



2019年河南省新乡平原示范区投资集团有限公司公司债券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：

2019年河南省新乡平原示范区投资集团有限公司公司债券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
19 新乡平原债 /19 平原债	AAA	AAA

评级日期

2023 年 6 月 26 日

联系方式

项目负责人：王贞姬
wangzj@cspengyuan.com

项目组成员：王建飞
wangjf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：新乡市是河南省重要的工业城市，郑新一体化战略带来发展机遇，2022 年区域经济实力持续提升；新乡平原示范区投资集团有限公司（以下简称“公司”或“平原投资”）是新乡平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，业务地位突出，主要在建及拟建项目较多且总投资规模较大，工程建设业务持续性较好，且持续获得较大力度的外部支持，有力提升了公司的利润水平；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“19 新乡平原债/19 平原债”（以下简称“本期债券”）的信用水平；同时中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱，近年债务规模持续增长，未来面临较大资金压力和偿债压力，且对外担保均未设置反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

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，公司在较长时期内业务地位将保持不变，仍将作为新乡平原示范区重要的城市基础设施建设主体，充足的项目储备可为业务持续开展提供保障，且有望持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	159.10	152.18	149.35	148.57
所有者权益	57.16	57.67	60.55	61.60
总债务	78.39	73.98	63.56	62.84
资产负债率	64.07%	62.11%	59.45%	58.54%
现金短期债务比	0.44	0.35	0.49	0.71
营业收入	4.05	25.89	31.54	31.26
其他收益	0.02	1.63	1.65	0.12
利润总额	0.07	0.76	0.75	0.99
销售毛利率	11.45%	8.90%	5.03%	5.96%
EBITDA	--	3.28	2.60	2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	0.74	0.80
经营活动现金流净额	0.64	-6.54	-5.00	12.52

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **作为河南省重要的工业城市，2022 年新乡市区域经济实力持续提升，产业逐步升级。**新乡市是河南省重要的工业城市，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，其中 2022 年新乡市 GDP 同比增长 5.3%；近年郑新一体化战略带来发展机遇，生物医药等高新技术产业引导全市产业升级。
- **作为新乡平原示范区重要的建设主体，公司业务地位突出，持续性较好。**公司是新乡平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责新乡平原示范区的基础设施建设和城市服务工作；截至 2023 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目较多，计划总投资规模较大，未来工程建设业务持续性较好，未来收入来源较有保障。
- **公司继续获得的外部支持力度较大，有力提升了公司利润水平。**2022 年，公司持续获得政府补贴 16,259.57 万元，有力提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中豫担保主体长期信用等级为 AAA，其为所担保债券提供的不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱，集中变现能力不强。**公司资产以存货和应收款项为主，2023 年 3 月末合计占总资产比重为 74.41%，其中应收款项中政府及事业单位的欠款规模较大，集中度较高，以土地及工程建设项目成本为主的存货规模较大，沉淀公司较多资金；另外贸易业务存在一定规模的应收款，需关注其潜在的坏账风险。
- **公司未来面临较大资金压力。**近年公司经营活动现金流波动较大，难以对项目建设支出提供有效支持，截至 2023 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来项目建设面临较大的资金压力。
- **总债务规模持续增长，叠加项目建设资本开支需求，公司面临较大的偿债压力。**近年随着项目投入，公司总债务持续增长，2023 年 3 月末总债务上升至 78.39 亿元；且近年公司现金短期债务比及 EBITDA 利息保障倍数均较低，对债务的保障能力较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保金额为 2.93 亿元，占当期末净资产比重为 5.07%，虽担保对象均为国有企业，但均无反担保措施。

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
新乡国资公司	新乡市财政局	1,122.53	577.77	155.60
新乡投资集团	新乡市城市基础设施投资建设运营主体	432.33	166.30	17.14
平原投资	平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体	152.18	57.67	25.89

注：（1）新乡投资集团为新乡投资集团有限公司的简称；新乡国资公司为新乡国有资本运营集团有限公司的简称；（2）上表为 2022 年/2022 年末数据，“-”表示公司未公布该数据。

资料来源：公开资料及公司提供，中证鹏元整理

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_ff_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	6/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	6/7		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				-2
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，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是新乡市重要的基础设施建设平台之一，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，新乡市政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为公司与新乡市政府联系中等，公司对新乡市政府非常重要。同时，中证鹏元认为新乡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 新乡平原 MTN001	2023-2-22	王贞姬、王建飞	城投公司主体长期信用评级方法 (cspy ffmx 2022V1.0) 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy ffmx 2022V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+/19 新乡平原债 /19 平原债	2019-5-24	马琳丽、胡长森	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
19 新乡平原债 /19 平原债	5.00	4.00	2022-6-28	2026-12-3

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2019年12月发行7年期5.00亿元公司债券，募集资金原计划3亿元用于新乡市平原示范区滨湖小镇城中村改造项目，2亿元用于补充流动资金。截至2023年4月10日，本期债券募集资金专项账户余额为0.6万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本仍为12.19亿元，公司控股股东仍为新乡国资公司，实际控制人仍为新乡市财政局，公司股权结构图见附录二。

公司仍是新乡平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，主要负责新乡平原示范区的基础设施建设管理工作。2022年，纳入公司合并报表范围一级子公司新增1家，为新乡市平原科教城投资管理有限公司，无减少。2023年1-3月，公司合并报表范围无变化。截至2023年3月末，公司合并范围内的一级子公司共19家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
新乡市平原科教城投资管理有限公司	50.00%	10.00	资产管理服务	新设

2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
无	无	无	无	无

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。

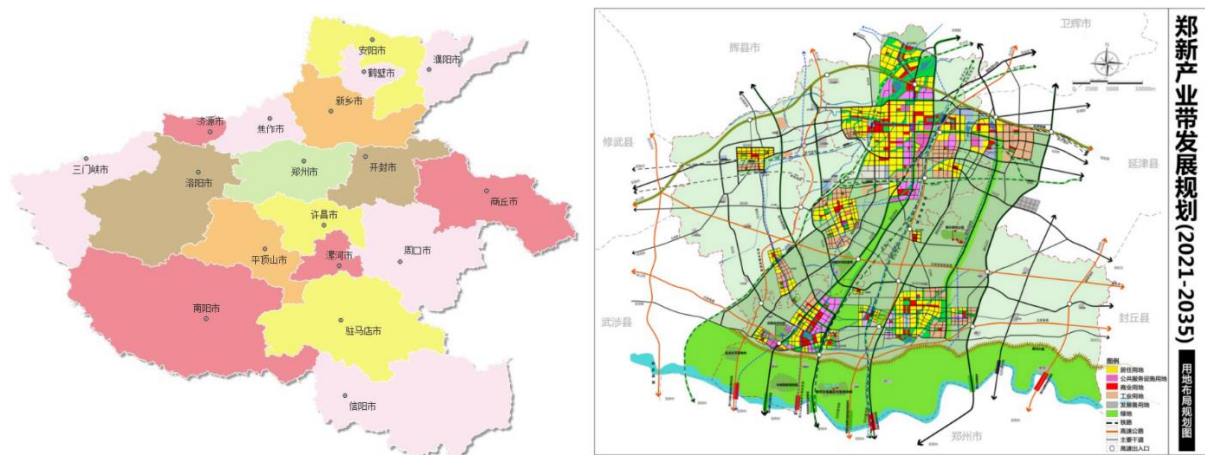
区域经济环境

2022年新乡市GDP在河南省各地级市中排名第六位，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，地方政府债务快速扩张

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：在固定资产投资的推动下，近年新乡市经济实力不断提升，但2022年人均产值尚不及全国水平70%。近年新乡市经济实力不断提升，2022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。近年新乡市固定资产投资加速增长，助推地区GDP持续增长。分行业来看，2022年新乡市制造业投资同比增长39.7%，基础设施投资同比增长19.8%，民间投资同比增长14.5%，均高于全省平均水平。进入2022年，受宏观经济下行等多方面因素的影响，社会消费品零售总额增速放缓，对经济的贡献减弱。2022年新乡市地区生产总值3,463.98亿元，区域经济增速高于全国水平，但人均GDP尚不及全国水平70%，人均GDP较低。

表2 2022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	12,934.7	1%	10.27	1,130	521.1
洛阳市	5,675.2	3.0%	8.02	398.2	155.7
新乡市	3,464.0	5.3%	5.62	227.03	111.8
商丘市	3,262.68	5.1%	4.22	201.6	118.9
开封市	2,657.1	4.3%	5.66	198.58	147
安阳市	2,512.1	2.4%	4.59	222.1	-
三门峡市	1,676.37	4.6	8.24	139.04	43.70
鹤壁市	1,107.04	4.3%	7.04	81.14	-

注：标“-”数据未公告；人均GDP=当地GDP/常住人口，洛阳、商丘、开封、鹤壁市2022年常住人口来自相应国民经济和社会发展统计公报，其余各地级市均采用第七次人口普查数据。

资料来源：各地级市政府网站等，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	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）	3,463.98	5.3%	3,232.53	6.6%	3,014.51	3.2%

固定资产投资	-	13.7%	-	12.1%	-	6.4%
社会消费品零售总额	1,077.7	2%	1,056.63	9.3%	966.53	-3.0%
进出口总额	-	-	112.9	11.0%	101.7	19.8%
人均 GDP（元）		56,156		52,028		51,846
人均 GDP/全国人均 GDP		69.32%		64.25%		71.56%

注：“-”数据未公告。

资料来源：2020-2021 年新乡市国民经济和社会发展统计公报、新乡市统计局官网，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。

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，均在 70% 左右；近年新乡市财政自给率均不足 50%，2022 年虽上升至 47.62%，但财政自给程度仍偏低。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。2019-2021 年新乡市广义政府债务率持续增长，截至 2021 年末新乡市广义政府债务率增长至 130.29%，地方政府债务压力较大。

表4 新乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	227.03	208.3	194.0
税收收入占比	66.72%	71.60%	71.04%
财政自给率	47.62%	41.11%	41.00%
政府性基金收入	111.8	149.0	150.1
地方政府债务余额	-	543.2	419.3

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：2020-2022 年新乡市财政预算决算报告、新乡市统计局官网，中证鹏元整理

投融资平台：新乡市重要投融资平台系新乡国资公司、新乡投资集团和平原投资。其中，新乡国资公司为新乡市城市开发建设、产业投资和国有资产运营主体；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；平原投资为新乡市下属平原示范区投融资平台，主要负责平原示范区城市基础设施建设。

2010年2月，经河南省政府批准设立新乡平原示范区；平原示范区地处中原腹地、黄河之滨，与河南省会郑州一河之隔、六桥相连。2017年，《河南省建设中原城市群实施方案》将平原示范区与巩义、新郑、荥阳、长葛一起明确为郑州大都市区新兴增长中心。2021年被《河南省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》列为特别合作区。平原示范区现辖6个乡镇（办事处），区域面积约400平方公里，总人口约30万人。

平原示范区位于郑州市和新乡市交汇处，与郑州市依黄河相望，25分钟可达郑州高铁东站，40分钟可达新郑国际机场和郑州航空港。平原示范区区域内京港高铁、京港澳高速、郑焦晋高速、郑平公交等交通便利。郑济高铁、郑新高速、沿黄高速、郑州地铁6号线、龙凤大道等一批轨道、高快路正在建设推进中。平原示范区是豫北地区联系郑州的重要节点，也是郑州辐射豫北的“桥头堡”。

平原示范区以高校科研、高端服务、先进制造为主导产业，并加快发展现代农业、绿色智能、高等院所、装备制造、生物医药、冷链物流等重点领域，引导产业上下游链式发展。经过10余年的发展建设，平原示范区城市发展框架基本形成，教育、医疗、购物、文化休闲及娱乐服务等城市配套体系逐渐成熟。

平原示范区将继续落实黄河流域生态保护和高质量发展的试验区、郑州都市圈一体化的特别合作区、郑洛新国家自创区的战略引领区”三大定位，加快将平原示范区建设成为先进制造城、园林卫星城、科教创新城。

五、经营与竞争

公司是平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，以工程建设业务为主业，同时公司积极拓展城市公共服务业务和贸易业务，收入来源丰富

公司是平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，以工程建设业务为主业，2022年贸易业务和工程建设业务在公司营业收入中占比均较高，城市公共服务业务对营业收入形成一定补充。2022年，受工程建设业务下降的影响，公司营业收入有所下降。毛利率方面，2022年公司销售毛利率有所上升，主要系部分工程项目毛利较高，工程建设业务毛利率上升所致。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

工程项目	6.03	23.70%	28.08%	11.15	35.75%	9.22%	6.79	22.61%	13.12%
工程绿化	0.15	0.57%	26.27%	0.27	0.87%	0.10%	0.20	0.67%	6.31%
环卫	0.40	1.55%	37.67%	0.42	1.35%	36.15%	0.52	1.73%	37.53%
贸易	18.47	72.58%	0.21%	18.79	60.24%	0.29%	22.23	74.03%	1.50%
广告物业和其他	0.40	1.59%	18.63%	0.55	1.76%	31.65%	0.30	1.00%	-26.38%
合计	25.44	100.00%	7.84%	31.19	100.00%	4.52%	30.03	100.00%	4.50%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

受当期完工的工程建设项目数量及规模影响，2022年公司工程建设业务收入有所下降；此外，工程建设业务在建及拟建项目较多，总投资规模较大，未来收入有保障，但项目建设面临较大的资金压力

作为平原示范区重要的城市建设投资主体，公司承担了平原示范区大量城市基础设施建设工作，主要包括市政水系工程、道路建设、其他基础设施建设等。公司与示范区管委会签署工程项目建设协议，负责工程项目的建设。工程建设完工或阶段性完工后，公司向示范区管委会提交工程决算文件，示范区管委会对完工项目或阶段性完工项目进行竣工验收，并指定有资质的评审机构进行评审，验收及评审合格后，公司将完工项目在规定时间内向示范区管委会办理移交手续。示范区管委会按照项目建设成本加成一定比例（根据工程建设项目不同而异）与公司进行结算，公司据此确认工程建设业务收入。

公司的工程项目业务主要包括市政路网工程、水系工程、基础设施配套工程及棚户区改造工程。近年来，公司工程建设业务收入有所波动，2021-2022年，公司分别实现工程建设业务收入11.15亿元和6.03亿元，工程建设业务收入受当期完工结算的项目数量及规模影响较大。2022年公司工程建设业务毛利率有所上涨，主要系受不同工程项目结算毛利不同影响所致。

表6 公司工程建设业务收入确认情况（单位：亿元）

时间	项目名称	项目当期收入
2022 年	市政路网	2.81
	泵站工程	0.28
	基础设施配套工程	1.24
	水系工程	0.08
	公益性设施	0.40
	滨湖小镇城中村改造	1.23
	合计	6.03
2021 年	市政路网	3.00
	泵站工程	0.32
	基础设施配套工程	0.03
	水系工程	0.07

2020 年	公益性设施	2.37
	滨湖小镇城中村改造	5.36
	合计	11.15
	市政路网	3.52
	泵站工程	0.54
	基础设施配套工程	0.14
	水系工程	0.58
	公益性设施	2.01
	合计	6.79

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资合计 86.07 亿元，已投资 38.08 亿元；其中，安置房小区项目包含龙源一期和滨湖一期工程，新乡平原示范区滨湖小镇城中村改造项目为公司存续债券募投项目，未来主要通过销售住房和临街商铺实现收益；科技创新港项目为新乡市人民政府与河南师范大学共同合作开发项目，旨在推动科技成果转化、科技创业孵化和创新人才培养，科技创新港前期工程项目由公司负责建设，项目计划总投资 39.47 亿元，计划总投资规模较大，计划建设期为 2022 年下半年至 2025 年，截至 2023 年 3 月末已投资 0.27 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司拟建项目主要市政道路、污水管道及新乡市平原示范区职教中心项目，未来均计划采用政府回购的方式覆盖公司前期的投入成本。考虑到公司工程建设业务在建及拟建项目计划总投资规模较大，未来工程建设业务收入来源有保障。但截至 2023 年 3 月末，公司主要在建及拟建项目尚需投入规模较大，公司面临较大的资金压力。

表7 截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资金额	尚需投资
安置房小区（龙源一期和滨湖一期）	11.37	11.36	0.00
新乡平原示范区滨湖小镇城中村改造项目	11.50	7.52	3.98
市政基础设施-调蓄	4.55	4.50	0.05
新乡市平原示范区部分市政项目	4.00	3.80	0.20
市政基础设施-渠	3.88	3.35	0.53
新乡市平原示范区部分绿化项目	4.39	1.57	2.82
黄河大道东沿	1.60	1.18	0.42
丹江路小学	1.20	1.11	0.09
站前路	1.49	1.01	0.48
淮河路小学	0.95	0.95	0.00
站前广场	0.98	0.89	0.09
农村人居环境	0.45	0.35	0.10
科技创新港	39.47	0.27	39.20
高标准农田	0.24	0.22	0.02
合计	86.07	38.08	47.98

注：表中“市政基础设施-渠”、“市政基础设施-调蓄湖”、“新乡市平原示范区部分市政项目”和“新乡市平原示

范区部分绿化项目”均为简称，随着部分项目完工结算，各年均均为不同项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表8 截至 2023 年 3 月末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资
新乡平原示范区辽河路（X022-泰山北路）道路工程	0.78
新乡平原示范区 31 号桥和引道嵩山大道（永定河路-辽河路）道路工程	0.28
新乡市平原示范区沙河街（云台山路-万仙山路）道路工程	0.15
新乡市平原示范区丹江路（云台山路-万仙山路）道路工程	0.30
新乡平原示范区雅砦江路（华山路-秦岭路）污水管道工程	0.06
新乡市平原示范区职教中心项目	4.95
合计	6.51

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）贸易业务

公司贸易业务规模较大，是营业收入的重要组成部分，但毛利率较低、盈利能力较弱，另外贸易业务存在一定规模的应收款，需关注其潜在的坏账风险

公司通过河南凤瑞物产有限公司（以下简称“凤瑞物产”）开展贸易业务，凤瑞物产于 2019 年 5 月 23 日设立，公司持股占比 51%，深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司持股占比 49%，公司贸易业务主要为煤炭、焦炭、有色金属等的国内贸易，主要采用以销定采的经营模式。公司贸易业务收入规模较大，但毛利率较低。2022 年，公司贸易业务收入及毛利率变化均不大，基本与上年持平。2022 年公司贸易业务前五大供应商占公司采购总额比重为 67.12%，前五大客户占销售总额比重为 32.01%，公司贸易业务客户及供应商均较为集中。未来需持续关注大宗商品价格的波动对公司贸易业务盈利能力的影响，此外，公司贸易业务存在一定规模的应收款，需关注其潜在的坏账风险。

表9 2022 年公司贸易业务前五大供应商（单位：亿元）

供应商名称	采购金额	占采购总额比重
河南铁瑞实业有限公司	3.04	16.49%
山西晋煤集团晋瑞能源有限责任公司	2.72	14.74%
河南中平能源供应链管理有限公司	2.50	13.58%
河南物产集团有限公司	2.17	11.77%
陕西陕煤供应链管理有限公司	1.94	10.53%
合计	12.37	67.12%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表10 2022 年公司贸易业务前五大客户（单位：亿元）

客户名称	销售金额	占销售总额比重
扬州正融电力燃料有限公司	1.60	8.66%
烟台信宇商贸有限公司	1.38	7.50%
郑州嘉瑞供应链管理有限公司	0.99	5.39%

郑州欣卓商贸有限公司	0.97	5.26%
安阳市轩和物资经销有限公司	0.96	5.21%
合计	5.91	32.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

工程绿化、环卫和广告物业等其他业务对公司营业收入形成一定补充

公司工程绿化业务主要为受示范区管委会委托，业务模式采用承包制，按内容主要分为工程施工及园林绿化养护。2021-2022 年及 2023 年 1-3 月，公司工程绿化业务收入分别为 2,696.15 万元、1,459.36 万元和 131.77 万元；2021 年，公司工程绿化业务毛利率大幅降低，主要系当期受暴雨自然灾害影响成本较高所致；2022 年，公司工程绿化业务收入有所减少，主要系公司工程绿化项目减少所致。

公司环卫业务主要是公司承包了平原示范区部分道路的保洁、清理工作等，2021-2022 年及 2023 年 1-3 月，公司环卫业务收入分别为 4,198.73 万元、3,951.35 万元和 914.15 万元，毛利率维持在 35%-40% 之间，整体变化不大。

公司广告物业和其他收入主要为公司对外租赁办公楼、广告位及部分保理业务收入等；2021-2022 年及 2023 年 1-3 月，公司分别实现广告物业及其他业务收入 5,531.39 万元、4,043.74 万元和 1,459.20 万元。2021 年公司广告物业和其他收入及毛利率大幅增长，主要系 2021 年新增保理业务带来的保理利息收入计入其他收入所致；2022 年，受利润率较高的保理业务影响，广告物业和其他业务毛利率仍保持在较高的 18.63%。

2022年公司在政府补助方面继续获得较大力度的外部支持

作为平原示范区重要的基础设施建设主体，公司自成立以来，获得股东或政府单位在资产注入及财政补贴等方面的较大支持。2021-2022 年，公司分别获得财政补贴 16,532.23 万元和 16,259.57 万元。上述支持有力提升了公司利润水平。

表11理

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审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2022 年三年连审审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年，纳入公司合并范围一级子公司新增 1 家，为新乡市平原科教城投资管理有限公司，无减少。2023 年 1-3 月，公司合并报表范围无变化。截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内的一级子公司共 19 家，

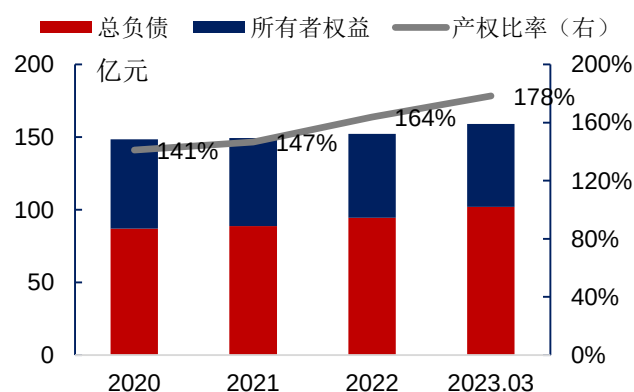
详见附录四。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模持续增加，但增量更多来自债务融资，公司资产以存货和应收款项为主，应收政府及事业单位的款项规模较大，集中度较高，资产质量一般，资产流动性较弱

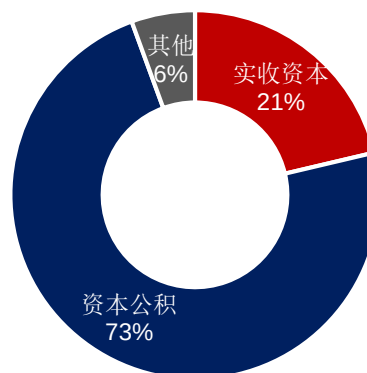
2022年伴随公司工程建设业务的推进，公司不断增加对外融资，产权比率持续上升，截至2023年3月末产权比率上升至178.33%，公司杠杆率较高，所有者权益对负债的保障程度较弱；从权益结构来看，所有者权益主要为股东和政府单位对公司资产、股权及货币资金注入等形成的资本公积。

图 3 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年公司资产规模持续增长，公司资产以应收款项（应收账款、其他应收款）及存货为主，2023年3月末上述资产合计占公司总资产的74.41%。公司应收账款主要为应收工程建设款，伴随公司业务规模的扩大，近年应收账款增长较快；截至2022年末，公司应收账款前五名分别为新乡平原新区管委会财政局（20.17亿元，78.25%）、新乡市平原城乡一体化示范区管理委员会城乡建设管理局（0.40亿元，1.56%）、绍兴越祁贸易有限公司（0.34亿元，1.33%）、浙江昌满瑞贸易有限公司（0.30亿元，1.17%）和山东省哈朵商贸有限公司（0.22亿元，0.85%）；其中前两名均为政府事业单位，集中度很高；后三名均为民营企业，该部分为贸易业务应收款，账龄均在一年以内，存在一定回收风险。公司其他应收款主要为与新乡市事业单位和国企的往来款，截至2022年末，公司其他应收款前五名分别为新乡滨湖生态园林（集团）有限公司（1.27亿元、19.98%）、新乡市建投置业有限公司（1.01亿元，15.85%）、新乡国有资本运营集团有限公司（1.00亿元，15.72%）、新乡平原新区创业科技发展有限公司（0.78亿元，12.26%）和新乡平原新区管委会财政局（0.68亿元，10.72%）。公司存货主要为土地及工程建设项目成本，2022年伴随公司工程建设业务规模的扩大，存货的规模持续增加；2023年3月末公司存货总计86.35亿元，其中土地的账面价值为40.39亿元，土地性质主要为出让，土地产权证均已办理，土地用途主要为住宅和商服，其中账面价值11.60亿元的土地作为借款抵押担保，使用权受限。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16.78	10.55%	13.18	8.66%	17.11	11.46%	23.33	15.70%
应收账款	26.43	16.61%	25.74	16.91%	22.69	15.20%	16.70	11.24%
其他应收款	5.59	3.52%	5.82	3.82%	5.70	3.82%	5.52	3.72%
存货	86.35	54.28%	84.27	55.38%	80.07	53.61%	78.16	52.61%
流动资产合计	138.66	87.15%	132.10	86.80%	129.03	86.40%	128.34	86.39%
长期股权投资	1.87	1.18%	1.87	1.23%	1.89	1.27%	1.95	1.31%
投资性房地产	13.07	8.21%	13.07	8.59%	13.22	8.85%	13.03	8.77%
非流动资产合计	20.45	12.85%	20.08	13.20%	20.31	13.60%	20.23	13.61%
资产总计	159.10	100.00%	152.18	100.00%	149.35	100.00%	148.57	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

其他资产构成方面，公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其他货币资金主要为开具银行承兑汇票、商业承兑汇票的保证金，使用均受限。公司长期股权投资主要为对新乡市碧海置业有限公司的股权投资。公司投资性房地产主要为公司持有并用于出租的办公楼及对应土地，均采用公允模式计量；截至 2022 年末，公司投资性房地产均已办理权证，其中账面价值 4.93 亿元的投资性房地产用于融资抵押。

受限资产方面，公司受限资产主要为用于银行借款抵押的土地资产、房屋建筑物以及保证金，截至 2022 年末，公司总计 28.65 亿元资产使用受限，受限资产规模较大。

表12 截至 2022 年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	119,836.97	保证金
存货-土地使用权	115,960.11	抵押担保
无形资产	1,373.70	抵押担保
投资性房地产	49,346.37	抵押担保
合 计	286,517.14	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

总体来看，公司资产主要由应收款项（应收账款、其他应收款）、存货等构成；其中应收款项中政府及事业单位的欠款规模较大，集中度较高，以土地及工程建设项目成本为主的存货规模较大，沉淀公司较多资金；公司资产流动性较弱，集中变现能力不强，受限资产规模较大，整体资产质量一般。

盈利能力

公司营业收入主要来源于工程建设业务和贸易业务，2022 年受工程建设业务收入下降影响，公司营业收入有所下降，公司工程建设业务回款表现欠佳，主业盈利能力较弱，政府补助对利润贡献较大

公司是平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，公司营业收入主要来源于工程建设业务和贸易业务，2022年受工程建设业务收入下降影响，公司营业收入有所下降；毛利率方面，近年公司销售毛利率持续上升，主要系部分工程项目毛利较高，工程建设业务毛利率上升所致。目前公司在建及拟建项目较多，且计划总投资规模较大，未来工程建设业务收入来源较有保障。其他收益主要为公司收到的政府补助，2021-2022年及2023年1-3月，公司分别获得政府补助1.65亿元、1.63亿元和0.02亿元，有效提升了公司利润水平。整体来看，公司主业盈利能力较弱，政府补助对公司利润水平贡献度较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年1-3月	2022年	2021年	2020年
营业收入	4.05	25.89	31.54	31.26
营业利润	0.06	0.80	0.75	0.98
其他收益	0.02	1.63	1.65	0.12
利润总额	0.07	0.76	0.75	0.99
销售毛利率	11.45%	8.90%	5.03%	5.96%

资料来源：公司2020-2022年三年连审审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司债务规模持续增长，长短期偿债能力指标表现较弱，公司面临较大的偿债压力

受工程项目投资规模增加的影响，2022年公司持续增加银行借款和债券融资，公司总债务规模持续增长。公司债务以银行借款、债券融资和长期应付款中的非标融资借款为主，其中银行借款占比较大。银行借款主要为保证借款、质押借款和抵押借款，抵押物主要为土地使用权，质押物主要为应收账款和大量存单。公司应付票据主要为商业承兑汇票和银行承兑汇票，均为有息。公司应付债券主要为存续的多笔企业债、私募债和定向融资工具等，2022年伴随公司融资规模的扩大及新债券的发行，公司应付债券持续增长。公司自2016年开始逐步引入建信资本管理有限责任公司（以下简称“建信资本”）和河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司（以下简称“豫资城乡公司”）等社会资本，与社会资本合作共同完成平原示范区内基础设施建设项目，公司长期应付款主要为应付建信资本、豫资城乡公司和其他部分融资租赁公司的非标融资借款。

此外，公司应付账款主要为应付的工程款及贸易业务采购款，公司其他应付款主要为因工程建设项目与新乡平原示范区政府及其他事业单位产生的往来款，伴随业务的发展，公司其他应付款有所波动。

表14 截至2022年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	2年及以上
银行借款	5.01%	47.88	33.58	14.30
债券融资	6.33%	20.88	1.00	19.88
非标融资	7.25%	5.22	2.88	2.34
合计	5.54%	73.98	37.46	36.52

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18.46	18.10%	19.46	20.59%	18.33	20.64%	17.58	20.21%
应付账款	9.90	9.72%	8.33	8.81%	7.52	8.46%	7.40	8.51%
应付票据	13.70	13.44%	10.60	11.21%	14.37	16.18%	17.76	20.43%
其他应付款	9.62	9.44%	8.13	8.60%	11.51	12.96%	11.52	13.25%
一年内到期的非流动负债	6.54	6.41%	7.40	7.83%	6.78	7.64%	3.19	3.67%
流动负债合计	59.60	58.46%	55.33	58.54%	59.71	67.25%	57.57	66.20%
长期借款	14.45	14.18%	14.30	15.13%	12.68	14.29%	14.53	16.71%
应付债券	22.91	22.47%	19.88	21.03%	11.86	13.36%	9.87	11.35%
长期应付款	2.34	2.30%	2.34	2.48%	3.42	3.85%	3.93	4.51%
非流动负债合计	42.34	41.54%	39.19	41.46%	29.08	32.75%	29.39	33.80%
负债合计	101.94	100.00%	94.51	100.00%	88.79	100.00%	86.97	100.00%
总债务	78.39	76.90%	73.98	78.27%	63.56	71.58%	62.84	72.26%
其中：短期债务	38.69	37.95%	37.46	39.63%	35.60	40.09%	34.52	39.69%
长期债务	39.70	38.94%	36.52	38.64%	27.96	31.49%	28.32	32.57%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，随着负债规模的扩大，2022 年公司资产负债率持续上升，公司杠杆率较高。公司现金类资产规模较小，2022 年公司现金短期债务比有所下降，2023 年 3 月末现金短期债务比小幅上升至 0.44，但整体处于较低水平，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。由于公司有息债务规模较大，且近年持续增加，公司 EBITDA 对利息的保障能力也较弱。整体来看，公司偿债能力指标较弱，偿债压力较大。

公司资金需求主要来自债务还本付息和工程项目开支。近年，公司经营活动净现金流波动较大，难以覆盖项目建设支出，且项目建设和回收周期较长，仍需依赖外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。截至 2022 年末，公司的银行授信剩余额度约为 5.19 亿元，备用流动性较少；近年债务规模增长较快，持续上升的债务规模及资金支出压力使公司面临较大的债务偿付压力。

表16 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
资产负债率	64.07%	62.11%	59.45%	58.54%
现金短期债务比	0.44	0.35	0.49	0.71
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	0.74	0.80

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

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

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的说明文件，过去一年公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明文件，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。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国公司登记管理条例》及其他法律法规的规定，制定了《新乡平原示范区投资集团有限公司章程》。2022 年 9 月，公司原董事长冯正奎卸任，原法定代表人兼总经理许宴朋卸任，王勇新任董事长兼法定代表人，暂无人选任职总经理。公司其他高管人员无变化。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形；公司过去一年未因信息披露不合规而受到处罚。此外，公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

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 4 日），公司本部不存在未结清关注、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

公司于 2023 年 6 月 9 日被原阳县人民法院列为被执行人，执行标的为 15.00 万元，根据公司出具的说明文件，主要系自然人、公司及中建六局第三建筑工程有限公司（以下简称“中建六局三公司”）存在工程款纠纷，公司被列入被执行人，并非公司无力支付款项，主要系对中建六局三公司的应付款项被原阳县人民法院保全要求协助执行暂时不能支付所致。

截至 2022 年末，公司对外担保金额为 2.93 亿元，占当期末所有者权益比重为 5.07%，虽然担保对象均为国有企业，但均无反担保措施，公司存在一定或有负债风险。

表17 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
新乡平原新区创业科技发展有限公司	1.04	2033/6/23	否
新乡平原新区创业科技发展有限公司	0.50	2033/6/23	否
新乡平原新区创业科技发展有限公司	0.10	2033/6/23	否
新乡平原新区创业科技发展有限公司	0.58	2035/2/20	否

河南德水建设有限公司	0.31	2024/7/23	否
新乡滨湖生态园林（集团）有限公司	0.40	2023/6/9	否
合计	2.93	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是新乡市政府下属重要企业，为新乡平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，新乡市财政局间接持有公司 51.00%股权，为公司实际控制人。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，新乡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）公司与新乡市政府的联系中等。新乡市财政局间接持有公司51.00%股权，新乡市政府对公司的经营战略和业务运营有着强大的影响力；公司自成立以来，虽然业务以及政府注资和补助均来源于示范区管委会，但未来公司与新乡市政府的关系比较稳定。

（2）公司对新乡市政府非常重要。公司是新乡平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体，公司为当地提供一些公共产品和服务；公司在基础设施建设方面对政府贡献很大；公司债务违约会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

中豫担保提供的不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

根据中豫担保出具的担保函，承诺为本期债券提供不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保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³，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⁴。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

³ 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。

⁴ 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荐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。

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18 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%
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19 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20 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88.70%、2.08%和8.31%，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2.29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21 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，其提供的不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

十、结论

新乡市是河南省重要的工业城市，装备制造、食品加工、纺织服装、现代家居为新乡市主导产业，以第三产业投资为首的投资增长带动新乡市区域经济实力持续提升，2022年新乡市GDP同比增长5.3%；郑新一体化战略及生物医药等高新技术产业为新乡市带来发展机遇。公司系新乡平原示范区重要的城市建设投资主体，公司承担了大量城市基础设施建设，主要包括保障性住房建设、道路建设、其他基础设施建设等，业务地位突出。虽然近年公司经营活动现金流波动较大，持续的项目建设对资金需求较大，公司债务规模持续扩张，面临较大的偿债压力，但公司工程建设业务未来收入有保障，同时作为新乡平原示范区重要的投融资平台，公司在业务、资本金方面持续获得政府较大力度的支持，抗风险能力尚可。同时，中豫担保提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。

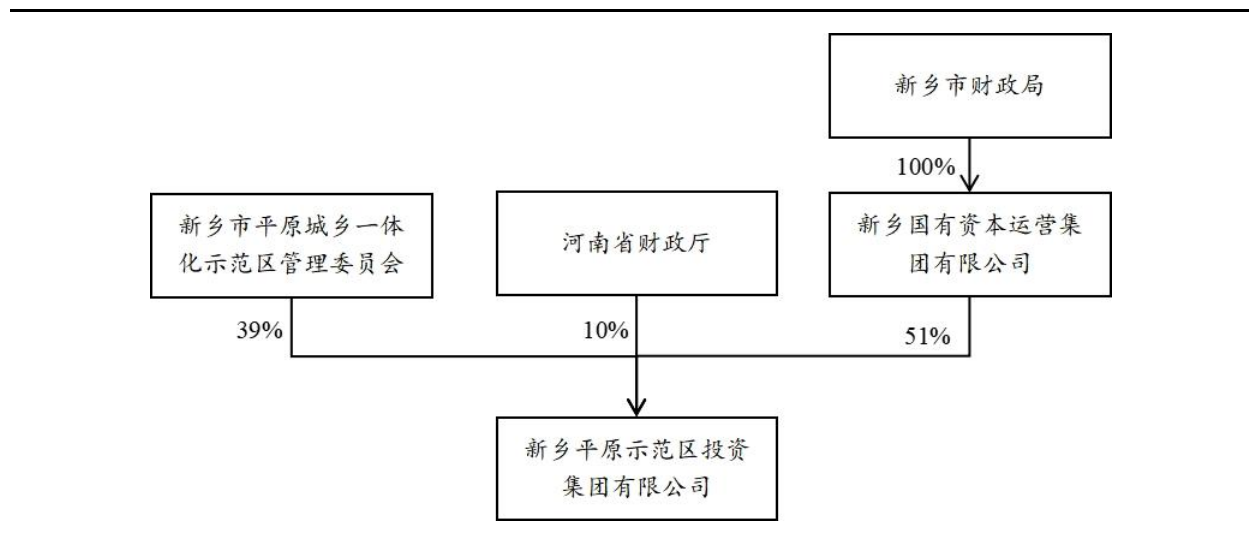
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19新乡平原债/19平原债”信用等级为AAA。

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）	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	16.78	13.18	17.11	23.33
应收账款	26.43	25.74	22.69	16.70
存货	86.35	84.27	80.07	78.16
资产总计	159.10	152.18	149.35	148.57
短期借款	18.46	19.46	18.33	17.58
应付账款	9.90	8.33	7.52	7.40
应付票据	13.70	10.60	14.37	17.76
一年内到期的非流动负债	6.54	7.40	6.78	3.19
流动负债合计	59.60	55.33	59.71	57.57
长期借款	14.45	14.30	12.68	14.53
应付债券	22.91	19.88	11.86	9.87
长期应付款	2.34	2.34	3.42	3.93
非流动负债合计	42.34	39.19	29.08	29.39
负债合计	101.94	94.51	88.79	86.97
其中：短期债务	38.69	37.46	35.60	34.52
总债务	78.39	73.98	63.56	62.84
所有者权益	57.16	57.67	60.55	61.60
营业收入	4.05	25.89	31.54	31.26
营业利润	0.06	0.80	0.75	0.98
其他收益	0.02	1.63	1.65	0.12
利润总额	0.07	0.76	0.75	0.99
经营活动产生的现金流量净额	0.64	-6.54	-5.00	12.52
投资活动产生的现金流量净额	-0.39	0.37	-1.37	-1.53
筹资活动产生的现金流量净额	0.46	5.83	2.85	-9.70
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	11.45%	8.90%	5.03%	5.96%
资产负债率	64.07%	62.11%	59.45%	58.54%
短期债务/总债务	49.36%	50.63%	56.01%	54.93%
现金短期债务比	0.44	0.35	0.49	0.71
EBITDA（亿元）	--	3.28	2.60	2.15
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	0.74	0.80

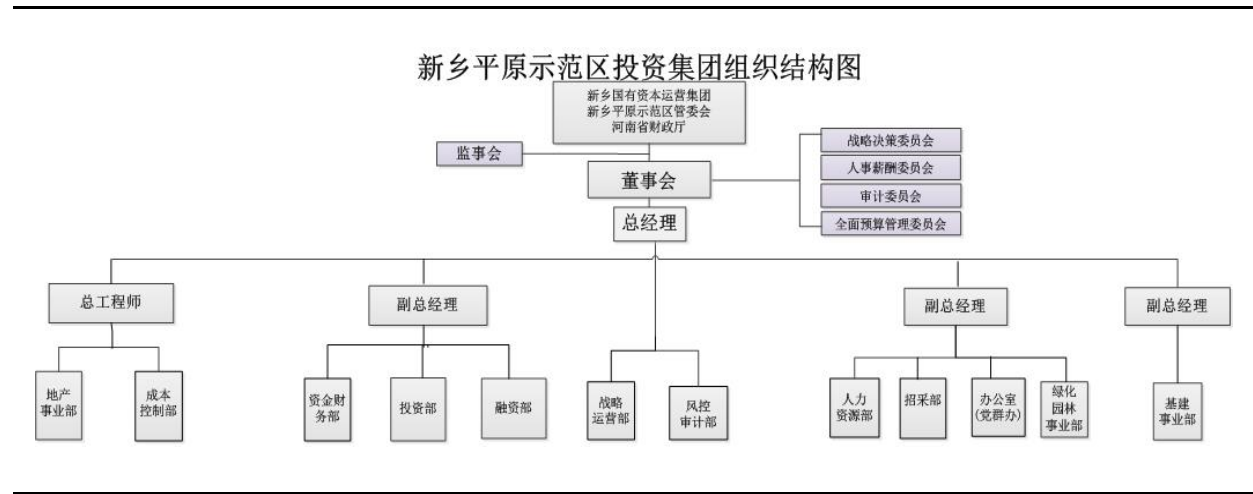
资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年 3 月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

子公司名称	主营业务	持股比例	取得方式
新乡平原城乡开发建设有限公司	市政基础设施建设	90.91%	设立
新乡平原新区凤湖投资有限公司	城市基础设施及公共配套项目建设	100.00%	划拨
新乡市豫资建设工程有限公司	市政基础设施建设、水利项目开发建设	100.00%	设立
河南全盛实业有限公司	城市基础设施建设，标准厂房开发	100.00%	划拨
新乡市平原新区星火农业开发有限公司	土地流转、生态农业发展	94.81%	划拨
新乡市凤湖开发运营有限公司	房地产开发经营、基础设施建设	100.00%	设立
新乡市凤湖文化旅游发展有限公司	旅游资源开发和经营管理	100.00%	设立
新乡市平原示范区凤鸣广告有限公司	广告策划	100.00%	设立
新乡市平原示范区碧海环境工程有限公司	环境工程	100.00%	设立
新乡市平原示范区凤湖汽车租赁有限公司	汽车租赁服务	100.00%	设立
新乡市平原市政管理有限公司	道路养护、管道疏通和维护	100.00%	划拨
新乡市凤湖农林生态科技有限公司	园林绿化工程	80.00%	设立
新乡市凤湖物业有限公司	物业管理	100.00%	设立
新乡市凤湖再生资源有限公司	建筑垃圾的回收利用、再生产	100.00%	设立
河南凤瑞物产有限公司	供应链管理及相关配套服务	51.00%	设立
新乡市凤湖保障房建设有限公司	房地产开发、保障房经营、棚户区改造等	100.00%	设立
新乡市平原示范区通瑞出租车有限公司	租赁业	100.00%	新设
新乡市平原示范区河畔乡村文旅开发有限公司	文旅与休闲服务	100.00%	新设
新乡市平原科教城投资管理有限公司	资产管理服务	50.00%	新设

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。