



2019年河南省新乡平原示范区投资集团有限公司公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2019年河南省新乡平原示范区投资集团有限公司公司债券2024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，2023 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，未来面临很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投资建设主体，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。

评级日期

2024 年 6 月 28 日

联系方式

项目负责人：王建飞
wangjf@cspengyuan.com

项目组成员：王贞姬
wangzj@cspengyuan.com

项目组成员：韩一凡
hanyf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	197.67	179.63	152.18	149.35
所有者权益	77.46	77.42	57.67	60.55
总债务	80.00	64.64	73.98	63.56
资产负债率	60.81%	56.90%	62.11%	59.45%
现金短期债务比	0.36	0.10	0.35	0.49
营业收入	5.88	16.97	25.89	31.54
其他收益	0.02	0.17	1.63	1.65
利润总额	0.06	0.65	0.76	0.75
销售毛利率	9.74%	16.56%	8.90%	5.03%
EBITDA	--	3.08	3.28	2.60
EBITDA 利息保障倍数	--	0.89	0.87	0.74
经营活动现金流净额	-0.36	1.29	-6.54	-5.00

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 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，2023 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，经济总量在河南省排名中上游，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 2023 年新乡市 GDP 同比增长 1.5%；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，持续性仍较好。**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 2024 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，工程建设业务持续性仍较好，未来收入来源较有保障。
- **公司继续获得较大力度的外部支持，有力提升了公司资本实力和利润水平。**2023 年公司获得当地政府注入的停车位经营权、广告位经营权及房屋建筑等，累计增加资本公积 20.20 亿元；此外，2023 年公司获得政府补贴 1,699.06 万元，计入其他收益，有力提升了公司的利润水平。
- **保证担保能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中豫担保主体信用等级为 AAA，其提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升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，2024 年 3 月末合计占总资产比重为 68.62%，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，此外公司开展贸易业务存在一定规模对民营企业应收账款，需关注其潜在的坏账风险；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 2024 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。
- **总债务规模波动增长，叠加项目建设资本开支需求，公司面临很大的偿债压力。**近年随着项目投入，公司总债务波动增长，2024 年 3 月末总债务上升至 80.00 亿元；且近年公司 EBITDA 利息保障倍数较低，现金短期债务比有所下降，对债务的保障能力较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额为 7.83 亿元，占当期末所有者权益比重为 10.12%，虽担保对象均为国有企业，但均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
新乡国资公司	新乡市城市开发建设、产业投资和国有资产运营主体	1,351.09	696.65	155.73
新乡投资集团	新乡市城市基础设施投资建设运营主体	554.49	209.73	21.68
平原投资	平原示范区重要的城市基础设施投资建设主体	179.63	77.42	16.97

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 2023 年/2023 年末数据。

资料来源：公开资料及公司提供、DM，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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspv_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspv_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	5/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	4/7
	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
调整因素	补充调整				-2
个体信用状况					a-
外部特殊支持					4
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。新乡市财政局间接持有公司 51.00% 股权，公司重大发展战略事项需要报新乡国资公司审批，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；自成立以来，公司业务以及政府注资和补助均来源于新乡市平原城乡一体化示范区管理委员会（以下简称“平原示范区管委会”），未来公司与新乡市政府的关系比较稳定。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，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；公司在基础设施建设方面对政府贡献很大；公司已在公开市场发债，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。同时，中证鹏元认为新乡市政府提供支持的能力很强，主要体现为：新乡市是河南省重要的工业城市，经济总量在河南省排名中上游，2023 年新乡市 GDP 同比增长 1.5%，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。

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	3.00	2023-6-26	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2024年5月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.61万元。

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2024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等工作。2023年及2024年1-3月，公司合并报表范围无变化。截至2024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。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方

式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路下，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融

资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

新乡市经济总量在河南省排名中上游，郑新一体化战略带来发展机遇，固定资产投资增长带动区域经济实力持续提升，但2023年新乡市GDP增速有所下滑，人均产值仍较低；地方财政自给能力弱，政府性基金收入持续下降，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，2023年末全市常住人口612.5万人，常住人口城镇化率60.00%。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化重点发展区域。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

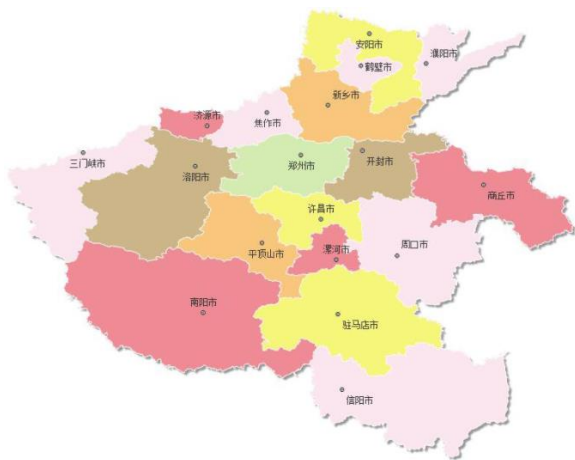
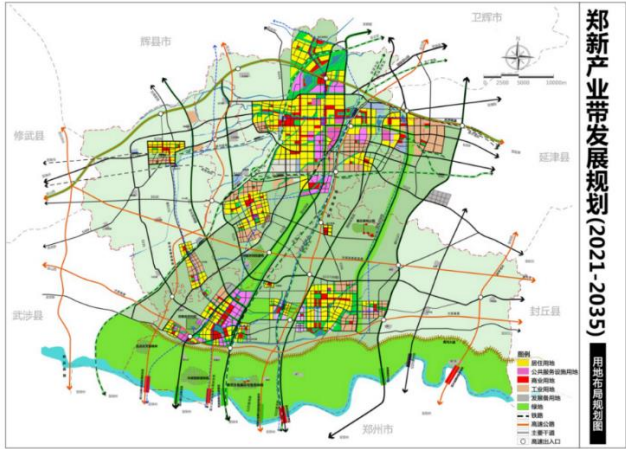


图 2 郑新产业带发展规划（2021-2035）



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：近年新乡市经济实力不断提升，但2023年受固定资产投资下降影响，GDP增速下滑，人均GDP水平较低。近年新乡市经济实力不断提升，2023年GDP总量为3,347.65亿元，同比增长1.5%；分产业来看，第一、二、三产业增长率分别为1.9%、0.5%、2.3%。三次产业结构从2021年的9：44.6：46.4调整为2023年的8.9：42.4：48.7，第三产业占比上升较快。从经济增长的驱动因素来看，2021-2022年新乡市固定资产投资增长较快，助推地区GDP持续增长，但2023年固定资产投资同比下降5.4%，其中第二产业投资下降19.6%，民间投资下降14.3%，工业投资下降19.6%，一定程度上导致了经济增速的大幅下滑。消费方面，近年社会消费品零售总额持续增长但增速有所波动，2023年新乡市社会消费品零售总额为1130.32亿元，同比增长4.9%。近年，新乡市人均GDP/全国人均GDP均不超过66.00%，人均GDP水平较低。

表1 2023 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	13,617.84	7.4%	10.62	1,165.85	387.86
南阳市	4,572.17	4.8%	4.76	289.40	159.20
新乡市	3,347.65	1.5%	5.45	241.51	104.30
平顶山市	2,720.07	3.2%	5.48	237.13	55.91
安阳市	2,486.14	3.2%	4.59	235.70	65.10
焦作市	2,233.90	3.9%	6.34	143.55	55.55
漯河市	1,763.95	5.4%	7.45	136.31	54.43
鹤壁市	1,033.17	3.1%	6.57	80.30	32.06

注：标“-”数据未公告；人均GDP=当地GDP/常住人口，新乡市人均GDP来自2023年新乡市国民经济和社会发展统计公报，其余地级市人均GDP均根据2022年常住人口计算。

资料来源：各地级市政府网站等，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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,347.65	1.5%	3,463.98	5.3%	3,232.53	6.6%
固定资产投资	-	-5.4%	-	13.7%	-	12.1%
社会消费品零售总额	1,130.32	4.9%	1,077.7	2%	1,056.63	9.3%
进出口总额	152.4	0.8%	154.7	36.9%	112.9	11.0%
人均 GDP（元）	54,473		56,156		52,028	
人均 GDP/全国人均 GDP	60.96%		65.53%		64.25%	

注：“-”数据未公告。

资料来源：2021-2023 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；但当前新乡市产业结构偏粗偏重、战略新兴产业规模仍偏小。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。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。2023 年，新乡市规模以上工业企业首次突破 2000 家，获批建设国家骨干冷链物流基地，实施豫北智慧云仓物流园等服务业项目 143 个，完成投资 220 亿元。

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；近年新乡市财政自给率均不足 50%，2023 年虽上升至 49.33%，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，2023 年政府性基金收入下降为 104.30 亿元，2021-2023 年新乡市地方政府债务余额持续快速增长。

表3 新乡市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
一般公共预算收入	241.51	227.03	208.3
税收收入占比	66.3%	66.72%	71.60%
财政自给率	49.33%	47.62%	41.11%
政府性基金收入	104.30	111.78	148.98

地方政府债务余额	746.69	656.64	543.22
----------	--------	--------	--------

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 2021-2023 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。

新乡平原示范区地处中原腹地，具有交通区位优势，作为郑州大都市区新兴增长中心之一，其经济增速在全市排名靠前，消费带动区域经济实力提升，但一般公共预算收入在全市排名靠后

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”。2023 年平原示范区完成生产总值 85.4 亿元，增长 5.1%，增速居新乡市第 5 位；规模以上工业增加值增长 6.6%，增速居新乡市第 4 位；完成社会消费品零售总额 12.5 亿元，增长 7.5%，增速居新乡市第 1 位；一般公共预算收入完成 10.3 亿元，增长 3.6%，总量居新乡市第 9 位。

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。作为中原农谷³“一核三区”的一核，平原示范区以中原农谷建设为统领，强化政策支持，“1+1+1+2+N”政策体系逐步完善，围绕“六大领域”种业图谱实施靶向招商，成功举办 2023 中原农谷国际种业大会，中原农谷核心区围绕粮食、油料、畜禽、瓜果蔬菜、花卉苗木、水产“六大领域”，加速集聚种业科创资源。

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、

³ 2022 年 4 月 13 日，河南省政府正式出台《“中原农谷”建设方案》，明确要举全省之力打造种业创新高地。“中原农谷”建设实施“一核三区”发展战略，总规划面积 1476 平方公里。

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。同时聚焦“种业创新”中心任务，推进中原农谷建设，加快形成环国家生物育种产业创新中心创新生态圈。

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，2023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。2023年，受贸易业务下降的影响，公司营业收入有所下降。毛利率方面，2023年公司主营业务毛利率有所上升，主要系部分工程项目毛利较高，工程建设业务毛利率进一步上升，同时毛利率较低的贸易业务占比下降所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程项目	6.78	39.98%	38.61%	6.03	23.29%	28.08%
工程绿化	0.00	0.00%	0.00	0.15	0.58%	26.27%
环卫	0.16	0.94%	-48.84%	0.40	1.54%	37.67%
贸易	9.50	55.98%	0.39%	18.47	71.34%	0.21%
广告物业和其他	0.53	3.10%	44.19%	0.85	1.54%	45.08%
合计	16.97	100.00%	16.56%	25.89	100.00%	8.90%

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，2023年公司工程建设业务收入有所增加；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，公司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，2022-2023年，公司分别实现工程建设业务收入6.03亿元和6.79万元，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。2023年公司工程建设业务毛利率较上年有所增加，主要受不同工程项目结算毛利变动所致。

表5 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
2023 年	市政路网	1.78
	泵站工程	0.12
	基础设施配套工程	0.67
	水系工程	3.10
	滨湖小镇城中村改造	1.11
	合计	6.78
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2024 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资合计 74.46 亿元，已投资 30.88 亿元；其中，新乡市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，计划建设至 2025 年，截至 2024 年 3 月末已投资 3.42 亿元。截至 2024 年 3 月末，公司拟建项目主要有城中村改造、污水处理厂及新乡市平原示范区职教中心项目等，计划建设期集中于 2024 年-2027 年。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，且公司与平原示范区管委会签署工程项目建设协议，未来工程建设业务收入来源有保障。但截至 2024 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6 截至 2024 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
新乡市平原示范区滨湖小镇城中村改造项目	11.5	8.31	3.19
市政基础设施-调蓄	4.55	4.51	0.04
新乡市平原示范区部分市政项目	4.00	3.80	0.20
科技创新港	39.47	3.42	36.05

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	1.72	2.67
站前路	1.49	1.19	0.30
黄河大道东沿	1.60	1.18	0.42
丹江路小学	1.20	1.11	0.09
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	0.45	0.00
合计	74.46	30.88	43.58

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，各年均为不同项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至 2024 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	业务性质
凤冠社区城中村改造项目（一期）	21.96	代建
职教中心	4.95	代建
城南污水处理厂	2.16	自营
城西污水处理厂	1.45	自营
平原城乡一体化示范区桥北乡 2023 年省基建投资以工代赈项目	0.11	代建
合计	30.63	-

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。2023 年公司贸易业务毛利率较上年变化不大，但收入规模较上年降幅较大，主要系 2023 年部分贸易收入采用净额法进行收入结算所致。2023 年公司贸易业务前五大供应商占公司采购总额比重为 93.23%，前五大客户占销售总额比重为 49.09%，公司贸易业务供应商均较为集中。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 2.21 亿元的应收款，主要为对郑州嘉瑞供应链管理有限公司（以下简称“嘉瑞供应链”）等民营企业的应收贸易款，账龄均为六个月以内，需关注其潜在的坏账风险。

表8 2023 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
陕西陕煤供应链管理有限公司	4.41	46.64%

成都蓉欧瑞易实业有限公司	1.68	17.74%
江苏福百弘国际贸易有限公司	1.03	10.91%
河南铁建投物资股份有限公司	1.01	10.63%
浙江嘉嵩贸易有限公司	0.69	7.31%
合计	8.82	93.23%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 2023 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
安阳森驰贸易有限公司	1.46	15.32%
郑州嘉瑞供应链管理有限公司	1.12	11.84%
安阳市轩和物资经销有限公司	0.78	8.24%
宁波盛义兴贸易有限公司	0.70	7.38%
林州市泰德商贸有限公司	0.60	6.31%
合计	4.66	49.09%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

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，2022-2023 年及 2024 年 1-3 月，公司环卫业务收入分别为 3,951.35 万元、1,596.08 万元和 1,233.68 万元，2023 年公司环卫收入及毛利率水平较上年同比下降，主要系部分收入尚未达到收入确认条件且环卫业务成本增加所致。

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；2022-2023 年，公司分别实现广告物业及其他业务收入 4,043.74 万元和 8,530.69 万元。2023 年公司租赁收入、物业收入等有所下降，广告物业和其他业务毛利率变动不大。

另外，公司绿化项目已施工已完成，收入已确认完毕，2023 年公司无工程绿化业务收入。

2023年公司继续获得较大外部支持

作为平原示范区重要的基础设施投资建设主体，2023 年公司继续获得较大外部支持。2023 年末公司资本公积增加主要系平原示范区管委会拨入资产 20.20 亿元，主要包括 12.58 亿元停车位经营权、3.15 亿元广告位经营权⁴和 4.68 亿元房屋建筑等，目前房屋建筑等尚未完成产权变更，截至 2023 年末，公司停车位及广告位经营权暂未产生收入，预计后续公司对其运营将产生停车位及广告收入。2023 年，公司

⁴ 根据北京亚太联华资产评估有限公司出具的亚评报字（2024）第 50 号（评估基准日：【2023 年 12 月 31 日】），高铁片区站前广场停车位经营权（30 年）、区内停车位经营权（30 年）、区内广告位经营权（30 年）评估价值总额为 15.73 亿元。

获得财政补贴 1,699.06 万元。上述支持有力提升了公司资本实力和利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

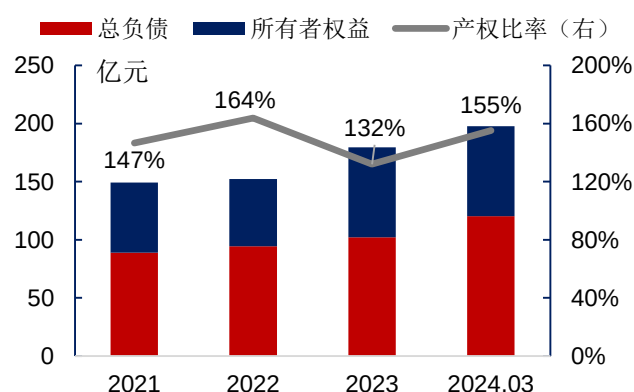
以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2022 年三年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023 年及 2024 年 1-3 月，公司合并报表范围无变化。截至 2024 年 3 月末，公司合并范围内的一级子公司共 19 家，详见附录四。

资本实力与资产质量

2023 年公司资产规模持续增加，主要来自政府单位对公司资产注入，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，对民营企业应收账款存在一定回款风险，受限资产规模较大，资产质量一般且流动性仍较弱

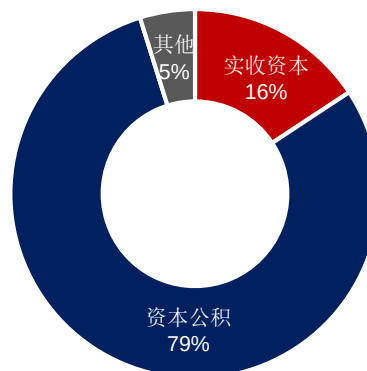
2023 年伴随公司工程建设业务的推进，公司负债规模有所增加，但当地政府划入资产带动所有者权益大幅增加，产权比率有所下降，截至 2024 年 3 月末产权比率波动下降至 155.19%，公司杠杆率较高，所有者权益对负债的保障程度较弱；从权益结构来看，所有者权益主要为股东和政府单位对公司资产、股权及货币资金注入等形成的资本公积。

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、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 4 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023 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，2024 年 3 月末上述资产合计占公司总资产的 68.62%。公司应收账款主要为应收工程建设款，由于业务回款不及时，近年应收账款增长较快；截至 2023 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

（27.98亿元，75.75%）、嘉瑞供应链（1.27亿元，3.44%）、平原示范区管委会城市管理局（0.70亿元，1.89%）、淮安春盛祥煤炭贸易有限公司（0.48亿元，1.29%）和河南省天嘉供应链管理有限公司（0.46亿元，1.23%）；其中第一名和第三名均为政府事业单位，集中度很高；其他三名均为民营企业，该部分为贸易业务应收款，账龄均在六个月以内，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，2023年业务往来增加带动其他应收款规模增长，截至2023年末，公司其他应收款前五名分别为河南融首新创文旅置业有限公司（1.26亿元、13.91%）、新乡市建投置业有限公司（1.01亿元，11.15%）、新乡国有资本运营集团有限公司（1.00亿元，11.06%）、新乡滨湖生态园林（集团）有限公司（0.87亿元，9.58%）和新乡平原新区管委会财政局（0.86亿元，9.56%）。其中规模排名第一为对民营企业河南融首新创文旅置业有限公司（以下简称“融首新创”）往来款，账龄均在一年以内，但融首新创股东为河南融创奥新房地产开发有限公司，融首新创目前经营状况较差，2022年-2024年多次列为被执行人，且存在多起债务逾期违约问题，公司与融首新创往来款主要系区域保交楼事项产生，新乡投资集团有限公司（以下简称“新乡投资”）负责当地保交楼事项，新乡投资筹集资金通过公司转至融首新创，相关款项将于2026年2月20日到期，还款方式为按季付息到期一次还本，同时将未售房源处置作为此项借款的还款来源，需持续关注回款情况。公司存货主要为土地及工程建设项目成本，2023年存货规模伴随工程建设项目结算而略有减少，整体波动不大；2023年末公司存货总计83.50亿元，其中土地的账面价值较上年有所变动，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10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.09	7.13%	3.78	2.10%	13.18	8.66%
应收账款	40.09	20.28%	36.93	20.56%	25.74	16.91%
其他应收款	11.53	5.83%	8.55	4.76%	5.82	3.82%
存货	84.02	42.51%	83.50	46.49%	84.27	55.38%
流动资产合计	152.82	77.31%	135.41	75.38%	132.10	86.80%
长期股权投资	2.17	1.10%	2.17	1.21%	1.87	1.23%
投资性房地产	13.39	6.77%	13.39	7.45%	13.07	8.59%
无形资产	17.87	9.04%	18.01	10.03%	0.14	0.09%
非流动资产合计	44.85	22.69%	44.22	24.62%	20.08	13.20%
资产总计	197.67	100.00%	179.63	100.00%	152.18	100.00%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 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定期存单质押金以及按揭贷款保证金，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，2023 年新增对河南省中原农谷投资运营有限公司投资 0.32 亿元。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 2023 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。公司无形资产主要为 2023 年新增的土地使用权及特许经营权，其中土地用途主要为工业用地及教育用地，土地产权证均已办理，其中账面价值 0.14 亿元的土地作为借款抵押担保，使用权受限；特许经营权主要为当地政府划入的 12.58 亿元停车位经营权及 3.15 亿元广告经营权，截至 2023 年末暂未形成收入。

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 2023 年末，公司总计 17.79 亿元资产使用受限，受限资产规模仍然较大。

表11 截至 2023 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	11,254.01	保证金、定期存单
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	177,934.18	-

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；公司资产流动性仍较弱，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，2023 年受贸易业务收入下降影响，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，受部分贸易收入采用净额法影响，2023 年贸易业务收入下降，公司营业收入有所下降；毛利率方面，近年公司销售毛利率波动上升，主要受不同工程项目结算毛利变动所致。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，2023 年及 2024 年 1-3 月，公司分别获得政府补助 0.17 亿元和 0.02 亿元，计入其他收益，有效提升了公司利润水平。整体来看，公司主业盈利能力仍较弱，政府补助对公司利润水平贡献度较大。

表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
营业收入	5.88	16.97	25.89
营业利润	0.07	0.64	0.80
其他收益	0.02	0.17	1.63
利润总额	0.06	0.65	0.76
销售毛利率	9.74%	16.56%	8.90%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司债务规模有所波动，2024年一季度债务规模攀升，公司长短期偿债能力指标表现较弱，公司面临很大的偿债压力

受工程项目投资规模波动影响，2023年公司银行借款有所减少，但2024年一季度长期借款及债券融资规模增加，公司总债务规模有所波动。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额存单。2023年公司应付票据主要为商业承兑汇票，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，2023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、河北省金融租赁有限公司、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，应付账款规模随业务开展持续增加；公司其他应付款主要为因工程建设项目与当地国有企业产生的往来款，2023年增幅较大，主要系往来款规模伴随业务发展增加所致。

表13 截至 2023 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	4.74%	31.46	20.58	10.88
债券融资	6.35%	22.82	9.00	13.82
非标融资	8.24%	9.61	7.28	2.33
合计	5.04%	63.89	36.86	27.03

注：上表不含应付票据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.54	17.09%	20.29	19.85%	19.46	20.59%
应付账款	12.39	10.31%	10.68	10.45%	8.33	8.81%
应付票据	4.28	3.56%	0.76	0.74%	10.60	11.21%
其他应付款	23.36	19.43%	22.38	21.90%	8.13	8.60%
一年内到期的非流动负债	14.87	12.37%	16.57	16.21%	7.40	7.83%
流动负债合计	77.38	64.37%	72.64	71.07%	55.33	58.54%
长期借款	18.37	15.28%	10.88	10.64%	14.30	15.13%

应付债券	18.49	15.38%	13.82	13.52%	19.88	21.03%
长期应付款	3.45	2.87%	2.33	2.28%	2.34	2.48%
非流动负债合计	42.83	35.63%	29.57	28.93%	39.19	41.46%
负债合计	120.21	100.00%	102.21	100.00%	94.51	100.00%
总债务	80.00	66.55%	64.64	63.24%	73.98	78.27%
其中：短期债务	39.70	33.02%	37.62	36.80%	37.46	39.63%
长期债务	40.31	33.53%	27.03	26.44%	36.52	38.64%

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，2023 年公司资产和负债规模均有所增加，其中资产规模增速较快，2023 年公司资产负债率下降至 56.90%，但公司杠杆率仍处于较高水平。公司现金类资产规模较小，且短期债务规模增加，2023 年末公司现金短期债务比进一步下降至 0.10，2024 年 3 月末现金短期债务比上升至 0.36，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。公司有息债务规模持续波动，由于公司盈利能力有所提升，公司 EBITDA 对利息的保障能力持续小幅上升。整体来看，公司偿债能力指标较弱，偿债压力很大。

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，2023 年经营活动现金流净额由负转正，但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 2023 年末，公司的银行授信剩余额度约为 79.64 亿元，备用流动性较为充足；近年债务规模波动增长，攀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15 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
资产负债率	60.81%	56.90%	62.11%
现金短期债务比	0.36	0.10	0.35
EBITDA 利息保障倍数	--	0.89	0.87

资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 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》。2023年7月，公司原董事祁习前卸任，杨瑞新任公司董事；2023年10月，黄卓新任公司总经理，兼财务负责人及董事。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2021年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日2024年6月11日）、凤瑞物产（查询日2024年6月19日）、新乡市凤湖开发运营有限公司（查询日2024年6月19日）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

截至2023年末，公司对外担保余额为7.83亿元，占当期末所有者权益比重为10.12%，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16 截至2023年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
河南德水建设有限公司	0.11	2024/7/22	否
新乡市郑新建设投资有限公司	0.03	2026/2/20	否
	0.27	2026/2/20	否
新乡市创新投资有限公司	0.56	2026/7/3	否
新乡平原新区创业科技有限公司	0.84	2033/6/23	否
	0.10	2033/6/23	否
	0.50	2033/6/23	否
	0.58	2035/2/20	否
	0.17	2024/2/5	否
新乡滨湖生态园林（集团）有限公司	0.18	2025/3/18	否
	0.35	2024/12/1	否
	1.76	2026/12/13	否
	1.04	2026/12/15	否
	1.35	2026/12/15	否
合计	7.83	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

其他

(1) 个体信用状况变化说明。本次评级公司个体信用状况为a-，较上次评级下调1个级别，主要是由于评级方法模型变更所引起，上次评级适用评级方法模型为《城投公司信用评级方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）、《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ff_2022V1.0）。

(2) 外部特殊支持变化说明。经评估，新乡市政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评级方法和模型》（版本号：cspy_ff_2022V1.0），同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+3”调整为“+4”。

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，公司重大发展战略事项需要报新乡国资公司审批，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；自成立以来，公司业务以及政府注资和补助均来源于平原示范区管委会，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，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；公司在基础设施建设方面对政府贡献很大；公司已在公开市场发债，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

中豫担保提供的无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平

根据中豫担保出具的担保函，中豫担保为本期债券的到期兑付提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。中豫担保保证的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；保证期间为本期债券存续期及债券到期之日起二年，本期债券持有人在此期间内未要求中豫担保承担保证责任的，中豫担保免除保证责任。本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过中豫担保的书面同意；未经中豫担保书面同意而加重担保人责任的，中豫担保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，中豫担保再次进行增资扩股，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，河南中豫资本有限公司、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。2021年末中豫担保注册资本和实收资本均增至100.00亿元，中豫担保股东数量由23增至38家。截至2022年末，中豫担保注册资本和实收资本仍为100.00亿元，股东增至40家，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，对中豫担保形成实际控制。2023年，中豫担保股权结构未发生变化。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2023年末，中豫担保纳入合并报表范围的子公司为河南中豫资产管理有限公司（以下简称“中豫资管”）和河南省中豫工程担保有限公司。

表17 截至2023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、县级国有企业和产业龙头企业，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发展较快，截至2023年末，中豫担保的担保余额同比增长13.05%至416.07亿元，主要由直接融资担保业务规模增长拉动；直接融资担保余额为269.44亿元，同比增长19.93%，在担保余额中的占比为64.76%，已成为其担保业务最主要的构成。截至2023年末，中豫担保间接融资担保余额为128.06亿元，同比增长2.20%；中豫担保已与18家银行建立了业务合作关系，业务授信总金额为1,251.70亿元，已使用授信金额为128.06亿元，剩余授信额度充足，业务发展空间较大。中豫担保自2020年起开展非融资担保业务，截至2023年末，非融资担保余额为18.57亿元，同比增长2.77%，规模相对较小且增速较慢。整体来看，中豫担保直接融资担保业务规模占比较高且为近年来担保业务增长的主要拉动因素，鉴于其直接融资担保业务以对城投债的担保为主，需关注城投债发

行政政策收紧对其未来债券担保业务开展产生的影响。

表18 中豫担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
期末担保余额	416.07	368.04	257.03
其中：融资担保余额	397.50	349.96	239.77
直接融资担保余额	269.44	224.66	156.60
间接融资担保余额	128.06	125.30	83.19
非融资担保余额	18.57	18.07	17.24
融资担保责任余额	289.72	260.10	177.15
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.38	2.23	1.57

资料来源：中豫担保提供，中证鹏元整理

截至2023年末，中豫担保累计担保代偿额为2.94亿元，累计担保代偿项目数为2个，系分别于2020年和2023年发生的两笔规模分别为0.70亿元和2.24亿元的银行贷款担保代偿。2021-2022年中豫担保未发生代偿，2023年当期担保代偿率为0.73%，2023年末累计担保代偿率为0.31%，同比上升0.21个百分点，处于较低水平。2020年发生的代偿项目于同年通过向中豫资管以原价进行债权转让的方式实现回收，2021-2022年末中豫担保累计代偿回收率均为100%。截至2023年末，中豫担保代偿的2.24亿元银行贷款尚未收回，导致累计代偿回收率下降至23.81%，需关注其追偿情况。

截至2023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3.23亿元、11.21亿元和1.52亿元；担保风险准备金合计为15.95亿元，同比增长41.40%；拨备覆盖率为702.63%，总体来看中豫担保风险准备金提取较为充足。

表19 中豫担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
资产总额	152.77	134.55	126.01
货币资金	126.49	118.06	116.65
应收代偿款净额	2.27	0.00	0.00
负债总额	31.24	18.03	11.69
所有者权益合计	121.53	116.53	114.32
营业收入	8.47	7.82	5.23
担保业务收入	3.85	3.39	2.21
净利润	5.30	4.02	3.10
净资产收益率	4.45%	3.49%	3.55%
当期担保代偿额	2.24	0.00	0.00
当期担保代偿率	0.73%	0.00%	0.00%
累计担保代偿率	0.31%	0.11%	0.18%
累计代偿回收率	23.81%	100.00%	100.00%
拨备覆盖率	702.63%	-	-

注：担保代偿额仅计算代偿本金，不包括应代偿利息。

资料来源：中豫担保 2021-2023 年审计报告及中豫担保提供，中证鹏元整理

中豫担保资产规模保持增长，截至2023年末中豫担保资产总额为152.77亿元，同比增长13.54%。2023年末货币资金为126.49亿元，在资产总额中的占比为82.79%，包括34.57亿元银行存款和91.92亿元其他货币资金，其中有88.08亿元大额存单和2.93亿元保证金使用受限，受限货币资金在资产总额中的占比为59.57%，占比较高。中豫担保债权投资主要为通过子公司中豫资管投资的非金融企业债权类资产，标的企业主要为河南省内国有企业及地方国有投资公司。截至2023年末，中豫担保债权投资余额为10.93亿元，未计提减值准备，其中一年内到期的债权投资为2.89亿元。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2023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86.61%、3.52%和8.45%，满足监管部门相应要求，但较大规模的受限货币资金对整体资产流动性产生了一定负面影响。

截至2023年末，中豫担保负债总额为31.24亿元，同比增长73.31%；其他应付款为3.60亿元，主要由保证金及押金组成；其他流动负债合计14.44亿元，在负债总额中的占比为46.22%，包括未到期责任准备金3.23亿元和担保赔偿准备金11.21亿元。2023年8月，中豫担保发行了一支三年期的10.00亿元非公开发行公司债券，票面利率为3.95%/年。截至2023年末，中豫担保应付债券为10.14亿元，在负债总额中的占比为32.44%。

截至2023年末，中豫担保所有者权益合计121.53亿元，同比增长4.30%；融资担保责任余额放大倍数为2.57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，现阶段整体代偿能力强，但货币资金中受限资金占比较高，需要关注对其实际代偿能力产生的负面影响。

表20 中豫担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
咨询收入	4.45	52.55%	4.37	55.90%	2.68	51.29%
担保业务收入	3.85	45.49%	3.39	43.41%	2.21	42.20%
提取未到期责任准备金	(0.72)	(8.48%)	(1.31)	(16.75%)	(0.38)	(7.25%)
利息收入	0.10	1.21%	0.00	0.00%	0.33	6.28%
手续费及佣金收入	0.06	0.75%	0.05	0.69%	0.01	0.23%
营业收入合计	8.47	100.00%	7.82	100.00%	5.23	100.00%

资料来源：中豫担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中豫担保收入主要由担保业务收入以及子公司中豫资管开展的融资咨询、资产管理等服务获得的咨询收入构成。2023年，受益于担保业务规模的较快增长，中豫担保营业收入同比增长8.28%至8.47亿元；其中咨询收入为4.45亿元，同比增长1.78%，在营业收入中的占比为52.55%；担保业务收入为3.85亿元，同比增长13.47%，在营业收入中的占比为45.49%。近年来随着担保业务的发展，中豫担保的盈利能力有所提升。2023年，中豫担保实现净利润5.30亿元，同比增长31.64%；净资产收益率为4.45%，同比上升0.96个百分点。

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，除豫资一体化、河南中豫资本有限公司外，中豫担保股东还包括豫资集团外38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，资本实力大幅增强，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，中豫担保的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，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，经济总量在河南省排名中上游，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，2023年新乡市GDP同比增长1.5%；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基础设施投资建设主体，公司承担了大量城市基础设施建设工作，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，公司债务规模波动增加，长短期偿债能力指标表现较弱，面临很大的偿债压力，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。

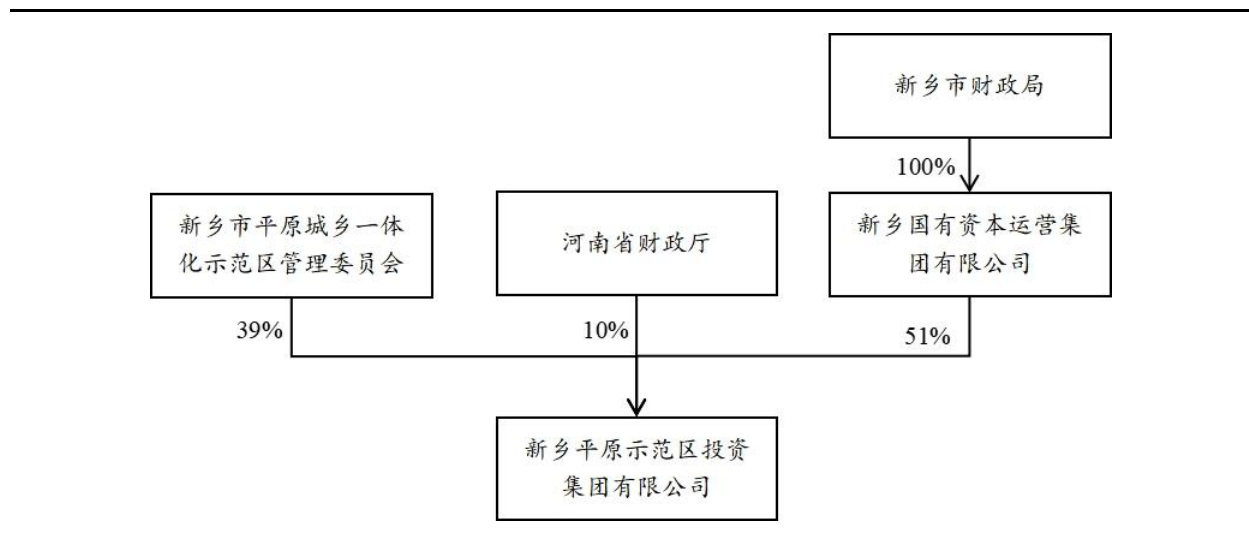
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	14.09	3.78	13.18	17.11
应收账款	40.09	36.93	25.74	22.69
其他应收款	11.53	8.55	5.82	5.70
存货	84.02	83.50	84.27	80.07
流动资产合计	152.82	135.41	132.10	129.03
固定资产	4.65	4.75	0.36	0.45
投资性房地产	13.39	13.39	13.07	13.22
无形资产	17.87	18.01	0.14	0.14
非流动资产合计	44.85	44.22	20.08	20.31
资产总计	197.67	179.63	152.18	149.35
短期借款	20.54	20.29	19.46	18.33
应付票据	4.28	0.76	10.60	14.37
应付账款	12.39	10.68	8.33	7.52
其他应付款	23.36	22.38	8.13	11.51
一年内到期的非流动负债	14.87	16.57	7.40	6.78
流动负债合计	77.38	72.64	55.33	59.71
长期借款	18.37	10.88	14.30	12.68
应付债券	18.49	13.82	19.88	11.86
非流动负债合计	42.83	29.57	39.19	29.08
负债合计	120.21	102.21	94.51	88.79
总债务	80.00	64.64	73.98	63.56
其中：短期债务	39.70	37.62	37.46	35.60
所有者权益	77.46	77.42	57.67	60.55
营业收入	5.88	16.97	25.89	31.54
营业利润	0.07	0.64	0.80	0.75
其他收益	0.02	0.17	1.63	1.65
利润总额	0.06	0.65	0.76	0.75
经营活动产生的现金流量净额	-0.36	1.29	-6.54	-5.00
投资活动产生的现金流量净额	-0.95	-5.11	0.37	-1.37
筹资活动产生的现金流量净额	9.36	5.48	5.83	2.85
财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	9.74%	16.56%	8.90%	5.03%
资产负债率	60.81%	56.90%	62.11%	59.45%
短期债务/总债务	49.62%	58.19%	50.63%	56.01%
现金短期债务比	0.36	0.10	0.35	0.49
EBITDA（亿元）	--	3.08	3.28	2.60

EBITDA 利息保障倍数	--	0.89	0.87	0.74
---------------	----	------	------	------

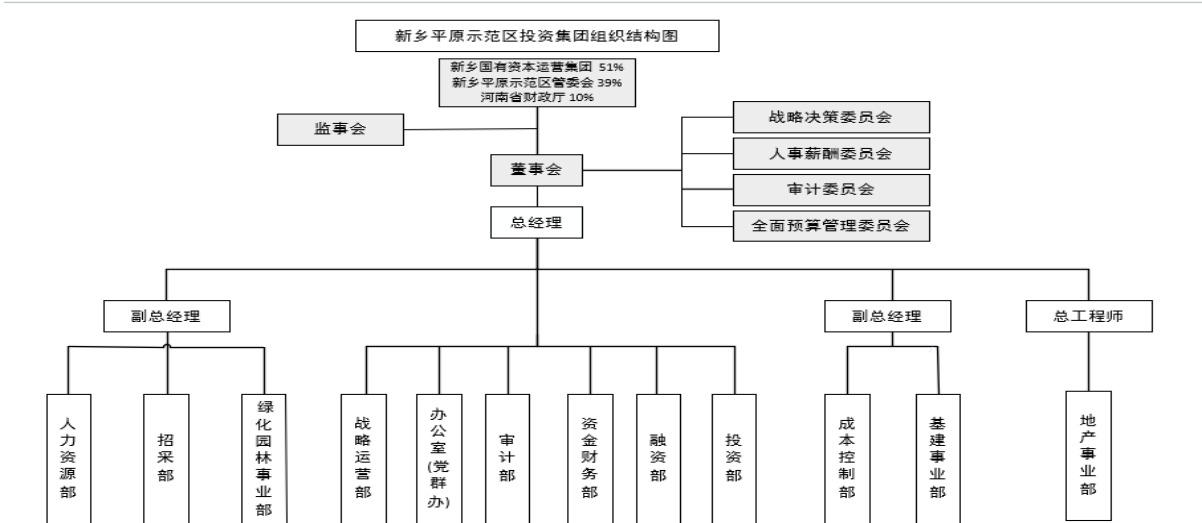
资料来源：公司 2020-2022 年三年连审审计报告、2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024 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。