



2023年延安经济技术开发区投资有限公司 小微企业增信集合债券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

2023年延安经济技术开发区投资有限公司小微企业增信集合债券 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
23 延安经开小微债/23 延经债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：延安经济技术开发区投资有限公司（以下简称“延安经开”或“公司”）是延安市重要的投融资和基础设施建设主体，主要负责延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、租赁及物业管理等业务，基础设施建设业务持续性较好，2023年继续获得较大力度外部支持，中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供的保证担保有效提升了“23 延安经开小微债/23 延经债”安全性；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，债务规模上升，在建项目存在较大的资金压力，偿债压力有所加大，以及面临较大的或有负债风险等风险因素。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性较好，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：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
cuiby@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	2023	2022	2021
总资产	73.79	68.53	73.64
所有者权益	31.39	32.83	34.63
总债务	34.35	24.65	26.62
资产负债率	57.46%	52.09%	52.97%
现金短期债务比	0.17	0.64	1.10
营业收入	3.79	2.89	3.51
其他收益	0.76	0.57	0.95
利润总额	0.82	0.88	1.04
销售毛利率	14.14%	29.56%	23.95%
EBITDA	1.12	1.25	1.33
EBITDA 利息保障倍数	1.01	0.91	0.99
经营活动现金流净额	2.35	-0.75	-4.27

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司基础设施建设业务持续性较好。**公司主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设等业务，截至 2023 年末，公司主要在建项目包括王庄沟棚改项目、阳山周边棚改项目等，其中在建代建项目合计总投资 27.33 亿元，已投资 20.36 亿元，总投资以及待结算规模较大，基础设施建设业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2023 年公司获得政府补助 0.76 亿元，占当期利润总额的 92.40%，有效提升了公司利润水平。
- **中合担保提供的保证担保有效提升了“23 延安经开小微债/23 延经债”安全性。**经中证鹏元综合评定，中合担保主体信用等级为 AAA，由其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“23 延安经开小微债/23 延经债”安全性。

关注

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以应收款项、存货等为主，其中应收款项主要系应收代建项目款和应收政府单位往来款，回收时间存在一定不确定性，存货以林权和代建项目为主，资产质量较差，资产流动性较弱。
- **公司债务规模上升，偿债能力指标弱化，偿债压力加大，且在建项目存在较大的资金压力。**受一年内到期的非流动负债和应付债券等债务增长影响，公司 2023 年末债务规模有所上升。公司现金短期债务比指标下降较快，2023 年末为 0.17，现金类资产对于短期债务的保障程度较弱。公司 EBITDA 利息保障倍数略有上升，但 EBITDA 对利息的保障程度仍较弱。截至 2023 年末，公司主要在建代建及自营项目总投资 43.27 亿元，尚需投资 15.16 亿元，资金主要由公司筹集，面临较大的资金压力。
- **公司面临较大或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 19.71 亿元，占净资产比例为 62.78%。被担保企业中大部分为国企，但担保期限较长，公司存在较大或有负债风险。

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
延安城投	延安市最主要平台	771.37	185.21	22.23
延安新区集团	延安市新区内最主要的基础设施建设主体	326.90	113.55	15.32
延安新区投资	延安市新区内重要的基础设施建设主体	207.24	69.17	9.07
延安旅游	延安市旅游景区的主要经营主体	151.15	55.95	5.20
延安经开	延安高新区、吴起县内重要的基础设施建设主体	73.79	31.39	3.79

注：（1）延安旅游为延安旅游（集团）有限公司的简称、延安城投为延安城市建设投资（集团）有限责任公司的简称、延安新区投资为延安新区投资开发建设有限公司的简称、延安新区集团为延安新区投资发展（集团）有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2023 年数据。

资料来源：ifind，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	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	5/7

	财务状况	3/7
调整因素	ESG 因素	0
	审计报告质量	0
	不良信用记录	0
	补充调整	0
个体信用状况		a
外部特殊支持		3
主体信用等级		AA

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

- 公司是延安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，延安市人民政府提供特殊支持的意愿非常强，主要体现为：一方面公司股权由延安市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延安市国资委”）接近全资持有，延安市人民政府对公司的经营战略和业务运营有绝对控制权，但公司的主要业务均来自于延安市高新区和吴起县政府，公司近年受到的政府支持主要来源于延安市高新区政府，来自于延安市人民政府的支持次数很少；另一方面，公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，对于延安市人民政府和地方经济的贡献一般，对于延安市人民政府而言，公司具备一定可替代性，但考虑到公司已发行债券，若公司违约，将对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。
- 同时，中证鹏元认为延安市人民政府的支持能力很强，主要体现为：延安市是全国优秀旅游城市，区域内能源资源丰富，形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系，但经济发展对能源工业较为依赖，延安市 GDP 规模在陕西省位居中等。

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
23 延安经开小微债/23 延经债	5.00	5.00	2023-6-16	2028-2-27

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2023年2月发行5年期5亿元“23延安经开小微债/23延经债”，募集资金中3.00亿元用于以委托贷款形式投放于中国银行股份有限公司延安分行推荐并经公司最终确认的，位于延安高新技术产业开发区管理委员会管辖区域内以及经延安高新技术产业开发区管理委员会同意的其他区域的小微企业，2.00亿元用于补充营运资金，截至2024年5月1日，“23延安经开小微债/23延经债”的第一个募集资金专项账户余额58.65万元；“23延安经开小微债/23延经债”第二个募集资金专项账户于2023年8月已注销。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为5.00亿元，控股股东为延安城投，实际控制人为延安市国资委。2024年6月14日，公司发生股权变更，新增股东延安高新发展（集团）有限公司（以下简称“延安高新”），持有公司49%股权，延安高新为地方国有企业。公司控股股东延安城投持股比例由100.00%下降至51.00%。公司股权变更后，控股股东及实际控制人未发生变化。

公司仍主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、保障房开发等业务。跟踪期内公司无新增纳入合并范围内的子公司，子公司延安高新区汽车租赁有限公司因注销不再纳入合并范围，合并报表范围变化情况如表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
延安高新区汽车租赁有限公司	500.00	100.00%	汽车租赁服务	注销

资料来源：公司2023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

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

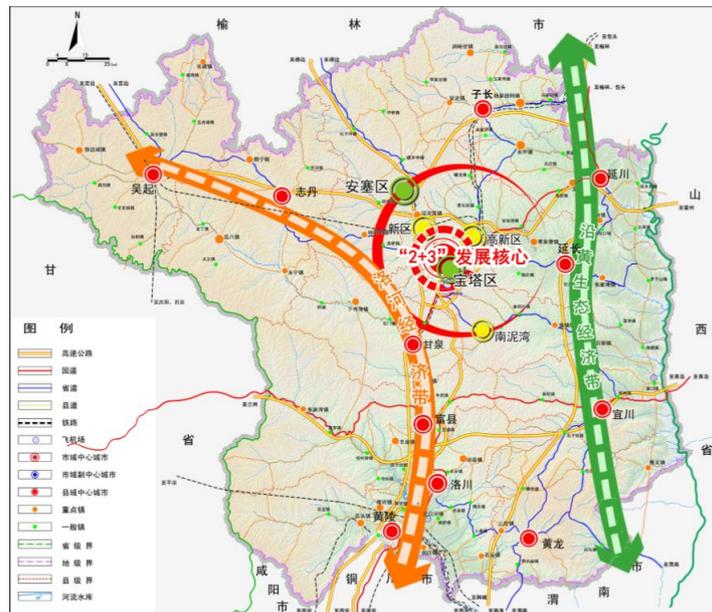
再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

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

延安市是全国优秀旅游城市，区域内能源资源丰富，形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系，但经济发展对能源工业较为依赖；延安市GDP规模在陕西省位居中等，2023年煤炭价格回落GDP增速下滑，同时消费增速下降较多，且近年延安市地方政府债务增速较快

区位特征：延安市是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地，区域内煤炭、石油等矿产资源丰富。延安市是省域副中心城市，位于陕西省北部，地处黄河中游，黄土高原的中南地区，省会西安以北371千米。北连榆林，南接关中咸阳、铜川、渭南三市，东隔黄河与山西临汾、吕梁相望，西邻甘肃庆阳。延安市下辖1市2区10县，总面积3.7万平方公里，截至2023年末，延安市常住人口为226.14万人。延安矿产资源丰富，发展能源化工工业具备坚实基础，已探明矿产资源16种，其中煤炭储量110亿吨，石油13.8亿吨，天然气资源总量3,000亿立方米以上，紫砂陶土2亿吨。延安是中国石油工业的发祥地，大陆第一口油井位于延安市延长县，石油开发已有百年历史。“延长石油”被授予中国驰名商标。延安人文旅游资源独具特色，有中华民族圣地黄帝陵、中国革命圣地延安、黄河壶口瀑布、黄土风情文化等，是国务院首批公布的历史文化名城，市内有历史遗迹8,545处，革命旧址445处，珍藏文物近7万件，是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地。

图1 延安市区域发展布局图


资料来源：延安市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

经济发展水平：延安市GDP规模在陕西省位居中等，经济发展对能源工业较为依赖，2023年煤炭价格回落GDP增速下滑，同时消费增速下降较多。延安市煤炭资源丰富，经济发展对能源工业较为依赖，2021-2022年煤炭等能源行业持续高景气度，带动延安市经济快速增长；2023年全国煤炭价格高位下行，GDP增速下滑，GDP规模在陕西省位居中等。具体来看，第一产业增加值240.13亿元，增长4.5%；第二产业增加值1,391.08亿元，增长0.1%；第三产业增加值649.03亿元，增长3.7%。延安市以第二产业为主，2023年三次产业结构为10.5:61.0:28.5，人均GDP10.06万元。2023年规模以上工业总产值下降7.3%，从三大门类看，采矿业下降11.0%，制造业下降7.8%，电力、热力、燃气及水的生产及供应业增长12.8%。全市投资总体运行平稳，2023年固定资产投资同比增长1.7%，高于全省投资增速1.5个百分点，位列全省第五；其中工业投资拉动效果显著，全市工业投资同比增长10.3%；基础设施投资小幅增长，全市基础设施投资同比增长3.5%。全市消费市场增速下降较多，2023年实现社会消费品零售总额445.86亿元，同比增长0.1%。

表2 2023年陕西省主要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
西安市	12,010.76	5.2%	9.21	951.92	1,321.44
榆林市	7,091.44	4.4%	19.63	661.88	83.19
咸阳市	2,878.26	4.3%	6.94	138.63	78.03
延安市	2,280.24	1.8%	10.06	165.13	34.22
渭南市	-	3.3%	-	106.73	39.86
铜川市	510.63	4.3%	7.19	25.14	9.05

注：铜川市人均 GDP 根据 2022 年末常住人口计算。

资料来源：各市经济运行报告、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表3 延安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）	2,280.24	1.8%	2,231.93	4.6%	2,004.58	8.1%
固定资产投资	-	1.7%	-	-2.9%	-	-23.1%
社会消费品零售总额	445.86	0.1%	445.63	7.5%	414.72	7.8%
进出口总额	-	-	17.38	220%	5.35	-78.7%
人均GDP（万元）		10.06		9.84		8.81
人均GDP/全国人均GDP		112.53%		114.81%		108.83%

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：2021-2023年延安市国民经济和社会发展统计公报，2023年延安市经济运行情况，中证鹏元整理

产业情况：依托区域内丰富的能源以及自然、人文资源，延安市形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系。近年来延安市形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导，农副食品加工、装备制造、新材料、新技术、生物医药等产业同步发展的多元化产业体系。其中能源产业是延安市支柱产业，受益于区域内丰富的煤炭、石油、天然气等资源，形成了以煤炭、原油开采及天然气开采、石油加工、LNG及天然气等细分产业。农业是延安市特色产业，目前已经形成了苹果、畜牧业、设施农业为主导的“3+X”产业体系。同时延安作为中国革命圣地，具有丰富的人文旅游资源，近年来加速创建全域旅游示范市。2023年全市拥有等级旅游景区57家，共接待旅游人数4,198.77万人次，实现旅游综合收入330.70亿元。其中国家5A级旅游景区3家、国家4A级旅游景区7家、国家3A级旅游景区47家。

发展规划与机遇：根据《延安市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，延安市将加快构建“核心引领、两带支撑、多点发力”的区域经济布局。强化“2+3”发展核心引领作用，即宝塔区、安塞区和高新区、新区、南泥湾开发区经济发展。重点建设洛河、沿黄两大经济带。其中洛河经济带，沿洛河串联吴起、志丹、甘泉、富县、洛川、黄陵，充分发挥沿线城镇特色产业优势。沿黄生态经济带，沿黄河西岸串联子长、延川、延长、宜川、黄龙，重点加强沿黄生态环境保护治理和基础设施建设。实施“一县一策”县域经济发展战略。

财政及债务水平：延安市一般公共预算收入存在一定波动，政府性基金收入持续下滑，地方政府债务增速较快。近年来延安市一般公共预算收入存在一定波动，其中2023年同比下降主要系省级调整了省以下收入分享体制（将资源税由省与市县30%：70%调整为70%：30%，金融业增值税由15%：35%调整为35%：15%，同时调整了地方教育附加、森林植被恢复费等8项非税收入分享比例）所致。从财政收入质量来看，税收收入占一般公共预算收入的比重存在一定波动，财政收入质量较好。政府性基金收入方面，由于土地出让收入减少，近年政府性基金收入持续下滑。区域债务方面，延安市地方政府债务余额增长较快，截至2023年末，延安市政府债务余额为657.98亿元。

表4 延安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	165.13	180.45	150.06
税收收入占比	78.01%	83.43%	79.82%
财政自给率	32.51%	37.80%	36.00%
政府性基金收入	34.22	36.44	88.18
地方政府债务余额	657.98	621.21	583.71

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：延安市人民政府网，中证鹏元整理

投融资平台：目前延安市属主要投融资平台共5家，其中延安城投为延安市最主要平台之一，负责延安市基础设施建设及公用事业类业务，控股股东为延安市国资委，其资产体量及收入规模均排名靠前，但负债率较高。延安新区集团及延安新区投资为母子公司，主要负责延安市新区城市道路、桥梁、市政设施等基础设施建设平台，从事基础设施建设并负责区域内土地平整，棚户区改造和安置房建设等业务，同时开展商品房开发等业务。

表5 截至2023年末延安市主要投融资平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	职能定位
延安旅游（集团）有限公司	延安城投	55.95	62.98%	5.20	延安市旅游景区的主要经营主体
延安城投	延安市国资委	185.21	75.99%	22.23	延安市最主要平台之一
延安新区投资	延安新区集团	69.17	66.62%	9.07	延安市新区内重要的基础设施建设主体
延安新区集团	延安市国资委	113.55	65.27%	15.32	延安市新区内最主要的基础设施建设主体
延安经开	延安城投	31.39	57.46%	3.79	延安高新区、吴起县内重要的基础设施建设主体

注：财务数据为2023年度/2023年末数据。

资料来源：ifind，中证鹏元整理

延安经济技术开发区位于延安城区东南，区位优势明显；高新技术企业占比高，规模以上工业总产值快速增长，初步形成以能源装备和能源科技服务为代表的产业集群

区位特征：延安经济技术开发区位于延安城区东南，区位优势明显。延安经济技术开发区于2003年开始筹建，2008年被省政府批准为省级开发区，2014年3月获陕西省政府批准为省级高新技术产业开发区。延安经济技术开发区实行“一区三园”模式，统辖高新技术产业开发区（原姚店工业园区、安塞工业园区、甘泉工业园区，以下简称“延安高新区”），其中延安高新区为主体区，总规划面积92.4平方公里。区位优势明显，210国道、包茂高速、延延高速、包西铁路、浩吉铁路穿境而过，延安火车北站位居其中。

经济发展水平：高新技术企业占比高，规模以上工业总产值快速增长。延安高新区的落户企业中，高新技术企业和科技型企业较多，现有注册企业2,300余家，其中高新技术企业占全市的35.7%。已引进了大唐集团、彩虹集团、万达集团、延长石油、延安卷烟厂等一批重点企业，2022年完成规模以上工

业总产值 115.91 亿元，同比增长 15.6%，亩均产值达 200.49 万元。已建成一批院士工作站和国家级、省级、市级重点实验室、众创空间、工程技术中心、技术转移中心、产业技术创新战略联盟。

产业情况：初步形成以能源装备和能源科技服务为代表的产业集群。延安高新区落户能源行业企业包括天津中车风能科技有限公司陕西分公司（以下简称“天津中车陕西分公司”）、彩虹（延安）新能源有限公司（以下简称“彩延新能源”）等企业。其中天津中车陕西分公司是中车株洲所全资子公司的下属分公司，也是中车株洲所在延安的首个产业单元。项目落户在延安高新区创新科技产业园，厂房及办公总面积约 8,500 平米，建设产能为 500 台 4MW 以上风电轮毂生产流水线，辐射陕西及西北地区，在满产情况下年产值达 5 亿元以上。彩延新能源是彩虹集团新能源股份有限公司（股票代码：HK0438）的全资子公司，于 2016 年 6 月 6 日在延安经济技术开发区设立，注册资金 3 亿元。2016 年 7 月 15 日，彩虹延安光伏玻璃生产线项目建设启动。该项目总投资 7.5 亿元，关键技术达到国际先进水平，其中窑炉结构设计、工艺控制技术处于国际领先水平。项目占地 221 亩，建筑面积 11.3 万平方米，建成后，预计年产太阳能光伏玻璃镀膜产品 2,600 万平方米，可满足装机 3.4GW。除此之外，《延安中药十三五发展规划（讨论稿）》中明确，积极利用本地特色资源，以延安制药股份有限公司为龙头，推动全域中医药产业发展，形成集群优势。延安高新区制定了延安生物医药产业园规划，以延安制药厂为基础，引进医药龙头企业，依托本地资源，吸收国内外中医药科研力量，打造具有延安特色的生物医药产业园。未来，高新区将构建立足当前、面向未来、彰显特色的“122”产业体系，即以能源科技产业为主导，以电子信息和节能环保为配套，以其他先进制造业和现代服务业为协同的产业体系。

五、经营与竞争

公司是延安市重要的投融资和基础设施建设主体，主要负责延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、租赁及物业管理等业务，代建业务可持续性较好

公司仍主要从事延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、租赁及物业管理等业务。公司 2023 年营业收入规模有所上升，基础设施建设收入占营业收入比重为 80.11%，仍是公司收入主要来源。租赁收入为公司向高新区管委会和入园企业出租厂房、办公楼等取得的收入，收入规模较为稳定。物业管理收入为对入园企业、已售安置小区住户提供物业服务收取的收入，其他业务收入主要系担保收入和光伏扶贫电站收入等，2023 年收入规模均有所下降。毛利率方面，2023 年公司销售毛利率较上年有所下降，主要系收入占比较高的基础设施建设业务毛利率下降所致。

表6 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
基础设施建设	3.04	80.11	3.19	1.94	67.00	13.04
租赁业务	0.47	12.47	55.12	0.49	17.08	59.85

物业管理	0.13	3.36	19.02	0.22	7.69	30.88
其他业务	0.15	4.07	99.99	0.24	8.23	99.98
营业收入合计	3.79	100.00	14.14	2.89	100.00	29.56

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）基础设施建设业务

公司基础设施建设业务持续性较好，但资金回笼情况较差，在建项目存在较大资金支出压力

公司基础设施建设业务主要由公司本部、子公司吴起城投以及延安高新技术产业开发区公用事业发展有限公司（以下简称“公用事业公司”）负责。公司基础设施建设业务主要模式如下：公司本部、吴起城投、公用事业公司与委托方（包括延安市新型城镇化开发建设有限责任公司、延安高新发展（集团）有限公司、吴起县人民政府、延安高新技术产业开发区管理委员会等）签订《项目委托代建合同》，由公司本部、吴起城投、公用事业公司负责项目的投资建设（包括项目的报建、资金筹集等），项目竣工验收后，由委托方向公司支付代建款，代建款为建设投资款（含融资利息）加计项目投资收益。实际操作中，公司一般按照经委托方确认的工程量确认单确认收入并结转相应成本。

2023年公司基础设施建设收入3.04亿元，较上年有所增加，主要结算项目为吴起城投电站项目。公司基础设施建设业务毛利率2023年大幅下降且基础设施建设业务资金回笼情况欠佳，其中毛利率大幅下降主要系吴起城投电站项目产生的代建收入是以项目移交时的评估报告为准，相比上年结算的棚改项目，利润比例不固定且较低所致。截至2023年末，公司主要在建项目包括王庄沟棚改项目、阳山周边棚改项目等，其中在建代建项目合计总投资27.33亿元，已投资20.36亿元，计入存货科目，基础设施建设业务持续性较好。

除在建的代建项目外，公司创业大厦项目和延安高新区能源科技产业园（A区）便民服务中心等自营项目由公司自筹资金，未来计划通过出租等方式获取收益，截至2023年末，自营项目实际已投资8.46亿元，均计入“在建工程”科目。截至2023年末，公司主要在建项目总投资43.27亿元，尚需投资15.16亿元，资金主要由公司筹集，随着项目推进，公司存在较大的资金支出压力。

表7 截至2023年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	尚需投资	是否代建
宗湾子棚户区	2.91	2.65	0.26	是
延安经济技术开发区安置房小区（保障房）13、14、15号楼项目	5.63	3.47	2.16	-
王庄沟棚改项目*	3.52	4.03	-	是
金马大道棚改项目	1.07	0.63	0.44	是
城北棚改项目	0.80	0.81	0.00	是
李渠东区棚改项目	8.00	5.80	2.20	是
阳山周边棚改项目	4.30	1.68	2.62	是
老城金海驰棚改项目*	1.10	1.29	-	是

小计	27.33	20.36	7.68	-
延安高新区创新科技产业园（二期）项目	9.45	3.26	6.19	否
创业大厦项目 ¹	5.12	4.06	1.06	否
延安高新区能源科技产业园（A区）便民服务中心项目	0.85	0.68	0.17	否
延新苑住宅（专家公寓）	0.52	0.46	0.06	否
小计	15.94	8.46	7.48	-
合计	43.27	28.82	15.16	-

注：“*”表示累计已投资金额超预期总投资金额，延安经济技术开发区安置房小区（保障房）13、14、15号楼项目原为代建项目，目前公司取得公租房经营权，协议约定租金用于补偿安置小区建设支出，租金不足部分由延安高新技术产业开发区管理委员会补偿给公司。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）租赁及物业管理等业务

房屋租赁及物业管理业务等是公司收入来源的一定补充

租赁方面，公司租赁业务收入主要为公司向入园企业出租厂房、办公楼等取得的收入，根据与租赁方签订的租赁合同按照租赁期和约定的租赁费进行收入确认，2023年实现收入0.47亿元，较上年收入规模较为稳定。

表8 截至2023年末公司房屋出租项目情况（单位：平方米）

租赁物	房屋类型	可出租面积	租赁对象	出租率	租赁期间
创新科技产业园一期（陕汽大院）	钢结构厂房、办公楼、宿舍	23,512	汽车及零部件生产、销售企业	68.04%	1-2年，到期续签
创新科技产业园二期	标准化厂房、综合办公楼	83,739	科技创新企业、地方国有企业	63.48%	1-2年，到期续签
孵化器	厂房、办公楼	24,763	食品生产销售企业、环境监测企业、地方国有企业	83.06%	1-2年，到期续签

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物业管理业务主要系公司对入园企业、已售安置小区住户提供物业服务收取的收入，营业收入随管理规模变化而变化，2023年实现收入0.13亿元，较上年收入规模有所下降，主要系2023年物业服务面积缩减所致。公司2023年其他业务收入减少主要系子公司吴起城投的电站移交后不再产生租赁收入所致。

整体而言，公司房屋租赁、物业管理及其他业务收入规模不大，但对营业收入形成了一定补充。

公司继续获得外部支持，提升了公司利润水平，需关注资产划转对公司资本实力造成的影响

根据国有资产移交协议，2023年公司将吴起城投部分公益性资产划出，移交至国有资产管理中心，

¹ 创业大厦项目预计总投资较上次评级增加至5.12亿元，系该项目包含的子项目增加，从而项目总成本增加，进而调整项目总投资预算所致。

减少资本公积2.21亿元。除此之外，公司2023年获得政府补助0.76亿元，提升了公司的利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

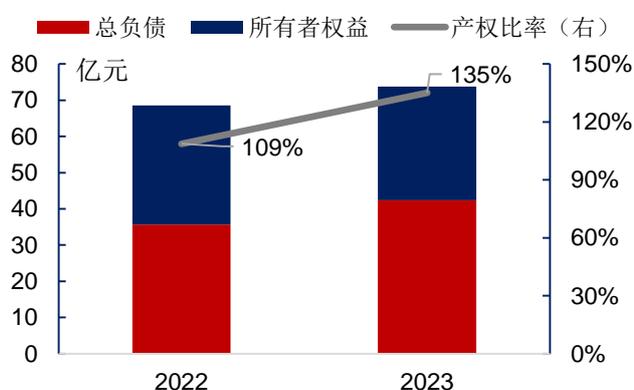
以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。公司2023年合并范围变化情况见表1。截至2023年末，公司合并范围内子公司共有10家，明细见附录四。

资本实力与资产质量

公司资产规模有所上升，但资产以应收款项、林权和林地、代建项目等为主，资产质量较差，流动性较弱

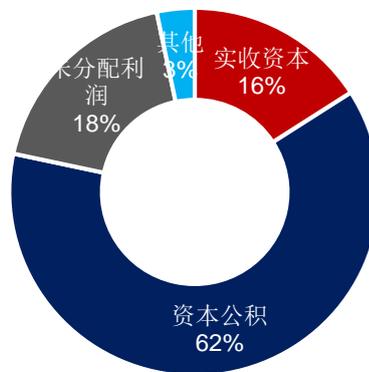
由于一年内到期的非流动负债和应付债券等债务增长较快，公司2023年末负债规模有所上升。2023年受子公司吴起城投部分公益性资产划出影响，公司所有者权益同比下降。受上述因素影响，公司产权比率上升至2023年末的135%，所有者权益对负债的保障程度仍较弱。

图2 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图3 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

从资产结构来看，公司资产仍以流动资产为主。截至2023年末，公司货币资金2.42亿元，其中受限货币资金0.95万元。公司应收账款主要为应收代建项目款，由于代建款项支付较慢，应收账款规模逐年增加，截至2023年末分别应收延安高新技术产业开发区管理委员会、吴起县政府、延安高新发展（集团）有限公司5.91亿元、0.39亿元和0.34亿元，合计占应收账款总额比例为92.49%。公司其他应收款主要为政府单位往来应收款项，规模进一步上升，截至2023年末主要为对延安高新技术产业开发区管理委员会、延安高新区循环经济产业园有限公司和延安旅游（集团）有限公司的往来款项。截至2023年末，应收账款和其他应收款合计占总资产比例约24.87%，对资金形成较大占用。公司存货仍主要由工程施工和消耗

性生物资产构成，受代建项目结算影响公司存货规模略微下降。其中，截至2023年末工程施工账面价值为21.53亿元，主要为在建及部分已完工未结算的代建项目，包括城南棚改项目、燕山台棚户等项目等；消耗性生物资产账面价值7.18亿元，主要是林权，近年产生收益少且即时变现能力较差。

非流动资产方面，公司在建工程主要包括创业大厦项目、延新苑住宅（专家公寓）、延安高新区能源科技产业园（A区）便民服务中心项目等，随项目工程成本继续投入账面价值有所增加。2023年末在建工程同比增长45.47%，主要系创业大厦项目、延新苑10#商业楼和创新科技产业园二期自建项目等持续投入所致。公司投资性房地产主要是持有的延安高新区内的土地、厂房等建筑物，采用公允价值计量，2023年账面价值较上年基本无变化。2023年末公司固定资产主要为房屋及建筑物，其中有1.97亿元房屋建筑物尚未办妥权证，固定资产同比大幅减少主要系子公司吴起城投部分公益性资产划出以及公司部分公益性资产转到其他非流动资产所致。公司无形资产仍主要包括林地使用权，公司林地于砖窑湾、石峡峪，面积54.05万亩；以及公司与延安高新技术产业开发区管理委员会签订经营权转让协议取得的安置小区公租房经营权，协议约定租金用来补偿安置小区建设支出，租金不足部分由延安高新技术产业开发区管理委员会补偿给公司。2023年末公司其他非流动资产增加7.24亿元，主要包括3.19亿元预付工程款、2.50亿元发放给延安市市属国企下属或参股子公司的委托贷款等。

整体来看，公司资产仍以存货、应收款项等为主，且公司存货以林权和基础设施建设项目为主，变现能力较弱，截至2023年末公司受限资产账面价值合计3.15亿元，占当期净资产比例为10.04%，公司资产流动性较弱。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.42	3.27%	3.28	4.78%
应收账款	7.14	9.68%	6.90	10.07%
其他应收款	10.47	14.19%	9.78	14.28%
存货	28.71	38.91%	28.90	42.18%
流动资产合计	50.53	68.48%	50.65	73.91%
固定资产	2.49	3.38%	6.32	9.22%
在建工程	6.62	8.98%	4.55	6.64%
投资性房地产	2.90	3.93%	2.90	4.24%
无形资产	3.20	4.33%	3.30	4.81%
其他非流动资产	7.24	9.81%	0.00	0.00%
非流动资产合计	23.25	31.52%	17.88	26.09%
资产总计	73.79	100.00%	68.53	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入有所上升，代建业务持续性较好，利润主要来自政府补助

从营业收入看，公司2023年营业收入有所上升，其中基础设施建设收入仍是主要收入来源，且截至2023年末在建的代建项目规模较大，基础设施建设业务收入持续性较好。2023年公司销售毛利率较上年有所下降，主要系收入占比较高的基础设施建设业务毛利率下降。

其他收益方面，2023年公司确认政府补助0.76亿元，占当期利润总额的92.40%，政府补助是公司利润的主要来源。

表10 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年	2022年
营业收入	3.79	2.89
营业利润	0.82	0.88
其他收益	0.76	0.57
利润总额	0.82	0.88
销售毛利率	14.14%	29.56%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模有所上升，偿债能力指标弱化，偿债压力加大

受一年内到期的非流动负债和应付债券等债务增长影响，公司2023年末债务规模有所上升。从债务结构来看，仍以长期债务为主，但短期债务规模有所上升。其他应付款主要包括与延安市保障性住房建设有限公司、吴起县财政局等单位的往来款及资金拆借款，2023年其他应付款规模进一步上升，其中公司从延安市保障性住房建设有限公司获取的资金拆借款2.33亿元、从延河综合治理项目国开发展基金获取的资金拆借款0.76亿元和从延安高新发展（集团）有限公司获取的资金拆借款1.00元为有息债务。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、长期应付款、应付债券等，截至2023年末规模大幅上升主要系“21延开01”5.00亿元即将到期所致，2024年3月“21延开01”已完成兑付，同时新发行“24延开01”，发行规模5亿元，公司短期债务压力有一定缓解。长期债务方面，截至2023年末公司长期借款规模有所下降，仍主要为抵押借款和保证借款。截至2023年末公司应付债券大幅上升，除了2021年3月发行的“21延开01”之外，2023年新发行了“23延安经开小微债”和“23延安经开债01”。2023年末公司长期应付款较上年末有所下降，主要为融资租赁款及专项应付款。

除上述债务外，公司应付账款主要为应付施工方工程款，同比略有增长。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.20	0.47%	0.10	0.28%

应付账款	3.06	7.21%	2.77	7.76%
其他应付款	7.64	18.01%	6.44	18.05%
一年内到期的非流动负债	9.59	22.62%	4.78	13.39%
流动负债合计	22.44	52.92%	16.18	45.32%
长期借款	8.85	20.87%	11.96	33.51%
应付债券	9.70	22.89%	4.92	13.77%
长期应付款	1.41	3.31%	2.64	7.40%
非流动负债合计	19.96	47.08%	19.52	54.68%
负债合计	42.40	100.00%	35.69	100.00%
总债务	34.35	81.03%	24.65	69.05%
其中：短期债务	13.88	32.75%	5.86	16.41%
长期债务	20.47	48.28%	18.79	52.65%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，公司资产负债率有所上升。由于短期债务大幅上升，公司现金短期债务比指标下降较快，2023年末为0.17，现金类资产对于短期债务的保障程度较弱。公司EBITDA利息保障倍数略有上升，但EBITDA对利息的保障程度仍较弱。整体来看，公司偿债能力指标弱化，公司偿债压力有所加大。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	57.46%	52.09%
现金短期债务比	0.17	0.64
EBITDA 利息保障倍数	1.01	0.91

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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

环境因素

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，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。

公司治理

治理方面，跟踪期内公司监事会主席刘锦昌、监事张卫东离任，新任张卫东为监事会主席、郝伟为职工监事。

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（2024年5月23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。

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额合计19.71亿元，占净资产比例为62.78%。被担保企业中大部分为国企，但担保期限较长，公司存在较大或有负债风险。

表13 截至2023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	是否国企
延安市东新区投资开发建设有限公司	60,964.00	2035/11/29	是
延安市东新区投资开发建设有限公司	30,000.00	2024/09/19	是
延安旅游（集团）有限公司	46,500.00	2041/11/20	是
延安旅游（集团）有限公司	16,919.67	2026/06/18	是
延安生态环境投资建设有限公司	34,490.00	2036/12/14	是
延安农业投资建设(集团)有限公司	3,009.00	2035/02/08	是
延安高新区物流发展有限责任公司	390.00	2026/03/01	是
延安高新区物流发展有限责任公司	4,798.18	2032/09/20	是
合计	197,070.85	--	--

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是延安市人民政府下属重要企业，公司股权变更后，新增延安高新持有公司49%股权，延安城投持股比例由100.00%下降至51.00%。公司控股股东仍为延安城投，实际控制人仍为延安市国资委。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，延安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）公司与延安市政府的联系紧密程度中等。公司股权由延安市国资委接近全资持有，延安市政府对公司的经营战略和业务运营有绝对控制权，但公司的主要业务均来自于延安市高新区和吴起县政府。公司近年受到的政府支持主要来源于延安市高新区政府，来自于延安市政府的支持次数很少，预计公司

未来与延安市政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对延安市政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，对于延安市政府和地方经济的贡献一般，对于延安市政府而言，公司具备一定可替代性，但考虑到公司已发行债券，若公司违约，将对地区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

中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了“23延安经开小微债/23延经债”的安全性

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，保证期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。债券持有人在保证期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。经国家发展和改革委员会同意，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，未加重担保人责任的，不需另行经过担保人书面同意，担保人继续在原保证范围内承担本担保函项下的保证责任。本期债券到期之前，担保人发生分立、合并、停产停业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、担保人提前兑付债券本息。

中合担保成立于2012年7月，由中国进出口银行、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司、内蒙古鑫泰投资有限公司、JPMorgan China Investment Company Limited（以下简称“JPMorgan China”）出资发起设立，初始注册资本为51.26亿元，是为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目而成立的担保机构。2022年4月，海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）宣布风险处置工作基本结束，包括海航资本等在内的321家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）不在重整范围内，根据海航科技2022年4月发布的公告，海航集团破产重整导致海航科技实际控制人已由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。截至2023年末，海航资本与海航科技均无实际控制人，且无一致行动人关系。

2023年，中合担保原第二大股东JPMorgan China以协议转让的方式，将其持有中合担保的12.76亿股（占公司全部股份的17.78%）转让给宏达控股集团有限公司，该事项已经北京市地方金融监督管理局和北京市市场监督管理局备案通过。截至2023年末，中合担保注册资本和实收资本均为71.76亿元，无控股股东和实际控制人。

表14 截至 2023 年末中合担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%

宏达控股集团有限公司	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%
内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
合计	71.76	100.00%

资料来源：中合担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保是全国展业的融资担保机构，主要从事直接和间接融资担保、自有资金投资等业务，以直接融资担保业务为主。受自身经营策略调整、海航集团破产重组以及城投债发行政策收紧等因素影响，近年来中合担保存续担保业务规模持续收缩。截至 2023 年末，中合担保融资担保余额为 267.02 亿元，同比下降 20.40%。2023 年以来，因中合担保主营的城投债担保业务受到城投债发行政策影响，中合担保调整自身经营策略，未来计划控制城投债担保业务规模，在通过业务及风控数字化以提高运营效率的同时，借助股东中国宝武的资源拓展供应链金融创新业务，从而为其带来新的业务和盈利增长点，实现中长期的健康发展，但未来中合担保的整体经营表现需要关注。

中合担保主要从事以服务城投类企业为主的直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据以及公司债等。受城投债发行政策收紧影响，2023 年中合担保新增担保业务规模合计 100.95 亿元，同比下降 9.38%；同时因解保规模较大，截至 2023 年末中合担保直接融资担保余额同比下降 20.99% 至 251.68 亿元，在担保余额中的占比为 94.25%，其中城投类业务担保余额为 245.36 亿元，全部为公募债券担保业务。截至 2023 年末，中合担保间接融资担保余额为 12.23 亿元，供应链金融担保业务的开展带动间接融资担保业务笔均规模快速下降，间接融资担保业务在保项目 513 个，在保客户 65 户，户均担保规模为 0.19 亿元。自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武及其上下游企业开展以供应链金融为主的新金融业务，同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等创新型担保产品先后落地，并实现线上化运营。2023 年，中合担保全年累计开展新金融业务担保规模为 41.60 亿元，在业务转型方面取得了一定进展，但未来中合担保新金融业务发展速度以及业务转型的整体进展仍需关注。

2023 年，公司以自有资金为其全资子公司中合明智商业保理（天津）有限公司（以下简称“中合保理”）增资 3.00 亿元，中合保理注册资本增加至 3.50 亿元。此外，中合担保推出池保理等创新型保理业务模式，通过担保+保理的组方式高效满足中国宝武产业链上下游中小企业多样化的融资需求，带动保理业务快速发展。截至 2023 年末，中合担保应收保理款账面价值为 9.14 亿元，相当于 2022 年末的 31.03 倍。

表15 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	100.95	111.39	37.84
当期解除担保额	169.38	199.18	240.87
期末担保余额	267.02	335.46	423.25
其中：融资担保余额	263.91	335.46	423.25
直接融资担保余额	251.68	318.54	407.85
间接融资担保余额	12.23	16.91	15.40
融资担保责任余额	213.35	271.66	342.35
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.92	3.68	4.70

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

2023年，中合担保未发生担保代偿，同时追偿工作取得较大进展，全年实现代偿回收金额 1.26 亿元，2023 年末累计代偿回收率同比上升 2.58 个百分点至 35.30%，但仍处于较低水平。整体来看，中合担保的担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、城投行业经营和融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注，同时代偿追偿效果仍需进一步提升。截至 2023 年末，中合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 1.24 亿元、2.63 亿元和 0.47 亿元，担保风险准备金合计为 4.34 亿元，同比下降 8.99%；拨备覆盖率为 123.47%，总体来看中合担保风险准备金提取较为充足。

资金运用业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，自 2019 年起除因担保项目追偿产生的抵债资产外，不再新增非标债权及股权类投资项目，资金运用业务逐步以债券投资为主。截至 2023 年末，中合担保投资资产合计 65.18 亿元（含货币资金及定期存款），其中债券投资资产为 48.97 亿元，在投资资产中的占比为 75.13%；持仓债券均为利率债以及 AAA 级央企发行人所发行的债券，相关投资流动性较好，信用风险较为可控。

表16 中合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	86.09	82.18	83.55
货币资金	0.74	4.83	5.85
应收代偿款	1.13	3.10	8.09
所有者权益合计	73.12	73.97	73.13
营业收入	4.26	4.59	5.91
营业支出	(2.58)	(3.53)	(4.03)
信用减值损失	(1.07)	(2.56)	(5.34)
净利润	1.55	1.05	1.58
净资产收益率	2.11%	1.43%	2.16%
当期担保代偿额	0.00	0.00	5.30
当期担保代偿率	0.00%	0.00%	2.20%

累计担保代偿率	2.83%	3.14%	3.60%
累计代偿回收率	35.30%	32.72%	26.28%
拨备覆盖率	123.47%	153.75%	88.40%

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保资产构成以现金类资产和金融投资资产为主，截至 2023 年末资产规模为 86.09 亿元，同比增长 4.76%；其中货币资金和定期存款分别为 0.74 亿元和 3.58 亿元，货币资金包括活期存款和证券交易备付金，不存在使用受限情况。截至 2023 年末，中合担保投资资产（含货币资金及定期存款）在资产总额中的占比为 75.71%。近年来中合担保加大应收代偿款的追偿及计提减值力度，截至 2023 年末应收代位追偿款余额为 13.67 亿元，已计提减值准备 12.55 亿元，账面价值为 1.13 亿元，同比下降 63.63%。截至 2023 年末，中合担保无 II 级资产，I 和 III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 70.45%和 16.71%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好。

中合担保负债以担保业务相关准备金及卖出回购金融资产为主，截至 2023 年末负债总额为 12.97 亿元，同比增长 57.97%；其中短期借款为 1.24 亿元，在负债总额中的占比为 9.54%。受担保业务余额持续下降影响，2023 年末中合担保的担保赔偿准备金和未到期责任准备金分别为 2.63 亿元和 1.24 亿元，同比分别下降 3.35%和 28.73%，合计在负债总额中的占比为 29.78%。为提高自有资金运营效率，中合担保开展了一定规模债券回购业务，产生了部分卖出回购金融资产款，2023 年末其余额同比增长 191.34%至 5.86 亿元，在负债总额中的占比为 45.15%。

近年来中合担保所有者权益规模基本保持稳定，截至 2023 年末，中合担保所有者权益合计 73.12 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2023 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数下降至 2.92 倍，未来担保业务发展空间较大。

表17 中合担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
担保业务净收入（已赚保费）	2.52	2.81	3.89
投资收益	2.09	2.12	2.06
公允价值变动损益	(0.59)	(0.60)	(0.09)
汇兑损益	0.03	0.20	(0.07)
其他收益	0.00	0.01	0.00
其他业务收入	0.22	0.05	0.12
营业收入合计	4.26	4.59	5.91

注：2021-2023 年公司投资收益中均包括存款利息收入；其他业务收入主要为咨询服务收入、追偿收入、基金管理业务收入和保理业务收入等，其他收益为政府补助和个税及附加税手续费返还。

资料来源：中合担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中合担保的营业收入主要来源于担保业务收入、存款利息收入、金融投资资产带来的投资收益以及中合保理产生的保理业务收入。2023 年，因担保业务规模收缩，中合担保营业收入同比下降 7.28% 至 4.26 亿元，其中担保业务净收入为 2.52 亿元，同比下降 10.43%，在营业收入中的占比为 59.10%；受投资

资产规模压缩、风险偏好收紧等因素影响，投资收益同比下降1.52%至2.09亿元，主要来自于债券投资；受益于保理业务的快速发展，其他收入同比大幅增长至0.22亿元，其中保理业务收入为0.13亿元，相当于2022年的10.42倍。近年来中合担保营业支出持续下降，2023年营业支出同比下降26.95%至2.58亿元，其中信用减值损失大幅下降58.00%至1.07亿元，主要系追偿工作取得进展使得应收代位追偿款减值损失大幅下降。2023年，中合担保实现净利润1.55亿元，同比增长47.59%；净资产收益率为2.11%，同比上升0.68个百分点。

外部支持方面，中合担保重要股东中国宝武综合实力极强，在经营管理、业务拓展、信息共享和金融通等方面给予中合担保较大力度支持，对其实现业务转型和多元化发展提供了有效帮助。

综上，中合担保股权结构多元且股东实力强，重要股东中国宝武综合实力极强，在公司治理及内部管理等方面给予中合担保较大支持；风险进一步出清，供应链担保业务转型初显成效；资本实力强，资产流动性较好，担保代偿能力很强。同时中证鹏元也关注到，中合担保股权结构的不确定性对其经营战略等方面带来潜在不利影响；担保余额持续下降，担保代偿回收率仍处于较低水平，追偿效果有待加强；受城投债发行政策收紧以及自身经营策略调整等因素影响，目前中合担保主营的城投债担保业务未来规模或将进一步收缩，未来中合担保的整体经营表现需要关注等。

经中证鹏元综合评定，中合担保的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，“23延安经开小微债/23延经债”由中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了“23延安经开小微债/23延经债”的信用水平。

十、结论

延安市是全国优秀旅游城市和爱国主义、革命传统、延安精神三大教育基地，区域内煤炭、石油等矿产资源丰富，形成了以能源产业、高效农业、文化旅游为主导的产业体系。延安经济技术开发区作为省级高新技术产业开发区，区位优势明显，其中延安高新区初步形成了以能源装备和能源科技服务为代表的产业集群，并着力打造具有延安特色的生物医药产业园。

公司作为延安市重要的平台之一，仍主要负责延安高新区、吴起县范围内的基础设施建设、租赁及物业管理等业务。虽然公司在建项目面临较大的资金压力，且偿债能力指标弱化，偿债压力加大，但考虑到公司待结算的基础设施建设项目规模较大，基础设施建设业务持续性较好，且继续获得政府外部支持。总体来看，公司抗风险能力良好。

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“23延安经开小微债/23延经债”的信用等级为AAA。

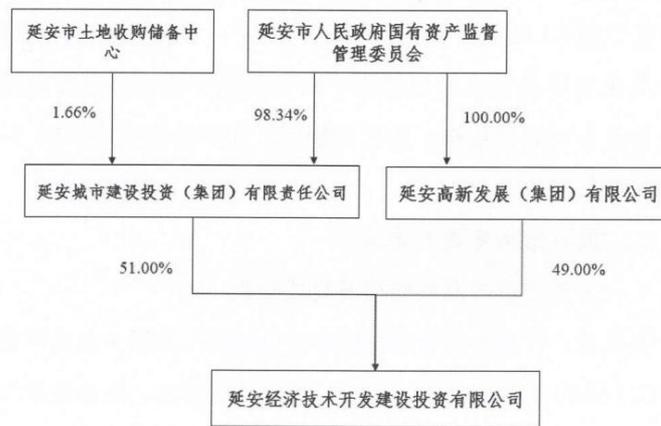
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.42	3.28	5.99
应收账款	7.14	6.90	5.34
其他应收款	10.47	9.78	9.42
存货	28.71	28.90	30.29
流动资产合计	50.53	50.65	52.41
固定资产	2.49	6.32	6.41
在建工程	6.62	4.55	5.33
投资性房地产	2.90	2.90	5.38
无形资产	3.20	3.30	3.40
其他非流动资产	7.24	0.00	0.00
非流动资产合计	23.25	17.88	21.23
资产总计	73.79	68.53	73.64
短期借款	0.20	0.10	1.43
应付账款	3.06	2.77	3.32
应交税费	1.89	2.04	1.72
其他应付款	7.64	6.44	7.66
一年内到期的非流动负债	9.59	4.78	3.08
流动负债合计	22.44	16.18	17.63
长期借款	8.85	11.96	13.86
应付债券	9.70	4.92	4.85
长期应付款	1.41	2.64	2.51
非流动负债合计	19.96	19.52	21.38
负债合计	42.40	35.69	39.01
总债务	34.35	24.65	26.62
其中：短期债务	13.88	5.86	6.12
所有者权益	31.39	32.83	34.63
营业收入	3.79	2.89	3.51
营业利润	0.82	0.88	1.04
其他收益	0.76	0.57	0.95
利润总额	0.82	0.88	1.04
经营活动产生的现金流量净额	2.35	-0.75	-4.27
投资活动产生的现金流量净额	-8.48	0.73	-2.91
筹资活动产生的现金流量净额	5.37	-2.17	9.53
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	14.14%	29.56%	23.95%
资产负债率	57.46%	52.09%	52.97%

短期债务/总债务	40.41%	23.76%	23.00%
现金短期债务比	0.17	0.64	1.10
EBITDA (亿元)	1.12	1.25	1.33
EBITDA 利息保障倍数	1.01	0.91	0.99

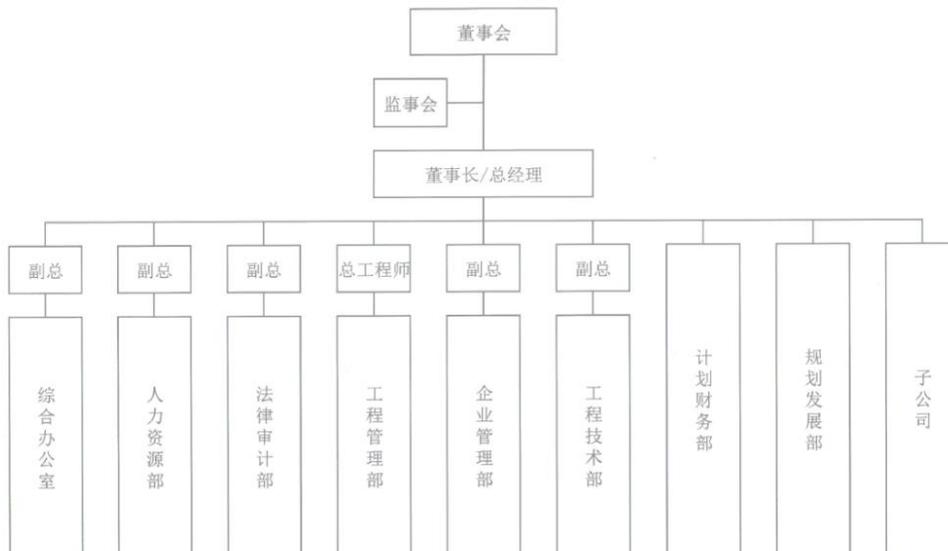
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
延安高新技术产业开发区公用事业发展有限公司	30,000.00	100.00%	商务服务业
延安高新投资有限公司	10,000.00	100.00%	商务服务业
吴起县城市建设投资集团有限公司	6,000.00	50.00%	资本市场服务
安塞区水务投资建设有限公司	1,000.00	100.00%	水利管理业
延安高新企业管理咨询有限公司	9,400.00	51.06%	租赁和商务服务业
吴起县扶贫开发投资有限责任公司	2,000.00	100.00%	资本市场服务
吴起县交通投资有限责任公司	3,000.00	100.00%	其他服务业
吴起县森绿环保科技有限公司	2,000.00	50.00%	专业技术服务业
吴起县新洛源物业管理有限责任公司	100.00	100.00%	房地产业
吴起县九川旅游汽车租赁有限责任公司	500.00	100.00%	道路运输业

注：截至本报告出具日，公开资料显示吴起县扶贫开发投资有限责任公司、吴起县交通投资有限责任公司股东分别为吴起县人民政府、财政局，尚未完成工商变更。

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。