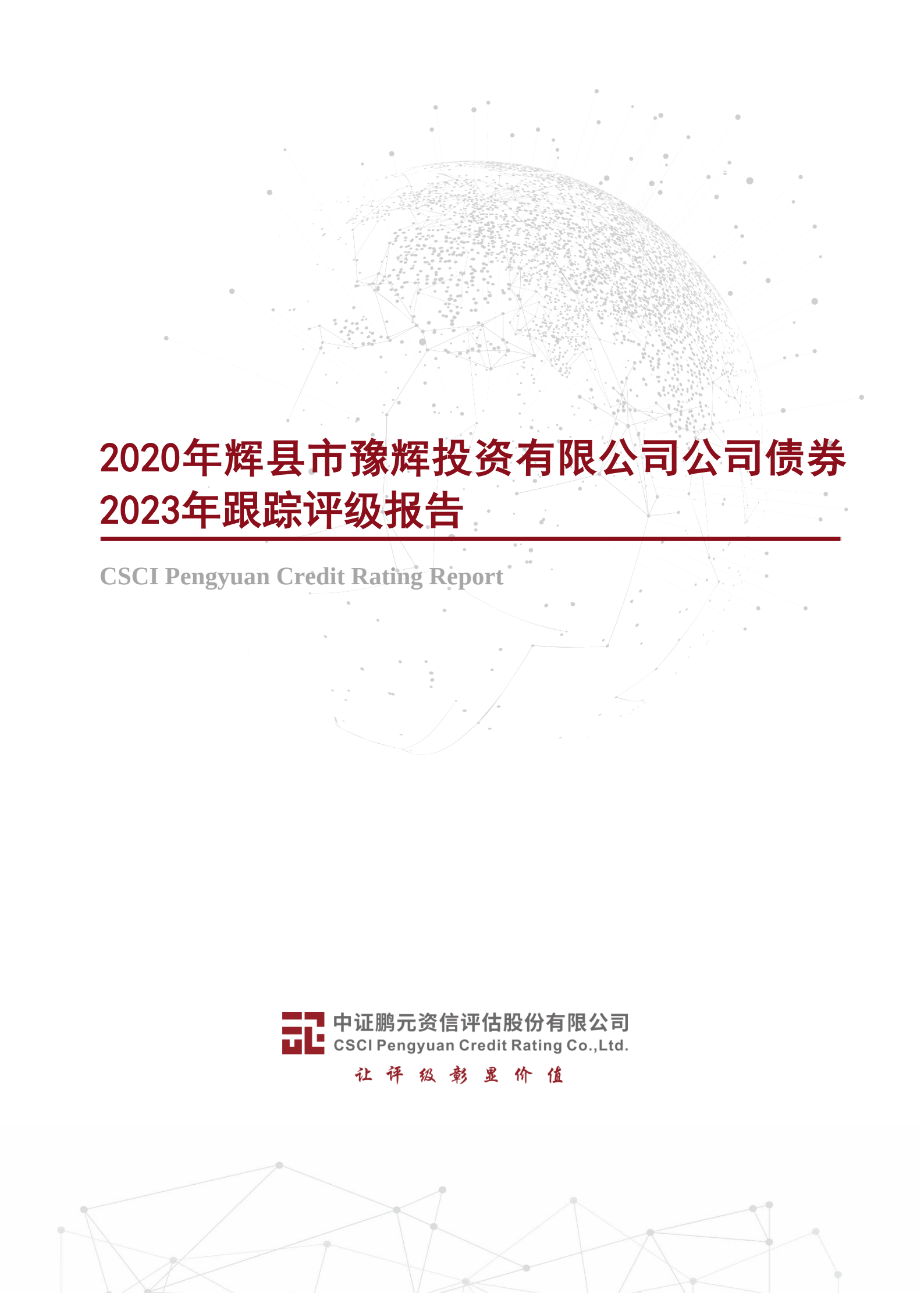




2020年辉县市豫辉投资有限公司公司债券 2023年跟踪评级报告

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：

2020年辉县市豫辉投资有限公司公司债券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
20 豫辉债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到辉县市旅游资源丰富，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，近年经济持续增长，辉县市豫辉投资有限公司（以下简称“豫辉投资”或“公司”）作为辉县市重要的基础设施建设投融资主体，主要从事辉县市基础设施建设、砂石销售、粮油销售等业务，2022 年继续获得的外部支持力度较大，且中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债信用增进”或“担保人”）提供的保证担保仍有效提升了“20 豫辉债”的信用水平。同时，中证鹏元也关注到，截至 2023 年 5 月末公司尚未办妥 2023 年采砂许可证，公司项目建设资金沉淀、土地和采砂权以及应收款项资金占用规模较大，往来款部分应收对象是民营企业且被列入被执行人，回收风险较大，部分资产使用受限，公司债务规模增加推动财务杠杆提升，叠加公司经营活动现金流呈净流出状态，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。

评级日期

2023 年 6 月 27 日

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辉县市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。

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

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	119.29	107.99	98.63
所有者权益	66.46	63.38	62.20
总债务	35.72	28.73	21.65
资产负债率	44.29%	41.31%	36.94%
现金短期债务比	0.57	0.50	1.43
营业收入	11.71	11.73	10.29
其他收益	0.14	0.08	0.10
利润总额	0.85	0.90	1.16
销售毛利率	15.27%	16.61%	16.90%
EBITDA	2.69	2.23	2.03
EBITDA 利息保障倍数	1.87	1.90	2.49
经营活动现金流净额	-7.57	-5.42	-7.23

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **辉县市素有“豫北粮仓”之称，2022 年经济保持增长。**辉县市是河南省畜牧业发展重点县和国家优质小麦生产基地，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，2022 年经济保持增长。
- **公司平台重要性较高，业务具有一定区域专营优势。**公司仍是辉县市重要的基础设施建设投融资主体，涉及辉县市基础设施建设、砂石销售、粮油销售等业务，业务在辉县市范围内具有一定的专营优势。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2022 年当地政府通过无偿划拨资产等增加公司资本公积，公司资本实力得到提升；财政补贴方面，2022 年公司获得财政补贴金额较大，提升了公司的利润水平。
- **中债信用增进提供的保证担保有效提升了“20 豫辉债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中债信用增进主体信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升了“20 豫辉债”的信用水平。

关注

- **需关注公司砂石销售业务持续性。**2022 年 12 月 31 日公司采砂证已到期，截至 2023 年 5 月末公司尚未办妥采砂许可证，同时由于砂石销售收入易受当地政府环保整治力度的影响，未来需关注环保政策趋严及管理力度加大以及下游房地产基建等行业景气度下降等因素对该业务发展的影响以及业务持续性。
- **公司项目建设沉淀资金、土地和采砂权以及应收款项资金占用规模较大，往来款部分应收对象是民营企业且被列入被执行人，回收风险较大，部分资产使用受限，资产流动性较弱。**2022 年末公司资产集中于应收款项、项目建设成本、土地和采砂权等，应收款项主要包括辉县市财政局的代建工程款、往来款及地方企业的往来款等，项目回款依赖于当地政府的统筹安排，回款时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用，往来款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滞后，土地和采砂权即时变现能力较差。此外 2022 年末公司使用受限的资产占总资产的 2.68%，整体资产流动性较弱。
- **公司债务规模增加推动财务杠杆提升，经营活动现金流仍呈净流出状态，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。公司继续通过外部融资平衡资金缺口，2022 年末公司资产负债率上升至 44.29%，总债务规模增加至 35.72 亿元，其中短期债务占总债务比重为 26.12%，公司现金类资产对短期债务覆盖程度较差，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。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保均未设置反担保措施。

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	5/7
	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+
外部特殊支持调整	2
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

- 公司是辉县市重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，辉县市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与辉县市政府的联系非常紧密以及对辉县市政府非常重要。同时，中证鹏元认为辉县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/20 豫辉债	2022-6-13	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/20 豫辉债	2019-4-15	刘玮、王贞姬	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 豫辉债	8.00	6.40	2022-6-13	2027-1-15

一、跟踪评级原因

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

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年1月发行7年期8亿元公司债券，募集资金计划用于辉县市百泉镇富庄村棚户区改造项目和补充营运资金。截至2022年12月31日，“20豫辉债”募集资金专项账户余额为9.35万元。

三、发行主体概况

2022年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2022年末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，新乡国有资本运营集团有限公司（以下简称“新乡国资集团”）持有公司51.00%的股权，为公司的控股股东，公司实际控制人为新乡市财政局。

公司作为辉县市重要的基础设施建设投融资主体，主要从事辉县市基础设施建设、砂石销售、粮油销售等业务。2022年公司合并报表范围内二级子公司未发生变化，截至2022年末，纳入公司合并范围内的二级子公司共19家，详见附录四。

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，政府债务余额快速扩张

区位特征：新乡市系豫北地区首批国家公路运输枢纽城市，近年持续深化郑新一体化发展战略。新乡市地处中原腹地，位于河南省北部，南临黄河，北依太行。新乡市为豫北地区首批国家公路运输枢纽城市，京深高铁、京广、新月、新菏等铁路，京港澳、大广、荷宝、原焦等高速和 107 国道贯穿新乡；全市平原面积占比 78%，是全国重要的商品粮基地和优质小麦生产基地，市内产业覆盖 41 个行业大类中的 33 个，也是河南省重要的工业基地。新乡市下辖 12 个县（市、区）、1 个城乡一体化示范区、2 个国家级开发区，总面积 8,249 平方公里，近年常住人口数量有所波动，2022 年末全市常住人口 616.6 万人，常住人口城镇化率 59.01%。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

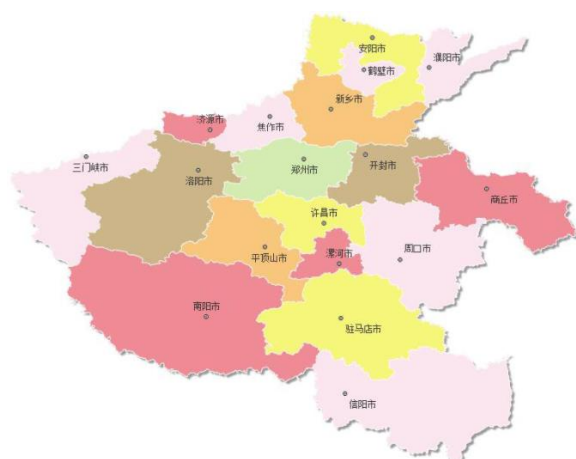
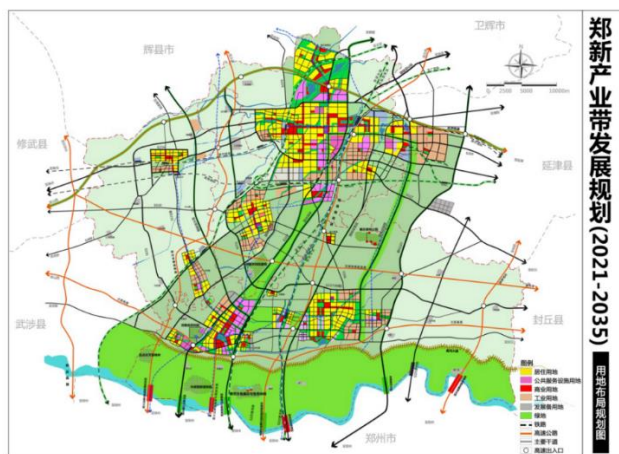


图2 郑新产业带发展规划（2021-2035）



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。近几年，新乡市的固定资产投资增速均保持高速增长，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，受宏观经济下滑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1 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
南阳市	4,555.4	4.8%	4.69	256.9	169.2
许昌市	3,746.8	1.8%	8.55	203.9	82.2
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
信阳市	3,196.2	3.2%	5.13	136.96	107.29
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

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

资料来源：各地方政府网站，中证鹏元整理

表2 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		51,846		52,028	
人均 GDP/全国人均 GDP	65.58%		71.56%		64.25%	

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，2022 年高技术产业增加值增长 14.7%，高于规模以上工业增加值增速 7.1 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，2020-2022 年全市地方政府债务余额持续提高，年均复合增长率为 25.01%，但各年均未超限。

表3 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	111.78	149.0	150.1
地方政府债务余额	655.29	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：2020-2021 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运营、新乡投资集团有限公司（以下简称“新乡投资集团”）和平原投资。其中，新乡国资运营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。

表4 新乡市重要投融资平台情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
新乡国资运营	新乡市财政局	-	-	-	-	新乡市保障房、土地整理和基础设施建设运营主体
新乡投资集团	新乡市财政局	129.90	60.97%	10.33	-	新乡市城市基础设施投资建设运营主体
平原投资	新乡国资公司	60.55	59.45%	31.54	63.56	平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体

注：上表为 2021 年/2021 年末数据，“-”表示公司未公布该数据。

资料来源：Wind、公开资料，中证鹏元整理

辉县市素有“豫北粮仓”之称，旅游资源丰富，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，近年固定资产投资增速较快推动经济持续增长，但人均产值较低，政府债务持续扩张

区位特征：辉县市为新乡市下辖县级市，素有“豫北粮仓”之称，旅游资源丰富。辉县市为新乡市下辖县级市，位于河南省西北部，地处豫晋接壤地区，北依太行，南眺黄河。市区南距郑州市80公里，东南距新乡市约20公里。辉县市素有“豫北粮仓”之称，是全国生猪调出大县和全省畜牧业发展重点县，也是国家优质小麦生产基地、全国粮食生产先进县、河南省畜牧业发展重点县和河南省最大的食用菌单品种植基地。辉县旅游资源得天独厚，是国家级旅游业改革创新先行区，现有5A级1家，4A级4家，3A级2家，旅游资源位居全省前五位，拥有的景区数量与栾川县并列河南省第一位。辉县历史文化底蕴厚重，现存历史文物古迹504处，全国重点文物保护单位7处，馆藏文物达1.3万余件套。辉县市辖22个乡镇（镇）街道，540个行政村（含7个移民村），总面积2,007平方公里。2022年末全县常住人口80.4万人，城镇化率51.8%。

经济发展水平：近年辉县市经济保持增长，固定资产投资增速较快，但人均产值较低。近年辉县市经济保持增长，2022年实现地区生产总值395.40亿元，在新乡市下辖区县中排名靠前。当地经济以二三产业为主导，三次产业结构由2020年的11.7：46.6：41.7调整为2022年的11.9：45.4：42.7。工业方面，2022年辉县市规模以上工业增加值同比增长10.9%，其中高新技术产业同比增长4.8%，占规模以上工业比重为17.9%。近年辉县市固定资产投资增速较快，2022年同比增长23.9%，是推动当年GDP增长的主要动力。消费方面，近年社会消费品零售总额波动较大。辉县人均产值均不及全国平均水平且差距有所拉大。

表5 2022年新乡市下辖主要区县经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
长垣市	574.90	5.8%	6.33	50.24	27.39
辉县市	395.4	6.8%	4.92	30.42	12.42
获嘉县	215.57	6.3%	5.52	8.65	1.45
延津县	179.46	6.0%	4.03	7.37	4.46

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

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

表6 辉县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）	395.4	6.8%	359.04	4.1%	346.97	4.7%
固定资产投资（不含农户）	-	23.9%	-	5.0%	-	20.1%
社会消费品零售总额	104.8	3.0%	101.7	9.6%	92.8	-3.0%
进出口总额	4.5	17.0%	3.7	38.4%	2.7	17.4%
人均 GDP（元）	49,180		44,151		45,660	
人均 GDP/全国人均 GDP	57.41%		54.52%		63.03%	

注：“-”数据未公告。

资料来源：2020-2022 年辉县市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：辉县市目前形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业。辉县市工业基础较好，目前形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，化工、医药等多业并举的工业体系。宝钢、国网公司等世界500强企业，以及华电、双星、天冠、雨润、河南煤化工和金龙等国内500强企业落户辉县。2022年辉县市规上工业企业研发覆盖率达到70%，科技型中小企业由2021年的37家增加至100家。新增高新技术企业10家、新乡市级以上工程技术研究中心6家，申报国家级专精特新“小巨人”企业3家、省级14家。

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

财政及债务：近年辉县市财政收入持续增长，但自给能力较弱，政府债务持续扩张。近年辉县市一般公共预算收入持续增长，其中税收收入占比维持在70%左右，财政收入质量尚可，但财政自给能力较弱。近年辉县市政府性基金收入持续增长，以国有土地使用权出让收入为主。区域债务方面，2020-2022年金寨县政府债务余额持续扩张，年均复合增长率为10.08%；2022年末一般债务余额24.3亿元，专项债务余额17.1亿元。

表7 辉县市财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	30.42	25.20	23.58
税收收入占比	69.46%	72.22%	69.72%
财政自给率	50.01%	46.94%	50.26%
政府性基金收入	12.42	11.07	10.37
地方政府债务余额	41.50	38.28	34.25

资料来源：辉县市人民政府网等，中证鹏元整理

投融资平台：目前，辉县市仅有公司一家已发债的投融资平台。

五、经营与竞争

公司是辉县市重要的基础设施建设投融资主体，主要从事辉县市基础设施建设、砂石销售、粮油销售等业务，区域竞争力较强

公司是辉县市政府重点支持和打造的综合性国资公司，主要负责承担市内城市基础设施建设、在政府授权范围内国有资产的经营管理。2022年公司实现营业收入11.71亿元，矿石销售收入和基础设施建设收入仍为公司营业收入和毛利润贡献的主要来源。

表8 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
工程项目收入	6.78	57.87%	13.04%	6.19	52.74%	12.51%
砂石建材销售收入	2.44	20.82%	19.09%	2.38	20.25%	32.85%
粮油销售收入	0.63	5.41%	9.24%	1.59	13.57%	6.67%
热力收入	0.71	6.07%	12.28%	0.66	5.67%	17.60%
发电收入	0.58	4.94%	43.27%	0.35	2.97%	49.63%
保安、押运收入	0.45	3.80%	19.24%	0.40	3.44%	13.61%
其他收入	0.13	1.09%	-33.51%	0.16	1.36%	-35.26%
合计	11.71	100.00%	15.27%	11.73	100.00%	16.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程项目业务

公司工程项目仍以代建或政府回购模式为主，2022年收入继续增长，但在建项目存在一定的资金压力

公司工程项目业务主要由公司本部负责运营，根据公司与辉县市人民政府及相关部门签订针对不同工程项目的合同，辉县市人民政府及相关部门委托公司负责工程项目的立项、设计和建设，双方共同确认建设项目投资成本。辉县市人民政府及相关部门根据项目完工进度，按照项目投资总额的基础上加成一定比例支付建设项目回购款。但在实际操作中，部分项目会按照投资总额的一定比例支付管理费的方式进行结算。2022年公司实现工程项目收入6.78亿元，毛利率为13.04%，变动不大。

表9 2021-2022 年公司工程项目回购收入确认情况（单位：万元）

年份	项目名称	确认收入	确认成本
2022 年	2022 年新乡市辉县市 11.37 万亩高标准农田建设项目	12,612.61	10,967.49
	辉县市 2021 年农村公路灾后恢复重建项目	55,140.09	47,947.90
	合计	67,752.70	58,915.39
2021 年	百泉河周边棚户区改造项目（卫源小区）	7,368.75	6,619.06
	辉县市百泉镇富庄村棚户区改造项目（富庄小区）	25,005.06	21,954.63
	辉县市 S229 辉原线辉县至新乡大召营段改建工程项目（二次）	8,108.07	7,685.04
	辉县市 S306 卫柿线薄壁西南水北调河至铁匠庄段加宽工程	7,257.19	6,878.56
	辉县市 S311 封辉线自行车道项目	1,714.45	1,625.00
	辉县市 X013 凤辉线新辉路至胡韦线段改建工程项目	5,564.13	5,273.83
	辉县市 Y033 西申线南水北调桥至 G234 段改建工程	4,308.17	4,083.40
	新建菏宝高速辉县站互通式立交工程	1,490.86	0.00
	辉县市九山路（七贤大道-长城大道）提升改造工程	307.47	0.00
	辉县市 X013 凤辉线新辉路至胡韦线段绿化亮化及自行车道工程	311.08	0.00
	辉县市九山路（文昌大道-七贤大道）道路改建、七贤大道（九山路-和谐路）路面修复工程	422.03	0.00

	合计	61,857.24	54,119.50
--	----	-----------	-----------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在建工程项目计划总投资8.05亿元，已投资5.89亿元，尚需投资2.16亿元，考虑到公司经营活动现金流仍呈大额净流出状态，存在一定的资金压力。

表10 截至 2022 年末公司主要在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	是否签订代建协议
2022 年新乡市辉县市 11.37 万亩高标准农田建设项目	1.62	1.10	是
辉县市 2021 年农村公路灾后恢复重建项目	6.43	4.79	是
合计	8.05	5.89	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）砂石建材销售业务

2022 年公司砂石销售业务毛利率有所下滑，2023 年公司尚未办妥采砂许可证，需关注环保政策趋严及管理力度加大等因素对该业务发展的影响

公司的砂石销售业务主要由旗下具备砂石资源开采、加工、销售砂石资质的子公司辉县市三和砂石开发有限责任公司（以下简称“三和砂石”）和辉县市豫辉矿业发展有限公司负责运营（以下简称“豫辉矿业”）负责经营。2019年辉县市政府将辉县范围内所有采砂资源的开采及生产权集中到三和砂石，三和砂石取代各机制砂厂自行负责砂、石资源的开采，2020年起辉县市政府授权三和砂石作为辉县范围内唯一一家砂石开采企业，并由子公司辉县市上八里制砂有限公司（以下简称“上八里砂厂”）、辉县市中天建材有限公司（以下简称“中天建材厂”）以及豫辉矿业下属辉县市豫辉新霖建材有限公司、辉县市豫辉一旭建材有限公司等制砂子公司进行加工和销售获取销售收入。

2022年三和砂石已办理黄水河、南河道和淇河3个采砂许可证，有效期限均到2022年12月31日。三和砂石主要有两条生产线，其中上八里砂厂生产线于2019年10月投入运行，设计产能500万吨/年，但该生产线已于2022年6月无偿划出；中天建材厂生产线于2022年1月投入运行，设计产能1,000万吨/年，2022年产量203万吨，产能利用率20.3%。豫辉矿业目前有19条生产线，上述生产线于2021年8月试生产，2022年正式生产，设计产能合计2,290万吨/年，2022年产量165.02万吨，产能利用率7.21%。2022年公司实现砂石销售收入2.44亿元，毛利率为19.09%，有所下降，主要系受环保政策影响，当年生产时间较短，同时豫辉矿业生产线前期生产规模较小、运营成本较高所致。值得关注的是，截至2023年5月末，公司尚未办妥采砂许可证，同时由于砂石销售收入易受当地政府环保整治力度的影响，未来需关注环保政策趋严及管理力度加大以及下游房地产基建等行业景气度下降等因素对该业务发展的影响。

公司砂石销售业务下游客户主要为区域内建材公司等，2022年前五大客户销售金额占当期砂石销售收入的比例为13.44%，集中度较低。

表11 公司矿石业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	收入占比
2022 年	长垣县鸿源新型建筑材料有限公司	1,023.17	4.20%
	长垣市长鸿商砼有限公司	917.22	3.76%
	辉县市汇中混凝土有限公司	642.03	2.63%
	河南新霖建材有限公司	392.45	1.61%
	辉县市亨鑫混凝土有限公司	300.55	1.23%
	合计	3,275.42	13.44%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）粮油销售业务

公司粮油销售收入小幅增长，盈利能力有所提升

公司粮油销售业务由子公司辉县市金穗粮油有限责任公司（以下简称“辉县粮油”）负责运营。辉县粮油通过在辉县市各乡、镇设立的粮食收购点向农户收购粮食，根据市场行情暂存或直接销售给用粮企业和市场，从中赚取差价获得利润，同时承担中央储备粮储备职能。公司销售的主要粮食作物为小麦、玉米和大米，2022年实现粮油销售收入0.63亿元，同比大幅下降，主要系小麦采购成本较高，利润下降，公司购销量减少所致；毛利率为9.24%，有所提升，主要系公司不同粮食种类的销售价格均有所上升所致。

表12 公司粮油销售业务主要种类情况

种类	项目	2022 年	2021 年
小麦	销售量（吨）	7,474	35,229
	平均售价（元/吨）	3,049	2,622
玉米	销售量（吨）	12,104	10,476
	平均售价（元/吨）	2,816	2,521
大米	销售量（吨）	272	159
	平均售价（元/吨）	5,618	5,600

资料来源：公司提供

（四）其他业务

公司热力、发电、保安、押运服务等业务为营业收入形成补充

公司仍从事热力、发电、保安、押运服务等业务。热力业务由辉县市共城热力有限公司（以下简称“辉县热力”）负责运营，辉县热力主要为辉县市城区的居民小区和部分公建单位提供供暖服务。发电业务由子公司辉县市扶贫开发投资有限公司（以下简称“扶贫公司”）负责运营，扶贫公司拥有66个村级光伏电站，总规模32.6MW，涉及2个易地扶贫搬迁社区，63个贫困村。扶贫电站上网标杆电费0.3779元/度，国家补贴电费0.4721元/度，2022年实现收入0.71亿元。保安、押运服务主要由辉县市金盾保安护卫有限公司负责，服务内容包括为事业单位提供人防服务、为商户及金融网点提供技防服务和为银行网点提供押运服务。上述业务丰富了收入来源，但整体规模相对较小。

公司获得较大力度的外部支持

作为辉县市重要的基础设施建设投融资主体，公司继续获得当地政府在资产划拨及财政补贴方面较大力度的支持。2022年当地政府通过无偿划拨资产增加公司资本公积；财政补贴方面，2022年公司获得政府补助1.10亿元，提升了公司的利润水平。

表13 2022 年政府对公司的主要资产注入情况（亿元）

年份	事项	金额	依据文件
2022	扶贫专项应付款转资本公积	2.05	《辉县市财政局关于对辉县市扶贫开发投资有限公司的通知》
	豫辉公司本部收到注资	1.05	转账凭证
	豫辉矿业公司收到注资	0.50	转账凭证
	产业公司收到注资	0.12	-
	共城热力公司专项应付款转资本公积	0.01	-
合计	-	3.73	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021年审计报告、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2022年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围内二级子公司未发生变化，截至2022年末，纳入公司合并范围内的二级子公司共19家。

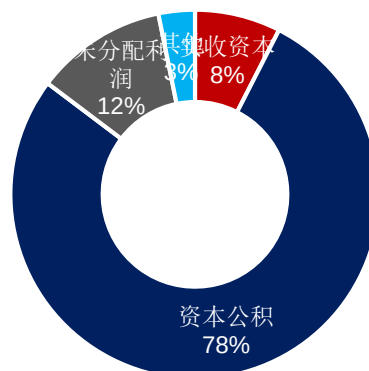
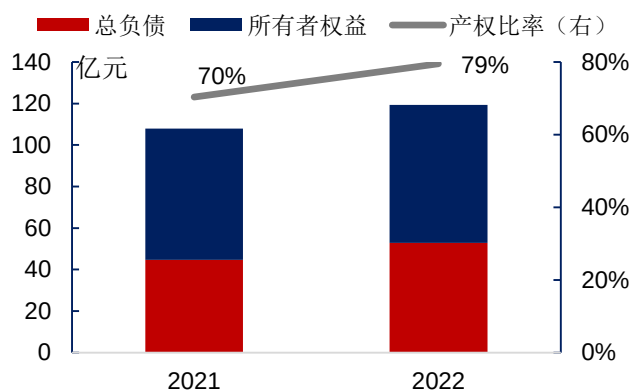
资本实力与资产质量

2022年公司总资产有所增加，增量资产主要来自于债务融资和政府划转资产，财务杠杆水平有所提升；资产以应收款项、项目建设成本、土地和采砂权等为主，应收款项回款时间具有不确定性，对营运资金形成较大占用，部分应收对象是民营企业且被列入被执行人，回收风险较大，项目建设成本、土地和采砂权等即时变现能力不强，资产流动性较弱

作为辉县市重要的基础设施建设投融资主体，2022年公司受到政府无偿划拨资产等支持力度较大，推动所有者权益增长，同期债务融资规模亦快速增长，使得产权比率有所上升。从权益结构来看，所有者权益主要为辉县市政府对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积。

图 3 公司资本结构

图 4 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

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、存货和无形资产为主，2022年末上述资产合计占公司总资产的73.95%。公司应收款项主要包括应收账款和其他应收款，2022年末公司应收账款主要为对辉县市财政局基础设施项目回购款项，其他应收款主要包括应收辉县市财政局往来款1.94亿元、辉县市脱贫攻坚建设开发有限公司往来款1.09亿元、辉县市豫辉公路养护有限责任公司往来款0.26亿元、辉县市非煤矿产资源事务中心往来款0.17亿元以及民营企业河南永大化工有限公司往来款0.72亿元等。根据公开信息查询，应收对象河南永大化工有限公司存在多条被执行信息，但未单项计提坏账准备，回收风险较大。整体来看，公司应收款项规模较大，对营运资金形成较大占用，同时部分应收对象是民营企业，需关注回收风险。公司存货主要由工程施工成本及土地使用权构成，随着项目推进有所增长，但项目收入的实现依赖于建设进度和委托方资金安排，即时变现能力差；2022年末土地使用权账面价值20.25亿元，使用权类型为作价出资，主要用途为商服城镇住宅用地和工业用地等。公司无形资产主要为购置的土地使用权和政府划拨的采砂权等，随着摊销而小幅下降。

其他资产构成方面，公司账上货币资金受限比例较高，对短期债务覆盖不足。固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备、光伏电站等，2022年末由于三级子公司上八里砂厂划出而有所下降。公司在建工程主要为汽车部件产业园、三和砂石站点建设项目等，随着工程持续推进有所增加。

受限资产方面，截至2022年末，包括部分货币资金、投资性房地产在内的账面价值合计3.20亿元的资产使用受限，占总资产的2.68%。

表14 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	5.22	4.38%	6.64	6.15%
应收账款	21.38	17.92%	21.94	20.32%
其他应收款	5.82	4.87%	5.27	4.88%
存货	27.99	23.46%	21.50	19.91%
流动资产合计	61.55	51.60%	55.84	51.71%
固定资产	6.74	5.65%	7.92	7.33%

在建工程	6.68	5.60%	5.81	5.38%
无形资产	33.04	27.70%	33.22	30.76%
非流动资产合计	57.74	48.40%	52.15	48.29%
资产总计	119.29	100.00%	107.99	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

2022年公司营业收入和毛利率均有所下降，政府补助对公司利润贡献较大

公司是辉县市政府重点支持和打造的综合性国资公司，主要负责承担市内城市基础设施建设、在政府授权范围内国有资产的经营管理。2022年公司营业收入有所下降，主要系粮油销售收入大幅下降所致；毛利率亦小幅下降，主要系砂石销售业务毛利率下降所致。2022年公司继续获得政府补助，计入其他收益和营业外收入，对公司利润贡献较大。

表15 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022 年	2021 年
营业收入	11.71	11.73
营业利润	0.02	0.18
其他收益	0.14	0.08
营业外收入	0.96	1.00
利润总额	0.85	0.90
销售毛利率	15.27%	16.61%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2022年公司债务规模有所增加，现金类资产对短期债务覆盖不足，仍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增长。2022年末总债务占负债总额的比例为67.61%。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，银行借款绝大部分设有抵质押、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4.32%-6.7%；非标融资主要为中新融资租赁款，规模较小。从债务到期分布情况来看，2022年末公司短期债务占总债务的比例下降至26.12%，但仍面临较大的集中兑付压力。

此外，公司其他应付款占比较高，2022年末主要包括与辉县市中医院、中建二局第四建筑工程有限公司等企业的往来款、保证金等，具有一定偿付弹性。

表16 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	6.55	12.40%	6.04	13.55%

应付账款	8.53	16.15%	9.05	20.28%
其他应付款	6.91	13.08%	3.28	7.36%
一年内到期的非流动负债	0.88	1.66%	4.40	9.87%
流动负债合计	25.24	47.78%	25.47	57.09%
长期借款	12.48	23.62%	7.54	16.90%
应付债券	12.92	24.45%	7.92	17.75%
长期应付款	1.81	3.43%	3.30	7.40%
非流动负债合计	27.59	52.22%	19.14	42.91%
负债合计	52.83	100.00%	44.61	100.00%
总债务	35.72	67.61%	28.73	64.41%
其中：短期债务	9.33	17.65%	13.28	29.76%
长期债务	26.40	49.96%	15.46	34.65%

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年末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下降，但同期可动用现金类资产亦有所下降且规模较小，同时公司整体资产流动性较弱，对即期债务覆盖能力较弱。

公司流动性需求主要来自项目开支和债务的还本付息，公司主要在建项目尚需投资规模较大，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2.06亿元，流动性储备较少，同时持续增长的债务规模及流动性缺口使公司仍面临较大的刚性债务偿付压力。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2022 年	2021 年
资产负债率	44.29%	41.31%
现金短期债务比	0.57	0.50
EBITDA 利息保障倍数	1.87	1.90

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，根据公司提供的相关情况的说明，公司过去一年未因空气污染或温室气体、废水排放、废弃物排放等方面受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的相关情况的说明，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，根据公司提供的相关情况的说明，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《中华人民共和国公司法》及其他有关法律，制定了《公司章程》和法人治理结构。公司设立股东会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。公司设董事会，成员为3人，其中2人由辉县市国有资产管理局委派，1人为职工代表董事，由公司职工代表大会选举产生；董事会设董事长1人，由辉县市国有资产管理局从董事会成员中指定。公司设监事会，成员5人，其中3人由辉县市国有资产管理局委派，另外2人职工代表监事由公司职工代表大会选举产生；监事会设主席1人，由辉县市国有资产管理局从监事会成员中指定，对公司财务状况、董事和经理的履职情况进行监督。公司设总经理1人，由董事会聘任或者解聘，总经理对董事会负责。内部管理方面，公司设有综合办公室、计划财务部、投资策划部、工程管理部、成本控制部、资产管理部等部门。公司组织架构图详见附录三。

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（公司本部2023年4月13日，三和砂石2023年5月26日，豫辉矿业2023年4月13日，金穗粮油2023年4月10日），公司本部和重要子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，公司对外担保余额1.32亿元，占期末净资产的比重为1.99%，担保对象均为辉县市各行政村集体经济组织，均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表18 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
辉县市张村乡三庆村股份经济合作社	350.00	2023-4-21	否
辉县市张村乡张村村股份经济合作社	350.00	2023-6-29	否
辉县市张村乡平岭村股份经济合作社	350.00	2023-4-12	否
辉县市张村乡大王庄村股份经济合作社	350.00	2023-2-10	否
辉县市张村乡裴寨村股份经济合作社	400.00	2023-2-10	否
辉县市占城镇宋张莫村股份经济合作社	350.00	2023-2-26	否
辉县市占城镇王庄村股份经济合作社	350.00	2023-4-15	否
辉县市占城镇和庄村股份经济合作社	400.00	2023-4-20	否
辉县市峪河镇四街村股份经济合作社	350.00	2023-4-28	否
辉县市峪河镇五街村股份经济合作社	350.00	2023-4-28	否
辉县市峪河镇六街村股份经济合作社	350.00	2023-5-7	否
辉县市峪河镇三街村股份经济合作社	350.00	2023-5-21	否
辉县市峪河镇李千户营村股份经济合作社	350.00	2023-4-16	否
辉县市峪河镇一街村股份经济合作社	350.00	2023-6-18	否
辉县市峪河镇张铁屯村股份经济合作社	350.00	2023-6-22	否

辉县市峪河镇二街村股份经济合作社	350.00	2023-4-8	否
辉县市峪河镇东淹沟村股份经济合作社	350.00	2023-4-21	否
辉县市西平罗乡东峪村股份经济合作社	350.00	2023-5-18	否
辉县市西平罗乡兆村股份经济合作社	350.00	2023-3-29	否
辉县市西平罗乡白土岗村股份经济合作社	350.00	2023-6-28	否
辉县市上八里镇杨和寺村股份经济合作社	200.00	2023-2-10	否
辉县市上八里镇西坡村股份经济合作社	200.00	2023-2-10	否
辉县市上八里镇杨树庄村股份经济合作社	200.00	2023-2-10	否
辉县市上八里镇松树坪村股份经济合作社	400.00	2023-4-16	否
辉县市上八里镇回龙村股份经济合作社	400.00	2023-4-25	否
辉县市冀屯镇大洼村股份经济合作社	350.00	2023-4-25	否
辉县市冀屯镇小洼村股份经济合作社	350.00	2023-4-28	否
辉县市冀屯镇白草岗村股份经济合作社	350.00	2023-4-27	否
辉县市胡桥乡刘小庄村股份经济合作社	350.00	2023-5-28	否
辉县市高庄乡六台山村股份经济合作社	350.00	2023-5-28	否
辉县市高庄乡祝庄村股份经济合作社	350.00	2023-5-21	否
辉县市常村镇常东村股份经济合作社	350.00	2023-5-8	否
辉县市常村镇百间寺村股份经济合作社	400.00	2023-5-28	否
辉县市常村镇郝凹村股份经济合作社	400.00	2023-4-21	否
辉县市常村镇常西村股份经济合作社	400.00	2023-6-29	否
辉县市薄壁镇宝泉村股份经济合作社	350.00	2023-4-12	否
辉县市百泉镇金河小屯村股份经济合作社	350.00	2023-2-10	否
辉县市百泉镇土坡村股份经济合作社	350.00	2023-2-10	否
合计	13,200.00	-	-

资料来源：公司 2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是辉县市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，辉县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) 公司与辉县市政府的联系非常紧密。公司由新乡国资集团持有公司51.00%股权、国资中心持有公司41.47%股权、河南省财政厅持有公司7.53%股权；其董事长和主要高管由辉县市政府任命，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) 公司对辉县市政府非常重要。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、本期债券偿还保障分析

中债信用增进提供的无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“20 豫辉债”的信用水平

1、担保条款

中债信用增进出具了《担保函》，约定为“20豫辉债”（发行金额总计不超过8亿元）提供无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括本期债券的本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用及其他应支付的费用，承担的保证方式为连带责任保证。保证期间为“20豫辉债”存续期间及债券到期之日起两年。

2、担保方情况

中债信用增进成立于2009年9月，是在中国人民银行的指导下，由中国银行间市场交易商协会联合中国石油天然气集团公司、国网资产管理有限公司（现更名为国网英大国际控股集团有限公司）、中国中化股份有限公司、北京国有资本经营管理中心（现更名为北京国有资本运营管理有限公司）、首都钢铁集团总公司（现更名为首钢集团有限公司）和北京万行中兴实业投资有限公司（现更名为中银投资资产管理有限公司）共同发起设立的专业债券信用增进机构。中债信用增进初始注册资本为60.00亿元人民币，由股东在成立时以货币形式一次性缴足。2016年，中国石油天然气集团公司将其持有的中债信用增进16.50%股权无偿转让给其子公司中国石油集团资本有限责任公司。2019年7月，中国中化股份有限公司将其持有中债信用增进16.50%股权转让给子公司中化资本有限公司。截至2022年末，中债信用增进注册资本和实收资本均为60.00亿元，中债信用增进股权结构如下表所示。

表19 截至 2022 年末中债信用增进股权结构（单位：亿元）

序号	股东名称	出资额	持股比例
1	中国石油集团资本有限责任公司	9.90	16.50%
2	国网英大国际控股集团有限公司	9.90	16.50%
3	中化资本有限公司	9.90	16.50%
4	北京国有资本运营管理有限公司	9.90	16.50%
5	首钢集团有限公司	9.90	16.50%
6	中银投资资产管理有限公司	9.90	16.50%
7	中国银行间市场交易商协会	0.60	1.00%
合计		60.00	100.00%

资料来源：中债信用增进 2022 年审计报告，中证鹏元整理

中债信用增进自身定位为债券市场信用增进及风险管理专业服务的提供商，致力于信用增进产品创新和制度创新，并推动信用风险分散分担机制建设，同时面向中小企业及中低信用等级企业提供专业的信用增进服务，以缓解中小企业融资难困境。具体经营经营范围包括企业信用增进服务；信用增进的评审、培训、策划、咨询、技术推广；信用产品的创设和交易；资产投资；资产受托管理；投资策划、投资咨询；经济信息咨询；人员技术培训；会议服务等。应监管部门要求，中债信用增进已在2021年内完成融资担保经营资质的申领工作。

近年来中债信用增进重点针对城投平台客户开展债券信用增进业务，适度拓展地方国有企业的债券

项目，并积极探索资产证券化类项目。中债信用增进主要增信品种包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向债务融资工具等债券类产品以及银行理财产品、信托计划等投资类产品。2021年中债信用增进当期新增信用增进发生项目笔数及当期信用增进发生额同比均有所增长，但受当年增信项目到期规模较大影响，2021年末中债信用增进未到期项目信用增进责任余额进一步下降。截至2021年末，中债信用增进的信用增进放大倍数已下降至6.53倍，资本补充压力得到缓解。截至2021年末，中债信用增进未到期项目发行主体以信用等级较高的企业为主，AA级及以上企业共计104家，金额合计787.70亿元，占全部信用增进责任余额的98.77%，整体来看客户资质相对较高。

表20 中债信用增进的信用增进业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期信用增进发生额	257.90	229.22	169.00
当期解除金额	368.56	276.60	276.27
信用增进责任余额	799.50	913.12	960.50
信用增进放大倍数（X）	6.53	7.63	9.44

资料来源：中债信用增进提供，中证鹏元整理

2019-2021年中债信用增进增信业务仅在2021年发生一笔信用增进业务代偿，代偿金额为2,025.96万元，2021年中债信用增进当期代偿率为0.05%，整体来看中债信用增进现阶段代偿率很低，信用增进业务风险控制情况较好。2022年，中债信用增进未新发生代偿。近年来中债信用增进增信业务风险准备金持续增长，2020-2022年末增信业务风险准备金年复合增长9.72%，拨备覆盖率亦持续提升且处于很高水平。

为提升资金利用效率和收益，中债信用增进在兼顾资产安全性和流动性的前提下开展投资业务，近年来一直保持较大规模的投资资产。中债信用增进投资业务以债券投资为主，截至2022年末投资资产规模为116.84亿元，同比下降11.53%，其中计入债权投资和其他债权投资的债券类资产合计占比为75.98%。中债信用增进持有的债券以利率债和债项级别为AA+及以上的信用债为主。总体来看，中债信用增进投资策略较为稳健，投资资产风险基本可控，但也需关注在宏观经济增速放缓及国内信用环境承压的背景下，其投资资产面临一定的信用风险。

受永续债赎回影响，2022年末中债信用增进资产总额由2021年末的162.08亿元下降9.02%至147.46亿元。中债信用增进资产主要由金融投资资产和投资性房地产构成，其中金融投资资产规模保持在较高水平，主要为投资的债券、股票和信托计划等金融产品，整体来看资产质量较好。2022年末中债信用增进金融投资资产账面价值合计109.29亿元，占资产总额的74.12%，其中债券投资占比超过80%。

中债信用增进负债主要由卖出回购金融资产款和信用增进业务准备金构成。受质押式回购融资规模下降影响，中债信用增进负债总额总体呈下降趋势，截至2022年末负债总额为37.45亿元，同比下降5.52%。近年来中债信用增进信用增进业务准备金规模持续增长，截至2022年末信用增进业务准备金余额为28.55亿元，同比增长9.99%。受“19中债增金融永续债01”赎回影响，截至2022年末中债信用增进

所有者权益规模较2021年末下降10.15%至110.01亿元，其中实收资本为60.00亿元，近年来保持稳定。2023年3月12日，中债信用增进再次赎回了15.00亿元永续债“20中债增金融永续债01”，受此影响其所有者权益规模在2023年3月末进一步下降至97.54亿元，需关注其因所有者权益持续下降带来的资本补充压力。

中债信用增进营业收入主要来自增信业务收入和投资收益，近年来受宏观经济增速放缓及资本市场波动加剧影响，其投资收益水平有所下降，但信用增进业务为中债信用增进的营业收入及利润提供了较为稳定的支撑。2022年，中债信用增进营业收入13.75亿元，同比增长5.66%，其中信用增进业务净收入为8.20亿元，同比增长4.48%；同期末净利润为7.08亿元，同比增长15.71%。整体来看，中债信用增进近年来保持较好的收入及盈利水平，整体盈利能力持续上升。

表21 中债信用增进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	147.46	162.08	169.71
货币资金	0.61	0.68	0.90
应收代偿款净额	0.05	0.07	0.11
所有者权益合计	110.01	122.44	119.64
营业收入	13.75	13.01	17.12
净利润	7.08	6.12	5.24
净资产收益率	6.09%	5.05%	4.74%
累计代偿率	-	0.28%	0.32%
累计代偿回收率	-	50.44%	-
拨备覆盖率	58,589.44%	37,085.71%	21,563.64%

资料来源：中债信用增进 2020-2022 年审计报告及中债信用增进提供，中证鹏元整理

中债信用增进股东由交易商协会牵头成立，为国内首家专业信用增进机构，承担信用增进产品创新和制度创新、推动信用风险分担机制建设以及同时面向中小企业及中低信用等级企业提供专业的信用增进服务等重要职能，股东中包括多家资本实力雄厚的央企、国企，在产品创新、客户资源、业务渠道、资金融通等方面获得相关机构和股东的较大力度支持。

综上所述，中债信用增进股东实力强、职能定位重要性突出，在业务拓展和资金融通等方面获得相关机构和股东较大力度支持；近年来中债信用增进的信用增进业务代偿率很低，增信业务质量较好；同时中证鹏元也关注到，中债信用增进投资资产规模相对较大，面临的相关信用风险应予以关注；信用增进业务行业和客户集中度相对较高，不利于分散风险等风险因素。

经中证鹏元综合评定，中债信用增进主体信用等级为AAA，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“20豫辉债”的信用水平。

十、结论

公司地处新乡市辉县市，辉县市素有“豫北粮仓”之称，旅游资源丰富，已形成能源、水泥建材、装备制造、纺织加工、药品食品等五大支柱产业，近年经济保持增长。公司是辉县市政府重点支持和打造的综合性国资公司，主要负责承担市内城市基础设施建设、在政府授权范围内国有资产的经营管理。虽然近年公司经营活动现金流持续呈净流出状态，公司债务规模仍在扩张，面临较大的偿债压力，但公司代建项目、砂石销售、粮油销售等业务在辉县市范围内具有一定的专营优势，热力、发电、保安、押运服务等业务丰富了公司收入来源。作为辉县市重要的平台，公司在业务、资金注入、资产划拨等方面持续获得当地政府较大力度的支持，抗风险能力尚可。

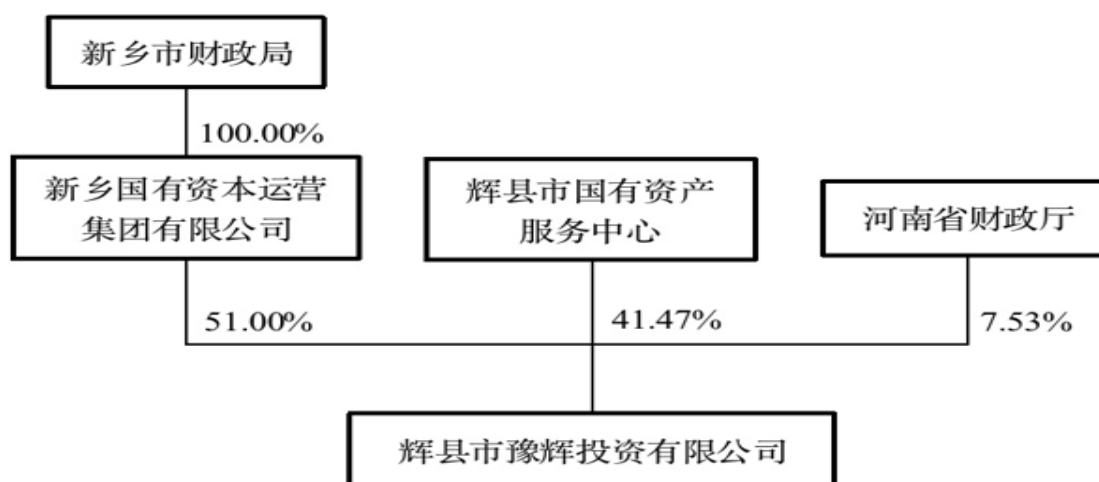
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“20豫辉债”的信用等级为AAA。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022 年	2021 年	2020 年
货币资金	5.22	6.64	9.69
应收账款	21.38	21.94	11.93
存货	27.99	21.50	21.50
流动资产合计	61.55	55.84	52.85
固定资产	6.74	7.92	7.64
无形资产	33.04	33.22	32.46
非流动资产合计	57.74	52.15	45.77
资产总计	119.29	107.99	98.63
短期借款	6.55	6.04	5.13
应付账款	8.53	9.05	8.46
其他应付款	6.91	3.28	2.41
一年内到期的非流动负债	0.88	4.40	1.76
流动负债合计	25.24	25.47	19.34
长期借款	12.48	7.54	6.85
应付债券	12.92	7.92	7.91
长期应付款	1.00	0.00	0.00
非流动负债合计	27.59	19.14	17.09
负债合计	52.83	44.61	36.43
其中：短期债务	9.33	13.28	6.89
总债务	35.72	28.73	21.65
所有者权益	66.46	63.38	62.20
营业收入	11.71	11.73	10.29
营业利润	0.02	0.18	0.34
其他收益	0.14	0.08	0.10
利润总额	0.85	0.90	1.16
经营活动产生的现金流量净额	-7.57	-5.42	-7.23
投资活动产生的现金流量净额	-5.09	-3.39	-3.75
筹资活动产生的现金流量净额	12.34	5.76	13.80
财务指标	2022 年	2021 年	2020 年
销售毛利率	15.27%	16.61%	16.90%
资产负债率	44.29%	41.31%	36.94%
短期债务/总债务	26.11%	46.21%	31.84%
现金短期债务比	0.57	0.50	1.43
EBITDA（亿元）	2.69	2.23	2.03
EBITDA 利息保障倍数	1.87	1.90	2.49

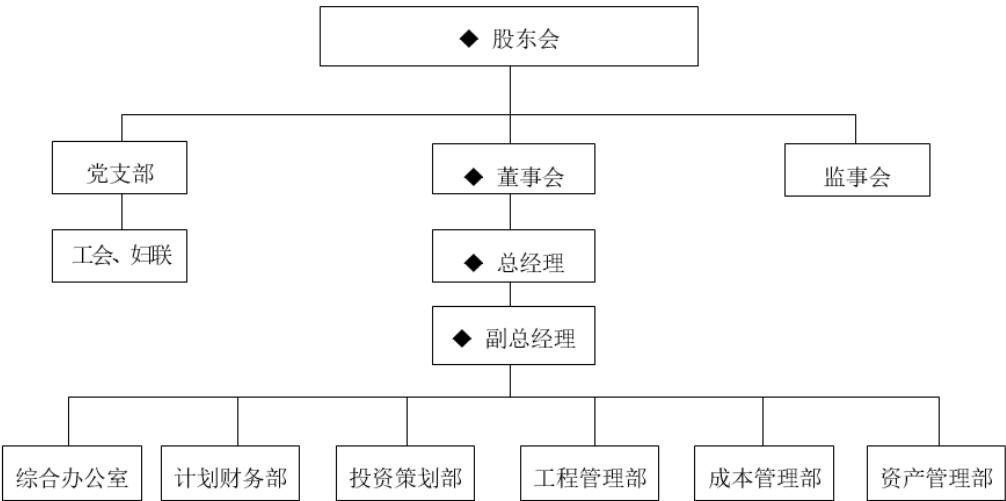
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



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

资料来源：公司提供，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。