



2017年襄城县灵武城市开发建设有限公司 公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2017年襄城县灵武城市开发建设有公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
17 襄城灵武债/PR 襄城债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：襄城县灵武城市开发建设有公司（以下简称“襄城灵武”或“公司”）工程施工及安置房销售业务持续性较好，获得的外部支持力度仍较大，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“进出口担保”）提供的保证担保仍能有效提升“17 襄城灵武债/PR 襄城债”（以下简称“本期债券”）的信用水平。同时中证鹏元也关注到了公司项目沉淀资金及应收款项规模大，结转及回款存在不确定性，部分资产受限，资产流动性弱，公司项目建设资金压力较大，经营活动现金流净额难以对项目提供有效支撑，公司融资租赁及其它公司借款占比较大推升整体融资成本，偿债压力较大，面临一定集中兑付压力，此外公司对外担保规模较大，存在不良及关注类对外担保，曾多次被列为被执行人，子公司存在关注类借款，或有负债风险大。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为目前公司在建项目丰富，总投资规模较大，预计公司业务持续性较好，且公司有望继续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023 年 06 月 28 日

联系方式

项目负责人：何贺
 heh@cspengyuan.com

项目组成员：王建飞
 wangjf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022	2021	2020
总资产	127.22	134.29	130.37
所有者权益	80.69	78.92	82.48
总债务	30.29	36.65	33.27
资产负债率	36.57%	41.23%	36.73%
现金短期债务比	0.16	0.43	0.29
营业收入	9.94	11.74	13.31
其他收益	1.54	1.50	1.50
利润总额	1.85	1.89	1.84
销售毛利率	20.63%	20.95%	16.88%
EBITDA	3.58	3.50	3.20
EBITDA 利息保障倍数	2.08	2.05	1.04
经营活动现金流净额	2.32	2.86	0.26

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司工程施工收入及安置房销售业务持续性较好。**公司作为襄城县重要的基础设施建设主体，主要从事襄城县的基础设施建设业务，在建基础设施和安置房项目规模较大，存在一定规模的拟建项目，为后续业务持续性提供了有利支撑。此外，随着公司自建项目投入使用，出租业务成为收入的重要补充。
- **公司获得的外部支持力度仍较大。**公司作为襄城县重要的投融资平台，2022 年继续获得政府补贴 1.54 亿元，有效提高了当年利润水平。
- **保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为 AA+，其为本期债券提供的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。

关注

- **项目沉淀资金及应收款项规模大，结转及回款存在不确定性，受限资产规模较大，资产流动性弱。**公司资产集中于存货、应收政府部门工程款及往来款。其中应收款项回款时间存在一定不确定性，其他应收款中存在企业被列为失信被执行人（合计 1.61 亿元），资金回收存在较大风险；存货中项目成本结转受制于项目进度、政府规划及财政安排，土地集中变现能力弱。此外，公司受限资产合计 14.18 亿元，主要为存货和其他货币资金，固定资产、投资性房地产中存在部分未办理产权证资产。
- **公司项目建设资金压力较大，非标融资及债券推升公司融资成本，公司偿债压力较大，面临一定集中兑付压力。**截至 2022 年末，公司主要在建基础设施项目尚需投资 30.18 亿元，在建安置房项目尚需投资 25.27 亿元，拟建基础设施尚需投资 5.98 亿元；且近年公司经营活动现金流净额波动较大，难以对项目建设提供有效支撑。公司长期应付款中融资租赁及其它公司借款规模较大，叠加发行债券的利率较高，推升公司的融资成本。从债务到期分布来看，公司一年内到期的非流动负债合计 7.08 亿元，债券附有提前赎回条款，面临一定的集中兑付压力，现金短期债务比仍下降且水平较低，公司偿债压力较大。考虑到公司持续业务扩张仍将带来长期的资金需求，未来流动性缺口或进一步扩大。
- **公司存在关注类借款、不良及关注类对外担保，曾多次被列为被执行人，或有负债风险大。**根据公司提供的企业信用报告，截至 2023 年 5 月 11 日，公司本部未结清信贷交易存在 4.44 亿元关注类余额，存在 2.30 亿元关注类担保余额、0.07 亿元不良类担保余额。经查询公司全资子公司襄城县东城建设投资有限公司（以下简称“东城公司”）的企业信用报告，截至 2023 年 6 月 20 日，东城公司存在关注类借款 2.43 亿元，系东城公司通过中原银行股份有限公司许昌分行以委托贷款形式向许昌市投资集团有限公司借款，因产生逾期利息被列入关注，截至 2023 年 6 月 16 日，东城公司已偿还对应 181 万逾期利息。公司对外担保规模较大，截至 2022 年末公司对外担保合计 12.96 亿元，均未设置反担保措施，其中被担保方襄城县裕达开发投资有限责任公司（以下简称“裕达公司”）近年曾多次被执行。近一年内公司曾多次被列为被执行人，主要系公司为裕达公司提供融资租赁担保逾期及公司自身融资租赁逾期所致，执行金额合计 2.54 亿元，截至报告出具日均已解决。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	3/7	城投经营&财务状况	经营状况	5/7
	区域状况初始评分	3/7		财务状况	4/7

行政层级	2/5	
调整因素	ESG 因素	0
	审计报告质量	0
	不良信用记录	0
	补充调整	0
个体信用状况		bbb+
外部特殊支持		4
主体信用等级		AA-

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **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

- 公司是襄城县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，襄城县政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与襄城县政府的联系非常紧密以及对襄城县政府非常重要。同时，中证鹏元认为襄城县政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA+/17 襄城灵武债/PR 襄城债	2022-6-29	罗力、宋晨阳	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA-/稳定	AA+/17 襄城灵武债/PR 襄城债	2017-09-25	金善姬、胡长森	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2015V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx_2015V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
17 襄城灵武债/PR 襄城债	10.00	4.00	2022-6-29	2024-11-10

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2017年11月10日发行7年期10.00亿元公司债券，募集资金原计划6.00亿元用于襄城县电子商务创新创业园项目，4.00亿元用于补充流动资金项目。截至2023年4月末，公司募投项目中北区2号楼（电子商务中心）已完工并已出租，北区3号楼（培训教育中心和技术创新研发中心）已开工，目前正在进行主体建设施工；南区主楼（孵化办公区及展览展示中心）主体已完工，部分场馆已完成装饰装修并已投入使用。截至2023年4月末，本期债券募集资金专项账户余额为14.62万元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实控人、股权结构均未发生变更，公司控股股东仍为许昌金襄城乡建设投资有限公司（以下简称“金襄城投”），持有公司100%股权，金襄城投股东为许昌市投资集团有限公司、襄城县国有资产运营中心，分别持股51%和49%，其中许昌市投资集团有限公司控股股东为许昌市财政局。截至2023年4月末，金襄城投仍为公司控股股东。

公司作为襄城县重要建设主体，仍主要负责县域内基础设施建设、安置房销售等业务。2022年公司合并范围新增6家子公司。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共12家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2022年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
河南联辉建筑工程有限公司	100%	3,000	土石方工程施工；园林绿化工程施工等	购买
襄城县鸿泰建设实业有限公司	100%	2,000	房地产开发经营等	出资
襄城县永辰置业有限公司	100%	1,000	房地产开发经营等	出资
襄城县永华置业有限公司	100%	1,000	房地产开发经营等	出资
许昌奔昱再生资源有限公司	40%	5,000	再生资源回收、加工等	出资
襄城县云顶实业发展有限公司	100%	1,000	房地产开发经营等	出资
2、2022年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
无	-	-	-	-

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

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企

业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

襄城县依托产业集聚区形成了新能源、装备制造、服装制鞋等主导特色产业和煤化工循环产业，近年经济总量及财政实力持续提升，但财政自给能力偏弱，地方政府债务增长较快

区位特征：襄城县位于平顶山、许昌及郑州都市圈，物产资源丰富。襄城县隶属于河南省许昌市，地处中原腹地，南距煤城平顶山20公里，北距古都许昌40公里、郑州国际机场70公里。漯宝、平禹铁路贯穿境内，东接京广线，西连焦枝线，许广高速公路穿境而过。襄城县物产资源丰富，是平煤集团主要煤田所在地，许昌市区的重要水源地；襄城是中国烟草文化之乡和中国烟草文化研究基地，2022年襄城县已落实烟叶种植面积11.3万亩，打造烟叶种植示范区2,000余亩，“襄城烤烟”已通过“国家农产品地理标志”认证；襄城县全国绿色食品原料（小麦、大豆）标准化生产基地通过验收。襄城县现辖9镇5乡2个街道，448个行政村（社区），总面积920平方公里。2021年末常住人口67.5万人，较第六次人口普查常住人口数（67.13万人）略有增加。

图1 襄城县区位图


资料来源：公开资料

经济发展水平：近年襄城县经济总量保持增长，但人均产值不及全国平均水平。襄城县经济体量在许昌市下辖各区、县排名相对靠后。近年当地经济以二、三产业为主导，2022年全县生产总值完成509.4亿元，增长3.2%，增速居全市第一，其中规模以上工业增加值增长5.6%，推动当地经济发展。2020-2022年固定资产投资及社会零售总额增速呈现较大波动，近年襄城县人均GDP持续增长，但均不及全国平均水平。

表2 2022年许昌市下辖部分市、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
禹州市	926.9	2.7%	8.35	30.51	13.43
长葛市	832.9	-	11.73	38.91	6.49
襄城县	509.4	3.2%	7.55	25.06	13.59
建安区	451.5	2.5%	7.80	-	-
魏都区	333.34	0.8%	8.31	-	-

注：人均 GDP 采用第七次人口普查常住人口数据核算。

资料来源：各县区政府网站、中证鹏元城投中心，中证鹏元整理

表3 襄城县主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	509.4	3.2%	485	4.7%	463.9	2.7%
固定资产投资	185	-2.8%	-	9.3%	-	-5.3%

社会消费品零售总额	113.8	-3.3%	117.6	9.7%	107.3	-4.0%
人均 GDP (元)		75,467		71,852		68,743
人均 GDP/全国人均 GDP		88.06%		88.73%		94.89%

注：“-”数据未公告；2020 年人均 GDP 采用第七次人口普查常住人口数据核算，2021-2022 人均 GDP 使用 2021 年末常住人口计算。

资料来源：2020-2021 年襄城县国民经济和社会发展统计公报、2022 年襄城县主要指标运行情况、关于襄城县 2022 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展计划（草案）的报告，中证鹏元整理

产业情况：襄城县依托产业集聚区形成了新能源、装备制造、服装制鞋等主导特色产业，并打造了煤化工循环产业。襄城县将制造业作为主攻方向，培育发展硅材料、碳材料和新能源3个新兴产业，提升煤基化工、装备制造、服装制鞋3个传统产业，初步形成“133”产业发展新格局。襄城县建有2个省级产业集聚区，培育了新能源、装备制造、服装制鞋等主导特色产业。循环经济产业集聚区是国内煤化工产业链条最长的循环经济产业园区，主要生产针状焦、特种石墨、硅烷气、区熔级多晶硅等硅碳新材料，是河南省新型工业化产业示范基地、河南省循环经济试点园区。河南平煤神马首山化工科技有限公司，是襄城县煤基化工产业的龙头企业，通过发展循环经济，形成了包括原料煤入洗、精煤炼焦、矸石制砖、化工产品全回收并深加工、干熄焦发电、煤制氢在内的完整循环经济产业链条，成为传统煤基化工向战略性新兴产业转型样板企业。2022年4月，襄城县碳硅新材料产业集群成功入选河南省首批战略性新兴产业集群。

发展规划及机遇：围绕硅材料、碳材料、新能源三个新兴产业发展，襄城县计划打造全国碳硅先进材料基地。根据区域“十四五”规划，襄城县将致力于打造全国碳硅先进材料基地，突出创新驱动和产业强县，围绕硅材料、碳材料、新能源三个新兴产业，实施主导产业跨越发展工程。硅材料产业方面：围绕产业链稳步提高纯硅烷产能，积极推进电子级（区熔级）多晶硅、纳米硅粉、颗粒硅等下游项目，逐步打造光伏硅、有机硅、新型材料等产业链，依托弘大国裕等龙头企业，以气凝胶开发应用为重点，打造气凝胶军民融合产业集群。碳材料产业方面：依托河南开炭等龙头企业，围绕沥青焦、针状焦做深加工，利用碳材料向碳纤维方向发展，延链补链。新能源产业方面：围绕产业链积极引进储能电池、氢能等清洁能源开发利用项目，与许继集团有限公司、平高集团有限公司、河南豫能控股股份有限公司等企业开展深度合作，逐步发展光伏、风电等储能项目。

财政及债务：襄城县一般公共预算收入稳中有升，但自给率偏低，专项债发行提速导致其地方政府债务增长较快。随着经济增长，近年襄城县一般公共预算收入持续增长，但税收收入占比未超过 60%，收入质量不高，同时财政自给程度偏低，政府性基金收入逐年提升。近年受专项债发行提速影响，地方政府债务余额快速增长，2022 年底地方政府债务余额主要包括 13.28 亿元一般债务和 58.74 亿元政府专项债。

表4 襄城县主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	25.06	22.72	21.46

税收收入占比	60.00%	59.54%	59.30%
财政自给率	53.05%	48.33%	42.08%
政府性基金收入	13.59	13.42	13.30
地方政府债务余额	72.01	57.40	36.48

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：2020-2021年襄城县财政预算执行情况的报告、襄城县2022年财政预算执行情况，中证鹏元整理

投融资平台：襄城县主要投资平台为公司及其母公司金襄城投，主要负责区域内的基础设施及安置房建设等业务，金襄城投尚无公开财务数据。

五、经营与竞争

公司是襄城县重要的基础设施建设投融资平台，主要承接工程施工、安置房销售等业务，在建项目较多，业务持续性较好

公司是襄城县重要的城市基础设施建设主体，主要负责当地基础设施及安置房建设等业务。2022年公司实现营业收入9.94亿元，较上年有所下降，主要系主营业务中安置房销售收入下降所致；公司销售毛利率为20.63%，较上年略有下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	8.63	86.81%	15.32%	10.31	87.75%	16.46%
工程施工	6.97	70.11%	14.42%	6.61	56.24%	12.97%
安置房销售	1.66	16.68%	19.05%	3.69	31.43%	23.36%
其他	0.0010	0.01%	100.00%	0.0098	0.08%	-229.32%
其他业务	1.31	13.19%	55.58%	1.44	12.25%	53.08%
出租	1.31	13.19%	55.57%	1.44	12.24%	53.05%
其他	0.0003	0.00%	100.00%	0.0008	0.01%	100.00%
合计	9.94	100.00%	20.63%	11.74	100.00%	20.95%

资料来源：公司2022年审计报告，中证鹏元整理

（一）工程施工业务

公司工程施工业务未来收入来源较有保障，但面临较大的资金压力

作为襄城县基础设施投融资及建设的重要主体，公司受襄城县人民政府的委托，承担着襄城县主要道路、水源工程、排水绿化等基础设施的建设任务，业务具有较强的区域专营性。

公司基础设施建设业务主要采用委托代建模式，公司作为项目代建方，与襄城县人民政府签订《项目委托开发合作协议书》，襄城县人民政府将襄城县基础设施建设项目委托公司投资建设，公司再与具体的建设单位签订《工程建设委托协议书》，将项目委托给具体的建设单位建设。工程建设款的结算方

式为按年结算，公司每年与襄城县人民政府及建设单位就共同确认的工程建设进度，结算当年相应的工程建设款。公司与具体的建设单位结算当年建设成本，建设成本由建设单位的前期费用、全部工程施工费用、设备及工器具购置费用和工程建设管理成本和其他费用等投入构成，襄城县人民政府按照公司与建设单位确定的当期结算成本上浮一定比例，与公司结算当期工程建设款，公司据此确认工程施工收入。2022年公司实现工程施工收入6.97亿元，主要来自76511项目和东区城中村改造项目，收入及毛利率均有所提升。

表6 2022年公司工程施工主要项目收入、成本情况（单位：亿元）

项目名称	确认收入	确认成本
76511 项目	4.55	3.91
东区城中村改造项目	2.28	1.95
其他	0.14	0.11
合计	6.97	5.97

注：76511 项目指 7 条道路、6 个城市出入口、5 个区域、1 条水系、1 条明清古街的建设开发。

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建工程类项目包括东区城中村改造项目、襄城县电子商务创新创业园项目等。其中襄城县电子商务创新创业园项目为本期债券募投项目，项目分南、北两个地块，总投资14.24亿元，截至2022年末已投资12.87亿元。公司在建自建项目主要计划用于出租，需关注未来经营模式及收入情况。截至2022年末，公司主要在建工程类项目合计总投资74.75亿元，已完成投资44.57亿元，尚需投资30.18亿元，公司主要拟建项目系文博苑小区二期项目，后续计划出售和出租，预计总投资5.98亿元，公司面临较大的资金压力。

表7 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	自建/代建
76511 工程	45.80	19.86	代建
东区城中村改造项目	13.59	10.61	代建
襄城县电子商务创新创业园	14.24	12.87	自建
常庄市场改造提升建设项目	1.12	1.23	自建
合计	74.75	44.57	-

注：公司项目 2022 年停工较久，投入较少，后续继续推进。

资料来源：公司提供

表8 截至 2022 年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资
文博苑小区二期	5.98
合计	5.98

资料来源：公司提供

（二）安置房销售业务

公司安置房销售收入有所下降，但未来收入持续性较有保障

公司名下存量安置房由襄城县住房和城乡建设局（以下简称“襄城县住建局”）代表县政府统一购买，再由襄城县住建局对群众进行安置。考虑到建设成本、商住市场价格以及民生保障等因素，公司与襄城县住建局双方确定销售价格并签署协议，公司将房产交付襄城县住建局后结转成本确认收入。2022年公司实现安置房销售收入1.66亿元，均来自三里沟安置小区项目，受当年政府购买安排影响收入有所下降。截至2022年末，公司主要在建安置房项目为回民安置房项目、三里沟安置房项目及其二期等，总投资合计39.37亿元，已投资合计14.10亿元，尚需投资25.27亿元，公司未来安置房销售收入持续性较有保障但也面临较大的资金压力。

表9 截至2022年末公司主要在建安置房项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	自建/代建
回民村安置房项目	14.00	3.89	自建
三里沟安置小区项目	6.73	5.04	自建
三里沟棚户区改造项目二期	7.69	2.01	自建
回民村棚户区改造项目二期	6.56	2.01	自建
东区棚户区改造项目	4.39	1.15	自建
合计	39.37	14.10	-

注：三里沟棚户区改造项目二期、回民村棚户区改造项目二期、东区棚户区改造项目尚未签订销售协议。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）其他业务

随着自建项目投入使用，公司房屋出租收入大幅增长，毛利率较高

公司其他业务收入主要为出租收入。公司用于出租的房屋主要源于政府注入及自建。2018年及以前，公司房屋租赁收入为襄城县政府注入公司的公租房、廉租房及综合楼的租金收入。2019年公司自建项目襄城县电子商务创新创业园2#楼及襄城县文博中心部分区域投入使用，开始产生租金收入，主要出租给襄城县机关事业单位，并签订对应的租赁协议。2022年公司实现出租收入1.31亿元，毛利率为55.57%。

公司获得的外部支持力度仍较大

近年公司持续获得政府补贴支持，2022年公司获得政府补贴1.54亿元，有效提高了公司利润水平。

六、财务分析

财务分析基础说明

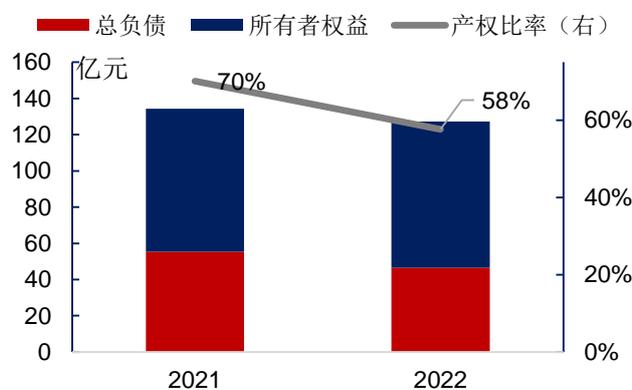
以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告，报告采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围增加6家子公司，详见表1。

资本实力与资产质量

2022年公司资产规模和产权比率均下降；资产以应收款项、存货为主，受限资产规模较大，流动性弱；其他应收款中部分欠款单位为民营企业，个别被列为失信被执行人，涉及应收款1.61亿元，存在较大资金回收风险

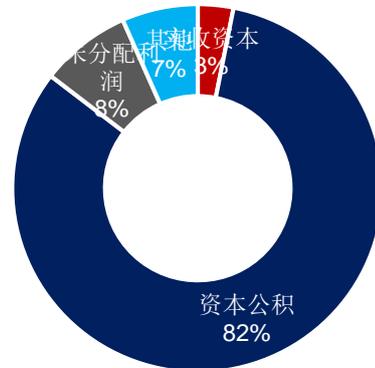
2022年公司资产规模有所下降，所有者权益规模受盈余公积和未分配利润增加有所增加，产权比率下降至58%，所有者权益对负债保障程度有一定提高。截至2022年末，所有者权益中资本公积占比82%，主要包括政府相关单位注入资产、资金等。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

2022年公司资产规模有一定下降，流动资产占比进一步提升，以应收款项（工程款和往来款）、存货（工程施工和土地使用权）为主要构成，2022年末上述资产合计占公司资产的77.99%。2022年末，应收账款主要系应收襄城县财政局的工程款、襄城县三山实业有限公司的销售款及其他政府相关单位的租金款；其他应收款主要应收襄城县紫云建设投资有限公司、襄城县财政局、河南诺鑫房地产开发有限公司、襄城县土地收购储备中心、襄城县利峰房地产开发有限公司（以下简称“利峰房地产”）的往来款，2022年末累计计提3.11亿元坏账准备。公司其他应收款规模较大，未来回款时间具有一定的不确定性，部分欠款单位为民营企业，其中利峰房地产仍被列为失信被执行人，公司应收其1.61亿元，目前公司已提请法院诉讼，存在较大资金回收风险。公司存货主要为土地使用权和工程施工，2022年末工程施工为30.20亿元，土地使用权为42.27亿元，随着项目投入、结转及取得土地有所增加。工程施工主要为76511项目、东区域中村改造项目和三里沟安置房项目等项目的投资。土地使用权多数为政府作价出资和出让用地，土地性质主要为商住或居住用地，公司存货资产中13.89亿元因企业债券反担保及银行抵押贷款。

其他资产方面，公司货币资金主要系其他货币资金，主要包括票据保证金和贷款质押的定期存单；固定资产主要包括房屋建筑物和管网，2022年末合计1.86亿元资产未办理产权证（襄城县大食堂和襄城县常庄农贸市场，系公司自建项目）；在建工程系电子商务创新创业园，2022年末有所减少主要系常庄

农贸市场改造提升建设项目转入固定资产；公司投资性房地产主要包括租赁房屋、建筑物，2022年末襄城县文博中心、金融广场二号楼尚未办理产权证，账面价值4.17亿元，系公司自建项目；其他非流动资产主要包括预付土地指标款和土地保证金。

截至2022年末，公司受限资产合计14.18亿元，主要为存货和其他货币资金，公司资产流动性弱。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.75	1.37%	5.78	4.31%
应收账款	8.02	6.31%	7.35	5.47%
其他应收款	18.59	14.61%	23.24	17.31%
存货	72.60	57.07%	68.24	50.81%
流动资产合计	102.98	80.94%	106.83	79.56%
固定资产	12.52	9.84%	11.56	8.61%
在建工程	3.36	2.64%	4.59	3.42%
投资性房地产	4.43	3.48%	7.01	5.22%
其他非流动资产	1.13	0.89%	1.45	1.08%
非流动资产合计	24.24	19.06%	27.45	20.44%
资产总计	127.22	100.00%	134.29	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2022年公司营业收入有所下降，政府补贴对公司利润贡献较大

公司主要开展基础设施工程建设、安置房销售、出租等业务，2022年公司实现营业收入9.94亿元，同比下降，主要系安置房销售收入下降所致。2022年销售毛利率为20.63%，较为稳定，主要因工程建设业务和安置房销售业务毛利率较为稳定。考虑到公司在建基础设施项目、安置房项目规模较大，预计该等业务持续性较好；同时，随着公司募投及自建项目建设及投入使用，产业园租赁收入等有效拓宽公司收入来源。公司其他收益主要为政府补贴，利润水平对政府补贴依赖程度高。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2022年	2021年
营业收入	9.94	11.74
营业利润	1.86	1.89
其他收益	1.54	1.50
利润总额	1.85	1.89
销售毛利率	20.63%	20.95%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模有所下降，长期应付款占比较大，非标融资及债券推升公司融资成本，公司面临一定的集中兑付风险，偿债压力较大

截至2022年末，公司总债务规模30.29亿元，占负债总额比重达65.11%。从品种结构来看，公司债券主要包括银行借款和长期应付款为主。2022年末，公司短期借款包括抵押借款、抵押及保证借款和质押借款，长期借款主要为保证借款和抵押借款；其他应付款中含1.20亿元有息借款；应付债券为“17襄城灵武债”；长期应付款主要包括中原豫资投资控股集团有限公司、河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司、建信资本管理有限责任公司的借款及融资租赁款。融资成本来看，公司发行债券利率7.45%，且融资租赁及其它公司借款占比较大，拉升了公司整体的融资成本。从债务到期分布来看，公司一年内到期的非流动负债合计7.08亿元，债券附有提前赎回条款，面临一定的集中兑付压力。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.26	2.70%	0.30	0.54%
其他应付款	8.75	18.81%	10.68	19.30%
一年内到期的非流动负债	7.08	15.22%	6.60	11.92%
流动负债合计	27.39	58.87%	32.04	57.86%
长期借款	4.18	8.98%	6.35	11.46%
应付债券	1.88	4.04%	3.82	6.89%
长期应付款	13.08	28.11%	13.17	23.78%
非流动负债合计	19.14	41.13%	23.33	42.14%
负债合计	46.53	100.00%	55.37	100.00%
总债务	30.29	65.11%	36.65	66.20%
其中：短期债务	11.16	23.97%	13.32	24.06%
长期债务	19.14	41.13%	23.33	42.14%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，2022年公司资产负债率随着负债规模下降有所降低，因货币资金规模下降，现金短期债务比随之下降，无法对短期债务形成有效支撑。近年公司项目投入资金需求较大，公司面临较大的资金压力，未来可能仍需通过再融资平衡资金缺口。2022年公司EBITDA利息保障倍数为2.08，较上年有所提升。截至2022年末，公司银行总授信额度为29.80亿元，尚未使用额度为9.93亿元。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2022年	2021年
资产负债率	36.57%	41.23%
现金短期债务比	0.16	0.43
EBITDA 利息保障倍数	2.08	2.05

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《行政处罚情况说明》，近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《行政处罚情况说明》，过去一年公司未发生安全生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等，近一年公司出现多次被执行事件，截至报告出具日已签订和解协议，被执行事件均已解决。

治理方面，公司不设立股东会，股东系金襄城投。公司设董事会，董事会3人，设董事长1人，董事会成员由股东委派，主要负责向股东报告工作，执行股东决定，决定公司的经营计划和投资方案，制定年度财务预、决算方案等。公司设总经理1名，主要负责主持公司的生产经营工作。公司监事会5人，其中1名监事会主席，1名职工监事。公司下设综合部、财务部、市场部、工程管理部、合规审计部，组织架构详见附录三。2022年公司董事、监事及高管人员未发生变更。跟踪期内未曾出现董事及高管人员因涉嫌重大违纪违法事项被调查的情况，未因信息披露不合规而受到处罚，但公司对政府部门及关联公司的往来款较多，关联担保规模较大，内部控制体系与治理结构有待进一步优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月11日），公司本部未结清信贷交易存在4.44亿元关注类余额，存在2.30亿元关注类担保余额、0.07亿元不良类担保余额，已结清信贷信息存在中长期借款关注类账户1个；公司公开发行的“17襄城灵武债”按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

根据公司提供的说明，公司未结清信贷关注类余额系：

（1）2016年7月29日，公司向中国农业银行股份有限公司襄城县支行贷款2.00亿元，期限10年，利率5.63%，由裕达公司提供保证担保，截至2023年5月11日，余额为0.78亿元。该笔贷款十二级分类为关注类，主要是因为银行内部管理要求，根据公司提供的说明，公司按时结息，无逾期。

（2）2017年5月20日，公司向中国银行借款1.78亿元，期限8年，利率6.37%，由裕达公司、襄城县第二水厂提供保证担保，截至2023年5月11日，余额为1.26亿元。该笔贷款为政府隐形债务置换贷款，该笔置换业务中包含农行的贷款项目。

（3）2016年8月30日，公司向建设银行借款3.50亿元，期限8年，利率5%。截至2023年5月11日，余额为2.40亿元。

根据公司提供的说明，公司关注类担保余额系：

(1) 公司向裕达公司与江苏金融租赁股份有限公司（以下简称“江苏金租”）的融资租赁借款提供担保，截至2023年5月11日，该笔借款余额为9,064.26万元。

(2) 公司向裕达公司国家开发银行申请项目贷款提供担保，截至2023年5月11日，该笔贷款余额为1.39亿元。

根据公司提供的说明，公司不良类担保余额系：

(1) 公司向河南省襄城高中与江苏金租的融资租赁借款提供担保，根据合同规定江苏金租向河南省襄城高中提供融资租赁款5,000万元。因到期未按时支付租金，江苏金租提起诉讼并下调信用等级。截至2023年5月11日，该笔借款余额为657.64万元。

根据公司提供的说明，截至2023年5月16日，上述关注及不良类担保余额均未出现公司代偿情况。

从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月20日），公司全资子公司东城公司存在关注类借款2.43亿元，系东城公司通过中原银行股份有限公司许昌分行以委托贷款形式向许昌市投资集团有限公司借款，因利息逾期被列为关注类借款。截至2023年6月16日，东城公司已偿还181万元逾期利息。

或有事项分析

截至2022年末，公司对外担保余额合计12.96亿元，被担保方为国企及当地事业单位，但未设置反担保措施，其中襄城县裕达开发投资有限责任公司近年曾多次被执行，公司或有负债风险大。

表14 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保余额	担保到期日	是否有反担保
襄城县烟城建设投资有限公司	国企	37,300.00	2037-03-29	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	14,500.00	2029-12-25	否
		4,000.00	2023-10-26	否
		4,000.00	2023-10-27	否
		5,000.00	2023-11-01	否
襄城县紫云建设投资有限公司	国企	1,000.00	2023-11-17	否
		4,000.00	2023-11-02	否
		890.00		否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	890.00	2023-09-16	否
		890.00		否
		815.00		否
		3,000.00		2023-05-15
河南省实验高级中学	事业单位	3,000.00	2023-05-15	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	10,000.00	2029-03-28	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	15,000.00	2029-03-28	否
襄城县安襄商贸有限公司	国企	500.00	2023-06-21	否
襄城县三山实业有限公司	国企	1,000.00	2023-06-21	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	3,116.09	2023-12-31	否
襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	3,294.43	2023-12-31	否
河南省襄城高中	事业单位	702.54	2023-12-31	否

襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	9,064.26	2023-12-25	否
河南省襄城高中	事业单位	657.64	2023-12-31	否
河南硅都新材料科技有限公司	国企	10,011.73	2027-03-04	否
合计	-	129,631.69	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司近一年曾出现多次被执行情况，截至报告出具日均已解决，具体情况如下：

表15 公司近一年被执行情况（单位：万元）

被执行日期	执行案号	执行法院	执行金额	主要原因	是否已解决
2022-08-11	(2020)京03执741号	北京市第三中级人民法院	9,304.74	系公司向裕达公司提供融资租赁担保，裕达公司未按时足额偿还被执行	是
2022-11-01	(2022)津03执732号	天津市第三中级人民法院	620.13	公司未按时足额偿还被执行	是
2022-11-01	案号(2022)津03执733号	天津市第三中级人民法院	7,036.14	公司未按时足额偿还被执行	是
2023-03-09	(2023)沪74执370号	上海金融法院	4,257.61	系公司向裕达公司提供融资租赁担保，裕达公司未按时足额偿还被执行	是
2023-03-09	(2023)沪74执371号	上海金融法院	4,197.29	系公司向裕达公司提供融资租赁担保，裕达公司未按时足额偿还被执行	是
合计	-	-	25,415.90	-	-

资料来源：公开查询，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是襄城县重要的基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，襄城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) 公司与襄城县政府的联系为非常紧密。许昌市财政局间接持有公司51.00%股权，襄城县国有资产运营中心持有公司49.00%股权，剔除上划至上级政府的股权比例后，襄城县国有资产运营中心持有公司全部股权。公司主要业务和补贴均来自襄城县政府，襄城县政府近年对公司持续划转资产、注入资金及提供补贴，支持力度较大。因此在经营管理控制力、业务联系及历史支持记录方面，公司与襄城县政府紧密度非常高。考虑到公司承担区域重要基础设施建设和土地整理业务，展望未来，公司与政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对襄城县政府非常重要。公司收入、利润基本来自工程施工和安置房业务，主要目标系提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，但本部不在供水、供电等领域具备区域专营性。公司主要承担襄城县的基础设施代建业务，在此方面对政府贡献很大。考虑到公司存在存续债券，一旦违约可能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

进出口担保提供的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

本期债券由进出口担保提供不可撤销连带责任保证担保。根据担保函，本次保证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；进出口担保承担保证责任的期间为本期债券存续期及债券到期之日起两年。

进出口担保成立于2009年，原名“重庆进出口信用担保有限公司”，2018年6月变更为现用名，是由重庆渝富资产管理集团有限公司（以下简称“渝富资产”）与中国进出口银行共同出资组建的担保公司，初始注册资本10.00亿元，渝富资产和中国进出口银行分别持股60%和40%。经2010年股东同比例增资以及2014年以来四次未分配利润转增股本，进出口担保注册资本增至30亿元。2018年渝富资产持有的进出口担保60%股权无偿转让给重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富控股”）。截至2022年末，进出口担保注册资本和实收资本均为30亿元，渝富控股和中国进出口银行分别持股60%和40%。

进出口担保主要从事担保业务及自有资金投资业务。截至2022年末，进出口担保的担保余额为408.94亿元，其中直接融资担保余额和间接融资担保余额的占比分别为52.27%和37.36%，近年业务结构基本保持稳定。

表16 进出口担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
当期担保发生额	610.32	623.64	347.99
其中：直接融资担保发生额	108.90	8.90	11.90
间接融资担保发生额	432.56	460.46	300.47
其中：银行传统贷款担保业务发生额	22.91	20.67	35.03
金融科技贷款担保业务发生额	397.25	391.49	242.66
非融资担保发生额	68.84	82.14	35.63
当期解除担保额	561.59	598.17	358.02
期末担保余额	408.94	360.21	334.74
其中：直接融资担保余额	213.75	167.13	177.80
间接融资担保余额	152.79	168.41	137.01
其中：银行传统贷款担保业务余额	37.13	35.70	40.66
金融科技贷款担保业务余额	104.67	88.29	79.59
非融资性担保余额	42.40	24.67	19.93
期末融资担保责任余额	330.79	311.17	290.28
融资担保责任余额放大倍数（X）	7.98	7.80	7.70

资料来源：进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的直接融资担保业务客户群体均为城投类企业，发行人主体信用级别在AA-及以上，分布在重庆、山东、湖北和四川等地，担保的产品主要为企业债。对于直接融资担保业务，进出口担保一般采用不动产抵押、第三方连带责任保证等方式作为反担保措施。截至2022年末，进出口担保的直接融资担保余额为213.75亿元。

进出口担保的间接融资担保主要包括银行传统贷款担保和金融科技贷款担保。近年来银行传统贷款担保余额保持稳定，截至 2022 年末为 37.13 亿元。进出口担保大力开展“消费贷”、“司机贷”和“企业白条”等金融科技类贷款担保业务，该类项目单笔担保余额不到 1 万元，全部为信用贷款，客户均来自互联网平台，收费标准在 1%-3% 之间。其中“消费贷”担保业务主要是为蚂蚁金服平台的“花呗”和“借呗”产品，以及微信平台的“微粒贷”产品提供担保。截至 2022 年末，金融科技贷款担保余额为 104.67 亿元，近年保持稳定增长的趋势。

截至 2022 年末进出口担保的资产总额为 67.58 亿元，主要由货币资金、债权投资、存出保证金和应收代偿款构成，同期末上述资产的账面价值分别为 22.38 亿元、25.61 亿元、5.70 亿元和 4.43 亿元。

截至 2022 年末进出口担保的负债总额为 25.34 亿元，主要由预收保费、担保赔偿准备金和存入保证金组成，同期末上述负债余额分别为 1.48 亿元、18.93 亿元和 1.76 亿元。

进出口担保的营业收入主要来源于担保业务收入以及自有资金投资产生的利息收入。2022 年进出口担保实现营业收入 7.91 亿元，其中已赚担保费占比为 77.75%，当期实现净利润 2.10 亿元，净资产收益率为 5.07%。

进出口担保的代偿项目均来自间接融资担保业务。因大力拓展金融科技贷款担保业务，2022 年进出口担保的当期担保代偿额快速上升至 5.11 亿元。截至 2022 年末，进出口担保的累计担保代偿率和累计代偿回收率分别为 1.24% 和 43.93%，代偿回收情况欠佳，需关注进出口担保后续的代偿回收情况。

表17 进出口担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
资产总额	67.58	66.52	63.70
其中：货币资金	23.82	22.77	20.98
应收代偿款净额	4.43	3.92	3.44
所有者权益	42.24	40.68	38.15
营业收入	7.91	8.53	6.94
其中：已赚担保费	6.15	6.80	5.16
净利润	2.10	2.76	2.03
净资产收益率	5.07%	6.98%	5.40%
累计担保代偿率	1.24%	1.36%	1.79%
累计代偿回收率	43.93%	53.81%	57.90%
拨备覆盖率	481.40%	561.48%	595.64%

资料来源：进出口担保 2020-2022 年审计报告及进出口担保提供，中证鹏元整理

进出口担保的股东为渝富控股和进出口银行，均具有很强的综合实力。渝富控股成立于 2016 年 8 月，为重庆市国资委下属大型国有独资公司和国有资产授权经营单位；进出口银行是由国家出资设立、直属国务院领导、支持中国对外经济贸易投资发展与国际经济合作、具有独立法人地位的国有政策性银行。进出口担保作为渝富控股的重要控股子公司之一，能在业务拓展、资金等方面得到股东一定的支持。

经中证鹏元综合评定，进出口担保主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券由进出口担保提供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

襄城县近年经济总量和财政实力持续提升，公司系襄城县重要的投融资及基础设施建设主体，主要承担区域内基础设施施工和安置房销售业务。在建基础设施和安置房项目规模较大，存在一定规模的拟建项目，为后续业务持续性提供了有利支撑。2022年公司获得政府补贴1.54亿元，外部支持力度仍较大。但公司项目沉淀资金及应收款项规模大，结转及回款存在不确定性，部分资产受限，资产流动性弱。考虑到公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资金压力，非标融资及债券推升公司融资成本，公司偿债压力较大，面临一定集中兑付压力。此外，截至2023年5月11日，公司本部未结清信贷交易存在4.44亿元关注类余额，存在2.30亿元关注类担保余额、0.07亿元不良类担保余额，子公司东城公司存在2.43亿元关注类余额。公司近一年曾多次被列为被执行人，被执行金额合计2.54亿元。公司对外担保规模较大，其中被担保方裕达公司曾多次被执行，或有负债风险大。综合来看，公司抗风险能力一般。

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，维持本期债券信用等级为AA+。

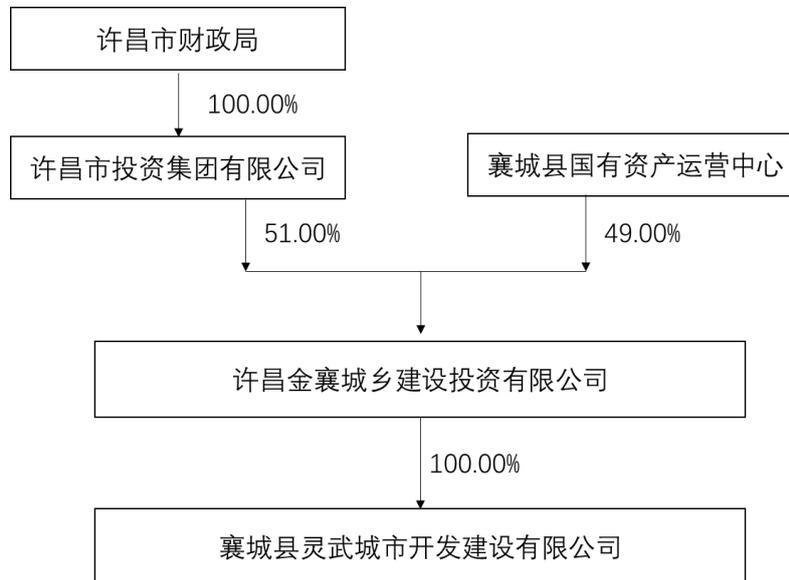
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年	2021年	2020年
货币资金	1.75	5.78	0.99
应收账款	8.02	7.35	10.43
其他应收款	18.59	23.24	19.41
存货	72.60	68.24	66.03
流动资产合计	102.98	106.83	98.51
固定资产	12.52	11.56	11.67
在建工程	3.36	4.59	4.13
长期股权投资	0.69	0.67	0.64
其他非流动资产	1.13	1.45	6.70
非流动资产合计	24.24	27.45	31.86
资产总计	127.22	134.29	130.37
短期借款	1.26	0.30	0.58
应付账款	0.28	0.72	0.38
其他应付款	8.75	10.68	11.81
一年内到期的非流动负债	7.08	6.60	2.88
流动负债合计	27.39	32.04	18.08
长期借款	4.18	6.35	7.92
应付债券	1.88	3.82	5.75
长期应付款	13.08	13.17	16.13
非流动负债合计	19.14	23.33	29.81
负债合计	46.53	55.37	47.89
其中：短期债务	11.16	13.32	3.46
总债务	30.29	36.65	33.27
所有者权益	80.69	78.92	82.48
营业收入	9.94	11.74	13.31
营业利润	1.86	1.89	1.85
其他收益	1.54	1.50	1.50
利润总额	1.85	1.89	1.84
经营活动产生的现金流量净额	2.32	2.86	0.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.22	-1.41	-2.68
筹资活动产生的现金流量净额	-2.78	-1.15	2.34
财务指标	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	20.63%	20.95%	16.88%
资产负债率	36.57%	41.23%	36.73%
短期债务/总债务	36.82%	36.35%	10.41%
现金短期债务比	0.16	0.43	0.29

EBITDA (亿元)	3.58	3.50	3.20
EBITDA 利息保障倍数	2.08	2.05	1.04

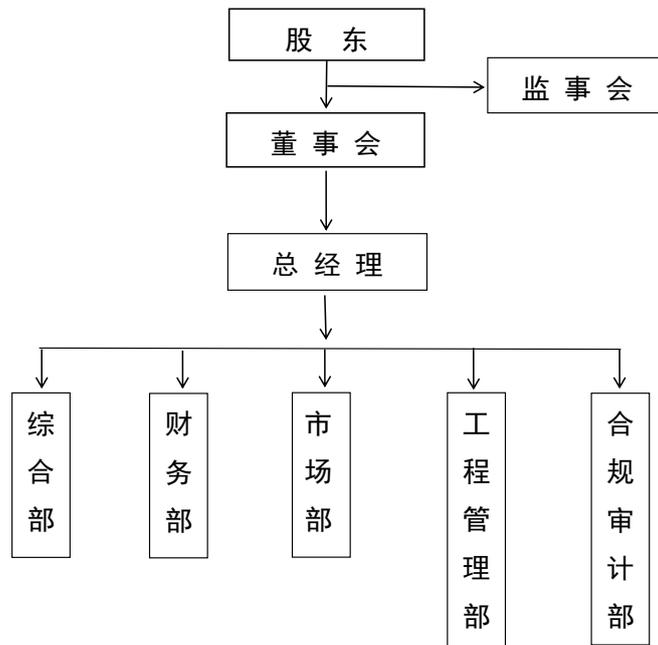
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

序号	子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
1	襄城县襄鑫城乡建设投资发展有限公司	4.45	100%	城乡建设及投资，建设项目的投资，投资咨询。
2	襄城县东城建设投资有限公司	0.30	100%	新型城镇化建设投资、新农村建设投资，房地产开发等
3	襄城县中辰置业有限公司	1.00	100%	房地产开发经营等
4	襄城县星辰物业管理有限公司	0.10	100%	物业管理
5	襄城县鑫福城市开发有限公司	0.50	51%	房地产开发经营等
6	襄城县瑞襄实业有限公司	0.10	100%	房地产开发经营等
7	襄城县安泰建筑工程有限公司	0.10	100%	对外承包工程、土地整治服务等
8	河南联辉建筑工程有限公司	0.30	100%	土石方工程施工、园林绿化工程施工等
9	襄城县鸿泰建设实业有限公司	0.20	100%	房地产开发经营等
10	襄城县永辰置业有限公司	0.10	100%	房地产开发经营等
11	襄城县永华置业有限公司	0.10	100%	房地产开发经营等
12	许昌奔昱再生资源有限公司	0.50	40%	再生资源、加工等

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。