

伊川财源实业投资有限责任公司

2019 年公司债券信用评级报告



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： 

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【162】号 02

分析师

姓名：
刘玮 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 5 月 5 日

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

伊川财源实业投资有限责任公司 2019 年公司债券信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行规模：7 亿元

债券期限：7 年

担保主体：河南省中小企业担保集团股份有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期第 3-7 年末分别按 20%的比例偿还债券本金

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

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”）对伊川财源实业投资有限责任公司（以下简称“伊川财源”或“公司”）本次拟发行总额 7 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展提供了良好基础，公司主要业务持续性较好，获得外部支持力度较大，此外，河南省中小企业担保集团股份有限公司（以下简称“河南省担保”）为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产中公益性资产比重较高、流动性较弱，面临较大的资金压力和偿债压力，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年来，伊川县市经济保持快速增长，2016-2018 年分别实现 GDP327.3 亿元、378.1 亿元和 404.2 亿元，增速分别为 8.6%、8.9%和 8.1%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司主要业务持续性较好。近年公司营业收入主要来源于工程代建业务，2018 年末公司主要在建的代建项目计划总投资 31.58 亿元，已投资 23.53 亿元，且代建项目均已签订代建协议，该业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2016-2018 年伊川县人民政府划拨给公司土地、路桥、股权等资产合计 35.97 亿元，提升了公司的资本实力；公司获得资金补贴合计 3.55 亿元，缓解了公司的资金压力。

- **保证担保有效提升了本期债券信用水平。**河南省担保资本实力强，经营基础好，经中证鹏元评定其主体长期信用等级为 AAA，由其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注：

- **公益性资产占比较高，公司资产流动性较弱。**2018 年末，公司资产主要由存货、公益性资产和应收款项构成，占总资产的比重分别为 31.23%、27.59%和 20.81%。存货主要为土地资产和在建项目，公益性资产占比较高，主要为路、桥等，即时变现能力不强，且部分资产使用受限，应收款项对公司资金形成一定占用，公司资产流动性较弱。
- **公司应收款项金额较大，未来需关注回收风险。**2018 年末，公司应收账款账面价值 7,695.98 万元，计提坏账准备 587.74 万元，其他应收款账面价值 297,614.30 万元，计提坏账准备 16,662.20 万元，同时应收民营企业款项累积达 54,156.01 万元，民营企业抗风险能力偏弱，未来需关注回收风险。
- **公司面临较大资金压力。**2016-2018 年公司经营活动现金流净额分别为 24,777.90 万元、-195,148.18 万元和-9,738.35 万元，整体表现不佳。截至 2018 年末，公司主要在建工程代建项目尚需投资 8.05 亿元，此外本期债券募投项目计划总投资 22.82 亿元，公司面临较大的资金压力。
- **公司有息债务快速增长，偿债压力较重。**2018 年末公司有息债务为 410,352.17 万元，2016-2018 年复合增长率 65.38%，2018 年末公司 EBITDA 利息保障倍数为 1.95，EBITDA 对有息债务的保障能力一般，公司的偿债压力较重。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 66,147.00 万元，占期末净资产的比重为 6.82%，考虑到均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,466,976.86	1,405,959.58	1,122,491.03
所有者权益	969,874.61	947,658.47	926,787.37
有息债务	410,352.17	383,840.00	150,040.00
资产负债率	33.89%	32.60%	17.43%

流动比率	3.70	4.06	5.39
营业收入	87,275.41	82,917.37	163,050.23
营业外收入	18,992.89	5,364.67	7,015.81
利润总额	22,556.35	21,538.22	36,472.12
综合毛利率	17.34%	19.83%	18.01%
EBITDA	52,575.97	49,002.62	45,710.38
EBITDA 利息保障倍数	1.95	1.93	5.60
经营活动现金流净额	-9,738.35	-195,148.18	24,777.90

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

河南省担保主要财务指标（单位：万元）：

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产	856,352.80	756,834.78	651,532.72	548,710.42
所有者权益	781,138.48	678,377.31	569,939.60	459,360.64
在保责任余额	2,760,614	2,878,789	3,065,027	3,634,287
风险准备金覆盖率	32.11%	35.45%	43.83%	85.69%
净资产放大倍数	5.73	7.60	8.73	4.54
累计代偿率	1.96%	1.02%	2.08%	2.37%

注：当期担保发生额、期末在保余额数据均包含直保和再担保。

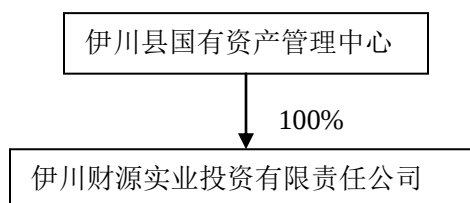
资料来源：河南省担保 2015-2017 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司成立于2011年12月19日，初始注册资本500.00万元，由伊川县国有资产管理办公室（以下简称“伊川国资办”）出资设立。2012年伊川国资办增资25,000.00万元，2014年公司资本公积转增注册资本24,500.00万元，公司注册资本和实收资本增至50,000.00万元。

2017年8月，根据伊川县机构编制委员会下发的《关于成立伊川县国有资产管理中心的批复》（伊编【2017】17号）的文件精神，伊川国资办不再保留，由伊川县国有资产管理中心（以下简称“伊川国资中心”）承接原伊川国资办的国有企业监督管理职能，公司股东变更为伊川国资中心。截至2018年末公司注册资本和实收资本为50,000.00万元，伊川国资中心持有公司100%的股份，是公司的控股股东，公司的实际控制人是伊川县人民政府，公司股权及控制关系如下图所示。

图1 截至2018年12月31日公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司主营业务主要涉及工程代建、土地开发整理、房屋租赁等。截至2018年末，纳入公司合并报表范围的子公司共15家，具体如表1所示。

表1 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
伊川财祥商贸有限公司	2,000	100.00%	贸易
伊川财源文化传媒有限公司	1,000	100.00%	文化传媒
伊川县建设投资有限公司	8,500	71.43%	建设投资
伊川交通投资有限公司	1,000	100.00%	交通投资
伊川水务投资有限公司	1,000	100.00%	水务投资
伊川县金盾保安服务有限公司	100	100.00%	安保服务
伊川县集聚区产业投资有限公司	11,000	100.00%	产业投资
伊川县市政工程有限公司	180	88.89%	工程建筑
伊川万喜易地扶贫搬迁管理有限公司	1,000	100.00%	工程施工

伊川航翰文化旅游投资管理有限公司	2,000	100%	旅游项目
伊川君安物业管理有限公司	100	100%	物业管理
伊川晟清水务有限公司	3,000	100%	引水工程项目
伊川财源置业有限公司	1,000	100%	房地产开发及经营
伊川擎瀚土地开发有限公司	1,000	100%	土地整治服务
伊川财源新型材料有限公司	500	100%	砂石料的生产、加工及购销

资料来源：公司 2018 年审计报告

二、本期债券概况

债券名称：2019年伊川财源实业投资有限责任公司公司债券；

发行总额：7亿元；

债券期限和利率：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，在本期债券存续期的第3至7个计息年度末分别按债券发行总额的20%的比例偿还本金，到期利息随本金一起支付；

增信方式：河南省担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金7.00亿元，其中4.20亿元用于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目，2.80亿元用于补充营运资金，资金投向明细如下。

表 2 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
伊川滨河新区智能装备制造产业园项目	228,156.00	42,000.00	18.41%
补充营运资金	-	28,000.00	-
合计	228,156.00	70,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）项目简介

伊川滨河新区智能装备制造产业园拟建设于河南省洛阳市伊川县滨河新区生态科技城内，具体位置为高科一路以南、高科五路以北、滨河大道以西、先锋大道以东所围成的大致规则四边形区域，项目总用地面积为174.57公顷，其中建设用地面积130.79公顷。项目主要工程量为生产设施和公用设施的建筑设计、施工；辅助生产建筑物及设备的设计、施工、设备制造及安装；管线及厂区道路的施工等。预计建设工期为两年，项目建设总投

资额为22.82亿元。截至2018年12月末，该项目已投资1.8亿元。

（二）项目审批情况

1、规划批复

伊川县规划局已于2017年6月12日出具《关于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目的规划意见》（伊规【2017】1号），明确该项目符合城市规划。

2、土地批复

伊川县国土资源局已于2017年6月29日出具《关于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目建设用地的预审意见》（伊国土规【2017】2号），同意该项目通过建设项目用地预审。

3、节能批复

伊川县发展和改革委员会于2016年8月21日出具了《伊川县发展和改革委员会关于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目节能报告的审查意见》（伊发改投【2017】99号），原则同意该项目的节能评估报告。

4、环评批复

伊川县环境保护局已于2017年8月25日出具《关于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目环境影响报告表的批复》（伊环【2017】8号），认为项目选址基本符合环保要求，原则同意项目建设使用。

5、可研批复

伊川县发展和改革委员会于2017年8月30日印发的《伊川县发展和改革委员会关于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目可行性研究报告的批复》（伊发改投【2017】101号）批复，同意该建设项目可行性研究报告。

（三）项目收益分析

伊川滨河新区智能装备制造产业园项目的建设和未来计划运营主体是公司本部，根据项目可行性研究报告，该项目的收入将主要来源于生产厂房、产业生产配套车间及商务办公及生活服务等设施场地的销售、出租收入，预计该项目在2019-2025年可实现收入30.05亿元，但需持续关注募投项目的建设进度和收入实现情况。

四、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，继续实施

积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国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。2016-2018 年，我国国内生产总值（GDP）从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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积极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。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好

政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 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。

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 3 近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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等

2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
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 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 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

近年固定资产投资和消费均保持快速增长，推动伊川县经济较快增长

伊川县处于河南省西部，隶属于洛阳市。北依洛阳城区，南接嵩县，东临登封，西望

宜阳，东北与偃师接壤，东南与汝州市毗邻。根据伊川县人民政府公布的数据，伊川县总面积1,243平方公里。伊川县区位交通相对便利，北距洛阳29公里，东距郑州148公里，焦枝铁路贯穿全境，洛界、洛卢和郑卢三条省级干线及多条高速纵横交错，全县通车总里程160余公里。

近年来伊川县地区生产总值较快增长，2016-2018年，伊川县地区生产总值分别为327.3亿元、378.1亿元和404.2亿元，按可比价格计算，经济增速依次为8.6%、8.9%和8.1%。伊川县三大产业占比由2016年的8.2：53.5：38.3调整为2018年的6.4：51.0：42.6，第二产业仍是地区发展重要支撑。2018年伊川县人均GDP为51,140元，为全国人均GDP水平的79.11%，整体经济实力一般。

工业方面，2016-2018年伊川县规模以上工业增加值分别为125.6亿元、122.0亿元和111.0亿元，分别增长9.7%、9.1%和9.2%，增速有所放缓。伊川县工业以传统行业为主，现有支柱企业主要是伊电控股集团有限公司、洛阳亚日集团、洛阳龙泉天松碳素有限公司、洛阳金新农新大饲料有限公司等企业，2018年传统行业规模以上工业增加值37.4亿元，增长9.7%，占全县规模以上工业增加值的71.2%，其中，电解铝及精深加工业、装备制造业、磨料磨具、耐火材料工业增加值分别为26.9亿元、7.8亿元、3.4亿元和1.9亿元，分别增长5.2%、8.1%、16.3%和4.9%，受国家经济发展新常态政策影响，规模以上工业增加值增速有所放缓。近年来伊川县着力培育的文化创意、电子信息、新能源等新兴产业，但大多处于建设期和培育期，对经济的支撑力度不足。

从拉动经济增长的三大因素来看，固定资产投资是伊川县地区发展的重要推动力，近年投资规模持续快速增加，但增速持续放缓，2016-2018年伊川县固定资产投资分别为473.5亿元、529.4亿元和287.4亿元，分产业看，仍以第二产业投资为主。消费亦是支撑伊川县经济增长的重要因素，近三年伊川县社会消费品零售总额分别为176.5亿元、197.6亿元和216.3亿元，消费增速分别为12.7%，12%和10.4%。

整体来看，第二产业仍为伊川县支柱产业，工业以传统行业为主，规模以上工业增加值增速有所放缓；固定资产投资和消费均保持较快增长，推动地区生产总值较快增长。

表 4 伊川县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	404.2	8.1%	378.1	8.9%	327.3	8.6%
第一产业增加值	26.0	4.0%	27.0	4.6%	26.8	4.5%
第二产业增加值	206.1	8.0%	204.8	8.2%	175.1	7.4%
第三产业增加值	172.1	9.0%	146.3	10.8%	125.4	11.3%

工业增加值	111.0	9.2%	122.0	9.1%	125.6	9.7%
固定资产投资	287.4	10.2%	529.4	11.8%	473.5	14.9%
社会消费品零售总额	216.3	10.4%	197.6	12.0%	176.5	12.7%
进出口总额（亿美元）	10.4	-26.7%	13.6	-	1.68	-6.4%
存款余额	553.9	21.3%	456.5	14.7%	398.1	27.7%
贷款余额	412.8	47.5%	249.8	24.4%	200.8	16.2%
人均 GDP（元）	51,140		46,972		41,430	
人均 GDP/全国人均 GDP	79.11%		78.73%		76.75%	

注：（1）2017、2018 年进出口总额单位是亿元；（2）“-”表示数据未公开；（3）部分数据统计口径存在调整

资料来源：伊川县 2016-2018 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年伊川县实现公共财政收入22.4亿元，同比增长11.0%，其中税收收入14.8亿元，占公共财政收入比重为66.1%；同期伊川县公共财政支出为42.5亿元，同比增长6.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为52.7%。

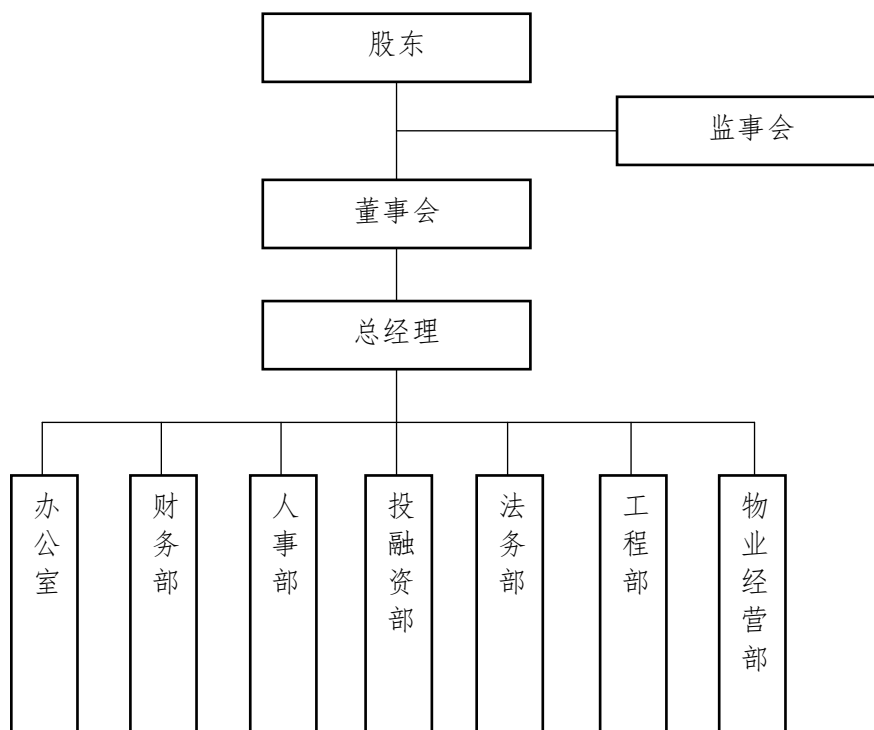
五、公司治理与管理

公司按照《公司章程》的要求，分别对股东、董事会、监事会和总经理的职权作出了明确规定，完善了公司法人治理结构和内部管理机构。

公司设立董事会，成员为7人，其中由股东委派6人，职工代表大会选举产生1人；董事任期为3年，任期届满可连任。董事会设董事长1人，由股东从董事会成员中指定。董事会对股东负责。公司设立监事会，成员为5人，由股东委派3人；其余2人为职工代表，通过公司职工代表大会选举产生。监事任期为3年，任期届满可连任。监事会设主席一人，由股东从监事会成员中指定。公司设总经理，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。

公司设办公室、财务部、人事部、投融资部、法务部、工程部和物业经营部7个部门，各部门职责明确。此外，公司根据《中华人民共和国公司法》、《公司章程》以及有关法律法规的规定，制定了综合管理制度、财务管理制度、资产运营制度、和投资管理制度等内控制度，并明确了各内设机构工作职责。

图2 公司组织架构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司主要负责伊川县范围内的工程代建、道路养护、房屋出租、物业管理、土地开发整理等业务，收入来源较为多元化，但以工程代建收入为主。2016-2018 年工程代建收入占公司主营业务收入比重分别为 94.27%、91.48%和 88.73%。2017 年工程代建业务收入受工程进度影响，下降至 7.39 亿元，同时由于处置子公司洛阳伊秦商贸有限公司（以下简称“伊秦商贸”），商品贸易收入规模大幅下降至 661.54 万元，2017 年公司营业收入回落至 8.29 亿元。2018 年由于设立伊川擎瀚土地开发有限公司（以下简称“伊川土地”）、伊川航瀚文化旅游投资管理有限公司（以下简称“伊川旅游”）等几家子公司，公司新增土地开发整理业务、运输业务以及旅游业务，同时原房屋租赁及物业管理收入和售电收入增长带动公司营业收入回升至 8.73 亿元。

毛利率方面，2016-2018 年公司工程代建业务毛利率分别为 17.54%、18.23%和 16.69%，受其毛利率波动及公司业务类型调整影响，同期公司综合毛利率分别为 18.01%、19.83%和 17.34%。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	73,817.56	16.69%	73,904.88	18.23%	153,003.24	17.54%
土地开发整理	2,896.67	12.40%	-	-	-	-
房屋租赁及物业管理	2,378.45	11.65%	1,812.77	5.80%	1,660.20	32.73%
道路养护	1,344.12	-2.23%	2,458.06	8.20%	2,757.84	7.77%
售电收入	1,133.32	-185.53%	430.25	-36.49%	-	-
安保服务	1,019.49	22.65%	968.35	15.71%	889.39	21.20%
项目投资	473.79	100.00%	508.82	100.00%	634.03	100.00%
运输业务	125.50	-288.63%	-	-	-	-
旅游收入	4.34	-1,232.26%	-	-	-	-
商品贸易	-	-	661.54	3.10%	3,258.19	4.53%
广告	-	-	41.89	17.53%	95.35	63.81%
主营业务小计	83,193.23	13.36%	80,786.56	17.72%	162,298.25	17.63%
其他业务小计	4,082.18	98.50%	2,130.81	100.00%	751.98	100.00%
合计	87,275.41	17.34%	82,917.37	19.83%	163,050.23	18.01%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建的工程代建项目较多，且均已签订相关协议，该项业务收入具有较好持续性，同时公司也面临较大的资金压力

随着伊川县市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）股权于 2016 年 1 月无偿划转至公司以及公司本部开展工程代建业务，公司业务逐步开始向城市道路改造、社区及校园改扩建和城市公园建设等一系列城市基础设施建设过渡，并于 2016 年起实现工程代建业务收入。

针对不同的项目，公司与伊川县人民政府签订相关项目的委托开发合作协议书，公司本部和市政工程公司作为项目的代建方，负责组织项目立项、投资和建设，并与项目建设方签订工程建设委托协议。根据项目的完工进度，由伊川县人民政府按照协议约定的总额向公司支付相应代建款项，计为营业收入，公司代建项目的结算成本由前期费用、全部工程施工费用、工程建设管理成本、融资成本和税费和其他费用等构成。2016-2018 年公司分别实现工程代建业务收入 15.30 亿元、7.39 亿元和 7.38 亿元，收入规模受建设进度影响而有所波动，毛利率分别为 17.54%、18.23% 和 16.69%（公司工程代建业务收入和成本明细见附录二）。

截至 2018 年末，公司主要在建的工程代建项目计划总投资 31.58 亿元，已投资 23.53 亿元，尚需投资 8.05 亿元，此外本次募投项目计划总投资 22.82 亿元，尚需投资 21.02 亿元，未来仍存在较大资金需求。另一方面，主要在建的工程代建项目均已签订相关代建协

议，若能按计划完工并结算，可为公司带来一定收入，该业务未来持续性较好。

表 6 截至 2018 年 12 月 31 日公司在建工程代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资	是否签订代建协议
伊川县新区高中建设项目	7.32	6.25	是
新增国道 G208（原 Z001 洛栾线）伊龙路口至毛庄段改建工程	2.31	2.69	是
伊川县滨河新区体育公园建设工程	4.28	2.54	是
伊川县滨河新区吕洞河生态湿地公园建设工程	1.92	1.46	是
伊川滨河新区潜溪河生态湿地公园建设工程	2.80	1.19	是
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	3.30	2.66	是
伊川县中医院搬迁项目	4.20	3.25	是
伊川县职教中心新建项目	2.38	2.13	是
伊川县杜康大道（G36 宁洛高速-高新四路）改建工程	2.57	1.24	是
伊川县驾考中心新建项目	0.50	0.12	是
合计	31.58	23.53	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司新增土地开发整理业务，但公司无储备的待开发整理项目，需关注未来业务持续性

2018年公司通过设立子公司伊川土地新增土地开发整理业务，伊川县国土资源局委托公司进行土地开发整理并与公司签订了《伊川滨河新区土地开发整理委托合同》，约定开发整理过程中所需的成本费用均由公司自筹和垫资。项目完成后，伊川县国土资源局进行验收工作，验收合格后2个月内支付土地开发整理的投入成本和不低于投入成本15%的管理服务费。2018年公司实现土地开发收入2,896.67万元，毛利率为12.40%。需要关注的是，公司目前土地开发整理项目是由国土资源局根据需要委托建设，没有储备的待开发整理项目，未来业务持续性尚待观察。

表 7 2018 年公司土地开发整理业务收入情况（单位：平方米、万元）

项目名称	面积	成本	收入
伊川滨河新区土地开发 1	780,000.00	206.25	235.43
伊川滨河新区土地开发 2	-	643.53	734.59
伊川滨河新区土地开发 3	685,921.00	1,270.44	1,450.22

伊川滨河新区土地开发 4	47,437.33	417.37	476.43
合计	1,513,358.33	2,537.58	2,896.67

注：土地开发 2 为整理地面附属物赔偿，不涉及土地面积。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

道路养护、房屋租赁、售电及物业管理等业务丰富了公司的收入来源

伊川县市政道路养护工作一直以来均由市政工程公司实施，该公司股权于2016年1月无偿划转入公司名下。根据伊川县人民政府于2015年12月20日出具的《伊川县人民政府关于将部分城区道路的养护权依法移交伊川财源实业投资有限责任公司的决定》，自2016年1月1日起，部分城区道路（公司所属）的养护权依法移交给公司，具体道路养护工作仍由子公司市政工程公司实施。2016-2018年分别实现道路养护收入2,757.84万元、2,458.06万元和1,344.12万元，为营业收入形成一定补充。

表8 2016-2018年公司道路养护业务收入明细（单位：万元）

年份	项目名称	收入	委托方
2018年	市政维修	1,344.12	伊川县城市管理局
	合计	1,344.12	-
2017年	杜园提升改造	30.00	伊川县市政园林局
	龙泰林业生态园院区道路工程	1,119.85	伊川县龙泰林业生态园有限公司
	其他维修	6.78	伊川县市政园林局
	市政维修	1,207.74	伊川县市政园林局
	压缩式垃圾站工程	43.24	河南同生环境工程有限公司
	志远桥及停车场改造	50.44	伊川县市政园林局
	合计	2,458.06	-
2016年	市政维修	1,390.75	伊川县财政局
	八一路五条街改造 5 标	33.50	伊川县财政局
	杜康广场音乐喷泉	35.91	伊川县财政局
	志远桥及停车场改造	31.58	伊川县财政局
	西山植物园改造	160.00	伊川县财政局
	安居巷	35.97	伊川县财政局
	杜园提升改造	114.15	伊川县财政局
	杜康大道改造 12 标	56.98	伊川县财政局
	杜康广场	270.28	伊川县财政局
	文化路人行道提升	218.70	伊川县财政局
	顺成街大修改造	340.07	伊川县财政局
	荆山路人行道改造	55.01	伊川县财政局
	市政维修材料	14.94	伊川县财政局
	合计	2,757.84	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司房屋租赁及物业服务业务收入来自于公司所有的龙泉大厦、立奇大厦和公租房、廉租房。龙泉大厦位于洛阳市洛龙区开元大道260号，其建筑面积为41,325.77平方米，是洛阳市区内高品质的商业综合体。立奇大厦位于伊川县滨河新区滨河大道，周边配套设施较完善，该大厦占地面积31,863.07平方米，建筑面积159,078.61平方米，截至2018年末已全部建设完成，目前已出租的面积较少，预计后续随着出租面积的增加，将成为公司房屋租赁及物业管理业务收入主要的增长点。此外，公司有部分位于伊川县的公租房、廉租房用于对外出租，截至2018年末，可供出租面积合计275,269.29平方米。2016-2018年公司实现房屋租赁及物业服务业务收入分别为1,660.20万元、1,812.77万元和2,378.45万元，收入规模持续上升。

表 9 2016-2018 年公司租赁业务开展情况（单位：万元、元/平方米、平方米）

年份	物业名称	所在区域	物业类型	建筑面积	已出租面积	租赁收入
2018 年	龙泉大厦	洛阳市	商业综合体	41,325.77	26,032.00	1,605.95
	公租房、廉租房	伊川县	房屋	275,269.29	275,269.29	610.00
	立奇大厦	伊川县	商业综合体	159,078.61	3,707.71	162.50
	合计	-	-	475,673.67	305,009.00	2,378.45
2017 年	龙泉大厦	洛阳市	商业综合体	41,325.77	22,944.88	1,202.77
	公租房、廉租房	伊川县	房屋	275,269.29	275,269.29	610.00
	合计	-	-	316,595.06	298,214.17	1,812.77
2016 年	龙泉大厦	洛阳市	商业综合体	41,325.77	25,751.15	1,660.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司售电业务主要是2017年6月光伏电站建成投入运营，通过并入国家电网发电由电业局结算电费实现销售收入。该项目是新能源项目，国家补贴力度较大，但目前补贴没有到位导致业务亏损。2017-2018年分别实现售电业务收入430.25万元和1,133.32万元，为公司的营业收入提供很好的补充。

公司安保服务主要由子公司伊川县金盾保安服务有限公司负责运营，主要是为当地银行、学校、国有企业等单位提供保安服务和押运服务。2016-2018年分别获得安保服务收入889.39万元、968.35万元和1,019.49万元，收入规模不大。

此外，公司还有项目投资、运输业务、旅游业务以及定期存单、理财产品等其他业务收入，整体规模较小。

公司获得外部大力支持，资本实力和利润水平得到提升

为提高公司持续经营能力，当地政府在资产注入和财政补贴方面给予公司大力支持。资产注入方面，2016 年 1 月，伊川县人民政府将伊川县集聚区产业投资有限公司以及伊川縣市政工程有限公司股权无偿划拨至公司，增加资本公积 143,193.38 万元；2016 年，公司将 37 宗合计面积为 200.46 万平方米的国有储备土地按评估价值入账，增加资本公积 215,512.49 万元；2018 年 6 月，伊川县国有资产管理中心将伊川生态科技城投资有限公司持有的伊川财源置业有限公司的国有股权无偿划转至公司，增加资本公积 1,000.00 万元。

表 10 近年来公司受政府支持情况（单位：万元）

时间	资产名称	入账价值	文件号
2016 年 1 月	伊川县集聚区产业投资有限公司以及伊川縣市政工程有限公司股权	143,193.38	伊政〔2016〕32 号
2016 年	37 宗国有土地	215,512.49	伊政〔2016〕6 号、23 号
2018 年 6 月	伊川财源置业有限公司	1,000.00	伊财资〔2018〕9 号
-	合计	359,705.87	-

资料来源：公司提供

财政补贴方面，伊川县财政局分别于2016年、2017年和2018年分别向公司拨付6,999.00万元、5,000.00万元和18,987.00万元政府补助资金；此外，公司于2017-2018年获得4,197.80万元的光伏发电项目补助、219.00万元的易地扶贫搬迁光伏项目补贴和106.00万元的奋进煤矿项目补助。三年公司合计获得资金补贴共35,508.80万元，缓解了公司的资金压力，提升了公司的利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况如下表所示，截至2018年末纳入合并报表范围的子公司共15家。

表 11 近年公司合并报表范围变化情况

公司名称	变化事项
伊川县集聚区产业投资有限公司	2016 年 1 月无偿划转至公司
伊川縣市政工程有限公司	2016 年 1 月无偿划转至公司
洛阳伊秦商贸有限公司	2017 年 1 月处置子公司
伊川万喜易地扶贫搬迁管理有限公司	2017 年 11 月投资设立

伊川航瀚文化旅游投资管理有限公司	2018 年 1 月投资设立
伊川君安物业管理有限公司	2018 年 3 月投资设立
伊川财源置业有限公司	2018 年 6 月无偿划转至公司
伊川晟清水务有限公司	2018 年 7 月投资设立
伊川擎瀚土地开发有限公司	2018 年 9 月投资设立
伊川财源新型材料有限公司	2018 年 11 月投资设立

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产主要由应收款项、土地资产和公益性资产构成，应收款项对营运资金形成占用，公益性资产占比较高，土地资产和公益性资产即时变现能力不强，且部分资产使用受限，公司整体资产流动性较弱

近年随着经营发展及当地政府的资产注入，公司资产规模持续增长，2018 年末公司资产总额 146.70 亿元，2016-2018 年复合增长率为 14.32%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2018 年末公司货币资金 17,506.76 万元，其中包括其他货币资金 10,500.00 万元，主要是票据保证金。2018 年末公司应收账款账面价值 7,695.98 万元，主要包括应收伊川县财政局的工程代建款 5,920.53 万元以及应收河南伊龙高新材料股份有限公司、伊川迈沃德商贸有限公司、洛阳市智伟磨料有限公司、中京商品交易市场有限公司等民营企业的货款合计 1,417.94 万元，民营企业抗风险能力偏弱，未来需关注回收风险。公司其他应收款主要是应收利息以及应收往来款和资金拆借款，2018 年末公司其他应收款账面价值 297,614.30 万元，其中公司按欠款方归集的前五名其他应收款合计占全部其他应收款比重 78.74%，账龄均在 4 年之内，部分款项账龄较长，对营运资金形成了一定的占用。此外，公司与伊川县合晟煤业有限公司、河南世为动漫之都产业园有限公司、深圳世为投资集团有限公司等公司的款项合计 4,778.45 万元由于收回困难，已全额计提坏账准备。2018 年末公司存货账面价值 458,156.07 万元，其中代建项目成本 108,214.04 万元，土地成本 349,638.47 万元，公司土地主要是 2016 年政府划入公司及子公司的居住用地和工业用地等，共 63 宗土地资产，全部是储备用地。公司其他流动资产主要是定期存款。

表 12 按欠款方归集的前五名其他应收款情况（单位：万元）

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额合计	坏账准备期末余额
------	-------	------	----	--------------	----------

				数的比例 (%)	
伊川县金利投资有限公司	往来款	169,228.21	1 年以内、1-2 年	56.86	-
伊电控股集团有限公司	资金拆借	25,347.40	1-2 年	8.52	1,267.37
洛阳芯源半导体有限公司	往来款	17,025.67	1 年以内、2-3 年、3-4 年	5.72	1,720.51
伊川县财政局	往来款	12,388.23	1 年以内、1-2 年	4.16	-
伊川凯悦大酒店有限公司	资金拆借	10,365.00	1 年以内、1-2 年、2-3 年、3-4 年	3.48	2,706.18
合计	-	234,354.51	-	78.74	5,694.06

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	17,506.76	1.19%	34,879.88	2.48%	28,512.00	2.54%
应收账款	7,695.98	0.52%	60,076.41	4.27%	45,027.62	4.01%
其他应收款	297,614.30	20.29%	157,803.55	11.22%	88,368.92	7.87%
存货	458,156.07	31.23%	432,299.59	30.75%	373,530.28	33.28%
其他流动资产	86,816.83	5.92%	136,850.50	9.73%	46,032.00	4.10%
流动资产合计	883,693.81	60.24%	832,940.88	59.24%	585,359.55	52.15%
投资性房地产	111,300.80	7.59%	61,819.00	4.40%	63,177.90	5.63%
在建工程	14,790.74	1.01%	64,266.10	4.57%	41,403.44	3.69%
其他非流动资产	405,061.32	27.61%	404,764.32	28.79%	404,764.32	36.06%
非流动资产合计	583,283.05	39.76%	573,018.71	40.76%	537,131.48	47.85%
资产总计	1,466,976.86	100.00%	1,405,959.58	100.00%	1,122,491.03	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要为投资性房地产、在建工程和其他非流动资产。公司对投资性房地产采用成本法进行后续计量，2018 年公司的立奇大厦完工转入投资性房地产，账面价值增加至 111,300.80 万元。公司在建工程主要是标准化厂房（公租房），由于立奇大厦完工，2018 年末账面价值大幅下降至 14,790.74 万元。公司其他非流动资产主要为 2015 年末伊川县人民政府无偿划入的路、桥、管网、堤坝等公益性资产以及 2018 年末新增的并购洛阳市坤泰建筑安装工程公司产生的预付股权收购款，截至 2018 年末，占公司总资产的比重为 27.61%，比重较高。

截至 2018 年末公司部分货币资金、其他流动资产、存货、投资性房地产等资产使用受限，账面价值合计 168,929.07 万元，占资产总额的比重为 11.52%。总体来看，近年公

司资产规模持续增长，但 2018 年末应收款项合计占期末总资产比重为 20.81%，对营运资金形成一定占用且部分应收对象为民营企业，需关注回收风险。代建项目成本、土地资产和公益性资产规模较大，即时变现能力不强，且部分资产使用受限，公司整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所波动，工程代建业务在建项目较多，预计未来持续性较好，同时补贴收入可为公司利润形成一定补充，但公司计提坏账损失金额较大，对公司利润形成侵蚀。

工程代建业务为公司近年营业收入的最主要来源，2016-2018 年分别占营业收入的比重为 93.84%、89.13%、84.58%，受项目进度影响，2017 年以来公司工程代建业务收入有所下降，同时受处置伊秦商贸公司不再开展商品贸易业务以及新增土地开发整理业务等多重因素影响，近年公司营业收入有所波动，2016-2018 年公司营业收入分别为 163,050.23 万元、82,917.37 万元和 87,275.41 万元。毛利率方面，受公司工程代建业务毛利率有所波动及业务种类调整影响，2016-2018 年公司综合毛利率分别为 18.01%、19.83%和 17.34%。

2017 年公司处置子公司伊秦商贸，取得投资收益 3,356.49 万元，对公司利润形成一定补充，但可持续性较弱。此外，2016-2018 年公司分别计提坏账损失 1,403.58 万元、5,017.33 万元和 6,016.11 万元，应收款项的大幅增加以及计提坏账比例上升造成坏账损失呈上升趋势，对公司利润形成侵蚀。

伊川县财政局分别于 2016-2018 年向公司拨付 6,999.00 万元、5,000.00 万元和 18,987.00 万元政府补助资金。此外，2017-2018 年公司获得 4,197.80 万元的光伏发电项目补助、219.00 万元的易地扶贫搬迁光伏项目补贴和 106.00 万元的奋进煤矿项目补助，提升了公司的利润水平。

总体来看，近年公司营业收入有所波动，工程代建业务为公司主要收入来源，目前在建项目较多，未来持续性较好，同时补贴收入可为公司利润形成一定补充。

表 14 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	87,275.41	82,917.37	163,050.23
投资收益	13.10	3,356.49	0.00
其他收益	106.00	4,416.80	0.00
资产减值损失	6,016.11	5,017.33	1,403.58
营业利润	3,906.51	16,200.07	29,458.24

营业外收入	18,992.89	5,364.67	7,015.81
利润总额	22,556.35	21,538.22	36,472.12
综合毛利率	17.34%	19.83%	18.01%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金流有所波动，整体表现不佳，且在建项目存在较大资金需求，面临较大的资金压力

2016-2018 年公司收现比分别为 0.81、0.92 和 1.51，现金回笼能力在逐年提升，公司的主要收入来源于工程代建项目，委托方为伊川县人民政府，需持续关注地区资金安排对公司业务回款的影响情况。公司经营活动现金流出主要为工程代建业务的项目建设支出，近年由于业务种类变动较大，相应支出亦出现较大变化。此外，公司与其他单位发生的往来收支款项规模较大，使得对经营活动现金流净额影响较大，综合来看，2016-2018 年公司经营活动现金流净额分别为 24,777.90 万元、-195,148.18 万元和-9,738.35 万元，整体表现不佳。

近三年公司投资活动现金的主要流入包括 2018 年取得子公司收到的现金、拆借资金、占用费等。投资性现金流出主要是偿还资金拆借款、基金投资款等款项以及公司购置房产、建设立奇大厦、智能装备产业园、光伏发电项目等所支付的资金。2016-2018 年公司投资活动现金流净额分别为-59,182.4 万元、-11,165.35 万元和-6,584.16 万元，呈持续净流出状态。

公司主要通过对外融资来满足经营活动和投资活动的资金需求，筹资方式主要为银行借款、票据、融资租赁和与其他单位的资金拆借。公司筹资活动流出主要是偿还债务本息支出的现金。2016-2018 年公司筹资活动现金流净额分别为 38,245.46 万元、222,681.41 万元和-11,550.61 万元。

总体来看，公司经营性现金流有所波动，2017、2018 年均为净流出状态，截至 2018 年末，公司主要在建工程尚需投资 8.05 亿元，此外本期债券募投项目计划总投资 22.82 亿元，存在较大资金需求。

表 15 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.51	0.92	0.81
销售商品、提供劳务收到的现金	131,414.33	75,973.31	132,874.28
收到的其他与经营活动有关的现金	156,322.28	133,312.92	154,328.21

经营活动现金流入小计	287,736.61	209,286.23	287,202.50
购买商品、接受劳务支付的现金	93,883.93	126,138.47	132,301.86
支付的其他与经营活动有关的现金	195,984.65	275,998.54	125,912.33
经营活动现金流出小计	297,474.96	404,434.41	262,424.59
经营活动产生的现金流量净额	-9,738.35	-195,148.18	24,777.90
投资活动产生的现金流量净额	-6,584.16	-11,165.35	-59,182.42
筹资活动产生的现金流量净额	-11,550.61	222,681.41	38,245.46
现金及现金等价物净增加额	-27,873.12	16,367.88	3,840.95

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模持续增加，偿债压力较重

近年随着合并单位和融资规模的扩大，公司负债规模大幅提升，2018 年末公司负债总额 497,102.25 万元，近三年复合增长率为 59.38%。政府土地资产注入、子公司股权无偿划转和利润累积推动公司所有者权益持续增加，2018 年末公司所有者权益合计 969,874.61 万元。由于负债总额快速增长，公司产权比率由 2016 年的 21.12%提升至 2018 年的 51.25%，权益对负债的保障程度下降。

表 16 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	497,102.25	458,301.11	195,703.66
所有者权益	969,874.61	947,658.47	926,787.37
产权比率	51.25%	48.36%	21.12%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2018 年末公司短期借款余额 82,970.00 万元，其中质押借款 37,770.00 万元，抵押借款 25,000.00 万元，保证借款 20,200.00 万元。公司应付票据为银行承兑汇票和商业承兑汇票，2018 年末账面余额 25,000.00 万元。公司应付账款主要是应付其他单位的货款，应付对象主要是当地国有企业，2018 年末账面余额 10,435.32 万元，账龄均在 3 年以内。公司应交税费主要是未缴增值税、企业所得税、营业税等。其他应付款较 2017 年大幅上升主要是增加了部分金融机构的借款，具体包括资金拆借和与其他单位的往来款，2018 年末应付余额 35,424.16 万元，账龄均在 3 年以内。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和长期应付款，2018 年末余额为 58,005.49 万元。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	82,970.00	16.69%	56,440.00	12.32%	41,900.00	21.41%
应付票据	25,000.00	5.03%	51,000.00	11.13%	23,500.00	12.01%
应付账款	10,435.32	2.10%	5,417.81	1.18%	814.37	0.42%
应交税费	19,829.41	3.99%	16,415.30	3.58%	13,378.37	6.84%
其他应付款	35,424.16	7.13%	143.89	0.03%	6,986.12	3.57%
一年内到期的非流动负债	58,005.49	11.67%	74,040.00	16.16%	21,100.00	10.78%
流动负债合计	238,968.57	48.07%	204,941.11	44.72%	108,663.66	55.52%
长期借款	242,570.00	48.80%	249,960.00	54.54%	78,940.00	40.34%
长期应付款	15,563.68	3.13%	3,400.0	0.74%	8,100.00	4.14%
非流动负债合计	258,133.68	51.93%	253,360.00	55.28%	87,040.00	44.48%
负债合计	497,102.25	100.00%	458,301.11	100.00%	195,703.66	100.00%
其中：有息债务	410,352.17	82.55%	383,840.00	83.75%	150,040.00	76.67%

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款和长期应付款构成。2018 年末公司长期借款金额 242,570.00 万元，其中质押借款 124,400.00 万元，抵押借款 36,170.00 万元，抵押物为房产、土地使用权，保证借款 35,000.00 万元，信用借款 47,000.00 万元。公司长期应付款主要是应付远东宏信（天津）融资租赁有限公司、国泰租赁有限公司和国开发展基金有限公司的借款，应付余额 15,563.68 万元。

公司有息债务主要由短期借款、应付票据、部分其他应付款、一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款构成，近三年复合增长率为 65.38%，增长速度较快，公司面临一定短期债务压力。

偿债能力指标方面，随着公司债务规模的大幅增长，公司资产负债率从2016年的 17.43%提升至33.89%。流动负债快速增长导致近年公司流动比率和速动比率持续下降，2018年末分别为3.70和1.78。2016-2018年公司EBITDA稳步增长，但随着公司债务规模的大幅提升EBITDA对有息债务本息保障程度呈下降趋势，2018年EBITDA利息保障倍数为 1.95。考虑到公司主要在建项目资金压力仍需通过外部融资缓解，未来预计公司偿债压力将进一步加重。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	33.89%	32.60%	17.43%
流动比率	3.70	4.06	5.39
速动比率	1.78	1.95	1.95

EBITDA（万元）	52,575.97	49,002.62	45,710.38
EBITDA 利息保障倍数	1.95	1.93	5.60
有息债务/EBITDA	7.80	7.83	3.28

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券募投项目的收入将主要来源于生产厂房、产业生产配套车间、商务办公及生活服务设施的出租和出售收入，募投项目收入及现金流是本期债券本息偿付资金的主要来源，根据项目可行性研究报告，预计该项目在2019-2025年可实现收入30.05亿元，若募投项目能如期完工并实现预期收益，则可对本期债券本息形成一定覆盖，但仍需持续关注未来募投项目的建设进度和收入实现情况。

公司经营收益也是本期债券还本付息的来源之一，2016-2018年公司营业总收入分别为163,050.23万元、82,917.37万元和87,275.41万元，营业收入波动较大，主要系近年公司业务类型随合并报表范围不同而有所变化所致，同时工程代建业务收入持续性较好，但易受工程进度影响，需关注该收入未来的稳定性。

2018 年末存货中土地资产账面价值合计 349,638.47 万元，占总资产比重为 23.83%，其中未抵押土地账面价值 346,328.90 万元，未来可通过增加土地抵押融资或资产变现获得必要的偿债资金，但需关注未抵押土地的融资及变现能力。

（二）本期债券保障措施分析

由河南省担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了本期债券的安全性

本期债券由河南省担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，担保期限为本期债券的存续期及债券到期之日起两年。

河南省担保系由河南省财政厅、河南省中小企业信用担保服务中心、河南省加华投资有限公司、洛阳六合恒基投资有限公司、121 家县（市、区）财政（预算外资金管理局、建设投资公司等）以其持有的政策性信用担保公司的股权共同出资组建的有限责任公司，于 2010 年 1 月正式成立，初始注册资本和实收资本均为 130,000.00 万元。自成立以来，

河南中小担经过多次增资，截至 2018 年 7 月末注册资本和实收资本为 72.07 亿元，其中 2018 年 6 月河南省财政厅向河南中小担增资 10.00 亿元。河南省担保于 2018 年 7 月办理工商变更，变更后，河南省担保股权结构如表 19 所示，控股股东为河南省财政厅（持股比例为 68.02%），实际控制人为河南省人民政府。

表 19 截至 2018 年 7 月末河南省担保股权结构明细

序号	股东名称	出资额（万元）	出资比例
1	河南省财政厅	490,240.30	68.02%
2	河南鑫融基金控股有限公司	8,000.00	1.11%
3	新密市非税收入管理局	8,000.00	1.11%
4	新乡县财政局	6,000.00	0.83%
5	中牟县昌盛实业有限公司	5,000.00	0.69%
6	河南省慈善总会	5,000.00	0.69%
7	济源市财政局	4,000.00	0.56%
8	平顶山市资产清收管理中心	4,000.00	0.56%
9	荥阳市非税收入管理局	3,178.00	0.44%
10	河南省加华投资有限公司	2,700.00	0.37%
11	鹤壁市经济开发投资有限公司	2,000.00	0.28%
12	郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）财政局	2,000.00	0.28%
13	河南金水源投资有限公司	1,500.00	0.21%
14	河南省正乾投资有限公司	1,300.00	0.18%
15	河南昶沣投资有限公司	1,000.00	0.14%
16	河南骏驰投资管理有限公司	1,000.00	0.14%
17	河南雅顺商贸有限公司	1,000.00	0.14%
18	漯河市源汇区国有资产经营中心	900.00	0.12%
19	襄城县国有资产监督管理局	1,585.00	0.22%
20	长葛市国有资产监督管理局	1,295.00	0.18%
21	登封投资控股有限公司	1,294.00	0.18%
22	舞钢市中小企业信用担保服务中心	600.00	0.08%
23	登封市名城燃油服务有限公司	500.00	0.07%
24	134 个市县财政机构股权出资	168,612.00	23.40%
合计		720,704.30	100.00%

资料来源：河南省担保提供

河南省担保主营业务为公司主营直接担保和再担保业务，经营范围主要在河南省内。2015-2017 年和 2018 年 1-6 月，河南省担保分别实现担保业务收入 18,740.26 万元、14,128.50 万元、9,175.75 万元和 3,146.23 万元。

表 20 2015-2017 年以及 2018 年 1-6 月河南省担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-6 月	2017 年	2016 年	2015 年
----	--------------	--------	--------	--------

(一) 担保业务收入	3,146.23	9,175.75	14,128.50	18,740.26
其中： 融资担保收入	3,086.60	8,950.60	13,683.23	18,333.00
再担保收入	59.63	225.15	284.77	405.5
履约类担保收入	0.00	0.00	0.00	1.76
其他担保业务收入	0.00	0.00	160.50	0.00
(二) 投资收益	0.00	-84.14	-52.81	1.45
(三) 利息净收入	1,965.25	3,177.01	2,148.81	2,387.61
(四) 其他业务收入	77.27	240.45	83.29	30.06
合 计	5,188.76	12,509.07	16,307.79	21,159.38

资料来源：河南省担保提供

截至 2018 年 6 月 30 日，河南省担保资产总额为 85.64 亿元，所有者权益合计为 78.11 亿元。2018 年 1-6 月，河南省担保实现营业收入 5,188.76 万元，利润总额 3,681.56 万元，经营活动现金净流出-20,358.31 万元。

表 21 河南省担保主要财务指标

项目	2018 年 6 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	856,352.80	756,834.78	651,532.72	548,710.42
所有者权益合计（万元）	781,138.48	678,377.31	569,939.60	459,360.64
现金类资产（万元）	377,551.21	285,240.51	205,590.53	160,418.35
营业收入（万元）	5,188.76	12,509.07	16,307.79	22,209.88
担保业务收入（万元）	3,146.23	9,175.75	14,128.50	19,790.76
利息净收入（万元）	1,965.25	3,177.01	2,148.81	2,387.61
投资收益（万元）	0.00	-84.14	-52.81	1.45
利润总额（万元）	3,681.56	13,517.69	15,097.54	19,354.33
净资产收益率	-	1.47%	2.24%	3.29%
当期担保发生额（万元）	722,474	2,374,742	2,564,422	3,403,831
期末在保余额（万元）	2,760,614	2,878,789	3,065,027	3,634,287
担保风险准备金（万元）	48,056.81	47,884.36	53,331.66	53,332.16
拨备覆盖率	32.11%	35.45%	43.83%	85.69%
融资担保放大倍数	5.73	7.60	8.73	4.54
当期担保代偿率	1.96%	1.02%	2.08%	2.37%

注：当期担保责任增加额、期末在保责任余额数据均包含直保和再担保。

资料来源：河南省担保 2015 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-6 月财务报表，河南省担保提供，中证鹏元整理

总体看，河南省担保资本实力较强，近年业务较快发展，风险准备较为充分，代偿能力较强。经中证鹏元评定，河南省担保主体长期信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2019 年 4 月 23 日，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。

（二）或有事项分析

截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 66,147.00 万元，占期末净资产的比重为 6.82%，被担保方均为伊川县当地的国有企业和事业单位。考虑到均无反担保措施，公司仍存在一定或有负债风险。

表 22 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
伊川县万泉自来水有限公司	20,000.00	2017-01-19 到 2026-08-29	否
伊川生态科技城投资有限公司	13,000.00	2017-10-20 到 2037-10-19	否
伊川县人民医院	10,000.00	2017-11-02 到 2022-10-16	否
伊川县人民医院	5,500.00	2017-11-02 到 2022-10-16	否
伊川县人民医院	4,000.00	2017-11-02 到 2022-10-16	否
伊川县实验高中	3,897.00	2017-10-16 到 2022-10-16	否
洛阳伊秦商贸有限公司	9,750.00	2017-08-30 到 2022-08-29	否
合计	66,147.00	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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	17,506.76	34,879.88	28,512.00
其他应收款	257,144.54	157,803.55	88,368.92
存货	458,156.07	432,299.59	373,530.28
其他非流动资产	405,061.32	404,764.32	404,764.32
总资产	1,466,976.86	1,405,959.58	1,122,491.03
短期借款	82,970.00	56,440.00	41,900.00
一年内到期的非流动负债	58,005.49	74,040.00	21,100.00
长期借款	242,570.00	249,960.00	78,940.00
长期应付款	15,563.68	3,400.00	8,100.00
总负债	497,102.25	458,301.11	195,703.66
有息债务	410,352.17	383,840.00	150,040.00
所有者权益	969,814.61	947,658.47	926,787.37
营业收入	87,275.41	82,917.37	163,050.23
营业利润	3,906.51	16,200.07	29,458.24
营业外收入	18,992.89	5,364.67	7,015.81
利润总额	22,556.35	21,538.22	36,472.12
经营活动产生的现金流量净额	-9,738.35	-195,148.18	24,777.90
投资活动产生的现金流量净额	-6,584.16	-11,165.35	-59,182.42
筹资活动产生的现金流量净额	-11,550.61	222,681.41	38,245.46
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	17.34%	19.83%	18.01%
收现比	1.51	0.92	0.81
产权比率	51.25%	48.36%	21.12%
资产负债率	33.89%	32.60%	17.43%
流动比率	3.70	4.06	5.39
速动比率	1.78	1.95	1.95
EBITDA（万元）	52,575.97	49,002.62	45,710.38
EBITDA 利息保障倍数	1.95	1.93	5.60
有息债务/EBITDA	7.80	7.83	3.28

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告

附录二 公司工程代建业务收入和成本明细（单位：万元）

项目名称	收入	成本
2018 年		
伊川县滨河新区体育公园建设工程	13,976.74	11,647.28
伊川县新区高中建设项目	11,863.78	9,886.49
伊川县中医院搬迁项目	11,351.35	9,459.46
伊川县职教中心新建项目	10,206.13	8,576.58
伊川滨河新区潜溪河生态湿地公园建设工程	9,961.86	8,301.55
新增国道 G208（原 Z001 洛栾线）伊龙路口至毛庄段改建工程	6,503.38	5,202.70
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	3,565.41	2,971.17
伊川县滨河新区县涧河生态湿地公园建设工程	3,327.67	2,773.06
伊川县滨河新区停车场新建项目	1,505.30	1,275.68
伊川县驾考中心新建项目	1,254.41	1,063.06
杜康广场音乐喷泉	27	31.6
志远桥及停车场改造	50	60.5
杜康广场	53	56.2
压缩式垃圾站工程	76.48	74.60
西山植物园二期 4 标段	40	48.1
吕店袁庄扶贫工程	29.79	34.2
程园东围墙工程	22.53	31.95
程园文化特色商点改造工程	2.73	2.42
合计	73,817.56	61,496.60
2017 年		
伊川县龙凤大道建设工程项目	17,929.46	15,007.33
新增国道 G208（原 Z001 洛栾线）伊龙路口至毛庄段改建工程	9,042.06	7,283.78
新增国道 343（原省道 323）伊川县水寨至宜阳铁炉段改建工程	5,351.35	4,459.46
伊龙花园新型农村社区建设项目	3,459.46	2,882.88
伊川县思源实验学校项目	4,540.54	3,783.78
伊川县 2015 年农村义务教育阶段学校校舍维修改造资金项目	1,881.71	1,568.09
伊川县 2015 年中央和省级农村义务教育薄弱学校改造计划资金项目	306.81	262.23
伊川县 2016 年校舍维修改造资金项目	2,048.86	1,707.39
伊川县新区高中建设项目	13,181.98	10,545.59
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	5,942.34	4,753.87
伊川县滨河新区体育公园建设工程	4,159.74	3,327.79
伊川县滨河新区县涧河生态湿地公园建设工程	3,466.33	2,773.06
伊川滨河新区潜溪河生态湿地公园建设工程	2,594.23	2,075.39
合计	73,904.87	60,430.64
2016 年		

伊川县旧城区新建道路建设工程项目	12,675.14	10,562.61
伊川县伊河堤防加固工程	22,127.57	18,439.64
伊川县龙凤大道建设工程项目	17,929.46	15,324.32
伊川县先进制造业产业区路网建设工程	1,431.35	1,192.79
新增国道 G208（原 Z001 洛栾线）伊龙路口至毛庄段改建工程	9,989.19	8,324.32
新增国道 343(原省道 323)伊川县水寨至宜阳铁炉段改建工程	3,567.57	2,972.97
伊川县农村公路建设项目	4,280.00	3,566.67
伊川县农村公路建设项目	9,243.24	7,702.70
洛栾高速绿化	626.86	522.38
伊龙花园新型农村社区建设项目	8,648.65	7,207.21
伊川县质量技术监督局铝材质量监督检验中心	188.68	161.26
伊川县 2014-2015 年薄弱学校改造计划专项资金项目	1,372.36	1,163.02
伊川县农村中小学校舍维修长效机制资金项目	2,689.89	2,279.57
伊川县思源实验学校项目	1,945.95	1,621.62
伊川县 2015 年农村义务教育阶段学校校舍维修改造资金项目	470.43	392.03
伊川县 2015 年中央和省级农村义务教育薄弱学校改造计划资金项目	1,227.24	1,048.92
伊川县 2016 年校舍维修改造资金项目	512.22	426.85
伊川县新区高中建设项目	36,250.45	29,000.36
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	17,827.03	14,261.62
合计	153,003.26	126,170.86

资料来源：公司提供

附录三 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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+部分其他应付款+1年内到期的非流动负债+长期借款+长期应付款

附录四 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。

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。

定期跟踪评级每年进行一次。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。

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公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。