



2019年伊川财源实业投资有限责任公司公司债券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年伊川财源实业投资有限责任公司公司债券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伊川债/19伊川财源债	AAA	AAA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：伊川财源实业投资有限责任公司（以下简称“伊川财源”或“公司”）系伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，业务持续性好，2023年持续获得政府的外部支持，中原再担保集团股份有限公司（以下简称“中原再担保”）提供的保证担保有效提升了“19伊川债/19伊川财源债”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司项目建设资金沉淀、非经营性资产以及应收款项资金占用规模较大，部分资产使用受限，财务杠杆水平有所提高，负债规模持续增长，叠加项目建设资本开支需求，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。

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伊川县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。

评级日期

2024年07月09日

联系方式

项目负责人：何贺
 heh@cspengyuan.com

项目组成员：刘蝶
 liud@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	225.16	209.03	191.05
所有者权益	107.64	107.67	106.49
总债务	80.93	85.21	72.28
资产负债率	52.19%	48.49%	44.26%
现金短期债务比	0.06	0.20	0.39
营业收入	9.58	11.00	9.41
营业外收入	1.44	0.26	1.23
利润总额	0.83	1.85	2.42
销售毛利率	15.17%	16.61%	20.43%
EBITDA	4.50	6.00	5.26
EBITDA利息保障倍数	1.26	1.31	1.35
经营活动现金流净额	7.90	-2.52	-7.74

资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司平台重要性较高，业务持续性好。**公司是伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，公益性业务占比较高；截至 2023 年末，公司在建工程施工项目及自营项目规模较大。
- **公司继续获得外部支持。**2023 年公司获得政府补助资金 1.45 亿元，计入其他收益和营业外收入，提升了公司的利润水平。
- **中原再担保提供的保证担保有效提升了“19 伊川债/19 伊川财源债”的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中原再担保主体信用等级为 AAA，其为“19 伊川债/19 伊川财源债”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升其信用水平。

关注

- **公司项目建设沉淀资金、非经营性资产以及应收款项资金占用规模较大，部分资产使用受限，资产流动性较弱。**公司资产集中于应收款项、项目建设成本、路桥管网等，应收款项主要包括伊川县政府部门及地方企业的往来款、借款等，对营运资金形成较大占用；项目建设周期普遍较长且项目回款依赖于当地政府的统筹安排，即时变现能力较差；尚未产生收益的路桥管网规模较大。此外，2023 年末公司使用受限的资产账面价值合计 22.59 亿元，占净资产的 20.99%，整体资产流动性较弱。
- **公司负债规模持续增长，偿债指标有所弱化，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的偿债及资金压力。**随着项目投入资金的沉淀，公司通过外部融资平衡资金缺口，负债规模继续增加，2023 年末资产负债率达 52.19%，总债务规模为 80.93 亿元。其中短期债务占总债务的比重为 37.57%，公司现金类资产对短期债务覆盖较差，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。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保金额合计 17.11 亿元，占同期末净资产的 15.89%，均无反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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	3/7	经营&财务状况	经营状况	5/7
				财务状况	3/7
	ESG 因素				0
调整因素	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					bbb+
外部特殊支持					5
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 bbb+，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，伊川县政府提供特殊支持的意愿极其强，体现为：一方面，洛阳市人民政府国有资产监督管理委员会、伊川县国有资产管理中心分别间接持股公司 51.00% 和 39.00%，公司主要经营事项、领导任命受伊川县及上级政府影响，公司一大部分业务基本来源于政府及其相关单位，公司受到多次较大力度的来自政府的资产注入；另一方面，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，整体来说公司在基础设施建设方面对于伊川县政府来说贡献很大，公司违约或会对地区金融生态环境和融资产生实质性影响。
- 同时，中证鹏元认为伊川县政府提供支持的能力很强，主要体现为很强的经济实力、财政实力和偿债能力，伊川县近年经济和财政实力保持增长，形成了以铝及铝精深加工、新型耐火材料、磨料磨具为主的新材料和以智能装备制造为主的战略新兴产业的工业体系。

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 伊川债/19 伊川财源债	7.00	2.80	2023-6-21	2026-6-12

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6月12日发行7年期7亿元公司债券，募集资金原计划用于伊川滨河新区智能装备制造产业园项目及补充营运资金。截至2024年1月4日，“19伊川债/19伊川财源债”募集资金专项账户余额为7.51万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。2023年8月，伊川县国有资产管理中心将所持39%股权转让给其全资子公司洛阳晟源投资控股集团有限公司。截至2023年末，公司注册资本和实收资本为50,000.00万元，洛阳城市发展投资集团有限公司（以下简称“洛阳城投”）持有公司51.00%的股权，为公司的控股股东，洛阳市人民政府国有资产监督管理委员会为公司实际控制人。

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等等业务。2023年公司合并范围新纳入2家子公司，不再纳入1家子公司，具体见下表。截至2023年末，纳入公司合并报表范围的子公司共25家，详见附录四。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
伊川县宜居酒店管理有限公司	100%	500	其他综合管理服务	新设
洛阳中超建筑劳务有限公司	100%	2,000	职业中介服务	新设

2、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	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
洛阳中昱建设工程有限公司	49%	5,000	建设工程施工等	无偿划转

注：根据伊财资（2023）33号文件，将伊川财源实业投资有限责任公司全资子公司洛阳中昱建设工程有限公司51%股权无偿划转至洛阳晟源投资控股集团有限公司，现持股49%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

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”的总体思路上，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。

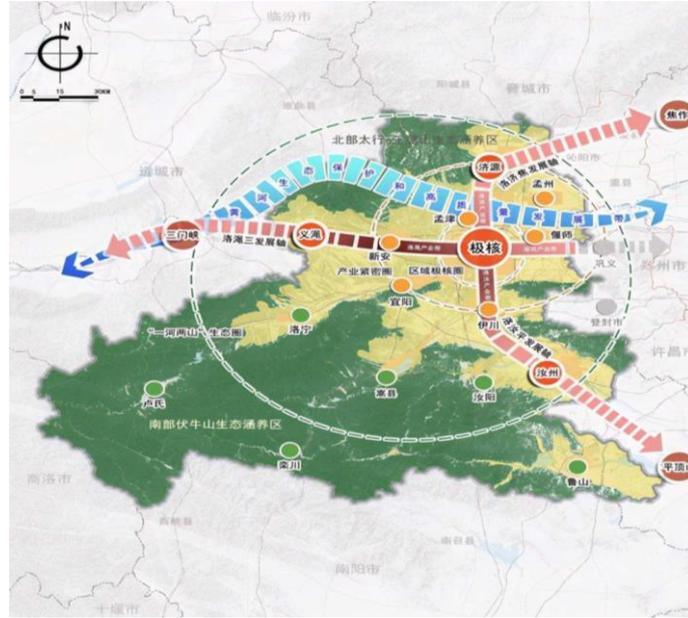
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建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

洛阳市伊川县矿产资源丰富，工业基础较好，以先进装备制造、新材料等产业为主导，2023年GDP增速回正，一般公共预算收入波动上升，地方政府债务持续扩张

区位特征：伊川县隶属洛阳市，区位交通便利，矿产资源丰富。伊川县处于河南省西部，隶属于洛阳市。伊川县区位交通相对便利，北距洛阳市区29公里，东距郑州市148公里，焦枝铁路贯穿全境，洛界、洛卢和郑卢三条省级干线及多条高速纵横交错，全县通车总里程160余公里。此外，新伊高速、三洋铁路、呼南高铁豫西通道等项目正在有序推进。伊川县矿产资源丰富，已探明的矿产达37种，其中煤储量18亿吨，铝矾土储量2亿吨。伊川县辖12镇1乡2个街道、359个行政村、10个城市社区和1个省级产业集聚区，总面积1,234平方公里，是国家重点开发区域和省委、省政府首批确定的对外开放重点县、扩权县之一。截至2022年末，伊川县常住人口76.8万人，较2010年的75.67万人增长1.49%。

图1 洛阳都市圈发展规划图



资料来源：洛阳都市圈发展规划（2020-2035年）

经济发展水平：伊川县GDP总量在洛阳市区县中排名中等，2022年受投资及消费大幅下降影响GDP为负增长，2023年GDP增速回正，但人均产值不及全国平均水平。伊川县GDP总量在洛阳市区县中排名中等，三次产业结构由2021年的7.0:44.6:48.3调整为2023年的6.1:37.6:56.3，第二产业是地区发展重要支撑，第三产业比重逐步加大。2023年伊川县固定资产投资（不含农户）同比下降34.0%，其中基础设施投资同比下降66.8%，工业投资同比下降60.8%，房地产开发投资17.6亿元，同比增长57.8%。2023年伊川县社会消费品零售总额169.5亿元，同比增长5.5%。2022年受投资及消费大幅下降影响伊川县GDP为负增长，2023年伊川县GDP回正，但近年伊川县人均产值均不及全国平均水平且差距有所拉大。

表2 2023年洛阳市部分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
洛龙区	608.2	5.4%	8.35	25.45	13.76
西工区	569.5	4.7%	15.36	13.02	0.00
孟津区	503.7	0.6%	10.39	41.81	16.72
伊川县	413.0	1.4%	5.38	22.24	20.69
偃师区	436.0	0.4%	8.03	28.34	8.01
宜阳县	336.2	4.9%	5.97	16.88	43.88
栾川县	310.0	-	9.79	28.11	3.61

注：洛龙区、孟津区人均GDP来自统计公报，其余区县人均GDP根据2023年末常住人口计算。

资料来源：各区县政府网站、公司提供等，中证鹏元整理

表3 伊川县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）	413.0	1.4%	449.4	-0.1%	455.2	5.3%
固定资产投资（不含农户）	-	-34.0%	-	-61.2%	-	-34.4%
社会消费品零售总额	169.5	5.5%	160.7	-0.8%	162.1	8.7%
进出口总额（亿美元）	-	-	-	-	12.3	66.5%
人均GDP（元）		53,776		57,751		57,751
人均GDP/全国人均GDP		60.18%		67.39%		71.32%

注：“-”数据未公告。

资料来源：2021-2022年伊川县国民经济和社会发展统计公报、公司提供等，中证鹏元整理

产业情况：伊川县形成了以铝及铝精深加工、新型耐火材料、磨料磨具为主的新材料和以智能装备制造为主的战略性新兴产业的工业体系。近年伊川县工业转型升级加快，成功引进了北京利尔、中钢洛耐、国机精工等行业龙头企业，规划和建设北航智能装备产业园、耐火材料、磨料磨具等专业园区，实施亿元以上转型升级项目95个，改造提升企业120家，千亿级新材料、百亿级战略性新兴产业“两大基地”建设初见成效，形成了以铝及铝精深加工、新型耐火材料、磨料磨具为主的新材料和以智能装备制造为主的战略性新兴产业的工业体系。此外，近年伊川县现代服务业蓬勃发展，以华晟物流园为主要支撑的洛阳生产服务型物流枢纽晋升国家级，目前已开通洛阳—青岛、洛阳—连云港等直通班列，已成为河南及中西部地区功能齐全、规模最大、分拨能力最强的区域物流中心。

发展规划及机遇：根据《伊川县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》，伊川县在“十四五”期间形成洛阳都市圈重要经济增长极，在洛阳市中原城市群副中心城市及洛阳都市圈区域发展中的地位和作用明显提升；形成千亿级新材料产业集群，建成新材料和先进装备制造基地，助力洛阳打造全国先进制造业基地；战略性新兴产业、现代物流、生态文化旅游等加快发展，到2025年，二三产业对经济支撑能力进一步提高。

财政及债务：近年伊川县一般公共预算收入有所波动，财政自给能力偏弱，地方政府债务增长较快。2021-2023年伊川县一般公共预算收入有所波动，2022年因减税降费导致当年收入有所下降，2021-2023年税收收入占比保持在65%-70%之间，收入质量尚可，但自给能力较弱。2022年伊川县政府性基金收入下滑明显，主要系国有土地使用权出让收入下滑所致。区域债务方面，2021-2023年伊川县地方政府债务余额持续扩张，年均复合增长率为22.11%。

表4 伊川县财政收入及政府债务情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	22.24	21.16	21.87
税收收入占比	69.31%	66.73%	68.13%
财政自给率	50.51%	51.19%	59.17%
政府性基金收入	20.69	8.94	17.07

地方政府债务余额	62.37	52.21	41.83
----------	-------	-------	-------

资料来源：伊川县人民政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要从事伊川县内工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，公司业务模式明确，充足的项目储备为后续业务持续性提供了有力支撑

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，同时负责运输、房屋租赁、安保、销售服务等业务，收入来源较为多元化。2023年公司实现营业收入9.58亿元，其中工程代建、工程施工、房屋租赁及管理、运输等业务仍主要为公司营业收入和毛利润贡献的主要来源。

表5 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
工程建设及施工	4.02	41.95%	16.31%	5.11	46.48%	16.27%
坤泰等公司工程施工	2.00	20.83%	3.15%	2.69	24.49%	8.15%
运输业务	1.52	15.92%	4.61%	1.15	10.43%	4.73%
房屋租赁及管理	0.70	7.34%	64.31%	0.56	5.14%	72.12%
安保服务	0.38	3.98%	3.34%	0.25	2.27%	3.43%
园林建设及市政施工	0.37	3.91%	19.65%	0.52	4.69%	19.72%
售电收入	0.23	2.42%	0.99%	0.34	3.13%	1.82%
电油气销售	0.14	1.48%	11.43%	0.16	1.49%	7.36%
砂石料销售	0.02	0.19%	-292.75%	0.04	0.33%	69.21%
旅游等其他业务	0.19	1.98%	85.16%	0.17	1.57%	92.84%
合计	9.58	100.00%	15.17%	11.00	100.00%	16.61%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设及施工

公司工程建设及施工业务以委托代建模式为主，存货中未完工工程项目账面余额规模较大，若项目能按计划完工并结算，可为公司带来一定收入；公司在建自营项目待投资规模较大，预计给公司带来较大的资金压力

随着伊川县市政工程有限公司（以下简称“市政工程公司”）股权于2016年1月无偿划转至公司以及公司本部开展工程代建业务，公司业务逐步开始向城市道路改造、社区及校园改扩建和城市公园建设等一系列城市基础设施建设过渡，并于2016年起实现工程代建业务收入。针对不同的项目，公司与伊川

县人民政府、伊川乡村振兴发展有限责任公司¹签订相关项目的委托开发合作协议书，公司本部和市政工程公司作为项目的代建方，负责组织项目立项、投资和建设，并与项目建设方签订工程建设委托协议。根据项目的完工进度，由伊川县人民政府按照协议约定的总额向公司支付相应代建款项，计为营业收入，公司代建项目的结算成本由前期费用、全部工程施工费用、工程建设管理成本、融资成本和税费和其他费用等构成。2023年公司实现工程代建业务收入4.02亿元，受委托方结算进度影响有所下降，毛利率为16.31%，变动不大。

表6 2022-2023年公司工程建设项目收入情况（单位：亿元）

年度	项目名称	当期确认成本	当期确认收入
2023	S319夏宜线伊川与汝阳交界至伊川与宜阳交界改建项目	0.27	0.32
	滨河新区伊东片区产城融合综合治理项目	1.62	1.94
	伊川高速西出口提升项目	0.58	0.68
	合众绿色环保建材骨料项目	0.44	0.53
	平泉谷田园综合体项目	0.34	0.40
	洛阳桃花岛生态园项目	0.12	0.15
	合计	3.36	4.02
2022年	四好农村公路创建项目	1.46	1.74
	S319夏宜线伊川与汝阳交界至伊川与宜阳交界改建项目	0.35	0.42
	滨河新区伊东片区产城融合综合治理项目	1.56	1.87
	伊川高速西出口提升项目	0.18	0.22
	合众绿色环保建材骨料项目	0.29	0.35
	平泉谷田园综合体项目	0.27	0.32
	洛阳桃花岛生态园项目	0.17	0.19
合计	4.28	5.11	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司在建项目以自建自营项目为主，代建项目均已签订代建协议但项目总规模较小且后续基本不涉及大额项目投入，存货中待结转的代建项目约1亿元，该业务未来持续性一般。公司自营项目主要为“19伊川债/19伊川财源债”募投项目伊川滨河新区智能装备制造产业园项目、“21伊川专项债01/21伊川债”和“22伊川专项债01/22伊川01”募投项目伊川县综合停车场建设工程项目以及伊川县王庄村城中村改造项目，后续拟通过对外出租、销售等产生收益。截至2023年末，公司主要在建基础设施项目预计尚需投入21.48亿元，存在较大的资金压力。

表7 截至2023年末公司主要在建基础设施项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	项目性质
合众绿色环保建材骨料项目	1.60	1.60	代建

¹ 伊川县人民政府已出具授权委托书，授权伊川乡村振兴发展有限责任公司与公司及其孙子公司签订代建协议，负责伊川县重大项目的投资建设

平泉谷田园综合体项目	1.47	1.47	代建
洛阳桃花岛生态园项目	0.90	0.90	代建
南苑水厂扩建工程	0.29	0.29	自建
伊河伊川段河道生态治理工程	1.00	1.00	自建
伊川滨河新区智能装备制造产业园	22.82	4.35	自营
伊川县综合停车场建设工程	6.53	3.52	自营
合计	34.61	13.13	-

注：部分项目累计已投资小于此前累计已投资额系统计口径调整所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）坤泰公司等工程施工业务

2023年末公司工程施工业务在手合同金额较大，未来业务持续性较好

公司工程施工业务主要由子公司洛阳市坤泰建筑安装工程有限公司（以下简称“坤泰公司”）、伊川擎瀚土地开发有限公司等负责。坤泰公司具有建筑总承包二级资质、市政总承包三级资质、水利总承包三级资质，施工建设涉及伊川县域重点项目工程，运营模式以总承包为主，如伊川县绿色新型耐火材料产业园区建设项目等，这类项目待项目完工后，移交于项目建设单位，工程款项按工程进度回款；以合作经营模式为辅，如土地提质改造类项目，这类工程通过和自然资源局合作，待土地指标入库交易后，实行利润分成，工程款回笼。2023年公司实现工程施工收入2.00亿元。

截至2023年末，公司在建工程施工项目主要包括伊川山汇苑一期工程、伊川县绿色新型耐火材料产业园区建设项目等，合同造价金额合计41.50亿元，未来业务持续性较好。

表8 截至2023年末公司主要在建工程施工项目情况（单位：亿元）

工程名称	合同造价金额	已投资金额
伊川山汇苑一期工程	9.90	4.10
伊川县王庄村城中村改造项目 A 地块	9.27	9.27
伊川县绿色新型耐火材料产业园区建设项目	8.45	8.45
黄河流域伊川段景观生态修复和综合治理项目	5.00	4.53
伊川县王庄村城中村改造安置项目	3.67	3.67
伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目	3.30	3.30
乡村振兴项目（一期）工程	1.74	1.51
伊川县人民路提升改造项目	1.67	1.26
伊川县半坡镇矿山环境综合整治一期工程	1.05	1.03
洛阳旭升新城	0.86	0.63
合计	41.50	34.08

注：（1）合同造价金额根据项目签署的合同金额为依据；（2）伊川县奋进煤矿棚户区改造异地安置项目、伊川县绿色新型耐火材料产业园区建设项目后续基本无大额投资。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）房屋租赁及管理业务

公司房屋租赁及管理业务收入有所增长，毛利率水平仍较高

公司房屋租赁及管理业务收入来自于公司所有的龙泉大厦、立奇大厦和公租房、廉租房等。龙泉大厦位于洛阳市洛龙区开元大道260号，其建筑面积为41,325.77平方米，是洛阳市区内高品质的商业综合体。立奇大厦位于伊川县滨河新区滨河大道，周边配套较完善，该大厦占地面积31,863.07平方米，建筑面积159,078.61平方米。2023年公司新增1.60亿元投资性房地产，主要系洛阳华晟物流有限公司的仓库，建筑面积150,047.50平方米。此外，公司有部分位于伊川县的公租房、廉租房用于对外出租。2023年公司实现房屋租赁及管理业务收入0.70亿元，随着出租范围扩大有所增加，毛利率为64.31%，维持较高水平。

（四）运输业务

2023年公司运输业务收入持续增加，但毛利率仍较低

公司运输业务主要由三级子公司洛阳华晟物流有限公司（以下简称“华晟物流”）负责，子公司洛阳伊晟资产管理有限公司于2022年6月收购华晟物流51%股权纳入公司合并范围。华晟物流主要从事大宗物资公路运输经营活动，为伊电集团、焦作万方、中钢洛耐、新安万基、酒钢集团、美团优选、济源钢铁等大型生产企业和大型互联网企业提供公路干线运输与快消品配送服务，所辐射范围包括长三角、珠三角、中部地区、西南、西北、东北、青岛港、上海港、连云港以及洛阳周边等区域。此外，华晟物流拥有一处公路港物流园区，为美团优选、喜团配送、青源堂等企业提供仓储服务。2022-2023年公司分别实现运输服务收入1.15亿元和1.52亿元，毛利率水平保持在4%-5%水平。

（五）其他业务

公司安保服务、园林建设及市政施工、售电、砂石料销售等业务丰富了公司的收入来源

公司安保服务主要由子公司洛阳市金盾保安服务有限公司负责，主要开展武装押运守护工作。2023年该业务收入小幅增长，实现安保收入0.38亿元。

公司园林建设及市政施工业务由子公司市政工程公司实施，市政工程公司股权于2016年1月无偿划转入公司名下。根据伊川县人民政府于2015年12月20日出具的《伊川县人民政府关于将部分城区道路的养护权依法移交伊川财源实业投资有限责任公司的决定》，自2016年1月1日起，部分城区道路（公司所属）的养护权依法移交给公司，具体道路养护工作仍由子公司市政工程公司实施。2023年公司实现园林建设及市政施工收入0.37亿元。

公司电力销售业务主要由子公司伊川县建设投资有限公司（以下简称“伊川建投”）负责，伊川建投在伊川县白元乡王庄村拥有300kw分布式发电项目，已于2016年取得国家电力委员会颁发的发电项目电力业务许可证（发电类），且于2017年与国网河南省电力公司伊川县供电公司签订合同，双方约定伊川建投将发电项目并网，双方根据电能计量装置的记录发电量及政府主管部门批准的电价定期结算电费。

2023年电力销售业务实现收入0.23亿元。

公司砂石料销售业务由子公司伊川财源新型材料有限公司负责运营，主要进行砂石料的开采、加工及销售。公司已获取伊川县砂石资源经营特许经营权，经营权期限自2021年5月24日起至2036年5月23日止，经营权范围为伊川县域内的全部河道。公司以河道及50米绿化林带开采回填为砂石料主要来源，在平等料场、吕寨料场、杨楼料场3处加工厂加工完成后，出售给拌和站、建设项目公司等。2023年公司实现砂石料销售收入0.02亿元，收入继续下降，当年砂石料销售大幅亏损，主要系受砂石原料需求减少、环保管控政策影响，砂石料生产加工处于半停工状态所致。

公司继续获得较大力度的外部支持

为提高公司持续经营能力，当地政府在财政补贴方面继续给予公司支持。2023年公司获得政府补助资金1.45亿元，其中0.02亿元计入其他收益，1.44亿元计入营业外收入，提升了公司的利润水平。

六、 财务分析

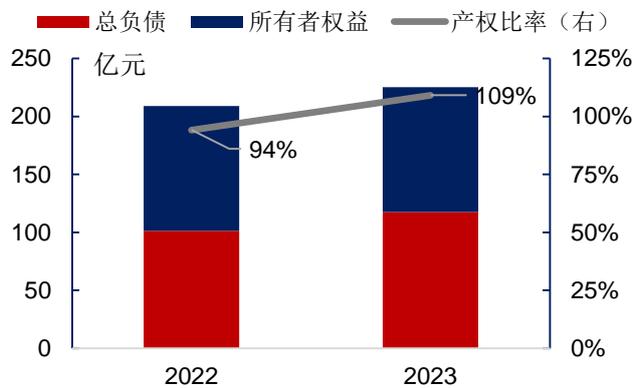
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（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。2023年公司新增纳入洛阳中超建筑劳务有限公司、伊川县宜居酒店管理有限公司，不再纳入洛阳中显建设工程有限公司，截至2023年末公司合并范围内共有25家子公司，具体情况如附录四所示。

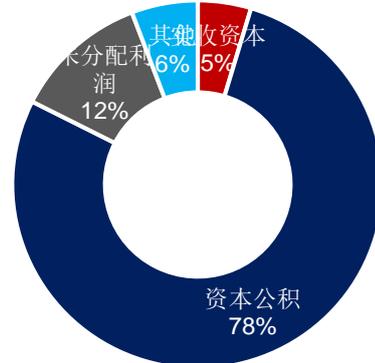
资本实力与资产质量

公司总资产有所增加，增量资产主要来自于债务融资，财务杠杆水平有所上升；资产以应收款项、项目建设成本、土地、路桥和管网为主，应收款项对营运资金形成较大占用，项目建设成本、土地即时变现能力较差，路桥、管网等资产尚未产生收益，资产流动性较弱

2023年随着公司债务融资规模快速扩张，推动财务杠杆水平继续上升。从权益结构来看，所有者权益主要为伊川县政府对公司划拨股权与注入资产等形成的资本公积。

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

公司资产以应收款项、存货、投资性房地产和其他非流动资产为主，2023年末上述资产合计占公司总资产的88.50%。

公司应收款项包括应收账款和其他应收款，其中应收账款主要系应收伊川县财政局、伊川县滨河新区管理委员会等政府部门的代建项目回购款，随着项目推进结转但回款较慢有所增加。2023年末其他应收款有所增长，主要包括应收伊川县金利投资有限公司往来款6.67亿元、伊川县国有资产管理中心往来款5.63亿元、伊川县财政局往来款4.30亿元、伊川县先进制造业开发区管理委员会往来款2.34亿元以及伊川县人民医院往来款0.93亿元等，占全部其他应收款比重为83.25%，部分款项账龄较长，对营运资金形成较大的占用。公司存货主要由工程项目及土地开发成本构成，其中工程项目成本43.92亿元，项目收入的实现依赖于建设进度，即时变现能力较差；土地成本34.96亿元，系2016年政府划入公司及子公司的商业、居住用地和工业用地等。公司其他非流动资产主要为伊县人民政府2015年无偿划入的路、桥、管网、堤坝等资产，2022年新增河南伊川农村商业银行股份有限公司不良资产3.50亿元，但目前尚未产生收益，资产质量较差。

其他资产构成方面，公司货币资金主要为银行存款，受限比例较低。投资性房地产主要系房屋建筑物、土地使用权等，以公允价值模式计量，由于在建工程等科目转入有所增长。

受限资产方面，截至2023年末，包括部分货币资金、其他流动资产、固定资产、无形资产、投资性房地产、存货在内的资产使用受限，账面价值合计22.59亿元，占总资产的20.99%。

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	0.87	0.38%	3.95	1.89%
应收账款	10.12	4.49%	9.39	4.49%
其他应收款	34.91	15.50%	29.95	14.33%

存货	79.26	35.20%	71.39	34.15%
流动资产合计	129.52	57.52%	123.21	58.94%
投资性房地产	23.52	10.45%	22.09	10.57%
无形资产	7.76	3.44%	7.67	3.67%
其他非流动资产	51.46	22.86%	43.98	21.04%
非流动资产合计	95.64	42.48%	85.83	41.06%
资产总计	225.16	100.00%	209.03	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

受建设及结算进度影响，公司营业收入和毛利率水平下滑，公允价值变动损失及信用减值损失对利润造成一定侵蚀，政府补助对公司利润贡献较大

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务，同时负责运输、安保服务等市场化业务，收入来源较为多元化。受建设及结算进度影响，工程代建及工程施工业务收入下滑导致了2023年公司营业收入整体下降；2023年公司销售毛利率受“坤泰等公司工程施工”板块影响小幅下滑。公司公允价值变动损失主要为公允价值计量的投资性房地产的公允价值变动，信用减值损失主要为坏账损失，上述两项均对公司利润造成一定侵蚀；2023年公司共获得1.45亿元政府补助，其中0.02亿元计入其他收益，1.44亿元计入营业外收入，政府补助对公司利润贡献较大。

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	9.58	11.00
营业利润	-0.57	1.67
其他收益	0.02	0.01
公允价值变动收益	-0.19	0.35
信用减值损失（损失以“-”表示）	-0.16	0.79
营业外收入	1.44	0.26
利润总额	0.83	1.85
销售毛利率	15.17%	16.61%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债规模持续增长，以刚性债务为主，偿债指标有所弱化，面临较大债压力

公司负债以刚性债务为主，占总债务比重超85%。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上升，2023年总负债为117.52亿元。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、非标融资和其他。其中，银行借款大部分设有抵质押、担保等措施；债券融资发行主体为公司

本部，未到期债券为“19伊川债/19伊川财源债”、“21伊川专项债01/21伊川债”、“21伊川财源PPN001”、“22伊川专项债01/22伊川01”、“22财源01”、“23财源01”，发债利率集中在4.78%-7.5%；非标融资主要包括对国开发展基金有限公司明股实债0.34亿元，规模较小。从债务到期分布情况来看，公司短期债务占比持续增加且占比偏高，面临较大的集中兑付压力。

此外，2023年末公司其他应付款主要包括控股股东洛阳城投、伊川县科工局、伊川县彭婆镇人民政府等的往来款、借款等，具有一定偿付弹性。

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	17.16	14.60%	18.52	18.27%
应付账款	5.37	4.57%	5.16	5.09%
合同负债	7.73	6.58%	3.72	3.67%
其他应付款	28.76	24.47%	3.10	3.06%
一年内到期的非流动负债	11.82	10.06%	18.42	18.17%
流动负债合计	75.02	63.84%	55.03	54.29%
长期借款	19.64	16.71%	26.01	25.66%
应付债券	21.13	17.98%	18.40	18.15%
长期应付款	0.37	0.32%	0.52	0.51%
非流动负债合计	42.50	36.16%	46.33	45.71%
负债合计	117.52	100.00%	101.36	100.00%
总债务	80.93	68.86%	85.21	84.06%
其中：短期债务	30.40	25.87%	40.46	39.91%
长期债务	50.52	42.99%	44.75	44.15%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债指标方面，2023年公司资产负债率有所上升，受公司利润水平有所下降影响，公司EBITDA对总债务利息的保障能力有所下降。且同期可动用现金类资产规模较小，叠加公司整体资产流动性较弱，2023年现金短期债务比下降至0.06，现金类资产对即期债务覆盖能力较弱。

公司资金需求主要来自项目开支和债务的还本付息，2023年公司经营活动现金流转好，呈现净流入7.90亿元，主要因往来款及其他回款增多所致，但预计难以覆盖项目建设支出及未来投资计划，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，预计公司面临较大的刚性债务偿付压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2023年	2022年
资产负债率	52.19%	48.49%
现金短期债务比	0.06	0.20

EBITDA 利息保障倍数

1.26

1.31

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》，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《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，公司过去一年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。根据国家税务总局公开核查，公司本部过去一年存在欠税情况，2023 年 10 月 9 日国家税务总局伊川县财政局披露伊川财源存在 145.69 万元的欠税情况（房产税 112.96 万元，城镇土地使用税 32.72 万元），公司已于 2024 年 1 月 19 日结清。除此之外，不存在其他因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情况。

治理方面，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》，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。跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员发生变动，其中董事长由李光合变更为闫新乐，总理由闫新乐变更为王迅彪，监事长由王迅彪变更为李朝辉，此外，董事马晓磊、王小燕、高赞华、范洋洋、王明伟和监事张海燕、左现立、张铁伟均辞任；现董事成员共 7 人，监事成员共 5 人。内部管理方面，公司下设党政办公室、融资管理部、规划发展部、招采工程部、人力资源部、风险控制部、纪检审计部和财务管理部，共 8 个部门（具体情况详见附录三）。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2022 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 6 月 11 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各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，公司对外担保金额合计 17.11 亿元，占同期末净资产的 15.89%，被担保方大多为地方国有企业。考虑到均无反担保措施，公司仍存在一定或有负债风险。

表 13 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
------	------	-------	--------

伊川乡村振兴发展有限责任公司	37,203.55	2020-06-29 到 2035-05-14	否
伊川乡村振兴发展有限责任公司	12,721.97	2021-09-30 到 2041-07-05	否
偃师市亳源水务有限责任公司（现名为：洛阳市亳源水务集团有限责任公司）	15,819.53	2022-10-21 到 2037-09-25	否
伊川县万泉自来水有限公司	1,000.00	2023-10-26 到 2026-10-26	否
伊川生态科技城投资有限公司	9,200.00	2017-10-20 到 2037-10-19	否
伊川县公共交通有限公司	300.00	2023-01-13 到 2024-01-13	否
新安县发达建设投资集团有限公司	9,000.00	2023-02-08 到 2024-02-08	否
新安县发达建设投资集团有限公司	21,802.50	2022-12-22 到 2024-12-28	否
洛阳发达商贸有限公司	6,000.00	2022-05-25 到 2024-07-13	否
伊川县政航实业有限公司*	29,018.00	2022-03-31 到 2036-04-15	否
伊川县政航实业有限公司*	3,699.98	2021-08-18 到 2036-04-15	否
伊川县政航实业有限公司*	25,318.02	2021-08-19 到 2036-04-15	否
合计	171,083.55	--	--

注：（1）对伊川县公共交通有限公司的 300 万元贷款担保已续贷，担保到期日延长至 2025 年 1 月 21 日。（2）对新安县发达建设投资集团有限公司的 9,000 万元贷款担保已续贷，担保到期日延长至 2024 年 8 月 2 日。（3）上表“*”为民企。

资料来源：公司提供

此外，根据公开核查，公司作为信托计划融资人的五矿信托-恒信国兴626号-融泰37号集合资金信托计划第九期（担保人为洛阳城市发展投资集团有限公司）于2024年3月18日到期，超合同10个工作日未能兑付，构成实质性违约；后经公开资料核查及相关情况了解，该信托计划第九期已于2024年4月9日兑付。

其他

本次评级公司个体信用状况为bbb+，较上次评级下调2个级别，主要是因2023年伊川县经济指标同比增速放缓导致区域状况评分下降叠加公司长短期偿债能力指标趋弱导致财务状况评分下降所致。

八、外部特殊支持分析

公司是伊川县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，伊川县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与伊川县政府的联系非常紧密。河南省财政厅、洛阳市人民政府国有资产监督管理委员会、伊川县国有资产管理中心分别间接持股10.00%、51.00%和39.00%；其董事长和主要高管由伊川县政府任命，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）公司对伊川县政府非常重要。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。

经评估，伊川县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2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2个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_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“+5”。

九、 债券偿还保障分析

中原再担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了“19伊川债/19伊川财源债”的信用水平

中原再担保出具了《河南省中小企业担保集团股份有限公司担保函》，约定为“19伊川债/19伊川财源债”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括“19伊川债/19伊川财源债”本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保期限为“19伊川债/19伊川财源债”的存续期及债券到期之日起两年。

中原再担保前身为成立于2010年1月的河南省中小企业担保集团股份有限公司（以下简称“河南中小担”），系由河南省财政厅、河南省中小企业信用担保服务中心、河南省加华投资有限公司、洛阳六合恒基投资有限公司、121家县（市、区）财政（预算外资金管理局、建设投资公司等）以其持有的政策性信用担保公司的股权共同出资组建的有限责任公司，初始注册资本为13.00亿元。2019年11月，经河南省政府批复，中原再担保在河南中小担基础上重组成为河南省首家政府性再担保机构，并更名为现名。后经多次增资，截至2023年末，中原再担保注册资本和实收资本均为130.00亿元，控股股东和实际控制人为河南省财政厅。

表14 截至 2023 年末中原再担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
河南省财政厅	108.00	83.07%
市县级财政	17.43	13.41%
新密市国有资产经营有限公司	0.80	0.62%
河南鑫融基金控股股份有限公司	0.80	0.62%
新乡县财政局	0.60	0.46%
中牟县昌盛实业有限公司	0.50	0.38%
济源市财政局	0.40	0.31%
平顶山市资产清收管理中心	0.40	0.31%
荥阳市非税收入管理局	0.32	0.24%
河南省加华投资有限公司	0.21	0.16%
鹤壁市经济开发投资有限公司	0.20	0.15%

河南省陆建企业管理咨询有限公司	0.20	0.15%
李凌燕	0.15	0.12%
合计	130.00	100.00%

资料来源：中原再担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

中原再担保是河南省首家也是目前唯一一家政府性再担保机构，主要在河南省从事再担保业务和融资性直保业务。近年来中原再担保聚焦再担保主业，丰富支小支农产品，同时深化与国家融资担保基金合作，持续推进业务转型，探索创新银担合作模式，大力推进“总对总”批量担保业务开展，担保业务规模快速增长，2023年当期担保发生额为485.88亿元，同比增长25.95%，截至2023年末担保余额同比增长10.82%至535.06亿元，其中再担保业务余额和直保业务余额在担保余额中的占比分别为79.07%和20.93%。

中原再担保承担了河南省政府性融资担保体系建设任务。近年来中原再担保坚守准公共产品功能定位，以股权投资为基础，助推河南省政府性融资担保体系建设，同时积极对接各级河南省市政府和部门，推动代偿补偿、保费补贴、资本金补充等长效保障机制的构建与完善。近年来中原再担保以再担保业务为重点，聚焦支小支农，以银行合作、政府合作、担保机构管理为抓手，推出“专精特新贷”、交通物流“运通货”等专项产品、“网商贷”等线上业务以及“千企万户”支持专项计划，推动再担保业务规模快速增长。截至2023年末，中原再担保的再担保余额为423.08亿元，同比增长34.01%。

中原再担保的直保业务主要包括中小企业贷款类、债券信托类和政府企业类担保，近年来受地方政府融资平台融资政策进一步收紧等因素影响，中原再担保主动压缩了债券信托类和政府企业类担保业务规模，同时调整业务结构，加大对中小微企业的支持力度，近年来中原再担保直保业务规模波动较大。截至2023年末，直保业务余额为111.98亿元，同比下降32.99%。

表15 中原再担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
当期担保发生额	485.88	385.78	276.28
当期解除担保额	433.64	248.06	102.89
期末担保余额	535.06	482.82	345.10
再担保业务余额	423.08	315.71	252.99
直保业务余额	111.98	167.11	92.11
融资担保责任余额	220.43	212.89	161.16
融资担保责任余额放大倍数（X）	1.93	2.09	1.83

资料来源：中原再担保提供，中证鹏元整理

2023年，中原再担保当期担保代偿额为4.82亿元，同比上升9.55%；当期担保代偿率为1.10%，同比下降0.66个百分点。截至2023年末，中原再担保累计担保代偿率为1.77%，同比下降0.27个百分点。2023年末，中原再担保累计代偿回收率为55.38%，同比下降6.74个百分点，考虑到中原再担保应收代偿款规模较大，未来追偿效果需持续关注。截至2023年末，中原再担保的担保风险准备金余额为7.30亿元，同

比增长20.66%。受益于担保风险准备金规模的快速增长，中原再担保拨备覆盖率有所上升但仍处于较低水平，截至2023年末拨备覆盖率为33.55%。

资金运用方面，目前中原再担保的资金业务主要为银行存款，并获得相应的利息收入。受益于股东增资，中原再担保银行存款快速增长且保持在很大规模，截至2023年末银行存款89.66亿元，同比增长11.23%。

表16 中原再担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
货币资金	89.89	80.75	69.20
应收代偿款余额	22.56	22.39	20.84
应收代偿款坏账准备	0.80	0.70	0.49
长期股权投资	26.96	27.95	28.78
资产总额	151.83	141.75	126.50
其他应付款	2.03	2.53	1.63
未到期责任准备金	1.25	0.95	0.64
担保赔偿准备金	3.17	2.50	1.71
专项应付款	3.05	3.45	3.25
负债总额	10.79	12.30	9.66
实收资本	130.00	120.00	90.00
所有者权益合计	141.03	129.45	116.84
营业收入	5.12	4.53	2.96
营业支出	(4.30)	(3.80)	(2.34)
营业利润	0.82	0.74	0.63
利润总额	0.81	0.74	0.63
净利润	0.58	0.53	0.46
净资产收益率	0.43%	0.43%	0.43%
当期担保代偿额	4.82	4.40	2.55
当期担保代偿率	1.11%	1.77%	2.48%
累计担保代偿率	1.77%	2.05%	2.77%
累计代偿回收率	55.38%	62.12%	70.26%
拨备覆盖率	33.55%	27.89%	22.45%

注：表中代偿相关数据均为母公司口径；累计担保代偿额、累计担保代偿率、累计代偿回收额和累计代偿回收率为自2018年初开始计算。

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

中原再担保资产主要由货币资金、应收代偿款和长期股权投资构成，资产整体盈利能力较弱。近年来资产规模呈持续增长态势，截至2023年末中原再担保资产总额为151.83亿元，同比增长7.11%。中原再担保货币资金以银行存款为主，由于股东持续以货币形式增资，近年货币资金整体保持快速增长，2023年末货币资金为89.89亿元，同比增长11.32%，在资产总额中的占比为59.20%。截至2023年末，中

中原再担保货币资金中受限比重为0.25%，整体来看货币资金充足，受限货币资金占比低。中原再担保应收代偿款规模大，2023年末应收代偿款余额为22.56亿元，已累计计提坏账准备0.80亿元，应收代偿款净额为21.76元。中原再担保前十大应收代偿款对象主要集中在风险较高的中小企业担保、医药、建筑业、制造业及房地产等行业，存在一定的回收风险。中原再担保长期股权投资主要系持有的河南省辖内市、县级政策性担保公司的股权，截至2023年末长期股权投资账面价值为26.96亿元，在资产总额中的占比为17.76%。长期股权投资有利于提高河南省融资担保体系的稳定性，但中原再担保对省辖市、县级担保公司的管理权限较小，占用资金较大同时获利能力较弱。截至2023年末，中原再担保I级资产、II级资产、III级资产占资产总额扣除应收代偿款的比例分别为53.68%、41.58%和2.80%，三级资产占比均满足监管要求，I级资产占比高，资产流动性较好。

中原再担保负债主要由其他应付款、担保赔偿准备和专项应付款构成，截至2023年末，中原再担保负债总额为10.79亿元，同比下降12.28%。中原再担保其他应付款主要包括保证金、往来款及备付金等，2023年末其他应付款合计2.03亿元，同比下降19.76%，主要系备付金大幅下降所致。中原再担保专项应付款对象主要为国家融担基金、省级及各区、县代偿补偿资金池，2023年末专项应付款为3.05亿元，同比下降11.59%。受担保业务规模和担保费收入增长影响，中原再担保未到期责任准备金和担保赔偿准备金快速增长，截至2023年末未到期责任准备金余额和担保赔偿准备金余额分别为1.25亿元和3.17亿元，同比分别增长31.58%和26.80%，两者合计在负债总额中的占比上升至40.96%。

2023年，河南省财政厅对中原再担保增资10.00亿元，受益于股东增资及经营积累，中原再担保资本实力不断提升，截至2023年末所有者权益合计141.03亿元，同比增长8.95%，截至2023年末融资担保责任余额放大倍数为1.93倍，目前融资担保责任余额放大倍数较低，未来具备较大业务发展空间。

表17 中原再担保营业收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	2.36	46.22%	1.80	39.74%	1.17	39.53%
直保业务收入	2.20	43.01%	1.68	37.09%	0.98	33.11%
再担保业务收入	0.16	3.21%	0.11	2.43%	0.19	6.42%
提取未到期责任准备	(0.29)	(5.71%)	(0.32)	(7.06%)	(0.27)	(9.12%)
利息收入	2.64	51.67%	2.33	51.43%	1.55	52.36%
其他业务收入	0.20	3.94%	0.54	11.92%	0.33	11.15%
其他收益	0.19	3.76%	0.18	3.97%	0.19	6.42%
营业收入合计	5.12	100.00%	4.53	100.00%	2.96	100.00%

资料来源：中原再担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中原再担保营业收入主要来自于担保业务收入和利息收入，近年来中原再担保加大支小支农力度，大力开展“总对总”批量担保业务，担保业务规模显著上升，带动营业收入快速增长，2023年中原再担

保的担保业务收入和营业收入分别为2.36亿元和5.12亿元，分别同比增长31.11%和13.02%。受益于股东增资，中原再担保可用资金规模较大，近年来利息收入较快增长并且成为营业收入的重要组成部分，2023年实现利息收入2.64亿元，同比增长13.25%，在营业收入中的占比为51.67%。

中原再担保营业支出主要由提取担保赔偿准备金、业务及管理费构成。2023年受担保业务规模增加影响，中原再担保提取担保赔偿准备金规模快速增长，2023年提取担保赔偿准备金2.79亿元，同比增长18.17%；业务规模的上升带动业务及管理费大幅增长，2023年业务及管理费为0.97亿元，同比增长25.38%。2023年中原再担保营业支出4.30亿元，同比增长13.16%。

在上述因素综合作用下，2023年中原再担保实现净利润0.58亿元，同比增长10.48%，当年净资产收益率0.43%，处于较低水平。整体来看，中原再担保的担保业务收入及利息收入的增长带动营业收入快速上升，但受担保赔偿准备金规模增长的影响，盈利水平较低，盈利能力有待持续提升。

从外部支持方面来看，中原再担保是河南省目前唯一一家政府性再担保机构，承担了河南省政府性融资担保体系建设任务，在河南省政府性融资担保体系中具有龙头引领和示范带动作用。中原再担保坚守准公共产品功能定位，聚焦支小支农主业，通过增信、分险、业务指导和代偿补偿机制建设等途径，规范引导全省融资担保行业发展，致力于发挥全省融资担保业务经营的“放大器”和风险化解的“稳定器”作用，为中小企业融资提供便利。中原再担保在区域内地位突出、重要性高，在资金注入、财政补贴及业务开展等方面能获得河南省政府的大力支持。2021年、2022年和2023年，河南省财政厅分别向中原再担保增资20.00亿元、10.00亿元和10.00亿元，进一步提升了其资本实力。2021-2023年，中原再担保分别获得政府补贴0.19亿元、0.18亿元和0.19亿元，提升了利润水平。近年来河南省各级政府出台多项加强政府性融资担保体系建设的政策，积极推动代偿补偿、保费补贴、资本金补充等长效保障机制的构建，促进了其担保业务的开展。

综上所述，中原再担保承担构建河南省全省再担保体系的重要职能，在资金注入、财政补贴及业务开展等方面得到河南省政府的大力支持；业务以再担保业务为主、直保业务为辅，近年来担保业务规模快速增长，带动担保业务收入快速上升；受益于股东增资，资本实力持续增强，货币资金充足，资产流动性较好。同时中证鹏元也关注到，中原再担保的担保代偿规模较大，需持续关注后续代偿风险及回收情况；受业务政策性定位以及资产结构影响，盈利能力较弱，拨备覆盖率处于较低水平等风险因素。

经中证鹏元综合评定，中原再担保主体信用等级为AAA，评级展望稳定，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“19伊川债/19伊川财源债”的安全性。

十、 结论

公司作为伊川县重要的基础设施建设投融资主体，主要负责伊川县范围内的工程建设及施工、房屋租赁及管理等业务。截至2023年末公司在建代建项目规模较小，但存货中未完工工程项目账面余额规模

较大，若能按计划完工并结算，可为公司带来一定收入，此外公司工程施工业务在手合同金额较大，预计业务持续性较好，房屋租赁及管理业务毛利率水平较高，砂石料销售、园林建设及市政施工、售电等业务为营业收入形成补充。考虑到公司负债规模持续增长，偿债指标有所弱化，且公司项目待投资规模较大，预计存在较大资金压力。此外于跟踪期内，公司信托产品存在实质性违约，但已及时处理。作为伊川县重要的投融资主体，公司在业务、资本金及财政补贴方面持续获得当地政府较大力度的支持，抗风险能力尚可。同时，中原再担保提供的保证担保有效提升了“19伊川债/19伊川财源债”的信用水平。

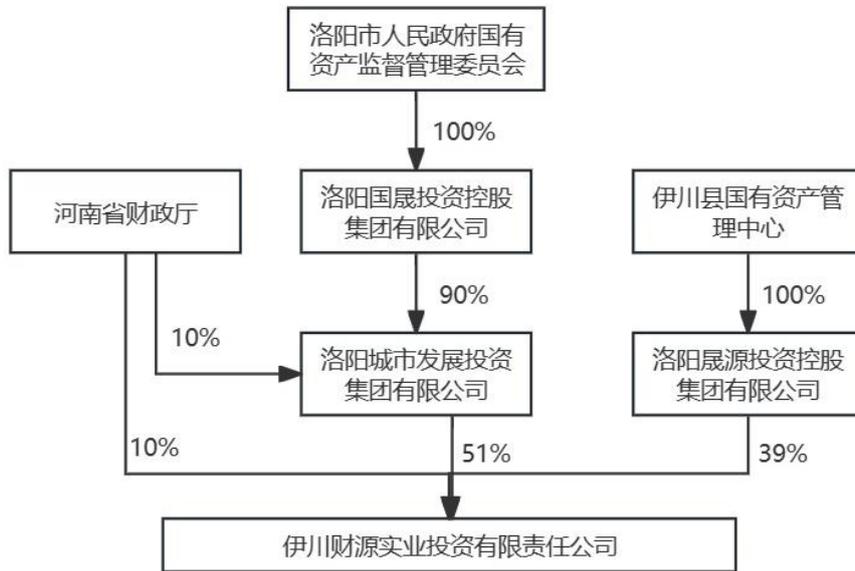
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“19伊川债/19伊川财源债”的信用等级为AAA。

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	0.87	3.95	1.55
应收账款	10.12	9.39	5.64
其他应收款	34.91	29.95	33.24
存货	79.26	71.39	61.26
流动资产合计	129.52	123.21	114.59
投资性房地产	23.52	22.09	21.37
无形资产	7.76	7.67	6.34
其他非流动资产	51.46	43.98	40.48
非流动资产合计	95.64	85.83	76.45
资产总计	225.16	209.03	191.05
短期借款	17.16	18.52	14.67
应付账款	5.37	5.16	2.28
合同负债	7.73	3.72	2.86
其他应付款	28.76	3.10	3.07
一年内到期的非流动负债	11.82	18.42	13.51
流动负债合计	75.02	55.03	41.34
长期借款	19.64	26.01	22.17
应付债券	21.13	18.40	19.37
非流动负债合计	42.50	46.33	43.22
负债合计	117.52	101.36	84.56
所有者权益	107.64	107.67	106.49
营业收入	9.58	11.00	9.41
营业利润	-0.57	1.67	1.26
其他收益	0.02	0.01	0.00
利润总额	0.83	1.85	2.42
经营活动产生的现金流量净额	7.90	-2.52	-7.74
投资活动产生的现金流量净额	-7.87	-3.21	-6.58
筹资活动产生的现金流量净额	-2.46	7.39	14.36
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	15.17%	16.61%	20.43%
资产负债率	52.19%	48.49%	44.26%
短期债务/总债务	37.57%	47.48%	42.06%
现金短期债务比	0.06	0.20	0.39
EBITDA（亿元）	4.50	6.00	5.26
EBITDA 利息保障倍数	1.26	1.31	1.35

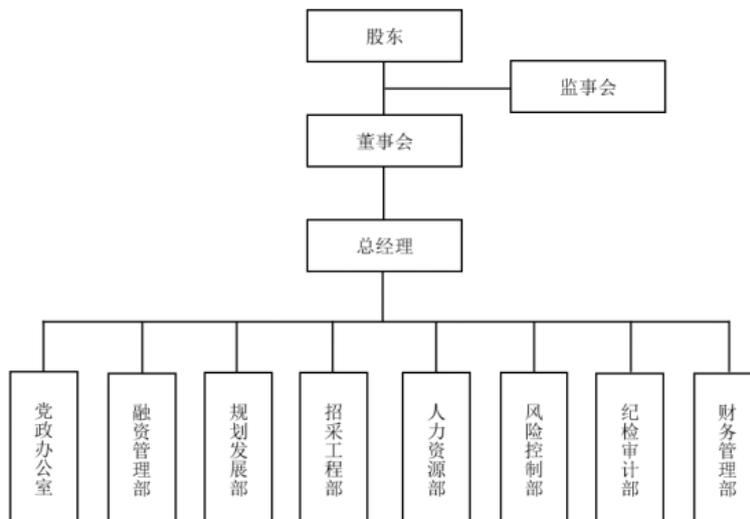
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



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

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	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
伊川财祥商贸有限公司	2,000.00	商品贸易	100.00	-	设立
伊川财源文化传媒有限公司	1,000.00	文化传媒	100.00	-	设立
伊川县建设投资有限公司	11,900.00	建设投资	71.43	-	划拨
伊川交通投资有限公司	1,000.00	交通投资	100.00	-	设立
伊川水务投资有限公司	1,000.00	水务投资	100.00	-	设立
伊川县金盾保安服务有限公司	1,100.00	安保服务	100.00	-	划拨
伊川县集聚区产业投资有限公司	11,000.00	产业投资	100.00	-	划拨
伊川县市政工程有限公司	1,000.00	工程建设	97.78	-	划拨
伊川君安物业管理有限公司	500.00	房屋租赁及管理	100.00	-	设立
伊川航瀚文化旅游投资管理有限公司	2,000.00	旅游管理	100.00	-	设立
伊川财源置业有限公司	2,000.00	房地产开发	100.00	-	划拨
伊川擎瀚土地开发有限公司	10,000.00	土地开发	100.00	-	设立
伊川晟清水务有限公司	3,000.00	工程建设	100.00	-	设立
洛阳市坤泰建筑安转工程有限公司	5,000.00	房屋建筑	95.00	-	收购
洛阳芯源半导体有限公司	3,000.00	制造业	94.83	5.17	收购
洛阳伊晟资产管理有限公司	10,000.00	房屋租赁及管理	100.00	-	设立
洛阳中润产业投资有限公司	1,000.00	商务服务业	100.00	-	设立
北京兴伊文化发展有限责任公司	500.00	文化周边	100.00	-	设立
洛阳达用建设有限公司	1,000.00	房屋建筑	100.00	-	收购
伊川县天恒运输有限公司	500.00	道路运输	100.00	-	设立
伊川县伊城置业有限公司	500.00	房地产	100.00	-	设立
伊川县泊安停车管理有限公司	500.00	道路运输	100.00	-	设立
洛阳同源水务有限公司	10,000.00	水生产和供应	100.00	-	设立
伊川县阔达建筑规划测绘有限公司	500.00	专业技术服务	100.00	-	收购
洛阳中超建筑劳务有限公司	500.00	职业中介服务	100.00	-	设立
伊川县宜居酒店管理有限公司	2,000.00	其他综合管理服务	100.00	-	设立

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
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。