

洛阳鑫通经济发展投资有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告 (23 洛阳鑫通 01/23 鑫通 01, 23 洛阳鑫通 02/23 鑫通 02)

中鹏信评【2025】跟踪第【596】号 01

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，但不对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

洛阳鑫通经济发展投资有限公司相关债券2025年跟踪评级报告（23洛阳鑫通01/23鑫通01，23洛阳鑫通02/23鑫通02）

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 洛阳鑫通 01/23 鑫通 01	AAA	AAA
23 洛阳鑫通 02/23 鑫通 02	AAA	AAA

评级日期

2025 年 06 月 27 日

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：西工区为洛阳市市辖区，商贸业在洛阳市具有领先优势，2024 年经济保持增长，为企业发展提供了良好的外部环境。洛阳鑫通经济发展投资有限公司（以下简称“洛阳鑫通”或“公司”）作为西工区重要基础设施建设主体，仍主要从事工程建设、保障房建设和土地整理等多元化业务，业务规模在区域内居首位，地位重要性高，具备较强的竞争优势，且工程项目储备充足，业务持续性较好；2024 年公司继续获得较大力度的外部支持，有效提升了当期的资本实力和盈利水平；河南省中豫融资担保有限公司（以下简称“中豫担保”）提供的保证担保仍有效提升“23 洛阳鑫通 01/23 鑫通 01”和“23 洛阳鑫通 02/23 鑫通 02”（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受制于洛阳市西工区人民政府（以下简称“西工区政府”）的统筹安排而表现较弱，且 2024 年总债务规模继续增加，叠加项目建设资本开支需求，偿债指标表现弱化，面临较大的资金压力，且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，未来较长一段时期内公司地位重要性仍将维持，业务持续性较好，有望持续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
总资产	205.95	153.79	124.14
所有者权益	127.91	92.72	80.20
总债务	58.43	49.09	31.61
资产负债率	37.89%	39.71%	35.39%
现金短期债务比	0.66	1.08	0.61
营业收入	15.39	16.69	9.17
其他收益	1.61	1.60	1.33
利润总额	1.78	2.26	1.31
销售毛利率	12.43%	11.93%	8.17%
EBITDA	3.74	3.91	2.01
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.30	1.47
经营活动现金流净额	-5.40	-8.12	1.02

资料来源：公司 2022-2023 年两年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张晨
zhangch@cspengyuan.com

项目组成员：李佳丽
lijl@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **西工区为洛阳市市辖区，商贸业在洛阳市具有领先优势，经济发展水平较高。**西工区为洛阳市市辖区，商贸业在洛阳市具有领先优势，社会消费品零售总额连续多年在市内排名靠前，同时西工区近年加快发展智能装备制造等产业，加快服务业转型，持续巩固商务中心地位，有力拉动了区域经济，2024 年经济保持增长。
- **公司平台地位重要，具备较强的业务竞争优势，业务持续性较好。**公司为西工区重要基础设施建设主体，主要从事工程建设、保障房建设和土地整理等多元化业务，业务规模在区域内居首位，具备较强的竞争优势。截至 2024 年末，公司在建项目尚需投资规模较大，业务持续性较好。
- **公司继续获得较大力度的外部支持。**2024 年公司继续获得来自于西工区政府划入的多项经营权等资产，资本实力进一步提升；此外，继续获得来自西工区政府的财政补贴，有效提升了公司的利润水平。
- **中豫担保提供的保证担保仍可有效提升相关债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，中豫担保主体信用等级为 AAA，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱。**2024 年公司资产仍以应收政府部门及地方国有企业的款项、各类经营权和存货为主，经营权资产收益低，应收款项及存货中开发成本部分易受政府结算安排影响，对营运资金形成较大占用，资金回笼时间不确定，存货中项目开发成本和土地的即时变现能力较弱，整体资产流动性较弱。
- **公司总债务规模较大且持续增加，叠加项目建设资本开支需求，面临较大的资金压力。**2024 年公司债务规模继续增加，偿债指标表现有所弱化，此外，在建项目待投入金额较大，叠加公司经营活动现金流持续净流出，面临较大的资金压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2024 年末，公司对外担保余额占当期末净资产的 4.89%，被担保方为国企，但未设置反担保措施。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
区域状况	区域状况评分	4/7	经营&财务状况	经营状况	7/7
				财务状况	5/7
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					2
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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 洛阳鑫通 01/23 鑫通 01	5.00	5.00	2024-6-7	2030-4-27
23 洛阳鑫通 02/23 鑫通 02	5.00	5.00	2024-6-7	2030-7-18

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年4月27日发行7年期5.00亿元公司债券，债券简称“23洛阳鑫通01/23鑫通01”，募集资金原计划用于洛阳市西工区下沟村城中村改造安置房（一期）建设项目和补充营运资金。截至2025年1月31日，“23洛阳鑫通01/23鑫通01”的募集资金专项账户余额为8.63万元。

公司于2023年7月17日发行7年期5.00亿元公司债券，债券简称“23洛阳鑫通02/23鑫通02”，募集资金原计划用于洛阳市西工区下沟村城中村改造安置房（一期）建设项目和补充营运资金。该债券有三个募集账户，明细如下表所示。

表1 “23 洛阳鑫通 02/23 鑫通 02” 募集账户余额明细（单位：万元）

银行名称	账户号	查询截止日	账户余额
郑州银行	999156005210002066	2025 年 6 月 11 日	3.62
恒丰银行	41050102100100000180	2025 年 1 月 31 日	218.68
华夏银行	178300000000416001	2025 年 3 月 31 日	2.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、 发行主体概况

2024年以来公司名称、注册资本、实收资本未发生变化。2024年5月27日，洛阳市西工区人民政府将其持有的公司51%股权划转至洛阳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“洛阳市国资委”）。截至2024年末，公司注册资本及实收资本均为51,000.00万元，控股股东及实际控制人均为洛阳市国资委。

公司仍是洛阳市西工区基础设施建设的重要经营实体，业务以工程代建、土地整理等为主。截至2024年末，公司重要子公司为洛阳鑫赞通实业有限公司（以下简称“鑫赞通实业”）及洛阳城市更新国有资本控股运营有限公司（以下简称“国资运营”），其中鑫赞通实业主要从事区域内的代建业务，国资运营主要承担区域内劳动派遣和景区运营等业务。

表2 公司重要子公司 2024 年末/2024 年主要财务数据（单位：亿元）

子公司名称	总资产	所有者权益	营业收入	净利润
鑫赞通实业	92.28	34.83	8.10	1.37
国资运营	100.98	77.14	2.06	0.66

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内

需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

“一揽子化债”政策实施以来，基础设施类企业债务增速得到明显抑制；2024年地方债务化解延续“控增化存”总基调，化债政策进一步细化落实，同时强调化债与发展的统筹兼顾，基础设施投资类企业转型加快

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，基础设施投资类企业债务增速得到抑制。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“控增化存”的总体思路下，以地方政府发行特殊再融资债券和金融机构参与化债为主要方式，不仅针对基础设施投资类企业的债务化解，还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。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，非重点省份化债和发展并存。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，各地化债进度和成效存在分化。

2024年以来，地方债务化解延续“控增化存”总基调，进一步落实细化“一揽子化债”政策，同时强调化债与发展的统筹兼顾。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，化债政策进一步细化落实，“统借统还”、新增专项债券偿还存量债务等新化债方式落地，多地政府在化债总方案下结合自身情况制定了“1+N”化债方案并积极落实；同时，严控基础设施投资类企业债券新增，非标、离岸债等融资渠道收紧。随着“一揽子化债”方案持续落地，化债政策效果显著，

地方债务风险得到整体缓解。但基础设施投资类企业新增融资渠道仍处于收紧状态，债券净偿还趋势明显，利息偿付压力仍较大，且区域间差异仍存。随着“化债”深入推进，基础设施投资类企业数量压减，转型步伐加快，转型路径和产业化政策方向逐渐明晰。

区域经济环境

西工区为洛阳市的经济、商贸中心，近年加快发展智能装备制造等产业，持续巩固商务中心区地位，固定资产投资快速增长推动经济水平持续提升，但一般公共预算收入持续下降

区位特征：西工区为洛阳市的经济、商贸中心，近年全面构建现代产业体系，加快发展智能装备制造等产业。西工区是洛阳市的经济、商贸中心，交通方面，洛阳机场、火车站、长途汽车站座落辖区，洛阳轨道交通地铁1号线、2号线在辖区交会，陇海铁路和310国道穿境而过；拥有全市唯一的内陆口岸，是洛阳乃至辐射豫西、晋南、陕东重要的交通通讯枢纽和人流、物流、信息流集聚地。产业方面，近年西工区全面构建现代产业体系，加快发展智能装备制造等产业；服务业加速转型，持续巩固商务中心区地位。西工区拥有洛阳一拖、中收机械、华荣生物等一批大中型科技创新企业，近年西工区加快发展智能装备制造等产业，坚持以科技创新赋能产业转型升级，中科院计算所、清华大学核研院、北京师范大学、寒武纪等一大批国内一流高校科研院所集聚西工，洛阳智能科技、西工硅巷智慧岛创新社区初具规模。

经济发展水平：近年西工区经济稳步增长，固定资产投资是经济增长的重要推动力之一。近年来西工区经济保持增长，其中西工区固定资产投资保持增长，是经济增长的重要推动力之一。近年西工区深化“商务强区”发展战略，打造服务业发展引领区，服务业投资增速较快；此外，西工区社会消费品零售总额连续多年在市内排名靠前，2024年总量位居全市第二位。

表3 西工区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	-	3%	569.49	4.7%	552.64	3.9%
固定资产投资	-	6.8%	-	5.0%	-	19.7%
社会消费品零售总额	-	6.2%	336.56	6.4%	316.20	0.01%
人均 GDP（万元）	-	-	15.43	-	14.98	-
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	172.68%	-	174.76%	-

注：“-”表示数据未公开披露；人均 GDP=GDP/常住人口，2022-2023 年常住人口系 2022 年末数据。
 资料来源：西工区 2022-2023 年国民经济和社会发展统计公报、政府官网，中证鹏元整理

财政情况：近年西工区一般公共预算收入持续下滑。近年西工区一般公共预算收入持续下降，且税收收入占比亦持续降低，财政自给程度有所波动。此外，近年来西工区未实现政府性基金收入。

表4 西工区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2023 年	2022 年
一般公共预算收入	15.99	17.46	20.50

税收收入占比	50.9%	55.7%	56.1%
财政自给率	74.0%	69.0%	86.3%
政府性基金收入	0.00	0.00	0.00

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：西工区人民政府网站，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司为洛阳市西工区基础设施建设的重要经营实体，业务收入来源较为多元。其中工程建设收入为最主要来源，主要来自子公司鑫赞通实业从事的西工区内的代建业务，2024年该业务毛利率保持稳定，但业务规模受项目结算进度的影响有所下降，拖累了当期公司营业收入的表现。此外，保障房建设收入也是公司收入的重要来源，2024年该业务收入有所上升，劳务派遣和景区运营等多项业务对公司收入形成一定补充。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设业务	7.27	47.25%	9.17%	9.73	58.28%	9.17%
保障房建设业务	5.17	33.57%	4.63%	3.80	22.75%	4.63%
劳务派遣	0.99	6.45%	0.68%	0.91	5.45%	0.37%
景区业务	0.81	5.25%	79.11%	0.57	3.41%	70.69%
管网收入	0.47	3.06%	47.38%	0.47	2.83%	47.38%
工程施工	0.00	0.00%	0.00%	0.56	3.38%	9.17%
其他业务	0.68	4.40%	20.30%	0.65	3.91%	37.13%
合计	15.39	100.00%	12.43%	16.69	100.00%	11.93%

注：1、其他业务主要包括租金及咨询服务费和小街餐饮等；2、公司因业务板块调整不再从事工程施工业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

公司工程项目建设业务在西工区具备较强的竞争优势，项目储备充足，业务持续性较好，但整体待投入金额较大，面临较大的资金压力

公司仍是洛阳市西工区基础设施建设的主要经营实体，业务规模在西工区居首位。工程建设业务是其主营业务，由子公司鑫赞通实业负责，西工区政府与鑫赞通实业签订了《洛阳市西工区人民政府项目代建协议》，西工区政府委托鑫赞通实业建设洛阳市西工区基础设施建设工程。西工区政府负责支付公司代建项目所发生的实际成本及项目收益。实际操作过程中，公司每年根据完工进度与西工区政府结算并确认代建施工业务收入。受结算进度的影响，2024年收入有所下降，但毛利率保持稳定。

截至2024年末，公司代建模式下主要在建项目包括西工区老旧小区改造提质等多个项目，项目储备较为充足。此外，公司还从事部分自营项目的建设，截至2024年末，主要在建的自营项目包括洛阳农副

产品冷链物流中心项目和洛阳解放硅巷项目等，未来收益主要来源于租赁收入等。公司主要在建项目后续尚需投资金额较大，给公司带来较大的投融资压力。

表6 截至 2024 年末公司代建模式下主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资金额
西工区老旧小区改造提质项目	30.00	18.00
西下池项目	16.87	14.12
史家屯项目	15.82	14.49
瞿家屯项目*	15.67	13.15
玻璃厂路改扩建工程	8.85	5.31
一河两渠综合治理项目	7.50	1.20
建福家园	7.05	4.23
中储地块项目	6.52	4.91
环保巷项目	5.36	3.22
洛阳保税物流中心（B 型）项目	5.00	1.18
合计	118.64	79.81

注：瞿家屯项目尚有部分质保金、工程款尾款未支付。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表7 截至 2024 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资金额	收益来源
洛阳农副产品冷链物流中心项目	7.56	3.08	冷链仓库的出租收入和服务收入等
洛阳解放硅巷项目（啤酒厂项目）	3.00	0.38	租金收入等
合计	10.56	3.46	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）保障房建设业务

公司保障房业务已完工未结算项目账面价值较大，为公司业务收入提供一定保障；但保障房业务未明确结算时间，收入易受政府结算安排影响；此外，自营保障房项目存在一定投融资压力

保障房建设业务仍主要由公司本部和国资运营下属子公司洛阳西工文化旅游城市发展集团有限公司（以下简称“西工文旅”）负责，在保障房工程建设中，公司按照一定的比例配置配套商业、停车位等。公司与洛阳市西工区城市改造办公室（以下简称“西工区城改办”）协议约定委托建设的保障房项目的计价方式、结算方式等，项目建设资金主要依赖自有资金。

2024年保障房建设收入主要来自于大路口、升龙广场和五女冢一期等项目。截至2024年末，公司存货开发成本主要包括洛阳市西工区下沟村城中村改造安置房一期、大口路项目和升龙广场项目等，期末账面价值为25.48亿元。整体来看，公司已完工未结算项目账面价值较大，未来能够为公司收入提供一定保障，保障房业务持续性较好。但值得注意的是，公司虽已与西工区政府就相关项目签订协议，但未约定具体结算时间，未来该业务收入及盈利情况或存在一定波动。此外，截至2024年末，上林苑小区的

预计总投资为15亿元，已投资0.49亿元；洛阳市西工区下沟村城中村改造安置房（一期）建设项目的预计总投资为10.18亿元，已投资9.33亿元，预期收入为保障房住宅销售收入、配套商业销售收入、幼儿园出租收入及地下车位出租收入。公司在建保障房项目尚需投入一定规模，面临一定的资金压力。

（三）土地整理业务

受建设进度等因素影响公司土地整理业务收入波动较大，业务稳定性不佳；但在建土地整理项目待投入金额较大，为该业务持续性提供了较好保障，同时带来较大投融资压力

土地整理业务方面，根据公司与西工区政府签订的《洛阳市西工区土地整理委托开发协议》，西工区政府委托公司对区内的建设用地进行整理。西工区政府负责支付公司土地整理项目所发生的实际成本及项目收益，项目收益为土地整理投资的20%。受土地整理项目建设进度等因素影响，2023-2024年公司未确认土地整理业务收入，收入波动性较大。

截至2024年末，公司主要在建土地整理项目尚需投资51.44亿元，项目资金主要为公司自筹和银行贷款等。整体看，公司土地整理业务储备项目量较大，持续性较好，未来收入较有保障，但待投入金额较大，持续面临较大投融资压力。此外，值得关注的是，公司土地整理业务易受土地整理项目结算安排等因素影响，收入和盈利波动较大。

表8 截至 2024 年末公司主要在建土地整理项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资额	已投资额
城中村改造拆迁	2.30	1.27
洛北乡东涧沟城中村地块	4.00	1.15
解放路和中州路交叉口停车场地块	0.50	0.29
黎明化工院王城大道家属院二乔公交停车场地块	0.70	0.35
棉麻路体育公园	1.72	1.40
史家屯二期征迁项目	40.00	0.52
市运输地块	5.00	0.49
西下池三期	3.00	0.31
合计	57.22	5.78

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）其他业务

公司劳务派遣服务业务、景区业务及租赁业务等收入丰富了公司的收入来源

劳务派遣服务由国资运营下属子公司洛阳浦菏劳务派遣服务有限公司（以下简称“浦菏劳务”）经营，根据用人单位需求，浦菏劳务与个人劳动者签订了劳动合同建立了劳动关系，并为用人单位提供劳务派遣人员，并为用人单位中的劳务派遣人员代缴纳五险一金业务，同时也为劳务派遣人员提供人事代理服务，涉及区域内国有企业、机关事业单位等。2024年收入小幅上涨，受劳务派遣服务业务模式影响，该业务毛利率处于较低水平。

景区业务由西工文旅经营，2023年1月，西工区政府向西工文旅无偿划转金水河湿地公园、樱桃沟风景区（国家AAAA级旅游景区）、红山欢乐谷的经营权，以上三个景区均位于西工区辖区内，彼此相邻。同时，西工文旅与洛阳市西工区红山街道办事处（以下简称“红山街道办”）签署了《景点承包经营合同》，将以上景区经营权发包给红山街道办，期限为3年（至2025年12月），并每年收取红山街道办0.60亿元固定承包费。2024年起景区业务不再采取收取固定承包费的模式，变为按照利润进行分成，70%收入归属于西工文旅。2023-2024年公司分别确认0.57亿元和0.81亿元景区业务收入，整体盈利能力较好。

2020年西工区政府向鑫赞通实业划转了价值9.93亿元的雨、污水排污管网等资产，并与鑫赞通实业签订了《西工区地下排污管网运营维护合同》，约定西工区政府自2023年起每年向公司支付0.50亿元运营维护费用。2024年管网运维收入和毛利率较为稳定。

2024年公司继续在资产划拨、财政补助等方面获得较大力度的外部支持

2024年公司继续获得来自于西工区政府划入的多项经营权等资产，截至2024年末，公司资本公积增加至106.07亿元。此外，公司2023-2024年分别获得来自西工区政府1.60亿元和1.61亿元的补贴，计入其他收益，有效提升了公司的利润水平。

表9 2024年公司主要获得的外部支持情况（单位：亿元）

年份	文件名/号	资产名称	确认资本公积
2024年	《关于将经营权划转至洛阳城市更新国有资本控股运营有限公司的决定》	国华宝居、鹏翔小区、怡心苑、东方光源、青年公寓、汉宫花园等公租房经营权	12.21
	《关于将经营权划转至洛阳城市更新国有资本控股运营有限公司的决定》	西工办便民停车场及附属配套设施等区属停车经营权	5.41
	《关于将经营权划转至洛阳西工文化旅游城市发展集团有限公司的决定》	小街三期、四期房地产经营权	5.58
	《关于将区属房产经营权划转至洛阳城市更新国有资本控股运营有限公司的决定》	房地产经营权	5.10
	《关于将经营权划转至洛阳西工文化旅游城市发展集团有限公司的决定》	西工地文商旅步行街景区经营权	4.96
	合计	-	33.26

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 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2022-2023年两年连审审计报告以及大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

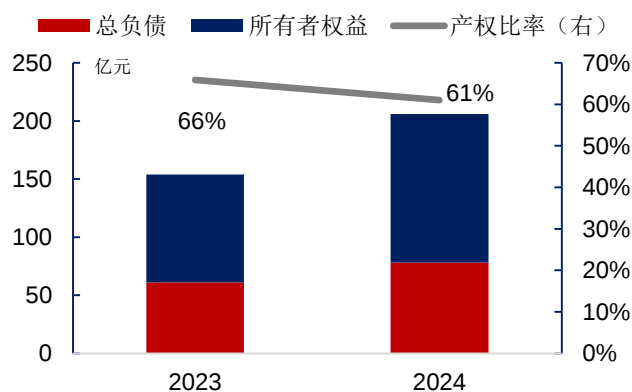
受益于资产划拨，2024年公司资本实力进一步增强；公司资产主要集中于应收款项、项目开发成本和土地以及政府注入的经营权，经营权资产收益低，应收款项回款易受政府结算安排影响，对营运

资金形成较大占用，此外，项目开发成本和土地的即时变现能力较弱，整体资产流动性较弱；2024年公司债务规模继续增加，偿债指标表现亦有所弱化，考虑到当期公司经营活动现金流持续净流出，难以覆盖项目建设支出及未来投资计划，公司面临较大的资金压力

资本实力与资产质量

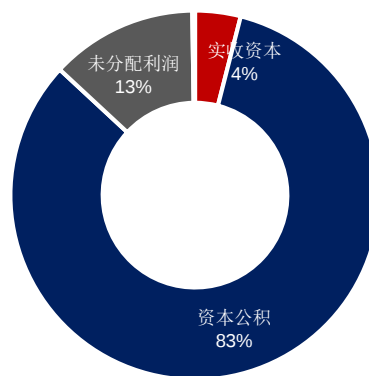
受益于资产划入等外部支持，2024年公司所有者权益继续增长，同时受负债总额增速低于净资产增速的影响，公司产权比率有所下降，净资产对负债的保障程度有所上升。从权益结构来看，所有者权益主要包括划拨资产等形成的资本公积以及实收资本。

图1 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年两年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

图2 2024年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

受益于西工区政府继续向公司注入资产，2024年公司资产规模有所增长，以应收款项（应收账款和其他应收款）、无形资产和存货为主，2024年末上述资产占总资产的比重为73.15%，资产流动性较弱。

公司应收款项整体规模较大且回收时间不确定，对公司营运资金形成较大占用，存货中的项目开发成本和土地即时变现能力较弱，无形资产产生的收益较少。应收款项主要系应收政府相关部门和地方国企的工程项目结算款、土地整理款和借款等，坏账计提方面，应收账款和其他应收款合计计提坏账1.09亿元，2024年其他应收款增加主要系公司与西工区地方国企洛阳王城建筑工程有限公司往来款增加。公司存货为流动性相对较差的开发成本及土地资产，开发成本主要包括下沟村城中村改造安置房一期、大路口、升龙广场保障房建设等项目¹；土地资产为公司购入的洛阳市洛啤实业有限公司（以下简称“洛啤实业”，曾用名：洛阳市啤酒厂）所持有的两宗土地，按照评估价值入账。无形资产主要包括西工区政府注入的西工区小街经营权、景区经营权、公租房、停车位等各类经营权，产生少量收益，收益性差。

公司投资性房地产和固定资产主要系政府注入的资产，产生少量收益。投资性房地产为西工区政府注入的史家屯住宅商品房，以评估法入账，产生少量的租赁收入，2024年小幅下降。固定资产主要包括

¹ 大路口项目和升龙广场项目均为西工区政府于 2017-2018 年划拨至公司的划拨资产，2024 年末账面价值为 16.90 亿元。公司虽已与西工区政府就以上项目签订相关协议，但协议未约定具体结算时间。

西工区政府2020年注入的雨、污水排污管网等资产及2021年注入的纱厂路沙北校区等资产，产生少量的管网运维收入，2024年因折旧有所减少。

截至2024年末，公司受限资产金额为3.91亿元，占同期资产总额的比例为1.90%，受限原因系存单质押。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.60	5.63%	13.14	8.54%
应收账款	39.76	19.31%	31.05	20.19%
其他应收款	28.69	13.93%	15.70	10.21%
存货	35.72	17.34%	35.52	23.10%
流动资产合计	119.68	58.11%	101.23	65.82%
固定资产	11.96	5.81%	12.28	7.98%
投资性房地产	18.16	8.82%	18.21	11.84%
无形资产	46.48	22.57%	13.46	8.75%
非流动资产合计	86.27	41.89%	52.56	34.18%
资产总计	205.95	100.00%	153.79	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年两年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2024年债务规模有所增加，有息债务占比较大，截至2024年末，公司有息债务占总负债的比例为74.87%。公司总债务主要由银行借款、债券融资和长期应付款构成，其中银行借款以质押、保证借款和质押借款为主；应付债券包括“20鑫通01”，“23鑫通01/23洛阳鑫通01”及“23鑫通02/23洛阳鑫通02”（发行规模均为5.00亿元，期限均为7年），票面利率约为5.8%-6.5%。2024年末长期应付款包括长期非金融机构借款和应付融资租赁款，应付融资租赁款主要为应付农发基础设施基金有限公司的款项（0.85亿元），利率约为7.5%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	12.16	15.58%	10.16	16.64%
其他应付款	18.97	24.30%	11.59	18.97%
流动负债合计	37.16	47.62%	24.20	39.62%
长期借款	23.90	30.62%	17.43	28.54%
应付债券	9.91	12.70%	12.86	21.06%
长期应付款	7.07	9.06%	6.58	10.77%
非流动负债合计	40.88	52.38%	36.88	60.38%
负债合计	78.04	100.00%	61.08	100.00%

总债务	58.43	74.87%	49.09	80.37%
其中：短期债务	17.55	30.04%	12.21	24.88%
长期债务	40.88	69.96%	36.88	75.12%

资料来源：公司 2022-2023 年两年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

2024 年受现金类资产减少和短期债务增加的共同影响，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。EBITDA 对利息保障程度一般。

2024 年公司经营活动现金流仍净流出，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，在建项目尚需投资规模较大。截至 2024 年末，公司获得主要的银行授信额度为 82.50 亿元，剩余授信 44.88 亿元，可为公司后续资金需求提供一定支持，但持续上升的债务规模及资金支出压力仍使公司面临较大的资金压力。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2024 年	2023 年
资产负债率	37.89%	39.71%
现金短期债务比	0.66	1.08
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.30

资料来源：公司 2022-2023 年两年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

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（2025年4月21日），公司本部、重要子公司鑫赞通实业和国资运营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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月20日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年末，公司对外担保余额为6.25亿元，占当期末净资产的4.89%，被担保方全部为洛阳钰丰建设开发有限公司，该公司为区域内国有企业，但未设置反担保措施。整体看，公司存在一定的或有负债风险。

七、 外部特殊支持分析

公司实际控制人为洛阳市国资委，但业务基本来源于西工区政府及相关单位，因此外部支持方仍为西工区政府。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，西工区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在

在以下方面：

（1）公司与政府的联系非常紧密。洛阳市国资委和洛阳市西工区人民政府分别持有公司51.00%和49.00%股权，对公司的经营战略和业务运营有着绝对控制权；公司业务基本来源于西工区政府及相关单位，公司自成立以来，持续获得西工区政府在资产注入及财政补贴等方面的较大支持，未来公司与西工区政府的关系也比较稳定，公司与西工区政府的联系为非常紧密。

（2）公司对西工区政府非常重要。公司是西工区基础设施建设重要的经营实体，公司以提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务为主；公司在基础设施建设等方面对西工区政府贡献很大；公司已发债，若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。

八、 本期债券偿还保障分析

中豫担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平

本期债券由中豫担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为债券本金及利息、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，保证期间为债券存续期及债券到期之日起二年。此外，相关债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过中豫担保同意，未经中豫担保书面同意而加重其担保责任的，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。后经多次增资扩股和引入新股东，截至2024年末，中豫担保注册资本和实收资本均为100.00亿元，河南省豫资城乡一体化建设发展集团有限公司（以下简称“豫资一体化”）持有中豫担保23.50%股权，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²。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2024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”）、河南省中豫工程担保有限公司及河南省中豫投资有限公司。

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担保业务和工程保函等非融资担保业务，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。近年来中豫担保的担保余额增速有所放缓，截至2024年末，中豫担保的担保余额合计419.71亿元，同比增长0.87%；其中直接融资担保余额同比下降14.88%至229.35亿元，在担保余额中的占比下降至54.65%，在监管政策约束平台债务的背景下，需关注中豫担保未来债券担保业务的开展情况；

² 2021年12月中豫担保增资后，豫资一体化未继续与其他股东签署一致行动人协议，但根据中豫担保的公司章程规定，中豫担保股东会做出的所有决议，同意通过决议的股东中必须包含豫资一体化，同时中豫担保全部3名董事中包括董事长在内的2名非职工董事需由豫资一体化推举并经董事会表决通过聘任，豫资一体化通过股东会和董事会对中豫担保形成实际控制。

间接融资担保余额合计140.01亿元，同比增长9.33%，在担保余额中的占比为33.36%；非融资担保余额合计50.34亿元，同比增长171.11%，在担保余额中的占比为12.00%。2024年，中豫担保未发生担保代偿；由于2023年发生的一笔2.24亿元银行贷款担保代偿仍未收回，截至2024年末，中豫担保累计代偿回收率为23.81%，需持续关注该笔代偿业务的回收情况。

表13中豫担保主要财务和业务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024	2023	2022
资产总额	175.27	152.77	134.55
货币资金	119.36	126.49	118.06
应收代偿款余额	2.24	2.24	0.00
应收代偿款减值准备	0.00	0.00	0.00
负债总额	46.27	31.24	18.03
所有者权益合计	129.00	121.53	116.53
营业收入	9.27	8.47	7.82
担保业务收入	5.18	3.85	3.39
咨询收入	4.01	4.45	4.37
净利润	6.27	5.30	4.02
净资产收益率	5.01%	4.45%	3.49%
担保余额	419.71	416.07	368.04
直接融资担保余额	229.35	269.44	224.66
融资担保责任余额	277.62	289.72	260.10
融资担保责任余额放大倍数(X)	2.15	2.38	2.23
当期担保代偿率	0.00%	0.73%	0.00%
累计代偿回收率	23.81%	23.81%	100.00%
拨备覆盖率	911.52%	702.62%	-

注：上表中应收代偿款余额仅包括本金，不包括利息。

资料来源：中豫担保 2022-2024 年审计报告及中豫担保提供，中证鹏元整理

近年来中豫担保资产规模保持增长，以货币资金及债权类投资资产为主。截至2024年末，中豫担保资产总额为175.27亿元，同比增长14.72%；货币资金合计119.36亿元，在资产总额中的占比为68.10%，其中有83.49亿元大额存单和3.02亿元保证金使用受限，受限货币资金在资产总额中的占比为49.36%，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；截至2024年末，中豫担保债权类投资资产余额合计45.51亿元，在资产总额中的占比为25.97%。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2024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68.10%、8.49%和11.32%，满足监管部门相应要求。截至2024年末，中豫担保负债总额为46.27亿元，其中担保赔偿准备金和未到期责任准备金合计18.39亿元，同比增长27.39%，在负债总额中的占比合计为39.75%；应付债券为12.50亿元，在负债总额中的占比为27.02%；另有长短期借款合计8.36亿元。截至2024年末，中豫担保所有者权益合计129.00亿元，同比增长6.14%；融资担保责任余额放大倍数为2.15倍，处于较低水平。中豫担保收入主要由担保业务收

入以及子公司开展的融资咨询、资产管理等服务获得的咨询收入构成。2024年，中豫担保营业收入同比增长9.47%至9.27亿元；其中担保业务收入5.18亿元，同比增长34.35%，在营业收入中的占比为55.83%；咨询收入4.01亿元，同比下降9.86%，在营业收入中的占比为43.26%。2024年，中豫担保实现净利润6.27亿元，同比增长18.37%；净资产收益率为5.01%，同比上升0.56个百分点。

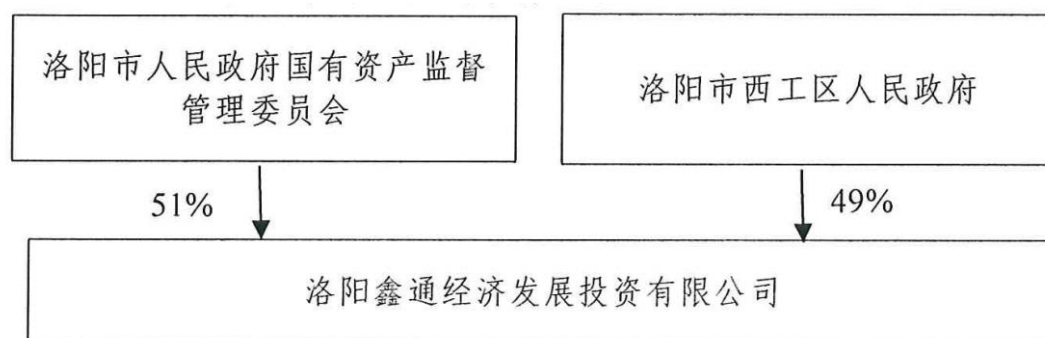
中豫担保作为河南省内重要的国有担保公司，在资本金补充、业务拓展等方面获得股东和河南省政府的有力支持；担保业务规模保持增长，带动收入和利润规模持续上升；权益规模稳步增长，资本实力强。同时中证鹏元也关注到中豫担保的担保业务行业及区域集中度较高，直接融资担保业务面临一定展业和转型压力；风险管理能力有待持续提升。经中证鹏元综合评定，中豫担保的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍可有效提升本期债券的信用水平。

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	2023 年	2022 年
货币资金	11.60	13.14	7.53
应收账款	39.76	31.05	23.39
其他应收款	28.69	15.70	12.86
存货	35.72	35.52	39.40
流动资产合计	119.68	101.23	86.17
无形资产	46.48	13.46	3.51
非流动资产合计	86.27	52.56	37.96
资产总计	205.95	153.79	124.14
短期借款	12.16	10.16	10.10
其他应付款	18.97	11.59	12.17
一年内到期的非流动负债	5.39	2.05	2.34
流动负债合计	37.16	24.20	24.77
长期借款	23.90	17.43	10.92
应付债券	9.91	12.86	2.94
长期应付款	7.07	6.58	5.31
非流动负债合计	40.88	36.88	19.17
负债合计	78.04	61.08	43.94
总债务	58.43	49.09	31.61
其中：短期债务	17.55	12.21	12.44
长期债务	40.88	36.88	19.17
所有者权益	127.91	92.72	80.20
营业收入	15.39	16.69	9.17
营业利润	1.78	2.26	1.14
其他收益	1.61	1.60	1.33
利润总额	1.78	2.26	1.31
经营活动产生的现金流量净额	-5.40	-8.12	1.02
投资活动产生的现金流量净额	-2.20	-5.15	-0.11
筹资活动产生的现金流量净额	5.11	19.60	-0.02
财务指标	2024 年	2023 年	2022 年
销售毛利率	12.43%	11.93%	8.17%
资产负债率	37.89%	39.71%	35.39%
短期债务/总债务	30.04%	24.88%	39.36%
现金短期债务比	0.66	1.08	0.61
EBITDA（亿元）	3.74	3.91	2.01
EBITDA 利息保障倍数	1.29	1.30	1.47

资料来源：公司 2022-2023 年两年连审审计报告、2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司提供

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
洛阳鑫赞通实业有限公司	51,500.00	92.82%	房地产开发与销售、文化旅游项目开发等
洛阳城市更新国有资本控股运营有限公司	20,000.00	100.00%	土地使用权租赁、商务代理代办服务等

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 担保方评级模型结果

评级要素	评分等级
个体信用状况	aa
外部特殊支持	+2
主体信用等级	AAA

注：（1）本次评级采用评级方法模型为：担保公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V2.0）、金融企业外部特殊支持评价方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）；（2）中豫担保作为河南省重要的国有担保公司，在助力省内各级地方国有企业融资中发挥重要作用，中证鹏元认为在中豫担保面临困难时，其股东及河南省政府向其提供支持的意愿极其强，同时其股东及河南省政府提供支持的能力很强，因此在中豫担保个体信用状况基础上上调 2 个子级。

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+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

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。

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。

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。

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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号