

2021年伊川财源实业投资有限责任公司城市停车场建设专项债券(第一期)、2022年伊川财源实业投资有限责任公司城市停车场建设专项债券(第一期)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：

2021年伊川财源实业投资有限责任公司城市停车场建设专项债券(第一期)、2022年伊川财源实业投资有限责任公司城市停车场建设专项债券(第一期) 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
21 伊川专项债 01/21 伊川债	AAA	AAA
22 伊川专项债 01/22 伊川 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到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”）系伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，业务持续性较好，2022 年继续获得较大力度的外部支持，河南省中豫融资担保有限公司（以下简称“中豫担保”）提供的保证担保有效提升了“21 伊川专项债 01/21 伊川债”、“22 伊川专项债 01/22 伊川 01”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司项目建设资金沉淀、非经营性资产以及应收款项资金占用规模较大，部分资产使用受限，财务杠杆水平有所提高，债务规模继续增加，短期化程度偏高，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力，同时存在一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时期内仍将作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，业务仍具有持续性，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 6 月 21 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	209.03	191.05	160.48
所有者权益	107.67	106.49	100.06
总债务	85.21	72.28	51.37
资产负债率	48.49%	44.26%	37.65%
现金短期债务比	0.20	0.39	0.45
营业收入	11.00	9.41	11.89
营业外收入	0.26	1.23	1.09
利润总额	1.85	2.42	2.23
销售毛利率	16.61%	20.43%	18.23%
EBITDA	6.00	5.26	5.89
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.35	1.71
经营活动现金流净额	-2.52	-7.74	-3.21

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：何贺
heh@cspengyuan.com

项目组成员：王建飞
wangjf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司平台重要性较高，业务持续性较好。**公司是伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，公益性业务占比较高；截至 2022 年末，公司主要在建的代建项目规模较大，未来业务持续性较好。
- **公司继续获得外部支持。**2022 年公司继续获得财政补贴，提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了相应债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中豫担保主体信用等级为 AAA，其为“21 伊川专项债 01/21 伊川债”、“22 伊川专项债 01/22 伊川 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升其信用水平。

关注

- **公司项目建设沉淀资金、非经营性资产以及应收款项资金占用规模较大，部分资产使用受限，资产流动性较弱。**公司资产集中于应收款项、项目建设成本、路桥管网等，应收款项主要包括伊川县政府部门及地方企业的往来款、借款等，对营运资金形成较大占用，部分应收对象是民营企业，需关注回收风险；项目建设周期普遍较长且项目回款依赖于当地政府的统筹安排，即时变现能力较差；尚未产生收益的路桥管网规模较大。此外，2022 年末公司使用受限的资产账面价值合计 25.17 亿元，占总资产的 12.04%，整体资产流动性较弱。
- **公司总债务规模有所上升，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力。**随着项目投入资金的沉淀，2022 年公司经营活动现金流仍呈净流出状态，使得公司面临较大的流动性缺口。公司通过外部融资平衡资金缺口，债务规模继续增加，2022 年末资产负债率达 48.49%，总债务规模为 85.21 亿元。其中短期债务占总债务的比重为 47.48%，公司现金对短期债务覆盖较差，考虑到公司主要在建项目的资本开支需求仍较大，未来仍需通过再融资平衡。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额合计 16.52 亿元，占同期末净资产的 15.34%，均无反担保措施。

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	4/7	城投经营&财务状况	经营状况	6/7
	区域状况初始评分	4/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
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

- 公司是伊川县重要的基础设施建设投融资主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，伊川县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与伊川县政府的联系非常紧密以及对伊川县政府非常重要。同时，中证鹏元认为伊川县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/19 伊川债、21 伊川债、22 伊川 01	2022-6-20	刘玮、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/19 伊川债	2019-5-5	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
21 伊川专项债 01/21 伊川债	3.00	3.00	2022-6-20	2028-11-18
22 伊川专项债 01/22 伊川 01	4.50	4.50	2022-6-20	2029-4-22

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2021年11月18日发行7年期3亿元公司债券，于2022年4月22日发行7年期4.5亿元公司债券，募集资金均计划用于伊川县综合停车场建设工程和补充营运资金。截至2023年4月19日，“21伊川专项债01/21伊川债”、“22伊川专项债01/22伊川01”募集资金专项账户余额为9.26万元。

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为50,000.00万元，洛阳城市发展投资集团有限公司（以下简称“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实际控制人。

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等等业务。2022年公司新纳入洛阳中润产业投资有限公司，不再纳入洛阳安山陵园有限公司。截至2022年末，纳入公司合并报表范围的子公司共24家，详见附录四。

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

逐步加大。2022年伊川县固定资产投资（不含农户）同比下降61.2%，其中基础设施投资同比下降64.7%，工业投资同比下降63.9%，房地产开发投资11.8亿元，同比下降37.9%。2022年伊川县社会消费品零售总额160.7亿元，同比下降0.8%。受投资及消费大幅下降影响，2022年伊川县实现GDP449.4亿元，同比下降0.1%。近年伊川县人均产值均不及全国平均水平且差距有所拉大。

表1 2022 年洛阳市部分下辖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	政府性基金收入
涧西区	-	-	-	44.16	0.12
洛龙区	582.4	5.2%	9.05	24.07	16.90
西工区	552.6	3.9%	14.16	20.50	4.23
新安县	463.0	2.4%	9.58	28.89	14.61
伊川县	449.4	-0.1%	5.78	21.2	-
宜阳县	342.1	3.4%	5.94	15.82	8.96
汝阳县	-	4.4%	-	-	-
老城区	205.6	4.7%	8.15	8.73	-

注：标“-”数据未公告。

资料来源：各区县政府网站等，中证鹏元整理

表2 伊川县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）	449.4	-0.1%	455.0	5.3%	427.7	2.7%
固定资产投资（不含农户）	-	-61.2%	-	-34.4%	-	6.2%
社会消费品零售总额	160.7	-0.8%	162.1	8.7%	149.1	-2.8%
进出口总额（亿美元）	-	-	12.3	66.5%	10.1	2.0%
人均 GDP（元）	57,751		57,751		51,140	
人均 GDP/全国人均 GDP	67.39%		71.32%		79.11%	

注：“-”数据未公告。

资料来源：2020-2022 年伊川县国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：伊川县形成了以铝及铝精深加工、新型耐火材料、磨料磨具为主的新材料和以智能装备制造为主的战略新兴产业的工业体系。近年伊川县工业转型升级加快，成功引进了北京利尔、中钢洛耐、国机精工等行业龙头企业，规划和建设北航智能装备产业园、耐火材料、磨料磨具等专业园区，实施亿元以上转型升级项目95个，改造提升企业120家，千亿级新材料、百亿级战略新兴产业“两大基地”建设初见成效，形成了以铝及铝精深加工、新型耐火材料、磨料磨具为主的新材料和以智能装备制造为主的战略新兴产业的工业体系。此外，近年伊川县现代服务业蓬勃发展，以华晟物流园为主要支撑的洛阳生产服务型物流枢纽晋升国家级，目前已开通洛阳—青岛、洛阳—连云港等直通班列，已成为河南及中西部地区功能齐全、规模最大、分拨能力最强的区域物流中心。

发展规划及机遇：根据《伊川县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》，

伊川县在“十四五”期间形成洛阳都市圈重要经济增长极，在洛阳市中原城市群副中心城市及洛阳都市圈区域发展中的地位和作用明显提升；形成千亿级新材料产业集群，建成新材料和先进装备制造基地，助力洛阳打造全国先进制造业基地；战略新兴产业、现代物流、生态文化旅游等加快发展，到2025年，二三产业对经济支撑能力进一步提高。

财政及债务：近年伊川县一般公共预算收入有所波动，财政自给能力偏弱，地方政府债务增长较快。2020-2022 年伊川县一般公共预算收入有所波动，2022 年因减税降费导致当年收入有所下降，2020-2022 年税收收入占比保持在 65%-70%之间，收入质量尚可，但自给能力较弱。2020-2021 年伊川县政府性基金收入有所增长，主要系国有土地使用权出让收入增长所致。区域债务方面，2020-2022 年伊川县地方政府债务余额持续扩张，年均复合增长率为 23.09%。

表3 伊川县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	21.20	21.87	19.86
税收收入占比	66.51%	68.13%	68.33%
财政自给率	51.33%	59.17%	43.96%
政府性基金收入	-	17.07	15.59
地方政府债务余额	52.21	41.83	34.46

资料来源：伊川县人民政府网站，中证鹏元整理

投融资平台：伊川县仅有公司1家已发债的投融资平台。

表4 截至 2022 年末伊川县已发债投融资平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
伊川财源	洛阳城投	107.67	48.49%	11.00	85.21	伊川县重要的基础设施建设投融资主体

注：财务数据为 2022 年末/2022 年度。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要从事伊川县内工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，公司业务模式明确，充足的项目储备为后续业务持续性提供了有力支撑

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，同时负责砂石料销售、运输、安保服务等业务，收入来源较为多元化。2022年公司实现营业收入11.00亿元，其中工程代建、工程施工、房屋租赁及管理等业务仍主要为公司营业收入和毛利润贡献的主要来源。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设及施工	5.11	46.48%	16.27%	5.66	60.11%	16.37%
坤泰等公司工程施工	2.69	24.49%	8.15%	1.97	20.90%	8.88%
运输业务	1.15	10.43%	4.73%	0.02	0.21%	77.49%
房屋租赁及管理	0.56	5.14%	72.12%	0.51	5.42%	69.66%
园林建设及市政施工	0.52	4.69%	19.72%	0.26	2.73%	31.82%
售电收入	0.34	3.13%	1.82%	0.33	3.47%	5.60%
安保服务	0.25	2.27%	3.43%	0.14	1.52%	3.55%
电油气销售	0.16	1.49%	7.36%	0.00	0.00%	-
砂石料销售	0.04	0.33%	69.21%	0.28	2.98%	35.05%
其他业务	0.17	1.57%	92.84%	0.25	2.66%	99.22%
合计	11.00	100.00%	16.61%	9.41	100.00%	20.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设及施工

公司工程建设及施工业务以委托代建模式为主，业务模式清晰，已投待结算的项目成本规模较大，且在建项目储备较充足，业务持续性较好，但项目待投资规模较大，给公司带来较大的资金压力

随着伊川县人民政府（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、伊川乡村振兴发展有限责任公司¹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。2022年公司实现工程代建业务收入5.11亿元，受委托方结算进度影响有所下降，毛利率为16.27%，变动不大。

表6 2021-2022 年公司工程建设项目收入情况（单位：亿元）

年度	项目名称	当期确认成本	当期确认收入
2022 年	四好农村公路创建项目	1.46	1.74
	S319 夏宜线伊川与汝阳交界至伊川与宜阳交界改建项目	0.35	0.42
	滨河新区伊东片区产城融合综合治理项目	1.56	1.87
	伊川高速西出口提升项目	0.18	0.22

¹ 伊川县人民政府已出具授权委托书，授权伊川乡村振兴发展有限责任公司与公司及其子公司签订代建协议，负责伊川县重大项目的投资建设

2021 年	合众绿色环保建材骨料项目	0.29	0.35
	平泉谷田园综合体项目	0.27	0.32
	洛阳桃花岛生态园项目	0.17	0.19
	合计	4.28	5.11
	四好农村公路创建项目	0.67	0.79
	S319 夏宜线伊川与汝阳交界至伊川与宜阳交界改建项目	0.48	0.57
	滨河新区伊东片区产城融合综合治理项目	2.11	2.54
	伊川高速西出口提升项目	0.18	0.22
	合众绿色环保建材骨料项目	0.60	0.72
	平泉谷田园综合体项目	0.40	0.48
	洛阳桃花岛生态园项目	0.29	0.34
	合计	4.73	5.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司在建的代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、合众绿色环保建材骨料项目等，计划总投资13.28亿元，已投资8.60亿元，此外存货中未完工工程项目账面价值为36.07亿元，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，该业务未来持续性较好。公司自营项目主要为“19伊川债/19伊川财源债”募投项目伊川滨河新区智能装备制造产业园项目、“21伊川专项债01/21伊川债”和“22伊川专项债01/22伊川01”募投项目伊川县综合停车场建设工程项目以及伊川县王庄村城中村改造项目，后续拟通过对外出租、销售等产生收益。截至2022年末，公司主要在建基础设施项目预计尚需投入34.27亿元，存在较大的资金压力。

表7 截至 2022 年末公司主要在建基础设施项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	项目性质
S319 夏宜线伊川与汝阳交界至伊川与宜阳交界改建项目	1.53	1.24	代建
滨河新区伊东片区产城融合综合治理项目	6.78	5.02	代建
伊川高速西出口提升项目	1.00	0.37	代建
合众绿色环保建材骨料项目	1.60	0.86	代建
平泉谷田园综合体项目	1.47	0.66	代建
洛阳桃花岛生态园项目	0.90	0.45	代建
伊川滨河新区智能装备制造产业园	22.82	4.30	自营
伊川县综合停车场建设工程	6.53	2.58	自营
伊川县王庄村城中村改造项目	9.27	2.15	自营
合计	51.90	17.63	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）坤泰公司等工程施工业务

2022年末公司工程施工业务在手合同金额较大，未来业务持续性较好

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。2022年公司实现工程施工收入2.69亿元。

截至2022年末，公司在建工程施工项目主要包括伊川山汇苑一期工程、村土地提质改造项目等，合同造价金额合计41.76亿元，未来业务持续性较好。

表8 截至 2022 年末公司主要在建工程施工项目情况（单位：亿元）

工程名称	合同造价金额	已投资金额
伊川山汇苑一期工程	9.90	2.10
49 个村土地提质改造项目	1.38	0.56
王庄村城中村改造安置房项目	9.27	2.15
伊川县滨河新区管委会滨河新区花香十里（九香堤）第三标段	2.70	0.29
乡村振兴项目（一期）工程	1.95	1.23
伊川县绿色新型耐火材料产业园区建设项目	8.45	3.98
伊川县半坡镇矿山环境综合整治一期工程	1.05	0.53
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	3.30	2.03
伊川国土局 2018 年伊川高山镇常海山村等 9 个乡镇耕地提质改造	1.29	0.11
彭婆安置市场	2.47	0.89
合计	41.76	13.87

注：合同造价金额根据项目签署的合同金额为依据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）房屋租赁及管理业务

公司房屋租赁及管理业务收入有所增长，毛利率水平仍较高

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、廉租房等。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，周边配套设施较完善，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。2022年公司实现房屋租赁及管理业务收入0.56亿元，随着出租范围扩大有所增加，毛利率为72.12%，维持较高水平。

（四）运输业务

2022年公司运输业务收入大幅增加，但毛利率较低

公司运输业务主要由三级子公司洛阳华晟物流有限公司（以下简称“华晟物流”）负责，子公司洛阳伊晟资产管理有限公司于2022年6月收购华晟物流51%股权纳入公司合并范围。华晟物流主要从事大宗物资公路运输经营活动，为伊电集团、焦作万方、中钢洛耐、新安万基、酒钢集团、美团优选、济源钢铁等大型生产企业和大型互联网企业提供公路干线运输与快消品配送服务，所辐射范围包括长三角、珠三角、中部地区、西南、西北、东北、青岛港、上海港、连云港以及洛阳周边等区域。此外，华晟物流拥有一处公路港物流园区，为美团优选、喜团配送、青源堂等企业提供仓储服务。2022年得益于收购华晟物流，公司运输服务收入大幅增加至1.15亿元，毛利率为4.73%。

（五）其他业务

公司砂石料销售、园林建设及市政施工、售电等业务丰富了公司的收入来源

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。公司已获取伊川县砂石资源经营特许经营权，经营权期限自2021年5月24日起至2036年5月23日止，经营权范围为伊川县域内的全部河道。公司以河道及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。2022年公司实现砂石料销售收入0.04亿元，收入继续下降，主要系受砂石原料缺失、环保管控政策影响，砂石料生产加工处于半停工状态所致。

公司园林建设及市政施工业务由子公司市政工程公司实施，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。2022年公司实现园林建设及市政施工收入0.52亿元。

公司电力销售业务主要由子公司伊川县建设投资有限公司（以下简称“伊川建投”）负责，伊川建投在伊川县白元乡王庄村拥有300kw分布式发电项目，已于2016年取得国家电力委员会颁发的发电项目电力业务许可证（发电类），且于2017年与国网河南省电力公司伊川县供电公司签订合同，双方约定伊川建投将发电项目并网，双方根据电能计量装置的记录发电量及政府主管部门批准的电价定期结算电费。2022年电力销售业务实现收入0.34亿元。

公司继续获得外部支持

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支持。2022年公司获得政府补助资金0.23亿元，计入其他收益和营业外收入，提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

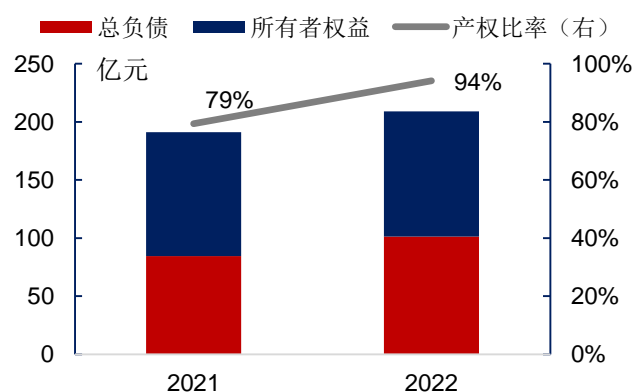
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司新纳入洛阳中润产业投资有限公司，不再纳入洛阳安山陵园有限公司。截至2022年末，纳入公司合并报表范围的子公司共24家，详见附录四。

资本实力与资产质量

公司总资产有所增加，增量资产主要来自于债务融资，财务杠杆水平有所上升；资产以应收款项、项目建设成本、土地、路桥和管网为主，应收款项对营运资金形成较大占用，项目建设成本、土地即时变现能力较差，路桥、管网等资产尚未产生收益，资产流动性较弱

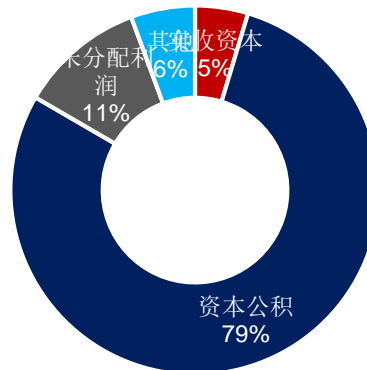
2022年随着公司债务融资规模快速扩张，推动财务杠杆水平继续上升。从权益结构来看，所有者权益主要为伊川县政府对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积。

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

公司资产以应收款项、存货和其他非流动资产为主，2022年末上述资产合计占公司总资产的74.01%。公司应收款项包括应收账款和其他应收款，其中应收账款主要系对伊川乡村振兴发展有限责任公司、伊川县滨河新区管理委员会、伊川县财政局等代建项目回购款项，随着项目推进结转但回款较慢有所增加。2022年末公司其他应收款有所下降，主要系公司将账面价值1.57亿元应收债权划转至伊川生态科技城投资有限公司所致；2022年末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8.76亿元、伊川县国有资产管理中心往来款5.23亿元、伊川县财政局往来款3.27亿元、伊川县公共交通有限公司往来款、借款0.80亿元以及民营企业伊川县晟城置业有限公司往来款0.64亿元等，占全部其他应收款比重为87.49%，部分款项账龄较长，对营运资金形成较大的占用，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项目及土地开发成本构成，其中未完工工程项目成本36.07亿元，随着项目推进有所增加，但项目收入的实现依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力较差；土地成本34.96亿元，系2016年政府划入公司及子公司的商业、居住用地和工业用地等。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，2022年末由于新增河南伊川农村商业银行股份有限公司不良资产3.50亿元而有所增长，但目前尚未产生收益，资产质量较差。

其他资产构成方面，公司货币资金主要为银行存款，受限比例较低。其他流动资产主要系公司定期存款。投资性房地产主要系房屋建筑物、土地使用权等，以公允价值模式计量，由于在建工程等科目转入有所增长。

受限资产方面，截至2022年末，包括部分货币资金、其他流动资产、固定资产、无形资产、投资性房地产、存货在内的账面价值合计25.17亿元的资产使用受限，占总资产的12.04%。

表9 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	3.95	1.89%	1.55	0.81%
应收账款	9.39	4.49%	5.64	2.95%
其他应收款	29.95	14.33%	33.24	17.40%
存货	71.39	34.15%	61.26	32.07%
其他流动资产	6.03	2.88%	11.00	5.76%
流动资产合计	123.21	58.94%	114.59	59.98%
投资性房地产	22.09	10.57%	21.37	11.19%
其他非流动资产	43.98	21.04%	40.48	21.19%
非流动资产合计	85.83	41.06%	76.45	40.02%
资产总计	209.03	100.00%	191.05	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

公司营业收入有所增长，政府补助对公司利润贡献较大

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，同时负责砂石料销售、运输、安保服务等业务，收入来源较为多元化。受益于新增运输业务收入规模较大以及工程施工等业务收入增加推动2022年营业收入有所增长；毛利率方面，由于新增运输业务毛利率较低，公司销售毛利率有所下降。公司公允价值变动收益主要为公允价值计量的投资性房地产的公允价值变动，对公司利润形成一定补充；公司持续获得政府补助，对公司利润贡献较大。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	11.00	9.41
营业利润	1.67	1.26
公允价值变动收益	0.35	0.48
营业外收入	0.26	1.23

利润总额	1.85	2.42
销售毛利率	16.61%	20.43%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模有所增加，偿债指标弱化，面临较大的偿债压力

公司负债以刚性债务为主。随着项目建设持续投入和债务滚续，公司对外融资规模有所上升，2022 年末总债务占负债总额的比例为84.06%。从品种结构来看，公司债务类型主要包括银行借款、债券融资和非标融资。其中，银行借款大部分设有抵质押、担保等措施；债券融资发行主体为公司本部，发债利率集中在4.78%-7.5%；非标融资主要包括对国开发展基金有限公司明股实债0.34亿元，规模较小。从债务到期分布情况来看，公司短期债务占比持续增加且占比偏高，面临较大的集中兑付压力。

此外，2022年末公司其他应付款主要包括应付伊电控股集团有限公司、伊川生态科技城投资有限公司、洛阳尚福实业有限公司等企业的往来款、借款等，具有一定偿付弹性。

表11 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	18.52	18.27%	14.67	17.35%
其他应付款	3.10	3.06%	3.07	3.63%
一年内到期的非流动负债	18.42	18.17%	13.51	15.98%
流动负债合计	55.03	54.29%	41.34	48.89%
长期借款	26.01	25.66%	22.17	26.22%
应付债券	18.40	18.15%	19.37	22.90%
长期应付款	0.37	0.37%	0.38	0.45%
非流动负债合计	46.33	45.71%	43.22	51.11%
负债合计	101.36	100.00%	84.56	100.00%
总债务	85.21	84.06%	72.28	85.48%
其中：短期债务	40.46	39.91%	30.40	35.96%
长期债务	44.75	44.15%	41.87	49.52%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2022年公司资产负债率有所上升，债务规模增长导致公司利息支出增加，公司 EBITDA 对总债务利息的保障能力有所下降。2022年公司短期债务有所增长，但同期可动用现金类资产规模较小，同时公司整体资产流动性较弱，现金类资产对即期债务覆盖能力较弱。

公司资金需求主要来自项目开支和债务的还本付息，2022年公司经营活动现金流仍呈净流出状态，难以覆盖项目建设支出及未来投资计划，且项目建设和回收周期较长，仍需新增一定规模的长期外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司存在一定流动性缺口。截至2022年末，公司的

银行授信剩余额度约为13.53亿元，尚有一定流动性储备，但持续上升的债务规模及流动性缺口使公司面临较大的刚性债务偿付压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	48.49%	44.26%
现金短期债务比	0.20	0.39
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.35

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

环境方面，根据公司提供的《伊川财源实业投资有限责任公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》（以下简称“说明”），公司过去一年未因空气污染或温室气体、废水排放、废弃物排放等方面收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明，公司过去一年未因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚，未发生产品质量或安全问题，未发生拖欠员工工资、社保以及员工安全事故等。

治理方面，根据公司提供的说明，公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，未因信息披露不合规而受到处罚，公司及高级管理人员最近36个月内不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚等情形。公司根据相关法律、法规的规定，制定了《伊川财源实业投资有限责任公司章程》，分别对股东会、董事会、监事会和总经理的职权作出了明确规定，完善了公司法人治理结构和内部管理机构。公司设立股东会，股东会具有决定公司战略发展规划、选举或更换由非职工代表担任的董事和监事、修改章程、对公司增加或减少注册资本作出决议以及对合并、分立等事项作出决议等职权。公司设立董事会，成员为9人，董事任期为3年，任期届满可连任。董事会设董事长1人，由股东依照企业领导人员管理有关规定从董事会成员中指定。董事会对股东会负责。公司设立监事会，成员为5人，监事任期为3年，任期届满可连任。监事会设监事长1人，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。公司下设党群工作部、纪检办公室、办公室、人力资源部、风险控制部、财务部、投融资、项目管理部、审计管理部、企划管理部和清欠办11个部门。

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5月17日），公司存在一笔中原银行股份有限公司（以下简称“中原银行”）的已结清关注类借款2.10亿元，根据中原银行伊川人民路支行提供的情况说明，公司于2022年3月8日在中原银行办理流动资金贷款21,000万元，期限6个月，

2022年9月8日到期。根据分期还款计划，该笔业务于2022年8月31日需偿还本金100万元，利息39.67万元。公司于8月23日提前归还本金100万元，公司和中原银行沟通过程中，双方对付息规则理解存在偏差，致使8月31日扣划利息时账户余额不足，造成利息逾期。9月1日，中原银行通知公司利息逾期后，公司当日结清欠息，并于2022年9月8日正常结清贷款。该业务目前已续做，贷款状态正常。公司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。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保金额合计16.52亿元，占同期末净资产的15.34%，被担保方均为地方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13 截至 2022 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	担保期限	是否有反担保
伊川乡村振兴发展有限责任公司	31,238.52	2020-06-29 到 2035-05-14	否
洛阳伊秦商贸有限公司	564.04	2017-08-30 到 2022-08-30	否
新安县发达建设投资集团有限公司	22,950.00	2021-01-04 到 2024-12-20	否
伊川生态科技城投资有限公司	9,900.00	2017-10-20 到 2037-10-19	否
伊川县政航实业有限公司	27,047.00	2021-08-19 到 2036-04-15	否
伊川县政航实业有限公司	31,000.00	2021-08-19 到 2036-04-15	否
伊川县政航实业有限公司	3,953.00	2021-08-18 到 2036-04-15	否
伊川乡村振兴发展有限责任公司	11,290.34	2021-09-30 到 2041-07-05	否
伊川县阔达机动车驾驶员培训有限公司	250.00	2022-01-21 到 2023-01-14	否
伊川乡村振兴发展有限责任公司	1,700.00	2022-03-23 到 2023-03-23	否
新安县发达建设投资集团有限公司	9,000.00	2022-02-09 到 2023-02-09	否
洛阳发达商贸有限公司	10,000.00	2022-05-26 到 2023-07-14	否
偃师市毫源水务有限责任公司	6,324.03	2022-10-21 到 2037-09-25	否
合计	165,216.93	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是伊川县政府下属重要国有企业，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，伊川县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与伊川县政府的联系非常紧密。洛阳市人民政府国有资产监督管理委员会和伊川国资中心分别持有公司51.00%和39.00%的股权；其董事长和主要高管由伊川县政府任命，政府对公司的经营

战略和业务运营有强大的影响力；公司的业务一大部分来源于政府及相关单位；近5年获得政府支持的次数多且支持力度较大；预计公司未来与政府联系较稳定。

（2）公司对伊川县政府非常重要。尽管公司提供一些公共产品和服务，但其也有相当一部分业务是市场化的；政府在付出一定努力的情况下可以取代公司；公司在基础设施建设领域对政府贡献很大；公司是已发债的平台，若公司违约会对当地金融生态环境和融资成本产生实质性的影响。

九、债券偿还保障分析

中豫担保提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升“21伊川专项债01/21伊川债”、“22伊川专项债01/22伊川01”的信用水平

“21伊川专项债01/21伊川债”、“22伊川专项债01/22伊川01”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，担保范围为债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

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 月增资扩股至 60.00 亿元。2021 年 12 月，中豫担保再次增资扩股，新老股东合计向中豫担保增资 40.00 亿元，其中河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司（以下简称“豫资一体化”）等 15 家老股东合计增资 23.50 亿元，河南省中原豫资金控有限公司、漯河市城市投资控股集团有限公司等 15 家新股东合计增资 16.50 亿元。截至 2022 年末，中豫担保注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，股东共 40 家²，豫资一体化持有中豫担保 23.50% 股份，是中豫担保唯一持股超过 5.00% 的股东，并对其形成实际控制³。河南省财政厅的全资子公司中原豫资投资控股集团有限公司（以下简称“豫资集团”）持有豫资一体化全部股权，中豫担保最终实际控制人为河南省人民政府。截至 2022 年末，中豫担保纳入合并报表范围的子公司为全资持股的河南中豫资产管理有限公司（以下简称“中豫资管”）。

表14 截至 2022 年末中豫担保前十大股东情况（单位：亿元）

序号	股东名称	出资金额	持股比例
1	河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司	23.50	23.50%
2	禹州市投资总公司	4.50	4.50%
3	开封城市运营投资集团有限公司	3.75	3.75%
4	焦作市投资集团有限公司	3.00	3.00%
5	濮阳投资集团有限公司	3.00	3.00%
6	新乡平原示范区投资集团有限公司	3.00	3.00%

² 2022 年上半年中豫担保原股东郑州投资控股有限公司公开挂牌转让所持有的中豫担保全部股权，三门峡市陕州区国有资产投资运营有限公司、许昌新区建设投资有限公司和汝阳杜康建设投资有限公司通过购买股权方式成为中豫担保股东。

³ 2021 年 12 月公司增资后，豫资一体化未继续与其他股东签署一致行动人协议，但根据中豫担保章程规定，股东会做出的所有决议，同意通过决议的股东中必须包含豫资一体化，同时全部 3 名董事中包括董事长在内的 2 名非职工董事需由豫资一体化推举并经董事会表决通过聘任，豫资一体化通过股东会和董事会对中豫担保形成实际控制。

7	兰考县城市建设投资发展有限公司	3.00	3.00%
8	新安县发达建设投资集团有限公司	3.00	3.00%
9	宝丰县发展投资有限公司	3.00	3.00%
10	长垣市投资集团有限公司	3.00	3.00%
合计		52.75	52.75%

资料来源：中豫担保提供，中证鹏元整理

中豫担保主要在河南省内开展业务，经营以直接融资担保、间接融资担保为主的融资性担保业务和工程保函等非融资性担保业务，在河南省政府及股东的支持下，业务具备较强竞争优势。中豫担保客户主要包括河南省内各市、县级国有投资公司和行业龙头企业，客户质量相对较好，但行业及区域集中度较高，易受区域信用风险变化影响。中豫担保的担保业务规模增速较快，截至2022年末中豫担保的担保余额同比大幅增长43.19%至368.04亿元，主要由直接融资担保业务规模增长拉动。2022年末直接融资担保余额为224.66亿元，占同期末担保余额的比例为61.04%，为担保业务最主要构成。

表15 中豫担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
期末担保余额	368.04	257.03	170.90
融资担保余额	349.96	239.77	158.09
直接融资担保余额	224.66	156.60	84.10
间接融资担保余额	125.30	83.19	73.99
非融资担保余额	18.07	17.24	12.81
融资担保责任余额	260.10	177.15	124.45
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.29	1.57	2.01

资料来源：中豫担保提供，中证鹏元整理

目前中豫担保直接融资担保业务客户均为河南省内各级国有投资公司，客户主体级别以AA为主，项目主要来源于股东方推荐，年化担保费率在0.80%-1.50%之间。中豫担保直接融资担保业务主要为在2020年以来开展的债券担保业务，剩余担保期限较长，到期期限集中在3年以上。2022年末直接融资担保余额同比增长43.46%，业务规模快速增长。

中豫担保间接融资担保业务主要投放于租赁和商务服务业以及建筑业，包括流动资金贷款担保、银行承兑汇票担保、项目融资担保、信用证担保等，项目主要来源于股东以及金融机构推荐，年化担保费率约在1.00%-2.20%之间。中豫担保间接融资担保项目以银行流动资金贷款担保为主，担保期限以一年为主。2022年末间接融资担保余额同比增长50.62%至125.30亿元，业务规模持续扩大。

中豫担保自2020年起开始开展非融资担保业务，业务种类包括工程履约担保、工程款支付担保和农民工工资支付担保等。中豫担保未来将持续加大电子投标保函业务拓展力度，并于2022年初增设工程担保业务部专职负责相关业务开展，未来中豫担保非融资担保业务或将继续增长。截至2022年末非融资担保余额为18.07亿元，同比增长4.81%，规模相对较小。

截至2022年末，中豫担保累计担保代偿额为0.70亿元，系2020年发生的一笔担保代偿，当年中豫担

保以债权转让的方式将其原价转让给全资子公司中豫资管进行处置，截至2021年末已全额回收。2021年及2022年中豫担保均未发生代偿，截至2022年末累计担保代偿率为0.11%，目前来看代偿风险控制良好。但公司成立时间不长，各项风险管理制度有待进一步细化和完善，风控体系的有效性尚待更长时间周期检验。

截至2022年末，中豫担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为7.78亿元、2.51亿元和1.00亿元，担保风险准备金合计为11.28亿元，同比大幅上升69.32%，总体来看中豫担保风险准备金提取较为充足。

中豫担保收入主要来源于担保业务收入和咨询收入，2022年占营业收入的比例分别为43.41%和55.90%。2020年以来随着银行贷款担保和债券担保业务规模的增长，担保业务收入大幅增长，2020-2022年担保业务收入年复合增长38.22%。中豫担保同时通过提供咨询服务获取咨询收入，2020-2022年咨询收入复合增长66.20%，且咨询业务收入占比不断上升。

表16 中豫担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	3.39	43.41%	2.21	42.20%	1.78	43.27%
减：提取未到期责任准备金	(1.31)	(16.75%)	(0.38)	(7.25%)	(0.59)	(16.87%)
咨询收入	4.37	55.90%	2.68	51.29%	2.12	51.58%
利息收入	0.00	0.00%	0.33	6.28%	0.19	4.59%
手续费及佣金收入	0.05	0.69%	0.01	0.23%	0.02	0.56%
营业收入合计	7.82	100.00%	5.23	100.00%	4.11	100.00%

资料来源：中豫担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年中豫担保资产规模稳定增长，截至2022年末中豫担保资产总额为134.55亿元，同比增长6.78%。2022年末货币资金为118.06亿元，占资产总额的比例为87.74%，包括19.81亿元银行存款和98.25亿元其他货币资金，货币资金中有96.73亿元使用受限，占全部货币资金的比例为81.94%，占比很高。2022年末中豫担保债权投资总额为10.19亿元，未计提减值准备，其中一年内到期的债权投资为4.47亿元。截至2022年末，中豫担保计入其他非流动金融资产科目下的权益工具投资为5.12亿元，包括子公司中豫资管对河南中豫信用增进有限公司的投资成本5.00亿元以及公允价值变动收益0.12亿元。

中豫担保按照融资担保公司相应监管要求统计并计算三类资产占比，截至2022年末，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88.97%、0.62%和10.42%，满足监管部门相应要求，但货币资金中质押存款占比较高，对整体资产流动性产生的负面影响需要关注。

截至2022年末，中豫担保负债总额为18.03亿元，同比增长54.18%。2022年末其他应付款为4.92亿元，同比上升10.72%，主要包括2.76亿元的保证金及押金和2.16亿元的其他往来款。中豫担保其他流动负债包括未到期责任准备金7.78亿元和担保赔偿准备金2.51亿元，2022年末中豫担保其他流动负债合计为10.28亿元，占负债总额的比例为57.06%，同比增长73.23%，主要系担保业务规模扩大，计提的未到期

责任准备金和担保赔偿准备金规模显著增长所致。

截至2022年末，中豫担保所有者权益合计116.53亿元，同比增长1.93%。截至2022年末，公司融资担保责任余额放大倍数为2.23倍，处于较低水平。整体来看中豫担保资本实力强，担保放大倍数较低。

盈利能力方面，近年来随着担保业务的快速发展，中豫担保的担保业务收入和咨询收入显著提高，带动营业收入大幅提升。2022年中豫担保实现营业收入和净利润分别为7.82亿元和4.02亿元，同比分别增长49.57%和29.92%。近年来中豫担保净资产收益率呈下降态势，2022年为3.49%，较2020年下降0.81个百分点。

表17 中豫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	134.55	126.01	71.87
货币资金	118.06	116.65	66.85
应收代偿款净额	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	116.53	114.32	62.18
营业收入	7.82	5.23	4.11
担保业务收入	3.39	2.21	1.78
净利润	4.02	3.10	2.67
净资产收益率	3.49%	3.55%	4.30%
累计担保代偿率	0.11%	0.18%	0.33%
累计代偿回收率	100.00%	100.00%	100.00%
拨备覆盖率	-	-	551.43%

资料来源：中豫担保 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

从外部支持方面来看，中豫担保由豫资集团通过其全资子公司豫资一体化发起设立，最终实际控制人为河南省人民政府，股东还包括其他39家河南省各级地方国有投资公司，主要股东实力较强。中豫担保作为河南省内重要的国有担保公司，定位于服务河南省各级地方国有投资公司、国有大中型企业和产业化龙头企业。基于中豫担保在河南省融资担保体系中的重要地位以及在助力省内各级地方国有投资公司融资中发挥的重要作用，中豫担保在资本金补充、业务拓展等方面得到股东和当地政府的有力支持。2019年9月和2021年12月，豫资一体化联合其他股东分别对中豫担保增资30.00亿元和40.00亿元。此外，中豫担保的担保业务客户多为股东及其所在地方政府推荐，带动其担保业务规模得到快速增长。

综上，中豫担保作为河南省内重要的国有担保公司，在资本金补充、业务拓展等方面获得来自股东和河南省政府的有力支持，资本实力强，融资担保业务规模快速增长，融资担保业务放大倍数较低，尚未使用的银行担保授信额度较大，业务发展空间较大；同时中证鹏元也关注到中豫担保的担保业务集中度较高，成立时间不长，风控体系的有效性尚待更长时间周期检验等风险因素。经中证鹏元综合评定，中豫担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升“21伊川专项债01/21伊川债”、“22伊川专项债01/22伊川01”的信用水平。

十、结论

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等等业务。虽然公司面临较大的资金压力，且债务规模持续提升，但截至2022年末，公司主要在建的代建项目规模较大，业务可持续性较好，预计收入较有保障，房屋租赁及管理业务毛利率水平较高，砂石料销售、园林建设及市政施工、售电等业务为营业收入形成补充。作为伊川县重要的投融资主体，公司在业务、资本金及财政补贴方面持续获得当地政府较大力度的支持，抗风险能力尚可。

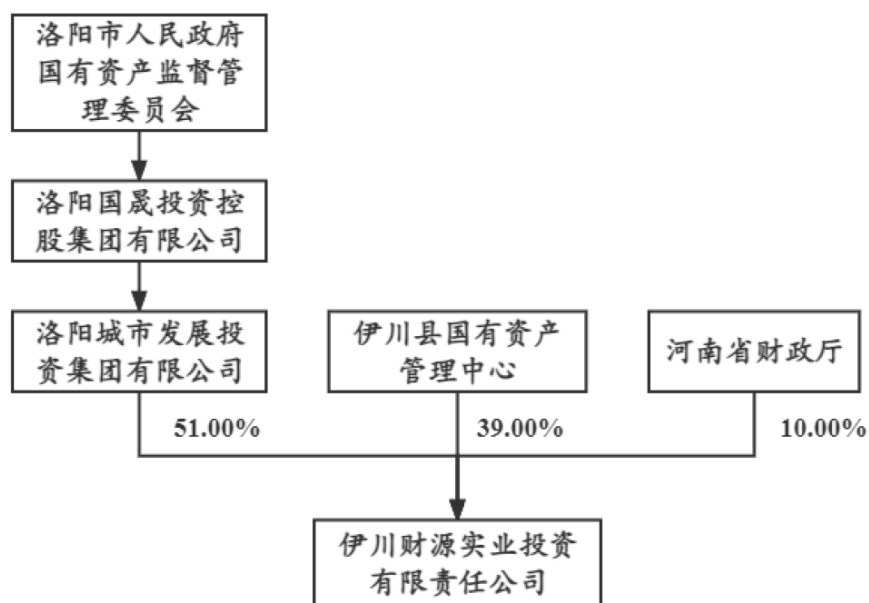
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21伊川专项债01/21伊川债”、“22伊川专项债01/22伊川01”的信用等级为AAA。

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	3.95	1.55	2.21
其他应收款	29.95	33.24	30.46
存货	71.39	61.26	53.55
流动资产合计	123.21	114.59	98.75
投资性房地产	22.09	21.37	10.71
其他非流动资产	43.98	40.48	40.48
非流动资产合计	85.83	76.45	61.73
资产总计	209.03	191.05	160.48
短期借款	18.52	14.67	14.15
应付账款	5.16	2.28	2.28
一年内到期的非流动负债	18.42	13.51	6.32
流动负债合计	55.03	41.34	30.59
长期借款	26.01	22.17	20.41
应付债券	18.40	19.37	8.86
长期应付款	0.37	0.38	0.56
非流动负债合计	46.33	43.22	29.84
负债合计	101.36	84.56	60.43
其中：短期债务	40.46	30.40	21.53
总债务	85.21	72.28	51.37
所有者权益	107.67	106.49	100.06
营业收入	11.00	9.41	11.89
营业利润	1.67	1.26	1.25
营业外收入	0.26	1.23	1.09
利润总额	1.85	2.42	2.23
经营活动产生的现金流量净额	-2.52	-7.74	-3.21
投资活动产生的现金流量净额	-3.21	-6.58	1.14
筹资活动产生的现金流量净额	7.39	14.36	0.03
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	16.61%	20.43%	18.23%
资产负债率	48.49%	44.26%	37.65%
短期债务/总债务	47.48%	42.06%	41.92%
现金短期债务比	0.20	0.39	0.45
EBITDA（亿元）	6.00	5.26	5.89
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.35	1.71

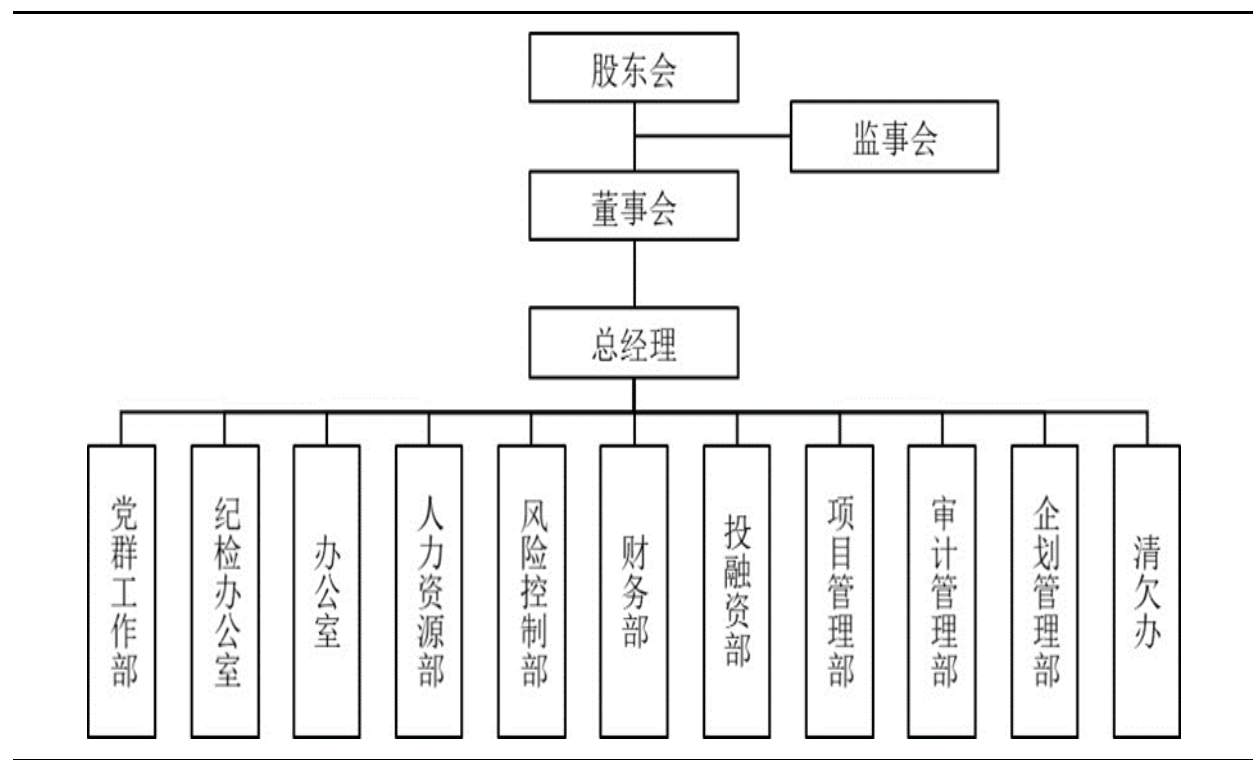
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 12 月末）



资料来源：公司提供

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	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	工程建设	88.89	-	划拨
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	10,000	土地开发	100.00	-	设立
伊川晟清水务有限公司	3,000	工程建设	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
洛阳伊晟资产管理有限公司	10,000	房屋租赁及管理	100.00	-	设立
洛阳中润产业投资有限公司	1,000	商务服务业	100.00	-	设立
北京兴伊文化发展有限责任公司	500	文化周边	100.00	-	设立
洛阳达用建设有限公司	1,000.00	房屋建筑	100.00	-	收购
伊川县天恒运输有限公司	500.00	道路运输	100.00	-	设立
伊川县伊城置业有限公司	500.00	房地产	100.00	-	设立
伊川县泊安停车管理有限公司	500.00	道路运输	100.00	-	设立
洛阳同源水务有限公司	10,000.00	水生产和供应	100.00	-	设立
伊川县阔达建筑规划测绘有限公司	500.00	专业技术服务	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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。