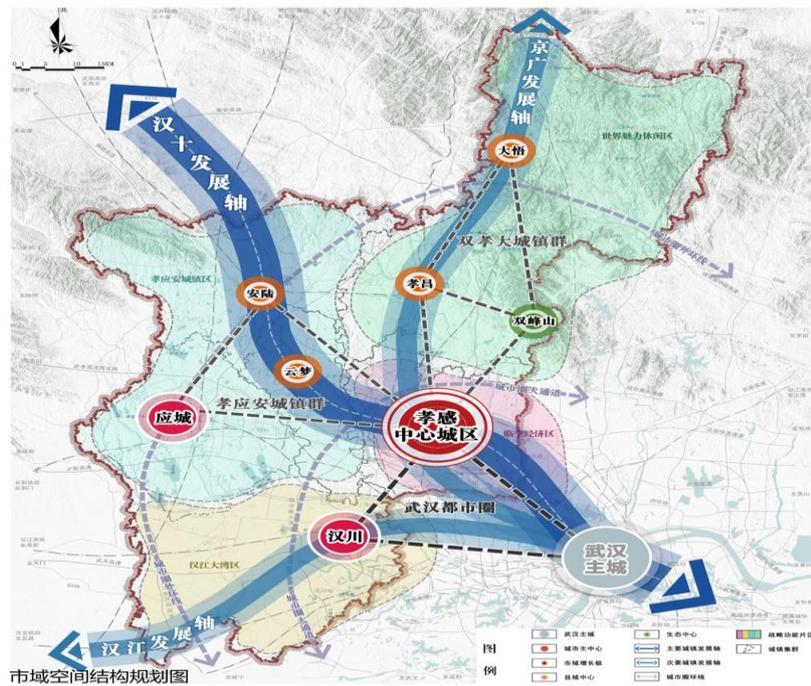
资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

孝感市紧邻省会武汉市，区位优势显著，食品饮料、纺织服装、盐磷化工、纸塑包装、建材等优势产业发展较好，2023年工业发展及固定资产投资带动区域经济持续增长，一般公共预算增速表现较好，但目前区域发展水平表现一般，财政自给率仍偏弱

区位特征：孝感市紧邻武汉市，区位交通便捷，石膏、岩盐等矿藏储量丰富。孝感市为湖北省地级市，与武汉市东西湖区及黄陂区接壤，位于国务院批准设立的武汉城市圈“两型社会综合配套改革试验区”的核心圈层；区位交通便捷，距武汉市中心城区仅50公里、武汉天河国际机场仅30公里，市内3条高铁（京广、汉宜、汉十）、1条城铁（武孝城铁）、3条铁路（京广、汉丹、长荆）及5条高速（京港澳、福银、沪蓉、沪渝、麻安）纵横交错。孝感市石膏、岩盐等矿藏储量丰富，石膏储量13.83亿吨，其中一级品纤维石膏约占总储量的82.4%，居亚洲之首，岩盐矿床分布约140平方公里、储量280亿吨，位居全国前10名。孝感市全市面积8,910平方公里，下辖孝南区、汉川市等七个县（市、区），并已建成1个国家级高新技术开发区（孝感高新技术产业开发区，以下简称“孝感高新区”）、7个省级经济开发区；2022年末孝感市常住人口418.58万人，2020-2022年常住人口呈净流出趋势。

图 1 孝感市国土空间规划图



资料来源：孝感市自然资源和规划局网站

经济发展水平：孝感市经济总量在湖北省各地市中排名中等，固定资产投资为拉动经济增长的主要动力，但整体发展水平仍表现一般。2023年孝感市地区生产总值持续增长，总量和增速分别居全省第5位、第4位，其中社会消费品零售总额增速居全省第1位。2023年固定资产投资对拉动全市经济增长贡献度较高，其中桥孝二期、武大、孝汉应高速等重点交通设施建成通车，华强方特、金融创新科技产业园等重点项目开工，奥体中心主体顺利封顶，30个省级重点项目完成投资278.7亿元，当年固定资产投资增速全省第3。近年孝感市人均GDP持续提升，但仍低于全国平均水平。

表2 2023年湖北省部分地市（州）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	20,011.65	5.7%	14.55	1601.20	1288.77
襄阳市	5,842.91	4.8%	11.10	265.60	211.00
宜昌市	5,756.35	7.1%	14.68	268.99	115.51
荆州市	3,151.49	6.4%	6.14	701.05	325.06
孝感市	2,919.85	6.7%	6.99	162.50	-
黄冈市	2,884.68	6.0%	4.98	177.76	79.04
咸宁市	1,819.23	1.6%	6.96	26.75	43.84
恩施州	1,481.29	6.0%	4.36	93.10	115.58

注：“-”表示数据未公布；人均GDP以2023年末常住人口计算。

资料来源：2023年统计公报、2023年财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 孝感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）	2,919.85	6.7%	2,776.97	5.2%	2,562.01	13.4%
固定资产投资	-	9.4%	-	18.3%	-	24.5%
社会消费品零售总额	1,351.73	8.9%	1,241.05	3.6%	1,197.60	22.1%
进出口总额	210.8	22.6%	173.8	28.7%	135.0	22.3%
人均 GDP（元）		69,873		66,299		60,556
人均 GDP/全国人均 GDP		78.19%		77.36%		74.78%

资料来源：孝感市 2021 年统计年鉴、2022-2023 年孝感市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：孝感市拥有食品饮料、纺织服装、盐磷化工、纸塑包装、建材等支柱产业，2023年区域工业经济发展态势较好。孝感市农产品资源丰富，近年来达利、银鹭、盼盼、回头客、欢乐家、岑铭堂等知名食品企业纷纷在孝感投资建厂；同时孝感拥有湖北省最大的纺织服装龙头企业湖北孝棉集团，并形成了纺纱、针织布等产业链，2023年纺织服装产业产值规模全省第一。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，2023年应城井矿盐化工获批国家级中小企业特色产业集群。孝感市孝南区作为全国唯一的“中国生活用纸生产基地”，吸引了印尼金光集团APP、福建恒安、广东维达、广东中顺等全国排名前四位的纸品企业投资。此外，汽车及零部件产业在孝感高新区汇聚，吸引日本矢崎公司、日本中央发条公司、意大利马瑞利集团等50多家全球知名企业，是湖北省重要特种车辆和汽车零部件基地。2023年孝感市共有楚能新能源锂电池项目二期等239个投资过亿元的项目投产，新增规上工业企业246家、居全省第三，获批国家级专精特新“小巨人”企业9家，规模以上工业增加值同比增长8.3%，工业经济呈现良好发展态势。同年孝感共签约亿元以上产业项目746个、投资额4,934亿元，其中已开工406个，区域工业经济发展潜力良好。

发展规划及机遇：近年孝感市通过“汉孝一体化”战略积极对接武汉“965”产业集群²资源，打造“市场在武汉、基地在孝感”的孝汉同城产业发展格局。已初步形成了武汉电子信息和汽车零部件产业向孝南区、孝感高新区聚集，物流企业向孝感临空经济区转移，化工企业向云梦县、应城市转移，食品加工和纺织企业向汉川市、安陆市转移的发展趋势。根据《孝感市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，孝感市将奋力打造武汉城市圈副中心，建设全省制造业强市、武汉城市圈服务业强市，孝汉同城产业发展空间较大。2023年孝感市将加快推进武汉地铁20号线延伸至孝南区、武西高铁枢纽直通线等一批重大交通项目，有望进一步放大孝感区位优势。

财政及债务水平：孝感市一般公共预算收入持续增长，财政收入质量较好，但财政自给水平仍偏

²指《中共武汉市委关于制定全市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》提出的打造9大支柱产业、6大战略性新兴产业、5大未来产业的“965”产业集群发展思路；“965”产业集群是武汉大力发展实体经济、着力构建现代产业体系的有力抓手。

弱，政府债务余额不断扩张。受益于主导产业发展态势向好，2023年孝感市一般公共预算收入同比增长18.4%，税收收入占比均持续在80%左右，2023年纳税规模排名靠前的企业包括湖北烟草孝感公司、潯川国投、新都化工、孝感农商行、中顺洁柔等4家纸品企业等，考虑到孝感市产业基础较扎实，未来其税源持续性较好，但财政自给率仍处于较低水平。此外，受房地产投资下滑影响，孝感市土地市场成交下滑，2023年孝感市本级政府性基金收入仅完成34.5亿元，同比继续下降。

表4 孝感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	162.5	137.21	134.77
税收收入占比	79.63%	81.78%	78.83%
财政自给率	35.41%	32.03%	33.23%
政府性基金收入	-	118.56	126.78
地方政府债务余额	-	548.22	453.86

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：孝感市政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023年末，孝感市级主要投融资平台共3家（具体见下表），其中一级平台1家，为潯川国投。潯川国投系孝感市最大的城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台，具体业务主要由子公司孝感城投、孝感高创等开展。整体上看各平台定位较为清晰，但资产负债水平偏高。

表5 截至2023年末孝感市主要投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
潯川国投	孝感市国资委	479.64	59.19%	90.18	575.45	孝感市城市基础设施投资建设和城市运营的控股平台
孝感城投	潯川国投	249.97	64.06%	20.56	338.65	孝感市城市基础设施建设，公共交通及供水等城市公用事业运营主体
孝感高创	潯川国投	139.04	48.99%	11.64	124.65	孝感高新区内基础设施和棚户区改造项目的投资与建设主体

注：表中数据均为2023年（末）财务指标。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

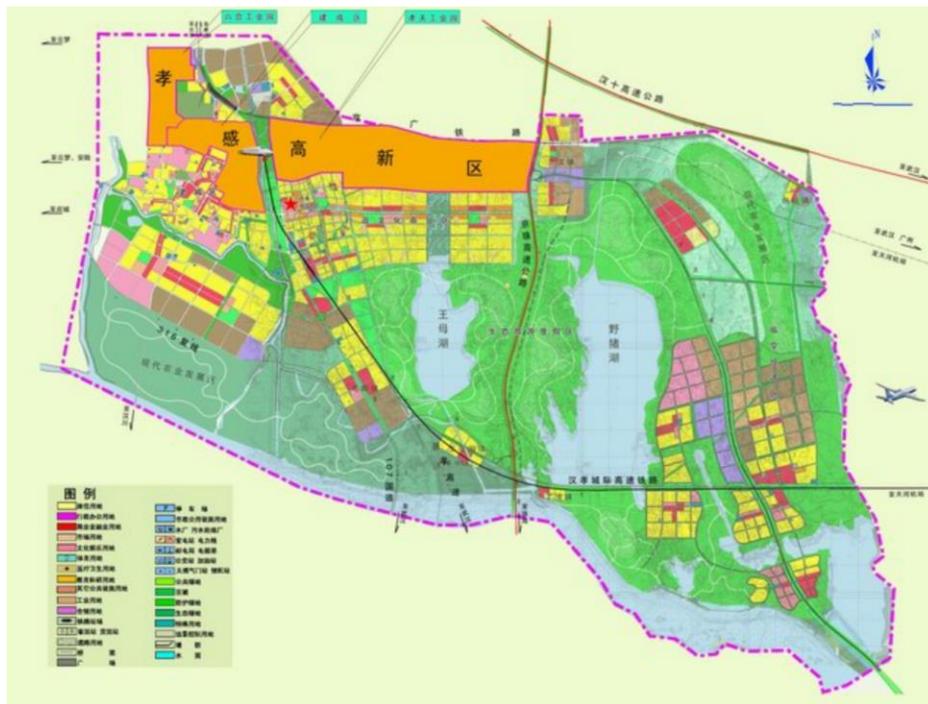
孝感高新区交通优势明显，军民融合产业特色鲜明，形成了汽车零部件、高端装备制造、光电子信息三大主导产业，地区生产总值保持增长，财政自给率较高

区位特征：孝感高新区为国家级高新区，综合发展水平较好，交通优势明显。孝感高新区³位于湖北省孝感市主城区，成立于1989年，是湖北省最早设立的开发区之一，2012年8月经国务院批准升级为国家级高新区；核心区规划面积80平方公里，拥有建成区、东区、西区三大板块，目前孝感高新区党工委书记由孝感市委常委担任。孝感高新区综合发展水平较好，是国家新型工业化产业示范基地、国家特

³ 2012年8月经国务院批准孝感高新区升级国家级高新区，园区范围扩展为“一区四园”，其中一区指孝感国家高新区，四园分别是：核心园区、云梦园区、孝南园区和应城园区。本报告所称孝感高新区，均仅指孝感高新区核心园区。

种汽车高新技术产业化基地、国家循环化改造示范试点园区、国家级科技企业孵化器等。孝感高新区交通优势明显，汉十高铁孝感东站位于高新区内，距武汉市中心50公里，区内有10余条高速通道直达武汉，到武汉国际机场仅20分钟、到武汉江海联运码头只需1小时，并与京广高铁、汉渝铁路，京珠、沪蓉、福银高速以及107、316国道紧密对接。

图 2 孝感高新区总体规划图



资料来源：孝感高新区网站

经济发展水平：2023 年孝感高新区经济保持较快增长，其中固定资产投资及工业经济增长态势良好。根据公司提供的数据，2023 年孝感高新区实现 GDP 约 190 亿元，同比上年 150 亿元显著增长。此外，2023 年孝感市高新区固定资产投资同比增长 8.1%，增幅居孝感市第一；完成规模以上工业总产值 226.8 亿元，占主城区比重达 41.7%，工业增加值同比增长 15.6%；高新技术企业突破 190 家，产业增加值同比增长 34.5%。

产业情况：孝感高新区以汽车零部件、高端装备制造、光电子信息为主导产业，近年通过产业园区建设推动产业集群发展。孝感高新区是湖北重要特种车辆和汽车零部件基地，区内汇聚了湖北小糸、日本矢崎公司、意大利马瑞利集团等底盘、线束、汽车照明、内饰件零部件企业 60 余家；高端装备产业则以中国三江航天集团为龙头，集聚了红峰控制、红林探控等重点企业；光电子信息产业被纳入湖北省重点产业集群，光电成像、光仪器、光机电一体化方面全国领先，高精度光学测量仪器占全国市场的 70%，是国内主要光学镜头生产基地，集聚了三江集团、华工高理、华工正源、华中光电等 80 多家企业、其中规上企业 26 家，2023 年华工高理的新能源汽车 PTC 加热器年产量居全球第一。近年孝感高新

区陆续建成航天三江产业园、航天重工装备产业园、华中光电产业园等重点产业园，着力引进一批产业链上下游企业入驻。2023年高新区核心区新增规上工业企业20家，总数达140家；省级及以上“专精特新”企业达到53家。此外，孝感市加强高端装备制造、光电子信息两大主导产业招商，2023年引进过亿元项目78个，完成合同引资额462.2亿元，2024年总投资50亿元的协丰智能制造产业园项目签约落地孝感高新区，未来随着招商引资项目陆续落地投产，区域工业经济增长潜力良好。

发展规划及机遇：根据《孝感高新区国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要》，“十四五”期间孝感高新区将立足园区特色产业基础，大力发展汽车及零部件、高端装备制造、光电子信息三大主导产业，加快培育大健康、新材料、创新服务业等新兴产业，巩固提升食品、纺织服装两大传统产业；并努力推动产业高端发展，抢抓湖北省打造“汉孝随襄十”五百公里汽车产业走廊发展机遇，努力建成武汉城市圈汽车及零部件产业发展示范区，汽车及零部件产业产值达到200亿元。

财政及债务水平：2023年孝感高新区财政收入实现较快增长，且收入质量较好，但政府债务余额也快速提升。2023年孝感高新区地方一般公共预算收入14.52亿元，同比增长17.2%，其中税收收入占比均93.1%，主要纳税企业包括创新电工、湖北小糸、华工高理、湖北中烟工业、华中光电集团等，考虑到孝感高新区产业基础较好，未来税源持续性仍较有保障。2023年孝感高新区政府性基金收入恢复增长，但近年政府债务余额亦增长较快。

表5 孝感高新区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	14.52	12.40	12.82
税收收入占比	93.1%	94.12%	95.61%
财政自给率	152.20%	162.64%	206.40%
政府性基金收入	27.09	10.89	14.51
地方政府债务余额	-	20.36	18.41

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：孝感高新区2021-2023年预算执行情况，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是孝感高新区重要的城市基础设施建设主体，主要承接孝感高新区内的道路及市政工程、棚户区改造等项目，并逐步拓展物业管理、工程施工等多样化业务

公司主要承担了孝感高新区城市基础设施、棚户区改造等项目建设业务，近年通过收购逐步拓展物业管理、工程施工业务。2021-2023年公司营收规模整体维持稳定，收入及毛利润主要来源于棚户区改造等工程建设收入；物业管理等收入补充了公司的收入来源，但当前盈利能力较弱。

表6 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
项目回购业务	1.61	73.00	16.67	9.17	78.77	16.67
代建业务	0.17	7.63	100.00	0.24	2.02	100.00
工程建设业务	0.00	-	-	0.37	3.19	-8.19
物业及水电业务	0.13	6.06	2.07	1.06	9.12	12.78
其他收入	0.07	3.13	1.36	0.46	3.92	58.20
房屋租赁收入	0.22	10.18	89.42	0.35	2.97	85.12
合计	2.21	100.00	29.07	11.64	100.00	20.87

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
项目回购业务	9.45	79.24	16.67	9.37	80.88	16.67
代建业务	0.07	0.55	100.00	0.21	1.83	100.00
工程建设业务	0.10	0.84	13.20	0.53	4.57	29.74
物业及水电业务	1.06	8.89	14.83	1.20	10.35	13.15
其他收入	0.79	6.62	23.19	0.23	1.98	96.37
房屋租赁收入	0.46	3.86	88.47	0.05	0.39	-128.31
合计	11.92	100.00	20.14	11.59	100.00	19.44

资料来源：公司提供

（一）棚户区改造业务

公司在孝感高新区内的棚户区改造项目占据主导地位，目前储备项目收益模式均为自营，项目收益受孝感高新区管委会统筹安排、房地产市场景气度影响而具有不确定性

公司从事孝感高新区内的棚户区改造项目建设，业务模式较清晰。公司工程建设收入主要来源于公司负责建设的孝感高新区内的棚户区改造项目。依据2015年1月公司与高新区管委会签订的《孝感高新区城市棚户区改造建设项目协议》（以下简称“棚改协议”），高新区管委会将孝感高新区2018年及以前开工的棚户区改造建设项目委托给公司建设，项目建设资金由公司自筹，每年将完工部分移交给高新区管委会，并由其负责支付结算工程价款，项目工程价款由工程总造价及投资回报组成，投资回报率不超过工程总造价的20%。根据棚改协议，在项目完工后高新区管委会向公司支付完工项目合同价款的80%，其余20%在工程审计完成后一个月内支付。公司2018年后开工的棚改项目收益模式均为自营。在自营模式下，公司通过公开招拍挂取得项目用地并自筹建设资金，项目建成后，一部分住宅根据政府棚改区改造计划按指导价定向销售给拆迁户，其余部分住宅及配套的商铺、车位等以市场化价格公开出售，并以此实现资金平衡；在实际操作中，定向销售部分棚改房由孝感高新区管委会统筹安排销售。

近年公司棚改项目实现项目回购收入规模较大，截至2023年末尚有一定规模的待移交项目，未来收入来源较有保障。近年公司建设了大会集社区、魏站社区、裕祺社区等10个棚户区改造项目，其中2018

年及之前开工的棚改项目均已完工。2021-2023年公司确认收入的棚户区改造项目均为2018年之后开工的棚改项目，系孝感高新区管委会为规范保障房销售，要求公司将达到交房条件的保障房交由当地社区办事处，由办事处统一向拆迁户分配，保障房销售款后续由孝感高新区管委会统一归集支付。

表7 近年公司棚户区改造项目确认收入情况（单位：亿元）

项目	2023 年末 移交率	2023 年		2022 年		2021 年	
		结转成本	确认收入	结转成本	确认收入	结转成本	确认收入
董永北（二期）	38.90%	2.39	2.87	2.31	2.77	2.44	2.92
董永南（二期）	39.42%	1.69	2.03	1.56	1.87	1.60	1.92
诸赵北（二期）	38.44%	1.10	1.33	1.14	1.38	1.16	1.39
春尚（二期）*	39.34%	1.03	1.23	1.27	1.53	1.12	1.34
诸赵南（二期）	39.24%	0.83	1.00	1.00	1.20	0.90	1.08
吴龙湾（二期）*	39.15%	0.59	0.71	0.58	0.69	0.60	0.72
合计	-	7.64	9.17	7.87	9.45	7.81	9.37

注：移交率=截至 2023 年末累计移交面积/项目实际建筑总面积；“*”为本期债券募投项目。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年3月末公司主要在建及拟建棚改项目均为自营类项目，且多数项目已接近完工，未来棚改项目收益可能受房地产市场景气度、当地房地产价格影响而具有不确定性。2024年3月末公司主要在建棚户区改造项目包括春尚（二期）、诸赵社区（二期）等，主要在建项目已接近完工，未来大会还建房项目、康桥花园棚户区改造项目尚需投入较多建设资金。中证鹏元注意到，目前公司主要在建及拟建棚改项目均采用自营模式，财政不再承诺收购，须关注收益不及预期风险。

表8 截至 2024 年 3 月末公司主要在建及拟建棚户区改造项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	规划总投资	已投资	是否签订代建协议	建设进度
董永社区（二期）	32.06	28.67	否	已交房，未办妥决算手续
诸赵社区（二期）	19.94	15.54	否	已交房，未办妥决算手续
大会还建房项目	16.80	6.20	否	在建
春尚（二期）*	10.13	8.73	否	已交房，未办妥决算手续
吴龙湾（二期）*	4.80	4.80	否	已交房，未办妥决算手续
康桥花园棚户区改造项目	14.35	0	否	尚未开工
合计	98.08	63.94	-	-

注：“*”为本期债券募投项目，吴龙湾（二期）项目因土地成本上涨，导致总投资增加。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）基础设施建设业务

公司接受孝感高新区管委会委托，负责孝感高新区基础设施项目代建，业务具有较强的区域专营性，但代建项目结算及回款时间不明确，自营项目投资规模较大，能否实现预期收益存在较大不确定性，且给公司带来了较大的资金压力

公司负责孝感高新区基础设施项目代建，业务具有较强的区域专营性。2016年12月，公司与孝感高新区管委会重新签订了《孝感高新区基础设施建设项目工程建设协议》（以下简称“代建协议”），约定孝感高新区管委会将孝感高新区范围内2016年度起的基础设施建设项目委托公司投资建设，建设内容包括市政道路、绿化工程、给排水工程等项目，项目合同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%。公司每年根据当期代建项目新增投资额的6%计提建设管理费，确认为工程代建收入。根据代建协议，在代建项目完工后高新区管委会向公司支付完工项目合同价款的80%，其余20%在工程审计完成后一个月内支付。会计处理方面，公司日常在“在建工程”中核算代建项目开发成本，每期末将未移交的代建项目开发成本转入“其他非流动资产”，项目完工移交后，未回款的开发成本结转至“其他应收款”。

近年公司对代建的孝感高新区基础设施项目进行了较大规模的投资，2021-2023年代建基础设施工程累计新增投资8.66亿元，累计计提建设管理费0.52亿元。

表9 近年公司工程代建收入情况（单位：万元）

年度	新增投资额	建设管理费计提比例	建设管理费收入
2023年	40,401.00	6%	2,424.06
2022年	10,876.00	6%	652.56
2021年	35,353.67	6%	2,121.22

资料来源：公司提供

截至2024年3月末，公司负责代建的基础设施项目已基本完工，考虑到公司作为孝感高新区重要的基础设施建设主体，未来随着孝感高新区持续发展，公司仍将承担一定的基础设施建设任务。目前公司在建的邓家河片区综合利用项目采用“EPC+F+O”模式建设，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，改善邓家河流域生态环境以带动周边地块土地价值，并建设科技馆、酒店、展馆和鲁迅学校等经营性项目，通过自持经营、出租或出售等方式实现项目收益。中证鹏元注意到，该项目投资规模较大，未来随着项目建设进度推进，公司面临较大的建设资金压力，此外该项目尚处于建设初期，未来能否实现预期收益受孝感房地产、消费市场发展影响而具有较大不确定性。

表10 截至2024年3月末公司主要在建基础设施建设项目情况（单位：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	10.50	否
合计	31.00	10.50	-

资料来源：公司提供

公司账面待移交的代建基础设施项目开发成本规模较大，但孝感高新区未明确项目的移交时间及工程款回款计划，代建项目成本和收益的回款时间存在不确定性，对营运资金占用大。近年公司根据基础

设施项目建设进度，以及高新区管委会财政局按年度出具的《关于移交高新区市政基础设施的通知》，向高新区管委会移交已完工的代建基础设施项目。2021-2023年受高新区管委会相关规划安排等影响，公司未向高新区管委会移交代建基础设施项目。截至2023年公司待移交的基础设施项目开发成本余额为11.02亿元。

（三）其他业务

物业管理和建筑施工业务为公司收入提供了一定补充，目前经营规模较小、盈利能力较弱

物业管理业务丰富了公司的收入来源，但受历史遗留问题影响，湖北三江航天物业有限公司（以下简称“三江物业”）盈利能力较差。物业管理收入主要来源于公司2019年1月收购63.71%股份的三江物业。三江物业主要从事孝感高新区内的三供一业（供水、供电、供暖、物业）服务收费业务，同时提供食堂、仓储和印刷等多项服务。近年三江物业管理的物业项目规模整体稳定，但外部环境对幼儿教育、食堂等业务影响较大，物业管理收入增长停滞且毛利率水平波动下降，此外受累于人员冗余等历史包袱，三江物业盈利能力较弱。

受专业资质及人员有限等因素影响，孝感市上善建设工程有限公司（以下简称“上善公司”）承接项目以公司自有项目为主，规模扩张速度缓慢、盈利能力较弱。建造合同收入主要来源于公司2018年全资收购的上善公司负责经营的工程建造业务。近年上善公司专业资质及人员规模均维持在较低水平，根据全国建筑市场监管公共服务平台数据，截至2024年6月20日，孝感市上善建设工程有限公司获得建筑工程施工总承包二级、市政公用工程施工总承包三级2项资质，并拥有一级注册建造师7名、二级注册建造师13名以及注册造价工程师3名。近年上善公司主要参与公司投资的产业园等项目建设，还承接部分孝感市其他企业的产业园区、厂房等建设工程；但受专业资质及人员有限等因素影响，上善公司对外承接项目规模较小，业务规模增长较为缓慢，盈利能力较弱。

作为孝感市高新区重要的基础设施建设平台，近年公司获得孝感高新区管委会在资产注入、财政补贴及业务运营等多方面的有力支持

公司作为孝感高新区重要的投融资平台，近年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，公司股东及当地政府通过注入资产、提供政府补助等方式向公司提供了较大支持。2021-2023年孝感高新区管委会向公司无偿划入房产、特许经营权等资产累计增加资本公积70.13亿元，约占2023年末净资产的50%，显著增强了公司的资本实力。此外，2021-2023年孝感高新区管委会向公司提供了一定的财政补贴。

表11 公司获得当地政府及股东支持情况（单位：亿元）

时间	注资事项	注资金额	会计处理	是否办妥权证
2009年	依据孝开管[2009]18号文件，高新区管委会向公司注入3宗土地	2.28	全部计入资本公积	是

时间	注资事项	注资金额	会计处理	是否办妥权证
2012年	依据孝开管[2012]38号文件，高新区管委会向公司注入5宗土地	13.26	全部计入资本公积	是
2013年	孝感市创业服务中心向公司注入6宗土地	22.34	4.81亿元计入实收资本，其余计入资本公积	是
2020年	孝感市创业服务中心向公司无偿划转银湖科技园53#、55#厂房资产	0.18	全部计入资本公积	是
2021年	国风鸿城新桥社区、魏站社区、城际社区等社区的商铺	16.88	全部计入资本公积	是
2022年	依据孝开管[2022]7号、孝开管[2022]18号文件，高新区管委会无偿将城际温哥华、魏站新社区“裕祺新城”二期、柏树社区D1、D2栋等房屋建筑物资产无偿注入公司	11.50	全部计入资本公积	是
2023年	依据孝高财发[2023]61号、依据孝高财发[2023]62号文件，高新区管委会无偿将诸赵社区二组团、诸赵社区三组团、裕祺社区吴龙湾等22.12万平方米房产注入公司	11.66	全部计入资本公积	是
	依据孝开管[2023]25号文件，高新区管委会无偿将高新区范围内68,917个公共停车位特许经营权授予公司，期限50年	30.09	全部计入资本公积	-
合计		108.19	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（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年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年至2024年3月末公司合并报表范围变更情况如下表所示。截至2024年3月末，公司纳入合并范围的一级子公司共16家，具体如附录四所示。

表12 近年公司合并报表范围变动情况（单位：亿元）

年度	子公司名称	持股比例	注册资本	合并方式	合并类型
2021年	孝感市创璟物业服务有限公司	100%	0.01	新设	新增合并
	孝感市高创产业园区运营管理有限公司	100%	0.50	新设	新增合并
	孝感市名启置业有限责任公司	100%	0.01	新设	新增合并
	孝感市磊诚置业有限责任公司	100%	0.01	新设	新增合并
	孝感高创光电有限公司	100%	0.50	新设	新增合并
2022年	孝感创聚能源有限公司	100%	0.50	新设	新增合并
2023年	孝感市思创信息科技有限公司	100%	3.00	新设	新增合并

孝感市拓方建材有限公司	100%	0.25	新设	新增合并
孝感市泽屿酒店管理有限公司	100%	0.10	新设	新增合并
湖北省高创精密制造有限公司	100%	0.10	新设	新增合并

2024年1-3月 无

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告、公司提供、公开资料，中证鹏元整理

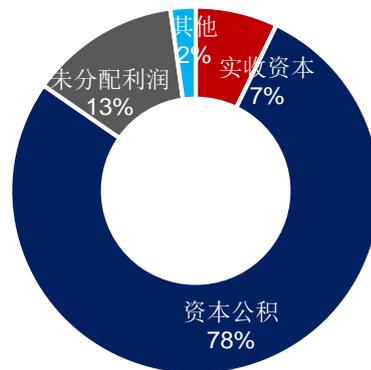
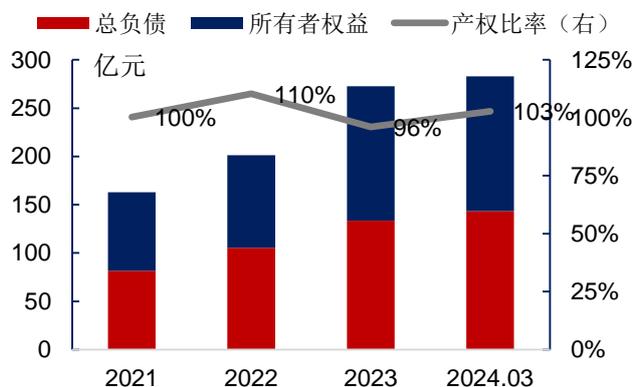
资本实力与资产质量

近年公司资产规模增长较快，资本实力不断增强；增量资产主要来自债务融资和政府划转资产，资产以自营类棚改项目开发成本、土地、投资性房地产、特许经营权和应收款项为主，其中部分应收款项回收存在较大不确定性，特许经营权和部分投资性房地产收益性低，资产流动性较弱

作为孝感市高新区重要的基础设施建设主体，近年公司得到政府资产注入等支持力度较大，2021-2023年所有者权益实现较快增长；但同期债务融资规模亦增长较快，综合影响下2024年3月末产权比率约为103%，权益对负债的保障程度偏弱。从权益结构看，所有者权益主要为孝感高新区管委会向公司划拨的土地、投资性房地产和特许经营权等形成的资本公积。

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

近年公司资产规模增长较快，资产以土地、棚改项目开发成本、用于出租的政府注入房产、特许经营权及应收款项为主。存货以棚改项目开发成本、土地资产为主，2023年末存货中包括董永社区二期等棚改项目开发成本50.29亿元，该等棚改项目开发成本结算依赖于孝感高新区管委会安排，即时变现能力较差，土地资产共包括账面价值合计34.57亿元的31宗出让性质土地使用权，土地用途以商住、工业用地为主，期末账面价值合计2.80亿元的7土地已经抵押。同期末其他非流动资产主要为政府注入的15宗土地，账面价值合计41.27亿元，土地用途以商业或商住为主，均未缴纳土地出让金，不存在未办妥权证或受限情况。

公司投资性房地产规模较大，且采用公允价值进行后续计量，房地产景气度波动产生的公允价值变动或对公司利润产生一定影响。公司投资性房地产主要为2021-2023年孝感高新区管委会向公司无偿划

入的住宅、门面等165处房产，2023年末账面价值96.79万元的2处投资性房地产尚未办妥权证；此外，2023年投资性房地产发生公允价值变动损失0.21亿元。

2023年末公司应收账款和其他应收款项中应收政府部门的棚改项目收购款、往来款等款项约26亿元，虽然款项回收风险可控，但回收时间不确定，对营运资金形成较大占用。同期末其他应收款中包括应收恒大武汉股权转让价款净值1.35亿元，该笔款项系由公司于2020年1月以13.47亿元对价向恒大武汉转让孝感市恒创置业有限公司100%股权事项形成，恒大武汉采取现金和商业票据形式支付该价款，其中前两期款项6.68亿元已按期兑付，公司应收第三期恒大武汉的6.81亿元商业承兑汇票于2021年7月7日到期，目前该商业承兑汇票仍未完成兑付，因而公司将逾期商业承兑汇票转入其他应收款，截至2023年末已对该笔应收款项计提坏账准备5.39亿元。公司已就该事项提起诉讼，2023年10月法院终审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，考虑到目前恒大武汉和恒大地产均已出现严重经营困境，该笔应收款项能否回款及最终回款额度仍存在较大不确定性，中证鹏元将持续关注该笔应收账款事项的后续进展情况。

其他资产方面，2023年末，公司货币资金规模较小，不足以覆盖短期债务；在建工程主要为激光产业园二期项目、江北厂房项目、装备制造产业园项目等自营类在建厂房项目建设成本。2024年3月末公司受限资产合计16.82亿元，占净资产的比重约12%，主要受限资产包括0.42亿元因用作保证金、用作农民工工资保证金而使用受限的货币资金，用于借款抵押的5.88亿元投资性房地产和10.52亿元存货。

表13 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	10.11	3.58%	9.19	3.37%	13.94	6.93%	10.15	6.23%
应收账款	14.36	5.08%	12.84	4.71%	9.76	4.85%	4.63	2.85%
其他应收款	10.88	3.85%	15.41	5.65%	16.23	8.07%	15.35	9.42%
存货	91.74	32.44%	84.87	31.14%	64.71	32.18%	54.06	33.20%
流动资产合计	131.59	46.53%	127.30	46.71%	109.43	54.42%	90.57	55.61%
在建工程	8.55	3.02%	7.41	2.72%	4.53	2.25%	2.23	1.37%
投资性房地产	48.66	17.21%	46.68	17.13%	35.40	17.60%	20.66	12.69%
无形资产	30.10	10.64%	30.10	11.04%	0.04	0.02%	0.00	0.00%
其他非流动资产	55.21	19.53%	52.33	19.20%	48.29	24.01%	47.16	28.96%
非流动资产合计	151.20	53.47%	145.25	53.29%	91.67	45.58%	72.29	44.39%
资产总计	282.78	100.00%	272.55	100.00%	201.10	100.00%	162.85	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

近年公司收入规模整体稳定，未来主业可持续性较好，但盈利能力偏弱，政府补助对公司利润形成有力支撑

近年公司收入规模维持稳定，主业可持续性较好。公司主要承担孝感高新区城市基础设施、棚户区改造等业务，近年通过并购进入物业管理、工程建造等业务领域，营收规模整体维持稳定，收入主要来自棚户区改造业务，基础设施项目代建业务仅确认建设管理费收入，收入规模较小；此外上善公司受资质及人员有限影响，其承建的项目以公司自有项目为主，近年收入规模增长较慢。毛利率方面，公司棚改业务毛利率水平较为稳定，而物业管理、工程建造业务毛利率水平较低，盈利能力偏弱；得益于政府注入房产的租金收入及利息收入规模增长，公司销售毛利率呈增长态势。截至2023年末，公司主要在建棚户区改造项目总投资规模较大，未来业务持续性较好，但未来项目收益的实现时间依赖孝感高新区管委会的统筹安排而具有一定不确定性。

政府补贴有效提升了公司的利润水平，但未来孝感高新区财政政策调整可能导致补助规模波动。2021年公司因计提应收恒大武汉股权交易款的坏账准备5.39亿元，形成了大额信用减值损失，当期孝感高新区管委会向公司提供较大规模的政府补助以提升公司的利润水平。此外，2023年公司投资性房地产发生公允价值变动损失0.21亿元。

表14 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	2.21	11.64	11.92	11.59
营业利润	0.41	1.77	2.14	1.90
其他收益	0.00	0.00	0.01	5.20
公允价值变动收益	0.00	-0.21	0.14	0.00
信用减值损失（损失以“-”表示）	0.00	-0.04	-0.04	-5.40
利润总额	0.40	1.73	2.01	1.84
销售毛利率	29.07%	20.87%	20.14%	19.44%

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

偿债能力

近年公司债务规模快速扩张，债务负担较重，现金短期债务比等偿债能力指标逐年下降，面临一定的偿债压力

公司负债以刚性债务为主。近年高新区邓家河片区综合利用项目、自营产业园项目建设资金需求较大、公司对外融资规模扩张较快，2023年末总债务同比增长约25%，占负债总额的比重约93%。2023年末公司债务中长短期债务比例约为87：13，期限结构较合理。公司债务类型主要包括债券融资、银行借款和当地平台公司的转贷款，其中银行借款包括抵押+保证借款、抵押借款和抵押+质押借款等，期限多在10年以上，授信方主要包括中国农业发展银行、湖北银行、工商银行等，2023年末借款利率区间为3.7%-5.5%；债券融资为无担保或由浠川国投提供担保增信，2023年公司发行3期合计8.55亿元3年期境外债，2024年5月末国内存续债券票面利率区间为2.94%-7.5%，境外债综合融资成本约7%。公司其他非流动负债中的2笔转贷款合计20.41亿元，借款年利率均为4.345%，2笔转贷款到期时间分别为2029年和

2040年，即时偿付压力不大。2024年3月末公司融资租赁借款余额6.03亿元，融资利率区间为5.95%-7.88%，其中3亿元将于2024年下半年到期，需关注该部分债务的偿债压力。

其余主要负债中，应付票据为日常经营形成的应付供应商票据；应付账款主要为应付工程款。

表15 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	2.60	1.81%	2.10	1.57%	1.10	1.04%	2.49	3.05%
应付账款	1.61	1.12%	1.76	1.32%	0.21	0.20%	4.26	5.23%
其他应付款	5.16	3.60%	9.27	6.94%	4.93	4.68%	4.57	5.61%
一年内到期的非流动负债	10.58	7.38%	10.94	8.19%	14.77	14.01%	8.27	10.14%
其他流动负债	0.02	0.02%	0.01	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	20.93	14.60%	24.76	18.54%	23.48	22.26%	20.81	25.51%
长期借款	40.51	28.26%	29.89	22.39%	22.34	21.18%	9.76	11.97%
应付债券	54.12	37.76%	54.12	40.54%	32.53	30.83%	21.45	26.30%
其他非流动负债	24.22	16.90%	24.20	18.12%	26.53	25.15%	29.21	35.81%
非流动负债合计	122.42	85.40%	108.76	81.46%	82.01	77.74%	60.75	74.49%
负债合计	143.35	100.00%	133.52	100.00%	105.49	100.00%	81.56	100.00%
总债务	--	--	124.65	93.36%	99.47	94.29%	72.15	88.47%
其中：短期债务	--	--	16.46	12.33%	18.08	17.14%	11.76	14.42%
长期债务	--	--	108.09	81.03%	81.38	77.15%	60.39	74.05%

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

公司偿债能力指标逐年下降，面临一定偿债压力。2024年3月末公司资产负债率为50.69%，受货币资金规模较小影响，现金短期债务比逐年下降；近年公司总债务快速增加导致利息支出增长，而EBITDA规模变动不大，EBITDA利息保障倍数逐年下降。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，考虑到公司的职能定位重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。近年公司经营活动现金流持续表现为大额净流出，无法覆盖高额项目建设支出及未来投资计划，且棚改、产业园等项目建设和投资回收周期较长，未来仍需新增大量长期外部融资，同时存续债券到期较为集中、存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。截至2024年3月末，公司授信额度共计139.71亿元，尚未使用授信额度66.37亿元，备用流动性规模尚可，但需关注授信用途等的限制。

表16 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	50.69%	48.99%	52.45%	50.08%
现金短期债务比	--	0.57	0.78	1.00
EBITDA利息保障倍数	--	0.48	0.74	0.88

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

七、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

环境方面，根据公司 2024 年 6 月 21 日出具的说明，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚、亦因废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，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，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。根据说明，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。但公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

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（2024 年 5 月 31 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部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。

八、外部特殊支持分析

公司是孝感市高新区重要的基础设施建设主体，由孝感市国资委控制公司 100% 股权，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，孝感市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下两个方面：

（1）公司与孝感市政府的联系等级为中等。截至 2024 年 3 月末，孝感市国资委通过浠川国投、孝感城投控制公司 100% 股权，公司由孝感市政府全资拥有。目前公司董事会包括孝感市国资委安排浠川国投提名的 2 名董事，孝感市政府在公司治理和管理上有较大影响力，此外孝感高新区作为孝感市重要的功能区，在 GDP、税收和产业发展等方面对孝感市影响很大，综合看孝感市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响。但值得注意的是，近年公司没有获得来自孝感市政府的资产注入或政府补贴，业务主要来源于孝感高新区管委会，孝感高新区党工委书记由孝感市委常委贺卫东担任。展望未来，公

司仍将作为孝感高新区重要的基础设施建设主体，公司与孝感市政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对孝感市政府非常重要。2021-2023年公司超过70%的营业收入来自安置房收入，该业务均是对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务。此外，公司负责孝感高新区基础设施项目代建，在基础设施建设方面对政府的贡献很大。目前公司已通过发行债券融资，公司债务违约可能对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目产生的现金流是本期债券按期偿付的首要来源。根据公司提供的资料，2021-2023年春尚（二期）、吴龙湾（二期）已分别确认收入4.10亿元、2.21亿元，2023年末春尚（二期）、吴龙湾（二期）安置房移交率分别为39.34%、39.15%，尚有较大的待移交结算面积，未来可继续形成一定的收入。魏站社区应收孝感高新区管委会回款金额7.54亿元，截至2023年末已回款6.45亿元。值得注意的是，在实际操作中，本期债券募投项目定向销售部分棚改房由孝感高新区管委会统筹安排销售，项目结算、回款受到孝感高新区管委会统筹安排影响而具有不确定性。

公司经营活动现金流是本期债券还本付息资金的重要来源。近年公司营业收入及毛利润主要来自棚户区改造项目建设业务，2021-2023年公司营业收入规模维持稳定，但主业盈利能力偏弱，同期公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为13.58亿元、8.36亿元和12.00亿元，但经营活动净现金流持续为负。

公司拥有的土地、房产等资产能为本期债券还本付息提供一定保障。截至2024年3月末，公司存货、投资性房地产、其他非流动资产中未受限的土地和房产账面价值较大，在必要时公司可通过资产变现来补充偿债资金，但受土地及房地产市场影响，资产变现时间与价值或存在不确定性。

十、结论

孝感市紧邻省会武汉、区位优势显著，近年食品饮料、纺织服装、盐磷化工、纸塑包装、建材等优势产业发展较好，且受益于武汉城市圈战略部署，孝汉产业协同发展空间较大。近年公司主要从事孝感高新区内棚改及城市基础设施建设业务，近年营业收入整体保持稳定。虽然公司存在一定的资金压力，但公司作为孝感高新区重要的基础设施建设及投融资平台，目前棚改业务项目储备较充足，业务持续性整体较好，且预计未来孝感高新区管委会将继续在政府补贴、资产注入等方面给予公司较大力度的外部支持。整体看，公司具有较强的抗风险能力。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA。

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，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，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以及偿债保障情况等因素，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。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

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，发行主体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不定期跟踪评级。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。

如发行主体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。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

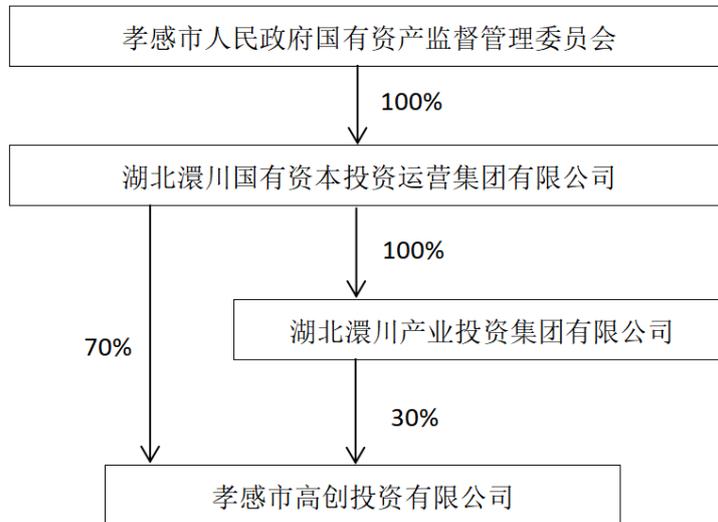
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	10.11	9.19	13.94	10.15
应收账款	14.36	12.84	9.76	4.63
其他应收款	10.88	15.41	16.23	15.35
存货	91.74	84.87	64.71	54.06
流动资产合计	131.59	127.30	109.43	90.57
在建工程	8.55	7.41	4.53	2.23
投资性房地产	48.66	46.68	35.40	20.66
无形资产	30.10	30.10	0.04	0.00
其他非流动资产	55.21	52.33	48.29	47.16
非流动资产合计	151.20	145.25	91.67	72.29
资产总计	282.78	272.55	201.10	162.85
短期借款	2.60	2.10	1.10	2.49
其他应付款	5.16	9.27	4.93	4.57
一年内到期的非流动负债	10.58	10.94	14.77	8.27
流动负债合计	20.93	24.76	23.48	20.81
长期借款	40.51	29.89	22.34	9.76
应付债券	54.12	54.12	32.53	21.45
其他非流动负债	24.22	24.20	26.53	29.21
非流动负债合计	122.42	108.76	82.01	60.75
负债合计	143.35	133.52	105.49	81.56
所有者权益	139.44	139.04	95.61	81.30
营业收入	2.21	11.64	11.92	11.59
营业利润	0.41	1.77	2.14	1.90
其他收益	0.00	0.00	0.01	5.20
公允价值变动收益	0.00	-0.21	0.14	0.00
信用减值损失（损失以“-”表示）	0.00	-0.04	-0.04	-5.40
利润总额	0.40	1.73	2.01	1.84
经营活动产生的现金流量净额	-10.25	-17.19	-18.24	-12.66
投资活动产生的现金流量净额	-1.04	-7.07	-1.28	-4.85
筹资活动产生的现金流量净额	12.72	20.82	21.37	16.76
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	29.07%	20.87%	20.14%	19.44%
资产负债率	50.69%	48.99%	52.45%	50.08%
短期债务/总债务	--	13.20%	18.18%	16.30%
现金短期债务比	--	0.57	0.78	1.00

EBITDA（亿元）	--	2.02	2.10	2.04
EBITDA 利息保障倍数	--	0.48	0.74	0.88

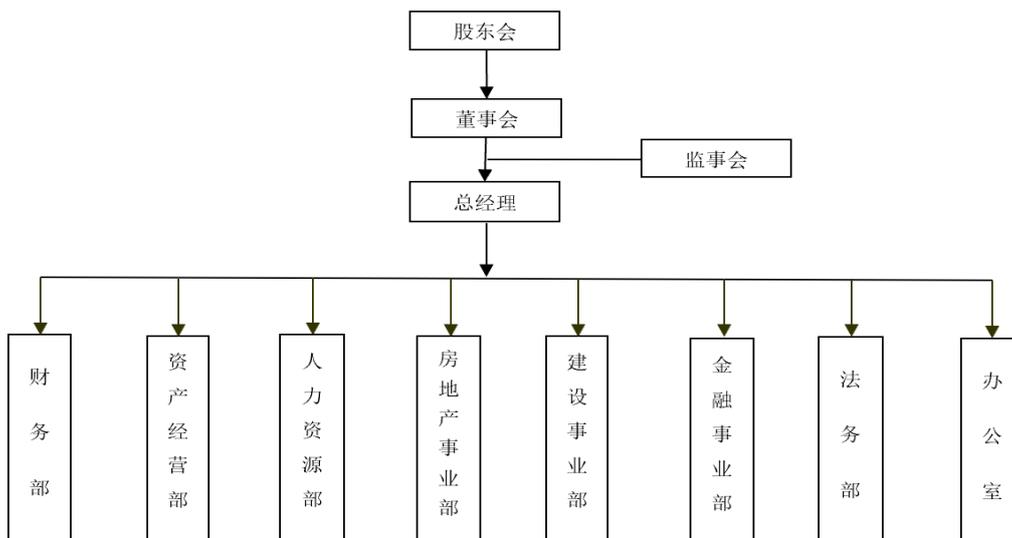
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 6 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一级子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
孝感市创达置业有限责任公司	5.00	100.00%	房地产开发、商品房销售
孝感市创融资本有限责任公司	2.00	100.00%	政府投资类项目投融资
孝感市上善建设工程有限公司	0.40	100.00%	市政公用工程、房屋建筑工程等施工
孝感市高地创新加速有限公司	0.20	100.00%	非标零部件、装备研发制造
孝感市创荟人力资源有限公司	0.02	100.00%	劳务派遣服务
孝感市创璟物业服务服务有限公司	0.01	100.00%	物业管理
湖北三江航天物业有限公司	0.38	63.71%	物业服务、住宿、印刷、复印等
孝感市创彩生活物业服务服务有限公司	0.10	51.00%	物业服务、酒店管理
孝感高创光电有限公司	0.50	100.00%	智能家庭消费设备制造
孝感市磊诚置业有限责任公司	0.01	100.00%	房地产开发经营
孝感市名启置业有限责任公司	0.01	100.00%	房地产开发经营
孝感市万屹置业有限公司	0.50	100.00%	园区管理服务、物业管理
孝感市思创信息科技有限公司	3.00	100.00%	软件和信息技术服务
孝感市拓方建材有限公司	0.25	100.00%	建材销售
孝感市泽屿酒店管理有限公司	0.10	100.00%	酒店管理
湖北省高创精密制造有限公司	0.10	100.00%	计算机、通信和其他电子设备制造

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整

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、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、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。

四、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。