



遂平县开源投资有限公司2022年公司债券（第一期）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.

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員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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 



遂平县开源投资有限公司 2022年公司债券（第一期）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	AAA
评级日期	2021-12-30

债券概况

发行规模：6 亿元（其中基础发行额为 3.00 亿元，弹性配售额为 3.00 亿元）

发行期限：7 年（附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

偿还方式：每年付息一次；分次还本，若投资者不行使回售选择权，从第 3 个计息年度末开始，逐年按照发行总额 20% 的比例偿还债券本金，在债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付；若投资者行使回售选择权，投资者行使回售选择权后，从第 3 个计息年度末开始，逐年按照剩余债券每百元本金值的 20% 的比例偿还债券本金，在债券存续期后五年的当期利息随本金一起支付

发行目的：拟用于遂平县新区综合管廊及停车场项目和用于补充营运资金

增信方式：保证担保

担保主体：河南省中豫融资担保有限公司

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangshen@cspengyuan.com

项目组成员：张涛
zhangt@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 中证鹏元评定遂平县开源投资有限公司（以下简称“遂平开源”或“公司”）本次拟发行 6 亿元（其中基础发行额为 3.00 亿元，弹性配售额为 3.00 亿元）公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定是考虑到公司为遂平县重要的城市基础设施建设主体，外部环境较好，业务持续性较强，未来收入较有保障且获得的外部支持力度较大，同时，河南省中豫融资担保有限公司（以下简称“中豫担保”）提供的保证担保能有效提升本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，面临较大的资金压力和一定的债务压力等风险因素。

未来展望

- 公司作为遂平县重要的城市基础设施建设主体，预计业务来源较有保障，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	2021.6	2020	2019	2018
总资产	90.34	88.87	80.11	78.32
所有者权益	68.30	66.56	57.59	54.98
总债务	16.43	17.48	19.66	20.65
资产负债率	24.40%	25.11%	28.11%	29.80%
现金短期债务比	0.27	0.37	0.76	4.02
营业收入	2.81	5.92	5.56	5.15
其他收益	0.58	1.40	1.64	1.10
利润总额	0.83	1.22	1.99	1.61
销售毛利率	17.80%	8.95%	13.00%	13.43%
EBITDA	--	1.56	2.15	1.68
EBITDA 利息保障倍数	--	4.03	4.27	5.36
经营活动现金流净额	-0.07	0.68	-2.46	-7.69
收现比	1.08	1.01	0.45	0.53

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理



优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**遂平县为全国商品粮生产基地县，未来将聚焦培优做强食品制造业和提质做优休闲旅游业。2018-2020 年遂平县地区生产总值稳步增长，经济实力逐步增强，为公司发展提供了良好基础。
- **公司业务持续性较强，未来收入较有保障。**公司是遂平县重要的保障性住房项目和基础设施项目建设主体，截至 2020 年末，公司在建的货币化安置项目及代建项目预计总投资金额较大，且存货中待结算工程为未来收入提供了较好的保障。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2016-2020 年，公司持续获得当地政府注入的资金、经营权、实物资产等合计增加资本公积 14.39 亿元以及财政补贴合计 7.22 亿元，使得公司资本实力和利润水平得到有效增强。
- **保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中豫担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2020 年末公司应收款项合计占总资产的 23.71%，对营运资金占用较多，回收时间存在一定的不确定性；存货账面价值 52.18 亿元，占总资产的 58.72%，其中账面价值 37.56 亿元的土地为政府注入，未缴纳土地出让金，公司资产整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**2018-2020 年公司经营活动现金流合计净流出 9.48 亿元，且截至 2020 年底，公司主要在建及拟建项目尚需投入资金 15.32 亿元，随着遂平县建设的推进，作为遂平县基础设施建设主体，公司还需投入大量建设资金，资金支出压力较大。
- **公司存在一定的债务压力。**2021 年 6 月末公司总债务合计为 16.43 亿元，占负债总额比重为 74.54%，公司总债务规模较大，随着本期债券的发行，总债务将进一步增长，且现金短期债务比较低。

■ 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、发行主体概况

公司成立于2006年5月，由遂平县财政局出资设立，初始注册资本为100.00万元。2016年9月，根据遂平县人民政府《关于对遂平县开源投资有限公司出资人、注册资本、经营范围进行变更的通知》（遂政[2016]41号），遂平县财政局持有的公司100%股权无偿划转至遂平县国有资产监督管理办公室（以下简称“遂平县国资办”），且由遂平县国资委办出资，公司注册资本由人民币100.00万元变更为10,252.00万元，根据工商查询信息显示，上述变更于2017年12月19日完成。2021年4月28日，遂平县国资办将公司51%股权无偿划转给驻马店市产业投资集团有限公司（由驻马店市财政局和国开发展基金有限公司分别持股67.90%和32.10%，以下简称“驻马店产投集团”），截至2021年6月末，公司注册资本为10,252.00万元，控股股东为驻马店产投集团。公司股权结构图见附录二。

公司是遂平县重要的保障性住房和基础设施项目建设主体，主要负责遂平县范围内的城乡基础设施投融资、基础设施工程代建、棚户区改造以及公路施工和养护等业务。截至2021年6月末，纳入公司合并范围的子公司明细见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2022年遂平县开源投资有限公司公司债券（第一期）；

发行规模：6亿元（其中基础发行额为3.00亿元，弹性配售额为3.00亿元）；

债券期限和利率：7年（附第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权），固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，自本期债券存续期第3年末起，逐年分别兑付债券本金的20%，最后一期利息随本金一起支付；

增信方式：由中豫担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为人民币6亿元，其中基础发行额为3.00亿元，弹性配售额为3.00亿元。

若行使弹性配售权，则本期债券发行规模为6.00亿元，其中：4.80亿元用于遂平县新区综合管廊及停车场项目，1.20亿元拟用于补充营运资金。具体情况如下：

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	募集资金占项目总投资比例
遂平县新区综合管廊及停车场项目	141,741.24	48,000.00	33.86%
补充流动资金	-	12,000.00	-
合计	141,741.24	60,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

若不行使弹性配售权，则本期债券发行规模为3.00亿元，其中：2.40亿元用于遂平县新区综合管廊及停车场项目，0.60亿元拟用于补充营运资金。具体情况如下：

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	募集资金占项目总投资比例
遂平县新区综合管廊及停车场项目	141,741.24	24,000.00	16.93%
补充流动资金	-	6,000.00	-
合计	141,741.24	30,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）项目建设内容

本期债券募投项目为遂平县新区综合管廊及停车场项目，位于遂平县南部新区，建设内容为地下综合管廊及停车场，其中综合管廊建设涉及5条道路综合管廊以及一座监控中心，分布于铜山大道、灌阳大道、老红石路、新红石路以及和幸路，总长度18.75km。容纳的管道包括：电力管线、通信管线、给水管道、燃气管线、热力管道、雨水管线及污水管线等，并配套完善的排水、消防、通风、供配电、照明以及监控系统等附属设施；停车场建设包括2处大型综合停车场，其中公园停车场位于新红石路与铜山大道交界处，北至新红石路、西至铜山大道、南至规划支路，东至规划支路；建材市场停车场位于灌阳大道与和幸路交界处，南至和幸路、西至魏家渠、北至汝河路、东至灌阳大道。停车场建设情况如下表所示。

表3 停车场项目建设情况

名称	用地 (亩)	地上面积 (平方米)	地下面积 (平方米)	小计(平 方米)	广告牌 (个)	车位数 (个)		充电桩 (个)	
						地上	地上	快充	慢充
公园停车场	50.60	4,850.60	19,843.65	24,694.25	62	110	1,050	35	85
建材市场停车场	35.90	3,550.80	12,160.70	15,711.50	38	85	950	25	75
合计	86.50	8,401.40	32,004.35	40,405.75	100	195	2,000	60	160

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）项目审批情况

截至2020年末，本期债券募投项目审批情况如下表所示。

表4 综合管廊及停车场项目审批情况

序号	文件名称	文号	发文机关	发文时间
1	《关于驻马店遂平县新区综合管廊及停车场项目的选址意见》	遂规办[2017]56号	遂平县人民政府规划办公室	2017年9月



2	《关于驻马店市遂平县新区综合管廊及停车场项目用地预审意见的函》	遂国土资函[2017]03号	遂平县国土资源局	2017年9月
3	《关于驻马店遂平县新区综合管廊及停车场项目的环保意见》	遂环字[2017]174号	遂平县环境保护局	2017年9月
4	《关于〈遂平县新区综合管廊及停车场项目社会稳定风险评估报告〉的批复意见》	遂维稳[2017]7号	中共遂平县委维护稳定工作领导小组	2017年10月
5	《关于〈驻马店市遂平县新区综合管廊及停车场项目可行性研究报告〉的批复》	遂发改[2017]124号	遂平县发展和改革委员会	2017年12月

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）项目建设进度

本期债券募投项目由公司负责建设与运营，其建设期规划为24个月，项目实际开工时间为2018年10月，原预计完工时间为2021年10月，但由于该项目前期项目规划、土地平整等工作耗时较长，导致项目建设整体进度不及预期，项目预计延至2022年12月完工。截至2021年10月末，该项目已投资1.92亿元¹。

（四）经济效益分析

遂平县新区综合管廊及停车场项目总投资为141,741.24万元，拟使用本期债券募集资金48,000.00万元，占项目投资总额的33.86%，项目建设期为两年，运营期为二十八年（不包含建设期）。

根据湖北君诚工程咨询有限公司出具的《驻马店市遂平县新区综合管廊及停车场项目可行性研究报告》（以下简称“可研报告”），本期债券募投项目收入主要来自综合管廊运营收入、停车位收入、广告位收入等。

此外，根据遂平县人大常委会《关于向遂平县开源投资有限公司拨付新区综合管廊及停车场经营专项补贴的决议》（遂人常[2017]26号）文件，同意由遂平县财政局向公司拨付专项补贴22,500万元，其中于项目运营期的第1年至第3年每年向公司拨付补贴7,500万元，该专项补贴将专项用于遂平县新区综合管廊及停车场项目的建设运营及支付融资成本，并纳入遂平县财政预算。

遂平县新区综合管廊及停车场项目建设期为两年，建设期内不产生收入；在运营期和本期债券存续期内各项收入如下表所示。

表5 本期债券募投项目达产后正常年收入估算表（单位：万元）

项目		运营期							合计
		本期债券存续期（第 1 年-第 7 年）						第 8-30 年	
		第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年	小计		
一	收入合计	24,749.06	26,372.81	26,372.81	18,958.94	20,003.60	116,457.22	577,535.41	693,992.63
1	综合管廊收入	16,237.50	17,861.25	17,861.25	17,861.25	18,905.91	88,727.16	541,713.88	630,441.04
2	车位收入	711.18	711.18	711.18	782.3	782.3	3,698.14	26,951.15	30,649.29

¹ 已投资金额为当地财政投资金额，公司暂未出资。



3	广告费收入	200	200	200	210	210	1,020.00	5,906.20	6,926.20
4	充电桩收入	100.38	100.38	100.38	105.39	105.39	511.92	2,964.18	3,476.10
5	补贴收入	7,500.00	7,500.00	7,500.00	-	-	22,500.00	-	22,500.00
二	税金、费用合计	2,079.82	2,225.96	2,225.96	2,239.17	2,333.19	11,104.10	62,489.37	73,593.47
1	税金及附加	64.13	64.13	64.13	69.59	69.59	331.57	2,270.95	2,602.52
2	运营成本及费用	2,015.69	2,161.83	2,161.83	2,169.58	2,263.60	10,772.53	60,218.42	70,990.95
三	净收益	22,669.24	24,146.85	24,146.85	16,719.77	17,670.41	105,353.12	515,046.04	620,399.16

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

根据可研报告，遂平县新区综合管廊及停车场项目在本期债券存续期内可实现净收益105,353.12万元，可覆盖用于项目的债券本金和存续期利息。项目税后财务内部收益率为11.27%，税后投资回收期为9.88年。

但中证鹏元注意到，综合管廊及停车场项目建设进度受资金到位及施工情况影响存在一定的不确定性，且目前建设进度滞后；进入运营期后，综合管廊及停车场项目运营及收费情况是否达到预期，受管廊使用单位需求及当地经济发展情况影响存在一定不确定性。

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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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%，自二季度实现转负为正以来，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，全年进出口总额创历史新高，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。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。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，引导资金服务实体经济；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，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。

2018年下半年至2019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，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，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

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；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。2018年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，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。10月，国办发[2018]101号文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。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

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，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

遂平县经济保持增长，但整体规模较小，食品制造业和休闲旅游业为其特色产业

遂平县位于河南省中南部，紧邻驻马店市区，是驻马店市“一中心五组团”的3个组团县之一。全县总面积1,080平方公里，辖18个乡镇（街道、管委会），203个行政村（居委会）。遂平县北至郑州180公里，南距武汉300公里，距驻马店中心城区10公里。境内正在修建的S330、S241、S328、周驻南高速横穿东西，京港澳高速、京广铁路、京广高铁、107国道、七蚁公路以及即将实施的许信高速纵贯南北，处于郑州、武汉1小时经济圈内，距驻马店高铁站仅10分钟车程。

遂平县农作物常年播种面积170万亩以上，其中粮食作物播种面积140万亩以上，粮食年综合生产能力6亿公斤以上，盛产小麦、玉米、大豆、花生、烟叶等作物，是全国优质小麦标准化示范区、全国商品粮生产基地县。遂平县内嵯峨山风景区是国家5A级旅游景区、国家地质公园、国家森林公园。根据遂平县人民政府《2021年政府工作报告》，遂平县将聚焦产业发展“两大特色”，培优做强食品制造业提质做优休闲旅游业。

近年来遂平县经济持续增长，综合实力稳步增强，但经济总量仍较小。从GDP构成来看，第二产业仍是遂平县主要产业，2020年遂平县三次产业结构比重由2018年的13.5:44.5:42.0调整为15.98:45.23:38.79。2020年遂平县常住人口44.14万人，人均GDP为全国人均GDP的73.60%，区域经济发展水平一般。

近年来遂平县固定资产投资增速波动放缓，2018-2020年固定资产投资（不含农户）增速分别为10.9%、12.1%和6.5%。其中，2020年第二产业投资38.7亿元，较2019年增长23%；第三产业投资67.0亿元，较2019年下降6.5%。房地产投资方面，2018-2020年遂平县房地产开发投资30.49亿元、31.6亿元与30.89亿元，总体投资规模较为稳定。

表6 遂平县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	235.4	5.1%	226.4	6.6%	221.4	8.9%
第一产业增加值	37.6	2.6%	34.1	1.9%	29.8	3.4%
第二产业增加值	106.5	5.2%	106.0	9.3%	98.5	10.1%
第三产业增加值	91.3	6.0%	86.3	5.1%	93.1	10.0%
规模以上工业增加值	-	5.3%	-	8.5%	45.0	9.1%
固定资产投资（不含农户）	110.0	6.5%	103.2	12.1%	92.1	10.9%
社会消费品零售总额	70.3	-2.5%	94.7	10.8%	85.5	11.0%
进出口总额	6.7	3.0%	-	-	-	-
存款余额	228.81	13.1%	202.24	8.5%	186.42	3.5%
贷款余额	158.99	15.7%	137.45	11.2%	123.58	13.4%
人均 GDP（元）	53,321		52,565		51,286	
人均 GDP/全国人均 GDP	73.60%		74.15%		79.34%	

注：表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2018-2020 年遂平县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

根据《遂平县2020年财政决算及2021年上半年财政收支情况报告》，2020年遂平县实现公共财政收入13.75亿元，同比增长11.7%；实现政府性基金收入11.90亿元，同比增长6.2%。

五、公司治理与管理

公司是按照《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定，由遂平县国资办、驻马店产投集团共同出资设立，并依据《中华人民共和国公司法》的相关要求，制定了公司章程，建立包括股东会、董事会、监事会和经理层在内的现代法人治理结构。

公司设有股东会，是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针及投资计划，审议批准公司年度财务方案、决算方案，对发行公司债券作出决议等。公司设有董事会，董事会成员为三人，由股东会过半数表决权的股东选举产生，董事每届任期三年；设董事长一人，由董事会选举产生，为公司的法定代表人。董事会负责决定公司经营计划的投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案等。公司设经理一名，由董事会聘任或者解聘，负责主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等。公司设有监事会，监事会成员五人，由股东会过半数表决权的股东选举产生，每届任期为三年；监事会行使对检查公司财务、对董事及高级管理人员执行公司职位的行为进行监督等职权。

公司设立综合办公室、财务管理部、工程管理部、项目管理部、融资管理部、合同审计部、资产管理部等职能部门，组织架构图见附录三。其中财务管理部负责公司年度财务管理，计划编制，办理会计

日常事务等工作；融资管理部通过政策性银行贷款、商业性银行贷款、民间融资等方式筹集城市建设资金，履行产业集聚区内基础设施建设项目法人和财政性投资建设工程项目法人职责，保证项目实施；资产管理部按照市场规则统一经营公司国有资产实现国有资产保值增值。

六、经营与竞争

公司是遂平县重要的保障性住房项目和基础设施项目建设主体，主要业务包括工程代建、货币化安置、公路工程施工、公路养护和销售商品等，其中工程代建和货币化安置为公司主要收入来源，2018-2020年工程代建和货币化安置收入占营业总收入比重均超过85%；近三年公司营业收入持续增长，主要系受工程代建和货币化安置项目结算进度及新增销售商品业务的影响所致。销售毛利率方面，2018-2020年公司销售毛利率持续下降，其中2020年因各业务板块毛利率均有所下降，公司销售毛利率降幅较大。2021年1-6月，公司实现营业收入2.81亿元，销售毛利率17.80%。

表7 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
工程代建	16,281.50	19.84%	32,177.13	15.79%	23,070.89	19.07%	28,661.76	17.98%
货币化安置	7,462.03	4.63%	20,196.80	1.90%	24,806.04	4.63%	16,101.75	4.63%
销售商品	1,472.85	37.86%	2,794.36	13.33%	3,015.48	34.60%	-	-
公路养护	1,285.30	21.19%	1,479.64	13.41%	2,223.25	19.81%	3,691.16	21.31%
公路工程施工	1,634.26	36.92%	2,088.80	14.55%	2,071.43	27.95%	2,432.51	37.89%
其他	-	-	418.81	-250.06%	409.30	-93.49%	588.73	-118.26%
合计	28,135.94	17.80%	59,155.54	8.95%	55,596.38	13.00%	51,475.92	13.43%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司承担了遂平县域内大量保障性住房和重要市政基础设施建设项目的建设任务，其中公司的保障性住房建设业务采取两种模式，分别为货币化安置模式和委托代建模式。

公司货币化安置项目规模较大，未来收入较有保障

公司于2018年新增货币化安置业务，主要由遂平县豫资城乡投资发展有限公司（以下简称“豫资城乡投资”）和遂平县恒大城市建设发展有限公司（以下简称“遂平恒大建设”）两家子公司负责运营，豫资城乡投资和遂平恒大建设分别与遂平县住房和城乡建设局（以下简称“遂平县住建局”）签订政府购买服务协议。公司实际支付给各拆迁办和相关项目融资成本计入保障性住房的货币化安置项目成本，政府按照该项目成本上浮一定比例支付给公司相应款项作为货币化安置收入。公司根据项目进度、项目投入及一定的收益加成预估收入，并经政府有关部门审核并出具项目结算单，公司据此确认收入。近年来公司根据成本加成5%的比例确认货币化安置收入。货币化安置项目约定回款时间10-18年不等，但实际回款情况受政府资金安排影响低于约定支付金额。



近年来公司结算的货币化安置项目主要为遂平县供销社周边，老教育局和水厂周边，车站街道三官庙社区、三官庙组及周边，新区魏岗、下洼庄，新区马庄居委会马庄、黄庄5个棚户区改造项目（以下简称“老教育局及水厂周边棚户区改造项目”）。2018-2020公司分别确认货币化安置收入1.61亿元、2.48亿元和2.02亿元，分别实现毛利率4.63%、4.63%和1.90%，2020年毛利率下降主要系2018-2019年按毛利润纳税，2020年因计税方式变更按收入总额纳税。

表8 近年公司货币化安置收入明细情况（单位：万元）

年度	项目	建设主体	当年确认成本	当年确认收入
2020年	老教育局及水厂周边棚户区改造项目		11,377.09	11,945.95
	遂平县计生指导站周边棚户区改造区域		7,218.25	7,579.16
	遂平县莲花湖街道青龙池周边、青牛池周边，莲花池西关十字路口棚户区改造区域	豫资城乡投资	1,216.75	1,277.59
2019年	老教育局及水厂周边棚户区改造项目		23,657.61	24,840.49
2018年	老教育局及水厂周边棚户区改造项目		15,356.30	16,124.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司在建货币化安置模式的保障性住房项目预计总投资2.63亿元，已投资1.91亿元，尚需投资0.73亿元，存货中待结算工程中货币化安置项目账面价值6.51亿元，未来收入较有保障。

表9 截至2020年末公司主要在建货币化安置模式的保障性住房项目情况（单位：万元）

项目	建设主体	总投资	已投资	尚需投资
遂平县莲花湖街道青龙池周边、青牛池周边，莲花池西关十字路口棚户区改造区域	豫资城乡投资	26,319.74	19,060.52	7,259.22

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司工程代建业务在建项目较为充足，未来收入较有保障，但面临较大的资金压力

公司的基础设施项目建设及部分保障性住房建设业务采取委托代建的模式，主要由公司本部及子公司（主要为遂平县城建建设投资集团有限公司，以下简称“遂平城乡公司”）与遂平县人民政府签订委托代建协议。项目建设期间，公司先行垫付建设资金，待竣工验收后由遂平县人民政府与公司进行结算，工程结算内容包括公司的前期费用、建筑安装工程费用、设备及工器具购置费用、工程建设管理成本、融资成本、税费和项目管理费用等等。工程结算款由政府有关部门每年末进行结算，其中代建管理费费率（工程成本基础上加成）由政府相关部门与公司协商确定，近年来根据项目不同代建管理费费率大部分在20%-25%之间。工程代建项目未约定回款时间，一般项目竣工交付后3-5年内支付，但2018-2019年收现比较低，回款情况不佳，2020年有所改善，实际回款情况受政府资金安排影响较大。

近年来公司结算的基础设施项目主要为遂平县新区公共基础设施建设项目、遂平县贫困村基础设施建设项目、遂平县产业集聚区徐店社区城中村改造项目和遂平县党庄城中村改造项目等。受项目建设及结算进度影响，近年来公司工程代建收入波动下降，2018-2020年分别实现工程代建收入2.87亿元、2.31

亿元和3.22亿元。毛利率方面，公司工程代建业务毛利率根据结算项目代建管理费率的的不同，近年来有所波动，2018-2020年分别为17.98%、19.07%和15.79%。

表10 2018-2020 年委托代建业务确认收入的项目情况（单位：万元）

年度	项目	项目类别	成本	收入	代建费率
2020年	遂平县新区水治理工程	基础设施项目	18,070.93	21,579.85	20%
	遂平县贫困村基础设施建设项目	基础设施项目	3,845.60	4,778.15	25%
	遂平新区基础设施建设项目	基础设施项目	2,127.50	2,540.61	20%
	遂平县农村人居环境整治项目	基础设施项目	1,842.56	1,835.91	-
	党庄城中村改造工程	保障性住房（委托代建模式）	1,208.22	1,442.61	20%
	合计		27,094.81	32,177.13	-
2019年	遂平县党庄城中村改造项目	保障性住房（委托代建模式）	2,732.66	3,263.27	20%
	遂平县贫困村基础设施建设项目	基础设施项目	15,938.94	19,807.62	25%
	合计		18,671.60	23,070.89	-
2018年	遂平县党庄城中村改造项目	保障性住房（委托代建模式）	3,040.69	3,631.11	20%
	遂平县产业集聚区徐店社区城中村改造项目	保障性住房（委托代建模式）	3,826.40	4,569.39	20%
	遂平县贫困村基础设施建设项目	基础设施项目	12,149.77	15,098.74	25%
	遂平县新区公共基础设施建设项目	基础设施项目	4,491.22	5,362.51	20%
	合计		23,508.07	28,661.76	-

注：遂平县农村人居环境整治项目未约定代建管理费费率，该项目收入为按实收金额确认，非按完工百分比法确认。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末，公司在建的代建项目主要为遂平县贫困村基础设施建设项目等，项目预计总投资16.56亿元，已投资14.87亿元，尚需投资2.08亿元，且存货中待结算工程中市政基础设施建设项目账面价值1.94亿元，未来收入较有保障。2020年末公司自营项目主要为本期债券募投项目，预计总投资14.17亿元，已投资1.65亿元，尚需投资12.52亿元；公司主要在建代建项目及自营项目合计尚需投资14.60亿元，公司面临较大的资金压力。

表11 截至 2020 年 12 月 31 日公司主要基础设施工程及保障性住房建设项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	运营模式
遂平县贫困村基础设施建设项目	35,920.00	39,648.28	-	代建
遂平县党庄城中村改造项目	29,767.81	28,331.16	1,436.65	代建
遂平县产业集聚区徐店社区城中村改造项目	26,102.64	26,214.40	-	代建
遂平县新区水治理工程	27,113.60	18,070.93	9,042.67	代建
遂平县新区基础设施建设项目	19,860.00	17,880.25	1,979.75	代建
遂平县城供水管网工程	14,334.00	8,963.29	5,370.71	代建
城南推进区道路及管网工程建设项目	12,500.00	9,576.57	2,923.43	代建
遂平县新区综合管廊及停车场项目	141,741.24	16,513.28	125,227.96	自营



合计	307,339.29	165,198.16	145,981.17	-
----	------------	------------	------------	---

注：项目实际施工与规划存在差异，个别项目累计已投资超过计划总投资规模；已投资金额包含已经结转金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

商品销售、公路施工及养护业务是公司收入的有益补充

公司的2019年新增商品销售业务，主要由子公司遂平县遂兴建筑材料有限公司（以下简称“遂兴建材”）经营，业务范围主要为砂石、建材、生产加工销售。公司目前主要采用购买矿石-加工沙石-销售的业务模式，销售对象以当地工程建筑类企业为主。2019-2020年末公司分别实现商品销售业务收入3,015.48万元和2,794.36万元（其中存在河南博超建筑安装工程有限公司关联交易718.11万元和1,086.78万元），毛利率分别为34.60%和13.33%，因2020年疫情影响砂石销售不畅，砂石价格走弱，导致毛利率下降。

公司的公路施工业务主要由子公司河南省遂平县公路工程开发有限公司（以下简称“遂平公路开发”）经营，业务范围主要为遂平县的县城道路、农村道路的施工建设。遂平公路开发具有公路工程施工总承包贰级资质，一般通过公开招投标的方式承接公路施工业务，根据与业主单位签订的施工合同，按照合同约定的日期进行工程施工结算。近年来公司进行的主要公路施工项目包括百县通村入组项目、遂平县农村公路建设项目和2020年县域农村公路项目等，合计总投资2.19亿元，截至2020年末已投资2.19亿元，随着公路工程的陆续完工，未来业务持续性存在一定不确定性。2018-2020年，公司分别实现公路工程施工收入2,432.51万元、2,071.43万元和2,088.80万元，受公司承接公路施工业务量不同，有所波动；毛利率方面，公路工程施工业务毛利率持续下降，主要系公司每年所负责的工程项目不同导致结算成本变动所致。

公司的公路养护业务主要由子公司遂平县宇翔公路养护有限公司（以下简称“宇翔养护”）和遂平县顺达公路养护工程有限公司（以下简称“顺达养护”）经营；其中顺达养护主要负责遂平县农村公路养护，宇翔养护主要负责遂平县内国道养护，主要客户为遂平县交通局、遂平县公路养护中心（原遂平县公路局）。公司的公路养护业务在遂平县具有一定的区域垄断性，2018-2020年公司实现公路养护收入3,691.16万元、2,223.25万元和1,479.64万元，公司公路养护业务收入有所下降，主要系养护路段需要修整的工程量减少所致；毛利率方面，公路养护业务毛利率持续下滑，主要系业务量减少，但固定开支成本占比较大所致。

公司在资产注入、政府补助等方面获得了当地政府的较大支持，有助于提升公司的资本实力

公司作为遂平县重要的基础设施建设开发投融资主体，持续获得遂平县政府较大支持。遂平县人民政府通过资产注入和政府补助的方式提升公司的资本实力，以增强公司的融资能力。

资产注入方面，2016年-2020年遂平县政府通过注入资金、经营权、实物资产等合计增加资本公积14.39亿元。政府补助方面，2016-2020年公司合计收到政府补助7.22亿元，有效提高了公司的利润水平。



表12 2016-2020 年公司获得的外部支持情况（单位：万元）

1、资产注入			
年度	资产性质	资产名称	价值
2020 年	经营权、实物资产	遂平县嵯峨山卫星人民公社旧址经营权、遂平县下宋水库经营权、遂平县市场发展局经营权、红石崖风景区经营权及其资产	67,770.33
	资金	遂平县财政局注资款 10,725.00 万元	10,725.00
2019 年	资金	遂平县财政局拨付公司 7,300.00 万元用于增加资本公积	7,300.00
2018 年	资金	遂平县政府拨付 2,000 万元用于对遂平县蓝天园林工程有限公司出资	2,000.00
2016 年	股权	遂平县房城市政工程有限公司 100%股权	5,006.17
	股权	驻马店市白云纸业有限公司 13%股权	5,187.00
	债权转投资	遂平县财政局对公司债权转为对公司的投资	43,250.70
	资金	遂平县政府向遂平县芳林建设发展有限公司追加投资	2,677.00
2、补贴收入			
年度	主要依据文件		金额
2020 年	遂平县财政局遂财办[2020]31 号文件		13,987.79
2019 年	遂平县财政局遂财办[2019]52 号文件、遂平县财政局遂财办[2019]49 号文件		16,350.55
2018 年	遂平县财政局遂财办[2018]67 号文件		11,000.00
2017 年	遂平县财政局遂财办[2017]51 号文件、遂平县财政局遂财办[2017]52 号文件、遂平县财政局遂财办[2017]53 号文件		15,208.50
2016 年	遂平县财政局遂财办[2016]35 号文件、遂平县财政局遂财办[2016]38 号文件、遂平县财政局遂财办[2016]41 号文件、遂平县财政局遂财办[2016]37 号文件		15,671.90

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，报告采用新会计准则编制。公司 2018 年新设立全资子公司遂平县遂兴建筑材料有限公司；2019 年因股权收购增加子公司河南博超建筑安装工程有限公司；2020 年新设立全资孙公司遂平县遂荣环保科技有限公司与遂平县遂发园林绿化有限公司；2021 年 1-6 月合并范围无变化。

资产结构与质量

公司资产保持增长，但应收款项和存货占比较大，资产流动性较弱

随着政府资产注入和工程建设的投入，近年公司资产保持增长，2021 年 6 月末资产总额达 90.34 亿元，主要包括应收账款、应收往来款、代建项目、土地及资产经营使用权等资产。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，近年流动资产占总资产比重均在 80% 以上。

公司货币资金主要为银行存款，2020 年末公司货币资金账面余额 0.69 亿元，无受限资金。公司的应



收账款主要为应收工程款，其他应收款主要为应收的往来款，应收对象主要为政府及行政事业单位；随着公司业务规模的扩大，近年来公司应收账款增长较快，2020年末公司应收账款账面价值16.11亿元，其中应收遂平县财政局、遂平县住建局余额占应收账款总额的61.20%、38.14%，账龄在0-3年。近年来公司其他应收款规模波动增长，2020年末公司其他应收款账面价值为4.96亿元，其中主要为应收当地国有房地产企业的应收款项，前三大客户合计占比61.79%，账龄均在一年以内。2020年末公司应收款项合计占总资产比重为23.71%，主要应收对象为政府及当地国企，账龄较长，回收时间存在一定不确定性。

公司存货主要为待结算工程、待开发土地和库存商品。2020年末公司存货账面价值合计52.18亿元，其中待结算工程账面价值8.45亿元，主要系公司保障性住房建设项目和代建的市政工程项目；库存商品账面价值3.69亿元，主要为公司持有的马庄社区、施庄社区和党庄社区保障房及配套设施；待开发土地账面价值40.02亿元，共计46宗面积合计4,568.87亩的土地，其中被抵押土地账面价值5.88亿元，面积543.77亩；账面价值37.56亿元的40宗面积合计4,260.29亩土地为政府注入，均未缴纳土地出让金；账面价值2.47亿元的6宗面积合计308.58亩土地为招挂拍取得，均已缴纳出让金；从用途来看，7宗土地为划拨用地合计436.27亩，账面价值0.66亿元，划拨用地中3宗为公益用地，账面价值0.16亿元，其他土地为出让地，证载用途主要为商业、住宅或商住混合用地。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.58	0.65%	0.69	0.78%	2.10	2.62%	4.86	6.20%
应收账款	16.90	18.70%	16.11	18.13%	15.91	19.86%	10.95	13.99%
其他应收款	3.05	3.38%	4.96	5.58%	1.09	1.36%	3.73	4.76%
存货	54.63	60.47%	52.18	58.72%	53.08	66.26%	50.59	64.59%
流动资产合计	76.18	84.32%	74.61	83.96%	73.09	91.24%	71.18	90.89%
可供出售金融资产	2.65	2.94%	2.65	2.99%	2.45	3.06%	2.58	3.29%
投资性房地产	3.67	4.07%	3.66	4.11%	3.76	4.69%	3.77	4.81%
无形资产	6.91	7.64%	6.97	7.84%	0.28	0.35%	0.29	0.37%
非流动资产合计	14.16	15.68%	14.26	16.04%	7.02	8.76%	7.14	9.11%
资产总计	90.34	100.00%	88.87	100.00%	80.11	100.00%	78.32	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司可供出售金融资产均为按成本计量的可供出售权益工具，2020年末账面价值为2.65亿元，主要为对一加一天然面粉有限公司（账面价值1.02亿元）、驻马店市白云纸业有限公司（账面价值0.82亿元）等公司的股权投资，累计计提减值准备0.04亿元。公司的投资性房地产主要为房屋建筑物，按成本计量账面价值，2020年末账面价值为3.66亿元，其中已取得房产所有权的房屋建筑物账面价值为0.36亿元，创业大厦的房屋权证尚在办理中。公司无形资产2020年增加6.69亿元，主要系遂平县国资委将遂平县嵛岈山卫星人民公社旧址经营权、遂平县下宋水库经营权、遂平县市场发展局经营权、红石崖风景区使用

权划拨给公司，其评估价值为6.78亿元。

近年公司资产保持增长，但应收款项规模较大且回收时间存在一定不确定性，对营运资金形成一定占用，截至2020年末公司存货中土地价值37.56亿元的土地未缴纳土地出让金，占总资产比重为42.26%，其中账面价值5.88亿元的土地被抵押。整体来看，公司资产流动性较弱。

收入质量与盈利能力

公司营业收入持续增长，但回款受政府资金安排影响较大且政府补贴对公司利润水平贡献度较高

2018-2020年公司营业收入规模持续增长，主要系受代建项目结算进度及新增销售商品业务的影响所致；2018-2019年公司收现比分别为0.53和0.45，处于较低水平，2020年主营业务回款情况有所改善，但回款金额受政府资金安排影响较大。

2018-2020年公司销售毛利率持续下滑，其中2020年公司销售毛利率降至8.95%，主要系工程代建等业务毛利率下降，以及毛利率较低的货币化安置业务的占比上升和2020年货币安置化业务计税方式变动等所致。2018-2020年公司获得财政补贴分别为1.10亿元、1.64亿元和1.40亿元，占当期利润总额的比例分别为68.13%、82.24%和115.12%，政府补助对公司利润水平的贡献程度较高。2021年1-6月，公司实现营业收入2.81亿元，毛利率提升至17.80%，主要系部分毛利率较高的项目于上半年根据工程进度结算所致。

表14 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
营业收入	2.81	5.92	5.56	5.15
收现比	1.08	1.01	0.45	0.53
营业利润	0.83	1.22	1.99	1.58
其他收益	0.58	1.40	1.64	1.10
利润总额	0.83	1.22	1.99	1.61
销售毛利率	17.80%	8.95%	13.00%	13.43%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

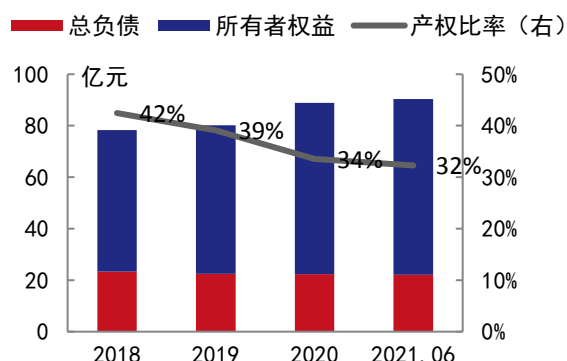
资本结构与偿债能力

公司总债务规模有所下降，但面临一定的债务压力

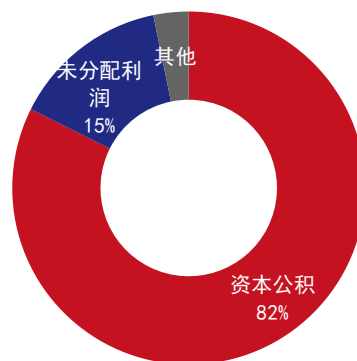
随着股东注入资产，公司所有者权益持续提升，2021年6月末其账面价值达68.30亿元；由于借款规模下降，近年公司负债总额小幅下降，2021年6月末为22.05亿元，以非流动负债为主；综合影响下，产权比率有所下降，所有者权益对负债的保障能力有所增强。

图 1 公司资本结构

图 2 2021 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

截至2020年末，公司短期借款主要包括保证借款0.10亿元，贷款对象为当地农商行。公司其他应付款主要为往来款，2020年末余额为3.02亿元，应付对象主要为当地国企。公司一年内到期的非流动负债为即将到期的长期借款，2020年末余额为1.75亿元。公司长期借款系政策性银行、商业银行借款及信托借款等，主要为质押借款、抵押借款及保证借款，借款期限在2-20年不等，随着公司长期债务的偿还，2020年末长期借款余额降至15.23亿元，其中抵、质押物主要为应收账款、土地使用权等。公司其他非流动负债为与长江金融保理有限公司的有追索权的保理借款，2020年末融资余额为0.40亿元。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

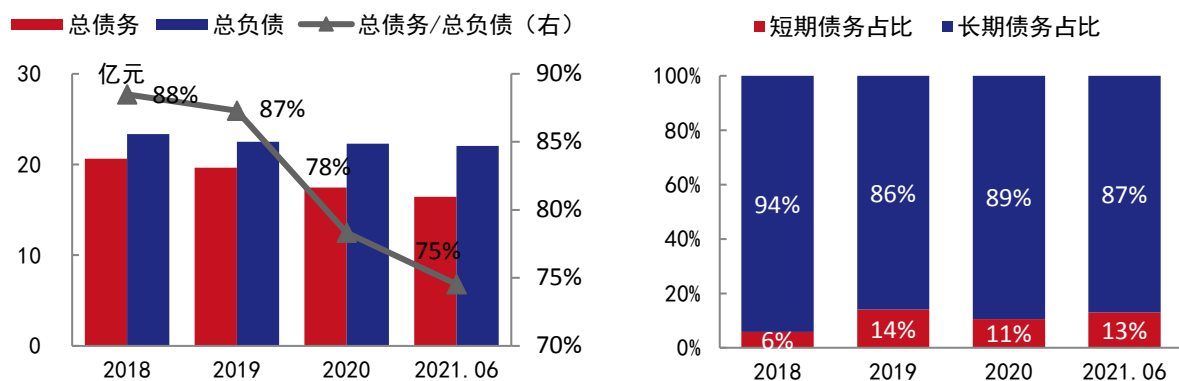
项目	2021 年 6 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.11	0.51%	0.10	0.43%	0.50	2.22%	0.50	2.14%
其他应付款	3.51	15.91%	3.02	13.53%	1.19	5.31%	1.16	4.95%
一年内到期的非流动负债	2.02	9.17%	1.75	7.84%	2.26	10.05%	0.71	3.04%
流动负债合计	7.75	35.14%	6.68	29.95%	5.63	24.98%	3.90	16.69%
长期借款	13.90	63.04%	15.23	68.26%	16.49	73.24%	18.75	80.31%
其他非流动负债	0.40	1.81%	0.40	1.79%	0.40	1.78%	0.70	3.00%
非流动负债合计	14.30	64.86%	15.63	70.05%	16.89	75.02%	19.45	83.31%
负债合计	22.05	100.00%	22.31	100.00%	22.52	100.00%	23.34	100.00%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

2021年6月末公司总债务规模较2018年末下降20.44%，其规模有所下降但总额仍达16.43亿元，且总债务占公司负债总额的比例达74.54%，公司存在一定债务压力。从债务结构来看，公司以长期债务为主。

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 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

从偿债指标来看，2021年6月末公司资产负债率为24.40%，较2018年末有所下降，主要系政府资产注入和公司偿还借款。随着工程项目和保障房项目等的持续投入，2021年6月末公司现金短期债务比由2018年末的4.02下降至0.27，短期偿债压力较大。公司EBITDA利息保障倍数有所下降，随着未来有息债务的增加，利息规模会进一步增加，预计EBITDA利息保障倍数将进一步降低。总体来看，公司面临一定的债务压力。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	24.40%	25.11%	28.11%	29.80%
现金短期债务比	0.27	0.37	0.76	4.02
EBITDA 利息保障倍数	--	4.03	4.27	5.36

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

八、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9月23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。从2018年1月1日至报告查询日，遂平城乡建设投资公司（查询日为2021年10月25日）、豫资城乡投资（查询日为2021年9月15日）、遂平恒大建设（查询日为2021年10月25日）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，但遂平城乡建设投资公司存在一笔1.00亿元的关注类贷款及一笔1.59亿元的关注类担保贷款。

九、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

募投项目收益是本期债券本息偿付的重要资金来源。根据可研报告，在本期债券存续期内，本期债券募投项目可实现净收益10.54亿元，是本期债券本息偿付的资金来源之一。但中证鹏元关注到，本期债券募投项目建设进度受资金到位及施工情况影响存在一定的不确定性；进入运营期后，本期债券募投项目运营及收费情况是否达到预期，受管廊使用单位需求及当地经济发展情况影响存在一定不确定性。

其次，公司自身经营产生的收益亦为本期债券偿债资金来源。2018-2020年，公司实现营业收入分别为5.15亿元、5.56亿元和5.92亿元；销售商品、提供劳务收到的现金分别为2.71亿元、2.51亿元和5.96亿元；2020年末公司存货中待结算工程账面价值8.45亿元，未来收入来源较有保障。但中证鹏元关注到公司2018-2019年收现比均处于较低水平，且2018-2019年公司经营活动产生的现金流分别净流出7.69亿元和2.46亿元，未来公司业务的回款情况存在不确定性。此外，公司土地资产为本期债券还本付息提供了一定保障。截至2020年末，公司拥有未受限的土地34.15亿元，主要为证载性质为出让的商住用地，有一定的再融资能力。但土地大部分未缴纳土地出让金，且未来变现易受当地土地市场波动影响，未来土地能否集中变现存在不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

中豫担保提供的全额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信用水平

根据《河南省中豫融资担保有限公司担保函》，中豫担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中豫担保保证的范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付的费用；保证期间为本期债券存续期及到期之日起二年，若债券持有人在此期间内未要求中豫担保承担保证责任的，中豫担保免除保证责任。

经国家发展和改革委员会批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另经中豫担保的书面同意。未经中豫担保书面同意而加重担保人责任的，中豫担保就加重部分不再承担担保责任。

中豫担保成立于2017年11月，初始注册资本为30.00亿元，2019年9月增资扩股30.00亿元，截至2020年末，中豫担保注册资本和实收资本均为60.00亿元，城乡一体化公司持有中豫担保32.50%股权，中豫担保实际控制人为河南省财政厅。截至2020年末中豫担保股权结构如下表所示。

表17 截至 2020 年末中豫担保股权结构（单位：万元）

股东名称	投资金额	持股比例
河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司	195,000.00	32.50%
郑州投资控股集团有限公司	45,000.00	7.50%
焦作市投资集团有限公司	30,000.00	5.00%
禹州市投资总公司	30,000.00	5.00%
新乡平原示范区投资集团有限公司	30,000.00	5.00%



开封城市运营投资集团有限公司 ²	22,500.00	3.75%
其他股东	247,500.00	41.25%
合计	600,000.00	100.00%

资料来源：中豫担保 2020 年审计报告

中豫担保业务主要在河南省内开展，经营范围包括融资性担保业务、金融担保业务、非融资性担保业务和投资等其他业务。收入主要来源于担保业务收入和利息收入，随着担保业务开展，担保业务收入呈快速增长趋势，同时中豫担保持有的货币资金和委托贷款能贡献一定规模的利息收入（含计入财务费用中的利息收入）。2020年中豫担保实现营业总收入4.11亿元，同比增96.47%；其中，担保收入为1.78亿元，同比增长237.32%。

表18 2018-2020 年中豫担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2020 年 金额	2019 年 金额	2018 年 金额
营业总收入	41,062.13	20,899.44	12,637.45
其中：担保收入	17,768.59	5,267.62	1,631.44
利息收入	1,885.16	5,717.15	3,194.50
咨询收入	21,180.29	9,914.67	7,798.07
其他收入	228.18	0.00	13.44
减：提取未到期责任准备金	5,927.92	1,444.10	730.77
投资收益	0.00	0.00	458.01
财务费用	-17,165.65	-10,061.93	-9,051.56

资料来源：中豫担保2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

截至2020年末，中豫担保资产总额为71.87亿元，所有者权益为62.18亿元；2020年中豫担保实现营业总收入4.11亿元，利润总额3.57亿元。

表19 2018-2020 年中豫担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
总资产	718,714.84	658,551.86	326,017.67
所有者权益合计	621,828.10	618,505.51	304,093.87
营业总收入	41,062.13	20,899.44	12,637.45
担保业务收入	17,768.50	5,717.15	1,631.44
利息收入	1,885.16	5,267.62	3,194.50
利润总额	35,652.79	23,203.83	17,487.14

² 2020 年 6 月“开封新区基础设施建设投资有限公司”名称变更为“开封城市运营投资集团有限公司”。



净资产收益率	4.31%	3.77%	4.34%
融资担保余额（亿元）	-	69.38	18.95
准备金覆盖率	-	2.15%	3.29%
融资担保放大倍数（倍）	-	1.12	0.62
当期担保代偿率	-	0.00%	0.00%

注：表中“-”表示数据未公开披露。

资料来源：中豫担保 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，中豫担保主体信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。

十、结论

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AAA。



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本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

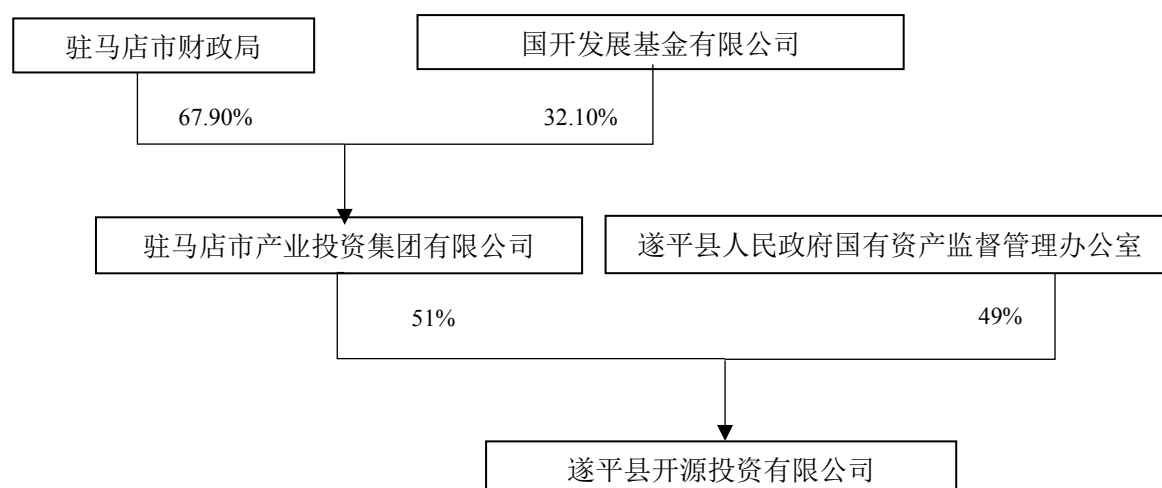


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	0.58	0.69	2.10	4.86
应收票据及应收账款	16.90	16.11	15.91	10.95
应收账款	16.90	16.11	15.91	10.95
存货	54.63	52.18	53.08	50.59
流动资产合计	76.18	74.61	73.09	71.18
非流动资产合计	14.16	14.26	7.02	7.14
资产总计	90.34	88.87	80.11	78.32
短期借款	0.11	0.10	0.50	0.50
其他应付款（合计）	3.51	3.02	1.19	1.16
其他应付款	3.51	3.02	1.19	1.16
一年内到期的非流动负债	2.02	1.75	2.26	0.71
流动负债合计	7.75	6.68	5.63	3.90
长期借款	13.90	15.23	16.49	18.75
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	14.30	15.63	16.89	19.45
负债合计	22.05	22.31	22.52	23.34
总债务	16.43	17.48	19.66	20.65
所有者权益	68.30	66.56	57.59	54.98
营业收入	2.81	5.92	5.56	5.15
营业利润	0.83	1.22	1.99	1.58
其他收益	0.58	1.40	1.64	1.10
利润总额	0.83	1.22	1.99	1.61
经营活动产生的现金流量净额	-0.07	0.68	-2.46	-7.69
投资活动产生的现金流量净额	-0.07	-0.61	0.06	-0.64
筹资活动产生的现金流量净额	0.03	-1.48	-0.36	3.73
财务指标	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	17.80%	8.95%	13.00%	13.43%
收现比	1.08	1.01	0.45	0.53
资产负债率	24.40%	25.11%	28.11%	29.80%
现金短期债务比	0.27	0.37	0.76	4.02
EBITDA（亿元）	--	1.56	2.15	1.68
EBITDA 利息保障倍数	--	4.03	4.27	5.36

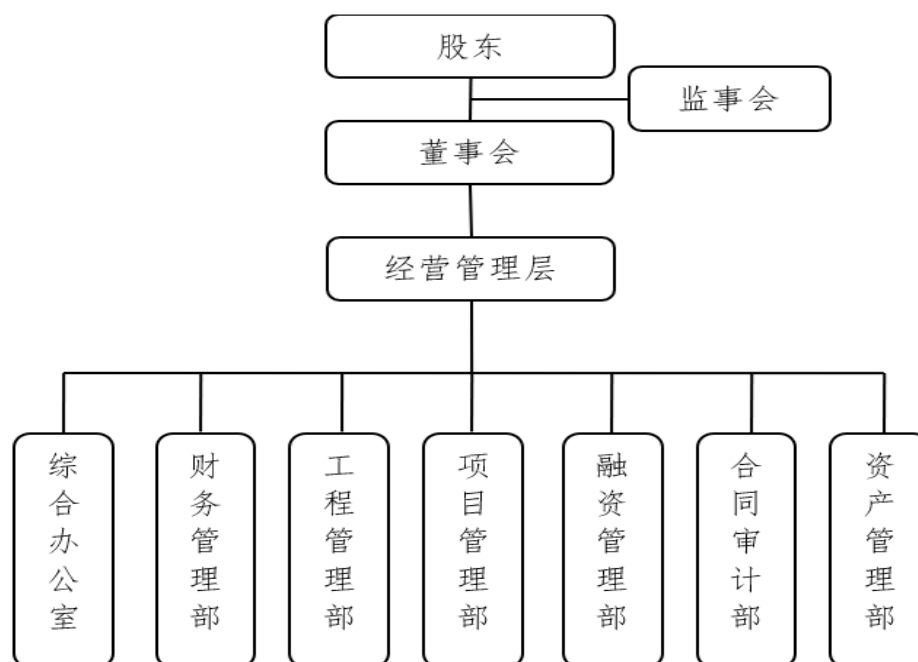
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告、2020 年审计报告和 2021 年 1-6 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021 年 6 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	层级
遂平县城乡建设投资集团有限公司	11,752.00	100.00%	一级子公司
遂平县房城市政工程有限公司	7,000.00	71.43%	一级子公司
遂平县宇翔公路养护有限公司	100.00	100.00%	一级子公司
遂平县顺达公路养护工程有限公司	1,000.00	100.00%	一级子公司
河南省遂平县公路工程开发有限公司	6,000.00	100.00%	一级子公司
遂平县豫资城乡投资发展有限公司	105,000.00	100.00%	一级子公司
遂平县国土资源开发有限公司	100,000.00	100.00%	二级子公司
遂平县欣盛市政工程建设发展有限公司	6,000.00	51.00%	二级子公司
遂平县恒大城市建设发展有限公司	5,000.00	51.00%	二级子公司
遂平县天中文化旅游创意有限公司	1,000.00	70.00%	二级子公司
遂平县芳林建设发展有限公司	6,000.00	51.00%	二级子公司
遂平县遂兴建筑材料有限公司	500.00	100.00%	二级子公司
河南博超建筑安装工程有限公司	6,000.00	100.00%	二级子公司
遂平县遂荣环保科技有限公司	1,000.00	100.00%	二级子公司
遂平县遂发园林绿化有限公司	1,000.00	100.00%	二级子公司

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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
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。