



2019 年伊川财源实业投资有限责任公司 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：



2019年伊川财源实业投资有限责任公司公司债券 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	2021-6-28	2020-6-28

评级观点

- 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”）及其2019年6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：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司代建业务具有一定持续性，继续获得较大力度的外部支持，且中原再担保集团股份有限公司（以下简称“中原再担保”）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流动性较弱，存在较大的资金压力，债务压力加大，且存在一定的或有负债风险等风险因素。

债券概况

债券简称：19伊川债/19伊川财源债

债券剩余规模：7亿元

债券到期日期：2026-6-12

偿还方式：按年付息，同时设置本金提前偿还条款，在存续期的第3年至第7年末分别按债券发行总额的20%的比例偿还债券本金

增信方式：保证担保

担保主体：中原再担保集团股份有限公司

联系方式

项目负责人：刘玮
liuw@cspengyuan.com

项目组成员：罗力 何贺
luol@cspengyuan.com

heh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，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。

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	160.48	155.51	146.70
所有者权益	100.06	100.20	96.99
总债务	51.37	49.54	41.04
资产负债率	37.65%	35.57%	33.89%
现金短期债务比	0.10	0.25	0.12
营业收入	11.89	9.56	8.73
营业外收入	1.09	1.67	1.90
利润总额	2.23	2.30	2.26
销售毛利率	18.23%	19.52%	17.34%
EBITDA	5.89	6.37	5.25
EBITDA 利息保障倍数	1.71	1.79	1.95
经营活动现金流净额	-3.21	0.86	-0.97
收现比	0.87	1.10	1.51

资料来源：公司2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **伊川县工业基础较好，2020 年经济保持增长，为公司发展提供了良好基础。**伊川县工业以传统行业为主，其中电解铝及精深加工业、装备制造业、磨料磨具、耐火材料工业稳定发展，良好的工业基础推动伊川县经济保持增长，为公司发展提供了良好的基础。
- **公司代建业务具有一定持续性。**近年公司营业收入主要来源于工程代建业务，2020 年末公司主要在建的代建项目规模较大，且均已签订代建协议，该业务具有一定持续性。
- **公司获得了较大力度的外部支持。**2020 年公司继续获得政府补助，提升了公司的利润水平。
- **中原再担保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。**中原再担保资本实力强，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

- **公司公益性资产占比较高，资产流动性较弱。**2020 年末公司资产规模有所增长，其中应收款项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、土地资产规模较大，即时变现能力不强；路桥、管网等公益性资产占比较高，且部分资产使用受限，公司整体资产流动性较弱。
- **公司存在较大的资金压力。**2020 年公司经营活动现金呈净流出状态，表现较差；截至 2020 年末，公司主要在建项目尚需投资金额较大，未来存在较大的资金压力。
- **公司债务压力加大。**2020 年末公司总债务规模有所增加，资产负债率小幅上升，现金短期债务比有所下降且处于较低水平，债务压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2020 年末，公司对外担保金额较大，且均无反担保措施，公司仍存在一定或有负债风险。

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2019年6月12日发行7年期7亿元公司债券，募集资金计划用于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目及补充营运资金。截至2021年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为57.24万元。

三、发行主体概况

2020年12月，根据《伊川县人民政府关于伊川财源实业投资有限责任公司国有股权无偿划转的批复》（伊政文【2020】45号），伊川县人民政府同意将伊川县国有资产管理中心（以下简称“伊川国资中心”）持有的公司51%股权无偿划转给洛阳城市发展投资集团有限公司（以下简称“洛阳城投”），洛阳城投和伊川国资中心分别持有公司51.00%和49.00%的股权。截至2021年4月末，公司注册资本和实收资本为50,000.00万元，洛阳城投持有公司51.00%的股权，为公司的控股股东，洛阳市人民政府国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。

跟踪期内公司董事、监事、高级管理人员发生变动，2021年1月25日，根据伊川财源实业投资有限责任公司股东会决议，公司董事由7名变更为9名；免去张雄总经理、董事职务，委派闰新乐任公司总经理、董事；免去万国栋董事职务，委派王小燕任公司董事；免去韩团结董事职务，委派高赞华、王明伟、范洋洋任公司董事；免去李百尊监事职务，委派宋咏梅任公司监事。

2020年公司合并范围未发生变动。截至2020年末，纳入公司合并报表范围内的子公司共计17家，详见附录四。

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

伊川县工业基础较好，2020年经济保持增长

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。

2020年伊川县地区生产总值427.7亿元，同比增长2.7%，第二产业仍是地区发展重要支撑。2020年末伊川县常住人口79.28万人，人均GDP为53,948元，为全国人均GDP水平的74.47%，整体经济实力一般。

工业方面，2020年伊川县规模以上工业增加值增速为4.2%，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。聚力制造业高质量发展，铝及铝精深加工、装备制造等行业平稳增长，耐火材料产业逆势上扬，伊电控股、洛耐希利科等31家重点企业实现销售收入218.7亿元，带动工业经济企稳回升；实施“三大改造”项目18个，洛阳利尔入选国家级绿色工厂，中赫非晶成为市“隐形冠军”企业。

2020年伊川县固定资产投资同比增长6.2%。投资创新能力明显提升，新增国家高新技术企业11家，建成市级企业研发中心21家。实施重点项目104个，达产见效26个；签约亿元以上项目11个，总投资129.8亿元；中钢耐火材料产业园、白沙绿色铸造产业园建设稳步推进，智能装备产业园成为洛阳自创区伊川自主创新园。

2020年伊川县社会消费品零售总额小幅下降，进出口总额有所增长。存款余额继续大幅下滑，贷款余额有所增长，但增速明显放缓。

2020年伊川县实现公共财政收入19.9亿元，同比下降17.8%；实现政府性基金收入15.59亿元。

表1 伊川县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）	427.7	2.7%	419.6	8.2%
第一产业增加值	30.4	3.0%	29.3	3.8%
第二产业增加值	192.7	3.7%	191.7	9.4%
第三产业增加值	204.6	1.6%	198.6	7.7%
规模以上工业增加值	-	4.2%	59.2	10.7%
固定资产投资	-	6.2%	259.7	-9.6%
社会消费品零售总额	149.1	-2.8%	240.4	11.1%
进出口总额	10.1	2.0%	10.1	-3.2%
存款余额	259.1	-37.6%	415.1	-25.1%
贷款余额	731.0	8.5%	673.8	63.2%
人均 GDP（元）		53,948		53,893
人均 GDP/全国人均 GDP		74.47%		76.02%

资料来源：伊川县 2019-2020 年国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要负责伊川县范围内的工程代建及施工、砂石料销售、园林建设及市政施工等业务，收入来源较为多元化，2020年公司收入规模有所增加，主要系坤泰工程施工业务收入大幅增加所致；毛利率较上年变动不大。

表2 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
工程建设及施工	62,001.46	17.96%	72,102.69	18.00%
坤泰工程施工	21,560.22	2.54%	2,439.29	-13.98%
砂石料销售	10,823.27	34.27%	6,183.98	49.87%
园林建设及市政施工	9,906.70	20.81%	2,111.03	-1.82%
房屋租赁及管理	4,132.21	2.50%	4,320.26	3.92%
运输业务	2,620.62	-9.81%	70.18	-1,101.89%
售电收入	2,155.70	-13.21%	3,546.60	28.96%
工程管理服务费	1,233.24	100.00%	0.00	-
安保服务	875.31	-0.19%	711.61	-2.18%
商品贸易	200.62	6.42%	0.00	-
旅游收入	6.29	43.61%	20.90	-193.00%
土地开发整理	0.00	-	1,713.50	12.40%
其他业务收入	3,418.33	100.00%	2,396.45	100.00%
合计	118,934.00	18.23%	95,616.48	19.52%

资料来源：公司提供，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，该项业务收入具有一定的持续性

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。2020年公司分别实现工程代建业务收入6.20亿元，毛利率为17.96%，收入规模和毛利率水平整体较稳定。

公司在建工程主要包括滨河新区伊东片区产城融合综合治理项目、四好农村公路创建项目等，截至2020年末，公司主要在建的工程代建项目计划总投资11.21亿元，已投资1.93亿元，尚需投资9.28亿元，此外公司本期债券募投项目伊川滨河新区智能装备制造产业园项目计划总投资22.82亿元，已投资3.90亿元，尚需投资18.92亿元，未来存在较大的资金压力。考虑到公司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，该业务未来具有一定的持续性。

表3 截至2020年12月31日公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	项目性质
四好农村公路创建项目	29,000.00	5,800.00	代建
S319 夏宜线伊川与汝阳交界至伊川与宜阳交界改建项目	15,289.00	3,363.58	代建
滨河新区伊东片区产城融合综合治理项目	67,800.00	10,170.00	代建
伊川滨河新区智能装备制造产业园	228,156.00	39,000.00	自营
合计	340,245.00	58,333.58	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020年公司工程施工、砂石料销售收入大幅增加，为营业收入形成有效补充

公司工程施工业务主要由子公司洛阳市坤泰建筑安装工程有限公司（以下简称“坤泰公司”）负责。坤泰公司具有建筑总承包二级资质、市政总承包三级资质、水利总承包三级资质，施工建设涉及伊川县域重点项目工程，运营模式以总承包为主，如王庄安置房项目、高压入地电缆沟项目等，这类项目待项目完工后，移交于项目建设单位，工程款项按工程进度回款；以合作经营模式为辅，如土地提质改造项目等，这类工程通过和自然资源局合作，待土地指标入库交易后，实行利润分成，工程款回笼。2020年公司实现工程施工收入2.16亿元，毛利率为2.54%。

截至2020年末，公司在建工程施工项目主要包括王庄村城中村改造安置房项目、村土地提质改造项

目等，合同造价金额合计5.98亿元，随着项目建设回款可为公司收入形成有效补充，尚需投资3.71亿元，存在一定资金支出压力。

表4 截至2020年末公司主要在建工程施工项目情况（单位：万元）

工程名称	合同造价金额	已投资金额
2025#智能装备产业园室外工程	2,478.23	1,091.99
河阳商砼及周边绿化项目	921.02	145.66
花香十里九香堤三标项目	4,025.07	2,286.99
2025#智能装备产业园厂房	2,108.62	1,233.69
伊川县高压入地电缆沟项目	3,177.23	1,662.61
68个村土地提质改造项目	4,818.57	4,540.47
49个村土地提质改造项目	6,881.81	4,472.59
王庄村城中村改造安置房项目	30,900.00	6,148.92
伊河大堤下游东岸绿化	560.00	360.50
2020年吕店镇等15乡镇91村土地提质改造项目	2,800.00	296.35
泊安停车场项目	370.60	109.84
鸣皋二小项目	419.32	84.16
500亿公斤粮食项目	305.53	184.19
合计	59,766.01	22,617.96

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司砂石料销售业务由子公司伊川财源新型材料有限公司负责运营，主要进行砂石料的开采、加工及销售。2020年公司已办妥采砂权证，以50米绿化林带开采回填为砂石料主要来源，在平等料场、吕寨料场、杨楼料场3处加工厂加工完成后，出售给拌和站、建设项目公司等。2020年随着业务扩展收入大幅增加至1.08亿元，毛利率为34.27%，盈利性较好。2020年公司砂石料销售前五大客户销售金额占当期砂石料销售收入的比例合计33.47%，集中度较低。

表5 公司砂石料销售的前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占当期砂石料收入
2020年	洛阳拓岳建筑工程有限公司	1,724.82	15.94%
	河南恒辉置业集团有限公司	708.50	6.55%
	洛阳旭驰商贸有限公司	595.20	5.50%
	西安普诚建设工程有限公司	516.67	4.77%
	洛阳永永商砼有限公司	77.74	0.72%
	合计	3,622.93	33.47%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司园林建设及市政施工、房屋租赁及物业管理等业务丰富了公司的收入来源

伊川县园林建设及市政施工业务由子公司伊川市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）实施，市政工程公司股权于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。2020年公司实现园林建设及市政施工收入9,906.70万元，毛利率为20.81%。

公司房屋租赁及管理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。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2020年末，可供出租面积合计275,269.29平方米。2020年公司实现房屋租赁及管理业务收入4,132.21万元，毛利率为2.50%。

公司继续获得较大力度的外部支持

为提高公司持续经营能力，当地政府在财政补贴方面继续给予公司大力支持。2020年伊川县财政局向公司拨付1.09亿元政府补助资金，提升了公司的利润水平。

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2019年及2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司合并范围未发生变动，2020年末纳入公司合并报表范围内的子公司共计17家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增加，路桥、管网等公益性资产占比较高，且部分资产使用受限，整体资产流动性较弱

公司资产规模有所增加，2020年末为160.48亿元，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0.71亿元其他货币资金使用受限。公司其他应收款主要包括应收伊川县金利投资有限公司往来款10.59亿元、伊川县财政局往来款4.96亿元、伊川生态科技城投资有限公司往来款0.30亿元以及应收民营企业洛阳信服置业有限公司资金拆借款0.30亿元、洛阳华中铝业有限公司往来款0.30亿元等，占全部其他应收款比重79.05%，部分款项账龄较长，对营运资金形成一定的占用，同时部分应收对象是民营企业，未来需关注回收风险。此外，公司与深圳世为投资集团有限公司、丰拓（河南）轻合金有限公司等公司的款项合计0.20亿元由于收回困难，已全额计提坏账准备。公司存货主要由工程项目及土地开发成本构成，其中工程项目成本18.47亿元，土地成本34.96亿元，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。公司其他流动资产主要是定期存款。

截至2020年末，公司投资性房地产主要为按成本模式计量的房屋及其他建筑物等。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、堤坝等资产，账面价值为40.48亿元。

总体来看，2020年末公司资产规模有所增长，应收款项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、土地资产规模较大，即时变现能力不强；路桥、管网等公益性资产占比较高，且账面价值合计16.68亿元资产使用受限，公司整体资产流动性较弱。

表6 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	2.21	1.38%	4.44	2.85%
其他应收款	30.46	18.98%	28.09	18.07%
存货	53.55	33.37%	50.44	32.43%
其他流动资产	7.84	4.88%	7.27	4.68%
流动资产合计	98.75	61.54%	94.21	60.58%
投资性房地产	10.71	6.67%	10.98	7.06%
其他非流动资产	40.48	25.22%	40.48	26.03%
非流动资产合计	61.73	38.46%	61.30	39.42%
资产总计	160.48	100.00%	155.51	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

公司营业收入有所增长，政府补助对公司利润贡献较大

公司主要负责伊川县范围内的工程代建及施工、砂石料销售、园林建设及市政施工等业务，收入来源较为多元化，2020年公司收入规模有所增加，主要系坤泰工程施工业务收入大幅增加所致；毛利率较上年变动不大。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，计入营业外收入，对公司利润贡献较大。

表7 公司主要盈利指标（单位：亿元）

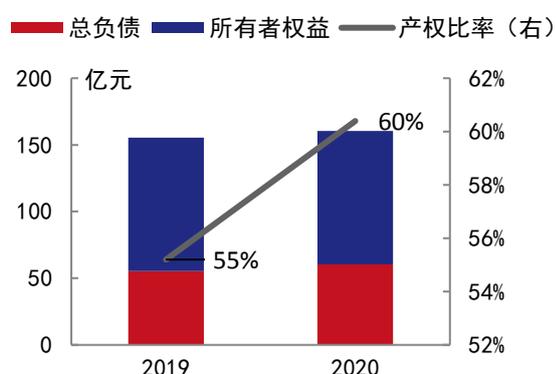
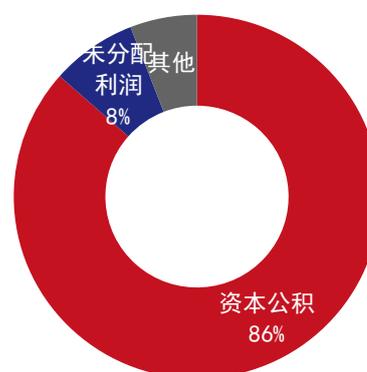
项目	2020年	2019年
营业收入	11.89	9.56
收现比	0.87	1.10
营业利润	1.25	0.67
营业外收入	1.09	1.67
利润总额	2.23	2.30
销售毛利率	18.23%	19.52%

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。由于公司资本公积减少，所有者权益小幅下降。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，公司流动负债有所增加，2020 年末占总负债比重上升至 50.62%。

截至 2020 年末，公司短期借款主要包括保证借款、抵押借款、质押借款等，同比大幅增加；公司应付账款主要包括应付长期资产购置款、商品及劳务款等；公司其他应付款主要包括资金拆借款 0.57 亿元和与其他单位的往来款等；公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和长期应付款。

截至 2020 年末，公司长期借款主要由质押借款、保证借款及保证抵押借款构成；应付债券为 19 伊川债和 20 伊川 01；长期应付款主要包括应付国开发展基金有限公司明股实债 0.34 亿元、远东宏信（天津）融资租赁有限公司融资租赁款 0.11 亿元等。

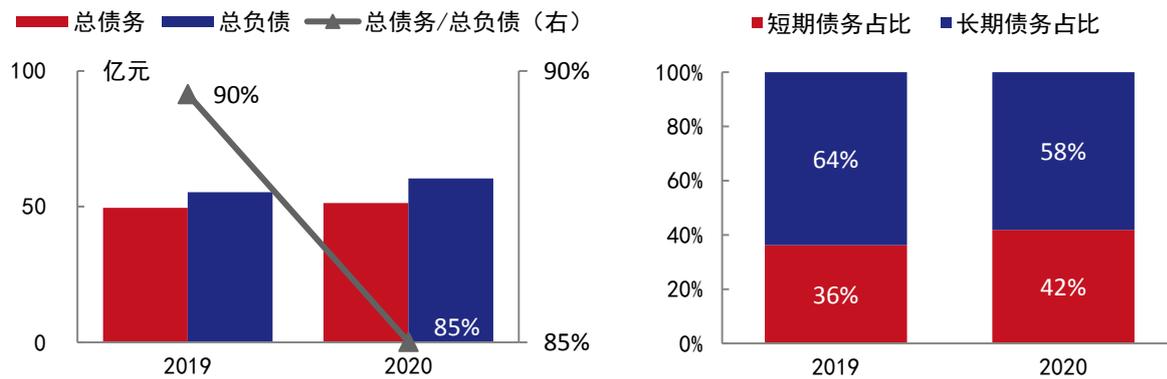
表 8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	14.15	23.42%	7.34	13.27%
应付账款	2.28	3.77%	1.26	2.28%
其他应付款	3.27	5.41%	3.96	7.16%
一年内到期的非流动负债	6.32	10.45%	5.98	10.80%
流动负债合计	30.59	50.62%	23.09	41.76%
长期借款	20.41	33.78%	23.87	43.15%
应付债券	8.86	14.67%	6.87	12.43%
长期应付款	0.56	0.93%	1.10	1.98%
非流动负债合计	29.84	49.38%	32.21	58.24%
负债合计	60.43	100.00%	55.31	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020 年末公司总债务增加至 51.37 亿元，短期债务占总债务比重增加，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0.10，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力很弱。近年公司EBITDA随利润水平小幅下降，由于总债务规模增加，其对总债务利息的保障能力有所下降。

表9 公司偿债能力指标

项目	2020 年	2019 年
资产负债率	37.65%	35.57%
现金短期债务比	0.10	0.25
EBITDA 利息保障倍数	1.71	1.79

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26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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保金额合计12.85亿元，占期末净资产的比重为12.85%，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10 截至 2020 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	贷款期限	是否有反担保
伊川县中医院	1,500.00	2020-01-21 到 2021-01-21	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

伊川县实验高中	2,140.00	2018-04-11 到 2023-04-11	否
伊川县第一高中	3,210.00	2018-04-11 到 2023-04-11	否
洛阳伊秦商贸有限公司	15,000.00	2017-08-30 到 2022-08-30	否
伊川县人民医院	10,000.00	2018-03-26 到 2021-03-26	否
伊川乡村振兴发展有限责任公司	45,000.00	2020-06-29 到 2035-05-14	否
伊川县万泉自来水有限公司	6,000.00	2019-03-26 到 2022-03-26	否
伊川乡村振兴发展有限责任公司	4,000.00	2020-02-06 到 2023-02-03	否
伊川县人民医院	4,800.00	2020-05-20 到 2021-05-19	否
伊川县实验高中	3,897.01	2018-01-18 到 2023-01-18	否
新安县发建设投资集团有限公司	20,000.00	2020-12-22 到 2022-12-21	否
合计	128,547.01	-	-

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

由中原再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信用水平

中原再担保出具了《担保函》，约定为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，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。

中原再担保是经河南省人民政府批准，于2010年1月25日成立的股份有限公司，设立时注册资本为13亿元。截至2020年末，中原再担保注册资本及实收资本均为90.00亿元，第一大股东河南省财政厅出资68.00元，持股比例为75.55%，股权结构如下表所示。

表11 中原再担保股权结构情况（单位：亿元）

股东名称	出资额	出资比例
河南省财政厅	68.00	75.55%
151 家县级财政	17.07	18.97%
新密市非税收入管理局	0.80	0.89%
河南鑫融基金控股份有限公司	0.80	0.89%
其他股东合计	3.33	3.70%
合计	90.00	100.00%

资料来源：中原再担保 2020 年审计报告，中证鹏元整理

中原再担保主要从事融资性担保、再担保和投资担保业务，业务主要覆盖河南省内。近三年中原再担保营业收入规模保持增长。从收入结构来看，中原再担保营业收入主要来源于担保业务收入和利息净收入。

表12 中原再担保营业收入构成（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	6,326.19	27.09%	8,571.76	49.20%	7,644.24	52.44%
减：未到期责任准备金	-1,169.95	-5.01%	463.76	-2.66%	-765.75	-5.25%
投资收益	-65.94	-0.28%	-72.20	-0.41%	-100.91	-0.69%
利息净收入	13,304.78	56.97%	9,381.54	53.85%	5,948.47	40.81%
其他业务收入	1,128.07	4.83%	4.81	0.03%	316.40	2.17%
其他收益	1,474.10	6.31%	0.00	0.00%	3.19	0.02%
营业收入	23,352.68	100.00%	17,422.15	100.00%	14,577.14	100.00%

资料来源：中原再担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年12月末，中原再担保资产总额105.03亿元，所有者权益为96.59亿元；2020年中原再担保实现营业收入2.34亿元，利润总额0.55亿元。

表13 中原再担保主要财务指标（单位：亿元）

项目	2020年	2019年	2018年
总资产	105.03	95.85	86.06
所有者权益合计	96.59	87.89	78.32
营业收入	2.34	1.74	1.46
利润总额	0.55	1.06	1.04
净资产收益率	0.43%	0.83%	0.94%
拨备覆盖率	-	33.65%	31.70%
准备金覆盖率	-	1.92%	1.45%
当期担保代偿率	-	2.62%	1.58%
当期代偿回收率	-	45.86%	42.00%
融资担保业务放大倍数	-	5.98	7.00

注：“-”表示该数据尚未取得。

资料来源：中原再担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中原再担保主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效地提升了本期债券的信用水平。

九、结论

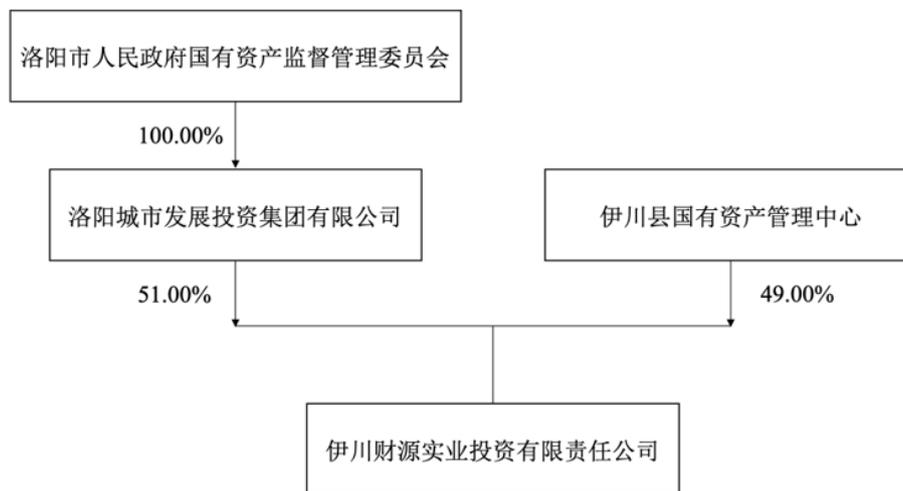
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AAA。

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	2.21	4.44	1.75
其他应收款	30.46	28.09	29.76
存货	53.55	50.44	45.82
流动资产合计	98.75	94.21	88.37
其他非流动资产	40.48	40.48	40.48
非流动资产合计	61.73	61.30	58.33
资产总计	160.48	155.51	146.70
短期借款	14.15	7.34	8.30
一年内到期的非流动负债	6.32	5.98	5.80
流动负债合计	30.59	23.09	23.90
长期借款	20.41	23.87	24.26
应付债券	8.86	6.87	0.00
长期应付款	0.56	1.10	0.00
非流动负债合计	29.84	32.21	25.81
负债合计	60.43	55.31	49.71
总债务	51.37	49.54	41.04
所有者权益	100.06	100.20	96.99
营业收入	11.89	9.56	8.73
营业利润	1.25	0.67	0.39
其他收益	0.00	0.00	0.01
利润总额	2.23	2.30	2.26
经营活动产生的现金流量净额	-3.21	0.86	-0.97
投资活动产生的现金流量净额	1.14	0.34	-0.66
筹资活动产生的现金流量净额	0.03	1.63	-1.16
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	18.23%	19.52%	17.34%
收现比	0.87	1.10	1.51
资产负债率	37.65%	35.57%	33.89%
现金短期债务比	0.10	0.25	0.12
EBITDA（亿元）	5.89	6.37	5.25
EBITDA 利息保障倍数	1.71	1.79	1.95

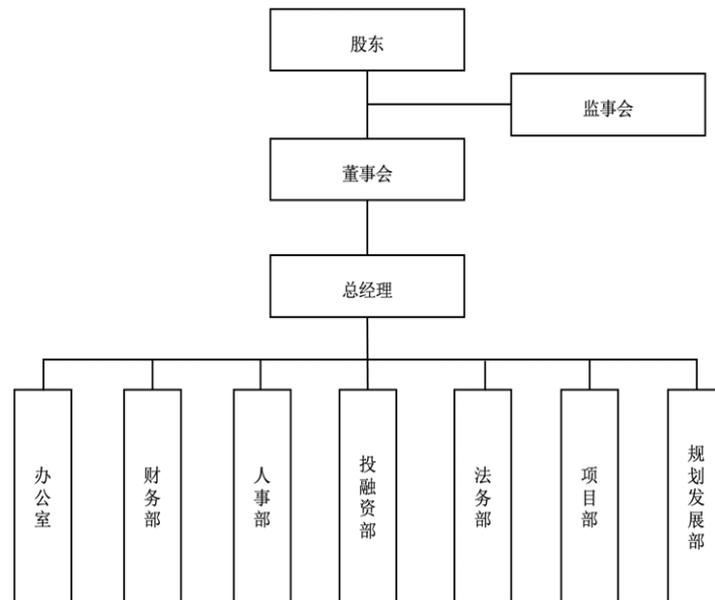
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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（单位：万元）

公司名称	注册资本	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
伊川财祥商贸有限公司	2,000	商品贸易	100.00	-	设立
伊川财源文化传媒有限公司	1,000	文化传媒	100.00	-	设立
伊川县建设投资有限公司	11,900	建设投资	71.43	-	划拨
伊川交通投资有限公司	1,000	交通投资	100.00	-	设立
伊川水务投资有限公司	1,000	水务投资	100.00	-	设立
伊川县金盾保安服务有限公司	100	安保服务	100.00	-	划拨
伊川县集聚区产业投资有限公司	11,000	产业投资	100.00	-	划拨
伊川县市政工程有限公司	1,000	工程建筑	88.89	-	划拨
伊川万喜易地扶贫搬迁管理有限公司	1,000	工程建筑	100.00	-	设立
伊川君安物业管理有限公司	100	房屋租赁及管理	100.00	-	设立
伊川航瀚文化旅游投资管理有限公司	2,000	旅游管理	100.00	-	设立
伊川财源新型材料有限公司	2,000	新型材料	100.00	-	设立
伊川财源置业有限公司	2,000	房地产开发	100.00	-	划拨
伊川擎瀚土地开发有限公司	5,000	土地开发	100.00	-	设立
伊川晟清水务有限公司	3,000	工程建筑	100.00	-	设立
洛阳市坤泰建筑安转工程有限公司	5,000	房屋建筑	95.00	-	收购
洛阳芯源半导体有限公司	3,000	制造业	-	100.00	收购

资料来源：公司提供，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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{部分其他应付款}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{部分长期应付款}$
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。