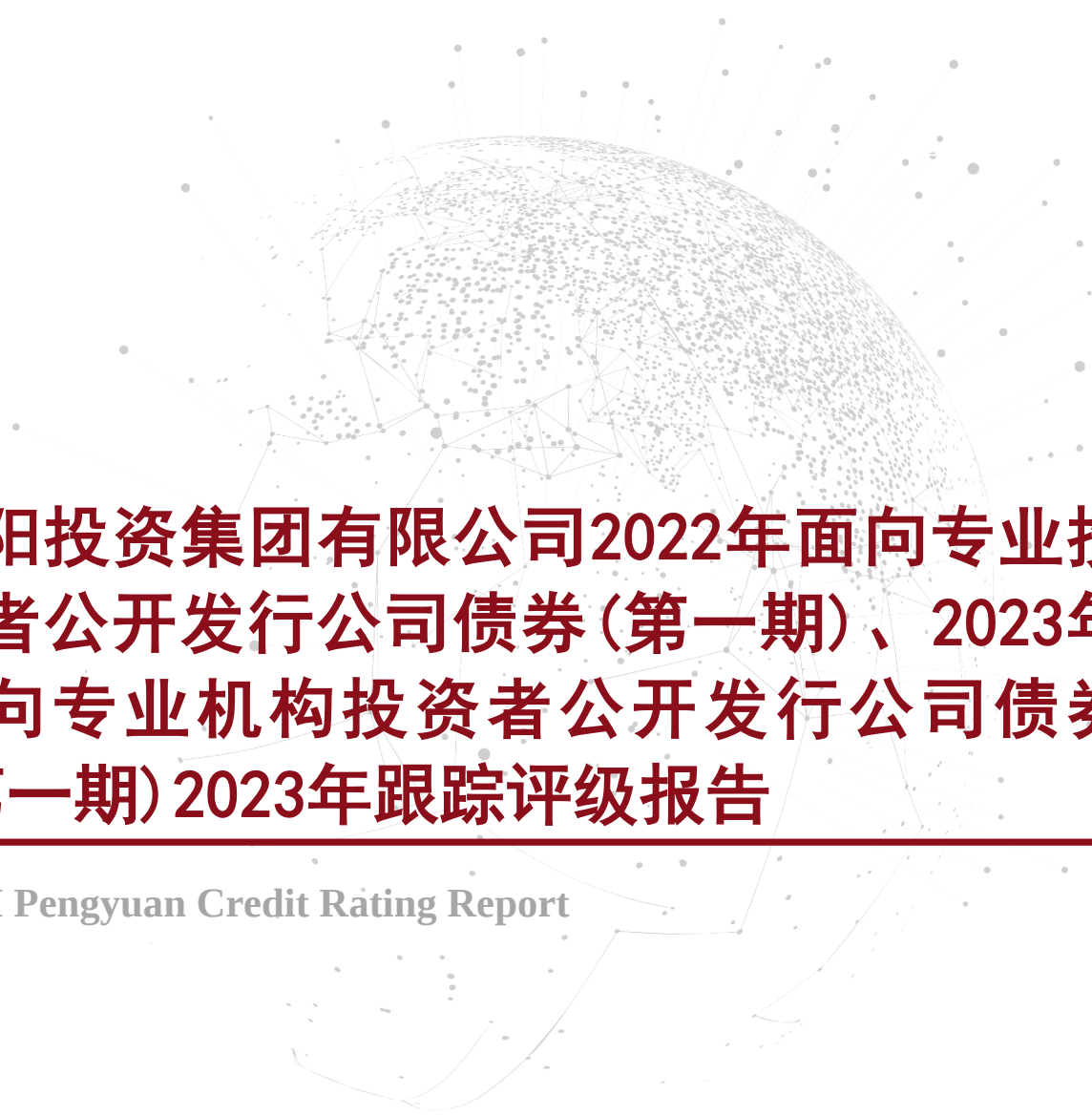




濮阳投资集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)、2023年面向专业机构投资者公开发行公司债券(第一期)2023年跟踪评级报告

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：

濮阳投资集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)、2023年面向专业机构投资者公开发行公司债券(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
22 濮阳 01	AAA	AAA
23 濮阳 01	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：濮阳投资集团有限公司（以下简称“濮阳投资”或“公司”）作为目前区域内唯一已发债市级平台，是濮阳市重要的开发建设及公共服务主体，平台地位较高，业务具有一定公益属性及区域垄断性，2022 年公司各项业务总体保持稳定，营业收入继续增长，且继续得到较大力度的财政补贴支持，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“22 濮阳 01”、“23 濮阳 01”的安全性。同时中证鹏元也关注到，公司资产中往来款项占比高，对资金占用明显，长期股权投资收益存在波动性，在建项目资金支出及债务偿还压力较大，对外担保尚有一定规模，且已对子公司逾期银行借款发生代偿，存在较大的或有负债风险等风险因素。

评级日期

2023 年 06 月 27 日

未来展望

- 目前公司区域地位突出，预计公司业务持续性较好，且有望继续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	578.22	544.84	492.33	327.99
所有者权益	249.72	245.01	223.03	96.92
总债务	--	188.12	178.44	182.10
资产负债率	56.81%	55.03%	54.70%	70.45%
现金短期债务比	--	0.44	0.64	0.94
营业收入	7.43	26.80	22.54	20.23
其他收益	1.55	10.38	6.88	8.45
利润总额	0.06	1.96	1.79	1.46
销售毛利率	19.44%	8.69%	20.37%	15.18%
EBITDA	--	15.69	12.46	13.43
EBITDA 利息保障倍数	--	1.81	1.47	1.49
经营活动现金流净额	1.51	1.13	0.35	-0.28

资料来源：公司 2020-2022 年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

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- 公司是濮阳市重要的开发建设及公共服务主体，平台地位较高，业务具有一定公益属性及区域垄断性，2022 年各项业务总体保持稳定，营业收入继续增长。公司是濮阳市唯一的已发债市级城投公司，是区域内重要的开发建设及公共服务主体，平台地位较高，承担的业务板块较为多元化，业务涉及城市基础设施建设、房地产开发、粮食销售、城市供暖、供水及设计咨询等，部分业务具有一定公益属性及区域垄断性，2022 年公司实现营业收入 26.80 亿元，同比增长 18.90%，同时公司在建的基础设施项目投资规模较大，业务仍具有一定可持续性。
- 公司获得的外部支持力度较大。近年濮阳市政府每年均给予公司较大金额的运营发展、融资、热力补贴等政府补贴，2022 年公司继续获得政府补贴 10.37 亿元，较大程度提升了公司的利润水平。
- 保证担保有效提升了本期债券的安全性。经中证鹏元综合评定，中豫担保主体信用等级为 AAA，由其为本次跟踪债券提供的无条件、不可撤销连带责任保证担保有效提升了债券的安全性。

关注

- 公司资产中往来款项及长期股权投资占比高。公司资产中应收款项和长期股权投资占比较高，截至 2022 年末，应收类款项合计占总资产比重达到 16.28%，回款时间依赖于政府安排，对公司资金形成较大占用；同期末，长期股权投资占总资产比重达到 28.04%，其未来收益受被投资方经营状况影响，存在波动性。
- 公司在建项目资金支出及债务偿还压力较大。公司承担了区域内大量项目融资及建设工作，但公司本部所参与的市政项目主要履行筹资职能，目前在建项目资金需求较大，面临较大的资金压力；同时公司经营活动净现金流波动较大，主要依赖对外筹资解决项目融资需求，近年债务总额持续处于较高规模，EBITDA 对利息的覆盖能力弱，现金短期债务比较低，难以对即期债务偿付形成有效保障。
- 公司存在较大的或有负债风险。截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额共计 9.46 亿元，主要为对参股公司的担保。另根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2023 年 5 月 11 日），公司对子公司濮阳市弘康水务处理有限公司（以下简称“弘康水务”）1.40 亿元的对外担保被列为关注类担保，系弘康水务在中国银行有限公司濮阳分行贷款违约，公司代偿该笔贷款，截至 2023 年 4 月末，公司已经代偿约 0.44 亿元。总体来看，公司对外担保有一定规模，存在较大的或有负债风险。

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	6/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	5/7
	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	aa-
外部特殊支持	1
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 aa-，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是濮阳市唯一的已发债市级城投公司，是区域内重要的开发建设及公共服务主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，濮阳市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与濮阳市政府的联系非常紧密以及对濮阳市政府非常重要。同时，中证鹏元认为濮阳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	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA/23 濮阳投资 MTN001	2023-04-24	马琳丽、宋晨阳	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)	阅读全文
AA/稳定	AA/13 濮阳建投债	2012-8-8	陈远新、范刚强	城投评级方法 (py_ff_2012V1.0)	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
22 濮阳 01	4.40	4.40	2022-06-29	2027-05-09
23 濮阳 01	4.90	4.90	2023-04-17	2027-04-27

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2022年5月公开发行4.40亿元“22濮阳01”、2023年4月公开发行4.90亿元“23濮阳01”，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司到期/回售公司债券。截至2023年06月19日，“22濮阳01”募集资金专项账户余额为3.75万元，“23濮阳01”募集资金专项账户余额为0.00万元。

三、发行主体概况

2022年5月，濮阳市政府决定成立濮阳市国有资本运营集团有限公司（以下简称“濮阳国资”），由濮阳市财政局履行出资人职责。濮阳市财政局将持有的公司90%股权无偿划转至濮阳国资。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本为66.00亿元，濮阳国资和河南省财政厅分别持股90%和10%，濮阳市人民政府为公司实际控制人。2022年公司合并范围增加3家一级子公司，截至2022年末，公司合并范围内一级子公司共43家。

表1 公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	实收资本	合并方式
濮阳龙鸽科技发展有限公司	100%	10,000	新设成立
濮阳市龙城医学生物检测有限公司	100%	5,000	新设成立
濮阳市龙都环保科技有限公司	100%	5,000	新设成立

资料来源：公司 2022 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

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。

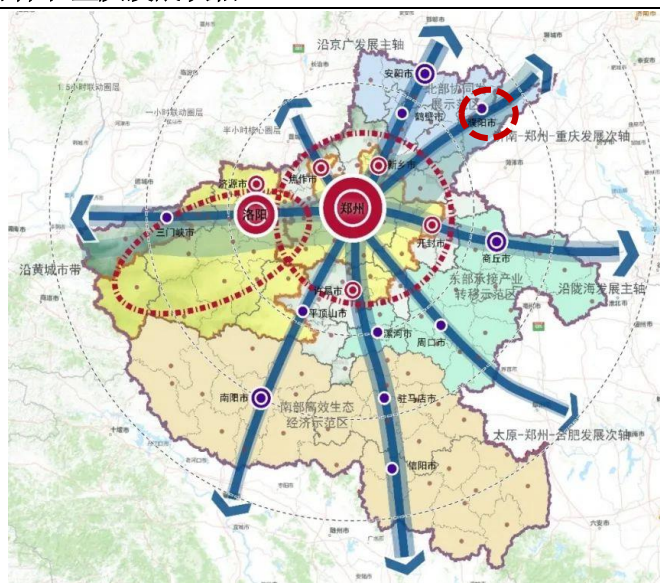
2023 年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022 年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023 年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度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

濮阳市是河南省东北门户，近年经济实力持续提升，但经济总量处于省内末尾梯队，是典型的油气资源城市，目前面临资源枯竭及产业转型的压力，同时财政自给能力较弱且债务快速扩张

区位特征：濮阳市是河南省东北门户，位于国家发改委规划的济南-郑州-重庆发展次轴之上。濮阳市为河南省下辖地级市，是河南的东北门户，中原经济区重要出海通道，豫鲁冀省际交会区域性中心城市。濮阳市交通便利，京九铁路、晋豫鲁铁路通道和规划中的郑濮济客专在此交汇，大广高速、濮鹤高速、南林高速、濮范高速等多条高速贯穿全境。濮阳市东北部与山东省聊城市、泰安市毗邻，在《中原城市群发展规划》（发改地区[2016]2817号）规划的四条发展轴（两条主轴和两条次轴）中，濮阳市位于济南-郑州-重庆发展次轴之上。濮阳市面积4,188平方公里，辖濮阳县、清丰县、南乐县、范县、台前县和华龙区5县1区，设有1个国家级经济开发区、1个工业园区和1个城乡一体化示范区。截至2021年末，濮阳市常住人口为374.4万人。

图 1 濮阳市位于济南-郑州-重庆发展次轴



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

经济发展水平：投资拉动濮阳市经济实力持续提升，但濮阳市GDP规模在河南省18个地级市中排名第14，经济发展水平相对靠后。2022年濮阳市实现地区生产总值1,889.53亿元，增速4.9%，总量在省内排名仍靠后，但增速在省内排名第5。濮阳市人均GDP水平不高，2022年人均GDP/全国人均GDP仅为58.89%。濮阳市三次产业结构为12.67：37.68：49.65，第三产业占主导地位。从拉动经济的三大要素来看，投资和进出口增速逐年上涨，消费增速受管控影响波动较大。

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	5,675.20	3.00%	8.02	395.4	155.7
许昌市	3,746.8	1.8%	8.55	203.9	82.2
平顶山市	2,839.3	4.1%	5.69	223.76	95.3
开封市	2,657.1	4.3%	5.51	198.58	147
濮阳市	1,889.53	4.90%	5.06	116.72	64.62
鹤壁市	1,107.04	4.30%	7.04	75.4	47.03

注：濮阳市人均 GDP 根据 2021 年末常住人口估算，开封市 2022 年常住人口来源于政府官网，其余各地级市 2022 年常住人口均采用第七次人口普查数据。

资料来源：政府网站、各地级市国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告，DM 等，中证鹏元整理

表3 濮阳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）	1,889.53	4.9%	1,771.54	8.4%	1,649.99	3.0%
固定资产投资	-	13.2%	-	10.5%	-	5.4%
社会消费品零售总额	736.00	1.9%	722.59	10.0%	657.00	-4.7%
进出口总额	197.20	69.3%	115.87	32.5%	86.80	0.4%
人均 GDP（万元）	5.06		4.7		4.56	
人均 GDP/全国人均 GDP	58.89%		58.04%		62.93%	

注：2022 年人均 GDP 根据 2021 年末常住人口估算，“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2020-2021 年濮阳市国民经济和社会发展统计公报、濮阳市 2023 年国民经济和社会发展计划，中证鹏元整理

产业情况：濮阳市为典型的油气资源城市，目前面临资源枯竭及产业转型压力。濮阳市是依托中原油田资源勘探开发而发展建设起来的典型的油气资源城市源城市。濮阳早期的基础设施围绕油田建设，但历经40余年的不断开发，濮阳市油气资源趋于枯竭。2011年，经国务院批准，国家发改委、国土资源部、财政部联合下发了《关于印发第三批资源枯竭城市名单的通知》，濮阳市被列入其中，同时也意味着将享受到国家给予资源型城市经济转型试点市的各种支持。为加快经济转型，濮阳市推进传统优势产业改造升级，培育壮大接续替代产业，围绕石油化工、煤化工、盐化工，建设高端化工千亿级产业基地，并积极发展石油装备制造、食品制造、现代家居、羽绒及制品业等产业，但产业转型实现尚需时日。

财政及债务水平：近年濮阳市一般公共预算收入稳步增长，但财政自给能力较弱，地方政府债务

持续扩张。近年濮阳市一般公共预算收入持续增长，税收占比逐年下降，财政自给能力较弱，近年财政自给率仅不到40%。政府性基金收入波动下降，2022年下滑明显。区域债务方面，近年濮阳市地方政府债务持续增长且增速较快。

表4 濮阳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	116.72	112.68	103.42
税收收入占比	66.36%	68.46%	69.44%
财政自给率	36.43%	31.42%	29.01%
政府性基金收入	64.62	127.8	110.41
地方政府债务余额	542.09	426.13	352.58

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：濮阳市政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是濮阳市唯一的已发债市级城投公司、区域内重要的开发建设及公共服务主体，平台地位较高，业务较为多元化，其中供热、供水等准公益性业务区域专营优势明显，但公司本部主要以履行筹资职能参与市政基础设施项目，面临较大资金压力

公司是濮阳市重要的基础设施项目投融资及建设主体，业务涉及城市基础设施建设、房地产开发、粮食销售、城市供暖、设计咨询、供水及宾馆商品服务等。整体来看，近年公司收入规模较为稳定，其中2022年公司实现主营业务收入24.57亿元，主营业务毛利率为6.24%，毛利率较上年下降的主要原因系粮食购销、商品销售和房地产销售业务成本增加，且热力销售业务热源采购和供热价格出现倒挂所致。

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		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
天然气销售收入	1.88	7.66%	-1.13%	1.84	10.05%	0.45%
热力销售收入	5.10	20.77%	-21.26%	5.42	29.59%	-3.98%
粮食购销收入	3.40	13.83%	0.08%	1.38	7.54%	1.31%
自来水销售收入	1.75	7.13%	47.72%	1.78	9.70%	35.00%
设计咨询收入	1.02	4.15%	53.10%	0.86	4.71%	48.77%
宾馆商品服务收入	0.65	2.63%	62.55%	0.77	4.18%	65.78%
房地产销售收入	1.88	7.18%	11.77%	-	-	-
双酚 A 销售收入	5.08	20.67%	0.22%	1.22	6.68%	1.84%
玉米芯销售收入	2.37	9.65%	1.73%	3.58	19.55%	1.17%
盐业销售收入	0.02	0.09%	33.61%	0.02	0.11%	44.98%
其他收入	1.42	5.78%	40.39%	1.45	7.90%	15.20%
合计	24.57	100.00%	6.24%	18.33	100.00%	9.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 基础设施建设业务

公司作为濮阳市基础设施项目的投融资及建设主体，承担了区域内大量项目融资及建设工作，但公司本部所参与的市政项目主要履行筹资职能，目前在建项目资金需求较大，面临较大的资金压力

公司本部参与的市政基础设施项目，主要履行筹资职能，业务模式是其向银行融资，然后将这些款项通过公司账户划拨到各个具体的建设单位，公司本部并不直接参与具体的基础设施项目建设。另外，公司接受市政府委托进行重大项目投资或股权投资，代替政府行使出资人的职责，资金来源为财政拨款，所形成的资产由公司直接管理。同时，公司下属子公司众多，子公司承担了濮阳市部分地区的道路管网及经济适用房等项目。截至2023年3月末，公司及子公司主要在建基础设施项目包括郑济高铁濮阳东站片区开发项目、生态水系项目工程、停车场项目等：

（1）郑济高铁濮阳东站片区开发项目已投资20.30亿元，该项目三期均在建中，其中枢纽一期项目已完成地下停车场、公交站场、长途汽车站主体工程，正在进行二次结构；枢纽二期：已完成高架落客桥市政桩基、承台，正在进行道路雨水管网工程、污水管网工程；枢纽三期工程：已完成配套商业楼主体工程已完成，正在进行二次结构；

（2）生态水系项目工程为濮阳市城区段生态水系综合治理截污治污工程，该项目包含顺河湿地一期建设工程、马颊河湿地一期建设工程、污水管网工程等，项目计划总投资16.60亿元，截至2023年3月末，该项目已投资2.64亿元；

（3）停车场项目计划总投资24.20亿元，截至2023年3月末已投资3.73亿元，该项目已部分投入使用，地址位于濮阳市迎宾馆，用于对外出租，每年可收租金60万元；

总体来看，公司主要在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表6 截至 2023 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
郑济高铁濮阳东站片区开发项目	25.00	20.30
停车场项目	24.20	3.73
清丰县高赵店棚改项目等	22.11	19.01
生态水系项目工程	16.60	2.64
医专附属医院项目	8.47	3.74
供热管网改造工程等	5.00	4.37
宾馆改造工程	2.00	1.93
合计	103.38	55.72

注：郑济高铁濮阳东站片区开发项目、清丰县高赵店棚改项目的计划总投资由于项目规划原因有所调整。

资料来源：公司提供

➤ 房地产业务

公司房地产业务涵盖保障房建设及商品房开发两类，2022年公司结转了部分房地产销售收入，随

着在建商品房项目的推进，未来仍可实现一定的销售收入，但短期内的收入规模具有不确定性

目前，公司房地产板块的经营主体为一级子公司濮阳市房地产开发经营有限公司（以下简称“房地产公司”）和二级子公司濮阳市龙湖半岛置业有限公司（以下简称“龙湖置业”）、濮阳万基置业有限公司（以下简称“万基置业”）。其中，房地产公司负责城市保障房建设，万基置业负责商品房开发建设，龙湖置业专项负责拟建项目企业总部二期的开发运营。保障房建设完工后由政府回购，商品房由公司自行销售。

截至2023年3月末，公司在建房地产项目2个，分别为龙湖置业负责开发及运营的企业总部二期项目和万基置业建设的花香四季项目。

（1）企业总部二期项目位于濮阳市城乡一体化示范区东西湖连接渠北岸、振兴路东及金堤路西，总用地面积2.81万平方米，总建筑面积16.26万平方米，主要建设内容为集经营办公、产品营销、营销展示为一体的综合性商务楼及配套设施。项目建设期预计为3年，项目总投资预估为13.46亿元。截至2023年3月末，项目已投资2.15亿元，尚未开始预售；

（2）花香四季项目位于濮阳县电厂路与工业路交汇处西北，项目占地面积4.87万平方米，总建筑面积预计为12.81万平方米，另配套建设地下停车场2.30万平方米。项目包括住宅573套、停车位573个，项目总投资预估为4.50亿元。截至2023年3月末，项目已投资4.00亿元。该项目2022年结转收入1.88亿元。

表7 截至 2023 年 3 月末公司主要在建房地产项目（单位：万平方米、亿元）

开发主体	项目名称	项目类型	建筑面积	总投资	已投资
龙湖置业	企业总部二期	综合性商务楼及配套	16.26	13.46	2.15
万基置业	花香四季	商业住宅项目	12.81	4.50	4.00
合计	-	-	29.07	17.96	6.15

注：表中两个项目的建筑面积根据建设过程中的实际情况有所调整。

资料来源：公司提供

截至2023年3月末，公司房地产板块尚有拟建项目4个，预计投资规模为46.60亿元，公司该业务板块的项目储备较为充足，未来业务仍有一定持续性。

表8 截至 2023 年 3 月末公司主要拟建商品房项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	预计开工时间	预计工期
濮示范地 2021-R-32 号	10.66	15.00	2023 年 9 月	3 年
城投 泰和公馆	13.85	9.70	2023 年 3 月	3 年
城投 龙泽雅苑	15.30	8.50	2023 年 3 月	3 年
城投 天骄学府	23.00	13.40	2023 年 5 月	3.5 年

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除上述在建项目外，公司子公司濮阳市基础产业投资有限责任公司还负责三个城中村改造项目，分别为：濮阳市华龙区魏小寨城中村改造项目、华龙区翟庄城中村改造项目和濮阳市开发区后漳消城中村

改造项目，预计总投资24.31亿元，截至2022年末，后漳消棚户区改造垫付6.3亿元的棚改资金，翟庄棚户区垫付7.36亿元的棚改资金，魏小寨棚户区共垫付6.86亿元的棚改资金，安置工作已进入收尾阶段，后续均无需出资。上述3个城中村改造项目均采用单一货币补偿的货币化安置，不涉及安置房及相关配套的建设。

➤ 准公益性业务

公司供热、供水等准公益性业务区域专营优势明显，2022年供水、供热业务收入均有微幅下降，但整体较为稳定，盈利方面，受该类业务特性影响，均处于微盈或亏损状态

1、供热业务

公司供热业务主要由公司子公司濮阳市热力有限公司（以下简称“热力公司”）经营，热力公司主要负责濮阳市城区的热力供应，其从电厂购买热源，经换热站加热后向居民提供供热服务，业务具有较强的区域专营性，其上游供应商主要为濮阳国泰热力有限公司和濮阳市龙丰热电有限公司。2018年底，中国石化集团公司中原石油勘探局（以下简称“中原油田”）剥离供热资产注入公司，由公司对其供热，自2019年起公司供热业务范围有所增加。

截至2023年3月末，热力公司实际供热面积仍为2,322万平方米。2022年公司实现热力销售收入5.10亿元，供热业务毛利率为-21.26%，毛利率为负数系热源采购价格上涨、同时供热价格为政府指导定价，维持在低水平，使得热源采购和供热价格出现倒挂。

表9 公司供热情况

项目	2022年	2021年
实际供热面积（万平方米）	2,181.00	2,181.00
换热站（个）	265.00	265.00
供热价格（元/建筑平方米）		
其中：居民	19.00	19.00
非居民	34.00	34.00
热力采购量（国电）（吉焦）	1,104.00	1,103.00
热力采购价格（国电）（元/吉焦）	36/40	36/40

注：热力采购价格按新管网为40元/吉焦，旧管网为36元/吉焦。

资料来源：公司提供

2、供水业务

濮阳市区的供水业务主要由濮阳市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）、濮阳华电水务有限公司负责，双方供水区域以绿城路为界，绿城路以北区域由濮阳华电水务有限公司负责，绿城路以南区域由自来水公司负责。自来水公司主要负责濮阳市城区绿城路以南区域的居民的饮用水供应和西部工业区工业用水，业务具有较强的区域专营性。

截至2022年末，公司拥有3个水源地、2个水源厂和2个净水厂，供水管网总长度830公里，日供水能力为20万吨，供水面积为70平方公里。2022年，公司售水量为5,820.71万吨，实现自来水销售收入1.75亿元，毛利率较高。

表10 公司供水情况

业务指标	2022年	2021年
日供水能力（万立方米）	20.00	20.00
供水管网总长度（公里）	830.00	830.00
供水面积（平方公里）	70.00	70.00
供水总量（万立方米）	6,340.02	6,126.49
售水总量（万立方米）	5,820.71	5,482.78

资料来源：公司提供

公司自来水销售对象主要为区域内的大型工业企业，2022年前五大客户为河南省中原大化集团有限责任公司、国电濮阳热电有限公司、濮阳龙丰纸业有限公司、河南省中原大化集团有限责任公司和中国石化中原石油化工有限公司，构成较为稳定，前五大客户销售额占总销售额比重为34.10%。

3、天然气业务

目前公司天然气供应业务由濮阳市长城燃气有限责任公司负责运营。目前公司有中压供气管线99千米，低压供气管线1,404千米，供气范围遍布河南、山东两省四市十个县（区），其中黄河以北有濮阳县、范县、清丰县、华龙区、高新区、开发区、工业园区、莘县；黄河以南有东明、兰考两县。

公司天然气均向中国石油化工股份有限公司天然气分公司华北天然气销售中心采购。公司下游客户包括居民用户、非居民用户及下游燃气公司，其中由于主要区县设立燃气公司，公司主要通过燃气公司分销，燃气公司销售量占比在70%以上。2022年天然气板块实现收入1.88亿元，较2021年收入略有提升，毛利率进一步降至-1.13%，盈利能力较弱。

表11 公司天然气销售情况

年份	客户分类	用户数量（户）	单价（元/立方米）	销售总量（万立方米）	销售收入（万元）
2022年	居民用户	108,139.00	2.41	1,671.18	4,027.55
	工业用户	1,177.00	3.37	1,621.60	5,466.36
	分销商（下游燃气公司）	4.00	3.19	2,922.83	9,336.51
	合计	109,320.00	-	6,215.61	18,830.42
2021年	居民用户	108,139.00	2.50	1,669.63	4,174.08
	工业用户	1,177.00	2.84	1,356.00	3,851.05
	分销商（下游燃气公司）	3.00	2.57	4,046.33	10,399.07
	合计	109,319.00	-	7,071.97	18,424.20

资料来源：公司提供

➤ 经营性业务

经营性业务中粮食销售业务2022年收入有所增长，但毛利率水平较低，客户集中度较高；设计咨询、宾馆商品服务、四校一馆特许经营收入对公司收入形成了有益补充，但规模尚小

1、粮食购销

公司粮食购销业务主要经营主体为皇甫粮食储备库和濮阳市粮食储备库有限公司。主要业务模式为：粮食储备库向当地农民集中采购粮食，在保证国家规定的粮食储备规模之外，把剩余粮食统一对外销售。

公司主要的购销粮食品种为小麦和玉米，近年又以小麦为主。2022年，粮食购销板块实现收入3.40亿元，毛利率为0.08%。公司的粮食采购对象为濮阳当地及周边地区的农民，分布较广，向农民采购粮食作物时普遍采用现场称重、现款交付的方式；粮食销售对象包括饲料公司、面粉公司、粮油公司、食品加工公司等。2022年前五大客户销售金额占比为85.33%，客户有较大变化，下游客户稳定性一般。

表12 公司粮食购销业务前五名客户情况（单位：万元）

年份	公司名称	粮食品种	销售金额	占营业收入比例
2022 年	河南志情面业有限公司	小麦	12,436.00	36.58%
	郑州未来集团有限公司	小麦	12,954.00	38.10%
	河南邦达富优粮农业有限公司	小麦	1,885.24	5.55%
	五得利集团东明面粉有限公司	小麦	883.00	2.60%
	中粮面业（濮阳）有限公司	小麦	849.00	2.50%
	合计	-	29,007.24	85.33%
2021 年	河南志情面业有限公司	小麦	6,530.80	47.24%
	聊城金牌大北农饲料有限公司	小麦	1,396.30	10.10%
	内蒙古东奇面粉有限责任公司	小麦	1,368.65	9.90%
	益海嘉里（安阳）食品工业有限公司	小麦	1,212.43	8.77%
	湖北省粮食有限公司濮阳分公司	小麦	598.61	4.33%
	合计	-	11,106.79	80.34%

资料来源：公司提供

2、玉米芯销售、双酚A销售业务

公司玉米芯贸易业务由子公司濮阳市惠链贸易有限公司负责，该子公司于2020年7月成立，并逐步形成了一定业务规模，该业务主要围绕核心下游客户濮阳宏业生物质能源有限公司开展，公司利用自身资金优势、议价优势等从市场采购玉米芯产品，并加价后出售给濮阳宏业生物质能源有限公司，向上游采购双酚A时，向金融机构申请开立银行承兑汇票或类似产品向上游进行结算；以赊销方式向下游濮阳市盛通聚源新材料有限公司销售产品，下游在3-5个月内使用现金向公司支付货款。2022年玉米芯销售收入较上年减少1.21亿元，降幅为33.79%，系公司为控制贸易业务风险，根据客户担保能力调整交易额所致。

双酚A销售业务的经营主体为子公司濮阳市文苑资产运营有限公司。该业务下游主要围绕核心客户濮阳市盛通聚源新材料有限公司开展，公司利用自身资金优势、议价优势等，从市场采购双酚A产品，并加价后出售给濮阳市盛通聚源新材料有限公司，向上游采购双酚A时，向金融机构申请开立银行承兑汇票或类似产品向上游进行结算，以赊销方式向下游濮阳市盛通聚源新材料有限公司销售产品，下游在3-5个月内使用现金向公司支付货款。2022年公司实现双酚A销售收入5.08亿元，同比显著增加，系下游客户需求增加，公司采购及销售均增加所致。

3、设计咨询

公司咨询业务主要是为城市基础设施建设机构等工程建设领域的客户提供贯穿项目前期准备阶段、研究设计阶段以及施工使用阶段的专业支持服务，经营主体为子公司濮阳市规划建筑设计研究院和濮阳市工程咨询公司。2022年，公司实现设计咨询收入1.02亿元，毛利率为53.10%，毛利率水平较高。

4、宾馆商品服务

公司宾馆服务业务发展稳健。目前公司宾馆服务板块主要经营主体为公司下属2家宾馆：濮阳宾馆和濮阳市迎宾馆有限公司（以下简称“濮阳迎宾馆”）。濮阳迎宾馆成立于2000年，是濮阳市唯一一家四星级宾馆，现有客房数约180余间、会议室13个，是一家集住宿、餐饮、娱乐功能于一体的现代化旅游饭店；濮阳宾馆是一家现代化园林式的三星级宾馆，拥有各类客房260余间，地理位置优越。近年公司宾馆服务板块收入较稳定，2022年实现收入0.65亿元，毛利率为62.55%，水平较高。

5、四校一馆特许经营权收入

公司其他业务收入主要来自政府每年支付的四校一馆（四座学校和一座图书馆）特许经营权可用性服务费及运营维护费。四校一馆为PPP项目，公司作为社会资本方以TOT（转让-运营-移交）方式参与运营。2017年公司以总价款34.40亿元（货币资金1.68亿元，剩余32.72亿元以应收政府部门的其他应收款进行冲抵）获取该特许经营权，相关移交手续于2017年12月29日完成，公司确认为无形资产，每年进行摊销，截至2022年末账面价值为30.62亿元。特许经营权财政运营补贴周期为30年，从2018年起，政府每年支付可用性服务费及运营维护费。截至2023年3月末，公司已收到政府支付的可用性服务费和运营维护费合计4.11亿元。

公司持续获得政府资金补贴，得到的外部支持力度很大

公司持续获得濮阳市政府给予的运营发展、融资补贴、自来水补贴、热力补贴等财政补贴资金，规模较大，2022年及2023年1-3月，公司分别收到政府补贴10.37亿元和1.64亿元，有效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亚太（集团）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年公司合并范围内增加3家一级子公司，截至2022年末，公司合并范围内一级子公司共43家。

资本实力与资产质量

公司平台地位突出，2022年资产规模继续上升，但需关注资产中应收款项和长期股权投资占比较大，应收款项回款时间依赖于政府安排，长期股权投资的未来收益受被投资方经营状况影响存在波动性。

近年来公司资产规模呈增长趋势，一方面债务融资有所扩大，且受益于利润累积，所有者权益亦增加，截至2022年末公司产权比率为122%，杠杆水平较2021年略有提升。公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成。

图 2 公司资本结构

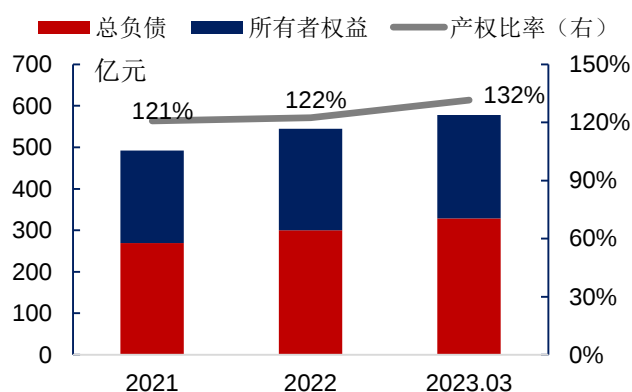
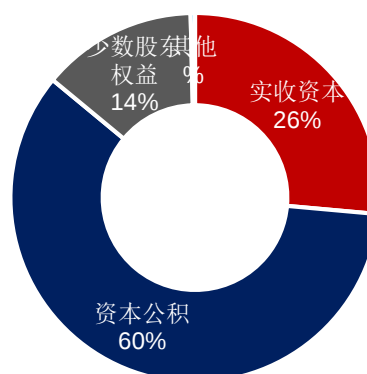


图 3 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年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

资料来源：公司 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2022年末公司资产规模为544.84亿元，其中非流动资产占比55.17%。公司存货主要由原材料、开发成本和库存商品构成，2022年末公司存货共计113.13亿元，存货同比增幅较大，系开发成本中的清丰县高赵店棚改项目、郑济高铁濮阳东站片区开发项目等项目支出增加所致。

公司长期股权投资账面价值变化不大，截至2022年末，公司重要参股公司、合营企业和联营企业如下表所示，主要合营企业和联营企业净利润表现尚可。

表13 重要参股公司、合营企业和联营企业 2022 年度财务数据（单位：万元）

序号	企业名称	主要营业收入板块	持股比例	总资产	净资产	收入	净利润
1	濮阳龙湖投资开发有限公司	基础设施	40.00%	145,259.65	72,123.47	31,093.45	5,075.56

2	河南丰利石化有限公司	石油化工	28.69%	908,963.80	618,635.92	755,003.14	39,414.77
3	濮阳市盛源石油化工（集团）有限公司	石油化工	20.83%	908,963.80	618,635.92	755,003.14	39,414.77
4	濮阳开州投资集团有限公司	基础设施	49.00%	3,224,940.31	1,578,645.53	128,038.64	9,253.64

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他资产方面，截至2023年3月末，公司货币资金中受限货币资金金额为8.28亿元。应收款项方面，2022年末公司应收账款与其他应收款合计规模较大，主要债务人均为当地政府部门或由地方政府部门控股的国有企业，回收风险较小，但未来回款时间存在较大的不确定性，对资金形成较大占用。2022年末公司无形资产账面价值基本保持稳定，其中，土地使用权账面价值为4.40亿元，“四校一馆”项目特许经营权账面价值为30.62亿元。

截至2023年3月末，公司受限资产账面价值合计56.71亿元，其中受限货币资金8.28亿元，系融资业务保证金以及银行承兑汇票保证金抵押受限；抵押土地18.08亿元，用于质押的应收账款收益权及项目回购收益权30.34亿元。

表14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	31.02	5.37%	21.16	3.88%	28.51	5.79%
应收账款	13.37	2.31%	8.97	1.65%	7.28	1.48%
其他应收款	92.84	16.06%	79.70	14.63%	77.33	15.71%
存货	111.79	19.33%	113.13	20.76%	70.19	14.26%
流动资产合计	271.29	46.92%	244.25	44.83%	204.88	41.61%
固定资产	39.46	6.82%	37.85	6.95%	30.82	6.26%
在建工程	17.90	3.10%	16.57	3.04%	17.81	3.62%
其他非流动金融资产	15.64	2.70%	15.64	2.87%	13.25	2.69%
长期股权投资	153.29	26.51%	152.76	28.04%	149.53	30.37%
投资性房地产	14.69	2.54%	14.40	2.64%	15.10	3.07%
无形资产	35.39	6.12%	35.17	6.45%	34.36	6.98%
非流动资产合计	306.92	53.08%	300.60	55.17%	287.45	58.39%
资产总计	578.22	100.00%	544.84	100.00%	492.33	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年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

盈利能力

公司业务板块较为多元化，其中供热、供水等准公益性业务区域专营优势明显，业务整体可持续性较好，2022年收入继续保持增长，但主业盈利能力偏弱；政府补助和投资收益对利润形成一定支撑，但分别受区域财政政策调整和被投资方经营状况影响存在波动性

公司是濮阳市重要的基础设施项目投融资及建设主体，主要业务板块包括热力、自来水、粮食购销、

天然气等公共事业行业。其中2022年公司实现主营业务收入24.57亿元，规模同比提升34%，销售毛利率为6.24%。公司供热、供水等准公益性业务区域专营优势明显，业务整体可持续性较好，但销售毛利率方面，主业盈利能力偏弱，2022年由于热力销售收入毛利率有所下降，使得公司整体毛利率显著下降。

政府补助和投资收益对利润形成一定支撑，公司投资净收益主要是对联营企业和合营企业确认的归属于公司的投资收益，近三年投资净收益波动增加，2022年为2.59亿元。近年公司持续获得政府大量的财政补贴（多数计入其他收益，少数计入营业外收入），对公司利润的贡献很大。但上述非经营性收益分别受区域财政政策调整和被投资方经营状况影响存在波动性。

表15 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
营业收入	7.43	26.80	22.54
营业利润	0.02	1.89	1.83
其他收益	1.55	10.38	6.88
利润总额	0.06	1.96	1.79
销售毛利率	19.44%	8.69%	20.37%

资料来源：公司 2021-2022 年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

考虑到公司资产中长期股权投资等非经营性资产规模较大，实际负债经营程度仍较高，EBITDA对利息的覆盖能力弱，面临较大的偿债压力

公司负债中刚性债务占比六成左右，随着项目建设持续投入和债务滚续，近年公司对外融资规模持续扩张，2022年末总债务188.12亿元，债务中长期债务占比较高。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，银行借款包括抵质押、保证和信用借款，期限多在5年以上；债券融资发行主体均为公司本部，已发行债券合计规模较大且品种丰富，发债利率集中在4.00%-6.50%；非标融资也有一定规模，产品包括信托、租赁、债权融资计划等，公司计入长期借款科目核算。但需关注的是，公司一年以内到期债务规模较大，仍面临一定的即期偿付压力。

表16 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	融资余额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上
银行借款	79.75	36.15	1.81	8.13	33.66
债券融资	67.59	14.21	13.49	9.48	30.41
非标融资	37.77	13.58	2.69	3.90	17.60
合计	185.11	63.94	17.99	21.51	81.67

注：表中融资余额合计与总债务的差异系应付票据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其余主要负债中，其他应付款以公司与政府单位往来款为主，具有一定偿付弹性。长期应付款包括

专项应付款和长期应付款，其中长期应付款为公司及子公司清丰投资集团有限公司收到的政府专项债、棚改资金等相关款项，无需付息；专项应付款均为政府拨入项目专款。2022年长期应付款增加主要系对濮阳职业技术学院、工信局以及财政局的应付款项。

表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	31.30	9.53%	29.02	9.68%	27.92	10.37%
应付账款	6.58	2.00%	5.36	1.79%	7.93	2.94%
其他应付款	45.54	13.86%	43.52	14.52%	40.52	15.05%
一年内到期的非流动负债	14.34	4.37%	16.49	5.50%	17.32	6.43%
流动负债合计	119.77	36.46%	114.22	38.10%	113.82	42.26%
长期借款	90.80	27.64%	69.59	23.21%	49.54	18.40%
应付债券	70.16	21.36%	66.83	22.29%	74.16	27.54%
长期应付款	47.76	14.54%	49.19	16.41%	31.79	11.80%
非流动负债合计	208.72	63.54%	185.61	61.90%	155.49	57.74%
负债合计	328.50	100.00%	299.83	100.00%	269.30	100.00%
总债务	--	64.13%	188.12	62.74%	178.44	66.26%
其中：短期债务	--	15.13%	48.49	16.17%	47.28	17.56%
长期债务	--	49.00%	139.62	46.57%	131.16	48.70%

资料来源：公司 2021-2022 年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

近年公司资产负债率有所波动，2022年末为55.03%，考虑到公司资产中长期股权投资等非经营性资产规模较大，实际负债经营程度较高。公司债务规模较大，利息支出较多，EBITDA对利息的覆盖能力弱。公司短期债务保持一定规模，但同期可动用现金类资产相对不足，现金短期债务比低于1.00，难以对即期债务偿付形成有效保障。截至2023年3月末，公司尚未使用的授信额度仍有一定规模，为公司提供了一定的备用流动性支持。

表18 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年 3 月	2022 年	2021 年
资产负债率	56.81%	55.03%	54.70%
现金短期债务比	--	0.44	0.64
EBITDA 利息保障倍数	--	1.81	1.47

资料来源：公司 2021-2022 年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

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

根据《濮阳投资集团有限公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，环境方面，近年来公司未有因空气污染和温室气体排放、废水排放和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生；社会方面，近年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

公司治理与管理方面，跟踪期内，2022年7月，公司法定代表人由潘顺恩变更为王永梅。公司组织架构图见附录三。

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11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。公司公开发行的各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年3月末，公司对外担保金额共计9.46亿元，主要为对参股公司的担保。根据公司提供的企业信用报告，截至报告查询日（2023年5月11日），公司对子公司弘康水务1.40亿元的对外担保被列为关注类担保，主要系弘康水务在中国银行有限公司濮阳分行贷款违约，公司代偿该笔贷款，并获得弘康水务股权。截至2023年4月末，公司已经代偿约0.44亿元。总体来看，公司对外担保有一定规模，存在较大的或有负债风险。

表19 截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

序号	被担保单位	担保金额	起始日期	终止日期	是否关联方	备注
1	河南丰利石化有限公司	4,000.00	2022.5.26	2023.5.26	是	连带责任保证
2	河南丰利石化有限公司	2,000.00	2022.9.14	2023.9.14	是	连带责任保证
3	河南丰利石化有限公司	14,000.00	2021.12.22	2023.12.22	是	连带责任保证
4	河南丰利石化有限公司	12,000.00	2022.12.8	2023.11.9	是	连带责任保证
5	河南丰利石化有限公司	6,495.00	2022.6.27	2023.7.27	是	连带责任保证
6	河南丰利石化有限公司	3,711.88	2022.4.22	2025.3.28	是	连带责任保证
7	濮阳开州投资集团有限公司	3,203.95	2021.8.19	2024.8.19	是	连带责任保证
8	濮阳市盛通聚源新材料有限公司	21,499.32	2019.6.28	2024.6.27	是	连带责任保证
9	台前县投资集团产业集群投资发展有限公司	17,800.00	2021.7.1	2036.6.27	是	连带责任保证
10	濮阳盛基实业发展有限公司	9,872.40	2022.04.01	2025.03.28	否	连带责任保证
合计	-	94,582.55	-	-	-	-

注：上述担保未包含公司子公司濮阳市中小企业投资担保有限责任公司担保业务在保余额。

资料来源：公司提供

八、外部特殊支持分析

公司是濮阳市政府间接持股的国有企业。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，濮阳市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与濮阳市政府的联系非常紧密。公司控股股东濮阳国资持有公司90%的股权；濮阳市人民政府为公司实际控制人，考虑到除上划至上级政府的10%股权外，剩余股权均集中于濮阳市政府层面，股权结构明晰，濮阳市政府对公司经营战略和业务运营有着绝对的控制权；公司直接来自政府的业务较少；公司获得的来自濮阳市政府在资产注入和财政补贴等方面的支持力度较大；预计公司未来与政府联系较稳定。

（2）公司对濮阳市政府非常重要。近年公司提供了一定的公共产品和服务，供水、供气、供热业务均具有较强的公益属性；政府在付出一定努力的情况下可以取代公司；公司业务较为多元化，且在基础设施项目、棚户区改造项目规模很大，在税收、就业、基础设施建设等方面对政府的贡献很大；若公司违约可能对当地金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、本期债券偿还保障分析

中豫担保提供的无条件、不可撤销连带责任保证担保提升了“22濮阳01”、“23濮阳01”的安全性

中豫担保为“22濮阳01”、“23濮阳01”提供无条件、不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，担保期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年，并附加加速到期条款：本担保函项下的本期债券到期之前，担保人发生分立、合并、停产等足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司、担保人提前兑付本期债券本息。此外，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过担保人的书面同意。未经担保人书面同意而加重担保人责任的，担保人就加重部分不再承担担保责任。

中豫担保成立于2017年11月，初始注册资本为30.00亿元，2019年9月增资扩股至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¹，豫资一体化持有中豫担保23.50%

¹ 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。

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²。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20 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21 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

² 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。

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22 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23 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，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“22濮阳01”、“23濮阳01”的信用水平。

十、结论

濮阳市是河南省东北门户，经济总量处于省内末尾梯队，是依托中原油田资源勘探开发而发展建设起来的典型的油气资源城市源城市，目前面临资源枯竭及产业转型的压力。濮阳市积极推进传统优势产业改造升级，培育壮大接续替代产业，但产业转型实现尚需时日。公司是濮阳市重要的基础设施项目的投融资及建设主体，业务涉及城市基础设施建设、房地产开发、粮食销售、城市供暖、供水及设计咨询等，具有一定公益属性及区域垄断性，但公司在建的基础设施项目规模投资较大，面临较大的资金压力。近年濮阳市政府每年给予公司金额较大的政府补贴，较大程度提升了公司的利润水平。虽然濮阳市经济面临产业转型压力，但作为濮阳市唯一市级发债平台，公司在濮阳市地位突出，持续获得濮阳市政府较大力度的支持，总体来看具备较强的抗风险能力。

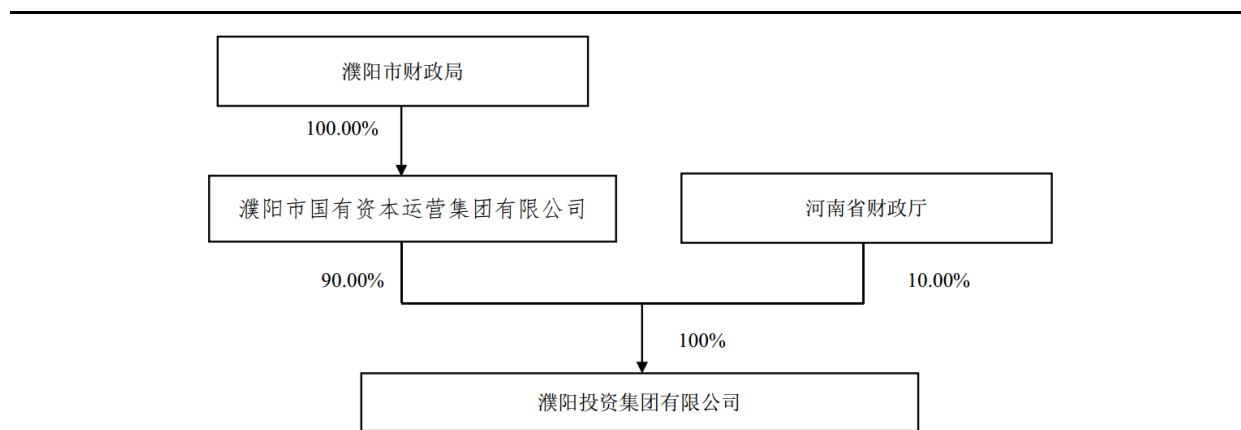
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22濮阳01”、“23濮阳01”信用等级为AAA。

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	31.02	21.16	28.51	36.52
其他应收款	92.84	79.70	77.31	63.46
存货	111.79	113.13	70.19	50.59
流动资产合计	271.29	244.25	204.88	168.04
固定资产	39.46	37.85	30.82	23.26
在建工程	17.90	16.57	17.81	18.39
长期股权投资	153.29	152.76	149.53	29.99
非流动资产合计	306.92	300.60	287.45	159.95
资产总计	578.22	544.84	492.33	327.99
短期借款	31.30	29.02	27.92	24.38
应付账款	6.58	5.36	7.93	1.82
其他应付款	45.54	42.24	38.45	25.43
一年内到期的非流动负债	14.34	16.49	17.32	11.24
流动负债合计	119.77	114.22	113.82	75.05
长期借款	90.80	69.59	49.54	55.96
应付债券	70.16	66.83	74.16	75.17
长期应付款	47.76	49.19	31.79	24.89
非流动负债合计	208.72	185.61	155.49	156.02
负债合计	328.50	299.83	269.30	231.07
其中：短期债务	--	48.49	47.28	38.93
总债务	--	188.12	178.44	182.10
所有者权益	249.72	245.01	223.03	96.92
营业收入	7.43	26.80	22.54	20.23
营业利润	0.02	1.89	1.83	1.77
其他收益	1.55	10.38	6.88	8.45
利润总额	0.06	1.96	1.79	1.46
经营活动产生的现金流量净额	1.51	1.13	0.35	-0.28
投资活动产生的现金流量净额	-5.24	-22.77	-19.05	-17.54
筹资活动产生的现金流量净额	12.77	13.36	11.67	12.37
财务指标	2023 年 3 月	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	19.44%	8.69%	20.37%	15.18%
资产负债率	56.81%	55.03%	54.70%	70.45%
短期债务/总债务	--	25.78%	26.50%	21.38%
现金短期债务比	--	0.44	0.64	0.94
EBITDA（亿元）	--	15.69	12.46	13.43
EBITDA 利息保障倍数	--	1.81	1.47	1.49

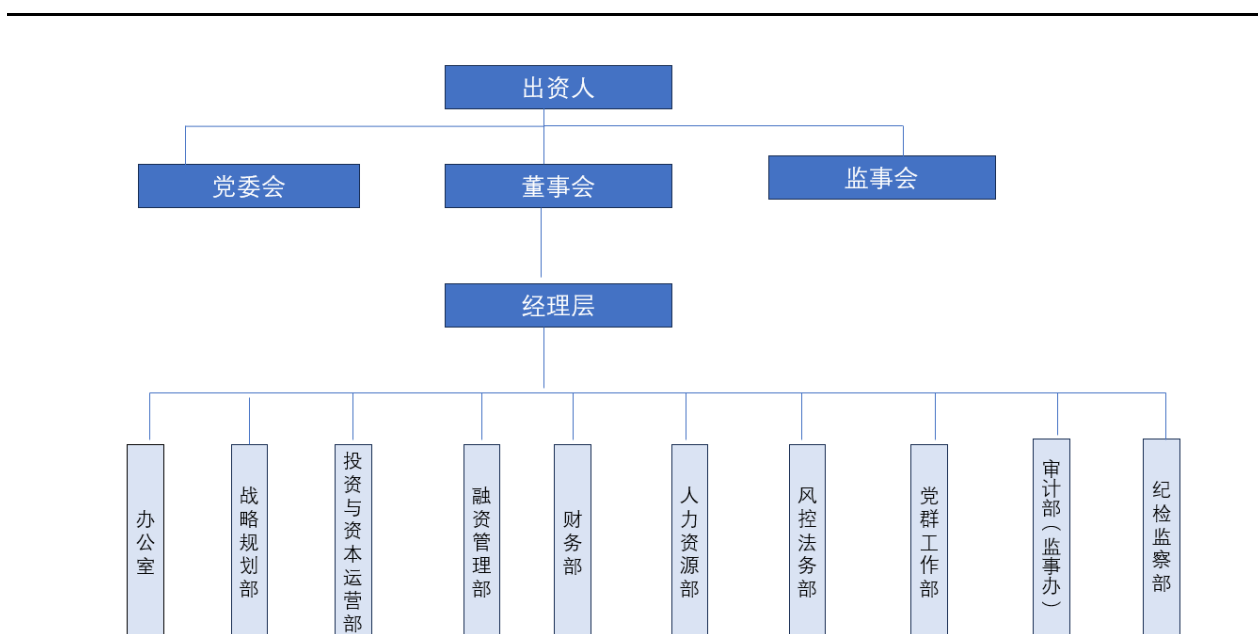
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

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 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例
濮阳市自来水有限公司	32,185.00	100.00%
濮阳市天然气公司	5,000.00	100.00%
濮阳宾馆	5,000.00	100.00%
濮阳市迎宾馆有限公司	26,143.00	100.00%
濮阳市房地产开发经营有限公司	2,000.00	100.00%
濮阳市世锦现代农业发展有限公司	2,500.00	100.00%
濮阳市濮洁生活垃圾无害化处理场有限公司	200.00	100.00%
濮阳市热力有限公司	40,000.00	100.00%
濮阳市水利建设投资有限责任公司	10,000.00	100.00%
濮阳市源清污水处理有限公司	100.00	100.00%
濮阳市濮康科技有限公司	7,000.00	100.00%
濮阳市金融控股有限公司	100,000.00	100.00%
濮阳市文化旅游发展有限公司	1,000.00	100.00%
濮阳市经济发展投资公司	15,000.00	100.00%
濮阳市国有资产控股运营有限公司	20,000.00	100.00%
河南濮阳皇甫国家粮食储备库有限公司	8,144.00	100.00%
濮阳市粮食储备库有限公司	1,200.00	100.00%
濮阳市盐业有限公司	607.11	100.00%
濮阳市水利勘测设计有限公司	1,660.00	100.00%
濮阳市规划建筑设计研究院有限公司	4,712.00	100.00%
濮阳市第二污水处理厂有限公司	22,000.00	100.00%
濮阳市和谐报业传媒有限公司	6.00	65.83%
濮阳市范台梁高速公路有限公司	10,000.00	100.00%
濮阳市基础产业投资有限责任公司	329,000.00	91.19%
濮阳市城乡发展投资(控股)集团有限公司	60,000.00	100.00%
濮阳市铁路投资有限责任公司	10,000.00	100.00%
河南龙都创客空间运营管理有限公司	10,000.00	100.00%
濮阳市工程咨询公司	500.00	100.00%
濮阳市城市发展投资有限公司	100,000.00	100.00%
濮阳城市运营投资有限公司	200,000.00	50.00%
濮阳市长城燃气有限责任公司	16518.88	51.00%
濮阳市健康产业投资运营有限公司	20,000.00	100.00%
濮阳市工业投资运营有限公司	200,000.00	100.00%
清丰投资集团有限公司	20,850.00	51.00%
濮阳市智慧产业有限公司	50,000.00	100.00%
濮阳市国有资产管理有限公司	10,000.00	100.00%

濮阳市豫鼎公路工程有限公司	10,000.00	100.00%
濮阳市德新路桥建设有限公司	10,000.00	100.00%
濮阳市道和路桥建设有限公司	10,000.00	100.00%
濮阳市濮新市政运营有限公司	5,000.00	100.00%
濮阳龙鸽科技发展有限公司	10,000.00	100.00%
濮阳市龙城医学生物检测有限公司	5,000.00	100.00%
濮阳市龙都环保科技有限公司	5,000.00	100.00%

资料来源：公司 2022 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	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、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。