



漯河投资控股集团有限公司2023年主体信用 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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级
结果有效期间变更信用评级。

中证鹏元资信评估股份有限公司

漯河投资控股集团有限公司2023年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
评级日期	2023-06-25

评级观点

本次等级的评定是考虑到漯河市为中国食品名城，食品及配套产业发展带动当地经济持续增长，漯河投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“漯河投控”）是漯河市最主要的投融资及基础设施建设主体，业务构成较为多元，土地整理业务区域专营性强，工程业务发展有保障，持续获得漯河市政府较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到公司土地整理业务收入未来或受相关政策影响，财务杠杆持续攀升，债务集中偿付压力非常大，无收益或低收益资产规模较大，整体资产流动性及集中变现能力较弱，对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险，担保业务存在较大代偿风险。

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间内公司在漯河市的区域优势仍将维持，目前公司土地整理、工程等业务项目储备丰富，且有望继续获得较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：何贺
 heh@cspengyuan.com

项目组成员：毛燕月
 maoyy@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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	622.82	610.07	471.45	407.45
所有者权益	228.29	229.90	167.63	146.54
总债务	263.21	251.14	191.79	166.02
资产负债率	63.35%	62.32%	64.44%	64.03%
现金短期债务比	0.21	0.15	0.11	0.16
营业收入	6.67	26.27	20.58	22.36
其他收益	0.00	3.42	1.54	1.26
利润总额	-2.06	2.71	2.00	2.10
销售毛利率	33.86%	36.14%	38.58%	40.37%
EBITDA	-	14.48	11.35	11.06
EBITDA 利息保障倍数	-	1.07	1.06	1.14
经营活动现金流净额	-1.90	-7.69	14.15	-14.48

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

优势

- **漯河市为中国食品名城，食品及配套产业发展带动当地经济持续增长。**漯河市重点发展食品及其配套产业，形成了全食品产业链，拥有亚洲最大的肉类加工企业双汇集团等一批知名食品企业，食品产业链不断发展壮大带动当地投资与消费高速增长，经济增长势头良好为公司发展、融资等提供了良好环境。
- **公司业务构成较为多元，其中土地整理业务区域专营性强，工程业务发展有保障。**公司是漯河市最主要的投融资及基础设施建设主体，承担了漯河市土地整理、基建工程、供水及污水处理等业务，同时还从事公共交通服务、房地产开发、原料销售、担保以及租赁等业务，业务构成较为多元，其中土地整理区域专营性强，工程业务尚有较大规模在建及尚未结算项目，业务持续性及收入来源有保障。
- **地方政府在资产划转、业务运营及财政补贴等多方面提供较大力度支持。**近年漯河市政府及财政局向公司无偿增资、划转资产及多家重要子公司股权，扩充了资本实力和业务范围，2020-2022年分别向公司提供补贴1.55亿元、2.08亿元及6.16亿元，有效提升当年利润水平。

关注

- **公司土地整理业务收入未来或受相关政策影响。**公司土地业务系受漯河市政府授权，收入水平主要取决于当年漯河市政府规划及公司土地整理进展，受土地政策及土地一级市场影响，未来公司土地整理业务收入规模潜在波动性较大。
- **项目建设资金依赖外部融资，财务杠杆持续攀升，债务短期集中偿付压力非常大。**随着各类业务的持续推进，近年公司对外融资规模快速攀升，2023年3月末资产负债率达63.35%；公司2023年3月末现金短期债务比仅0.21，债务期限结构亟待改善。考虑到公司土地整理、基建工程以及商品房销售业务尚待投资规模较大，但近年公司经营活动现金流净额波动较大，预计未来仍需通过再融资平衡资金缺口。
- **公司无收益或低收益资产规模较大，整体资产流动性及集中变现能力较弱。**公司存量资产以存货为主，但尚未办理产权证资产、无收益或低收益的市政基础设施以及排水管网等资产规模较大，该类资产集中变现能力较弱；同时公司存在较大规模的受限资产，2022年末受限资产合计92.64亿元，占总资产的比例为15.19%。
- **公司对外担保余额较大，担保业务主要对象为当地中小民企，代偿风险较大。**公司对外担保余额（不含对外担保业务）为7.32亿元，其中对民营企业的担保余额为3.09亿元，其余主要为对当地国企担保，但均未设置反担保措施，存在一定或有负债风险；公司担保业务主要为漯河市当地中小民营企业提供贷款担保，存在较大代偿风险。

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
漯河投控	漯河市规模最大的投融资及基础设施建设主体	610.07	229.90	26.27
漯河城投	基础设施建设、土地开发、保障房建设及公用事业等城市开发与运营主体	484.85	157.36	21.48
漯河经开	漯河经济开发区土地开发、基础设施建设主体	71.78	19.12	4.95

注：（1）漯河城投为漯河市城市投资控股集团有限公司的简称，漯河经开为漯河经济开发区投资发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为2022年数据。

资料来源：Wind，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
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	评分要素	评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况
	区域状况初始评分	5/7	
	行政层级	3/5	财务状况
调整因素	ESG 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			aa-
外部特殊支持			2
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 aa-，反映了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。

外部特殊支持

- 公司是漯河市最主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，漯河市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与漯河市政府的联系非常紧密以及对漯河市政府非常重要。同时，中证鹏元认为漯河市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力和偿债能力。

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	-	2022-6-1	罗力、何贺	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

一、主体概况

公司成立于2018年10月16日，由漯河市财政局出资设立，原名漯河市国信产权交易有限公司，2021年底更为现名。根据漯政文【2021】93号，漯河市政府于2021年底将漯河城投90.00%股权及漯河经开61.00%股权划转至公司，2021年12月31日完成工商变更。截至2023年3月末，公司控股股东及实控人为漯河市财政局，持股比例为100.00%，注册资本30.00亿元，实收资本30.00亿元，股权结构详见附录二。

公司作为漯河市规模最大的投融资及基础设施建设主体，主要负责该区域范围内土地开发整理及基础设施项目投融资、建设和运营管理等业务。截至2022年末，公司合并范围内一级子公司共7家，详见附录四，其中业务主要来自漯河城投和漯河经开。

表1 漯河城投和漯河经开主要情况（单位：亿元）

名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务	职能定位
漯河城投	漯河投控	157.36	67.55%	21.48	217.62	基础设施建设、土地开发、保障房建设及公用事业等城市开发与运营主体
漯河经开	漯河投控	19.12	73.37%	4.95	21.18	漯河经开区土地开发、基础设施建设主体

注：以上为2022年末/2022年财务报表数据口径。

资料来源：iFind，中证鹏元整理

二、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

漯河市是我国食品名城，已形成全食品产业链，近年投资增速较快，经济增长势头良好，但地区财政自给能力偏弱，地方政府债务加速增长

区位特征：漯河交通便利，是我国食品名城。漯河市河南省下辖地级市，位于河南省中南部，伏牛山东麓平原与淮北平原交错地带，属暖湿性季风气候，四季分明，降水量充足，农业基础条件较好，漯河境内有大小河流 81 条，均属淮河水系，淮河两大支流沙河、澧河贯穿全境并在市区交汇。漯河市现辖临颍、舞阳两县，郾城、源汇、召陵三区，三个功能区城乡一体化示范区、国家级经济技术开发区、西城区。2022 年漯河市常住人口 236.8 万人，常住人口城镇化率提升至 56.5%。漯河市交通便利，距郑州新郑国际机场不足一小时车程，石武高铁、京广、漯宝（丰）、漯阜（阳）4 条铁路和京港澳高速、宁洛高速、107 国道及 5 条省道贯穿全境，构成全省重要的铁路和高速公路“双十字”交通枢纽。漯河市是我国首家食品名城、全国食品安全信用体系和保证体系建设双试点市、全国首家农业标准化综合示范市、全省食品工业基地市、全省无公害食品基地示范市，培育出了亚洲最大的肉类加工企业双汇集团、全国著名的方便面生产企业南街村集团和平平食品有限公司等一批知名食品企业。

经济发展水平：漯河市经济总量小，但高投资带动当地经济增长势头良好。漯河市行政面积相对较小，因而经济总量在河南省排名相对靠后，除 2020 年经济增速明显放缓外，近年漯河市经济增速在河南省均保持领先，2022 年漯河市三次产业结构调整为 9.2:43.6:47.2。作为食品名城，漯河市形成了全食品产业链，且属劳动密集型行业，因而食品工业及物流等服务业在其经济结构中处于主导地位。随着食品产业链不断发展壮大，带动投资较快增长，是当地经济增长的主要动力。2022 年漯河市规模以上工业企业实现营业收入 1,806 亿元，比上年增长 11.1%。但当地房地产市场近年表现不佳，2022 年漯河市房地产开发投资 140.8 亿元，较上年下降 17.6%，其中住宅投资下降 20.5%，年末商品房待售面积 14.9 万平方米，增长 873.2%，其中住宅代售面积增长 1,091.7%，去化压力较大。

表2 2022 年河南省地级市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
郑州市	12,934.7	1.0%	10.08	1,130	521.1
许昌市	3,746.8	1.8%	8.55	203.9	82.2
周口市	3,616.99	2.9%	4.10	177.01	105.69
驻马店市	3,257.36	5.2%	4.72	204.48	158.9
信阳市	3,196.23	3.2%	5.18	136.96	107.29
平顶山市	2,839.33	4.1%	5.72	225.93	95.31
开封市	2,657.11	4.3%	5.66	198.58	147.00

漯河市	1,812.90	5.2%	7.65	126.97	45.32
------------	-----------------	-------------	-------------	---------------	--------------

注：1.标“-”数据未公开披露。2.人均GDP=当地GDP/常住人口，开封市2022年常住人口来源于政府官网，其余各市2022年人均GDP来自2022年国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

表3 漯河市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）	1,812.9	5.2%	1,721.1	9.1%	1,573.9	1.5%
固定资产投资	-	13.4%	-	13.4%	-	5.3%
社会消费品零售总额	734.2	2.5%	716.5	11.4%	643.0	-4.5%
进出口总额	51.4	-13.1%	59.2	32.6%	44.7	-31.3%
人均GDP（元）		76,493		72,560		66,479
人均GDP/全国人均GDP		89.26%		89.61%		91.76%

注：标“-”数据未公开披露，2020年地区人均GDP均按照漯河市全国第七次人口普查常住人口数据计算，2021-2022年人均GDP来自当年漯河市国民经济和社会发展统计公报。

资料来源：2020-2022年漯河市国民经济和社会发展统计公报、漯河市人民政府网站，中证鹏元整理

产业情况：漯河市形成了全食品产业链，食品及配套产业在当地经济中处于主导地位。作为食品名城，漯河市在肉制品、面制品、饮料和休闲食品快速发展的同时，食品包装、食品辅料等配套产业亦加快发展，形成了从原料到终端，从生产到研发、检测、包装、物流、电商、会展等全食品产业链条，肉制品、面制品、饮料制造、果蔬加工四大主导产业和食品包装、食品机械、食品辅料、食品会展四大配套产业。双汇集团、南街村集团进入全国食品工业百强企业，龙云集团、亲亲食品、北徐集团、晋江福源、雪健实业等入围河南百强工业企业。吸引了美国杜邦、美国嘉吉、万洲国际、可口可乐、日本火腿株式会社等多家世界500强企业以及香港协鑫、台湾旺旺和统一、传化集团、远大集团等一批境内外知名企业投资漯河，不断巩固和强化漯河市食品名城地位。

财政及债务水平：漯河市一般公共预算收入保持增长，但税收收入占比下降，财政自给能力偏弱，政府性基金收入明显下降，地方政府债务加速增长。随着经济提升，近年漯河市一般公共预算收入保持增长；其中税收收入主要由增值税、企业所得税、土地增值税及契税构成，在一般公共预算收入中占比持续下降；财政自给能力虽有所提升，但仍处于较低水平。2022年以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入下降明显；受政府专项债发行提速影响，近年漯河市地方政府债务余额快速增长。

表4 漯河市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	126.97	114.54	100.59
税收收入占比	76.40%	73.77%	75.26%
财政自给率	51.99%	51.54%	43.18%
政府性基金收入	45.32	60.44	89.64
地方政府债务余额	387.10	278.27	182.55

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：2020-2022年漯河市国民经济和社会发展统计公报、漯河市预算执行情况，中证鹏元整理

投融资平台：漯河市市级平台主要有3家，分别为漯河投控、漯河城投和漯河经开。2022年漯河市平台整合，漯河城投和漯河经开成为漯河投控的两大核心子公司，漯河城投主要从事漯河市土地开发整理、基础设施和保障房建设、供水及污水处理等城市开发与运营业务，漯河经开主要负责漯河经济技术开发区土地开发及工程施工等业务。

三、经营与竞争

公司是漯河市最主要的基础设施建设投融资主体，业务构成较为多元，主要业务来自于子公司漯河城投和漯河经开，其中土地整理业务区域专营性强，是公司利润最主要来源，基础设施建设投资规模大，供水和污水处理业务覆盖漯河市主城区，公司主要业务持续性好

公司作为漯河市最主要的基础设施建设投融资主体，主要承担漯河市及漯河经开区的土地整理、基础设施建设、供水及污水处理等业务。受土地整理、工程收入及房地产业务收入波动影响，近年公司营业收入波动变化，毛利率持续下降。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理收入	3.25	48.68	60.86	12.37	47.09	52.94	8.49	41.25	64.46	8.26	36.94	60.82
工程项目收入	1.36	20.45	14.78	7.51	28.59	15.75	5.08	24.68	18.04	5.26	23.52	13.19
供水收入	0.21	3.21	54.60	0.96	3.66	55.31	1.03	5.00	53.89	0.91	4.07	58.30
污水处理收入	0.54	8.10	41.45	1.28	4.87	41.09	1.54	7.48	50.32	1.33	5.95	39.12
商品房销售收入	0.10	1.57	19.78	0.85	3.25	20.09	0.75	3.64	28.28	1.71	7.65	18.04

公共交通服务收入	0.04	0.60	-636.52	0.12	0.46	-681.69	0.33	1.60	-336.82	0.33	1.48	-302.93
原料销售收入	0.18	2.67	-0.97	0.58	2.22	20.09	1.45	7.05	7.30	0.33	1.48	11.35
其他业务合计	0.98	14.72	-2.29	2.59	9.86	55.85	1.91	9.28	52.86	4.22	18.87	68.94
合计	6.67	100.00	33.86	26.27	100.00	36.14	20.58	100.00	38.58	22.36	100.00	40.37

注：其他收入主要包括公租房及门面房租赁收入、广告服务收入、服务费收入、设计费及检测费收入等。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）土地整理业务

土地整理业务系公司收入及利润最主要来源，区域专营性强，但后续资金压力较大，未来受市场及政策变动影响，年度出让收入规模潜在波动性较大

经漯河市政府及经开区管委会授权，漯河市土地整理业务主要由公司子公司漯河城投及漯河经开负责，区域专营性强。公司土地整理业务收益实现方式分为以下两种：

表6 公司土地整理业务主要模式

模式	实施主体	依据文件	实施方式
模式一	漯河城投	漯政办【2018】112号文	资金来源为财政资金的项目，按照总投资额从土地收益中提取固定收益，标准不低于当年及以上年度累计未清算收益投资总额的2%； 资金来源为自筹资金的项目，在原有融资成本的基础上从土地收益提取固定收益，三年期投资提取标准不低于当年及上年度累计未清算收益投资总额的3-4%，五年期投资提取标准不低于当年及上年度累计未清算收益投资总额的5-6%。此处的合理收益是指扣除土地征迁成本、建设成本、资金成本、建设管理成本后的净收益。
模式二	漯河经开	2021年签署《委托征地补充协议》	漯河经开开发整理完成，验收通过并移交市政的土地按照开发整理成本加成45%的利润进行结算，其中筹资费用对应收入系筹资费用根据加成比例计入收入，筹资费用计入财务费用。

注：2019-2020年漯河经开土地整理业务委托征地协议约定加成比例为65%，2021年及之后调整为45%。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2020-2021年公司土地整理业务均来自漯河城投，采用模式一确认收入，收入水平主要取决于当年漯河市政府规划及公司土地整理进展，近年波动变化。土地整理业务毛利率水平取决于项目采用的收益加成方式，近年持续提升。2022年公司土地整理业务因并入漯河经开，新增业务模式二。

表7 2020-2022年公司土地整理业务情况（单位：亩，万元）

年份	子公司	地块名称	整理期间	面积	确认收入金额	回款情况
2022年	漯河城投	示范区龙江路南侧千山路东侧	2012年-2020年	41.84	9,434.94	已全额回款
		郾城区解放路西侧、牡丹江路南侧	2011年-2020年	157.53	25,423.66	已全额回款
		西城区宝塔山路西侧，汉江路南侧	2018年-2021年	111.5	21,487.88	已全额回款
		郾城区龙山路以东、龙湖路以南	2011年-2020年	158.24	37,784.14	已全额回款
	漯河经开	2021-17-01后谢镇政府顽皮兔项目	2021年-2022年6月	68.33	18,291.94	已全额回款
		2015-18-01湘江路新区（甩挂物流项目）	-	55	4,615.88	已全额回款
		其他	-	-	6,659.02	-
合计			-	592.44	123,697.46	-
2021年	漯河城投	源汇区文化路东侧、银江路北侧宗地	2011年-2020年	118.09	22,381.70	已全额回款
		示范区邙山路东侧、牡丹江路北侧	2011年-2020年	144.7	34,980.79	已全额回款
		牡丹江路南侧、龙潭山路西侧	2011年-2020年	113.76	27,502.32	已全额回款
	合计			-	376.55	84,864.81
2020年	漯河城投	桂江路北侧、锦屏山路东侧2020-66号	2014-2020年	123.98	22,869.00	已全额回款
		郾城区凉山路东侧、龙湖路南侧2020-67号	2014-2020年	31.43	7,900.00	已全额回款
		邙山路西侧、牡丹江路北侧2020-79号	2014-2020年	87.35	9,135.69	已全额回款
		邙山路东侧、龙湖路北侧2020-80号	2014-2020年	80.12	20,143.00	已全额回款
		邙山路东侧、龙湖路南侧2020-81号	2014-2020年	89.63	22,531.00	已全额回款
	合计			-	412.51	82,578.69

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2022年末，公司主要在开发土地项目总投资合计151.89亿元，已投资额合计86.18亿元，尚需投资规模较大。总体来看，公司土地整理业务后续资金压力较大，业务来源有保障，但土地出让受土地政策及土地一级市场影响，年度出让及收入规模潜在波动性较大。

表8 截至2022年末公司主要在开发土地整理项目情况（单位：亿元）

土地开发项目名称	总投资金额	已投资金额	累计确认收入金额	累计回款金额
龙江生态城区域综合开发建设项目	32.89	25.19	22.90	22.90
金山路棚户区改造	17.80	6.90	0.00	0.00
沙澧河一期综合开发建设项目	45.00	45.00	24.12	24.12
牡丹江路两侧土地储备项目	4.31	3.68	0.00	0.00
全市土地大收储项目	51.89	5.41	0.00	0.00

总计	151.89	86.18	47.01	47.01
-----------	---------------	--------------	--------------	--------------

注：公司上述主要在开发土地整理项目全部来自漯河城投。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要承接漯河市市政工程、道路等基础设施项目建设，工程项目收入主要来源于工程施工业务，受政府市政建设规划影响较大；基础设施工程及自营项目在建、拟建规模较大，面临较大的资金压力

公司工程项目按照收益实现方式主要分为基础设施建设、工程施工和其他工程业务，其中收入主要来源于工程施工业务。

表9 近年公司工程项目按收益实现方式分类情况

分类	收益实现方式
基础设施建设	政府等部门提供配套土地等资源开发利用实现平衡，不直接产生收益。
工程施工	按照施工合同及完工百分比确认收入。
其他工程项目	项目建成后自营或与政府合作运营。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、基础设施建设业务

公司作为漯河市主要的基础设施建设投融资主体，承担了区域内道路、桥梁、市政绿化等基础设施建设，基础设施建设基本由漯河城投负责。公司基础设施建设业务不直接产生收益，由政府等部门提供配套土地等资源开发利用实现平衡。对于有相关匹配土地的基础设施项目，建设过程中发生的支出一并计入匹配土地的开发成本，匹配土地形成土地出让收入后实现前期投资回收。

近年公司已完工基础设施业务建设项目主要包括龙江生态城区域开发、龙江路、牡丹江路道路改造工程等。截至2023年3月末，公司主要在建基础设施项目包括新西环项目、市民之家等项目。新西环项目路线全长20.99公里，总投资22.37亿元，其中一期14.6公里，总投资约13.50亿元，目前建设为一期工程。

表10 截至 2023 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	承接主体
新西环项目	22.37	6.50	漯河市公路事业发展中心、武汉武铁项目工程项目管理有限公司
高压电力管廊项目	3.79	1.65	河南交通建设工程有限公司
市民之家	5.70	5.08	宏泰建设发展有限公司
合计	31.86	13.23	-

注：上述项目均来自漯河城投

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2、工程施工业务

公司工程施工业务收入2020-2021年来自漯河城投，2022年及2023年1-3月新增漯河经开工程业务收

入。公司工程施工业务主要包括道路、市政等工程施工，取决于政府相关部门市政规划和结算情况，近年收入和毛利率波动变化。

漯河城投工程施工业务主要由其下属子公司漯河市公路工程建设总公司（以下简称“公路总公司”）、漯河城投建设工程有限公司（以下简称“城投建设”）、漯河市市政建设集团有限公司（以下简称“市政建设”）和漯河市清水水务工程有限公司（以下简称“清水水务”）负责经营，主要负责区域内公路、市政工程、供水管网及市政绿化工程施工项目。公路总公司拥有公路工程施工总承包二级、桥梁工程专业承包二级、公路路面工程专业承包二级等资质；城投建设拥有市政公用工程施工总承包三级资质；市政建设及清水水务拥有市政公用工程施工总承包二级资质。根据合同约定，公司按照完工百分比确认收入和回款。

表11 2021-2022年漯河城投工程施工业务情况（单位：亿元）

分类	2022年		2021年	
	收入	成本	收入	成本
园林绿化施工	0.65	0.52	0.72	0.63
市政工程施工	2.68	2.08	2.65	2.04
公路施工	0.65	0.5	0.85	0.80
供水管道安装	1.86	0.56	0.86	1.14
其他	0.45	1.72	0.00	0.00
合计	6.29	5.38	5.08	4.61

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

漯河经开工程施工业务主要由其本部及下属子公司漯河市立达市政工程有限公司（以下简称“立达市政”）、漯河市晟景路灯管理有限公司（以下简称“晟景路灯”）负责，其中漯河经开主要负责漯河经开区内与土地开发整理相关的基础设施建设，立达市政、晟景路灯作为施工方主要负责漯河经开区内道路、排水等工程建设。主要通过招投标方式与经开区管委会或其他单位签署建设工程施工合同，每年年末按照实际投入确认工程成本，按照完工进度和合同总价款确认工程收入。2020-2022年收入分别为1.67亿元、1.43亿元及1.24亿元，漯河经开2020-2021年工程收入未合并。

表12 截至2022年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	是否签订合同或协议	未来投资计划		工程进度	已确认收入	已回款金额
				2023年	2024年			
供水管道安装工程业务	4.12	3.66	是	0.15	0.15	88.95%	3.73	3.73
市政绿化工程业务	0.91	0.46	是	0.15	0.15	50.56%	0.49	0.49
国道240北舞渡至舞钢交界段改建工程	1.42	1.40	是	0.02	-	98.84%	1.32	1.32
合计	6.45	5.53	-	0.32	0.30	-	5.54	5.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、其他工程项目

除上述基础设施建设和施工业务外，公司通过自建模式建设部分项目，建成后计划通过自营或与政府其他部门合作方式获取收益。截至2022年末，主要在建项目尚需投资19.67亿元，拟建项目尚需投资12.92亿元，公司后续项目建设资金压力较大。考虑到公司自营项目未来经营模式尚待检验，未来自营收入或存在一定不确定性。

表13 截至 2022 年末公司主要在建自营项目情况（单位：亿元）

所属子公司	项目名称	计划总投资	已投资
	漯河市澧河饮用水源地取水口上移综合项目取水口上移工程	2.93	1.74
漯河城投	豫东南新型环保建材基地	1.70	0.71
	漯河市军转站战备设施项目	2.80	0.47
	漯河经济技术开发区检验检测服务中心	1.99	0.52
	漯河经济技术开发区节约集约用地新型示范园区项目（A区）	2.90	1.61
	漯河经济技术开发区节约集约用地新型示范园区项目（B区）	2.55	0.27
漯河经开	漯河经济技术开发区中国（漯河）智能食品装备产业园项目（一期）A区	6.50	2.52
	漯河经济技术开发区中国（漯河）智能食品装备产业园项目（一期）B区	2.64	0.26
	漯河经济技术开发区公共停车场及配套设施建设项目	4.03	1.67
	漯河经济技术开发区液压配套产业园标准化厂房建设项目（一期）	2.10	1.99
	漯河经济技术开发区液压配套产业园标准化厂房建设项目（二期）	1.60	1.31
	漯河经济技术开发区立达双创孵化园项目	3.50	2.50
	合计	35.24	15.57

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14 截至 2022 年末公司主要拟建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	批复文件
漯河经济技术开发区保障性租赁住房项目（A区）	6.00	2112-411171-04-01-962813
漯河经济技术开发区节约集约用地新型示范园区项目（C区）	0.84	2109-411171-04-01-984969
漯河经济技术开发区液压产业园二期建设项目（A区）	3.53	2208-411171-04-01-305198
漯河经济技术开发区检验检测产业园项目（A区）	2.55	2106-411171-04-01-513579
合计	12.92	-

注：上述公司拟建自营项目全部来自漯河经开。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司商品房销售业务近年受销售和结算情况波动变化，后续建设资金压力较大

公司房地产开发包括保障房项目建设及商品房项目建设。公司房地产开发业务主要由漯河城投下属子公司漯河市惠达置业有限公司（以下简称“惠达置业”）、漯河市融创置业有限公司（以下简称“融创置业”）和河南博顺置业有限公司（以下简称“博顺置业”）等负责，其中惠达置业具有房地产开发三级资质。近年公司房地产业务收入规模和毛利率因当年销售和结算情况变动而波动。

公司保障房项目主要根据政府规划进行开发建设，以对应地块土地出让收入平衡收益。在满足安置条件后，剩余安置房可按照政府指导价格对外销售。近年主要开发保障房项目包括三里桥二期、福星家园一期、二期等项目。

公司商品房项目系招拍挂获得土地后开发建设。主要商品房项目包括光明水岸一二期项目、未来华

城项目等。光明水岸项目位于滨河路北侧，万大庙西侧，占地面积4.55万平方米，总建筑面积17.08万平方米，其中地上建筑面积12.75万平方米（含住宅面积8.85万平方米、商业建筑面积3.82万平方米）。目前第一期已建成（于2016年1月和8月取得商品用房和住宅用房的预售证），光明水岸二期占地面积2.10万平方米，已完成建筑面积8.39万平方米。未来华城项目位于漯河市召陵区湘江路与燕山路交汇处，占地面积2.95万平方米。玉兰大厦项目位于漯河市沙澧河景区内，占地面积0.40万平方米，总投资1.50亿元，项目总建筑面积3.25万平方米。

截至2023年3月末，公司主要在建房地产项目包括光明水岸花园一、二期、昌建锦绣城项目一期、城市之光项目等，尚需投资合计16.30亿元，公司房地产业务后续建设资金压力及去化压力较大。

表15 截至 2023 年 3 月末公司在建、在售的房地产项目情况（亿元、万平方米、%）

项目名称	项目类别	项目所在地	总投资	已投资	项目进度		去化率
					已建设面积	销售面积	
光明水岸一期	商品房	滨河路光明市场北门附近	6.81	6.70	17.12	12.33	72.02
光明水岸二期	商品房	滨河路以北、京广铁路以东	3.75	3.10	8.39	5.45	64.96
玉兰大厦	写字楼	太行山路东侧，滨河西路南侧	1.50	1.47	3.25	2.22	68.31
未来华城项目一期	商品房	燕山路东侧、湘江路南侧	5.10	5.03	18.37	13.33	72.56
春和家园二期	商品房	漯河市召陵区燕山路与滦河路交叉口西南角	1.70	1.46	2.30	1.65	71.74
昌建锦绣城项目一期	商品房	漯河经济开发区中山路西侧，湘江路南侧	15.51	4.93	17.76	7.21	40.60
城市之光	商品房	郾城区	3.30	2.19	7.60	2.80	36.84
悦溪九里	商品房	源汇区	5.80	2.29	3.80	0.30	7.89
合计			43.47	27.17	78.59	45.29	-

注：在建房产项目部分销售金额不符合收入确认条件，造成销售金额与收入、回款存在差距。昌建锦绣城项目一期预计总投资随着项目建设存在一定调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司供水业务和污水处理业务覆盖漯河市主城区，毛利率水平较高

公司主要负责漯河市内的自来水供应、污水处理等业务。供水业务主要由漯河城投下属子公司漯河市清源供水有限公司（以下简称“清源供水”）运营，城市供水价格根据漯发改价管[2016]59号文件收取水费，居民用水第一、二、三阶梯定价分别为每立方米2.20元、3.30元及6.60元，合表用户2.37元/立方米，非居民用水为3.60元/立方米，特种用水为9.00元/立方米。产销差率较大主要系管网老损及绿化、洒水、消防用水所致。此外，2022年政府向公司补充划拨排水管网，评估价值9.98亿元，预计有助于公司供水业务规模进一步扩大。

表16 2020-2022 年公司自来水供应业务情况

项目	2022 年	2021 年	2020 年
----	--------	--------	--------

日供水能力（万立方米）	21.00	21.00	21.00
供水总量（万立方米）	5,025.00	5,064.00	4,663.00
售水总量（万立方米）	3,529.00	3,432.00	3,176.50
产销差率（%）	29.77	32.20	31.80

注：供水收入为清源供水审计合并收入，含主营业务供水收入及其他业务房租收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下辖沙南污水处理厂、沙北一期污水处理厂和马沟一期污水处理厂三个污水处理厂，污水处理业务系与漯河市城市管理局（以下简称“漯河市城管局”）签订委托运营协议，总处理规模24.00万吨/日。2019-2021年公司污水处理收入持续提升，因2019-2020年进行污水处理厂提标改造，2020年-2021年毛利率水平有所提升。提标改造之前污水处理费单价由市发改委核定，沙南、沙北一期污水处理费为1.12元/吨，马沟一期污水处理费为1.26元/吨。提标改造之后，沙南污水处理费为1.62元/吨，沙北一期污水处理费为1.54元/吨，马沟一期污水处理费为1.61元/吨。上述污水处理费按月结算，由漯河市城管局支付，资金来源为市财政一般公共预算收入。

公司其他业务对收入形成一定补充，其中担保业务主要服务中小企业，代偿风险较大

公司其他业务主要包括原料销售、租赁业务、公共交通业务及担保业务等，对收入形成一定补充。

公司原料销售主要由漯河城投下属子公司漯河市景城实业有限公司负责，主要销售产品为建筑材料，如沥青、混凝土等。租赁业务主要为漯河城投下属子公司漯河市公共住房建设投资有限公司（以下简称“漯河房投”）公租房租赁收入，2020-2022年分别实现收入0.91亿元、0.79亿元及1.30亿元。公司公共交通业务主要由漯河城投下属子公司漯河市公共交通集团有限公司负责运营，业务范围涵盖城市及城乡公交客运。由于公司公共交通业务公益性质较强，近年持续亏损，主要依靠政府补贴。

公司的担保业务分为两部分，原由漯河城投下属子公司漯河市正信担保投资有限公司负责，2019年不再纳入公司合并范围。2021年底，合并入漯河经开后，公司担保业务主要由漯河经开子公司漯河经济开发区立达担保有限公司（以下简称“立达担保”）负责，业务主要为贷款担保，2020-2022年立达担保分别实现担保收入0.03亿元、0.03亿元及0.02亿元，因2020-2021年系非同一控制下企业合并，立达担保2020-2021年收入不纳入公司合并范围。公司担保业务主要服务中小民营企业，截至2022年末，立达担保期末在保余额1.98亿元。担保期限均在一年左右，担保客户主要分布于商贸、建筑工程等行业领域。截至2022年末，公司共发生代偿1.03亿元，其中在2020年代偿0.58亿元，2021年代偿0.07亿元、2022年代偿0.15亿元。考虑到中小企业经营存在较大不确定性，公司担保业务代偿风险较大。

此外，政府于2022年向公司划转漯河市城区公共停车系统30年经营权，评估价值16.50亿元，停车场收费业务预计成为公司收入重要补充。

公司获得当地政府大力支持，有效提升了公司的资本实力和利润水平

公司为漯河市最重要的基础设施投融资主体，2021年底，漯河市政府将漯河城投90.00%股权及漯河

经开61.00%股权划转至公司。近年来漯河市政府、财政局及经开区管委会等多次向公司增资，在资产注入、债务置换等方面给予了公司大力支持，有效提升了公司的资本实力。2020-2022年分别向公司提供补贴1.55亿元、2.08亿元及6.16亿元，有效提升当年利润水平。

表17 公司获政府主要支持情况（单位：亿元）

公司	时间	注入资产项目	入账价值
漯河投控	2022年	划转漯河市城区公共停车系统30年经营权，签订特许经营权协议，以评估价值入账	16.50
漯河城投	2008年	划拨迎宾馆资产	1.12
		划拨道路、土地、房产等资产	20.96
	2011年	划拨漯河市西城建设投资有限公司、漯河市公共住房建设投资有限公司（以下简称“漯河房投”）股权	3.00
		划拨土地资产	17.08
	2013年	划拨漯河市运输管理处及市工业和信息化局集体工业联社房产及土地	1.25
		许慎文化园资产	1.06
	2015年	划拨公租房	20.07
	2017年	划拨公租房	15.10
	2019年	划拨公交集团股权	1.11
		划拨驻京办资产	3.48
	2020年	划拨公租房	2.77
		漯河市财政局转划东兴时代公寓公租房项目款	1.00
	2021年	政府以廉租房、市直公房出资扣除注册资本后余额	4.65
	2022年	划转排水管网资产	9.98
漯河经开	2019年	污水管网、环卫设施、晟美清洁公司	1.69
	2020年	经开区管委会增资	0.60
		污水管网、停车场	0.56
		政府产业园补贴	0.02
		经开区管委会增资（计入实收资本）	0.20
	2021年	河南资产增资（其中1.77亿元计入实收资本，1.73亿元计入资本公积）	3.50
		晟恒物流增资（其中0.1亿元计入实收资本，0.05亿元计入资本公积）	0.15
2022年	经开区管委会补贴	0.95	
	经开区管委会划入管网（其中部分公厕，环卫设施）	0.07	
	经开区管委会提供补贴	1.93	
合计			128.80

注：资产入账价值以政府文件或评估报告确认，股权入账价值以当期该公司财务报告净资产价值确认。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2019-2021年连审审计报告、经河南守正创新会计师事务所（普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，漯河城投系同一控制下企业合并，追溯调整2019-2021年财务数据，漯河经开系非同一控制下企业合并。报告均采用新会计准则编制。近年合并报表范围一级子公司变化情况如下：

表18 2021年-2023年3月末公司合并报表范围一级子公司变化情况（单位：万元）

新纳入公司合并范围的子公司情况

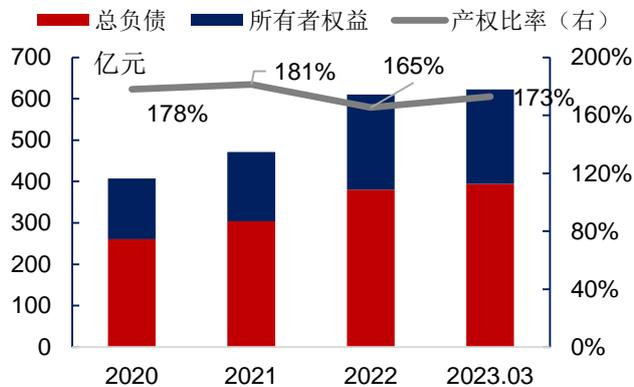
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并时间	合并方式
漯河市城市投资控股集团有限公司	90.00%	150,000.00	基础设施建设与经营；国有土地整理、经营与开发；房地产开发、销售等	2021年	划拨
漯河经济开发区投资发展有限公司	61.00%	98,741.66	基础设施建设与经营管理，土地开发与经营管理等	2021年	划拨
漯河市房屋安全检测有限公司	100.00%	1,001.00	建设工程质量检测	2021年	划转
漯河市产权交易有限公司	100.00%	300.00	交易所业务	2022年	新设
漯河市水利建设投资有限公司	100.00%	20,000.00	水环境污染防治服务、水资源管理、灌溉服务	2022年	新设
漯河城乡建设投资有限公司	100.00%	20,000.00	工程管理	2022年	新设
漯河市康养产业投资有限公司	100.00%	20,000.00	养老服务	2022年	新设

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

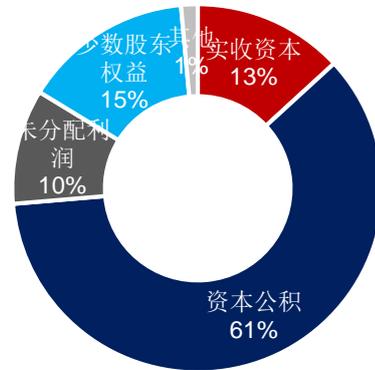
资本实力与资产质量

公司系漯河市最主要的投融资平台，资本实力不断增强，但产权比率高，存量资产以存货为主，但尚未办理产权证资产、无收益或低收益的市政基础设施以及排水管网等资产规模较大，同时存在较大规模的受限资产，整体资产流动性及集中变现能力较弱

公司作为漯河市最主要的投融资平台，平台地位突出。近年来，随着业务开展及融资增加，公司负债规模大幅增长。受益于政府资产注入、划转资本金等支持政策，公司所有者权益规模不断提升。但近年公司产权比率虽有所下降但维持高位，所有者权益对负债的保障能力不强。

图 1 公司资本结构


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

图 2 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以存货、其他非流动资产、投资性房地产、固定资产为主，2023年3月末上述资产合计占公司总资产的77.62%。公司存货主要包括开发成本、原材料、库存商品等，其中开发成本主要包括区域开发项目、安置房建设项目、房地产开发项目等，随着项目投入持续增加，截至2023年3月末，存货开发成本中土地使用权账面价值合计41.54亿元。截至2022年末，公司其他非流动资产中包含37.08亿元道路、绿地等市政基础设施资产及25.54亿元信用社投资款¹，信用社投资款有所减少主要系河南临颍农村商业银行股份有限公司信用社改制成功，部分信用社投资款转入长期股权投资。公司投资性房地产近年有所增加，漯河房投部分公租房尚未办理产权证。截至2022年末，公司固定资产主要包括房屋建筑物、专用设备及管网等，2022年末新增主要系政府划转排水管网，以评估价值9.98亿元入账。公司长期股权投资系对联营、合营企业投资，2022年末增长主要系新增对中葛（漯河）建设工程有限公司投资，2021年末公司长期股权投资增长较快，主要包括增加对河南省中原小额贷款有限公司（以下简称“中原小贷”）等投资，及因对相关公司增加投资，持股比例增加，之前投资额从可供出售金融资产科目中可供出售权益工具调入长期股权投资科目，从成本法转为以权益法记账所致；中原小贷主要借款对象为企业客户，单笔借款金额不超过5,000万元，以保证类贷款居多，需关注中原小贷借款后续回收风险。

其他资产构成方面，公司其他应收款主要为与政府部门、关联方往来款及保证金，应收账款也主要是应收政府部门土地款、工程款等，2021年增加主要系合并入漯河经开。2022年公司货币资金持续增加，

¹ 子公司漯河城投 2020 年 9 月 30 日与临颍县农村信用合作联社（以下简称“临颍农信社”）签订协议，出资 4.2 亿元认购临颍农信社 1.5 亿股。河南银保监局于 2021 年 12 月批复同意筹建河南临颍农村商业银行股份有限公司（豫银保监复【2021】647 号），并于 2022 年 1 月完成工商登记。漯河城投于 2017 年与漯河市召陵区农村信用合作联社、漯河市郾城区农村信用合作联社、漯河市源汇区农村信用合作社联社（以下简称“上述三家联社”）及河南农村信用社联合社漯河市办公室签订了《不良资产转让协议》，漯河城投拟发起组建漯河农村商业银行股份有限公司，出资 40.00 亿元受让上述三家联社不良资产。截至 2022 年底，漯河城投已支付不良债权购买款 27.04 亿元，上述三家联社改制工作仍在进行中。

主要系公司后期集中还款压力较大，公司提前筹措资金所致，但公司货币资金仍不能覆盖短期债务。公司在建工程主要包括在建自营项目，近年有所减少主要系建成后转入固定资产及投资性房地产；无形资产主要包括土地使用权和2022年政府划转入的公共停车场和道路泊车位特许经营权。

截至2022年末，公司受限资产合计92.64亿元，包括54.35亿元投资性房地产、22.20亿元存货、5.09亿元长期股权投资和其他受限的固定资产、货币资金、无形资产等，占总资产的比例为15.19%，公司资产流动性较弱。

表19 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	27.47	4.41%	18.95	3.11%	13.85	2.94%	18.57	4.56%
应收账款	9.37	1.50%	14.91	2.44%	12.27	2.60%	2.72	0.67%
其他应收款	19.78	3.18%	20.77	3.40%	17.94	3.81%	19.96	4.90%
存货	280.85	45.09%	268.55	44.02%	191.30	40.58%	167.66	41.15%
流动资产合计	355.45	57.07%	342.71	56.17%	248.77	52.77%	215.46	52.88%
固定资产	38.69	6.21%	37.45	6.14%	29.01	6.15%	27.34	6.71%
在建工程	5.34	0.86%	6.18	1.01%	18.82	3.99%	16.93	4.16%
长期股权投资	26.60	4.27%	26.58	4.36%	25.40	5.39%	12.05	2.96%
投资性房地产	85.24	13.69%	85.79	14.06%	72.02	15.28%	61.23	15.03%
无形资产	20.67	3.32%	20.80	3.41%	4.65	0.99%	1.82	0.45%
其他非流动资产	78.66	12.63%	78.66	12.89%	68.19	14.46%	67.32	16.52%
非流动资产合计	267.37	42.93%	267.36	43.83%	222.68	47.23%	191.99	47.12%
资产总计	622.82	100.00%	610.07	100.00%	471.45	100.00%	407.45	100.00%

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

盈利能力

公司收入主要来自子公司土地整理和工程业务，政府补助是公司利润重要支撑，需关注未来土地整理及商品房销售业务收入波动风险

公司收入主要来源于子公司漯河城投、漯河经开土地整理和工程业务，近年公司营业收入波动提升，主要系土地整理业务增加影响。公司近年毛利率受土地整理业务加成方式、工程结算差异及毛利率较低的商品销售收入占比增加影响有所下降。考虑到土地整理业务占公司收入比例最高，且未来土地整理业务收入规模或受土地政策及当地土地一级市场影响而存在不确定性，叠加公司商品房业务销售及回款存在一定不确定性，未来公司营业收入及毛利率存在波动风险。其他收益主要为政府注入公司的公共交通补助款，是公司利润重要支撑。

表20 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
------	---------	-------	-------	-------

营业收入	6.67	26.27	20.58	22.36
营业利润	-1.67	0.02	1.19	1.67
其他收益	0.00	3.42	1.54	1.26
利润总额	-2.06	2.71	2.00	2.10
销售毛利率	33.86%	36.14%	38.58%	40.37%

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

偿债能力

近年公司总债务规模持续增加，当前公司资产负债率较高，债务短期集中到期压力非常大，债务期限结构仍亟待改善

公司负债以流动负债为主，随着项目建设持续投入和债务滚续，公司对外融资规模快速攀升，2023 年 3 月末总债务占负债总额的比例提升至 66.71%，其中短期债务占比降至 33.70%，但短期债务维持较大规模，债务期限结构仍亟待改善。公司短期债务集中到期压力非常大，一年内到期的债务规模较大。

公司短期债务由短期借款、一年内到期的非流动负债等构成，公司短期借款持续增加；一年内到期的非流动负债以一年内到期的应付债券、长期借款为主；2022 年末其他应付款中有 9.05 亿元为应付漯河市财政局的金山路棚户区专项贷款，其他主要为与漯河市政府相关单位的往来款。

公司长期债务由长期借款、应付债券、长期应付款有息部分和其他非流动负债构成，公司长期借款 2022 年新增较多；未到期债券数量较多，包括中期票据、PPN、短期融资券以及非公开发行公司债等，募集资金主要用于偿还公司存量债务等；2022 年末长期应付款中 11.51 亿元为融资租赁款；其他非流动负债主要为漯河资产管理有限公司对漯河城投的投资款（按约定需要支付固定利润）。此外，公司应付账款主要为应付工程款和征地拆迁款。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	45.88	11.63%	45.20	11.89%	27.37	9.01%	7.44	2.85%
应付账款	8.35	2.12%	8.95	2.35%	7.69	2.53%	8.20	3.14%
其他应付款	84.36	21.38%	79.33	20.87%	87.13	28.68%	76.34	29.26%
一年内到期的非流动负债	77.87	19.74%	87.41	22.99%	83.79	27.58%	97.64	37.42%
流动负债合计	237.40	60.17%	240.37	63.23%	219.88	72.37%	201.16	77.10%
长期借款	74.01	18.76%	65.27	17.17%	27.09	8.92%	14.96	5.73%
应付债券	35.62	9.03%	26.65	7.01%	24.31	8.00%	31.17	11.95%
长期应付款	37.42	9.48%	11.51	3.03%	9.96	3.28%	4.89	1.87%
其他非流动负债	5.90	1.50%	5.90	1.55%	6.40	2.11%	0.00	0.00%
非流动负债合计	157.13	39.83%	139.81	36.77%	83.94	27.63%	59.75	22.90%
负债合计	394.53	100.00%	380.17	100.00%	303.82	100.00%	260.91	100.00%

总债务	263.21	66.71%	251.14	66.06%	191.79	63.13%	166.02	63.63%
其中：短期债务	132.95	33.70%	141.80	37.30%	124.04	40.83%	115.00	44.08%
长期债务	130.26	33.02%	109.34	28.76%	67.75	22.30%	51.02	19.56%

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

偿债能力指标方面，随着债务规模的增加和政府资产注入，公司资产负债率有所下降，但仍维持高位，且由于短期债务到期规模较大，公司货币资金对短期债务的覆盖程度较低，公司面临较大的短期偿债压力。此外，近年公司经营活动现金流净额波动较大，叠加项目投入需求，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。但相较于到期债务规模，公司备用流动性较低，截至2023年3月末，公司银行总授信额度为165.78亿元，尚未使用额度为37.13亿元。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年	2020年
资产负债率	63.35%	62.32%	64.44%	64.03%
现金短期债务比	0.21	0.15	0.11	0.16
EBITDA 利息保障倍数	-	1.07	1.06	1.14

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

五、其他事项分析

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的《行政处罚情况说明》，最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》，最近一年公司未发生生产事故或产品质量问题，无劳动诉讼事项等。

治理方面，公司董事会成员 7 人，其中 1 人为职工代表董事。董事会负责决定公司的经营计划和投资方案、制定基本管理制度等。董事会设董事长 1 人，由漯河市财政局（国有资产监督管理委员会）在董事会成员中指定。公司设总经理 1 名，副总经理若干名，由董事会聘任或者解聘。经漯河市财政局（国有资产监督管理委员会）同意，董事会成员可以兼任总经理。公司经营管理层下设综合办公室、人力资源部、审计监督部、财务管理部、融资管理部、投资发展部、工程管理部及项目管理部。基本满足公司日常经营管理需要。

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，公司本部（2023年5月4日）、漯河城投（2023年5月26日）、漯河经开（2023年4月25日）不存在未结清不良类信贷记录；公司公开发行的

债券无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2023年3月末，公司对外担保余额（不含子公司立达担保对外担保业务）为7.32亿元，其中对民营企业的担保余额为3.09亿元，被担保民营企业截至报告出具日无被纳入被执行人情况，其余为对漯河市国有企业的担保，主要系对关联方担保，未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表23 截至2023年3月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	是否民企	担保期限	
			起始日	到期日
河南润都建材有限公司	2,000.00	是	2021-12-17	2023-12-1
漯河华融实业有限责任公司	6,100.00	否	2019-7-12	2029-6-17
漯河华智教育投资有限公司	30,000.00	否	2019-10-25	2034-10-25
漯河品尚商贸有限公司	990.00	是	2019-9-30	2023-9-18
漯河品尚商贸有限公司	400.00	是	2018-1-28	2023-12-28
漯河品尚商贸有限公司	600.00	是	2018-1-28	2023-12-29
漯河品尚商贸有限公司	450.00	是	2018-1-28	2023-12-30
漯河品尚商贸有限公司	550.00	是	2018-1-28	2023-12-31
漯河品尚商贸有限公司	600.00	是	2022-12-22	2023-12-22
漯河品尚商贸有限公司	450.00	是	2022-12-22	2023-12-22
漯河品尚商贸有限公司	550.00	是	2022-12-22	2023-12-22
漯河品尚商贸有限公司	400.00	是	2022-12-22	2023-12-22
漯河品尚商贸有限公司	450.00	是	2022-12-22	2023-12-22
漯河品尚商贸有限公司	550.00	是	2022-12-22	2023-12-22
漯河品尚商贸有限公司	400.00	是	2022-12-22	2023-12-22
漯河市互利建材有限公司	300.00	是	2022-3-29	2023-3-29
漯河天阳供热有限责任公司	6,500.00	是	2022-12-13	2023-12-13
漯河市政融商务服务有限公司	2,000.00	否	2022-9-27	2024-9-26
漯河天阳供热有限责任公司	5,000.00	是	2022-12-20	2023-12-20
漯河天阳供热有限责任公司	2,995.00	是	2022-4-22	2023-4-22
漯河天阳供热有限责任公司	4,000.00	是	2022-3-25	2023-3-25
漯河新区投资发展有限公司	3,000.00	否	2022-9-27	2024-9-26
漯河经济开发区立达工业厂房开发建设有限公司	1,200.00	否	2021-9-3	2023-6-30
漯河市双盛建筑安装工程有限公司	1,200.00	是	2021-9-3	2023-6-30
河南石力金刚石制品股份有限公司	285.00	是	2022-11-16	2023-11-15
漯河市京之淘商贸有限公司	300.00	是	2022-12-2	2023-12-2
漯河南恒商贸有限公司	500.00	是	2022-12-14	2023-12-14
漯河市商漯建筑劳务有限公司	500.00	是	2022-12-23	2023-12-23
漯河市登巍商贸有限公司	300.00	是	2022-12-16	2023-12-16
合计	73,170.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、外部特殊支持分析

公司是漯河市最主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，漯河市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与漯河市政府的联系为非常紧密。漯河市财政局持有公司100.00%股权，公司主要业务和补贴均来自漯河市政府，漯河市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，公司与漯河市政府紧密度非常高。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) 公司对漯河市政府非常重要。公司收入、利润基本来自土地整理和工程代建业务，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。公司主要承担漯河市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。

七、结论

漯河市系河南省下属地级市，是我国食品名城，食品及配套产业带动当地经济持续增长。公司系漯河市最主要的城投公司，业务主要来自漯河城投及漯河经开，主要承担了漯河市土地整理、建设工程、供水及污水处理等业务，同时还从事公共交通服务、房地产开发、原料销售、担保以及租赁等业务，业务构成较为多元，但在建、拟建项目后续建设也存在较大的资金压力。公司总债务规模持续增长，相关偿债指标表现较弱，债务短期集中偿付压力非常大，且存量资产以存货为主，受限资产、尚未办理权证资产及无收益或低收益资产规模较大，整体流动性和变现能力较弱。此外，公司对外担保中存在部分对民营企业的担保，存在一定的或有负债风险。但作为漯河市最重要的基础设施建设和投融资主体，公司土地整理、工程等业务项目储备丰富，相关收入预计具有可持续性，近年多次获得政府的资产、资金注入及提供补贴。整体来看，公司抗风险能力较强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。

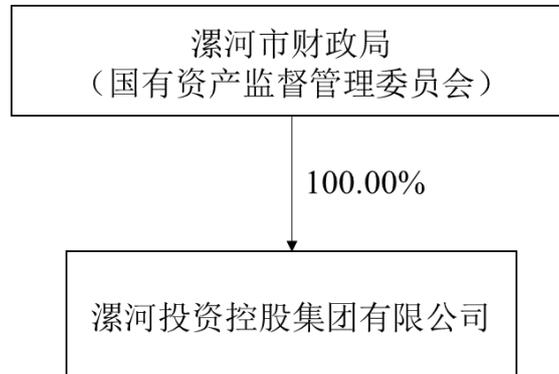
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	27.47	18.95	13.85	18.57
应收账款	9.37	14.91	12.27	2.72
其他应收款	19.78	20.77	17.94	19.96
存货	280.85	268.55	191.30	167.66
其他流动资产	11.68	13.95	5.90	2.37
流动资产合计	355.45	342.71	248.77	215.46
固定资产	38.69	37.45	29.01	27.34
在建工程	5.34	6.18	18.82	16.93
长期股权投资	26.60	26.58	25.40	12.05
投资性房地产	85.24	85.79	72.02	61.23
无形资产	20.67	20.80	4.65	1.82
其他非流动资产	78.66	78.66	68.19	67.32
非流动资产合计	267.37	267.36	222.68	191.99
资产总计	622.82	610.07	471.45	407.45
短期借款	45.88	45.20	27.37	7.44
应付账款	8.35	8.95	7.69	8.20
其他应付款	84.36	79.33	87.13	76.34
一年内到期的非流动负债	77.87	87.41	83.79	97.64
流动负债合计	237.40	240.37	219.88	201.16
长期借款	74.01	65.27	27.09	14.96
应付债券	35.62	26.65	24.31	31.17
长期应付款	37.42	11.51	9.96	4.89
其他非流动负债	5.90	5.90	6.40	0.00
非流动负债合计	157.13	139.81	83.94	59.75
负债合计	394.53	380.17	303.82	260.91
其中：短期债务	132.95	141.80	124.04	115.00
总债务	263.21	251.14	191.79	166.02
所有者权益	228.29	229.90	167.63	146.54
营业收入	6.67	26.27	20.58	22.36
营业利润	-1.67	0.02	1.19	1.67
其他收益	0.00	3.42	1.54	1.26
利润总额	-2.06	2.71	2.00	2.10
经营活动产生的现金流量净额	-1.90	-7.69	14.15	-14.48
投资活动产生的现金流量净额	0.35	-17.64	-7.58	-6.86
筹资活动产生的现金流量净额	8.65	36.28	-16.34	4.93
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年

销售毛利率	33.86%	36.14%	38.58%	40.37%
资产负债率	63.35%	62.32%	64.44%	64.03%
短期债务/总债务	50.51%	56.46%	64.67%	69.27%
现金短期债务比	0.21	0.15	0.11	0.16
EBITDA (亿元)	-	14.48	11.35	11.06
EBITDA 利息保障倍数	-	1.07	1.06	1.14

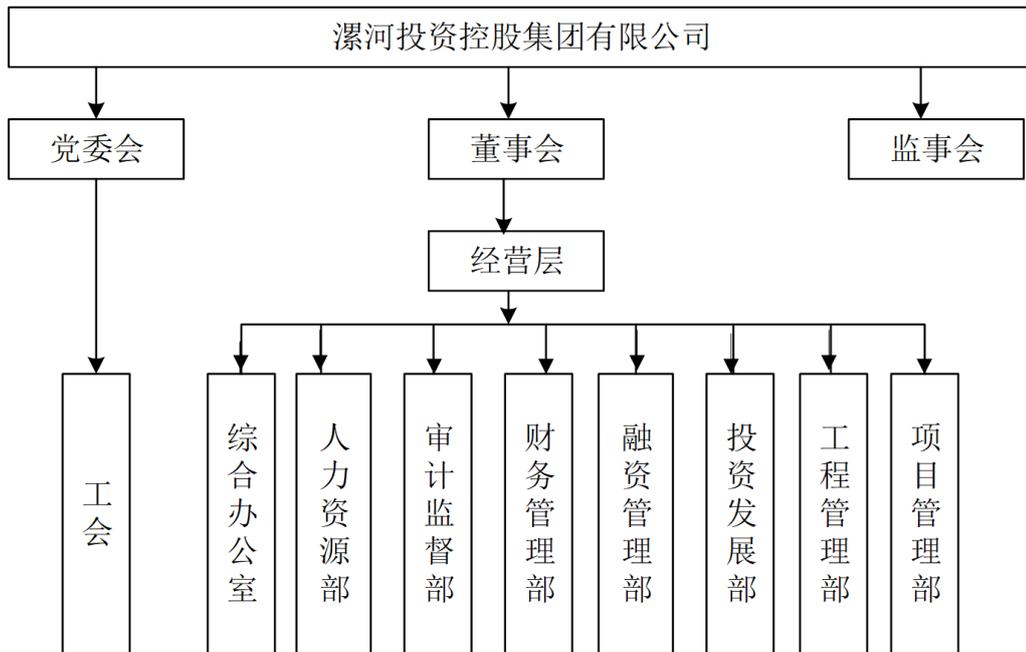
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

序号	企业名称	主要营业收入板块	持股比例	注册资本
1	漯河市城市投资控股集团有限公司	土地整理、工程项目建设、房地产开发、水务等	90.00%	150,000.00
2	漯河经济开发区投资发展有限公司	土地整理、基础设施建设	61.00%	98,741.65
3	漯河市水利建设投资有限公司	土地整理、基础设施建设	100.00%	20,000.00
4	漯河市城乡建设投资有限公司	土地整理、基础设施建设	100.00%	20,000.00
5	漯河市康养产业投资有限公司	养老服务，公共事业管理	100.00%	20,000.00
6	漯河市房屋安全检测有限公司	工程质量检测	100.00%	1,001.00
7	漯河市产权交易有限公司	产权交易服务	100.00%	300.00

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、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。

二、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。

三、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。