



2023年延安经济技术开发区投资有限公司 小微企业增信集合债券2023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：

2023年延安经济技术开发建设投资有限公司小微企业增信集合债券 2023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
23 延安经开小微债/23 延经债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：延安经济技术开发建设投资有限公司（以下简称“延安经开”或“公司”）代建业务持续性较好，继续获得较大力度外部支持，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的保证担保有效提升了“23 延安经开小微债/23 延经债”安全性；同时中证鹏元也关注到，公司资产规模下降且流动性较弱，经营收现情况差，在建项目存在较大的资金压力，偿债压力加大，以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性较好，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月16日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@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	2022	2021	2020
总资产	68.53	73.64	60.57
所有者权益	32.83	34.63	32.27
总债务	24.65	26.62	15.16
资产负债率	52.09%	52.97%	46.72%
现金短期债务比	0.64	1.10	0.72
营业收入	2.89	3.51	3.99
其他收益	0.57	0.95	0.97
利润总额	0.88	1.04	1.18
销售毛利率	29.56%	23.95%	17.79%
EBITDA	1.25	1.33	1.43
EBITDA 利息保障倍数	0.91	0.99	1.38
经营活动现金流净额	-0.75	-4.27	0.57

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司代建业务持续性较好。**公司仍主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设等业务，截至 2022 年末，公司主要在建代建项目合计总投资 27.33 亿元，已投资 17.97 亿元，待回购的已投资规模和尚需投资规模均较大，公司代建业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2022 年公司获得政府补助 0.57 亿元，占当期利润总额的 64.74%，有效提升了公司利润水平。
- **中合担保提供的保证担保有效提升了“23 延安经开小微债/23 延经债”安全性。**经中证鹏元综合评定，中合担保主体信用等级为 AAA，由其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“23 延安经开小微债/23 延经债”安全性。

关注

- **公司资产规模下降且流动性较弱。**2022 年公司全资子公司延安高新区循环经济产业园有限公司无偿转出，公司总资产规模下降。公司资产仍以应收款项、存货等为主，其中应收款项主要系应收代建项目款和应收政府单位往来款，回收时间存在一定不确定性，存货以林权和代建项目为主，资产质量较差，资产流动性较弱。
- **公司经营收现情况差，偿债能力指标弱化，偿债压力加大，且在建项目存在较大的资金压力。**公司经营收现情况差，2020-2022 年经营活动现金流净额分别为 0.57 亿元、-4.27 亿元和 -0.75 亿元，已连续两年净流出。2022 年末，现金类资产规模下降使公司现金短期债务比指标下降至 0.64，公司 EBITDA 利息保障倍数下降且小于 1，EBITDA 对利息的保障程度弱。截至 2022 年末，公司主要在建代建及自营项目总投资 40.72 亿元，尚需投资 18.52 亿元，资金主要由公司筹集，面临较大的资金压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 13.61 亿元，占净资产比例为 41.46%。被担保企业中大部分为国企，但担保期限较长且均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
延安旅游	延安市旅游景区的主要经营主体	149.52	55.31	4.72
延安城投	延安市最主要平台	765.21	181.41	30.69
延安新区投资	延安市新区内重要的基础设施建设主体	206.68	68.03	10.82
延安新区集团	延安市新区内最主要的基础设施建设主体	337.94	112.69	16.23
延安经开	延安高新区、吴起县内重要的基础设施建设主体	68.53	32.83	2.89

注：（1）延安旅游为延安旅游（集团）有限公司的简称、延安城投为延安城市建设投资（集团）有限责任公司的简称、延安新区投资为延安市新区投资开发建设有限公司的简称、延安新区集团为延安新区投资发展（集团）有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：中证鹏元数据库

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
------	------	------	------	------	------

区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	4/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	3/7
	行政层级	3/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **a**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是延安市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，延安市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与延安市政府的联系紧密程度中等以及对延安市政府非常重要。同时，中证鹏元认为延安市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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/23 延安 经开小微债 /23 延经债	2022-7-1	胡长森、宋晨阳	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

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
23 延安经开小微债/23 延经债	5.00	5.00	2022-7-1	2028-2-27

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2023年2月发行5年期5亿元“23延安经开小微债/23延经债”，募集资金中3.00亿元用于以委托贷款形式投放于中国银行股份有限公司延安分行推荐并经公司最终确认的，位于延安高新技术产业开发区管理委员会管辖区域内以及经延安高新技术产业开发区管理委员会同意的其他区域的小微企业，2.00亿元用于补充营运资金，截至2023年3月31日，“23延安经开小微债/23延经债”的第一个募集资金专项账户余额1.36亿元，截至2023年3月21日，“23延安经开小微债/23延经债”第二个募集资金专项账户余额0.83万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，控股股东为延安城市建设投资（集团）有限责任公司（以下简称“延安城投”），实际控制人为延安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延安市国资委”）。

公司仍主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、保障房开发等业务。跟踪期内公司合并报表范围变化情况如表1。

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	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
吴起县新洛源物业管理有限责任公司	100.00	100.00%	房地产业	设立
吴起县九川旅游汽车租赁有限责任公司	500.00	100.00%	道路运输业	设立
2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
延安高新区循环经济产业园有限公司	10,000.00	100.00%	商务服务业	股权划转
延安储能谷产业发展有限公司	1,000.00	100.00%	商务服务业	注销

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策

和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要

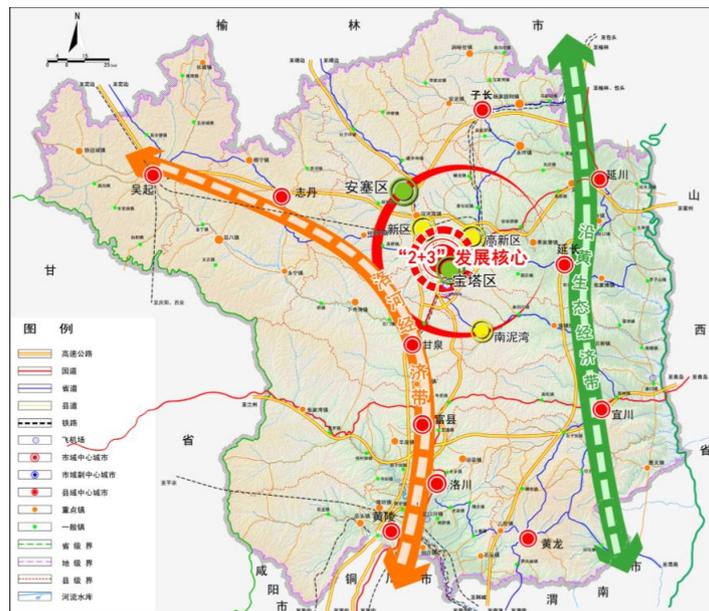
在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

延安市是全国优秀旅游城市，区域内能源资源丰富，形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系，但经济发展对能源工业较为依赖，受益于煤炭等能源景气度较高，近年GDP增速高于全国，但地方政府债务增速较快，主要投融资平台债务规模依旧较大

区位特征：延安市是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地，区域内拥煤炭、石油等矿产资源丰富。延安市是省域副中心城市，位于陕西省北部，地处黄河中游，黄土高原的中南地区，省会西安以北371千米。北连榆林，南接关中阳、铜川、渭南三市，东隔黄河与山西临汾、吕梁相望，西邻甘肃庆阳。延安市下辖1市2区10县，全市总面积3.7万平方公里，截至2022年末，延安市常住人口为226.76万人。延安矿产资源丰富，发展能源化工业具备坚实基础，已探明矿产资源16种，其中煤炭储量115亿吨，石油13.8亿吨，天然气2,000-3,000亿立方米，紫砂陶土5,000多万吨。延安是中国石油工业的发祥地，大陆第一口油井位于延安市延长县，石油开发已有百年历史。“延长石油”被授予中国驰名商标。延安人文旅游资源独具特色，有中华民族圣地黄帝陵、中国革命圣地延安、黄河壶口瀑布、黄土风情文化等，是国务院首批公布的历史文化名城，市内有历史遗迹5,808处，革命旧址445处，珍藏文物近7万件，是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地。

图 1 延安市区域发展布局图


资料来源：延安市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要

经济发展水平：延安市经济发展对能源工业较为依赖，受煤炭等能源景气度提高影响，2021年以来延安市经济增长较快。延安市煤炭等资源丰富，经济发展对能源工业较为依赖。2021年以来，煤炭等能源行业持续高景气度，带动延安市经济快速增长，连续两年高于全国GDP增速水平。2022年延安市的GDP为2,231.93亿元，同比增长4.6%，三次产业结构为10.1：62.8：27.1，仍以第二产业为主。具体来看，第一产业增加值226.49亿元，增长4.8%；第二产业增加值1,401.35亿元，增长4%；第三产业增加值604.09亿元，增长5%。2022年人均GDP是全国人均GDP的1.15倍，高于陕西省平均水平。2022年规模以上工业总产值增长24.9%，其中采矿业增长28.7%，制造业增长22.3%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增长16.9%。全省建筑总产值159.88亿元，同比下降3.2%。全年签订建筑合同额238.86亿元，同比增长6.3%，房屋施工面积290.84万平方米，同比下降22.1%。

固定资产投资方面，延安市固定资产投资增速有所波动，在2020年实现增长之后，连续两年呈下降趋势，但2022年下降的幅度有所减少。具体来看，2021年同比下降23.1%，2022年同比下降2.9%，其中仅第二产业实现增长，同比增长率为19.4%，第一产业投资下降11.6%，第三产业投资下降19.6%。从重点领域看，基础设施投资增长3.9%。消费对延安市经济增长起到一定带动作用，2021年消费市场稳健复苏，社会消费品零售总额414.72亿元，同比增长7.8%。2022年消费市场进一步复苏，实现消费品零售总额445.63亿元，同比增长7.5%。从消费形态看，商品零售额增长8.1%，餐饮收入增长1.2%。

表2 2022年陕西省地级行政区经济财政指标情况（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
西安市	11,486.51	4.4%	8.88	834.09	1,262.94

榆林市	6,543.65	5.6%	18.08	926.81	72.10
咸阳市	2,817.55	4.4%	6.89	115.58	112.17
延安市	2,231.93	4.6%	9.84	180.45	36.44
渭南市	2,201.13	4.0%	4.76	93.19	67.60
宝鸡市	2,743.10	2.8%	8.38	92.65	58.97

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

表3 延安市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,231.93	4.6%	2,004.58	8.1%	1,601.48	-0.8%
固定资产投资	-	-3%	-	-23.1%	-	3.8%
社会消费品零售总额	445.63	7.5%	414.72	7.8%	384.60	-6.5%
进出口总额	17.38	220%	5.35	-78.7%	24.92	3.0%
人均 GDP（万元）		9.84		8.81		7.02
人均 GDP/全国人均 GDP		114.85%		108.83%		96.84%

注：“-”表示数据未公开披露，2020 年人均 GDP=2020 年 GDP/2020 年 11 月 1 日零时延安市常住人口。

资料来源：2020-2022 年延安市国民经济和社会发展统计公报，延安市第七次全国人口普查公报，中证鹏元整理

产业情况：依托区域内丰富的能源以及自然、人文资源，延安市形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系。近年来延安市形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导，农副食品加工、装备制造、新材料、新技术、生物医药等产业同步发展的多元化产业体系。其中能源产业是延安市支柱产业，受益于区域内丰富的煤炭、石油、天然气等资源，形成了以煤炭、原油开采及天然气开采、石油加工、LNG 及天然气等细分产业。农业是延安市特色产业，目前已经形成了苹果、畜牧业、设施农业为主导的“3+X”产业体系。同时延安作为中国革命圣地，具有丰富的人文旅游资源，近年来加速创建全域旅游示范市。2022 年全市拥有等级旅游景区 52 家，共接待旅游人数 560.24 万人次，实现旅游综合收入 1.2 亿元。其中国家 5A 级旅游景区 3 家、国家 4A 级旅游景区 6 家、国家 3A 级旅游景区 43 家。

发展规划及机遇：根据《延安市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，延安市将加快构建“核心引领、两带支撑、多点发力”的区域经济布局。强化“2+3”发展核心引领作用，即宝塔区、安塞区和高新区、新区、南泥湾开发区经济发展。重点建设洛河、沿黄两大经济带。其中洛河经济带，沿洛河串联吴起、志丹、甘泉、富县、洛川、黄陵，充分发挥沿线城镇特色产业优势。沿黄生态经济带，沿黄河西岸串联子长、延川、延长、宜川、黄龙，重点加强沿黄生态环境保护治理和基础设施建设。实施“一县一策”县域经济发展战略。

财政及债务：2022 年延安市一般公共预算收入快速增长，但政府性基金收入持续下滑，地方政府债务增速较快。受益于煤炭行情较好带来的税收增长，2022 年延安市一般公共预算收入快速增长，同比增长 20.3%。从财政收入质量来看，2022 年税收收入占一般公共预算收入进一步提升至 83.43%，财政收入质量较好。政府性基金收入方面，由于土地出让收入减少，近年政府性基金收入持续下滑。区域债务方面，延安市地方政府债务余额增长较快，截至 2022 年末，延安市政府债务余额为 621.21 亿元。

表4 延安市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	180.45	150.06	163.84
税收收入占比	83.43%	79.82%	59.29%
财政自给率	37.80%	36.00%	35.89%
政府性基金收入	36.44	88.18	132.49
地方政府债务余额	621.21	583.92	498.11

资料来源：延安市人民政府网，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，延安市属主要投融资平台共 5 家。其中延安城投为延安市最主要平台之一，负责延安市基础设施建设及公用事业类业务，控股股东为延安市国资委，其资产体量及收入规模均排名靠前，但负债率较高，总债务规模较大。2022 年资产体量同比增长 8.5%，收入规模同比增长 40.3%，资产负债率降低 2.1%，总债务规模降低 0.7%。延安新区投资发展（集团）有限公司（以下简称“延安新区集团”）及延安市新区投资开发有限公司（以下简称“延安新区投资”）为母子公司，主要负责延安市新区城市道路、桥梁、市政设施等基础设施建设平台，从事基础设施建设并负责区域内土地平整，棚户区改造和安置房建设等业务，同时开展商品房开发等业务，集团公司资产体量和收入规模均排名第二。

表5 截至 2022 年末延安市主要投融资平台（单位：亿元）

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务余额	职能定位
延安旅游（集团）有限公司	延安城投	55.31	63.01%	4.72	72.51	延安市旅游景区的主要经营主体
延安城投	延安市国资委	181.41	76.29%	30.69	374.82	延安市最主要平台之一
延安新区投资	延安新区集团	68.03	67.08%	10.82	37.05	延安市新区内重要的基础设施建设主体
延安新区集团	延安市国资委	112.69	66.65%	16.23	108.45	延安市新区内最主要的基础设施建设主体
延安经开	延安城投	32.83	52.09%	2.89	21.76	延安市重要的平台之一

注：财务数据为 2022 年度数据

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

区位特征：延安经济技术开发区位于延安城区东南，区位优势明显。延安经济技术开发区于 2003 年开始筹建，2008 年被省政府批准为省级开发区，2014 年 3 月获陕西省政府批准为省级高新技术产业开发区。延安经济技术开发区实行“一区三园”模式，统辖高新技术产业开发区（原姚店工业园区、安塞工业园区、甘泉工业园区，以下简称“延安高新区”），其中延安高新区为主体区，总规划面积 92.4 平方公里。区位优势明显，210 国道、包茂高速、延延高速、包西铁路、浩吉铁路过境而过，延安火车北站位居其中。

经济发展水平：高新技术企业占比高，规模以上工业总产值快速增长。延安高新区的落户企业中，高新技术企业和科技型企业较多，现有注册企业 2,300 余家，其中高新技术企业占全市的 35.7%。已引

进了大唐集团、彩虹集团、万达集团、延长石油、延安卷烟厂等一批重点企业，2022年完成规模以上工业总产值 115.91 亿元，同比增长 15.6%，亩均产值达 200.49 万元。已建成一批院士工作站和国家级、省级、市级重点实验室、众创空间、工程技术中心、技术转移中心、产业技术创新战略联盟。

产业情况：主要围绕初步形成以能源装备和能源科技服务为代表的产业集群。延安高新区落户能源行业企业包括天津中车风能科技有限公司陕西分公司（以下简称“天津中车陕西分公司”）、彩虹（延安）新能源有限公司（以下简称“彩延新能源”）等企业。其中天津中车陕西分公司是中车株洲所全资子公司的下属分公司，也是中车株洲所在延安的首个产业单元。项目落户在延安市高新区创新科技产业园，厂房及办公总面积约 8,500 平米，建设产能为 500 台 4MW 以上风电轮毂生产流水线，辐射陕西及西北地区，在满产情况下年产值达 5 亿元以上。彩延新能源是彩虹集团新能源股份有限公司（股票代码：HK0438）的全资子公司。彩延新能源于 2016 年 6 月 6 日在延安经济技术开发区设立，注册资金 3 亿元。2016 年 7 月 15 日，彩虹延安光伏玻璃生产线项目建设启动。该项目总投资 7.5 亿元，在延安经济技术开发区建设 850 吨/日全氧、超白、高透太阳能光伏玻璃窑炉及配套生产线。该项目关键技术达到国际先进水平，其中窑炉结构设计、工艺控制技术处于国际领先水平。项目占地 221 亩，建筑面积 11.3 万 m²。项目建成后，预计年产太阳能光伏玻璃镀膜产品 2,600 万 m²，可满足装机 3.4GW。预计年均销售收入约 6.4 亿元，上缴税收约 0.8 亿元，税后利润约 0.63 亿元，解决就业 600 多人。目前，项目已顺利达产。除此之外，《延安中药十三五发展规划（讨论稿）》中明确，积极利用本地特色资源，以延安制药股份有限公司为龙头，推动全域中医药产业发展，形成集群优势。延安高新区制定了延安生物医药产业园规划，以延安制药厂为基础，引进医药龙头企业，依托本地资源，吸收国内外中医药科研力量，打造具有延安特色的生物医药产业园。未来，高新区将构建立足当前、面向未来、彰显特色的“122”产业体系，即以能源科技产业为主导，以电子信息和节能环保为配套，以其他先进制造业和现代服务业为协同的产业体系。

五、经营与竞争

公司是延安市重要的投融资和基础设施建设主体，主要负责延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、保障房开发等业务，代建业务可持续性较好

公司仍主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、保障房开发等业务。受代建业务收入规模下降影响，公司 2022 年公司营业收入规模有所下降，代建收入占营业收入比重为 67.00%，仍是公司收入主要来源。此外，公司 2021-2022 年均未实现房屋销售收入，房屋租赁收入为公司向高新区管委会和入园企业出租厂房、办公楼等取得的租赁收入，规模有所下降。物业管理收入为对入园企业、已售安置小区住户提供物业服务收取的收入，随入园企业增加，收入规模有所上升。公司其他业务收入主要系子公司延安高新区物流发展有限责任公司的农副产品销售收入和光伏电站收入等收入，2022 年收入规模上升。毛利率方面，受益于毛利率高的其他业务收入规模上升，公司 2022 年销售毛利率有所提升。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
基础设施建设业务	19,384.15	67.00%	13.04%	27,090.87	77.20%	13.46%
租赁业务	4,940.78	17.08%	59.85%	6,098.34	17.38%	61.68%
物业管理	2,225.16	7.69%	30.88%	1,230.71	3.51%	26.34%
主营业务收入合计	26,550.09	91.77%	23.25%	34,419.92	98.09%	22.47%
其他业务	2,381.28	8.23%	99.98%	670.91	1.91%	99.93%
营业收入合计	28,931.37	100.00%	29.56%	35,090.83	100.00%	23.95%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）代建业务

公司基础设施建设业务持续性较好，但资金回笼情况较差，在建项目存在较大资金支出压力

公司基础设施建设业务主要由公司本部、子公司吴起县城市建设投资集团有限公司（以下简称“吴起城投”）、延安高新技术产业开发区公用事业发展有限公司（以下简称“公用事业公司”）负责。公司基础设施建设业务主要模式如下：公司本部、吴起城投、公用事业公司与委托方（包括延安市新型城镇化开发建设有限责任公司、延安高新发展（集团）有限公司、吴起县人民政府、延安高新技术产业开发区管理委员会等）签订《项目委托代建合同》，由公司本部、吴起城投、公用事业公司负责项目的投资建设（包括项目的报建、资金筹集等），项目竣工验收后，由委托方向公司支付代建款，代建款为建设投资款（含融资利息）加计项目投资收益。实际操作中，公司一般按照经委托方确认的工程量确认单确认收入并结转相应成本。

2022年公司实现基础设施建设收入1.94亿元，较上年有所减少，主要结算项目包括王庄沟棚改项目、经开区棚改项目、李渠东区棚改项目。公司基础设施建设业务毛利率2022年小幅下降且基础设施建设业务资金回笼情况欠佳。截至2022年末，公司主要在建项目包括王庄沟棚改项目、阳山周边棚改项目等，其中在建代建项目合计总投资27.33亿元，已投资17.97亿元，计入存货科目，基础设施建设业务持续性较好。

除在建的代建项目外，公司创业大厦项目和延安高新区能源科技产业园（A区）便民服务中心等自营项目由公司自筹资金，未来计划通过出租等方式获取收益，截至2022年末，自营项目实际已投资4.46亿元，均计入“在建工程”科目。截至2022年末，公司主要在建及拟建项目总投资40.72亿元，尚需投资18.52亿元，资金主要由公司筹集，随着项目推进，公司存在较大的资金支出压力。

表7 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否代建
宗湾子棚户区	2.91	2.72	0.19	是
延安经济技术开发区安置房小区(保障房)13、14、15号楼项目	5.63	3.02	2.61	-

王庄沟棚改项目	3.52	2.84	0.68	是
金马大道棚改项目	1.07	0.93	0.14	是
城北棚改项目	0.80	0.77	0.03	是
李渠东区棚改项目	8.00	5.07	2.93	是
阳山周边棚改项目	4.30	1.64	2.66	是
老城金海驰棚改项目	1.10	0.98	0.12	是
小计	27.33	17.97	9.36	-
延安高新区创新科技产业园（二期）项目	9.45	0.59	8.86	否
创业大厦项目*	2.57	2.80	0.00	否
延安高新区能源科技产业园（A区）便民服务 中心项目	0.85	0.66	0.19	否
延新苑住宅（专家公寓）	0.52	0.41	0.11	否
小计	13.39	4.46	9.16	-
合计	40.72	22.43	18.52	-

注：延安绿色建材循环利用产业园项目已划出合并范围，“*”表示累计已投资金额超预计总投资金额，延安经济技术开发区安置房小区（保障房）13、14、15号楼项目原为代建项目，目前公司取得公租房经营权，协议约定租金用于补偿安置小区建设支出，租金不足部分由延安高新技术产业开发区管理委员会补偿给公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）房屋租赁、物业管理及其他业务

房屋租赁、物业管理及其他业务收入对公司营业收入形成一定补充

公司房屋租赁收入仍主要为公司向入园企业出租厂房、办公楼等取得的收入，2022年收入及毛利率均有所下降；公司物业管理业务主要系公司对入园企业、已售安置小区住户提供物业服务收取的收入，营业收入随着管理规模扩大而扩大，且2022年毛利率有所提升。公司其他业务收入2022年增长主要系因增加了较多担保收入。

整体而言，公司房屋租赁、物业管理及其他业务收入规模不大，但对营业收入形成了一定补充。

公司继续获得外部支持，提升了公司利润水平，需关注资产划转对公司资本实力造成的影响

2022年公司将全资子公司延安高新区循环经济产业园有限公司等资产无偿划转至延安高新发展（集团）有限公司，减少资本公积2.21亿元。除此之外，公司2022年获得政府补助0.57亿元，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兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司2022年合并范围变化情况见表1。截至2022

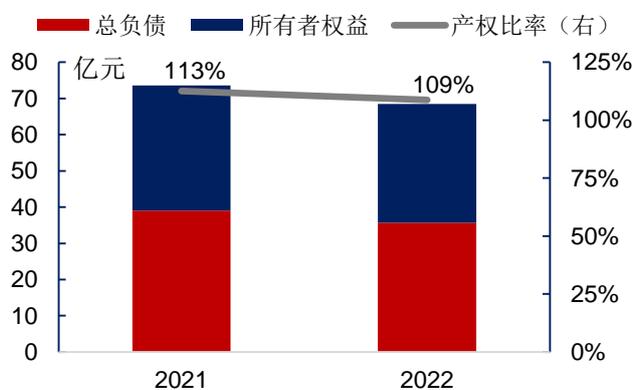
年末，公司合并范围内子公司共有11家，明细见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模有所下降，且资产以应收款项、林权和林地、代建项目等为主，资产质量较差，流动性较弱

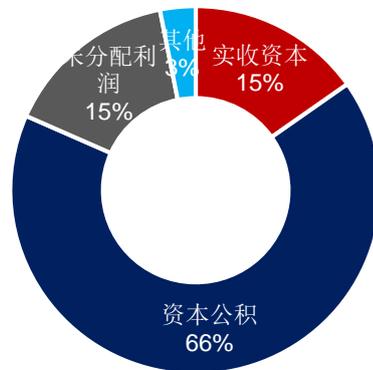
2022年受公司全资子公司延安高新区循环经济产业园有限公司无偿转出影响，公司所有者权益同比下降5.18%，同时公司负债规模同比下降8.50%，公司产权比率小幅下降为108.71%，所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

受资产转出及偿还债务影响，公司总资产规模下降较快，公司资产仍以流动资产为主。

截至2022年末公司货币资金3.28亿元，其中受限货币资金0.09亿元。公司应收账款仍主要为应收代建项目款，由于代建款项支付较慢，应收账款规模逐年增加，其中截至2022年末分别应收延安高新技术产业开发区管理委员会、吴起县政府、延安高新发展（集团）有限公司5.68亿元、0.39亿元和0.38亿元，合计占应收款项比例为92.92%。公司其他应收款主要为政府单位往来应收款项，规模进一步上升，截至2022年末主要为对延安高新技术产业开发区管理委员会、延安高新区循环经济产业园有限公司和延安高新发展（集团）有限公司的往来款项。截至2022年末，应收账款和其他应收款合计占总资产比例约24.35%，对资金形成较大占用。公司存货仍主要由消耗性生物资产和工程施工构成，受代建项目结算影响公司存货规模下降。其中，截至2022年末消耗性生物资产账面价值7.18亿元，主要是林权，即时变现能力较差；工程施工账面价值为21.72亿元，主要为在建及部分已完工未结算的代建项目。

非流动资产方面，公司投资性房地产主要是持有的延安高新区内的土地、厂房等建筑物，采用公允价值计量，2022年账面价值减少主要系受资产转出影响。公司固定资产主要为房屋及建筑物，规模变化不大，截至2022年末有1.96亿元房屋建筑物尚未办妥产权证。在建工程仍主要为创业大厦项目、延新苑住宅（专家公寓）等项目，随延安绿色建材循环利用产业园项目转出账面价值有所下降。公司无形资产仍

主要为林地使用权和安置小区公租房经营权，其中安置小区公租房经营权系公司与延安高新技术产业开发区管理委员会签订的经营权转让协议，协议约定租金用来补偿安置小区建设支出，租金不足部分由延安高新技术产业开发区管理委员会补偿给公司。

整体来看，公司资产仍以存货、应收款项等为主，且公司存货以林权和代建项目为主，变现能力较弱，截至2022年末公司受限资产账面价值合计5.50亿元，受限资产账面价值占当期净资产比例为16.74%，公司资产流动性较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.28	4.78%	5.99	8.14%
应收账款	6.90	10.07%	5.34	7.26%
其他应收款	9.78	14.28%	9.42	12.79%
存货	28.90	42.18%	30.29	41.14%
流动资产合计	50.65	73.91%	52.41	71.17%
固定资产	6.32	9.22%	6.41	8.71%
在建工程	4.55	6.64%	5.33	7.23%
投资性房地产	2.90	4.24%	5.38	7.31%
无形资产	3.30	4.81%	3.40	4.61%
非流动资产合计	17.88	26.09%	21.23	28.83%
资产总计	68.53	100.00%	73.64	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司代建业务持续性较好，但需关注代建业务回款情况，公司利润仍主要来自政府补助

公司2022年营业收入有所下降，其中代建收入仍然是主要收入来源，且截至2022年末在建的代建项目规模较大，代建业务收入持续性较好。需要注意的是，公司代建业务资金回笼情况欠佳，2021-2022年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为2.65亿元和0.67亿元，后续需关注代建业务回款情况。受益于毛利率高的其他业务收入规模上升，公司2022年销售毛利率有所提升。其他收益方面，2021-2022年公司分别确认政府补助0.95亿元和0.57亿元，分别占当期利润总额的91.87%和64.74%，政府补助仍是公司利润的主要来源，由于公司收到的政府补助规模下降，公司利润总额有所下降。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	2.89	3.51
营业利润	0.88	1.04
其他收益	0.57	0.95

利润总额	0.88	1.04
销售毛利率	29.56%	23.95%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模有所压降，但偿债能力指标弱化，偿债压力加大

受益于债务偿还，公司总债务规模下降。从债务结构来看，公司债务仍以长期债务为主。公司短期借款规模下降较快，截至2022年末为保证借款，其他应付款主要包括与延安市保障性住房建设有限公司等单位的往来款及资金拆借款，其中公司从延河综合治理项目国开发展基金获取的资金拆借款0.98亿元为有息债务，公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、长期应付款和应付债券利息。长期债务方面，公司长期借款仍为抵押借款和保证借款，抵押物为公司固定资产，期末余额随分类至一年内到期而减少。公司应付债券仍为2021年3月发行的“21延开01”，长期应付款主要是融资租赁款及专项应付款，其中2021-2022年末应付融资租赁款余额分别为1.78亿元和1.92亿元。

除上述债务外，公司应付账款主要为应付施工方工程款，2022年随工程款支付而有所减少。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.10	0.28%	1.43	3.67%
应付账款	2.77	7.76%	3.32	8.50%
其他应付款	6.44	18.05%	7.66	19.64%
一年内到期的非流动负债	4.78	13.39%	3.08	7.90%
流动负债合计	16.18	45.32%	17.63	45.20%
长期借款	11.96	33.51%	13.86	35.53%
应付债券	4.92	13.77%	4.85	12.44%
长期应付款	2.64	7.40%	2.51	6.43%
非流动负债合计	19.52	54.68%	21.38	54.80%
负债合计	35.69	100.00%	39.01	100.00%
总债务	24.65	69.05%	26.62	68.24%
其中：短期债务	5.86	16.41%	6.12	15.70%
长期债务	18.79	52.65%	20.50	52.54%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率小幅下降。由于现金类资产规模下降，公司现金短期债务比指标下降较快，截至2022年末小于1，现金类资产对于短期债务的保障程度较弱。公司EBITDA利息保障倍数下降且小于1，EBITDA对利息的保障程度弱。整体来看，公司偿债能力指标弱化，考虑到公司2021-2022年经营活动现金均表现为净流出，公司偿债压力有所加大。

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	52.09%	52.97%
现金短期债务比	0.64	1.10
EBITDA 利息保障倍数	0.91	0.99

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

公司治理

治理方面，跟踪期内公司董事陈斌、惠鹏、许小军退出，新增白腾飞、吴瑾和张恒睿。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月1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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计13.61亿元，占净资产比例为41.46%。被担保企业中大部分为国企，但担保期限较长且均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表12 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否国企	是否有反担保
延安市东新区投资开发有限公司	64,000.00	2035/11/29	是	否
延安生态环境投资建设有限公司	34,490.00	2036/8/1	是	否

延安农业投资建设(集团)有限公司	3,231.00	2035/2/8	是	否
延安农业投资建设(集团)有限公司	800.00	2023/3/26	是	否
延安美域天下农业有限责任公司	600.00	2023/3/3	否	否
延安水务环保集团自来水有限公司	3,000.00	2024/3/9	是	否
延安市东新区投资开发建设有限公司	30,000.00	2024/9/19	是	否
合计	136,121.00	--	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是延安市人民政府下属重要企业，延安市国资委直接持有公司98.21%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，延安市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）公司与延安市政府的联系紧密程度中等。公司股权由延安市国资委接近全资持有，延安市政府对公司的经营战略和业务运营有绝对控制权，但公司的主要业务均来自于延安市经开区和吴起县政府。公司近年受到的政府支持主要来源于延安市经开区政府，来自于延安市政府的支持次数很少，预计公司未来与延安市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对延安市政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，对于延安市政府和地方经济的贡献一般，对于延安市政府而言，公司具备一定可替代性，但考虑到公司已发行债券，若公司违约，将对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、债券偿还保障分析

中合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“23延安经开小微债/23延经债”的安全性

中合担保成立于2012年7月，初始注册资本为51.26亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。后经增资扩股及股权变更，截至2022年末中合担保注册资本及实收资本均为71.76亿元，无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。2022年4月，海航集团宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）等在内的321家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内。2022年4月28日，海航科技发布公告称，海航集团等321家公司因执行重整计划而将其股权结构调整为重整计划规定的股权结构，因此导致海航科技实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。海航科技及海航资本持有的中合担保股权或将被出售划转，未来中合担保股权结构存在不确定性。

表13 截至2022年末中合担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
------	-----	------

海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
合计	71.76	100.00%

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

中合担保主要从事直接、间接等融资担保以及自有资金投资等业务，其中以直接融资担保业务为最主要业务构成。2021年以来，中合担保重新制定了发展规划，未来在坚持担保主业的同时，计划加大与股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）在供应链金融等领域的合作，以强化与中国宝武间的协同效应。

表14 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	111.69	37.84	29.44
当期解除担保额	-	240.87	240.20
期末担保余额	335.46	423.25	626.28
融资担保余额	335.46	423.25	626.28
直接融资担保余额	318.54	407.85	599.47
间接融资担保余额	16.92	15.40	26.81
融资担保责任余额	271.66	342.35	510.38
融资担保责任余额放大倍数（X）	3.68	4.70	7.01

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

受近年来到期解保项目规模较大影响，中合担保的担保业务规模持续下降，截至2022年末中合担保融资担保余额为335.46亿元，同比下降20.74%。但随着风险化解工作的持续推进以及新金融业务的落地，2022年中合担保新增担保业务111.69亿元，为2021年的2.95倍。近年来中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。截至2022年末，中合担保直接融资担保余额318.54亿元，占期末担保余额的比重为94.96%，其中企业债担保余额282.41亿元，被担保人已基本全部调整为城投类企业，被担保企业主体信用级别在AA级及以上的合计担保余额占比为98.61%。近年来中合担保逐渐压缩传统银行贷款担保业务，截至2022年末，中合担保间接融资担保余额为16.92亿元，其中传统银行贷款担保业务余额9.31亿元。从客户集中度情况来看，截至2022年末中合担保单一最大担保客户担保余额为11.20亿元，与同期末所有者权益的比例为15.14%，客户集中度仍然较高。此外，自2020年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武探索开

展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等共计 12 款创新型担保产品已先后落地，并实现线上化运营。2022 年全年累计开展新金融业务规模 41.80 亿元，较 2021 年增长 8.7 倍左右，在业务转型方面取得了一定进展。

2022 年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额 4.69 亿元，截至 2022 年末累计代偿回收率同比上升 6.44 个百分点至 32.72%，但仍处于较低水平。整体来看，2022 年以来中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、地方基础设施投融资建设企业融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2022 年末，中合担保投资资产合计 68.09 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产 36.69 亿元，占比为 53.88%，持仓债券均为利率债以及 AAA 级央、国企债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资为主，截至 2022 年末资产规模为 82.18 亿元，同比下降 1.64%。截至 2022 年末中合担保货币资金和定期存款分别为 4.83 亿元和 1.45 亿元，其中货币资金均为活期存款，不存在使用受限情况。中合担保金融投资资产主要计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产科目下。按照投资标的情况来看，2022 年末中合担保投资资产以债券为主，其中债券持仓余额 36.69 亿元，占金融投资资产的 59.36%；其他规模较大的金融投资资产主要为基金产品和委托贷款，截至 2022 年末分别占期末金融投资资产的 25.60%和 12.46%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2022 年末应收代位追偿款余额 14.66 亿元，已计提减值准备 11.56 亿元，账面净额 3.10 亿元，同比下降 61.96%。

中合担保负债主要以担保业务相关准备金以及卖出回购金融资产为主，截至 2022 年末负债合计 8.21 亿元，同比下降 21.16%。受担保业务余额持续下降影响，2022 年末中合担保的担保合同准备金和未到期责任准备金（递延收益）分别为 2.72 亿元和 1.73 亿元，同比分别下降 21.30%和 10.36%。为提高自有资金运营效率，中合担保通过开展债券回购业务产生了一定规模的卖出回购金融资产，2022 年末余额为 2.01 亿元。

近年来中合担保所有者权益规模保持稳定，截至 2022 年末，中合担保所有者权益合计 73.97 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2022 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数为 3.68 倍，较 2021 年末进一步下降，未来担保业务发展空间较大。

随着担保业务规模的持续下降，近年来中合担保营业收入及利润规模持续下降，2022 年中合担保营业收入为 4.59 亿元，同比下降 22.34%，净利润为 1.05 亿元，同比下降 33.35%。未来随着中合担保业务

规模的反弹回升，其收入及利润水平有望企稳回升。

截至 2022 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 72.26%和 15.14%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

表15 中合担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	82.18	83.55	83.78
货币资金	4.83	5.85	5.15
应收代偿款	3.10	8.09	9.94
所有者权益合计	73.97	73.13	73.05
营业总收入	4.59	5.91	5.91
净利润	1.05	1.58	-6.52
净资产收益率	1.43%	2.16%	-8.48%
累计担保代偿率	-	3.60%	3.90%
累计代偿回收率	32.72%	26.28%	24.53%
拨备覆盖率	153.75%	88.40%	106.37%

资料来源：中合担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

外部支持方面，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享和资金融通等方面给予中合担保较大力度支持，对其实现业务转型和多元化发展提供了有效帮助。

综上，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享等方面给予中合担保较大力度支持；中合担保在直接融资担保业务领域经营时间较长，行业地位较为突出，资本实力较强，I 级资产占比很高，资产流动性较好；2021 年以来加大与中国宝武在担保产品创新方面的合作，担保业务转型战略逐步推进；担保业务代偿风险得到较好控制。同时中证鹏元也关注到，之前年度受海航集团破产重整等因素影响，中合担保的担保业务规模和收入持续萎缩；代偿回收率仍处于较低水平，未来担保代偿和追偿情况仍需关注；中合担保未来股权结构仍存在不确定性；其与中国宝武协同开展的创新型担保业务的模式仍处于探索阶段，对中合担保的担保业务规模以及相关收益等方面的帮助仍待更长时间检验。

经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“23延安经开小微债/23延经债”由中合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“23延安经开小微债/23延经债”的信用水平。

十、结论

延安市是全国优秀旅游城市，区域内能源资源丰富，形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系，但经济发展对能源工业较为依赖，受益于煤炭等能源景气度较高，近年GDP增速高于全

国，但地方政府债务增速较快，主要投融资平台债务规模依旧较大。公司作为延安市重要的平台之一，仍主要负责延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、保障房开发等业务。虽然公司在建项目面临较大的资金压力，且偿债能力指标弱化，偿债压力加大，但公司在建项目较多，代建业务持续性较好，且继续获得政府外部支持。总体来看，公司抗风险能力良好。

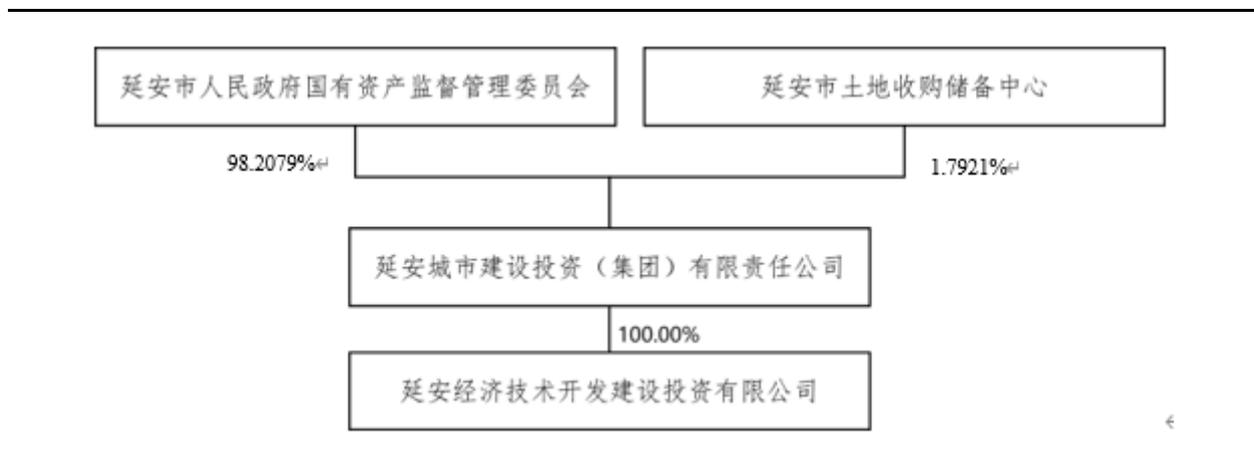
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“23延安经开小微债/23延经债”的信用等级为AAA。

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）	2022年	2021年	2020年
货币资金	3.28	5.99	3.33
应收账款	6.90	5.34	3.83
其他应收款	9.78	9.42	8.77
存货	28.90	30.29	26.35
流动资产合计	50.65	52.41	42.29
固定资产	6.32	6.41	4.53
在建工程	4.55	5.33	3.13
非流动资产合计	17.88	21.23	18.28
资产总计	68.53	73.64	60.57
短期借款	0.10	1.43	0.90
应付账款	2.77	3.32	4.23
其他应付款	6.44	7.66	7.84
一年内到期的非流动负债	4.78	3.08	2.63
流动负债合计	16.18	17.63	16.99
长期借款	11.96	13.86	8.78
应付债券	4.92	4.85	0.00
长期应付款	1.92	1.78	2.14
非流动负债合计	19.52	21.38	11.31
负债合计	35.69	39.01	28.30
其中：短期债务	5.86	6.12	4.62
总债务	24.65	26.62	15.16
所有者权益	32.83	34.63	32.27
营业收入	2.89	3.51	3.99
营业利润	0.88	1.04	1.18
其他收益	0.57	0.95	0.97
利润总额	0.88	1.04	1.18
经营活动产生的现金流量净额	-0.75	-4.27	0.57
投资活动产生的现金流量净额	0.73	-2.91	-2.82
筹资活动产生的现金流量净额	-2.17	9.53	0.16
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	29.56%	23.95%	17.79%
资产负债率	52.09%	52.97%	46.72%
短期债务/总债务	23.76%	23.00%	30.46%
现金短期债务比	0.64	1.10	0.72
EBITDA（亿元）	1.25	1.33	1.43
EBITDA 利息保障倍数	0.91	0.99	1.38

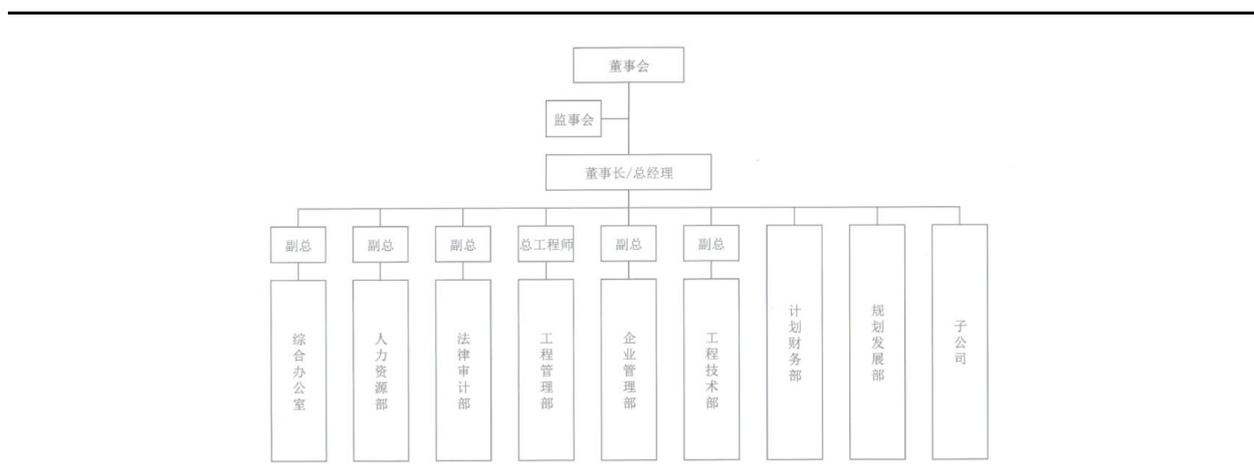
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2022 年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	持股比例	主营业务
延安高新技术产业开发区公用事业发展有限公司	30,000.00	100.00%	商务服务业
延安高新投资有限公司	10,000.00	100.00%	商务服务业
延安高新企业管理咨询有限公司	9,400.00	51.06%	租赁和商务服务业
吴起县城市建设投资集团有限公司	6,000.00	100.00%	资本市场服务
吴起县扶贫开发投资有限责任公司	2,000.00	100.00%	资本市场服务
吴起县交通投资有限责任公司	3,000.00	100.00%	其他服务业
吴起县森绿环保科技有限公司	2,000.00	100.00%	专业技术服务业
安塞区水务投资建设有限公司	1,000.00	100.00%	水利管理业
延安高新区汽车租赁有限公司	500.00	100.00%	租赁和商务服务业
吴起县新洛源物业管理有限责任公司	100.00	100.00%	房地产业
吴起县九川旅游汽车租赁有限责任公司	500.00	100.00%	道路运输业

注：截至本报告出具日，公开资料显示吴起县扶贫开发投资有限责任公司、吴起县交通投资有限责任公司股东分别为吴起县人民政府、财政局，尚未完成工商变更。

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。