



2020年辉县市豫辉投资有限公司公司债券2021年跟踪评级报告

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.

技术领先，服务全球，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。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： 



2020年辉县市豫辉投资有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AAA	AAA
评级日期	2021-6-22	2020-6-28

评级观点

- 中证鹏元对辉县市豫辉投资有限公司（以下简称“豫辉投资”或“公司”）及其 2020 年 1 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AAA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司继续获得较大力度的外部支持，且中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”）提供的无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，经营活动现金流表现欠佳，面临一定的资金压力和偿债压力加大等风险因素。

未来展望

- 预计公司砂、石销售业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：20 豫辉债

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：2027-1-15

偿还方式：每年付息一次，债券存续期内第 3-7 年末分别偿还债券本金的 20%

增信方式：保证担保

担保主体：中债信用增进投资股份有限公司

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	98.63	55.47	50.46
所有者权益	62.20	37.74	36.75
总债务	21.65	7.99	5.50
资产负债率	36.94%	31.97%	27.17%
现金短期债务比	1.43	2.06	1.77
营业收入	10.29	5.83	8.50
其他收益	0.10	0.15	0.12
利润总额	1.16	0.90	1.20
销售毛利率	16.90%	12.39%	19.33%
EBITDA	2.03	1.48	1.63
EBITDA 利息保障倍数	2.49	3.57	13.12
经营活动现金流净额	-7.23	-1.59	-1.47
收现比	0.56	0.96	0.59

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘玮
liuw@cspengyuan.com

项目组成员：万蕾 何贺
heh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **2020 年辉县市经济保持增长，固定资产投资增速较快。**辉县市目前形成能源业、水泥建材业、装备制造业、纺织加工业、药品食品业等五大支柱产业，化工、医药等多业并举的工业体系，2020 年辉县市地区生产总值继续保持增长，固定资产投资增速较快，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司获得了较大力度的外部支持。**2020 年当地政府通过注入资本金、划拨资产等方式增加公司资本公积，公司资本实力大幅提升。此外，2020 年公司继续获得政府补助，提升了公司的利润水平。
- **中债信用增进提供的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。**经中证鹏元综合评定，中债信用增进主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的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

- **公司资产流动性较弱。**2020 年末公司资产以应收款项、土地和采矿权为主，应收款项对资金形成一定占用，土地和采矿权即时变现能力不强，且部分资产使用受限，整体资产流动性较弱。
- **公司面临一定的资金压力。**2020 年公司经营活动现金呈大额净流出状态，表现较差；截至 2020 年末，公司主要在建项目仍存在一定资金缺口，面临一定资金压力。
- **公司债务压力加大。**2020 年末公司总债务规模大幅增加，资产负债率有所上升，EBITDA 对利息保障程度趋弱，债务压力加大。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站



一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年1月发行7年期8亿元公司债券，募集资金计划用于辉县市百泉镇富庄村棚户区改造项目和补充营运资金。截至2020年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.77亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本未发生变化。2020年3月11日，按照中共辉县市委办公室，辉县市人民政府办公室关于印发《辉县市市直承担行政职能事业单位改革实施方案》的通知（辉办文〔2019〕78号）文件要求，公司股东辉县市国有资产管理局名称变更为辉县市国有资产服务中心（以下简称“国资中心”）。截至2020年末，公司注册资本和实收资本为50,000.00万元，国资中心持有公司100%股权，为公司控股股东和实际控制人。

根据辉县市人民政府辉政（2020）44号文的决定以及2021年5月19日公司发布的辉县市豫辉投资有限公司关于董事、总经理发生变动的公告，对公司董事会成员进行变更，变更后公司董事长为任新建，董事为曹阳，职工董事为郭少飞。根据《关于调整辉县市豫辉投资有限公司等企业兼职人员的通知》文件决定：公司原监事会成员闫森波、马照波、白敬轩、朱新瑞不再担任公司监事职务。根据辉县市豫辉投资有限公司股东决定，委派郭景鹏、张令帅、周毅为公司监事，郭景鹏为公司监事会主席。

2020年公司合并报表范围内新增9家子公司，截止2020年末纳入公司合并范围内的子公司共31家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：%、万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
辉县市豫辉哈工产业引导基金合伙企业（有限合伙）	99.00	10,000.00	股权投资及基金投资；实业投资；投资咨询；	新设
辉县市豫辉矿业发展有限公司	100.00	1,000.00	砂石开采、加工销售及采后治理和生态修复	新设
辉县市豫辉盛畅达建材有限公司	60.00	1,000.00	机制砂加工销售，石子销售	新设
辉县市豫辉瑞祥建材有限公司	51.00	1,000.00	机制砂加工销售，石子销售	新设
辉县市豫辉一旭建材有限公司	51.00	1,000.00	机制砂加工销售，石子销售	新设
辉县市豫辉金砂源建材有限公司	51.00	1,000.00	机制砂加工销售，石子销售	新设
辉县市豫辉新霖建材有限公司	51.00	1,000.00	机制砂加工销售，石子销售	新设



辉县市豫辉博金建材有限公司	51.00	1,000.00	机制砂加工销售，石子销售	新设
辉县市豫辉商贸有限公司	100.00	1,000.00	建筑材料销售	新设

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020 年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020 年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020 年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60 万亿元，同比增长 2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降 6.8%，二至四季度分别增长 3.2%、4.9% 和 6.5%，我国 GDP 增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长 2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降 3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长 1.9%，其中出口增长 4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021 年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在 3.2% 左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020 年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长 0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计 2021 年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。



2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

区域经济环境

2020年辉县市经济保持增长，固定资产投资增速较快，但人均GDP仍处于较低水平

辉县市地处豫晋接壤地区，北依太行，南眺黄河。总面积2,007平方公里，辖20个乡镇，2个办事处，536个行政村，是河南省城镇化发展重点县和经济扩权县。辉县市目前形成能源业、水泥建材业、装备制造、纺织加工业、药品食品业等五大支柱产业，化工、医药等多业并举的工业体系。宝钢、国网公司等世界500强企业，以及华电、双星、天冠、雨润、河南煤化工和金龙等国内500强企业落户辉县。此外，辉县市在平原地区素有“豫北粮仓”之称，是全国生猪调出大县和全省畜牧业发展重点县，也是国家优质小麦生产基地、全国粮食生产先进县、河南省畜牧业发展重点县和河南省最大的食用菌单品种种植基地。

2020年辉县市实现地区生产总值346.97亿元，同比增长4.7%。分产业来看，第一、三产业增加值增



速有所放缓，第二产业增加值增速提升至7.7%。2020年辉县市人均GDP为45,660元，为全国人均GDP的63.03%，仍处于较低水平。

2020年辉县市规模以上工业增加值同比增长5.1%，固定资产投资增速上升至20.1%，其中第一产业投资下降55.2%，第二产业投资下降5%，第三产业投资增长43.5%。房地产投资增长10.5%，民间投资下降0.3%，工业投资下降5%。全年全市亿元及以上固定资产投资在建项目38个，完成投资同比增长40.1%。受疫情影响，2020年辉县市社会消费品零售总额有所下滑，但进出口总额和存贷款余额均较快增长。2020年辉县市实现公共财政收入23.6亿元，同比增长0.5%，其中税收收入16.4亿元，同比增长0.1%。

表2 辉县市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	346.97	4.7%	338.8	0.4%
第一产业增加值	40.57	0.7%	40.8	2.4%
第二产业增加值	161.82	7.7%	156.9	-2.3%
第三产业增加值	144.58	2.1%	141.1	3.4%
工业增加值	-	5.1%	-	-5.0%
固定资产投资	-	20.1%	-	10.2%
社会消费品零售总额	92.8	-3.0%	148.3	11.4%
进出口总额	2.7	17.4%	3,339.0	-2.6%
存款余额	433.7	17.1%	370.5	13.9%
贷款余额	234.3	17.6%	199.2	19.4%
人均 GDP（元）		45,660		44,585
人均 GDP/全国人均 GDP		63.03%		62.89%

资料来源：2019-2020 年辉县市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是辉县市政府重点支持和打造的综合性国资公司，主要负责承担市内城市基础设施建设、在政府授权范围内国有资产的经营管理。2020年公司营业收入大幅提升，主要系工程项目收入大幅增加所致。毛利率方面，由于工程项目业务收入占比增加且该业务毛利率大幅提升推动公司综合毛利率增加至16.90%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目收入	58,752.46	16.17%	17,773.29	5.90%
砂、石销售收入	18,134.93	48.66%	15,780.17	52.09%
粮油销售收入	15,772.84	5.04%	12,029.17	3.16%



保安、押运收入	4,016.66	15.65%	3,851.33	20.78%
热力收入	3,644.29	-11.03%	6,691.92	10.97%
发电收入	1,420.48	-103.97%	212.76	-1,564.14%
租金收入	445.93	53.07%	466.94	56.78%
农林牧渔收入	144.93	51.89%	0.00	-
营运收入	125.64	-613.05%	149.34	-540.94%
其他收入	27.76	-1307.19%	50.14	-845.80%
主营业务小计	102,485.93	16.64%	57,005.05	12.09%
仓库保管费	63.17	100.00%	144.83	100.00%
其他	372.80	75.95%	1,181.00	16.55%
其他业务小计	435.97	79.43%	1,325.83	25.66%
合计	102,921.90	16.90%	58,330.88	12.39%

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程项目收入大幅增长，在建项目存在一定的资金压力

公司工程项目业务主要由公司本部负责运营，根据公司与辉县市人民政府签订针对不同工程项目的合同，辉县市人民政府委托公司负责工程项目的立项、设计和建设，双方共同确认建设项目投资成本。辉县市人民政府根据项目完工进度，按照项目投资总额的基础上加成一定比例支付建设项目回购款。但在实际操作中，部分项目会按照投资总额的一定比例支付管理费的方式进行结算。

公司2020年新增委托代建项目较多，新承接了荷宝高速辉县站、高常连接线、九山路提升改造等项目并按工程进度结转收入，同时续建项目百泉镇富庄村棚户区改造项目收入也于今年开始按工程进度结转收入，推动公司工程项目收入大幅增加至5.88亿元。毛利率方面，由于公司当年新承接的荷宝高速辉县站、高常连接线、九山路提升改造等项目采用管理费净额结算模式，毛利率为100%，推动该业务毛利率提升至16.17%。

表4 2020 年公司工程项目回购收入确认情况（单位：万元）

项目名称	确认收入	确认成本
百泉河周边棚户区改造项目（卫源小区）	9,877.24	9,115.42
辉县市百泉镇富庄村棚户区改造项目（富庄小区）	44,709.06	40,134.17
新建荷宝高速辉县站互通式立交工程	1,325.11	0.00
辉县市高常连接线一、二期工程	2,473.82	0.00
辉县市九山路（七贤大道-长城大道）提升改造工程	367.22	0.00
合计	58,752.46	49,249.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司主要在建工程项目计划总投资14.74亿元，已投资8.23亿元，尚需投资6.51亿元，存在一定的资金压力。

表5 截至 2020 年 12 月 31 日公司在建基础设施工程情况（单位：万元）



项目名称	预计总投资	累计总投资	是否代建
辉县市百泉河周边棚户区改造项目	29,647.43	21,500.09	是
辉县市富庄村棚户区改造项目	79,205.08	42,376.41	是
新建荷宝高速辉县站互通式立交工程	29,000.00	14,443.67	是
辉县市九山路（七贤大道-长城大道）提升改造工程	9,500.00	4,002.73	是
合计	147,352.51	82,322.90	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司砂、石销售业务具有一定的区域垄断性，且盈利能力较强

公司的砂、石销售业务主要由旗下具备砂石资源开采、加工、销售砂石资质的子公司辉县市三和砂石开发有限责任公司（以下简称“三和砂石”）负责经营。2019年辉县市政府将辉县范围内所有采砂资源的开采及生产权集中到三和砂石，三和砂石取代各机制砂厂自行负责砂、石资源的开采，并由子公司辉县市上八里制砂有限公司（以下简称“上八里砂厂”）、辉县市中天建材有限公司（以下简称“中天建材厂”）等企业进行加工和销售获取销售收入，具有一定垄断优势。

2020年三和砂石已办理采砂许可证，目前主要有两条生产线，其中上八里砂厂生产线于2019年10月投入运行，设计产能500万吨/年，中天建材厂仍在建设中，设计产能1,000万吨/年，2020年随着砂、石销量的增加，公司销售收入增加至1.81亿元，毛利率为48.66%，盈利能力仍较好，主要系砂、石销售价格继续维持在较高水平所致。值得关注的是，由于砂、石销售收入易受当地政府环保整治力度的影响，未来需关注环保政策趋严及管理力度加大等因素对该业务发展的影响。

2020年公司砂、石销售前五大客户有所变化，前五大客户销售金额占当期砂石销售收入的比例为19.85%，集中度有所提升，但仍较低。

表6 公司砂、石销售的前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占当期砂、石销售收入的比例
2020 年	新乡市金光实业有限公司	800.00	4.41%
	新乡市振新水泥有限公司	800.00	4.41%
	新乡市城投混凝土有限公司	700.00	3.86%
	河南华建商品混凝土有限公司	700.00	3.86%
	河南恒勇混凝土有限公司	600.00	3.31%
	合计	3,600.00	19.85%
2019 年	卫辉市金光商砼有限公司	500.00	3.17%
	新乡市城投混凝土有限公司	500.00	3.17%



新乡市亿丰混凝土有限公司	500.00	3.17%
新乡市金光实业有限公司	500.00	3.17%
新乡市振新水泥有限公司	500.00	3.17%
合计	2,500.00	15.84%

资料来源：公司提供

公司粮油销售收入保持增长，盈利能力有所提升

公司粮油销售业务由子公司辉县市金穗粮油有限责任公司（以下简称“辉县粮油”）负责运营。辉县粮油通过在辉县市各乡、镇设立的粮食收购点向农户收购粮食，根据市场行情暂存或直接销售给用粮企业和市场，从中赚取差价获得利润，同时承担中央储备粮储备职能。公司销售的主要粮食作物为小麦、玉米和大米，2020年小麦、玉米销售量有所增长，但大米销售量有所下降，各粮食作物销售价格均有所上涨。由于公司粮食销量增长且价格的上升，2020年公司粮油销售收入增加至1.58亿元，毛利率提升至5.04%。

表7 公司粮油销售业务主要种类情况

种类	项目	2020 年	2019 年
小麦	销售量（吨）	49,553	42,532
	平均售价（元/吨）	2,423	2,363
玉米	销售量（吨）	8,817	979
	平均售价（元/吨）	2,233	1,901
大米	销售量（吨）	140	305
	平均售价（元/吨）	5,578	5,330

资料来源：公司提供

此外，公司还从事热力、保安、押运服务等业务。热力业务由辉县市共城热力有限公司（以下简称“辉县热力”）负责运营，辉县热力主要为辉县市城区的居民小区和部分公建单位提供供暖服务，2020年公司实现热力收入3,644.29万元。保安、押运服务主要由辉县市金盾保安护卫有限公司负责，服务内容包括为事业单位提供人防服务、为商户及金融网点提供技防服务和为银行网点提供押运服务。2020年公司保安、押运费收入为4,016.66万元。上述业务丰富了收入来源，但整体规模相对较小。

公司获得较大力度的外部支持

2020年公司将4.70亿元资本公积转增股本，推动公司实收资本增加至5.00亿元；当地政府通过注入资本金、划拨资产等方式增加公司资本公积31.90亿元，同时划出豫辉投资债权减少资本公积6.01亿元，

2020年末公司资本公积增加至47.94亿元，资本实力大幅提升。此外，2020年公司获得政府补助0.96亿元，提升了公司的利润水平。

表8 2020 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入

日期	资产类型	评估价值/账面价值	依据文件
2020 年 7 月	辉县市电业局转让债权	280.00	-
2020 年 8 月	少数股东实物投资	8,291.02	-
2020 年 9 月	采砂权	302,412.56	《辉县市人民政府关于授予辉县市三和砂石开发有限责任公司砂石开采经营管理权的通知》
2020 年 9-12 月	货币资金	8,000.00	-
合计	-	318,983.58	-

2、资产划出

日期	资产类型	账面价值	依据文件
2020 年 9 月	豫辉投资债权	60,665.68	-

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亚太（集团）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2019年审计报告以及经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020年审计报告³，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并报表范围内新增9家子公司，详见表1。

³ 根据公司公告，2021 年 1 月，公司外部审计机构由亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）变更为中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）。



资产结构与质量

公司资产规模大幅增加，部分资产使用受限，整体流动性较弱

2020年公司资产规模大幅增加至98.63亿元，以流动资产为主。

2020年末公司货币资金主要为银行存款、其他货币资金和少量库存现金，其中3.80亿元其他货币资金使用受限。公司应收账款主要为应收辉县市财政局的代建工程款等，2020年随着工程项目收入增加大幅上升。公司其他应收款主要包括应收辉县市国有资产服务中心往来款1.20亿元、辉县市脱贫攻坚建设开发有限公司往来款1.09亿元、辉县市财政局往来款0.69亿元以及民营企业新乡市强硕房地产开发有限公司往来款1.29亿元、河南安瑞置业有限公司往来款1.20亿元等。公司应收账款和其他应收款规模较大，对营运资金形成了一定的占用，同时部分应收对象是民营企业，未来需关注回收风险。公司存货主要由工程施工成本及土地使用权构成，其中土地使用权账面价值20.25亿元，使用权类型为作价出资，主要用途为商服城镇住宅用地和工业用地。

截至2020年末，公司固定资产主要为房屋及建筑物、光伏电站等，由于少数股东投入有所增加。公司在建工程主要为三和砂石站点建设项目等，随着新增辉县市高端装备制造园等在建项目有所增加。2020年末公司无形资产同比大幅增加，主要系政府划拨的采砂权评估入账所致。

整体来看，公司资产以应收款项、土地和采矿权为主，应收款项对资金形成一定占用，土地和采矿权即时变现能力不强，且账面价值合计4.34亿元资产使用受限，整体资产流动性较弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.69	9.83%	3.08	5.55%
应收账款	11.93	12.09%	2.64	4.77%
其他应收款	8.56	8.68%	13.79	24.86%
存货	21.50	21.80%	23.03	41.53%
流动资产合计	52.85	53.59%	43.28	78.03%
固定资产	7.64	7.75%	4.35	7.84%
在建工程	3.94	4.00%	1.57	2.83%
无形资产	32.46	32.91%	1.96	3.54%
非流动资产合计	45.77	46.41%	12.19	21.97%
资产总计	98.63	100.00%	55.47	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司营业收入大幅增长，政府补助对公司利润贡献较大

公司是辉县市政府重点支持和打造的综合性国资公司，主要负责承担市内城市基础设施建设、在政府授权范围内国有资产的经营管理。2020年公司营业收入大幅提升，主要系工程项目收入大幅增加所致。毛利率方面，由于工程项目业务收入占比增加且毛利率大幅提升推动公司综合毛利率增加至16.90%。公司收现比有所下滑，主业回款能力有所下降。近年公司持续获得政府补助，计入其他收益和营业外收入，对公司利润贡献较大。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
营业收入	10.29	5.83
收现比	0.56	0.96
营业利润	0.34	-0.11
其他收益	0.10	0.15
营业外收入	0.86	1.01
利润总额	1.16	0.90
销售毛利率	16.90%	12.39%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所增长，债务压力加大

随着公司融资规模扩大，公司负债规模有所增加。得益于政府支持及利润累积，近年公司所有者权益亦有所增长。受负债规模增长幅度较大的影响，公司产权比率有所提升，权益对负债的保障程度有所下降。

图 1 公司资本结构

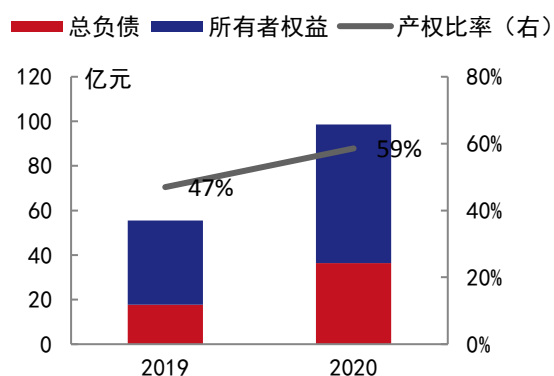
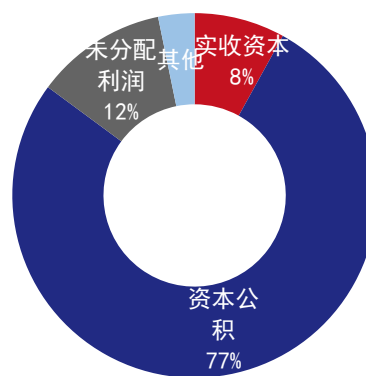


图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，公司以非流动负债为主，2020年末占总负债比重为53.08%。

截至2020年末，公司短期借款主要包括保证借款、信用借款、质押借款以及商业承兑汇票贴现；公司应付账款主要包括应付辉县市公路管理局、辉县市交通运输局等企业的工程款以及河南孟电集团热力

有限公司的暖气费等，随着工程项目投入增加而有所增加；公司其他应付款主要包括应付辉县市财政局、河南联创建筑工程有限公司等企业的往来款、履约保证金等；公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款。

截至2020年末，公司长期借款主要由信用借款、保证借款及抵押借款构成；公司应付债券为本期债券，年末余额为7.91亿元。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.13	14.08%	0.00	0.00%
应付账款	8.46	23.22%	3.36	18.96%
其他应付款	2.02	5.54%	3.05	17.21%
一年内到期的非流动负债	1.76	4.84%	1.53	8.61%
流动负债合计	19.34	53.08%	9.05	51.04%
长期借款	6.85	18.80%	6.46	36.45%
应付债券	7.91	21.71%	0.00	0.00%
非流动负债合计	17.09	46.92%	8.68	48.96%
负债合计	36.43	100.00%	17.73	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年末公司总债务大幅增加至21.65亿元，主要为长期债务，偿债压力加大。

图 3 公司债务占负债比重

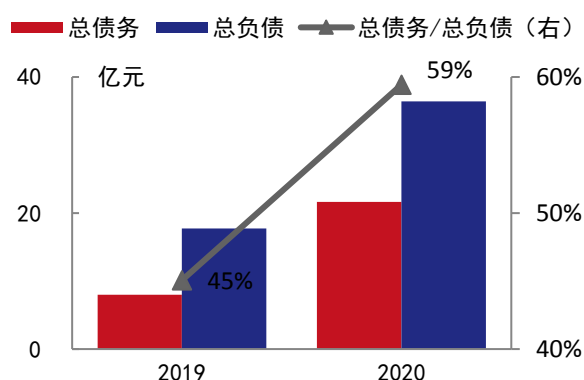
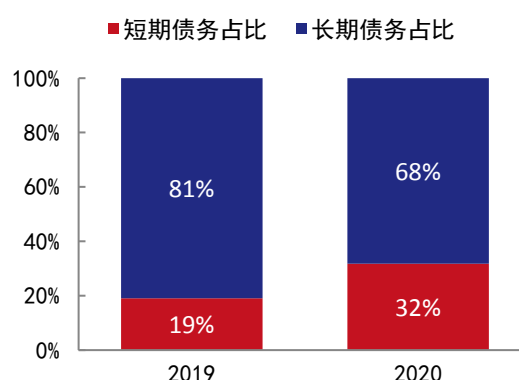


图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，随着公司融资规模扩大，公司资产负债率有所上升。由于公司短期债务增加，2020年末公司现金短期债务比下降至1.43，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力趋弱。近年公司EBITDA随利润水平有所提升，但总债务增幅较大，其对总债务本息的保障能力有所下降。

表12 公司偿债能力指标



项目	2020 年	2019 年
资产负债率	36.94%	31.97%
现金短期债务比	1.43	2.06
EBITDA 利息保障倍数	2.49	3.57

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年5月11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。

八、本期债券偿还保障分析

中债信用增进提供的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

1、担保范围

中债信用增进出具了《担保函》，约定为本期债券（发行金额总计不超过8亿元）提供无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用及其他应支付的费用，承担的保证方式为连带责任保证。

2、保证期间

保证期间为本期债券存续期间及债券到期之日起两年。

3、担保方分析

中债信用增进投资股份有限公司由中国石油天然气集团公司、英大国际控股集团有限公司、中国石化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心、首都钢铁集团总公司、中银投资资产管理有限公司和中国银行间市场交易商协会共同出资组建，于2009年9月7日取得北京市工商行政管理局核发110000012250763号《企业法人营业执照》，是我国首家专业债券信用增进机构，注册资本为60亿元人民币。2016年中国石油天然气集团公司将其持有的16.50%中债信用增进股权无偿转让给其子公司中国石油集团资本有限责任公司。2017年，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会《关于首钢总公司公司制改革方案的批复》（京国资〔2017〕80号），中债信用增进股东首都钢铁集团总公司名称变更为首钢集团有限公司，并于2017年5月27日完成工商变更登记。2019年7月，经股东大会批准，中债信用增进股东中国中化股份有限公司将其持有99,000万股中债信用增进股权转让给中化资本有限公司。截至2021



年3月末，中债信用增进股权结构如下表所示。

表13 截至 2021 年 3 月末中债信用增进股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50%
国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50%
中化资本有限公司	9.90	16.50%
北京国有资本经营管理中心	9.90	16.50%
首钢集团有限公司	9.90	16.50%
中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50%
中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00%
合计	60.00	100.00%

资料来源：中债信用增进提供，中证鹏元整理

中债信用增进主要从事信用增进和资产投资业务。2020年中债信用增进营业收入构成以投资收益为主，信用增进服务业务收入规模同比有所增长但占比有所下降。中债信用增进投资业务以债券投资为主，近年业务发展良好，同时加强对债券以外品种的投资力度，为公司带来较为可观的投资收益。

表14 中债信用增进营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2021 年 1-3 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信用增进服务收入	19,138.77	44.25%	74,956.52	43.77%	71,099.04	52.67%	70,609.66	53.54%
利息收入	632.54	1.46%	1,197.62	0.70%	1,646.76	1.22%	1,772.16	1.34%
投资收益	35,785.79	82.74%	88,296.97	51.56%	56,711.19	42.02%	49,369.19	37.44%
公允价值变动损失	-14,495.00	-33.51%	-3,675.62	-2.15%	-4,371.10	-3.24%	3,844.69	2.92%
其他收益	0.00	0.00%	132.89	0.08%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他业务收入	2,187.90	5.06%	10,333.23	6.03%	9,891.15	7.33%	8,046.33	6.10%
营业收入合计	43,250.00	100%	171,241.61	100%	134,977.03	100%	131,869.87	100%

资料来源：中债信用增进 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

截至2021年3月31日，中债信用增进资产总额为162.10亿元，所有者权益合计119.63亿元；2020年度和2021年1-3月，中债信用增进分别实现营业收入17.12亿元和4.32亿元，分别实现净利润5.24亿元和3.64亿元。

表15 中债信用增进主要财务指标（单位：亿元）

项目	2021 年 3 月	2020 年	2019 年	2018 年
资产总额	162.10	169.71	150.47	139.83



所有者权益合计	119.63	119.64	101.74	82.71
营业收入	4.32	17.12	13.51	13.37
信用增进业务收入	1.91	7.50	7.11	7.06
净利润	3.64	5.24	6.61	6.28
净资产收益率	3.04%	4.74%	7.17%	7.73%
期末增信责任余额	-	-	960.50	1,068.79
当期增信发生额	-	-	169.00	330.80
准备金覆盖率	-	-	1.83%	1.53%
信用增进放大倍数	-	-	9.44	12.92

资料来源：中债信用增进 2018-2020 年审计报告、2021 年一季度未经审计财务报表，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中债信用增进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信用水平。

九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

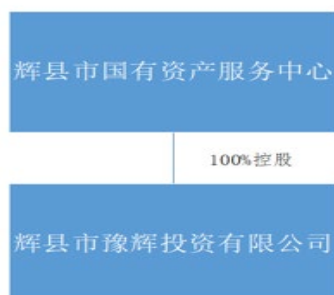


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	9.69	3.08	2.84
应收票据及应收账款	12.06	2.71	3.14
应收账款	11.93	2.64	3.14
存货	21.50	23.03	22.16
流动资产合计	52.85	43.28	38.53
无形资产	32.46	1.96	2.00
非流动资产合计	45.77	12.19	11.93
资产总计	98.63	55.47	50.46
短期借款	5.13	0.00	0.76
应付账款	8.46	3.36	0.00
一年内到期的非流动负债	1.76	1.53	0.85
流动负债合计	19.34	9.05	8.20
长期借款	6.85	6.46	3.89
应付债券	7.91	0.00	0.00
长期应付款	0.00	1.93	0.00
非流动负债合计	17.09	8.68	5.52
负债合计	36.43	17.73	13.71
总债务	21.65	7.99	5.50
所有者权益	62.20	37.74	36.75
营业收入	10.29	5.83	8.50
营业利润	0.34	-0.11	0.31
其他收益	0.10	0.15	0.12
利润总额	1.16	0.90	1.20
经营活动产生的现金流量净额	-7.23	-1.59	-1.47
投资活动产生的现金流量净额	-3.75	-0.34	-1.76
筹资活动产生的现金流量净额	13.80	2.96	3.83
财务指标	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	16.90%	12.39%	19.33%
收现比	0.56	0.96	0.59
资产负债率	36.94%	31.97%	27.17%
现金短期债务比	1.43	2.06	1.77
EBITDA（亿元）	2.03	1.48	1.63
EBITDA 利息保障倍数	2.49	3.57	13.12

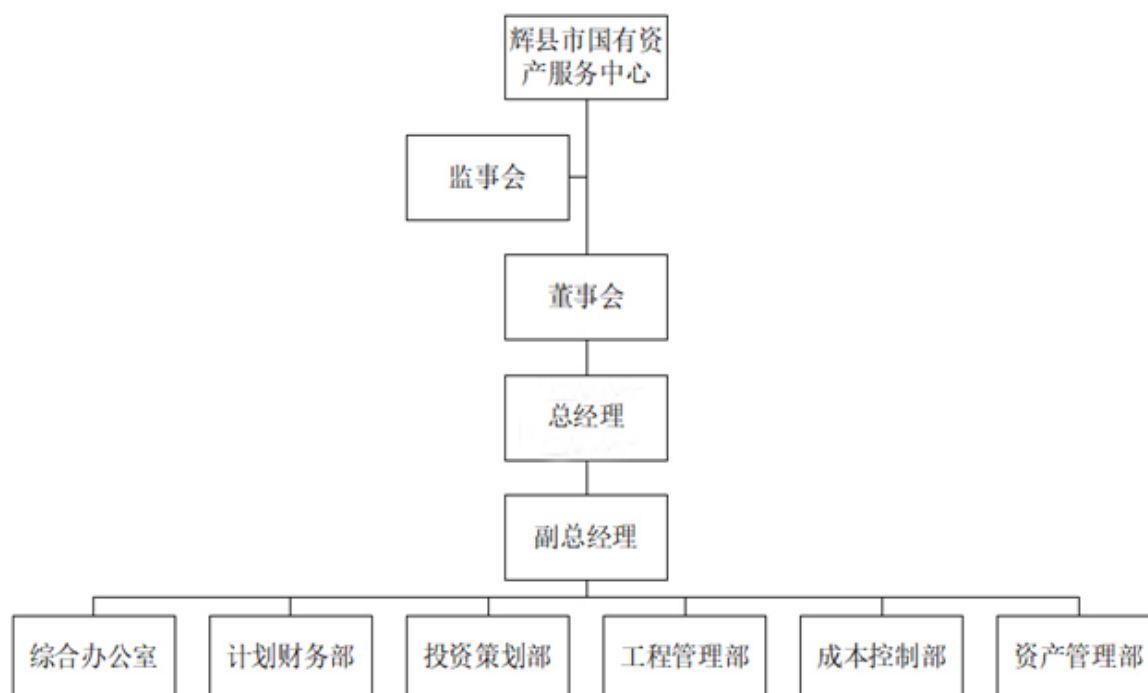
资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告和 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2020 年 12 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2020 年 12 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例(%)		取得方式
	直接	间接	
辉县市豫辉产业发展有限公司	100.00	-	划拨
辉县市三和砂石开发有限责任公司	100.00	-	划拨
辉县市中天建材有限公司	-	100.00	设立
辉县市上八里制砂有限公司	-	100.00	设立
辉县市三和建材有限责任公司	-	100.00	设立
辉县市天丰检测有限公司	-	100.00	设立
辉县市天丰路桥工程有限责任公司	-	100.00	设立
辉县市天丰园林有限责任公司	-	100.00	设立
辉县市天丰测绘有限责任公司	-	100.00	设立
辉县市豫辉城市公共交通有限公司	100.00	-	设立
辉县市豫辉矿业发展有限公司	100.00	-	设立
辉县市豫辉盛畅达建材有限公司	-	60.00	设立
辉县市豫辉瑞祥建材有限公司	-	51.00	设立
辉县市豫辉一旭建材有限公司	-	51.00	设立
辉县市豫辉金砂源建材有限公司	-	51.00	设立
辉县市豫辉新霖建材有限公司	-	51.00	设立
辉县市豫辉博金建材有限公司	-	51.00	设立
辉县市豫辉保障房投资开发有限公司	100.00	-	设立
辉县市豫辉商贸有限公司	100.00	-	设立
辉县市扶贫开发投资有限公司	100.00	-	设立
辉县市天然资源有限责任公司	80.84	-	划拨
辉县市金穗粮油有限责任公司	63.37	-	划拨
辉县市城西粮油有限公司	-	37.27	设立
辉县市城东粮油有限公司	-	32.22	设立
辉县市城关粮油有限公司	-	32.03	设立
辉县市金盾保安护卫有限公司	51.00	-	划拨
辉县市共城热力有限责任公司	51.00	-	划拨
辉县市豫辉胜达农林科技有限公司	51.00	-	设立
辉县市房地产综合开发公司	100.00	-	划拨
辉县市百泉景区管理处	100.00	-	划拨
辉县市豫辉哈工产业引导基金合伙企业（有限合伙）	99.00	-	设立

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

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。