



2022年第一期、第二期长垣市投资集团有限公司公司债券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

2022年第一期、第二期长垣市投资集团有限公司公司债券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
22长垣债 01/22长垣 03	AAA	AAA
22长垣债 02/22长垣 04	AAA	AAA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：长垣市民营经济活力较强，起重、卫材、防腐等产业带动区域经济快速发展，近年 GDP 总量均位列新乡市各区县前列，长垣市投资集团有限公司（以下简称“长垣投资”或“公司”）作为长垣市重要的城市基础设施建设主体，业务地位突出，未来收入有保障，且持续获得较大力度的外部支持；河南省中豫融资担保有限公司（以下简称“中豫担保”）提供的保证担保仍能有效提升“22长垣债 01/22长垣 03”和“22长垣债 02/22长垣 04”的信用水平；同时中证鹏元也关注到，公司资产流动性较弱，资产质量一般，对民企应收款存在一定资金回收风险，公司面临较大的资金压力和债务压力，且存在一定的或有负债等风险因素。

评级日期

2024年07月24日

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，公司在较长时期内业务地位将保持不变，仍将作为长垣市重要的城市基础设施建设主体，充足的项目储备可为业务持续开展提供保障，且有望持续获得较大力度的外部支持。

联系方式

项目负责人：王贞姬
wangzj@cspengyuan.com

项目组成员：王建飞
wangjf@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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	196.29	188.02	177.54	162.14
所有者权益	60.81	58.97	59.17	57.50
总债务	72.64	69.35	72.94	58.47
资产负债率	69.02%	68.64%	66.67%	64.54%
现金短期债务比	0.40	0.25	0.33	0.12
营业收入	1.22	10.92	9.60	9.60
其他收益	0.00	0.50	3.18	3.31
利润总额	0.01	0.55	1.57	0.22
销售毛利率	49.41%	11.80%	12.31%	5.60%
EBITDA	--	5.23	6.53	4.96
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	1.43	0.84
经营活动现金流净额	-3.63	3.09	-6.20	-10.35

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **长垣市民营经济活力较强，2023年GDP总量位列新乡市各区县前列。**长垣市民营经济活力较强，起重、卫材、防腐等产业带动区域经济快速发展，2023年GDP总量位列新乡市各区县前列，财政收入质量较好。
- **公司委托代建业务待结算规模较大，未来收入有保障。**公司主要负责长垣市内基础设施项目、棚户区改造等项目的开发及建设；截至2023年末，公司完工待结算的委托代建项目规模较大，在建项目较多，未来收入有保障。
- **公司持续获得外部支持。**2023年公司持续获得当地政府的财政补贴，利润水平得到有效增强。
- **保证担保仍能有效提升本次债券的信用水平。**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能有效提升“22长垣债01/22长垣03”和“22长垣债02/22长垣04”的信用水平。

关注

- **公司资产流动性较弱，资产质量一般。**公司资产以其他应收款、债权投资及工程项目的开发投入成本（存货、固定资产）为主，其中应收款项对营运资金形成较大占用，工程项目投入成本较大，回款周期较长，且受限资产规模较大。
- **公司存在一定民企资金回款风险，山东让古戎投资控股集团有限公司（以下简称“让古戎公司”）股权转让事宜2023年无实质进展，未来具有一定不确定性。**截至2024年3月末，公司对民营企业河南省宏力集团有限公司（以下简称“宏力集团”）形成的债权投资金额较大，宏力集团目前经营状况不佳，并存在多起被执行记录，公司存在一定相关款项无法回收的风险，同时公司与宏力集团关于让古戎公司股权转让事宜进展缓慢，2023年无实质进展。让古戎主要的资产和业务均在山东大钿蒂黄河大桥建设投资有限公司（以下简称“山东大钿蒂”）名下，2023年山东大钿蒂处于亏损状态。
- **公司面临较大的资金压力与债务压力。**近年来，公司经营活动净现金流波动较大，且2024年3月末主要在建项目尚需投入资金规模较大；此外，公司债务规模持续增长，偿债能力指标较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2023年末，公司对外担保余额为12.83亿元，占当期期末所有者权益比重为21.76%，被担保对象虽主要为当地国有企业及事业单位，但均未设置反担保措施。

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	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	4/7	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	3/7
调整因素	ESG因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					a
外部特殊支持					3
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

外部特殊支持

- 公司是长垣市重要的城市基础设施投资建设主体，承担基础设施建设、棚户区改造等项目的开发及建设任务，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，长垣市政府提供特殊支持的意愿极其强，体现为：一方面，虽然公司实控人为新乡市财政局，但长垣市政府对公司的经营战略和业务运营拥有强大的影响力，公司的业务基本来源于政府及其相关单位，近年公司获得长垣市政府在资产划拨、财政补贴等方面的多次较大支持；另一方面，公司在基础设施建设等方面对于长垣市政府来说贡献很大，公司违约或会对长垣市地区金融生态环境和融资产生实质性影响。同时，中证鹏元认为长垣市政府提供支持的能力很强，主要体现为：长垣市民营经济活跃，现已形成起重机械、医疗器械、防腐、建筑、烹饪、绿色食品、苗木花卉七大特色产业，起重机械、医疗器械、商贸轻工、新城工业四个产业集聚区快速发展；近年来长垣市经济总量持续增长，且均排名新乡市各区县前列，一般公共预算收入持续提高。

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
22 长垣债 01/22 长垣 03	5.00	5.00	2023-06-13	2029-07-05
22 长垣债 02/22 长垣 04	5.00	5.00	2023-06-13	2029-10-25

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 2022 年 7 月发行 5 亿元“22 长垣债 01/22 长垣 03”，于 2022 年 10 月发行 5 亿元“22 长垣债 02/22 长垣 04”，两期债券募集资金扣除发行费用后，原计划用于长垣市医用防护用品储备基地及调拨中心项目和补充营运资金。截至 2024 年 4 月 30 日，两期债券募集资金专项账户余额合计为 3.27 亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人均未发生变化。

2024年5月，原股东河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司（以下简称“豫资城乡”）将持有的公司41.66%的股权无偿划转至长垣市财政局，并相应完成了工商变更。截至2024年6月末，公司注册资本和实收资本均为75,909.10万元，长垣市财政局持有公司49.00%的股份，新乡国有资本运营集团有限公司（以下简称“新乡国资集团”）持有公司51.00%股份，为公司控股股东，公司实际控制人仍为新乡市财政局，股权结构图见附录二。

公司仍是长垣市重要的城市基础设施投资建设主体，主要承担长垣市基础设施建设、棚户区改造等项目的开发及建设任务。截至2024年3月末，纳入公司合并范围的子公司明细见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济内生动能将不断增强，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2023 年国内经济逐步恢复，呈现波浪式发展、曲折式前进态势，但复苏基础仍需巩固。2023 年前三季度实际 GDP 同比增长 5.2%，当季 GDP 同比增速分别为 4.5%、6.3%、4.9%，消费贡献大幅增加，就业物价稳中有降，工业和服务业恢复向好，基建和制造业投资平稳增长，但出口低位徘徊，地产投资仍处谷底。

展望 2024 年，中央经济工作会议要求稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节。稳健的货币政策灵活适度、精准有效，着力宽信用，降息降准仍可期，结构货币政策继续发

力，同时注意盘活存量、提升效能。积极的财政政策适度加力、提质增效，提高赤字率，中央有望加杠杆，继续把握地方政府专项债券这个重要抓手，合理扩大资本金范围，落实结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。基础设施投资类企业融资监管易紧难松，特殊再融资债有望继续发行，分类推进市场化转型，新增融资或有所缩量；房地产供求关系已变，供需两端政策有望继续松绑，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。

当前我国正处于高质量发展和产业转型升级的关键期，内外部环境依然复杂严峻，海外主要经济体通胀高位回落，但经济发展压力仍不小，叠加地缘政治冲突和大国博弈，不确定和不稳定因素明显增多。国内有效需求不足、社会预期偏弱，经济循环有待进一步畅通。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正在不断累积，我国经济发展潜力大、韧性强，长期向好的基本面没有变，只要保持战略定力、增强发展信心，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，基础设施投资类企业融资政策进入周期收紧阶段；2022 年基础设施投资类企业融资监管有保有压，区域分化加剧；2023 年以来，“一揽子化债方案”推进隐性债务有序化解，新一轮特殊再融资债有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险

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，基础设施投资类企业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，基础设施投资类企业融资政策进入周期收紧阶段。2022 年，经济下行压力加大，稳增长背景下基础设施投资类企业融资监管“有保有压”。

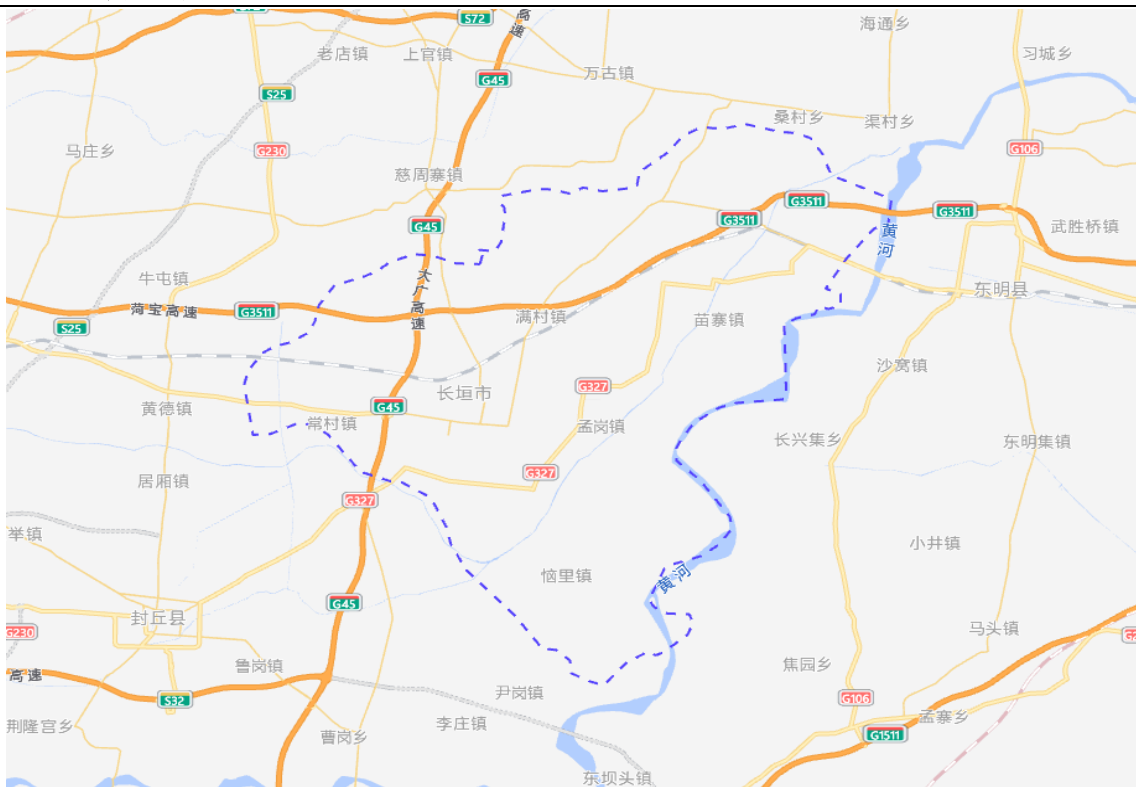
2023 年基础设施投资类企业债券融资政策维持“有保有压”，着力实施“一揽子化债方案”推进隐性债务有序化解。地方政府债务风险作为 2023 年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。2023 年 7 月，中央政治局会议高度关注地方债务风险化解问题，在“遏增化存”的总体思路首次提出“制定实施一揽子化债方案”，中央和地方层面纷纷表态支持地方债化解并推出实质举措。2023 年 8 月，央行、金融监管总局、证监会等多部门密集表态“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”、“强化基础设施投资类企业债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务‘防爆雷’作为重中之重”。2023 年 9 月末，“特殊再融资债券”化债重启。截至 2023 年末，全国共有 29 地发行特殊再融资债券规模合计约 1.4 万亿元，其中债务压力较大的贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等地发行规模超 1,000 亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险。地方层面，各地政府积极响应部署化债工作，将防范化解债务风险列入下一阶段财政工作重点，陆续出台具体化债措施，同时强调对新增隐性债务的监管。本轮化债地方政府依然为责任主体，将严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，不会突破区域政府自担风险的基本原则。此外，新增融资进一步收紧，2023 年 10-11 月基础设施投资类企业债券净融资同比收缩明显，11-12 月净融资均转负，未来基础设施投资类企业债券融资或进一步收缩。

区域经济环境

长垣市为河南省直管、新乡市代管的县级市，民营经济活力较强，起重、卫材、防腐等产业带动区域经济及财政实力快速发展，近年GDP均位列新乡市各区县中前列，财政收入质量较好

区位特征：长垣市为河南省新乡市代管的县级市，起重、卫材、防腐等产业发展较快。长垣于2019年9月撤县设市，是河南省直管、新乡市代管的县级市，居郑州、新乡、安阳、濮阳、开封、菏泽等城市之间，与兰考县、山东省东明县隔黄河相望。长垣市区域交通便捷，长济高速公路、大广高速在此交汇；省道308、213穿境而过，直达新郑国际机场；区域内新菏铁路、济东高速直达东出海口。长垣起重、卫材、防腐等产业发展较快，享有“中国起重机械名城”、“中国医疗耗材之都”、“中国防腐之都”和“中国厨师之乡”等美誉。截至2023年末，长垣市市域面积1,051平方公里，耕地105.6万亩，辖11镇2乡5个街道，1个省级高新技术开发区。截至2023年末，长垣市常住人口为89.62万人。

图1 长垣市交通图



资料来源：公开资料

经济发展水平：长垣市经济总量在新北市下辖各区（县、市）中排名前列，但2023年经济增速在固定资产投资增速下降影响下有所放缓，且人均产值不及全国水平。近年长垣市经济实力持续提升，起重产业、卫材产业、和防腐产业带动区域经济快速发展，其整体经济增速受投资和消费影响较大，2021-2022年区域固定资产投资增速超过10%、经济增速均不低于5%；但2023年固定资产投资增速相对前两年大幅下降，受其影响，长垣县整体GDP增速也有所下滑，但总量仍表现良好。2021-2023年，长垣市整体经济总量在新北市下辖各区（县、市）中均排名前列。2023年，长垣市三次产业结构由7.9：56.55：

35.55调整为6.86: 56.33: 36.81，第一产业占比持续下调，第二产业仍占据主导地位。近年长垣市人均GDP虽持续增长，但与全国人均GDP的比值变化不大，人均产值仍较低。

表1 2023年新乡市各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
长垣市	586.6	2.2%	6.50	53.32	22.99
辉县市	390.8	-0.6%	4.86	30.65	5.56
新乡县	263.2	3.8%	7.81	13.04	1.99
红旗区	261.1	4.3%	5.84	16.1	-
封丘县	227.4	-3.8%	3.32	10.01	6.09
卫辉市	215.1	6.1%	4.66	15.49	5.88
获嘉县	200.2	2.3%	5.13	9.61	-
原阳县	194.7	3.0%	2.68	13.16	-

注：“-”为数据未获得；长垣市、获嘉县人均GDP源自统计公报，其他各区县人均GDP以当地2022年末常住人口数据计算

资料来源：各区县国民经济和社会发展统计公报、财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表2 长垣市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	586.6	2.20%	574.9	5.80%	529.59	8.00%
固定资产投资	-	4.70%	-	21.20%	-	14.00%
社会消费品零售总额	216.03	4.60%	206.7	2.00%	202.56	12.00%
进出口总额	-	-	-	-	-	-
人均GDP（元）	64,989.6		63,315		58,389	
人均GDP/全国人均GDP	72.73%		73.88%		72.11%	

注：“-”数据未公告；2021-2023年人均GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数。

资料来源：2021-2023年长垣市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：长垣市民营经济活力较强，拥有起重机械、医疗器械、防腐等特色产业。长垣市经济以民营经济为主体，现已形成起重机械、医疗器械、防腐、建筑、烹饪、绿色食品、苗木花卉七大特色产业，起重机械、医疗器械、商贸轻工、新城工业四个产业聚集区正在建设之中。其中，起重机械整机生产及配套企业1,200多家，产品涵盖桥门式起重机等10多个系列200多个品种，2,600多个销售网点遍布国内外，100吨以下起重机国内市场占有率达70%以上，目前长垣市已成为全国产业规模最大、集聚度最高、产业链最完善的起重机械制造基地。同时，长垣市是我国重要医疗器械及卫生材料生产基地，市内医疗器械生产经营企业2,300多家，医用耗材销量占全国市场份额的65%以上，为全国医疗防护体系的构建作出重要贡献；同时出口70余个国家和地区，是我国重要的医疗器械输出基地。长垣有“中国防腐之都”美誉，全市注册建筑及防腐蚀施工企业近700家，其中拥有防水防腐保温专业承包一级资质的企业近300家，在防腐蚀工程承揽、产值、队伍数量等方面全国占有份额均在65%以上，长垣市已初步形成防腐施工、防腐材料研发生产、总部经济集中的产业集群发展模式。2020年宏力医疗管理集团有限公

司在香港联合交易所挂牌上市，系长垣市第一家主板上市公司。

发展规划及机遇：长垣市发展定位为国家医疗器械和特种装备制造基地、全国建筑防腐和烹饪产业总部基地、黄河生态保护和高质量发展示范区、河南省乡村振兴样板区和新乡市副中心城市。未来传统主导产业将再进一步，以激活县域经济发展的新动能。在2024年举办的第九届中国长垣国际起重装备博览交易会上，长垣市荣获中国重型机械工业协会颁发的“中国起重机械之都”称号。展望未来，长垣市将贯彻全产业链发展策略，致力于提升产业基础的高级化和产业链条的现代化；坚持推动起重装备产业向高端化、智能化、绿色化方向发展，同时向智能物流搬运、工程起重设备、机器人技术以及远程运维服务等领域进行横向拓展，致力于将起重产业打造成全球知名的千亿级特色产业集群。根据长垣市《第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，长垣市将围绕全面提升“中国医疗耗材之都”、“中国起重机械名城”的竞争力和影响力，引导医疗器械、起重装备等优势产业内外贸一体化发展、国内外市场同步开拓、产供销全链条经营；按照接“郑”融“新”辐射豫东北的思路，以通道连接、产业承接、开放对接和创新衔接为重点，融入郑州都市圈。

财政及债务：财政收入质量较好，财政自给程度不断提升，地方政府债务余额快速增长。近年来，长垣市一般公共预算收入持续增长，2023年上升至53.32亿元，近年税收收入占比均超过75%，财政收入质量较好，财政自给程度不断提升，长垣市的医疗耗材、起重装备、建筑防腐等主导产业的发展为财政收入提供了重要支撑。政府债务方面，近年长垣市地方政府债务余额快速增长，2023年末上升至96.25亿元，较上年末增长14.76%。

表3 长垣市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	53.32	50.24	40.72
税收收入占比	77.17%	75.67%	80.81%
财政自给率	68.46%	65.44%	51.42%
政府性基金收入	22.99	27.39	39.38
地方政府债务余额	96.25	83.87	60.56

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：2021-2023年长垣市财政预算决算报告，政府官网公开数据，，中证鹏元整理

投融资平台：长垣市主要投融资平台为长垣投资，长垣投资系长垣市重要的城市基础设施建设主体，主要承担长垣市内基础设施建设、保障房、棚户区改造等项目的开发及建设任务。

五、经营与竞争

公司仍是长垣市重要的城市基础设施投资建设主体，主要承担基础设施建设、棚户区改造等项目的开发及建设任务，2023年公司营业收入有所增长，充足的项目储备为后续业务发展提供了有力支撑

公司是长垣市重要的城市基础设施建设主体，主要承担基础设施建设、棚户区改造等项目的开发及

建设任务。公司主营业务包括委托代建、工程施工、销售商品、销售商砼及高速公路通行费等，其中委托代建、工程施工、销售商品和高速公路通行费收入为公司主要收入来源。2023年，受益于当期工程施工业务规模扩大收入的增长，当期营业收入有所增长。毛利率方面，公司高速公路业务受部分时间段免除高速通行费及道路维修维护成本波动变化等影响，毛利率波动较大；2023年，伴随毛利率较低的工程施工业务占比的提升，公司销售毛利率有所下降。2024年1-3月，公司实现营业收入1.22亿元，利润总额为64.07万元。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
委托代建	6.27	57.41	16.26	5.69	59.32	16.26	2.81	29.30	16.04
工程施工	2.40	21.99	8.14	1.10	11.50	8.65	1.43	14.86	6.88
销售商品	0.11	0.98	7.97	0.59	6.19	0.28	3.50	36.46	2.73
高速公路通行费	0.74	6.77	-6.87	0.81	8.40	0.83	0.55	5.78	-59.14
销售商砼	0.26	2.36	12.92	0.27	2.78	10.03	0.17	1.77	4.22
其他	1.15	10.49	7.24	1.13	11.80	11.08	1.13	11.77	18.87
合计	10.92	100.00	11.80	9.60	100.00	12.31	9.60	100.00	5.60

注：其他收入主要为房屋租赁收入、加油收入、环卫业务收入及运费收入等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）委托代建和工程施工业务

2023年，公司委托代建业务收入有所增长，公司待结转的委托代建项目规模较大，未来代建业务收入有保障；在建自营项目较多，尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力；同时，需持续关注在建自营项目的未来收益情况

公司主要负责长垣市内基础设施项目、棚户区改造等项目的开发及建设。公司的工程建设业务模式主要分为两类，即委托代建模式和工程施工模式，主要以委托代建模式为主。委托代建模式为长垣市财政局代表政府与公司签订《委托开发建设项目框架协议》，约定公司负责开发建设的范围是长垣市辖区内基础设施及公共服务项目，由政府完工后进行回购或者按照完工进度分年度进行回购，项目回购款按成本加成一定比例确定（通常加成本比例在15-20%之间）。工程施工业务所承接的项目主要通过招投标的方式进行项目发包，业务模式为总承包施工，施工项目均为长垣市的市政道路维修等市政工程项目，完工后长垣市政府及相关事业单位进行回购。

2021-2023年，公司分别实现委托代建业务收入2.81亿元、5.69亿元和6.27亿元，呈持续增长的趋势，委托代建业务确认收入受当期项目进度及项目结算情况影响较大；委托代建业务均为公司与政府及相关部门按照一定的成本加成比例进行结算，因此毛利率相对比较稳定。近年来，公司工程施工业务收入主要来源于长垣市蒲东街道顿庄中心小学教学楼项目，及丁唐线、大广高速连接线等多条道路的修建项目，

近年工程施工业务毛利率波动上升，主要系部分项目结算利润率较高所致。

表5 2021-2023年委托代建业务确认收入的项目情况（单位：亿元）

年度	项目	结算收入	结算成本
2023年	长垣县黄河滩区居民迁建二期项目工程	3.27	2.74
	苏寨棚户区工程	1.93	1.62
	长垣县气象观测站项目	0.02	0.02
	一中操场改造工程	0.01	0.01
	黄河滩区	0.91	0.76
	地下综合管廊工程	0.02	0.02
	监察委装修工程	0.10	0.08
	合计	6.27	5.25
2022年	苏寨棚户区工程	2.09	1.75
	长垣县气象观测站项目	0.03	0.02
	一中操场改造工程	0.01	0.01
	黄河滩区	0.99	0.83
	地下综合管廊工程	0.03	0.02
	监察委装修工程	0.11	0.09
	黄河滩区迁建工程	2.45	2.05
	合计	5.69	4.77
2021年	新宛线桥梁、博爱路桥和政府门前等道路	0.07	0.06
	防腐产业园	0.04	0.03
	石长线扩宽改建	0.24	0.20
	水性涂料检测中心	0.12	0.10
	城市生活广场工程	0.03	0.03
	汽车工业园展示厅	0.02	0.02
	公交调度中心	0.08	0.07
	黄河滩区项目	2.21	1.85
合计	2.81	2.36	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2023 年末，公司完工但尚未结算的委托代建项目包括黄河滩区居民迁建工程和蒲东街道棚户区改造的配套工程项目，待结算规模较大；在建项目均为自营项目，其中长垣市医用防护用品储备基地及调拨中心项目计划总投资 15.56 亿元，计划总投资额度较大，主要包括库房、物流仓库、监管仓库、调拨中心综合楼及室外工程等建设项目，定位于建设成为区域性的医疗防护用品的生产、储备、研发和调拨中心，建设完成后计划通过出租收取租金获取收益；截至 2023 年末，已经投资 4.18 亿元，预计 2024 年底完工。加油站建设工程和高速公路辅助用房建设项目分别为公司的加油站业务和高速公路业务的业务拓展建设工程；光山产业园项目未来主要通过标准化厂房的出租收益及园区物业管理服务获取收益。截至 2023 年末，公司主要在建工程项目预计总投资 19.36 亿元，累计已投资 5.93 亿元，未来业务持

续性较好；但上述项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资金压力。

表6 截至 2023 年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	运营模式
长垣市医用防护用品储备基地及调拨中心项目	15.56	4.18	自营
加油站建设工程	1.27	0.17	自营
高速公路辅助用房项目	1.14	0.14	自营
光山产业园	1.39	1.44	自营
合计	19.36	5.93	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）其他业务

销售商品、销售商砼、高速公路通行等业务丰富了公司收入来源，但部分业务盈利能力偏弱；2023年，公司与宏力集团债转股的让古戎公司股权转让事宜仍未有实质进展，未来具有一定不确定性，公司存在一定的资金损失风险

销售商品业务主要由子公司长垣市城投商贸有限公司（以下简称“城投商贸”）负责运营，城投商贸负责销售钢材、装修建材、医疗卫材等材料，其与供应商与客户签订单时均采用货款现结的结算方式。城投商贸依托长垣市起重机等重型装备产业开展钢材等材料销售业务，主要采购上游钢材贸易公司锰板、螺纹钢、盘螺钢等材料后销售给当地机械设备公司和建筑公司；同时，城投商贸依托长垣市众多的医疗卫材生产企业，也负责部分医疗卫材产品的本地集中采购，然后销售到外地，从中赚取差价。2021-2023年，公司销售商品业务分别实现收入 3.50 亿元、0.59 亿元和 0.11 亿元，收入规模逐渐下降，主要系公司根据市场行情主动调整销售产品规模和结构所致，逐渐减少钢材的商贸业务所导致。公司销售商品业务毛利率随销售产品种类的变化而波动变化，2023 年伴随钢材贸易业务的减少、卫材商品贸易的增加，销售商品业务有所增长。

销售商砼业务主要由子公司长垣市建投同力商砼有限公司（以下简称“同力商砼”）开展运营，同力商砼是集商砼生产、销售、运输、泵送的一体化企业，专业生产资质为叁级，共有两条商品混凝土生产线，并配有国家 CMA 试验室，多台搅拌车及混凝土泵运输车等，主要产品有 C15、C20、C25、C30、C35、C40，财务结算方式主要为电汇和银行承兑汇票。2021-2023 年，公司分别实现商砼销售收入 0.17 亿元、0.27 亿元和 0.26 亿元，受长垣及周边地区建筑工程项目变化导致的商砼局部市场供需关系变化影响，近年来公司商砼销售业务毛利率逐步提升。

高速公路通行收费业务由子公司河南省宏力高速公路投资发展有限公司（以下简称“宏力高速”）负责。宏力高速投资运营了济源至东明高速公路长垣段，路线全长35.45公里，此高速公路于2004年底开工建设，于2007年10月8日建成通车7.5公里，2018年6月向东通车11公里至长垣北，其余路段于2019年8月26日建成通车，实现了荷宝高速全线通车；2021-2023年，公司高速公路通行费收入分别为0.55亿

元、0.81亿元和0.74亿元，公司高速公路业务主要成本为折旧、人力成本及道路维修维护成本，受部分时间段免除高速通行费及不定期的道路维修维护成本波动变化等影响，高速公路业务毛利率波动较大，2023年毛利率为负。

2021年3月16日，公司与宏力集团关于债转股事宜签署股权转让协议，经双方协商，宏力集团将持有的让古戎公司21%股权再次转让给公司，分两次进行，第一次转让16%，第二次转让5%。按照原计划，两次股权转让完成后，公司将合计持有让古戎公司51%股权，可以并表融资，首笔融资到位后陆续支付股权转让款。股权转让款原计划以2021年6月30日前双方共同委托第三方机构审计、评估后的股权价值确定，股权转让价款确定后双方根据《股权转让协议》的相关条款和补充协议已支付的股权转让价款，最终确定公司应支付对价。2023年该事件无实质进展。截至2024年6月末，第一次股权转让已完成，工商登记显示公司已合计持有让古戎公司46%股权；但因让古戎公司资产评估结果双方仍尚未达成一致，第二次股权转让尚未完成，后续需双方再协商确定具体股权比例。让古戎公司持有山东省东明黄河公路大桥相关资产，让古戎公司的主要业务均由其全资子公司山东大钿蒂负责运营，因公司受让古戎公司股权份额尚未完全确定，公司暂未实现山东省东明黄河公路大桥收费收入权。山东省东明黄河公路大桥路线全长度23.5km，全线共设特大桥15,206m/1座、大桥464m/2座、中桥127m/2座；互通式立交2座；主线上跨分离式立交218.5m/3座，养护工区1处、管理中心1处、主线收费站1处、匝道收费站1处。根据中新会计师事务所出具的山东大钿蒂2023年审计报告，2023年末山东大钿蒂总资产54.92亿元，净资产13.59亿元；2023年山东大钿蒂实现营业收入1.62亿元，净利润亏损0.47亿元。目前，因公司与宏力集团就债转股转让股权具体事宜尚未完全达成一致，且宏力集团目前经营不佳，涉及多起法律诉讼和被执行事件，宏力集团关于让古戎公司的股权转让及债务偿还协议未来履约情况存在一定的不确定性，后续公司存在一定的资金损失风险。

公司其他业务主要由房屋租赁、加油站和环卫业务等其他业务收入构成，2021-2023年，公司房屋租赁、加油站和环卫业务等其他收入分别为1.13亿元、1.13亿元及1.15亿元，为公司营业收入提供一定补充。其中，加油业务于2019年开始展业，主要由子公司长垣县长投纬十路石油有限公司负责运营；截至2024年3月末，公司有4座加油站正在运营，有3座加油站正在建设中。2021-2023年，公司分别实现加油业务收入0.14亿元、0.21亿元和0.34亿元，伴随公司后续在建加油站的陆续竣工投入运营，公司加油站业务收入有望持续增长。公司环卫业务主要为长垣市城区内多个街道的道路清扫保洁及维护维修服务业务，2021-2023年，公司环卫业务分别实现收入0.09亿元、0.59亿元和0.50亿元，2022-2023年公司环卫业务收入大幅增长，主要系当年新增长垣市城区内多个街道的保洁维护工作所致。公司房屋租赁业务的租赁资产主要是行政办公楼、厂房和会展中心，租户主要为当地政府部门和事业单位。2021-2023年，公司租赁业务分别实现收入0.24亿元、0.26亿元和0.22亿元。

2023年，公司在财政补贴方面获得政府较大支持

公司自成立以来，获得股东或政府单位在资产注入及财政补贴等方面的大力支持。2021-2023年，

公司获得的财政补贴分别为3.31亿元、3.18亿元和0.50亿元，有力提升了公司的利润水平。

表7 近年来公司获得的财政补贴支持情况（单位：万元）

年度	依据文件	价值
2023年	《关于给予长垣市投资集团有限公司城市基础设施专项补贴资金的批复》（长财字[2023]273号）	5,000.00
2022年	《关于给予长垣市投资集团有限公司城市基础设施专项补贴资金的批复》（长财字[2022]263号）	31,817.00
2021年	《长垣县人民政府常务会议纪要》[2016]9号	1,500.00
	《关于给予长垣市投资集团有限公司城市基础设施专项补贴资金的批复》（长财字[2021]252号）	31,620.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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年审计报告、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年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。截至2024年3月末，公司合并范围子公司共26家，详见附录四。

表8 2021-2024年3月末公司合并报表范围变化情况（单位：万元、%）

1、2021-2024年3月末新纳入公司合并范围的子公司情况					
年份	子公司名称	注册资本	持股比例	合并方式	
2024.1-3	无	无	无	无	
2023	无	无	无	无	
2022	长垣市长投赵堤加油站有限公司	500.00	100.00	投资设立	
	长垣市长投苗寨加油站有限公司	500.00	100.00	投资设立	
	长垣市长投国道加油站有限公司	500.00	100.00	投资设立	
	长垣市城乡道路工程有限责任公司	5,000.00	100.00	投资设立	
2021	河南省泰斯特检测有限公司	200.00	67.00	投资设立	
	长垣市城投新材料产业园投资有限公司	1,000.00	100.00	投资设立	

2、2021-2024年3月末不再纳入公司合并范围的子公司情况					
年份	子公司名称	注册资本	持股比例	不再纳入的原因	
2024.1-3	无	无	无	无	
2023	长垣市城投物流供应链有限公司	5,000.00	100.00	出售	
	长垣县园业新特苗木有限公司	1,000.00	100.00	不再有实际控制权	

2022	无	无	无	无
	长垣县城投置业有限公司	800.00	100.00	股权划出
2021	长垣市城市发展棚户区改造有限公司	1,000.00	100.00	股权划出
	长垣市城投棚户区改造有限公司	1,000.00	100.00	股权划出

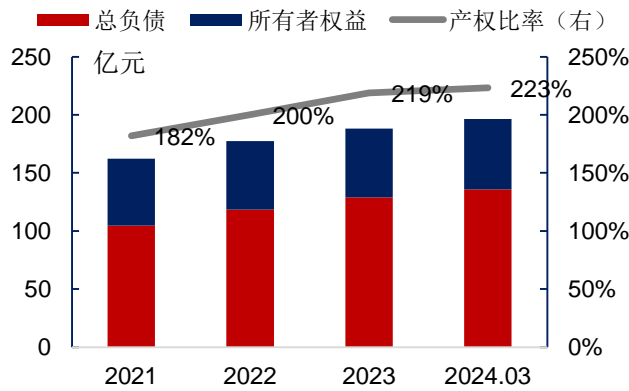
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资本实力与资产质量

2023年，公司资产规模持续增加，但增量更多来自债务融资，公司资产以其他应收款、债权投资及工程项目的开发投入成本为主；且应收民营企业欠款规模较大，存在回收风险；整体来看，公司资产流动性较弱，资产质量一般，且部分资产使用受限，占比净资产较高

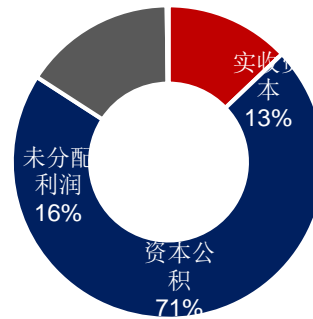
2023年，伴随公司业务规模的扩张，公司融资需求的增加，公司负债水平有所上涨。伴随公司负债和所有者权益的变化，近年来公司产权比率呈持续上升的趋势，截至2024年3月末，公司产权比率上升至223.15%，公司杠杆水平较高，所有者权益对负债的保障能力较弱。从权益结构来看，所有者权益主要为长垣市政府部门对公司资产及货币资金注入等形成的资本公积。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 3 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年来公司资产规模持续增长，公司资产以其他应收款、债权投资及工程项目的开发投入成本（存货、固定资产）为主，2024年3月末，上述资产合计占公司总资产的71.23%。公司其他应收款主要为与当地企业的往来款，2023年末公司其他应收款前五位分别为山东大钿蒂（7.38亿元，16.75%）、长垣县城投置业有限公司（4.91亿元，13.24%）、长垣市城市发展棚户区改造有限公司（4.33亿元，11.66%）、长垣市城乡投资有限公司（3.52亿元，9.48%）和长垣市蒲垣置业有限公司（1.90亿元，5.12%），其中欠款方山东大钿蒂为民营企业，且应收山东大钿蒂的往来款逐年增长，其余均为当地国有企业；近年伴随公司委托代建及工程施工业务规模的扩大，公司与当地国有企业的往来款逐步增加。2024年3月末公司债权投资为17.86亿元，主要为公司与宏力集团签订让古戎公司股权转让协议，同时签订了股权回购

协议，约定由宏力集团在三年内对公司前期投资款进行回购；同时需注意，近年来宏力集团经营不佳，且涉及多起法律诉讼和被执行事件，该笔款项存在损失的可能性。公司其他应收款及债权投资规模较大，对公司营运资金形成较大程度的占用，且部分应收对象为民营企业，其中宏力集团占比很高，需关注未来的回收风险。公司存货主要为代建工程项目投入成本及待开发土地等，随着代建项目的持续投入，存货规模持续增加；截至2023年末，存货中代建项目账面价值为41.84亿元，包括黄河滩区工程、蒲东街道棚户区改造及配套工程项目等，完工待结算的委托代建项目规模较大；待开发土地均为出让用地，用途多为住宅/其他商服用地，2023年末待开发土地账面价值合计为5.43亿元；截至2023年末，公司土地资产中尚有账面价值为1.45亿元的土地尚未办理权证。公司固定资产包括房屋及建筑物、运输设备等，截至2023年末，其中2.91亿元房屋及建筑物产权证书尚在办理中。

其他资产构成方面，公司货币资金主要由银行存款和银行承兑汇票保证金构成。公司长期股权投资均为对联营企业的投资，2023年末长期股权投资主要为对长垣县城投保障房管理运营有限公司（公司持股48.98%）的股权投资（账面价值为13.79亿元）。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.56	3.34%	6.16	3.28%	7.20	4.05%	7.90	4.87%
其他应收款	43.74	22.28%	37.10	19.73%	32.39	18.24%	28.98	17.88%
存货	51.93	26.46%	51.74	27.52%	51.76	29.15%	49.05	30.25%
流动资产合计	117.65	59.94%	110.29	58.66%	104.83	59.04%	89.66	55.30%
固定资产	26.28	13.39%	25.86	13.76%	25.64	14.44%	26.54	16.37%
在建工程	6.39	3.26%	5.92	3.15%	1.97	1.11%	1.55	0.96%
债权投资	17.86	9.10%	17.86	9.50%	17.86	10.06%	17.86	11.02%
长期股权投资	15.66	7.98%	15.66	8.33%	15.48	8.72%	15.42	9.51%
非流动资产合计	78.64	40.06%	77.73	41.34%	72.72	40.96%	72.48	44.70%
资产总计	196.29	100.00%	188.02	100.00%	177.54	100.00%	162.14	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受限资产方面，公司受限资产主要为用于银行借款抵押的土地资产、房屋建筑物及尚未办妥权证的土地和房产，截至2023年末，公司总计22.80亿元资产使用受限，规模较大，占比净资产38.66%，占比较高。此外，截至2024年3月末，子公司长垣市滩区投资发展有限公司、长垣县城投保障房管理运营有限公司和宏力高速均因为借款而部分股权质押。

表10 截至 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	0.09	汇票保证金
存货	1.01	债券抵押
固定资产-房屋建筑物	0.85	贷款质押

固定资产-房屋建筑物	2.91	未办妥产权证
无形资产-土地	0.85	贷款抵押
无形资产-土地	1.45	未办妥产权证
在建工程	1.44	贷款抵押
长期股权投资	14.19	股权质押
合计	22.80	-

资料来源：2023 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，公司资产主要由其他应收款、债权投资及工程项目的开发投入成本（存货、固定资产）构成；其中其他应收款和债权投资规模较大，对公司营运资金形成较大占用，且民营企业欠款规模较大，存在回收风险；工程项目投入成本较大，回款周期较长，集中变现能力不强；公司资产流动性较弱，部分资产使用受限，资产质量一般。

盈利能力

2023年，公司营业收入有所增长，但自身盈利能力较弱，政府补贴对公司利润水平贡献度较大

公司是长垣市重要的城市基础设施建设主体，承担基础设施建设、棚户区改造等项目的开发及建设任务，公司主营业务中委托代建、工程施工、销售商品和高速公路通行费收入为公司主要收入来源。2023年，受益于当期工程施工业务规模扩大收入的增长，当期营业收入有所增长。销售毛利率方面，2023年，伴随毛利率较低的工程施工业务占比的提升，公司销售毛利率有所下降；2021-2023年，公司收到政府财政补贴分别为3.31亿元、3.18亿元和0.50亿元，均计入其他收益，对公司利润水平的贡献程度较大，但公司自身盈利能力较弱。2024年1-3月，公司实现营业收入1.22亿元，利润总额为64.07万元。

表11 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2024年 1-3月	2023年	2022年	2021年
营业收入	1.22	10.92	9.60	9.60
营业利润	0.01	0.58	1.57	0.24
其他收益	0.00	0.50	3.18	3.31
利润总额	0.01	0.55	1.57	0.22
销售毛利率	49.41%	11.80%	12.31%	5.60%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

近年公司债务规模波动增长，长短期偿债能力指标均较弱，面临较大偿债压力

受工程项目投资规模增加的影响，近年公司持续增加银行借款等债券融资，公司总债务规模波动增长。公司债务以长期债务为主，截至2024年3月末长期债务占比总债务79.95%。公司债务以银行借款、资本市场债券融资和其他借款（非标和往来借款）为主。其中，银行借款主要为抵质押借款和保证借款，借款期限在2-19年不等，其中抵质押物主要为公路收费权、房产等。2024年3月末，公司应付债券为

2022年发行的“22长垣债01”和“22长垣债02”，剩余额度均为5.00亿元，发行利率分别为5.40%和4.98%。2024年1月，公司新发行了额度为5.00亿元的债券“24长垣01”，发行利率为3.44%。公司其他有息借款主要为长期应付款及其他应付款中的民营企业借款；公司长期应付款主要为对江苏金融租赁股份有限公司和河南资产管理有限公司的非标融资借款；其中，公司对河南资产管理有限公司的1.00亿元借款已经于2023年偿付。

截至2023年末，其他应付款主要为公司对长垣市事业单位、国企和民企的往来款，其中有息借款包含公司在郑州银行1.82亿元委托债权投资，截至2024年3月末公司已经偿还该笔借款；2023年末，公司其他应付款较上年末有所增加，主要系与当地的事业单位及国企往来款增加所致。

表12 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.42	5.48%	8.72	6.76%	11.64	9.83%	11.19	10.70%
其他应付款	61.57	45.45%	55.29	42.85%	46.42	39.22%	45.66	43.64%
一年内到期的非流动负债	8.62	6.36%	13.92	10.79%	5.13	4.34%	4.80	4.58%
流动负债合计	83.35	61.53%	84.10	65.17%	66.82	56.45%	70.45	67.32%
长期借款	36.79	27.16%	34.53	26.76%	35.80	30.24%	33.05	31.59%
应付债券	15.00	11.07%	10.00	7.75%	15.00	12.67%	0.00	0.00%
长期应付款	0.19	0.14%	0.27	0.21%	0.61	0.52%	1.00	0.96%
非流动负债合计	52.13	38.47%	44.95	34.83%	51.55	43.55%	34.19	32.68%
负债合计	135.48	100.00%	129.05	100.00%	118.38	100.00%	104.64	100.00%
总债务	72.64	53.62%	69.35	53.74%	72.94	61.62%	58.47	55.87%
其中：短期债务	16.08	11.87%	24.55	19.02%	21.53	18.19%	24.41	23.33%
长期债务	56.56	41.75%	44.80	34.72%	51.41	43.43%	34.05	32.54%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，受债务融资规模不断增加的影响，近年来公司资产负债率持续上升，2024年3月末资产负债率上升至69.06%，公司杠杆水平较高；近年来，公司现金短期债务比均较弱，现金类资产对短期债务保障能力不足；且公司EBITDA利息保障倍数波动较大，截至2023年末下降至0.74，整体来看EBITDA对利息的保障程度也较弱。

公司资金需求主要来自债务还本付息和工程项目开支。近年，公司经营活动现金流波动较大，难以覆盖项目建设支出，且项目建设和回收周期较长，仍需依赖外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续攀升。截至2024年3月末，公司的银行授信未使用额度为15.10亿元，备用流动性一般；近年债务规模波动增长，波动增长的债务规模及资金支出压力使公司面临较大的债务偿付压力。

表13 公司偿债能力指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年	2021年
资产负债率	69.02%	68.64%	66.67%	64.54%
现金短期债务比	0.40	0.25	0.33	0.12
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	1.43	0.84

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，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，公司业务面临的环境风险较小，根据公司提供的说明文件，过去一年公司未因环境因素受到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司提供的说明文件，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，公司根据《中华人民共和国公司法》、《公司登记管理条例》及其他法律法规的规定，制定了《长垣市投资集团有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）。根据《公司章程》的规定，公司设立股东会、董事会，并有监事、高级管理人员。公司设股东会，股东会由全体股东组成，行使以下股东会职权：选举和更换非由职工代表担任的董事，决定有关董事的报酬事项；审议批准董事会的报告；公司章程规定的其他事项。公司设董事会，成员为 5 人。董事会设董事长 1 名，董事由股东会选举产生，董事长由董事会全体董事一致通过方可产生和更换。公司不设监事会，设 1 名监事，监事由股东会选举产生和更换，每届任期三年，任期届满，连选可以连任。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。2023 年 1 月，公司监事唐洁新履任监事、综合办主任，公司董事孙振雪辞任；2024 年 5 月 13 日，根据公司股东会决议，一致通过免去牛珺、毛增涛、冯海兵的董事职务，选举王景谦、逯峻松、杨晟为公司新董事；公司法定代表人由牛珺变更为谢杰。2024 年 5 月 14 日，根据公司董事会决议，形成决议：1、免去牛珺董事长职务，选举谢杰为董事长；2、免去谢杰总经理职务，任命王景谦为总经理。公司内部职能机构设立六个部室，即综合管理办公室、项目工程部、计划财务部、融资部、纪检监察部和资产经营部。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形；公司过去一年未因信息披露不合规而受到处罚。此外，公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日，公司本部（报告查询日 2024 年

5月6日)不存在未结清关注及不良类信贷记录,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。

子公司宏力高速(报告查询日2024年7月2日)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;宏力高速未结清5笔总计1.63亿元关注类贷款,主要系宏力集团负责的黄河大桥完成通车时间远晚于预期,对宏力高速部分运营阶段盈利性产生影响,故对该贷款进行了续贷延期;宏力高速已结清13笔关注类贷款产生原因同上,相应银行将其列入关注类,当时该贷款未到期且按时付息。子公司城投商贸(报告查询日2024年6月13日)不存在未结清关注及不良类信贷记录,已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2023年末,公司对外担保余额合计12.83亿元,规模较大,占2023年末的净资产比重为21.76%;被担保对象虽均为当地国有企业及事业单位,但均未设置反担保措施,公司存在一定或有负债风险。

表14 截至2023年末公司对外担保情况(单位:万元)

被担保方	担保余额	担保期限	是否有反担保
长垣市城乡环境科技有限公司	5,000.00	2021/4/8-2024/4/8	否
长垣县城乡商贸有限公司	2,998.00	2022/6/23-2025/6/23	否
长垣市中医医院	3,000.00	2022/6/25-2025/6/25	否
长垣市城乡投资有限公司	13,000.00	2023/7/21-2024/7/20	否
长垣市人民医院	4,750.00	2023/5/30-2025/5/30	否
长垣市城乡投资有限公司	5,000.00	2023/9/11-2025/9/10	否
长垣市城乡投资有限公司	2,000.00	2023/8/3-2025/8/2	否
长垣市城乡投资有限公司	1,000.00	2023/11/10-2025/11/9	否
长垣市城乡投资有限公司	24,986.00	2023/12/30-2026/12/30	否
长垣市城镇自来水有限公司	2,499.60	2021/1/11-2026/1/20	否
长垣市城镇自来水有限公司	2,499.60	2021/1/11-2026/1/20	否
长垣市城镇自来水有限公司	2,909.91	2022/9/30-2027/9/25	否
长垣市赵堤乡村建设发展有限公司	18,625.34	2022/3/2-2037/1/23	否
长垣市城乡水利有限公司	16,000.00	2023/3/23-2044/3/19	否
长垣市城乡水利有限公司	15,000.00	2023/10/24-2044/3/19	否
长垣市城乡水利有限公司	6,000.00	2023/5/24-2044/3/19	否
长垣市城乡水利有限公司	1,700.00	2023/8/4-2044/3/19	否
长垣市城乡水利有限公司	300.00	2023/7/14-2044/3/19	否
长垣市城乡水利有限公司	1,000.00	2023/3/23-2044/3/19	否
合计	128,268.45	-	-

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

本次评级公司个体信用状况为a,较上次评级下调1个级别,主要是由于评级方法模型变更所引起,

上次评级适用评级方法模型为城投公司信用评级方法和模型（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0）。

八、外部特殊支持分析

公司是长垣市政府下属重要企业，长垣市财政局虽持有公司49.00%股权，但公司主要受长垣市政府管理。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，长垣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）公司与长垣市政府的联系非常紧密。公司由新乡国资集团持有51.00%股权、长垣市财政局持有49.00%股权；公司董事长和主要高管由长垣市政府任命，政府对公司的经营战略和业务运营有强大的影响力；公司的业务基本来源于政府及相关单位；近5年获得长垣市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比较稳定。

（2）公司对长垣市政府非常重要。公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务；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，长垣市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1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1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“+2”调整为“+3”。

九、本次债券偿还保障分析

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

中豫担保为本次债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中豫担保保证的范围包括本次债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付的费用；保证期间为本次债券存续期及债券到期之日起二年，若债券持有人在此期间内未要求中豫担保承担保证责任的，中豫担保免除保证责任。

中豫担保成立于2017年11月，初始注册资本为30.00亿元，2019年9月增资扩股至60.00亿元。2021年12月，中豫担保再次进行增资扩股，新老股东合计向中豫担保增资40.00亿元，其中河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司（以下简称“豫资一体化”）等15家老股东合计增资23.50亿元，河南中豫资本有限公司、漯河市城市投资控股集团有限公司等15家新股东合计增资16.50亿元。2021年末中豫担保注册资本和实收资本均增至100.00亿元，中豫担保股东数量由23增至38家。截至2022末，中豫担保注册资

本和实收资本仍为100.00亿元，股东增至40家¹，豫资一体化持有中豫担保23.50%股份，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。2023年，中豫担保股权结构未发生变化。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2023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”）和河南省中豫工程担保有限公司。

表15 截至 2023 年末中豫担保前十大股东情况（单位：亿元）

序号	股东名称	出资金额	持股比例
1	河南省豫资城乡一体化建设发展有限公司	23.50	23.50%
2	禹州市投资总公司	4.50	4.50%
3	开封城市运营投资集团有限公司	3.75	3.75%
4	焦作市投资集团有限公司	3.00	3.00%
5	濮阳投资集团有限公司	3.00	3.00%
6	新乡平原示范区投资集团有限公司	3.00	3.00%
7	兰考县城市建设投资发展有限公司	3.00	3.00%
8	新安县发达建设投资集团有限公司	3.00	3.00%
9	宝丰县发展投资有限公司	3.00	3.00%
10	长垣市投资集团有限公司	3.00	3.00%
合计		52.75	52.75%

资料来源：中豫担保 2023 年审计报告，中证鹏元整理

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性担保业务和工程保函等非融资性担保业务，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各市、县级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。中豫担保的担保业务发展较快，截至2023年末，中豫担保的担保余额同比增长13.05%至416.07亿元，主要由直接融资担保业务规模增长拉动；直接融资担保余额为269.44亿元，同比增长19.93%，在担保余额中的占比为64.76%，已成为其担保业务最主要的构成。截至2023年末，中豫担保间接融资担保余额为128.06亿元，同比增长2.20%；中豫担保已与18家银行建立了业务合作关系，业务授信总金额为1,251.70亿元，已使用授信金额为128.06亿元，剩余授信额度充足，业务发展空间较大。中豫担保自2020年起开展非融资担保业务，截至2023年末，非融资担保余额为18.57亿元，同比增长2.77%，规模相对较小且增速较慢。整体来看，中豫担保直接融资担保业务规模占比较高且为近

¹ 2022 年上半年公司原股东郑州投资控股有限公司公开挂牌转让所持有的公司全部股权，三门峡市陕州区国有资产投资运营有限公司、许昌新区建设投资有限公司和汝阳杜康建设投资有限公司通过购买股权方式成为公司股东。

² 2021 年 12 月公司增资后，豫资一体化未继续与其他股东签署一致行动人协议，但根据公司章程规定，公司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，同时公司全部 3 名董事中包括公司董事长在内的 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公司形成实际控制。

年来担保业务增长的主要拉动因素，鉴于其直接融资担保业务以对城投债的担保为主，需关注城投债发行政策收紧对其未来债券担保业务开展产生的影响。

表16 中豫担保的担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
期末担保余额	416.07	368.04	257.03
其中：融资担保余额	397.50	349.96	239.77
直接融资担保余额	269.44	224.66	156.60
间接融资担保余额	128.06	125.30	83.19
非融资担保余额	18.57	18.07	17.24
融资担保责任余额	289.72	260.10	177.15
融资担保责任余额放大倍数（X）	2.38	2.23	1.57

资料来源：中豫担保提供，中证鹏元整理

截至2023年末，中豫担保累计担保代偿额为2.94亿元，累计担保代偿项目数为2个，系分别于2020年和2023年发生的两笔规模分别为0.70亿元和2.24亿元的银行贷款担保代偿。2021-2022年中豫担保未发生代偿，2023年当期担保代偿率为0.73%，2023年末累计担保代偿率为0.31%，同比上升0.21个百分点，处于较低水平。2020年发生的代偿项目于同年通过向中豫资管以原价进行债权转让的方式实现回收，2021-2022年末中豫担保累计代偿回收率均为100%。截至2023年末，中豫担保代偿的2.24亿元银行贷款尚未收回，导致累计代偿回收率下降至23.81%，需关注其追偿情况。

截至2023年末，中豫担保未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备金分别为3.23亿元、11.21亿元和1.52亿元；担保风险准备金合计为15.95亿元，同比增长41.40%；拨备覆盖率为702.63%，总体来看中豫担保风险准备金提取较为充足。

表17 中豫担保主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
资产总额	152.77	134.55	126.01
货币资金	126.49	118.06	116.65
应收代偿款净额	2.27	0.00	0.00
负债总额	31.24	18.03	11.69
所有者权益合计	121.53	116.53	114.32
营业收入	8.47	7.82	5.23
担保业务收入	3.85	3.39	2.21
净利润	5.30	4.02	3.10
净资产收益率	4.45%	3.49%	3.55%
当期担保代偿额	2.24	0.00	0.00
当期担保代偿率	0.73%	0.00%	0.00%
累计担保代偿率	0.31%	0.11%	0.18%

累计代偿回收率	23.81%	100.00%	100.00%
拨备覆盖率	702.63%	-	-

注：担保代偿额仅计算代偿本金，不包括应代偿利息。

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

中豫担保资产规模保持增长，截至2023年末中豫担保资产总额为152.77亿元，同比增长13.54%。2023年末货币资金为126.49亿元，在资产总额中的占比为82.79%，包括34.57亿元银行存款和91.92亿元其他货币资金，其中有88.08亿元大额存单和2.93亿元保证金使用受限，受限货币资金在资产总额中的占比为59.57%，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及地方国有投资公司。截至2023年末，中豫担保债权投资余额为10.93亿元，未计提减值准备，其中一年内到期的债权投资为2.89亿元。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2023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86.61%、3.52%和8.45%，满足监管部门相应要求，但较大规模的受限货币资金对整体资产流动性产生了一定负面影响。

截至2023年末，中豫担保负债总额为31.24亿元，同比增长73.31%；其他应付款为3.60亿元，主要由保证金及押金组成；其他流动负债合计14.44亿元，在负债总额中的占比为46.22%，包括未到期责任准备金3.23亿元和担保赔偿准备金11.21亿元。2023年8月，中豫担保发行了一支三年期的10.00亿元非公开发行公司债券，票面利率为3.95%/年。截至2023年末，中豫担保应付债券为10.14亿元，在负债总额中的占比为32.44%。

截至2023年末，中豫担保所有者权益合计121.53亿元，同比增长4.30%；融资担保责任余额放大倍数为2.57倍，处于较低水平。整体来看中豫担保资本实力强，担保放大倍数较低，现阶段整体代偿能力强，但货币资金中受限资金占比较高，需要关注对其实际代偿能力产生的负面影响。

表18 中豫担保收入构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
咨询收入	4.45	52.55%	4.37	55.90%	2.68	51.29%
担保业务收入	3.85	45.49%	3.39	43.41%	2.21	42.20%
提取未到期责任准备金	(0.72)	(8.48%)	(1.31)	(16.75%)	(0.38)	(7.25%)
利息收入	0.10	1.21%	0.00	0.00%	0.33	6.28%
手续费及佣金收入	0.06	0.75%	0.05	0.69%	0.01	0.23%
营业收入合计	8.47	100.00%	7.82	100.00%	5.23	100.00%

资料来源：中豫担保 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

中豫担保收入主要由担保业务收入以及子公司中豫资管开展的融资咨询、资产管理等服务获得的咨询收入构成。2023年，受益于担保业务规模的较快增长，中豫担保营业收入同比增长8.28%至8.47亿元；其中咨询收入为4.45亿元，同比增长1.78%，在营业收入中的占比为52.55%；担保业务收入为3.85亿元，

同比增长13.47%，在营业收入中的占比为45.49%。近年来随着担保业务的发展，中豫担保的盈利能力有所提升。2023年，中豫担保实现净利润5.30亿元，同比增长31.64%；净资产收益率为4.45%，同比上升0.96个百分点。

从外部支持方面来看，中豫担保由豫资集团通过其全资子公司豫资一体化发起设立，最终实际控制人为河南省人民政府，除豫资一体化、河南中豫资本有限公司外，中豫担保股东还包括豫资集团外38家河南省各级地方国有投资公司，主要股东实力较强。中豫担保作为河南省内重要的国有担保公司，定位于服务河南省各级地方国有投资公司、国有大中型企业和产业化龙头企业。基于中豫担保在河南省融资担保体系中的重要地位以及在助力省内各级地方国有投资公司融资中发挥的重要作用，中豫担保在资本金补充、业务拓展等方面得到股东和政府的有力支持。2019年9月和2021年12月，豫资一体化联合其他股东分别对中豫担保增资30.00亿元和40.00亿元。此外，中豫担保的担保业务客户多为股东及其所在地方政府推荐，带动其担保业务规模得到快速增长。

综上，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来自股东和河南省政府的有力支持，资本实力强，融资担保业务规模快速增长，融资担保业务放大倍数较低，尚未使用的银行担保授信额度较大，业务发展空间较大；同时中证鹏元也关注到中豫担保的担保业务集中度较高，成立时间不长，风控体系的有效性尚待更长时间周期检验等风险因素。经中证鹏元综合评定，中豫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的连带责任保证担保仍能有效提升本次债券的信用水平。

十、结论

长垣市民营经济活力较强，起重、卫材、防腐等产业带动区域经济快速发展，近年长垣市GDP持续增长，近年经济总量在新乡市下辖各区（县、市）中均排名前列，财政收入质量较高。公司系长垣市重要的城市基础设施建设主体，承担基础设施建设、棚户区改造等项目的开发及建设任务。虽然，近年来公司经营活动净现金流波动较大，且截至2023年末主要在建项目尚需投入资金较多，公司债务规模仍在扩张，面临较大的资金压力和偿债压力，但公司待结算委托代建项目较多，未来收入较有保障。作为长垣市目前唯一的发债平台，公司在业务、资本金方面持续获得长垣市较大力度的支持，具备较强的抗风险能力。同时，中豫担保提供的保证担保有效提升了本次债券的安全性。

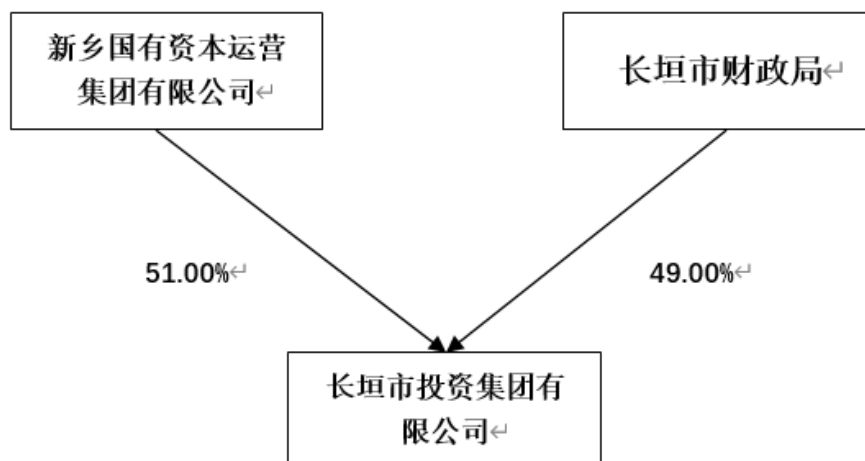
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“22长垣债01/22长垣03”和“22长垣债02/22长垣04”信用等级均为AAA。

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）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	6.56	6.16	7.20	7.90
其他应收款	43.74	37.10	32.39	28.98
存货	51.93	51.74	51.76	49.05
流动资产合计	117.65	110.29	104.83	89.66
固定资产	26.28	25.86	25.64	26.54
在建工程	6.39	5.92	1.97	1.55
债权投资	17.86	17.86	17.86	17.86
其他权益工具投资	5.45	5.37	6.31	6.27
长期股权投资	15.66	15.66	15.48	15.42
非流动资产合计	78.64	77.73	72.72	72.48
资产总计	196.29	188.02	177.54	162.14
短期借款	7.42	8.72	11.64	11.19
应付账款	1.94	2.04	1.85	2.19
其他应付款	61.57	55.29	46.42	45.66
一年内到期的非流动负债	8.62	13.92	5.13	4.80
流动负债合计	83.35	84.10	66.82	70.45
长期借款	36.79	34.53	35.80	33.05
应付债券	15.00	10.00	15.00	0.00
非流动负债合计	52.13	44.95	51.55	34.19
负债合计	135.48	129.05	118.38	104.64
所有者权益	60.81	58.97	59.17	57.50
营业收入	1.22	10.92	9.60	9.60
营业利润	0.01	0.58	1.57	0.24
其他收益	0.00	0.50	3.18	3.31
利润总额	0.01	0.55	1.57	0.22
经营活动产生的现金流量净额	-3.63	3.09	-6.20	-10.35
投资活动产生的现金流量净额	0.00	-5.36	-0.91	-7.81
筹资活动产生的现金流量净额	4.12	1.35	11.22	16.20
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	49.41%	11.80%	12.31%	5.60%
资产负债率	69.02%	68.64%	66.67%	64.54%
短期债务/总债务	22.14%	35.40%	29.52%	41.76%
现金短期债务比	0.40	0.25	0.33	0.12
EBITDA（亿元）	--	5.23	6.53	4.96
EBITDA 利息保障倍数	--	0.74	1.43	0.84

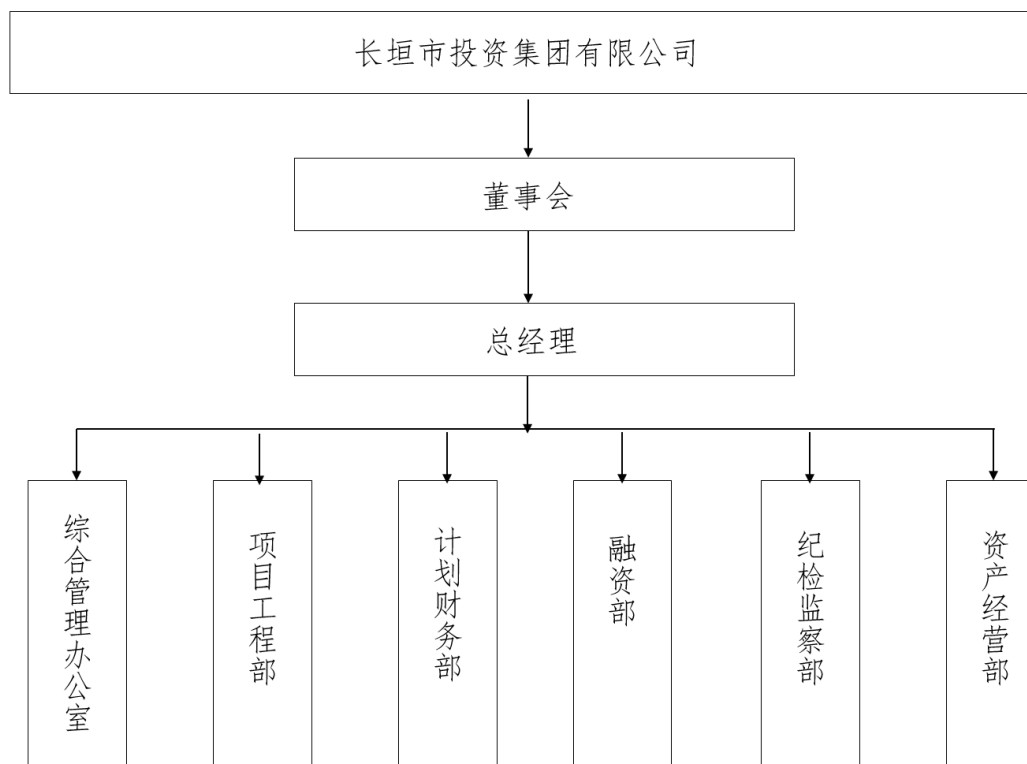
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 截至 2024 年 3 月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
长垣市城投实业有限公司	1,500.00	100.00	租赁、安装、工程配套	设立
长垣市城投新型材料产业园投资有限公司	1,000.00	100.00	投资活动	设立
长垣市建投同力商砼有限公司	1,000.00	51.00	商品混凝土生产销售	设立
长垣市安捷机动车驾驶员培训有限公司	2,000.00	100.00	驾驶员培训	设立
长垣县城投建设工程有限公司	5,000.00	100.00	建筑业	设立
长垣市城投中小企业投资有限公司	5,000.00	100.00	中小企业投资	设立
长垣市浩睿资产运营管理有限公司	500.00	100.00	资产运营管理	设立
河南省宏力高速公路投资发展有限公司	52,054.83	95.00	高速公路	增资入股
长垣县长投纬十路石油有限公司	500.00	100.00	加油服务	设立
长垣城投松立智慧停车管理有限公司	1,000.00	55.00	停车服务	设立
长垣市乡村振兴投资有限公司	20,000.00	100.00	投资	设立
长垣市城投商贸有限公司	6,000.00	100.00	商贸	设立
长垣市中石化城投能源有限公司	1,000.00	51.00	加油	设立
光山县蒲垣飞地经济产业园发展有限公司	5,000.00	100.00	房地产	设立
长垣市市民之家城市运营管理有限公司	6,000.00	100.00	城市运营	设立
河南省泰斯特检测有限公司	200.00	67.00	检验检测服务	设立
长垣市滩区投资发展有限公司	10,000.00	100.00	商务服务	设立
长垣市城投教育投资有限公司	10,000.00	100.00	商务服务	设立
长垣市华伊菲尔实业有限公司	3,000.00	100.00	零售	购买
长垣市城投国际会展中心有限公司	3,000.00	100.00	商业服务	购买
长垣市中蒲环卫有限公司	5,000.00	100.00	园林花卉	设立
长垣市城乡道路工程有限责任公司	5,000.00	100.00	道路工程	设立
长垣市长投国道加油站有限公司	500.00	100.00	加油	设立
长垣市长投赵堤加油站有限公司	500.00	100.00	加油	设立
长垣市长投苗寨加油站有限公司	500.00	100.00	加油	设立
长垣市长封一体化投资发展有限公司	100,000.00	60.00	投资	购买

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。