



2020年辉县市豫辉投资有限公司公司债券 2022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.

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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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：

2020年辉县市豫辉投资有限公司公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
20 豫辉债	AAA	AAA

评级观点

- 中证鹏元维持辉县市豫辉投资有限公司（以下简称“豫辉投资”或“公司”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“20 豫辉债”的信用等级为 AAA。
- 该评级结果是考虑到：辉县市旅游资源丰富，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，公司砂、石销售业务具有一定的区域垄断性，盈利能力较强，近年获得较大力度的外部支持；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。中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”）提供的保证担保有效提升了“20 豫辉债”的信用水平。

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。

评级日期

2022 年 6 月 13 日

联系方式

项目负责人：刘玮
 liuw@cspengyuan.com

项目组成员：何贺
 heh@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021	2020	2019
总资产	107.99	98.63	55.47
所有者权益	63.38	62.20	37.74
总债务	26.00	21.65	7.99
资产负债率	41.31%	36.94%	31.97%
现金短期债务比	0.63	1.43	2.06
营业收入	11.73	10.29	5.83
其他收益	0.08	0.10	0.15
利润总额	0.90	1.16	0.90
销售毛利率	16.61%	16.90%	12.39%
EBITDA	2.23	2.03	1.48
EBITDA 利息保障倍数	1.90	2.49	3.57
经营活动现金流净额	-5.42	-7.23	-1.59
收现比	53.22%	55.84%	96.29%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



优势

- **辉县市旅游资源丰富，2021 年经济保持增长。**辉县市素有“豫北粮仓”之称，旅游资源丰富，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，2021 年经济保持增长。
- **公司砂、石销售业务具有一定的区域垄断性，盈利能力较强。**公司是辉县市范围内唯一一家砂石开采企业，具有一定的区域垄断性，销售毛利率维持较高水平，盈利能力较强。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2021 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“20 豫辉债”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，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“20 豫辉债”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、土地和采砂权为主，应收款项对资金形成一定占用，且部分应收对象为民营企业，需关注回收风险；此外公司部分资产使用受限，整体资产流动性较弱。
- **公司经营活动现金流表现欠佳，面临一定的资金压力。**2021 年公司经营活动现金仍呈净流出状态，表现较差；截至 2021 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。**2021 年公司总债务规模继续增加，资产负债率有所上升，现金短期债务比大幅下降，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较高	财务风险状况	有效净资产规模	5
	GDP 规模	2		资产负债率	5
	GDP 增长率	3		EBITDA 利息保障倍数	7
	地区人均 GDP/ 全国人均	2		现金短期债务比	7
	公共财政收入	2		收现比	4
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	6			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
业务状况等级		中等	财务风险状况等级		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					1



公司主体信用等级

AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AAA	2021-6-22	刘玮、万蕾、何贺	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)	阅读全文
AA/稳定	AAA	2019-4-15	刘玮、王贞姬	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 豫辉债	8.00	8.00	2021-6-22	2027-1-15

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、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2022年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为10.10万元。

三、发行主体概况

2021年1月，根据《河南省财政厅等五部门关于印发河南省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（豫财企[2020]17号）、《辉县市财政局等三部门关于划转部分国有资本充实社保基金的通知》（辉财[2020]63号）文件相关要求，将辉县市国有资产服务中心持有的公司7.53%的股权一次性划转至河南省财政厅。2021年12月，按照新乡市委、市政府工作部署，根据新乡市人民政府市长办公会议纪要（[2021]60号）及《辉县市国有资产服务中心关于国有资产无偿划转的通知》（辉国资[2021]2号）文件要求，将辉县市国有资产服务中心持有的公司51%股权无偿划转至新乡国有资本运营集团有限公司（以下简称“新乡国资集团”）。截至2021年12月末，公司注册资本5.00亿元，实收资本5.00亿元，新乡国资集团持有公司51.00%的股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为新乡市财政局。

2021年11月10日，公司发布《辉县市豫辉投资有限公司关于董事长、董事、总经理发生变动的公告》，根据辉县市国有资产服务中心文件（辉国资【2021】2号）要求及公司股东会决议，委派张国利为公司董事长兼法定代表人，根据公司董事会决议，聘任任新建为公司总经理。此次变更后，公司董事长为张国利，董事为任新建，职工董事为郭少飞。

2021年公司合并报表范围内新增4家二级子公司，截至2021年末纳入公司合并范围内的二级子公司共19家，详见附录四。

表1 2021年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二级子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
辉县市豫辉国储林建设投资有限公司	83.30	19,503.39	森林改培；人工造林	新设
辉县市豫辉物资有限公司	100.00	1,000.00	煤炭及制品销售	新设
辉县市润生混凝土有限公司	51.00	2,500.00	混凝土生产，石材加工销售	购买
河南凝夏建设工程有限公司	100.00	1,000.00	房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包	购买

资料来源：公司2021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

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。



2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

区域经济环境

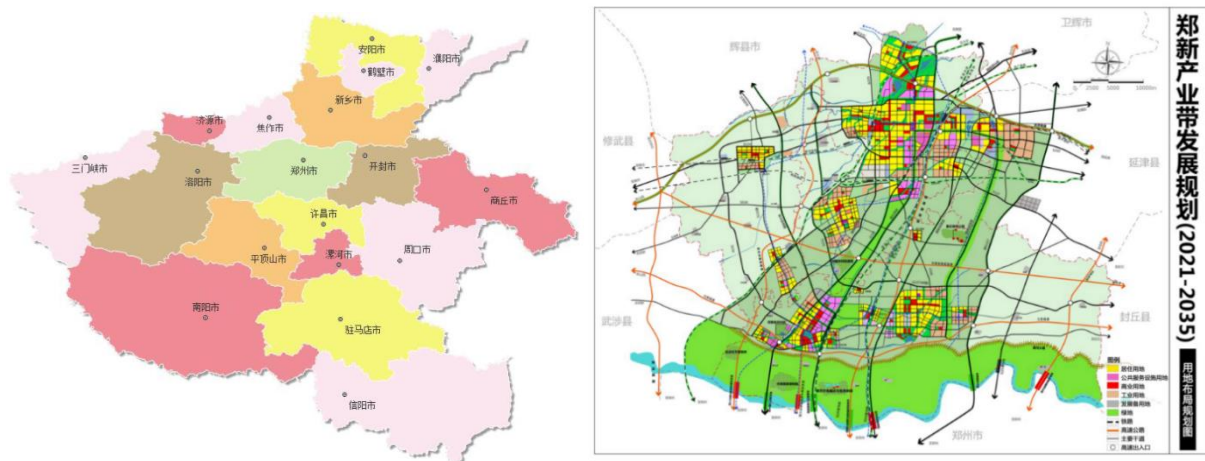
新乡市二、三产业发展相对均衡，郑新一体化战略带来发展机遇，以第三产业投资为首的投资增长带动区域经济实力持续提升，但地方财政自给程度偏低，政府债务余额快速扩张

区位特征：新乡市系豫北地区首批国家公路运输枢纽城市，近年持续深化郑新一体化发展战略。新乡市地处中原腹地，位于河南省北部，南临黄河，北依太行。新乡市为豫北地区首批国家公路运输枢纽城市，京深高铁、京广、新月、新菏等铁路，京港澳、大广、荷宝、原焦等高速和107国道贯穿新乡；全市平原面积占比78%，是全国重要的商品粮基地和优质小麦生产基地，市内产业覆盖41个行业大类中的33个，也是河南省重要的工业基地。新乡市下辖12个县（市、区）、1个城乡一体化示范区、2个国家级开发区，总面积8,249平方公里，近年常住人口数量有所波动，2021年末全市常住人口617.1万人，同比减少1.29%，常住人口城镇化率58.39%。近年郑州市、新乡市两地之间复合交通廊道建设持续推进，郑新一体化的发展定位为大都市区北部综合交通枢纽和商贸物流中枢、中部地区先进制造业基地、中部地区创新创业新高地、生态宜居的文旅康养休闲区，新乡市中心城区、新乡县、原阳县、平原城乡一体

化示范区为一体化重点发展区域。当前产业协同发展格局初步形成，郑新一体化发展战略逐步深入。

图1 河南省行政区划图

图2 郑新产业带发展规划（2021-2035）



资料来源：公开资料、《郑新产业带发展规划（2021—2035年）》

经济发展水平：新乡市二、三产业发展相对均衡，近年经济实力不断提升，但经济增速和人均产值尚不及全国水平。近年新乡市经济实力不断提升，2021年地区生产总值在河南省17个地级市中排名第六，投资及消费为区域经济发展主要动力，其中第三产业投资保持增长。分行业看，2019-2020年基础设施投资为新乡市发展主动力，同比分别增长73.9%和36.6%；2021年民间投资和工业投资同比分别增长15.7%和23.2%，带动地区经济回暖。地产经济方面，2020-2021年新乡市房地产开发投资保持增长，但增速有所回落，近年商品房待售面积持续下降，区域房地产销售处于库存去化阶段。2021年新乡市地区生产总值3,232.53亿元，区域经济增速和人均GDP尚不及全国水平，当年产业结构由2019年的8.7:45.9:45.4调整为9:44.6:46.4，二、三产业发展相对均衡。

表2 2021年河南省部分地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
郑州市	12,691.02	4.7%	10.07	1,223.63	-
洛阳市	5,447.10	4.8%	7.72	397.90	263.2
南阳市	4,342.22	9.0%	4.49	224.78	242.3
许昌市	3,655.40	5.5%	8.34	189.12	-
周口市	3,496.23	6.3%	3.87	158.24	-
新乡市	3,232.53	6.6%	5.20	208.28	149.0
商丘市	3,083.00	4.0%	3.94	190.13	-

注：“-”数据未获取；郑州市、洛阳市、周口市、商丘市人均GDP=2021年GDP/七普常住人口。

资料来源：各地方政府网站，中证鹏元整理

表3 新乡市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值（GDP）	3,232.53	6.6%	3,014.51	3.2%	2,918.18	7.0%
固定资产投资	-	12.1%	-	6.4%	-	11.3%
社会消费品零售总额	1,056.63	9.3%	966.53	-3.0%	1,129.30	10.8%
进出口总额	112.9	11.0%	101.7	19.8%	84.97	6.8%
人均 GDP（元）	52,028		51,846		50,277	
人均 GDP/全国人均 GDP	64.25%		71.56%		70.92%	

注：“-”数据未公告。

资料来源：2019-2021 年新乡市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：装备制造、食品加工、纺织服装、现代家居为新乡市主导产业，高技术产业发展引导全市产业升级。新乡市拥有化工、造纸、建材、能源四大传统产业，装备制造、食品加工、纺织服装、现代家居四大主导产业，电池与电动车、生物与新医药、电子信息三大战略性新兴产业。为推动制造业高质量发展，新乡市出台千亿产业集群、百亿骨干企业、中小微企业成长培育支持举措，2021年高技术产业增加值增长23.7%，高于规模以上工业增加值增速15.4个百分点。当前新乡市产业结构偏粗偏重、战略新兴产业规模偏小，产业转型升级任务依然较重，对此，市政府主导强化建链引链育链，推进传统支柱产业高端化、智能化、绿色化、服务化改造。截至2021年末，新乡市共有4家A股上市公司，分别为新乡化纤、华兰生物、瑞丰新材、拓新药业。

发展规划及机遇：新乡市坚持郑新一体化发展，打造郑州都市圈北部门户和次中心，同时加快推进新型城镇化，构建以新乡中心城区为核心增长极，以长垣市为副中心，平原示范区、原阳县为桥头堡，以县域中心和小城镇为重要节点的“一核一副多节点”城镇体系。产业方面，《第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》提出，新乡市将围绕培育打造装备制造、食品加工、电池和新能源汽车、生物产业等4个千亿级和纺织服装、现代家居等2个五百亿级产业集群的目标，实施产业强链固链延链拓链行动，打造中部地区先进制造业基地。

财政及债务：新乡市财政自给程度偏低，地方政府债务余额快速扩张。近年新乡市一般公共预算收入平稳增长，税收收入占比相对稳定，约为 71%；支出预算执行中受上级补助、地方政府债券增加等因素影响均有所调增，财政自给率约为 41%，自给程度偏低。此外，土地市场低迷等因素导致新乡市政府性基金收入持续下滑，2019-2021 年全市地方政府债务余额持续提高，复合增速为 29%，但各年均未超限。

表4 新乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	208.3	194.0	187.2
税收收入占比	71.60%	71.04%	71.51%
财政自给率	41.11%	41.00%	40.29%
政府性基金收入	149.0	150.1	153.3
地方政府债务余额	543.2	419.3	325.3

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2019-2021 年新乡市财政预算决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：新乡市重要投融资平台系新乡投资集团有限公司（以下简称“新乡投资集团”），新乡投资集团系新乡市重要的城市基础设施投资建设运营主体和新乡市唯一的市级国有资本投资运营公司，在污水处理和工程建设等领域处于当地主导地位。此外，河南省新乡平原示范区投资集团有限公司（以下简称“平原投资”）为新乡市下属平原示范区投融资平台，主要负责该区域城市基础设施建设。

表5 新乡市重要投融资平台情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
新乡投资集团	新乡市财政局	132.54	56.40%	9.04	139.40	新乡市城市基础设施投资建设运营主体
平原投资	新乡市平原城乡一体化示范区管理委员会	61.60	58.54%	31.26	62.84	平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体

注：上表为 2020 年/2020 年末数据。

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

辉县市素有“豫北粮仓”之称，旅游资源丰富，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，近年经济增长乏力，人均产值较低

区位特征：辉县市为新乡市下辖县级市，素有“豫北粮仓”之称，旅游资源丰富。辉县市为新乡市下辖县级市，位于河南省西北部，地处豫晋接壤地区，北依太行，南眺黄河。市区南距郑州市80公里，东南距新乡市约20公里。辉县市素有“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。辉县旅游资源得天独厚，是国家级旅游业改革创新先行区，现有5A级1家，4A级4家，3A级2家，旅游资源位居全省前五位，拥有的景区数量与栾川县并列河南省第一位。辉县历史文化底蕴厚重，现存历史文物古迹504处，全国重点文物保护单位7处，馆藏文物达1.3万余件套。辉县市辖22个乡镇（镇）街道，540个行政村（含7个移民村），总面积2,007平方公里。根据第七次人口普查数据，全县常住人口84.56万人，较2010年的74.04万人增长14.20%。

经济发展水平：近年辉县市经济保持增长，但增速较慢，人均产值较低。近年辉县市经济保持增长，2021年实现地区生产总值359.04亿元，在新乡市下辖区县中排名第3。当地经济以二三产业为主导，三次产业结构由2019年的12.1：46.3：41.6调整为2021年的10.6：45.0：44.4。工业方面，辉县市能源、资源类规模以上工业达50家，占规模以上企业的29.2%，增加值比重占68.1%，全市工业企业全年平均正常生产时间不足200天。近年来由于资源型、传统型企业占比大，受环保关停限产等因素影响，经济下行压力巨大，近年GDP增速持续低迷。投资和消费是经济增长的主要动力，2020年受疫情影响消费大幅下降，2021年受房地产开发投资下滑影响，投资增速下降，导致GDP增速较慢。近年辉县人均产值均不及全国平均水平且差距有所拉大。

表6 2021年新乡市下辖主要区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入
长垣市	529.59	8.0%	5.84	40.72
红旗区	395.7	6.8%	8.95	10.2
辉县市	359.04	4.1%	4.42	25.20
封丘县	264.1	9.8%	3.81	7.84

注：“-”为数据未获得；除辉县市外其余各区县人均GDP以当地第七次人口普查常住人口数据计算。

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表7 辉县市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	359.04	4.1%	346.97	4.7%	338.8	0.4%
固定资产投资（不含农户）	-	5.0%	-	20.1%	-	10.2%
社会消费品零售总额	101.7	9.6%	92.8	-3.0%	148.3	11.4%
进出口总额	3.7	38.4%	2.7	17.4%	-	-2.6%
人均 GDP（元）	44,151		45,660		44,585	
人均 GDP/全国人均 GDP	54.52%		63.03%		62.89%	

注：“-”数据未公告。

资料来源：2019-2021 年辉县市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：辉县市目前形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业。

辉县市工业基础较好，目前形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，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。现有各级各类企业3,591家，其中工业1,214家；涉及行业门类34个，其中规模以上工业企业171家。现有电力装机容量329万千瓦，年产原煤510万吨，纺织产能超过130万锭，年装备制造生产能力200万吨。

发展规划及机遇：辉县市位于郑新一体化空间格局的三带之一的“南太行文旅康养带”，郑新一体化发展以及一批重大工程项目的实施将为辉县市产业发展、基础设施提升、拓展消费空间等带来发展机遇。“十四五”期间，辉县市把制造业高质量发展作为产业转型升级的重中之重，做大做强先进装备制造、绿色休闲食品主导产业，推动建材、化工、电力、煤炭、纺织服装等传统产业转型升级，打造高端绿色现代产业体系，力争形成超500亿元的产业集群1个，超100亿元的产业集群2-3个。

财政及债务：近年辉县市财政收入持续增长，但自给能力较弱，政府债务持续扩张。近年辉县市一般公共预算收入保持增长，其中税收收入占比在 70%左右，财政收入质量尚可，但财政自给能力较弱且持续下降。近年辉县市政府性基金收入持续增长，以国有土地使用权出让收入为主。区域债务方面，近年辉县市政府债务余额有所扩张。

表8 辉县市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）



项目	2021 年	2020 年	2019 年
一般公共预算收入	25.20	23.58	23.46
税收收入占比	72.22%	69.72%	70.03%
财政自给率	46.94%	50.26%	51.19%
政府性基金收入	11.07	10.37	8.17
地方政府债务余额	-	34.25	30.75

资料来源：辉县市人民政府网等，中证鹏元整理

投融资平台：目前，辉县市仅有公司一家已发债的投融资平台。

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。2021年公司营业收入有所增长，主要系工程项目及砂、石销售收入增加所致；毛利率小幅下降，主要系工程项目、砂石销售业务毛利率均有所下降所致。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程项目收入	61,857.24	12.51%	58,752.46	16.17%
砂、石销售收入	23,756.95	32.85%	18,134.93	48.66%
粮油销售收入	15,918.04	6.67%	15,772.84	5.04%
保安、押运收入	4,033.50	13.61%	4,016.66	15.65%
热力收入	6,645.57	17.60%	3,644.29	-11.03%
其他收入	4,334.92	18.40%	2,164.75	-106.16%
主营业务小计	116,546.22	16.41%	102,485.93	16.64%
其他业务小计	751.90	48.90%	435.97	79.43%
合计	117,298.12	16.61%	102,921.90	16.90%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021 年公司工程项目收入有所增长，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。2021年公司实现工程项目收入6.19亿元，毛利率为12.51%，有所下降，主要系按照净额结算模式的项目占比较2020年减少所致。

表10 2020-2021 年公司工程项目回购收入确认情况（单位：万元）



年份	项目名称	确认收入	确认成本
2021 年	百泉河周边棚户区改造项目（卫源小区）	7,368.75	6,619.06
	辉县市百泉镇富庄村棚户区改造项目（富庄小区）	25,005.06	21,954.63
	辉县市 S229 辉原线辉县至新乡大召营段改建工程项目（二次）	8,108.07	7,685.04
	辉县市 S306 卫柿线薄壁西南水北调河至铁匠庄段加宽工程	7,257.19	6,878.56
	辉县市 S311 封辉线自行车道项目	1,714.45	1,625.00
	辉县市 X013 凤辉线新辉路至胡韦线段改建工程项目	5,564.13	5,273.83
	辉县市 Y033 西申线南水北调桥至 G234 段改建工程	4,308.17	4,083.40
	新建菏宝高速辉县站互通式立交工程	1,490.86	0.00
	辉县市九山路（七贤大道-长城大道）提升改造工程	307.47	0.00
	辉县市 X013 凤辉线新辉路至胡韦线段绿化亮化及自行车道工程	311.08	0.00
2020 年	辉县市九山路（文昌大道-七贤大道）道路改建、七贤大道（九山路-和谐路）路面修复工程	422.03	0.00
	合计	61,857.24	54,119.50
	辉县市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
	新建菏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
2020 年	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2021年末，公司主要在建工程项目计划总投资10.89亿元，已投资9.45亿元，尚需投资1.44亿元，考虑到近年经营活动现金流表现欠佳，公司存在一定的资金压力。

表11 截至 2021 年 12 月 31 日公司主要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	是否签订代建协议
辉县市百泉河周边棚户区改造项目	29,647.43	28,399.92	是
辉县市富庄村棚户区改造项目	79,205.08	66,076.86	是
合计	108,852.51	94,476.78	-

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，盈利能力较强，但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

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”）和辉县市豫辉矿业发展有限公司负责运营（以下简称“豫辉矿业”）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，2020年起辉县市政府授权三和砂石作为辉县范围内唯一一家砂石开采企业，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”）以及豫辉矿业下属辉县市豫辉新霖建材有限公司、辉县市豫辉一旭建材有限公司等5家制砂子公司进行加工和销售获取销售收入，具有一定垄断优势。

2021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。2021年公司砂、石销售收入增加至2.38亿元，主要系豫辉矿业下属5家制砂子公司陆续投产销售所致；毛利率为32.85%，盈利能力仍较强，但下滑明显，主要系豫辉矿业下属5家制砂子公司于2021年8月开始试生产，前期生产规模较小、运营成本较高所致。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。

公司砂、石销售业务下游客户主要为区域内建材公司等，2021年前五大客户销售金额占当期砂、石销售收入的比例为17.34%，集中度较低。

表12 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
2021 年	长垣市长鸿商砼有限公司	1,937.64	8.16%
	新乡市亿丰混凝土有限公司	782.16	3.29%
	河南华建商品混凝土有限公司	681.23	2.87%
	河南新霖建材有限公司	417.88	1.76%
	河南新基混凝土有限公司	300.00	1.26%
	合计	4,118.91	17.34%
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%

资料来源：公司提供

公司粮油销售收入小幅增长，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，2021年实现粮油销售收入1.59亿元，毛利率为6.67%，收入和毛利率均有所提升，主要系公司不同粮食种类的销售价格均有所上升所致。

表13 公司粮油销售业务主要种类情况

种类	项目	2021 年	2020 年
小麦	销售量（吨）	35,229	49,553
	平均售价（元/吨）	2,622	2,423
玉米	销售量（吨）	10,476	8,817
	平均售价（元/吨）	2,521	2,233
大米	销售量（吨）	159	140
	平均售价（元/吨）	5,600	5,578

资料来源：公司提供

此外，公司仍从事热力、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。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。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

2021年公司获得政府补助1.06亿元，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

2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2021年公司新纳入4家二级子公司，截至2021年末公司纳入合并报表范围的二级子公司共19家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，部分资产使用受限，整体流动性较弱

公司资产规模有所增长，2021年末为107.99亿元，其中流动资产占比为51.71%。

截至2021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，2021年由于工程项目收入增加但回款较慢而大幅上升。公司其他应收款主要包括应收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0.98亿元、辉县市豫辉公路养护有限责任公司往来款0.32亿元以及民营企业河南安瑞置业有限公司往来款1.16亿元、河南永大化工有限公司往来款0.67亿元等。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，2021年末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等。

截至2021年末，公司固定资产主要为房屋及建筑物、光伏电站等。公司在建工程主要为汽车部件产业园、三和砂石站点建设项目等，随着工程持续推进以及新增砂石加工机器、站点、厂房等在建项目而有所增加。公司无形资产主要为购置的土地使用权和政府划拨的采砂权等，其中账面价值30.02亿元的采砂权因质押受限。

整体来看，公司资产以应收款项、土地和采砂权为主，应收款项对资金形成一定占用，部分款项存在一定回收风险，且2021年末包括货币资金、长期股权投资、投资性房地产和无形资产在内的账面价值合计34.40亿元的资产使用受限，整体资产流动性较弱。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.64	6.15%	9.69	9.83%
应收账款	21.94	20.32%	11.93	12.09%
其他应收款	5.27	4.88%	8.56	8.68%
存货	21.50	19.91%	21.50	21.80%
流动资产合计	55.84	51.71%	52.85	53.59%
固定资产	7.92	7.33%	7.64	7.75%
在建工程	5.81	5.38%	3.94	4.00%
无形资产	33.22	30.76%	32.46	32.91%
非流动资产合计	52.15	48.29%	45.77	46.41%



资产总计	107.99	100.00%	98.63	100.00%
------	--------	---------	-------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2021年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。2021年公司营业收入有所增长，主要系工程项目及砂、石销售收入增加所致；毛利率小幅下降，主要系工程项目、砂石销售业务毛利率均有所下降所致。2021年公司收现比小幅下滑，主业回款能力有所下降。公司继续获得政府补助，计入其他收益和营业外收入，对公司利润贡献较大。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

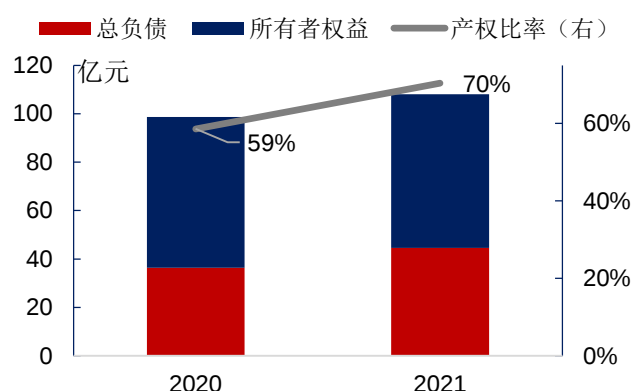
指标名称	2021 年	2020 年
收现比	53.22%	55.84%
营业收入	11.73	10.29
营业利润	0.18	0.34
其他收益	0.08	0.10
营业外收入	1.00	0.86
利润总额	0.90	1.16
销售毛利率	16.61%	16.90%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

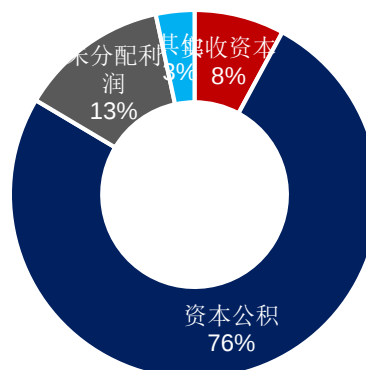
资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增长，偿债指标趋弱，债务压力加大

2021年随着公司融资规模扩大，公司负债规模有所增长；得益于利润累积，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3 公司资本结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构看，2021年末流动负债占总负债比重为57.09%。

截至2021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交通运输局、九冶建设有限公司、新乡市长城机械有限公司、河南省第二建设集团有限公司等企业的工程款以及河南孟电集团有限公司的暖气费等；公司其他应付款主要包括应付辉县市建设投资有限公司等企业的往来款等；公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款。

截至2021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“20豫辉债”；公司长期应付款主要为应付扶贫办专项应付款等。

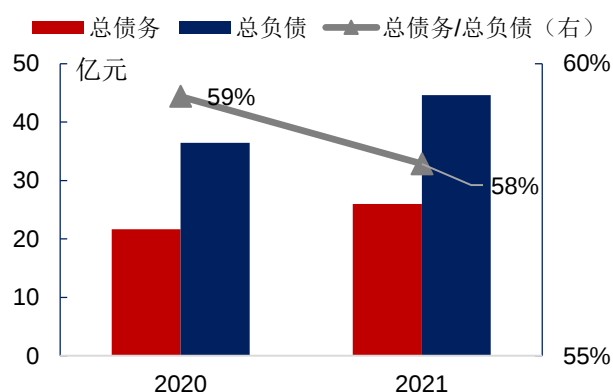
表16 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.04	13.55%	5.13	14.08%
应付账款	9.05	20.28%	8.46	23.22%
其他应付款	3.28	7.36%	2.41	6.62%
一年内到期的非流动负债	4.40	9.87%	1.76	4.84%
流动负债合计	25.47	57.09%	19.34	53.08%
长期借款	7.54	16.90%	6.85	18.80%
应付债券	7.92	17.75%	7.91	21.71%
长期应付款	3.30	7.40%	2.05	5.62%
非流动负债合计	19.14	42.91%	17.09	46.92%
负债合计	44.61	100.00%	36.43	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

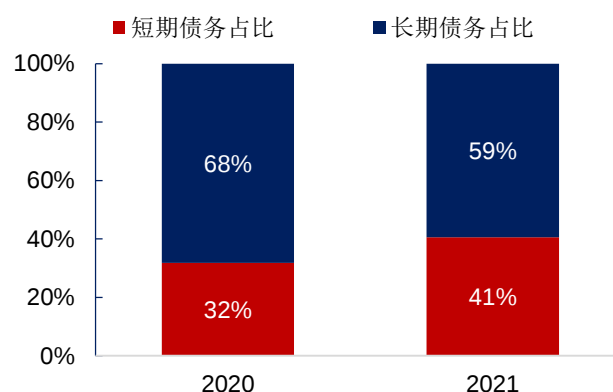
2021年末公司总债务增加至26.00亿元，主要为长期债务，偿债压力加大。

图 5 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 6 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2021 年随着公司融资规模扩大，公司资产负债率有所上升；由于短期债务快速增长，公司现金短期债务比大幅下降，现金类资产对短期债务的覆盖能力趋弱；公司 EBITDA 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 17 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年
资产负债率	41.31%	36.94%
现金短期债务比	0.63	1.43
EBITDA 利息保障倍数	1.90	2.49

资料来源：公司 2020-2021 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 2019 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 4 月 22 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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

公司地处新乡市辉县市，辉县市素有“豫北粮仓”之称，旅游资源丰富，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，近年经济保持增长。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，近年公司营业收入持续增长，主要以工程项目收入为主；公司砂、石销售业务具有一定的区域垄断性，盈利能力较强；公司粮油销售、热力、保安、押运服务等业务丰富了公司收入来源。此外，近年公司获

得辉县市政府在资金注入、资产划拨等方面的支持较多，未来公司有望继续获得辉县市政府的支持。同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，存在一定的资金支出压力等风险因素。

偿债能力方面，近年来公司负债水平持续上升，偿债指标趋弱，鉴于未来在建项目资金支出面临一定压力，预计未来总债务仍将保持一定规模。但考虑到公司未抵押土地资产账面价值较大，可用于银行抵押贷款，一定程度上能够缓解资金压力。总体来看，基于对公司外部运营环境、经营竞争力和偿债能力等综合判断，公司抗风险能力较好。

九、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“20 豫辉债”的信用水平

1、担保条款

中债信用增进出具了《担保函》，约定为“20豫辉债”（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。保证期间为“20豫辉债”存续期间及债券到期之日起两年。

2、担保方分析

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”）成立于2009年9月，是在中国人民银行的指导下，由中国银行间市场交易商协会联合中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司（现更名为国网英大国际控股集团有限公司）、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心（现更名为北京国有资本运营管理有限公司）、首都钢铁集团总公司（现更名为首钢集团有限公司）和北京万行中兴实业投资有限公司（现更名为中银投资资产管理有限公司）共同发起设立的专业债券信用增进机构。中债信用增进成立之初注册资本为60.00亿元人民币，由股东在成立时以货币形式一次性缴足。截至2021年末，中债信用增进注册资本和实收资本均为60.00亿元。

2016年，中国石油天然气集团公司将其持有的中债信用增进16.50%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。2019年7月，中国中化股份有限公司将其持有中债信用增进16.50%股权转让给中化资本有限公司。截至2021年末，中债信用增进股权结构如下表所示。

表18 截至 2021 年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

中债信用增进自身定位为债券市场信用增进及风险管理专业服务的提供商，致力于信用增进产品创新和制度创新，并推动信用风险分散分担机制建设，同时面向中小企业及中低信用等级企业提供专业的信用增进服务，以缓解中小企业融资难困境。具体经营经营范围包括企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务等。目前应监管部门要求，中债信用增进亦在申请融资担保牌照。

中债信用增进主要增信品种包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向债务融资工具等债券类产品以及银行理财产品、信托计划等投资类产品。2021年中债信用增进当期新增信用增进发生项目笔数及当期信用增进发生额同比均有所增长，但受当年增信项目到期规模较大影响，2021年末中债信用增进未到期项目信用增进责任余额进一步下降。截至2021年末，中债信用增进的信用增进放大倍数已下降至6.55倍，资本充足性方面的压力进一步缓解。截至2021年末中债信用增进未到期项目发行主体以信用等级较高的企业为主，AA级及以上企业共计104家，金额合计787.70亿元，占全部增信责任余额的98.77%，整体来看客户资质相对较高。

表19 中债信用增进信用增进业务开展情况（单位：个、亿元）

项目	2021年	2020年	2019年
当期信用增进发生笔数	50	40	33
当期信用增进发生额	257.90	229.22	169.00
未到期项目数量	136	140	128
信用增进责任余额	802.30	913.12	960.50
信用增进放大倍数	6.55	7.63	9.44

资料来源：中债信用增进提供，中证鹏元整理

从项目品种来看，近年来中债信用增进重点针对城投平台客户开展债券信用增进业务，适度拓展地方国有企业的债券项目，积极探索资产证券化类项目。中债信用增进主要为企业债、定向债务融资工具

（PPN）、公司债和中期票据提供增信业务。

表20 中债信用增进增信业务品种分布情况（单位：个、亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	项目数量	增信业务余额	项目数量	增信业务余额	项目数量	增信业务余额
中期票据（MTN）	35	250.50	38	265.90	29	221.40
短期融资券（CP）	3	12.00	2	7.00	3	16.00
超短期融资券（SCP）	2	10.00	5	29.00	4	20.00
定向债务融资工具（PPN）	36	199.87	22	183.00	21	207.00
其中：小城镇项目（PPN）	2	21.37	4	87.00	6	130.00
一般企业（PPN）	34	178.50	18	96.00	15	77.00
绿色票据（GN）	1	6.00	1	6.00	1	6.00
项目收益票据（PRN）	3	9.00	3	12.50	4	21.00
资产支持票据（ABN）	2	7.55	3	10.60	4	13.45
企业债	29	181.26	33	231.93	29	258.57
公司债	18	93.60	10	71.50	10	82.40
信托计划	3	7.50	7.50	26.15	8	40.90
资产支持证券	1	3.22	9	9.38	9	6.62
金融债	0	0.00	1	10.00	1	10.00
保险债权计划	1	10.00	4	41.00	4	51.00
委托债权计划	2	7.00	2	7.00	1	4.00
合计	136	797.50	140	910.96	128	958.34

资料来源：中债信用增进提供，中证鹏元整理

近年来，中债信用增进增信业务主要覆盖基础设施建设、保障房建设、金融业、采矿业、公用事业等方向，客户主要为城投平台，行业分布较为稳定，建筑业行业集中度较高。中债信用增进金融行业增信项目主要是对证券公司、资产管理公司和金融租赁公司等金融机构所发行债券或其他类型金融产品提供增信服务，在金融去杠杆的背景下，此类业务规模近年持续压缩。

近年来中债信用增进持续完善风险管理体系，风险管理水平有所提升，2019-2020年中债信用增进增信业务均未发生代偿情况，2021年以来仅发生一笔信用增进业务代偿，代偿金额为2,025.96万元，为前期集合票据兑付时发生的借款担保，借款到期后企业无力偿付、由中债信用增进代偿，目前已启动追偿工作。2021年中债信用增进当期代偿率为0.05%，整体来看中债信用增进现阶段代偿率很低，信用增进业务风险运行情况较好。但宏观经济增速放缓、国内疫情反复以及部分重点业务开展领域相关融资政策调整等因素影响下，中债信用增进未来业务开展及风险管理仍面临一定挑战。

信用增进风险准备金计提方面，中债信用增进风险准备金包括一般准备、专项准备和特种准备。一

般准备根据增信对象外部评级的差异，按照增信业务名义本金差异化计提，用于弥补尚未识别的可能性损失；专项准备根据增信业务内部风险分类结果并参考外部评级，按照增信业务名义本金差异化计提，用于弥补增信对象不能按时还本付息、因履行代偿而可能发生的损失；特种准备是针对重大突发事件等特殊事项而计提的对于某一国家、地区、行业或某一类风险的准备，特种准备由风险管理部提出计提方案，并报总裁专题会审定后执行。总体而言，中债信用增进风险准备金的计提方法对项目的风险敏感度较高，有利于增强其对风险的抵御能力和对预期损失的冲抵能力。近年来，中债信用增进增信业务风险准备金持续快速增长，2019-2021年末增信业务风险准备金年复合增长21.45%，拨备覆盖率亦持续提升且处于很高水平。

表21 中债信用增进信用增进业务风险准备金情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
增信业务风险准备金	25.96	23.72	17.60
拨备覆盖率	34,892.74%	21,193.79%	11,045.36%

资料来源：中债信用增进提供，中证鹏元整理

中债信用增进资产主要由金融资产、固定资产和投资性房地产构成，其中金融资产规模保持在较高水平，主要为投资的债券、股票和信托计划等金融产品，整体来看资产质量较好。2021年末，中债信用增进资产总额162.08亿元，其中金融资产122.69亿元，占资产总额的75.70%，2020年以来中债信用增进减少信托计划等非标资产投资，加大高等级信用债券和优质股票资产投资力度，整体资产结构有所优化，但在疫情冲击下仍需关注投资资产相关风险。中债信用增进固定资产和投资性房地产系办公楼资产，除了自用的部分楼层，其余楼层用于对外出租，近年来固定资产减少、投资性房地产增加，主要系对一处连廊进行出租，从固定资产转入投资性房地产所致。截至2021年末固定资产账面价值8.66亿元，同比下降5.87%；中债信用增进投资性房地产采用公允价值计量，截至2021年末投资性房地产余额为13.35亿元，同比增长2.69%。中债信用增进参照融资担保公司相应监管要求统计并计算三类资产占比。2021年末，中债信用增进I、II、III级资产占资产总额扣除应收代偿款后的比例分别为45.08%、33.16%和16.59%，I、II、III级资产比例指标满足相应监管要求。

从负债结构来看，中债信用增进负债主要由卖出回购金融资产款和信用增进业务准备金等构成。近年来中债信用增进负债总额总体呈下降趋势，2021年末负债总额39.64亿元，同比下降20.83%，主要系卖出回购金融资产款大幅减少所致。中债信用增进卖出回购金融资产标的全部为债券资产，2021年末卖出回购金融资产7.01亿元，同比下降66.76%。近年来，受疫情对宏观经济冲击的影响，中债信用增进信用增进业务准备金计提金额有所增加，2021年末信用增进业务准备金余额25.96亿元，同比增长9.44%。

近年来中债信用增进所有者权益稳步增长，2021年末所有者权益同比增长2.34%至122.44亿元。2019-2021年末，中债信用增进信用增进放大倍数分别为9.44倍、7.63倍和6.55倍，呈持续下降态势，资本充足性压力得到一定缓解，未来业务发展空间持续拓宽。



中债信用增进营业收入主要来自增信业务收入和投资收益，近年来收入结构较为稳定，营业收入规模有所波动。2021年，中债信用增进实现营业总收入13.01亿元，同比下降 24.01%，主要系投资资产结构变化导致投资收益同比大幅下降所致。近年来中债信用增进信用增进业务收入规模稳步增长，2019-2021年复合增长5.10%。中债信用增进营业支出主要由提取信用增进业务准备金、业务及管理费等组成，2021年中债信用增进营业支出同比下降43.19%，主要系当年提取的信用增进业务准备金大幅减少所致。受益于营业支出的下降，2021年中债信用增进利润总额和净利润规模均有所增加，2021年实现利润总额7.42亿元、净利润6.12亿元，同比分别增长13.28%和16.79%。2021年中债信用增进净资产收益率为5.05%，同比提高0.31个百分点，整体盈利能力有一定回升。

表22 中债信用增进主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	13.01	17.12	13.51
信用增进业务收入	7.85	7.50	7.11
投资收益	4.51	8.83	5.67
提取信用增进业务准备金	2.28	6.12	1.24
业务及管理费	1.68	1.70	1.92
营业利润	7.42	6.55	8.51
利润总额	7.42	6.55	8.51
净利润	6.12	5.24	6.61
营业利润率	57.04%	38.25%	63.02%
净资产收益率	5.05%	4.74%	7.25%

资料来源：中债信用增进 2019-2021 年审计报告及年度报告，中证鹏元整理

中债信用增进股东由交易商协会牵头成立，股东中包括多家资本实力雄厚的央企、国企，中债信用增进在客户资源、业务渠道、资金融通等方面可获得股东的较大支持，同时中债信用增进与银行、证券公司等金融机构建立了良好的合作关系，有利于其长远发展。

综上所述，中债信用增进股东实力强，在业务拓展和资金融通等方面可获得股东大力度支持；近年末中债信用增进的信用增进业务代偿率很低，增信业务质量较好；同时中证鹏元也关注到，中债信用增进2021年信用增进业务规模同比有所下降，受宏观经济增速放缓、国内疫情反复等因素影响，中债信用增进未来业务开展、风险管理仍面临挑战，同时中债信用增进投资资产规模相对较大，也给其带来了一定的信用风险和市场风险敞口。

经中证鹏元综合评定，中债信用增进主体信用等级为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“20豫辉债”的信用水平。

十、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“20豫辉债”的信用等级为AAA。

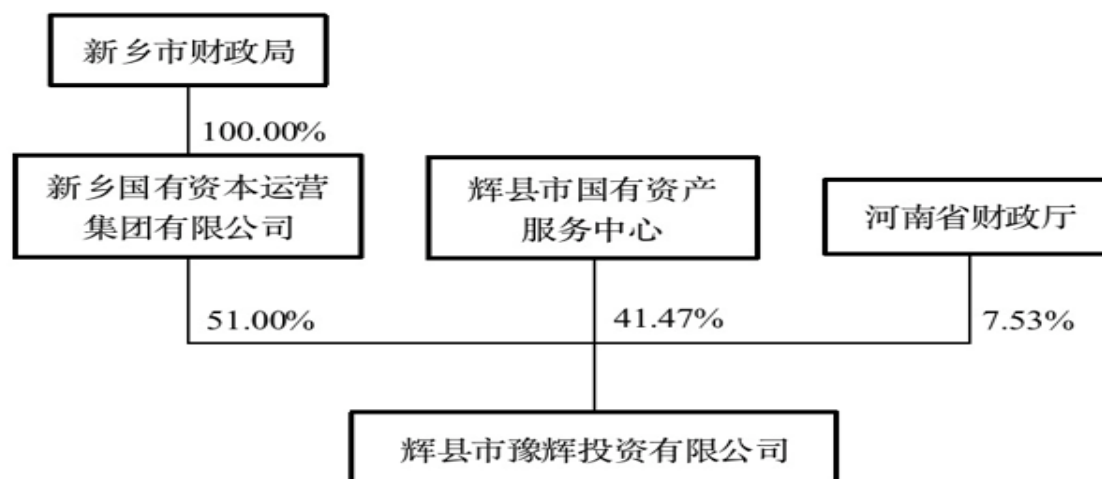


附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	6.64	9.69	3.08
应收账款	21.94	11.93	2.64
存货	21.50	21.50	23.03
流动资产合计	55.84	52.85	43.28
无形资产	33.22	32.46	1.96
非流动资产合计	52.15	45.77	12.19
资产总计	107.99	98.63	55.47
短期借款	6.04	5.13	0.00
应付账款	9.05	8.46	3.36
一年内到期的非流动负债	4.40	1.76	1.53
流动负债合计	25.47	19.34	9.05
长期借款	7.54	6.85	6.46
应付债券	7.92	7.91	0.00
长期应付款	0.00	0.00	1.93
非流动负债合计	19.14	17.09	8.68
负债合计	44.61	36.43	17.73
总债务	26.00	21.65	7.99
营业收入	11.73	10.29	5.83
所有者权益	63.38	62.20	37.74
营业利润	0.18	0.34	-0.11
其他收益	0.08	0.10	0.15
利润总额	0.90	1.16	0.90
经营活动产生的现金流量净额	-5.42	-7.23	-1.59
投资活动产生的现金流量净额	-3.39	-3.75	-0.34
筹资活动产生的现金流量净额	5.76	13.80	2.96
财务指标	2021 年	2020 年	2019 年
销售毛利率	16.61%	16.90%	12.39%
收现比	53.22%	55.84%	96.29%
资产负债率	41.31%	36.94%	31.97%
现金短期债务比	0.63	1.43	2.06
EBITDA（亿元）	2.23	2.03	1.48
EBITDA 利息保障倍数	1.90	2.49	3.57

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

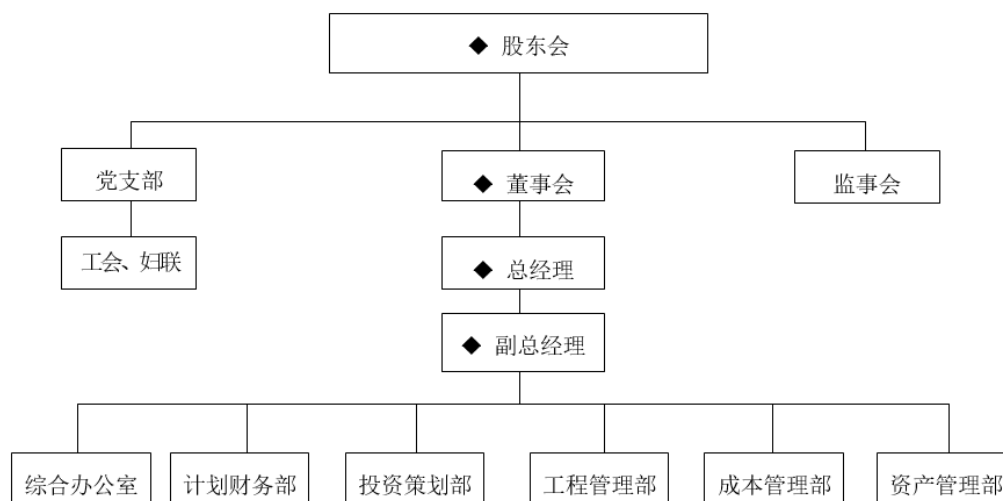
附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 12 月末）



资料来源：公司提供



附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 12 月末）



资料来源：公司提供



附录四 2021 年 12 月末纳入公司合并报表范围的二级子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	成立时间	注册资本	持股比例
辉县市百泉景区管理处	2002 年 11 月 6 日	50.00	100.00
辉县市三和砂石开发有限责任公司	2003 年 6 月 13 日	3,052.00	100.00
辉县市天然资源有限责任公司	2004 年 12 月 30 日	2,500.00	80.84
辉县市房地产综合开发公司	2005 年 4 月 25 日	800.00	100.00
辉县市金穗粮油有限责任公司	2005 年 6 月 15 日	783.50	63.37
辉县市共城热力有限责任公司	2010 年 6 月 18 日	1,000.00	51.00
辉县市金盾保安护卫有限公司	2010 年 12 月 23 日	1,100.00	51.00
辉县市豫辉产业发展有限公司	2013 年 11 月 12 日	10,500.00	100.00
辉县市扶贫开发投资有限公司	2016 年 3 月 7 日	100.00	100.00
辉县市豫辉保障房投资开发有限公司	2018 年 3 月 1 日	1,000.00	100.00
辉县市豫辉城市公共交通有限公司	2018 年 11 月 21 日	2,200.00	100.00
辉县市豫辉胜达农林科技有限公司	2018 年 12 月 27 日	1,000.00	51.00
辉县市豫辉哈工产业引导基金合伙企业（有限合伙）	2020 年 5 月 13 日	10,000.00	99.00
辉县市豫辉商贸有限公司	2020 年 9 月 22 日	1,000.00	100.00
辉县市豫辉矿业发展有限公司	2020 年 8 月 18 日	1,000.00	100.00
辉县市豫辉国储林建设投资有限公司	2021 年 2 月 2 日	19,503.39	83.30
辉县市豫辉物资有限公司	2021 年 12 月 9 日	1,000.00	100.00
辉县市润生混凝土有限公司	2019 年 12 月 27 日	2,500.00	51.00
河南凝夏建设工程有限公司	2020 年 12 月 23 日	1,000.00	100.00

资料来源：公司 2021 年审计报告及公开资料，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。