信用评级公告

联合〔2022〕8287 号

联合资信评估股份有限公司通过对商丘市日月新城投资开发有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持商丘市日月新城投资开发有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“22 日月新城债/22 日月 01”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年九月五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

商丘市日月新城投资开发有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
商丘市日月新城投资开发有限公司	AA	稳定	AA	稳定
商丘市发展投资集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
22 日月新城债/22 日月 01	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
22 日月新城债/22 日月 01	4.80	4.80	2025/08/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；到期兑付日为首次行权日

评级时间：2022 年 9 月 5 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

偿债主体本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a+
个体调整因素				--
个体信用等级				a+
外部支持调整因素—政府支持				+2
评级结果				AA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

商丘市日月新城投资开发有限公司（以下简称“公司”）是商丘市城乡一体化示范区（以下简称“示范区”）范围内的基础设施建设主体，主要负责示范区全域的基础设施建设工作。跟踪期内，公司外部发展环境良好，业务仍具有一定的区域专营优势，并继续获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，公司资产流动性较弱及债务规模快速增长等因素可能对其信用水平带来的不利影响。未来，随着公司棚改等业务持续开展和拟建项目的完工运营，公司有望保持稳健经营。

商丘市发展投资集团有限公司（以下简称“商丘发投”）为“22日月新城债/22日月01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，商丘发投主体长期信用等级为AA+，评级展望为稳定。商丘发投担保实力很强，其担保有效提升了“22日月新城债/22日月01”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“22日月新城债/22日月01”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司外部发展环境良好。**2021年，商丘市全市生产总值3083.32亿元，比上年增长4.0%。同期，商丘市实现一般公共预算收入190.13亿元，比上年增长8.6%。
2. **跟踪期内，公司业务仍具有一定区域专营优势。**公司作为示范区基础设施建设主体，与区域内其他平台在业务上各有侧重，不存在直接竞争的情况，跟踪期内，公司业务仍具有一定区域专营优势。
3. **跟踪期内，公司继续获得外部支持。**2021年，公司收到政府补贴0.09亿元。
4. **增信措施。**商丘发投为“22日月新城债/22日月01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，其担保有效提升了“22日月新城债/22日月01”本息偿付的安全性。

担保主体本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		4
指示评级				a⁻
个体调整因素				--
个体信用等级				a⁻
外部支持调整因素—政府支持				+3
外部支持调整因素—股东支持				+2
评级结果				AA⁺

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

关注

1. **跟踪期内，公司应收类款项、存货及其他非流动资产占比大，资产流动性较弱。**截至 2021 年底，公司应收类款项、存货及其他非流动资产占总资产的 66.99%，且以流动性较弱的棚户区改造项目投入为主，变现受政府结算进度影响大。公司资产流动性较弱。
2. **跟踪期内，公司债务规模快速增长，整体债务负担重。**跟踪期内，公司债务规模快速增长，整体债务负担重。截至 2021 年底，公司全部债务 117.50 亿元，较上年底增长 42.52%；全部债务资本化比率升至 53.82%。

分析师：李 颖　张雪婷
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

偿债主体主要财务数据：

合并口径			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	9.56	9.09	8.02
资产总额（亿元）	137.92	190.58	236.20
所有者权益（亿元）	86.64	98.21	100.82
短期债务（亿元）	0.60	6.17	6.98
长期债务（亿元）	35.96	76.28	110.53
全部债务（亿元）	36.56	82.45	117.50
营业总收入（亿元）	5.10	6.00	42.96
利润总额（亿元）	0.30	0.97	1.58
EBITDA（亿元）	0.30	1.25	1.82
经营性净现金流（亿元）	2.14	14.19	1.52
营业利润率（%）	6.48	6.50	3.76
净资产收益率（%）	0.25	0.77	1.51
资产负债率（%）	37.18	48.47	57.32
全部债务资本化比率（%）	29.67	45.64	53.82
流动比率（%）	331.35	949.32	594.30
经营现金流动负债比（%）	5.86	101.37	10.68
现金短期债务比（倍）	15.93	1.47	1.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.10	0.26	0.35
全部债务/EBITDA（倍）	120.34	65.80	64.71
公司本部（母公司）			
项　目	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（亿元）	114.52	180.58	223.48
所有者权益（亿元）	72.59	97.41	99.83
全部债务（亿元）	31.56	73.25	107.63
营业总收入（亿元）	5.10	6.00	38.65
利润总额（亿元）	0.38	1.05	1.45
资产负债率（%）	36.61	46.06	55.33
全部债务资本化比率（%）	30.30	42.92	51.88
流动比率（%）	263.01	935.93	638.42
经营现金流动负债比（%）	12.43	30.73	34.22

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2.本报告合并口径已将其他流动负债中付息项调整至短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；3.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
数据来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

偿债主体评级历史：

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
22 日月新城债/22 日月 01	AA+	AA	稳定	2021/09/06	张雪婷、李颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受商丘市日月新城投资开发有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

商丘市日月新城投资开发有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于商丘市日月新城投资开发有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东构成及持股情况、实际控制人均未发生变化。截至 2021 年底，公司注册资本仍为 4.00 亿元，实收资本仍为 4.46 亿元，商丘市发展投资集团有限公司（以下简称“商丘发投”）持有公司 51.00%的股权，商丘新城建设投资集团有限公司（以下简称“商丘新城投资”）持有公司 49.00%的股权，公司实际控制人为商丘市财政局。

公司经营范围：房地产开发与经营；基础设施投资与建设、拆迁安置、土地整理；PPP 项目建设运营；园林绿化工程、施工。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2021 年底，公司本部内设 5 个职能部门，包括工程部、综合部、财务部、融资部和资产运营部；同期，公司纳入合并范围内的一级子公司 5 家；公司本部拥有在职员工 24 人。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 236.20 亿元，所有者权益 100.82 亿元（含少数股东权益 1.09 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 42.96 亿元，利润总额 1.58 亿元。

公司注册地址：商丘市北海路与归德路交叉口南应天公园（园林大厦）；法定代表人：韩崇勇。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2022 年 8 月 25 日，联合资信所评公司债券“22 日月新城债/22 日月 01”余额 4.80 亿元。跟踪期内，“22 日月新城债/22 日月 01”尚未到付息日。商丘发投为“22 日月新城债/22 日月 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。具体概况见下表。

表 1　本次跟踪的公司存续债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
22 日月新城债/22 日月 01	4.80 亿元	4.80 亿元	2022/08/17	3+1 年

资料来源：联合资信整理

截至 2022 年 8 月 25 日，“22 日月新城债/22 日月 01”募集资金尚未使用，后续将全部用于公司委托中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”），以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于商丘市城乡一体化示范区管理委员会（以下简称“示范区管委会”）管辖区域内或经示范区管委会同意的其他区域的小微企业。

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年以来，国际环境更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，不利影响明显加大。一季度国际环境复杂性和不确定性加剧、国内疫情多点散发，中国经济下行压力有所加大，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前。二季度以来，受新一轮疫情等超预期因素冲击，经济下行压力进一步加大，党中央、国务院果断应对，出台了稳经济一揽子政策措施，高效统筹疫情防控和经济社会发展，落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的总体要求，继续加大宏观政策调节力度，着力稳住经济大盘，确保经济运行在合理区间。

二季度经济下行压力进一步加大。

经初步核算，2022 年上半年国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价计算，同比增长 2.50%。其中，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；环比下降 2.60%，继 2020 年二季度以来首次环比负增长。

三大产业中，第二、第三产业受疫情影响较大。

2022 年上半年，第一产业增加值同比增长 5.00%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.20%、1.80%，较上年同期两年平均增速（分别为 6.07%、4.83%）回落幅度较大，受疫情拖累明显。6 月，工业和服务业生产步伐均有所加快，呈现企稳恢复态势。

表 2　2021 年二季度至 2022 年二季度中国主要经济数据

项目	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
GDP 总额（万亿元）	28.15	28.99	32.42	27.02	29.25
GDP 增速（%）	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40
规模以上工业增加值增速（%）	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40
固定资产投资增速（%）	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10
房地产投资（%）	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40
基建投资（%）	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10
制造业投资（%）	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40
社会消费品零售总额增速（%）	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70
出口增速（%）	38.51	32.88	29.87	15.80	14.20
进口增速（%）	36.79	32.52	30.04	9.60	5.70
CPI 涨幅（%）	0.50	0.60	0.90	1.10	1.70
PPI 涨幅（%）	5.10	6.70	8.10	8.70	7.70
社融存量增速（%）	11.00	10.00	10.30	10.60	10.80
一般公共预算收入增速（%）	21.80	16.30	10.70	8.60	-10.20
一般公共预算支出增速（%）	4.50	2.30	0.30	8.30	5.90
城镇调查失业率（%）	5.00	4.90	5.10	5.80	5.50
全国居民人均可支配收入增速（%）	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端呈底部复苏态势，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速小幅回落，出口整体保持较快增长。

消费方面，2022 年上半年社会消费品零售总额 21.04 万亿元，同比下降 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 7.70%，受疫情冲击较大。投资方面，2022 年上半年全国固定资产投资（不含农户）27.14 万亿元，同比增长 6.10%，整体呈小幅回落态势。其中，房地产开发投资持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体保持较快增长，呈现出“V”型反转态势。2022 年上半年中国货物进出口总额 3.08 万亿美元，同比增长 10.30%。其中，出口 1.73 万亿美元，同比增长 14.20%；进口 1.35 万亿美元，同比增长 5.70%；贸易顺差 3854.35 亿美元。

CPI 各月同比前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。

2022 年上半年，CPI 累计同比增长 1.70%，各月同比增速逐步上行。分项看，猪肉价格下降带动食品价格同比下降，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。上半年，PPI 累计同比增长 7.70%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性因素带动国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较大。上半年 PPI-CPI 剪刀差

持续收窄，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，利润情况有望改善。

社融总量显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。

2022 年上半年，新增社融规模 21 万亿元，同比多增 3.26 万亿元；6 月末社融规模存量同比增长 10.80%，增速较上年末高 0.50 个百分点。分项看，上半年积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资同比多增 2.20 万亿元，人民币贷款同比多增 6329 亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；企业债券净融资同比多增 3913 亿元，亦对社融总量扩张形成一定支撑；表外融资收缩态势有所放缓。

财政政策稳经济、保民生效应愈加显现。

2022 年上半年，全国一般公共预算收入 10.52 万亿元，按自然口径计算同比下降 10.20%，主要是由于留抵退税冲减了 1.84 万亿元的收入，扣除留抵退税因素后，上半年一般公共预算收入增长 3.30%。支出方面，2022 年上半年全国一般公共预算支出 12.89 万亿元，同比增长 5.90%。民生等重点领域支出得到有力保障：科学技术支出增长 17.30%，农林水支出增长 11.00%，卫生健康支出增长 7.70%，教育支出增长 4.20%，社会保障和就业支出增长 3.60%。

稳就业压力有所加大，居民收入增长放缓。

2022 年上半年，全国城镇调查失业率均值为 5.70%，高于上年同期 0.50 个百分点，未来稳就业压力较大。2022 年上半年，全国居民人均可支配收入 1.85 万元，实际同比增长 3.00%；全国居民人均消费支出 1.18 万元，实际同比增长 0.80%，居民收入和消费支出增长受疫情影响均有所放缓。

2. 宏观政策和经济前瞻

保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。

2022 年 7 月 28 日，中共中央政治局召开会议，部署下半年的经济工作。会议强调，要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业、稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效弥补社会需求不足，用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额。货币政策要保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。要提高产业链、供应链稳定性和国际竞争力，畅通交通物流，优化国内产业链布局，支持中西部地区改善基础设施和营商环境。

三季度经济有望继续修复，但实现全年 5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

2022 年上半年，工业生产、服务业生产、消费等领域的主要经济指标呈现以 4 月为底部的“V”型反转态势，未来还存在一定的向上恢复空间，基建投资也大概率能够持续发力，三季度经济有望继续修复。同时，仍需关注出口对经济的支撑作用下降，以及房地产、消费和服务业等薄弱板块的恢复情况。整体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年 5.50%左右预期增速目标的难度明显加大。

五、行业及区域环境分析

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环

境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，城投企业融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持，但城投企业债务风险也随之快速上升。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2021 年，随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，同时重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐性债务主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，经历了国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对“稳增长”的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通

报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，需重点关注短期偿债压力大及出现负面事件的尾部城投企业的信用风险。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区的城投企业的债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标债务逾期等负面事件的尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济及政府财力

2021年，商丘市经济水平和一般公共预算收入保持增长，但财政自给能力弱；商丘市城乡一体化示范区（以下简称“示范区”）一般公共预算收入保持增长。公司外部发展环境良好。

商丘市

根据商丘市统计局公布的《2021 年商丘市国民经济和社会发展统计公报》，2021 年，商丘市全市生产总值 3083.32 亿元，比上年增长 4.0%。其中，第一产业增加值 577.20 亿元，增长 6.8%；第二产业增加值 1152.20 亿元，增长 1.5%；第三产业增加值 1353.93 亿元，增长 4.9%。三次产业结构为 18.7：37.4：43.9。全年人均生产总值 39678 元，比上年增长 4.6%。

2021 年，商丘市全部工业增加值 936.85 亿元，比上年增长 3.1%。规模以上工业增加值增长 3.7%；固定资产投资（不含农户）比上年增长 8.3%。其中，工业投资增长 9.3%，基础设施投资下降 7.4%，民间投资增长 10.7%。分产业看，第一产业投资增长 49.1%，第二产业投资增长 9.6%，第三产业投资增长 6.8%。

2021 年，商丘市一般公共预算收入 190.13 亿元，比上年增长 8.6%。其中，税收收入 123.58 亿元，增长 6.9%，占一般公共预算收入的比重为 65.0%。一般公共预算支出 556.12 亿元，下降 1.0%；财政自给率为 34.19%，财政自给能力弱。

示范区

示范区于 2011 年 5 月经河南省人民政府批准成立，位于商丘市区东部，总面积约 328 平方公里，管辖范围包括商丘经济开发区、豫东综合物流产业集聚区、商务中心区，涵盖平台、平安、中州、民欣四个街道办事处和张阁、周集、贾寨三个乡（镇）及一个民安街道筹备组，人口约 37.5 万人。

2021 年，示范区实现一般公共预算收入 24.80 亿元，同比增长 8.1%。其中，税收收入 16.50 亿元，同比增长 3.0%；同期，商丘市城乡一体化示范区完成一般公共预算支出 27.60 亿元，同比下降 2.1%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本

分别为 4.00 亿元和 4.46 亿元，控股股东为商丘发投（持股比例为 51.00%），实际控制人仍为商丘市财政局。

2. 企业规模及竞争力

公司仍为示范区基础设施建设主体，与区域内其他平台在业务上各有侧重，不存在直接竞争的情况，跟踪期内，公司业务仍具有一定区域专营优势。

跟踪期内，示范区内主要的平台公司仍有 4 家，分别为商丘新业基础设施建设开发有限公司（以下简称“新业基础”，主要负责示范区经济开发区内基础设施建设）、商丘新发投资有限公司（主要负责示范区内生活污水处理和供热服务）、商丘华商物流投资有限公司（主要负责示范区内豫东综合物流产业集聚区的基础设施建设）和公司，公司主要负责示范区全域的基础设施建设工作，业务具有一定区域专营优势。联合资信未获取上述其他平台的资产、权益规模等详细信息。公司与其他平台各有区域和业务的侧重，不存在直接竞争的情况。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：9141140058857627X9），截至2022年6月10日，公司本部未结清信贷和已结清的信贷中均无不良及关注类信息记录。整体看，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长任职发生变化，除此之外，公司在法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司董事长任职发生变化，公司于 2022 年 8 月 30 日发布《商丘市日月新城投资开发有限公司关于董事长发生变动的公告》（以下简称“公告”），公告称，根据《商丘市发展投资集团有限公司关于韩崇勇等同志职务任免的通知》（商发投〔2022〕157 号），刘超锋先生不再担任公司董事长，推荐韩崇勇先生担任公司董事长。公司依照《公司章程》规定，聘任韩崇勇先生为本公司董事、董事长及法定代表人。

韩崇勇先生，1975 年生，专科学历，一级造价师、高级工程师；2022 年 6 月 13 日起任公司董事长、董事及法定代表人。

除此之外，公司在法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业总收入同比大幅增长，主要系公司收入准则发生变化所致；公司主要以棚户区改造业务收入为主，综合毛利率同比有所下降。

2021 年，公司营业总收入同比大幅增长，主要由棚户区改造收入构成，同期，公司新增 PPP 项目建造服务收入和商品销售收入。其中，公司棚户区改造收入大幅增长，2021 年为 34.76 亿元，占营业总收入的 80.90%，主要系 2021 年根据新会计准则，棚户区改造业务按照投资进度确认收入，并将安置房建设业务收入、拆迁补偿业务收入和配套市政设施建设收入计入棚户区改造业务收入所致；同期，公司 PPP 项目建造服务收入 3.31 亿元，主要为睢县北湖特色文化旅游（一期）PPP 项目收入，占营业总收入的 7.70%；商品销售收入 0.38 亿元，主要为销售煤炭形成的收入，占营业收入的 0.88%。从毛利率水平看，2021 年公司综合毛利率较上年有所下降，主要系会计准则变更，公司根据新收入准则进行收入确认，新准则对于棚户区改造业务要求根据投资进度确认收入，确认收

入的部分业务利润率相对较低，毛利率下降。

表 3　公司营业总收入构成和毛利率情况

项目	2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
棚户区改造	4.57	76.15	9.01	34.76	80.90	5.68
安置房建设	0.59	9.82	7.03	0.00	0.00	--
拆迁补偿	0.51	8.50	5.00	0.00	0.00	--
配套市政设施建设	0.02	0.28	8.30	0.00	0.00	--
PPP 项目建造服务收入	0.00	0.00	--	3.31	7.70	0.00
商品销售收入	0.00	0.00	--	0.38	0.88	0.66
其他业务	0.30	5.25	-5.62	4.52	10.51	-5.36
合计	**6.00**	**100.00**	**7.70**	**42.96**	**100.00**	**4.03**

资料来源：审计报告及公司提供

2. 经营业务分析

（1）棚户区改造

2021 年，公司棚户区改造业务模式未发生变化，但收入确认标准发生变化，导致该业务当期收入规模大幅增长、毛利率有所下降。

跟踪期内，公司棚户区改造业务仍由公司本部负责，根据商丘市人民政府《关于同意采用政府购买服务模式开展商丘市城乡一体化示范区棚户区改造项目有关事宜的批复》（商政文〔2017〕124号），商丘发投将棚户区改造业务全部转让给公司，由公司完成政府购买服务协议项下的任务，同时商丘发投从国开行处取得的项目贷款以往来款的形式转贷至公司，相应的还款责任由公司和商丘发投共同承担。公司棚户区改造模式仍为货币化安置，业务模式和财务处理方式与以前年度保持一致。

2021年，公司棚户区改造业务收入主要来自商丘市城乡一体化示范区2017年棚户区改造项目（平安、平台片区）和商丘市城乡一体化示范区民欣片区棚户区改造货币化安置项目，确认收入34.76亿元（包含拆迁补偿、安置房建设和配套市政建设收入），收到回款18.79亿元，回款情况一般；棚户区改造业务毛利率较上年下降3.33个百分点至5.68%，主要系公司根据新会计准则进行收入确认，新准则对于棚改安置服务要求根据投资进度确认收入，成本相应进行结转，导致当期该业务收入规模大幅增长、毛利率有所下降。

截至 2021 年底，公司主要实施的棚改项目总投资 126.81 亿元，已投资 126.78 亿元，累计回款 24.71 亿元。2022 年计划投资 9.39 亿元。投资规模大于计划总投资主要系项目开展过程中项目建设成本增长所致。

表 4　截至 2021 年底公司主要棚改项目情况

项目名称	计划总投资（亿元）	建设资金来源	已投资（亿元）	截至 2021 年底已回款（亿元）	2022 年投资计划（亿元）
商丘市城乡一体化示范区 2017 年棚户区改造项目（平安、平台片区）	110.91	财政拨付 22.41 亿元，项目贷款 88.50 亿元	115.09	19.96	6.35
商丘市城乡一体化示范区民欣片区棚户区改造货币化安置项目	15.90	示范区自筹资金 3.90 亿元，项目贷款 5.00 亿元，其他融资 7.00 亿元	11.69	4.75	3.04
合计	**126.81**	--	**126.78**	**24.71**	**9.39**

注：上述棚改项目仅包含公司本部项目，不包含子公司棚改项目
资料来源：公司提供

（2）PPP 项目建造服务

2021 年，公司新增 PPP 项目建造服务收入，公司作为社会资本方承接的 PPP 项目尚未产生利润，项目运营期限较长，需关注项目回

款情况。

跟踪期内，公司自营项目睢县北湖特色文化旅游项目（一期）尚未进入运营期。该项目已纳入国家 PPP 项目库，项目公司为睢县日月新城文化旅游发展有限公司，公司作为社会资本方出资，对项目公司的持股比例为 67.00%，项目建设期 2 年，运营期 13 年；运营期内，除运营收入外，公司对该项目所有设施提供包括管理、维护在内的相关服务，由睢县财政局向公司支付可行性缺口补助，预计可以平衡公司前期投入。截至 2021 年底，睢县北湖特色文化旅游项目（一期）项目计划总投资 12.83 亿元，已投资 11.74 亿元。

2021 年，公司确认 PPP 项目建造服务收入 3.31 亿元，为睢县北湖特色文化旅游项目（一期）收到的项目建设款；同期，由于公司将项目发包给施工单位，不负责项目建设，PPP 项目建造服务毛利率为 0.00%。公司作为社会资本方承接的 PPP 项目尚未产生利润，且项目运营期限较长，需关注项目运营及回款情况。

（3）商品销售业务

2021 年，公司新增商品销售业务，商品销售收入规模较小，整体利润贡献率较小。

2021 年，公司销售业务主要由商丘日月新城贸易有限公司负责，销售品种主要为煤炭，贸易业务模式为代采代销。2021 年，公司主要供应商为山西中煤焦化运销有限责任公司和冀中能源井陉矿业集团临城煤业有限公司，主要客户为冀中能源井陉矿业集团有限公司煤炭运销分公司和上海绿地凌港电力燃料有限公司。

2021年商品销售收入为0.38亿元，占营业收入的0.88%；销售业务毛利率为0.66%，对利润贡献较小。

（4）安置房建设业务

2021 年，公司安置房建设业务收入计入棚户区改造业务收入，无拟建安置房项目，需关注业务可持续性。

2021 年，公司安置房建设业务运营模式未发生变化。公司受示范区管委会委托，对示范区棚户区改造四号、五号、六号安置房进行建设，安置房土地均由公司通过招拍挂程序获得。根据双方签订的委托建设合同，公司投资建设安置房将获得投资额（包括融资成本）1~3%的收益，收益部分继续用于示范区的建设。示范区管委会将土地挂牌出让收益市级及区级留成部分用于支付公司建设成本及收益。公司根据已完成投资进度及约定比例，向示范区管委会提出拨款申请，示范区管委会根据审核确认的进度拨付安置房回购款。公司每年根据财政实际拨付的回购金额来确认收入，按总成本占总收入的比率乘以当期收入核算成本。

2021年，安置房建设业务收入0.48亿元，收到回款0.48亿元，并将安置房建设业务收入计入棚户区改造业务收入。截至2021年底，公司承接的四、六号安置房项目已完工，五号安置房项目尚有少量投资未完成；三个项目实际总投资23.17亿元，累计确认收入11.34亿元，累计回款11.34亿元，尚未结算的部分按账龄计入合同资产或其他非流动资产。公司无拟建的安置房项目。

表 5　截至 2021 年底公司安置房项目情况

项目名称	是否签订代建协议	开工时间	完工时间	实际总投资（亿元）	截至 2021 年底累计确认收入（亿元）	截至 2021 年底累计回款（亿元）
四号安置房	是	2016/01/10	2019/01/21	8.37	4.70	4.70
五号安置房	是	2016/01/10	--	13.69	6.37	6.37
六号安置房	是	2016/01/10	2019/03/10	1.01	0.27	0.27
合计	--	--	--	**23.07**	**11.34**	**11.34**

资料来源：公司提供

（5）拆迁补偿及配套市政设施建设

2021 年，公司将拆迁补偿及配套市政设施建设收入计入棚户区改造业务收入。公司拆迁补偿及配套市政设施建设业务未来投资规模较

大，未来存在较大资本支出压力。

2021 年，公司拆迁补偿及配套市政设施建设业务运营模式未发生变化。公司仍受示范区管委会委托，承接示范区范围内拆迁补偿及配套市政设施建设工作。根据双方签订的委托建设合同，示范区管委会委托公司依照商务中心征收补偿标准筹集拆迁补偿资金，及时准确拨付至商丘市城乡一体化示范区财政局（以下简称“示范区财政局”）及相关办事处账户，另外委托公司对配套市政设施包括宋城路、中州路和睢阳路进行建设。公司获得投资额（包含融资成本）1%~3%的收益，收益部分继续用于示范区建设。示范区管委会将示范区内土地挂牌出让收益市级及区级留成部分给付公司，倘若不能及时实现土地出让，公司可根据已完成投资情况适时向示范区管委会申请款项拨付。

公司每年按照示范区财政局实际拨付的款项核算收入，按总成本占总收入的比率乘以当期收入核算成本。截至 2021 年底，公司累计支付的拆迁补偿款 26.53 亿元，累计收到回款 16.03 亿元。中州路、宋城路以及睢阳路建设工程已经完工，实际投资 5.19 亿元，累计收到回款 1.44 亿元。

表 6　截至 2021 年底公司完工市政项目情况

项目名称	是否签订代建协议	开工时间	完工时间	实际总投资（亿元）	截至 2021 年底累计确认收入（亿元）	截至 2021 年底累计回款（亿元）
中州路	是	2013/04/10	2015/07/08	1.58	0.49	0.49
宋城路	是	2013/03/10	2015/08/04	1.51	0.48	0.48
睢阳路	是	2013/04/10	2015/07/25	2.10	0.47	0.47
合计	--	--	--	**5.19**	**1.44**	**1.44**

注：上述三个项目的收入确认进度滞后于工程进度，系前期部分回款公司计入棚改项目回款所致
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司在建市政项目还有商丘市第一实验小学新校区项目，预计总投资 1.00 亿元，已投入 0.79 亿元，未来仍需投入 0.21 亿元；商丘市党委校新校区项目，预计总投资 5.07 亿元，已投入 1.00 亿元，预计将于 2022 年 11 月竣工。

（6）其他业务

2021年，公司其他业务收入较为分散，但合计规模大幅增长，对公司收入形成了一定补充，但未产生利润。

公司其他业务包括担保、资金占用费收入、棚改项目利息收入和PPP项目利息收入等，收入较为分散。

2021年，公司其他业务收入增长至4.52亿元，其中，棚改项目利息收入3.63亿元，PPP项目利息收入0.63亿元，公司将项目资金占用成本作为融资利息收入。整体看，公司其他业务对公司收入形成了一定补充，但未产生利润。

3. 未来发展

公司未来将继续承担示范区范围内的基础设施投资建设职能，推进在建及拟建项目的建设。

示范区商务中心区是商丘市人民政府重点建设区域，根据《商丘市人民政府关于加快商丘新区起步区建设的意见》（商政〔2012〕1号），商丘市人民政府计划将商务中心区打造成集金融、科技、文化、商贸、服务为一体的现代城市CBD，成为豫鲁苏皖四省结合部有重要影响力、中原经济区建设有强调集聚和辐射带动功能的一体化示范区。公司未来将继续承担示范区及示范区商务中心区范围内的基础设施投资建设职能。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务

报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2021 年，公司合并范围新增 1 家一级子公司，系投资新设所致。截至 2021 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 5 家。跟踪期内，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至 2021 年底，公司资产规模有所增长，资产构成以非流动资产为主；存货和其他非流动资产占比大，对公司资金占用明显。公司资产的流动性较弱，整体资产质量一般。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 236.20 亿元，较上年底增长 23.94%，主要系其他非流动资产增长所致。公司资产结构以非流动资产为主，非流动资产较上年底占比上升较快。

表 7　公司资产主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	**132.87**	**69.72**	**84.32**	**35.70**
货币资金	9.09	4.77	8.02	3.40
应收账款	1.55	0.81	9.89	4.19
预付款项	9.97	5.23	12.58	5.33
其他应收款	15.61	8.19	12.03	5.09
存货	95.94	50.34	32.43	13.73
非流动资产	**57.71**	**30.28**	**151.87**	**64.30**
长期股权投资	37.07	19.45	35.76	15.14
固定资产	11.66	6.12	11.44	4.84
在建工程	8.66	4.54	0.58	0.25
其他非流动资产	0.00	0.00	103.88	43.98
资产总计	**190.58**	**100.00**	**236.20**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，流动资产 84.32 亿元，较上年底下降 36.54%，主要系存货下降所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 8.02 亿元，较上年底下降 11.73%，其中公司因承兑汇票保证金及用于质押的定期存款和保证金而受限的货币资金为 0.43 亿元，占货币资金的 5.96%，受限比例较低。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 9.89 亿元，较上年底增长 537.03%，主要系应收政府购买服务款增长所致。公司应收账款由应收商丘发投棚户区改造款 1.30 亿元和示范区财政局政府购买服务款 8.59 亿元构成。公司应收账款未计提坏账准备，账龄主要集中在 1 年以内（占 86.83%）。

截至 2021 年底，公司预付款项 12.58 亿元，较上年底增长 26.19%，系新增预付拆迁款所致。公司预付款项主要为预付示范区财政局拆迁款及项目工程款。

截至 2021 年底，公司其他应收款 12.03 亿元，较上年底下降 3.57%，系往来款下降所致。按余额百分比计提坏账准备的其他应收款 6.59 亿元中，1 年以内的占 33.08%，1~2 年的占 7.40%，2~3 年的占 7.98%，3 年以上的占 51.54%，累计计提坏账准备 7354.93 元。从欠款单位来看，其他应收款前五名欠款方合计占 100.00%，集中度很高。

表 8　公司其他应收款前五名明细

单位名称	款项性质	账面余额（亿元）	占比（%）
商丘市古城保护开发	往来款	5.53	45.98

建设有限公司			
商丘市发展投资集团有限公司	结算中心存款	3.02	25.10
商丘市城乡一体化示范区管委会	往来款	2.65	22.07
商丘市城乡一体化示范区财政局	往来款	0.67	5.60
商丘市发投贸易有限公司	往来款	0.15	1.25
合计	--	**12.03**	**100.00**

注：尾差为四舍五入导致
资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司存货 32.43 亿元，较上年底下降 66.20%，主要系按照新会计准则将平安片区、平台片区、中州片区和民欣片区开发成本计入其他非流动资产所致。公司存货包括棚改投入 11.06 亿元、安置房项目成本 12.43 亿元、市政项目成本 3.79 亿元和商业地块发开成本 5.14 亿元等。

（2）非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 151.87 亿元，较上年底增长 163.17%，主要系根据新会计准则将 PPP 项目建设成本计入其他非流动资产所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和其他非流动资产构成。

截至 2021 年底，公司长期股权投资 35.76 亿元，较上年底下降 3.56%，主要系权益法核算的投资成本变动减少所致。公司长期股权投资主要为对新业基础股权投资 24.21 亿元、对商丘云新城市建设发展有限公司股权投资 11.61 亿元（系政府划入）和对商丘市上华置业有限公司的股权投资 0.07 亿元。

截至 2021 年底，公司固定资产 11.44 亿元，较上年底下降 1.94%，较上年底变化不大。固定资产主要由房屋建筑物构成，房屋建筑物中账面原值 11.88 亿元的产权证尚未办理。

截至 2021 年底，公司在建工程 0.58 亿元，较上年底下降 93.29%，主要系根据新会计准则将睢县北湖特色文化旅游（一期）PPP 项目建设成本计入合同资产所致。在建工程主要由对民欣便民服务中心投入建设成本 0.14 亿元为主。

截至 2021 年底，公司其他非流动资产 103.88 亿元。其中，预付股权回购款 2.81 亿元，棚改项目长期合同资产 87.82 亿元，PPP 项目长期合同资产 13.24 亿元。

资产流动性方面。截至 2021 年底，公司应收类款项、存货及其他非流动资产占总资产 66.99%，且以流动性较弱的棚户区改造项目投入为主，变现受政府结算进度影响大。公司资产流动性较弱。

截至 2021 年底，公司资产受限规模为 0.43 亿元，占总资产比例为 0.18%，全部为货币资金，主要用于承兑汇票保证金等。

表 9　截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	0.43	0.18	融资保证金
合计	**0.43**	**0.18**	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益平稳增长，稳定性较好。

截至 2021 年底，公司所有者权益 100.82 亿元，较上年底增长 2.66%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 98.92%，少数股东权益占比为 1.08%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 4.42%、91.73%和 2.37%。所有者权益稳定性较好。

表10　公司所有者权益构成情况

科目	2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
实收资本	4.46	4.54	4.46	4.42
资本公积	93.93	95.64	92.48	91.73
未分配利润	-1.24	-1.26	2.39	2.37
归属于母公司权益合计	**97.41**	**99.19**	**99.73**	**98.92**

少数股东权益	0.80	0.81	1.09	1.08
所有者权益合计	**98.21**	**100.00**	**100.82**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司实收资本保持稳定；资本公积较上年底减少 1.45 亿元，主要系权益法核算的子公司新业基础2021年资本公积变动减少公司资本公积所致。同期，公司少数股东权益 1.09 亿元，较上年底增长 36.64%，系执行新会计准则所致。

（2）负债

截至 2021 年底，随着项目的持续投资，公司有息债务规模继续增长，整体债务负担重。

截至2021年底，公司负债总额135.38亿元，较上年底增长 46.57%，主要系长期应付款增长所致。其中，流动负债占 10.48%，非流动负债占 89.52%。公司负债结构以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底，公司流动负债 14.19 亿元，较上年底增长 1.37%，较上年底变化不大。公司流动负债主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至2021年底，公司其他应付款5.25亿元，较上年底下降 44.88%，主要系对当地政府部门往来款减少所致。其他应付款主要为应付工程款及当地城府部门往来款，前五名占比为 97.14%，集中度高。

表 11　截至 2021 年底公司其他应付款余额前五名情况

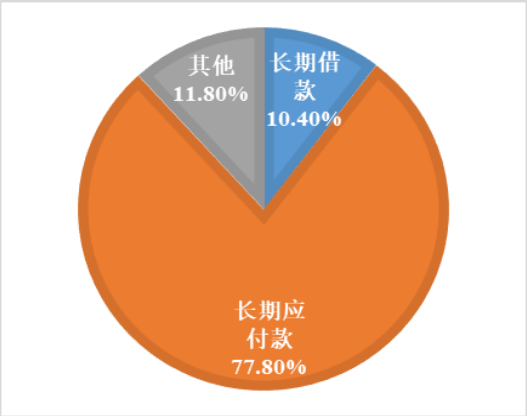
单位名称	金额（亿元）	账龄	占比（%）
安徽三川景观工程有限公司	1.74	0-2 年	33.14
商丘市商务中心区管理委员会	1.64	5 年以上	31.24
商丘市新区起步区建设指挥部	1.05	5 年以上	20.00
商丘市城乡一体化示范区财政局	0.27	1 年以内	5.14
商丘市发展投资集团有限公司	0.39	1 年以内	7.43
--	**5.10**	--	**97.14**

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.20 亿元，较上年底增长 267.68%，主要系一年内到期的长期借款增长所致。一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的长期借款构成。

截至 2021 年底，公司非流动负债 121.19 亿元，较上年底增长 54.64%，主要系长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款和其他非流动负债构成。

图 1　截至 2021 年底公司非流动负债构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司长期借款 12.61 亿元，较上年底下降 27.57%，其中，保证借款 2.10 亿元，质押借款和保证借款 10.51 亿元。

截至 2021 年底，公司应付债券 4.97 亿元，系公司 2021 年 11 月发行“21 日月新城 PPN001”所致。

截至 2021 年底，公司长期应付款 96.65 亿元，较上年底增长 59.81%，主要系新增项目贷款所致。长期应付款主要由以商丘发投为借款主体取得，转贷至公司的项目贷款 94.28 亿元和商丘市国际会展中心项目款 2.36 亿元构成。长期应付款付息项已纳入长期债务核算。

截至 2021 年底，公司其他非流动负债 6.49 亿元，全部为待转销项税。

有息债务方面，将其他流动负债付息项和长期应付款付息项分别纳入短期债务和长期债

务核算。截至 2021 年底，公司全部债务 117.50 亿元，较上年底增长 42.52%。债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底分别提高 8.85 个百分点、提高 8.18 个百分点和提高 8.58 个百分点。公司债务负担重。

从有息债务期限分布看，截至 2021 年底，公司分别需于 2022 年、2023 年、2024 年和 2025 年及以后偿还到期债务 6.98 亿元、2.10 亿元、10.92 亿元和 97.50 亿元，公司短期内集中偿付压力小。

表12　截至2021底公司有息债务期限结构情况

（单位：亿元）

到期年份	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年以后	合计
到期金额	6.98	2.10	10.92	97.50	**117.50**
占比	5.94	1.79	9.29	82.98	**100.00**

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入规模大幅增长，期间费用控制能力强，公司整体盈利能力一般。

2021 年，公司实现营业总收入 42.96 亿元，同比增长 615.48%；营业成本 41.23 亿元，同比增长 643.91%；营业利润率为 3.76%，同比下降 2.74 个百分点。

表 13　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入（亿元）	6.00	42.96
利润总额（亿元）	0.97	1.58
营业利润率（%）	6.50	3.76
总资本收益率（%）	0.45	0.70
净资产收益率（%）	0.77	1.51

资料来源：根据公司审计报告整理

2021 年，公司期间费用由负到正，为 0.26 亿元，期间费用主要由管理费用构成。同期，公司期间费用率为 0.60%，公司期间费用控制能力强。

2021 年，公司收到政府补助 0.09 亿元，计入“其他收益”。同期，公司利润总额 1.58 亿元，公司利润总额对政府补助依赖程度较低。

从盈利指标看，2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.70%和 1.51%，同比分别提高 0.25 个百分点、提高 0.74 个百分点。公司整体盈利能力较上年有所增强，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

2021 年，公司棚改项目投入规模不断增长，收入实现质量大幅下降；投资活动现金流以对 PPP 项目的投入为主；随着公司项目建设的持续推进，公司面临一定的外部融资需求。

表 14　公司现金流情况（单位：亿元）

项　目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	76.15	65.23
经营活动现金流出小计	61.97	63.71
经营活动现金流量净额	**14.19**	**1.52**
投资活动现金流入小计	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	10.33	1.48
投资活动现金流量净额	**-10.33**	**-1.48**
筹资活动前现金流量净额	**3.86**	**0.03**
筹资活动现金流入小计	11.15	6.68
筹资活动现金流出小计	15.59	8.09
筹资活动现金流量净额	**-4.44**	**-1.41**
现金收入比（%）	123.59	21.17

资料来源：公司审计报告

公司经营活动现金流主要是经营业务收支及与关联方及政府相关部门的往来款等。2021 年，公司经营活动现金流入 65.23 亿元，同比下降 14.35%，主要系收到其他与经营活动有关的现金（往来款）下降所致；经营活动现金流出 63.71 亿元，同比增长 2.82%。2021 年，公司经营活动现金净流入规模大幅收窄至 1.52 亿元，现金收入比为 21.17%，同比下降 102.43 个百分点，收入实现质量大幅下降。

公司投资活动现金流规模较小，2021 年，公司投资活动现金为净流出 1.48 亿元。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额仍为正，但较上年大幅下降。2021 年，公司筹资活动现金流入 6.68 亿元，同比下降 40.12%，主要为公司取得借款收到的现金 6.34 亿元和吸收投资收到的现金 0.34 亿元（子公司收到的现金

投资）；筹资活动现金流出 8.09 亿元，同比下降 40.10%，主要为分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2021 年，公司筹资活动现金净流出 1.41 亿元，流出规模有所减小。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现很强，长期偿债指标表现较弱；公司间接融资渠道有待拓宽，或有负债风险可控。

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，公司流动比率由上年底的 949.32%下降至 594.30%，速动比率由 263.85%提高至 365.76%，流动资产对流动负债的保障程度强。公司经营现金流动负债比率为 10.68%，同比下降 90.69 个百分点。公司经营现金/短期债务由 2020 年的 2.30 倍下降至 0.22 倍，。公司现金短期债务比由上年底的 1.47 倍下降至 1.15 倍，现金类资产对短期债务的保障程度强。整体看，公司短期偿债指标表现很强。

2021 年，公司 EBITDA 为 1.82 亿元，同比增长 44.92%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 12.46%）、利润总额（占 87.21%）构成。2021 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.26 倍提高至 0.35 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；公司全部债务/EBITDA 由上年的 65.80 倍下降至 64.71 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱；经营现金/全部债务由上年的 0.17 倍下降至 0.01 倍，经营现金对全部债务的保障程度很弱；经营现金/利息支出由上年的 2.97 倍下降至 0.30 倍，经营现金对利息支出的保障程度一般。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

表 15　公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债指标	流动比率（%）	949.32	594.30
	速动比率（%）	263.85	365.76
	经营现金/流动负债（%）	101.37	10.68
	经营现金/短期债务（倍）	2.30	0.22
	现金类资产/短期债务（倍）	1.47	1.15
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.25	1.82
	全部债务/EBITDA（倍）	65.80	64.71
	经营现金/全部债务（倍）	0.17	0.01
	EBITDA/利息支出（倍）	0.26	0.35
	经营现金/利息支出（倍）	2.97	0.30

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：根据公司审计报告及公司提供的材料整理

截至 2021 年底，公司共获得银行授信额度 118.72 亿元（含以商丘发投为借款主体从国开行取得的授信 88.50 亿元），已使用授信额度 111.72 亿元（含以商丘发投为借款主体取得，转贷至公司的项目贷款 94.28 亿元，计入长期应付款核算）。

截至 2021 年底，公司对外担保余额 7.00 亿元，担保比率为 6.94%。担保比率低；被担保企业均为示范区内的平台公司，公司或有负债风险可控。

表 16　截至 2021 年底公司对外担保情况

单位名称	担保余额（亿元）	期限
新业基础	2.00	2021/03/29-2024/03/29
新业基础	2.00	2021/03/30-2022/03/30
华商物流投资有限公司	3.00	2021/01/29-2024/01/28
合计	**7.00**	--

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

跟踪期内，公司资产及权益主要集中在母公司，母公司资产以非流动资产为主；有息债务以长期债务为主，现金类资产可以覆盖短期债务，短期偿债压力小。

截至 2021 年底，母公司资产总额 223.48 亿元，较上年底增长 23.76%。其中，流动资产 82.93 亿元(占比 37.11%），非流动资产 140.55 亿元(占比 62.89%）。从构成看，流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和合同资产构成。截至 2021 年底，母公司资产总额占合并口径资产总额的 94.62%，占比很高。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 99.83 亿元，较上年底增长 2.48%。母公司所有者权益合计占合并报表所有者权益的 99.02%，占比很高。

截至 2021 年底，母公司负债总额 123.65

亿元，较上年底增长 48.67%。其中，流动负债 12.99 亿元（占比 10.51%），非流动负债 110.66 亿元（占比 89.49%）；截至 2021 年底，母公司负债总额占合并口径负债总额的 91.34%，占比一般。同期，母公司资产负债率为 55.33%，全部债务资本化比率 51.88%。整体看，母公司整体负债水平尚可。

2021年，母公司营业总收入为38.65亿元，营业收入为38.65亿元，占合并口径89.96%；利润总额为1.45亿元，站合并口径92.90%。同期，母公司投资收益为0.13亿元。

现金流方面，现金流方面，截至2021年底，公司母公司经营活动现金流净额为4.45亿元，投资活动现金流净额-2.18亿元，筹资活动现金流净额-1.94亿元。

十、外部支持

2021 年，公司继续在政府补助等方面获得外部支持。

2021 年，公司获得政府补助 0.09 亿元，计入“其他收益”。

十一、 债券偿还能力分析

截至2022年8月25日，公司存续期担保债券为“22日月新城债/22日月01”和“21日月新城PPN001”，“22日月新城债/22日月01”由商丘发投提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，商丘发投主体长期信用等级为AA^{+}，评级展望为稳定。商丘发投担保实力很强，其担保有效提升了“22日月新城债/22日月01”本息偿付的安全性。

十二、 担保方分析

1. 主体概况

商丘发投原名商丘市发展投资有限公司，经《商丘市人民政府关于成立商丘市发展投资有限公司的通知》（商政〔2003〕36号）批准，于2003年10月成立，初始注册资本7.00亿元，由商丘市财政局全资持股。2008年1月，商丘发投更为现名。2021年4月，商丘市财政局将所持商丘发投10.00%的股权上划至河南省财政厅。截至2021年底，商丘发投注册资本和实收资本均为7.00亿元，商丘市财政局和河南省财政厅持股比例分别为90.00%和10.00%，商丘市财政局为商丘发投实际控制人。

商丘发投经营范围：房地产开发；对工业、农业、高新技术产业、城市基础设施项目的投资、经营与管理（非金融业务）；土地整理；工程服务；金融服务；房屋租赁。

截至2021年底，商丘发投本部内设14个职能部门，包括战略投资部、工程建设中心、资产运营管理部、财务部和融资部等；商丘发投纳入合并范围的一级子公司共13家。

截至 2021 年底，商丘发投合并资产总额 1168.63 亿元，所有者权益 394.82 亿元（含少数股东权益 125.10 亿元）；2021 年，商丘发投实现营业总收入 158.69 亿元，利润总额 4.30 亿元。

商丘发投注册地址：商丘市睢阳区中州南路 366 号；法定代表人：赵涛。

2. 经营概况

近年来，商丘发投营业总收入持续增长，综合毛利率持续下降。

商丘发投是商丘市最重要的基础设施建设主体，主要负责基础设施建设和棚户区改造业务，同时还从事安置房建设及销售、贸易及租赁等业务。2019－2021 年，商丘发投营业总收入持续增长，其中，2020 年大幅增长主要系贸易业务扩张所致，2021 年大幅增长主要系新会计准则下，商丘发投确认的棚户区改造业务收入及棚改项目利息收入等规模较大所致。2019－2021 年，商丘发投综合毛利率持续下降，其中 2020 年下降系毛利率较低的贸易业务占比提升所致，2021 年下降系占比较大的棚户区改造业务毛利率下降所致。

表17　商丘发投营业总收入构成及毛利率情况

项　目	2019 年			2020 年			2021 年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
棚改拆迁	1.92	6.09	5.00	0.51	0.73	15.69	--	--	--
景区经营	0.29	0.92	100.00	0.07	0.10	-228.57	0.01	0.01	-116.96
安置房建设	0.92	2.92	10.86	1.00	1.43	15.00	--	--	--
棚户区改造	24.38	77.30	13.64	32.45	46.30	14.76	97.90	61.69	6.07
租金及管理费	1.03	3.27	42.79	1.03	1.47	39.81	0.43	0.27	-18.41
担保、资金占用费	1.91	6.06	40.99	2.39	3.41	24.69	1.76	1.11	34.51
贸易	0.57	1.81	8.77	32.07	45.76	0.37	26.03	16.40	2.03
棚改项目利息	--	--	--	--	--	--	26.52	16.71	2.90
其他	0.53	1.68	24.53	0.56	0.80	60.71	6.04	3.81	1.07
合计	**31.54**	**100.00**	**16.51**	**70.08**	**100.00**	**9.02**	**158.69**	**100.00**	**4.93**

注：其他包括房屋销售、资产转让和租赁等业务
资料来源：商丘发投审计报告

（1）棚户区改造

2019－2021年，商丘发投棚户区改造业务收入持续增长，毛利率波动下降；在建棚户区改造项目待投资规模较大，业务持续性强，但未来面临较大的投资压力。

商丘市人民政府授权睢阳区政府、梁园区政府和城乡一体化示范区管理委员会（以下简称“示范区管委会”）作为政府购买服务的购买主体，分别与古城商丘发投、铁投商丘发投和日月新城就所属区域的相关棚户区改造项目签订政府购买服务协议，购买服务期限通常为10年、15年或25年。自2019年起，商丘发投部分尚未签订政府购买服务协议或已签订协议但尚未实际执行的项目陆续由政府购买服务模式变更为市场化模式。

2019－2021年，商丘发投棚户区改造业务收入持续增长，毛利率波动下降。2021年，受新会计准则影响，商丘发投确认棚户区改造业务收入规模较大；同期，2021年该业务毛利率同比降幅较大。截至2021年底，商丘发投主要在建棚户区改造项目包括商丘古城棚户区改造三期项目、商丘古城棚户区改造四期、五期项目以及商丘古城文化产业园区棚户区改造（一期）货币化安置项目等，主要项目计划总投资730.86亿元，已累计投资615.87亿元，2022年计划投资84.85亿元。商丘发投在建棚户区改造项目待投资规模较大，业务持续性强，但未来面临较大的投资压力。

（2）安置房建设

2019－2021年，受工程进度和结算进度影响，商丘发投安置房建设收入波动下降；商丘发投安置房项目建设已接近尾声，暂无拟建项目，业务持续存在不确定。

商丘发投安置房建设业务主要由公司负责，具体采用委托代建的业务模式，并已就相关项目与示范区管委会签订了《委托合同》。项目资金主要由日月新城自筹，日月新城与示范区管委会根据工程进度、按照审定的投资成本加成一定比例的收益进行结算，并据此确认收入。

2019－2021年，受工程进度和结算进度影响，商丘发投安置房建设收入波动下降。截至2021年底，商丘发投主要在建安置房项目包括商丘市睢阳区产业集聚区棚户区改造（一期）安置区项目、商丘古城砖城墙内棚户区改造项目和商丘古城文化产业园区棚户区改造（三期）项目等，项目计划总投资396.44亿元，已累计投资349.60亿元。商丘发投安置房项目建设已接近尾声，暂无拟建项目，业务持续存在不确定。

（3）基础设施建设

商丘发投主要已完工未结算的基础设施项目累计回款比例低，基础设施项目在建规模较大，需持续关注该业务的回款情况。

受商丘市人民政府委托，商丘发投主要通

过直接投资或控股 PPP 项目公司等方式承担商丘市本级重点基础设施工程及重大项目的开发、建设、运营和服务，资金主要来源于自有资金及外部融资。PPP 项目主要通过项目运营期内产生的收入收回投资成本并获取利润。

截至 2021 年底，商丘发投主要已完工未结算的基础设施项目包括商丘火车站综合客运枢纽工程、商丘市睢阳区 2016 年市政工程 PPP 项目投资建设项目和商丘医学高等专科学校新校区 PPP 项目建设，已累计投资 31.50 亿元，累计回款比例低。同期，商丘发投主要在建基础设施建设项目包括商丘古城修复建设项目、火车站核心区绿轴项目和金融中心项目等，项目计划总投资 98.79 亿元，已累计投资 39.56 亿元；商丘发投暂无拟建基础设施建设项目。

（4）贸易业务

2019－2021 年，商丘发投贸易收入波动增长。考虑到商丘发投贸易业务规模较大，商丘发投或存在一定的交易对手信用风险。

2019－2021 年，商丘发投贸易收入波动增长，该板块毛利率很低。商丘发投贸易业务主要从事木材、钢材及化工材料等销售，账期一般为 3~6 个月，考虑到商丘发投贸易业务规模较大，商丘发投或存在一定的交易对手信用风险。

3. 财务分析

（1） 财务概况

商丘发投提供了 2019－2021 年度财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，其中对 2019－2020 年度财务报告均出具了标准无保留意见的审计结论，对 2021 年度财务报告出具了带强调事项段的无保留意见审计结论，该强调事项具体如下：商丘发投是科迪食品集团股份有限公司（以下简称“科迪集团”）的破产重整投资人，按照重整计划执行后，科迪集团原持有河南科迪乳业股份有限公司（以下简称“科迪乳业”）4.85 亿股股票，其中 1.28 亿股用于清偿债权后，剩余约 3.57 亿股股票让渡给重整投资人（累计投入资金约 9.00 亿元），商丘发投将成为科迪乳业第一大股东（截至 2021 年底，商丘发投累计支付 1.42 亿元）。

合并范围方面，截至 2019 年底，商丘发投纳入合并范围的一级子公司共 13 家；2020 年，商丘爱畅游旅行社有限公司由于注销不再纳入合并范围；2021 年，商丘发投合并范围内新增商丘市发投贸易有限公司 1 家一级子商丘发投。截至 2021 年底，商丘发投拥有纳入合并范围的一级子公司共 13 家。近三年，商丘发投合并范围内变动子公司规模较小，财务数据可比性较强。

（2） 资产质量

2019－2021 年末，商丘发投资产规模持续增长，流动资产中其他应收款和存货合计占比较高，对资金形成较大的占用，资产流动性较弱。

2019－2021 年末，商丘发投资产规模持续增长，年均复合增长 22.31%。截至 2021 年底，商丘发投合并资产总额 1168.63 亿元，较上年底增长 11.06%。其中，流动资产占 32.19%，非流动资产占 67.81%。商丘发投资产以非流动资产为主，非流动资产较上年底占比上升较快。商丘发投流动资产中其他应收款和存货合计占比较高，对资金形成较大的占用，资产流动性较弱。

2019－2021 年末，流动资产规模波动下降，年均复合下降 17.77%。截至 2021 年底，流动资产 376.22 亿元，较上年底下降 42.64%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2021 年底，商丘发投货币资金 64.19 亿元，较上年底增长 42.89%，主要系商丘发投经营活动收现规模较大以及融资规模增长所致。货币资金主要由银行存款 56.86 亿元和其他货币资金 7.32 亿元构成，其中受限规模 7.32 亿元。

2019－2021 年末，商丘发投其他应收款波动下降，年均复合下降 27.24%。截至 2021 年底，商丘发投其他应收款 24.00 亿元，较上年底下降 51.01%，主要系与区域内单位及平台商丘发投的往来款下降所致；其他应收款共计提坏账准备 3.81 亿元；从集中度看，其他应收款前

五名欠款单位包括商丘市梁园区财政局、商丘三商生态食品产业园投资有限商丘发投、商丘市城乡一体示范区财政局、商丘市住投投资建设有限商丘发投和商丘文化艺术中心项目建设协调小组，合计占比46.91%，集中度较高。

2019－2021年末，商丘发投存货波动下降，年均复合下降36.16%。截至2021年底，存货166.42亿元，较上年底下降67.71%，主要系已完工棚改项目结转收入以及部分项目转入“合同资产”和“其他非流动资产”科目所致。存货主要由开发成本构成，未计提跌价准备。

截至2021年底，商丘发投合同资产65.18亿元，均系商丘发投棚改项目由“存货”科目转入。

2019－2021年末，商丘发投非流动资产规模持续增长，年均复合增长87.75%。截至2021年底，商丘发投非流动资产792.41亿元，较上年底增长99.90%，商丘发投非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、无形资产和其他非流动资产构成。

2019－2021年末，商丘发投长期股权投资波动增长，年均复合增长59.26%。截至2021年底，商丘发投长期股权投资206.75亿元，较上年底下降0.24%，主要系被投资企业自身权益变动及商丘发投对外投资变动所致。商丘发投长期股权投资主要来自于政府股权划拨和商丘发投对外投资，其中对宁陵县发展投资有限商丘发投、商丘梁安保障房开发有限商丘发投、商丘新业基础设施建设开发有限商丘发投、河南鑫泉投资有限商丘发投和商丘市住投投资建设有限商丘发投的投资成本分别为33.52亿元、39.44亿元、24.21亿元、27.58亿元和39.32亿元。

2019－2021年末，商丘发投投资性房地产持续增长，年均复合增长17.10%。截至2021年底，商丘发投投资性房地产77.34亿元，较上年底增长0.28%，主要系铁投商丘发投、古城商丘发投等所持房屋及地下车位使用权等。

截至2021年底，商丘发投长期应收款21.21亿元，均为商丘发投PPP项目分期收款权。

2019－2021年末，商丘发投无形资产波动增长，年均复合增长0.52%。截至2021年底，商丘发投无形资产49.27亿元，较上年底下降0.11%，主要由经营权构成，经营权主要为睢阳区政府向商丘发投无偿划拨的古城景区经营权。

2019－2021年末，商丘发投其他非流动资产波动增长，年均复合增长342.14%。截至2021年底，商丘发投其他非流动资产396.88亿元，较上年底增长6134.18%，主要系商丘发投棚改项目由“存货”科目转入所致。

截至2021年底，商丘发投受限资产账面价值7.32亿元，占资产总额的0.63%，主要为已质押的定期存单和票据保证金。

（3） 资本结构

2019－2021年末，商丘发投所有者权益规模持续增长，所有者权益中少数股东权益和其他综合收益合计占比较高，权益稳定性一般。

2019－2021年末，商丘发投所有者权益持续增长，年均复合增长24.47%。截至2021年底，商丘发投所有者权益394.82亿元，较上年底增长2.69%。所有者权益中少数股东权益和其他综合收益合计占比42.07%，权益稳定性一般。

2019－2021年末，商丘发投实收资本保持稳定，均为7.00亿元。同期，商丘发投资本公积持续增长，年均复合增长22.10%。截至2021年底，商丘发投资本公积209.15亿元，较上年底增长4.52%，主要系商丘发投下属子商丘发投商丘市梁园区前程投资有限商丘发投获得政府资产划拨以及权益法核算下联营企业资本公积变动综合影响所致。

2019－2021年末，商丘发投其他综合收益波动增长，年均复合增长36.65%；其中2020年底大幅增长，主要系古城商丘发投的部分账面资产经评估，由存货转入以公允价值计量的投资性房地产所致。截至2021年底，商丘发投其他综合收益40.98亿元，较上年底下降1.81%。

2019－2021年末，商丘发投少数股东权益持续增长，年均复合增长36.97%，主要系商丘市及下属区级政府向商丘发投非全资控股子商丘发投无偿划拨股权等资产致其所有者权益变

动，以及少数股东增资所致。截至2021年底，商丘发投少数股东权益125.10亿元，较上年底增长8.34%。

2019－2021年末，商丘发投负债总额持续增长；有息债务以长期债务为主，整体债务负担较重，面临较大的短期偿债压力。

2019－2021年末，商丘发投负债规模持续增长，年均复合增长21.24%。截至2021年底，商丘发投负债总额773.81亿元，较上年底增长15.88%，主要系长期借款和应付债券增长所致。其中，流动负债占25.39%，非流动负债占74.61%。商丘发投负债以非流动负债为主，流动负债占比上升较快。

2019－2021年末，商丘发投流动负债持续增长，年均复合增长44.17%。截至2021年底，商丘发投流动负债196.48亿元，较上年底增长63.12%，主要由一年内到期的非流动负债构成。

2019－2021年末，商丘发投其他应付款波动增长，年均复合增长11.41%。截至2021年底，商丘发投其他应付款14.13亿元，较上年底下降0.67%，主要系与区域内单位及平台商丘发投的往来款。

截至2021年底，商丘发投一年内到期的非流动负债121.23亿元，较上年底增长100.77%，主要由一年内到期的长期借款26.82亿元、应付债券63.32亿元和长期应付款28.94亿元构成。

2019－2021年末，商丘发投其他流动负债持续增长，年均复合增长101.74%。截至2021年底，商丘发投其他流动负债32.51亿元，较上年底增长62.70%，主要系商丘发投发行短融、超短融及资金支持专项计划所致；本报告合并口径将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算。

2019－2021年末，商丘发投非流动负债持续增长，年均复合增长15.62%。截至2021年底，商丘发投非流动负债577.33亿元，较上年底增长5.48%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。

2019－2021年末，商丘发投长期借款持续增长，年均复合增长15.21%。截至2021年底，商丘发投长期借款350.80亿元，较上年底增长13.38%，主要由质押借款、质押+保证借款构成。

2019－2021年末，商丘发投应付债券持续增长，年均复合增长117.53%。截至2021年底，商丘发投应付债券112.11亿元，较上年底增长15.55%，主要系发行“21商丘01”和“21商丘03”等债券所致。

2019－2021年末，商丘发投长期应付款持续下降，年均复合下降32.11%。截至2021年底，商丘发投长期应付款52.71亿元，较上年底下降48.45%，为融资租赁款；本报告合并口径将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算。

有息债务方面，本报告合并口径已将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算，2019－2021年末，商丘发投全部债务持续增长，年均复合增长20.21%。截至2021年底，商丘发投全部债务为685.23亿元，其中短期债务占24.75%，长期债务占75.25%，债务结构以长期债务为主。2019－2021年末，商丘发投资产负债率和全部债务资本化比率均波动下降，长期债务资本化比率持续下降；截至2021年底上述三个指标分别为66.21%、63.44%和56.64%，商丘发投整体债务负担较重。

截至2021年底，商丘发投短期债务169.58亿元，规模较大，商丘发投面临较大的短期偿债压力。

（4） 盈利能力

2019－2021年，商丘发投营业总收入持续增长，期间费用控制能力较好；利润总额对非经常性损益依赖较大，商丘发投整体盈利能力较弱。

2019－2021年，商丘发投营业总收入持续增长，年均复合增长124.30%；营业成本年均复合增长139.35%。同期，商丘发投营业利润率持续下降，2021年为4.61%。

2019－2021 年，商丘发投期间费用持续增长，年均复合增长 23.20%，主要由管理费用和财务费用构成。同期，商丘发投期间费用率持续下降，2021 年为 3.53%，商丘发投期间费用

控制能力较好。

2019－2021年，商丘发投其他收益分别为0.36亿元、0.71亿元和0.29亿元，均为政府补助；投资收益分别为1.09亿元、2.56亿元和2.48亿元，主要为权益法核实的长期股权投资收益。同期，商丘发投利润总额分别为2.84亿元、3.68亿元和4.30亿元。商丘发投利润总额对非经常性损益依赖较大。

从盈利指标来看，2019－2021 年，商丘发投总资本收益率和净资产收益率均有所下降，2021 年分别为 0.55%和 0.68%。整体看，商丘发投整体盈利能力较弱。

（5）现金流

2019－2021年，商丘发投经营活动现金流量净额由负转正，收现质量尚可；投资活动现金持续净流出；商丘发投项目投入及待偿债务规模大，近年来保持较大的筹资力度。

从经营活动来看，2019－2021 年，商丘发投经营活动现金流入量持续增长，由销售商品、提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金构成。商丘发投销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，年均复合增长 138.65%；现金收入比分别为 83.80%、107.53%和 94.87%，商丘发投收现质量尚可。同期，商丘发投经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2019－2021 年，商丘发投经营活动现金流量净额由负转正，2021 年净流入 10.44 亿元。

从投资活动来看，2019－2021 年，商丘发投投资活动现金流入量较小，主要为收回投资收到现金。投资活动现金流出量波动下降，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金。2019－2021 年，商丘发投投资活动现金持续净流出，2021 年净流出 5.13 亿元。

2019－2021 年，商丘发投筹资活动前净现金流由负转正。从筹资活动来看，2019－2021 年，商丘发投筹资活动现金流入量波动增长，主要为取得借款收到的现金。商丘发投项目投入及待偿债务规模大，近年来保持较大的筹资力度，2021 年商丘发投筹资活动现金流入 216.51 亿元。商丘发投筹资活动现金流出量持续增长，主要为偿还债务本息支付的现金。2019－2021 年，商丘发投筹资活动现金持续净流入但规模波动下降，2021 年净流入 15.34 亿元。

（6）偿债指标

商丘发投短期偿债指标和长期偿债指标均表现弱，间接融资渠道有待拓宽，或有负债风险相对可控。

从短期偿债指标看，2019－2021年末，商丘发投流动比率和速动比率均持续下降，截至2021年底分别为191.48%和106.78%，流动资产对流动负债的保障程度较好。2019－2021年，商丘发投经营活动净现金流由净流出转为小幅净流入，对流动负债保障能力很弱。2019－2021年末，现金类资产对短期债务的保障能力持续弱化；截至2021年底，商丘发投现金短期债务比为0.38倍。整体看，商丘发投短期偿债指标表现弱。

从长期偿债指标看，2019－2021年，商丘发投EBITDA持续增长。2021年，商丘发投EBITDA为10.14亿元，同比增长4.24%。从构成看，商丘发投EBITDA主要由摊销（占21.56%）、计入财务费用的利息支出（占31.76%）、利润总额（占42.35%）构成。2019－2021年，商丘发投EBITDA利息倍数持续下降，分别为0.33倍、0.31倍和0.29倍；全部债务/EBITDA波动下降，分别为82.72倍、61.97倍和67.55倍。整体看，商丘发投长期偿债指标表现弱。

截至2021年底，商丘发投获得银行授信额度613.34亿元，已使用授信额度520.92亿元，商丘发投间接融资渠道有待拓宽。

截至2021年底，商丘发投担保余额合计28.40亿元，担保比率为7.19%，担保比率低。被担保企业均为国有企业且均设置有反担保措施，商丘发投或有负债风险相对可控。

4. 外部支持

商丘发投作为商丘市最重要的基础设施投

融资建设主体，近年来，持续获得有力的外部支持。

商丘发投是商丘市最重要的基础设施投融资建设主体，主要负责商丘市基础设施建设和棚户区改造工作，是国家开发银行在商丘市发放棚改资金的主要承接主体，业务区域专营性强。商丘发投的国资背景、区域地位及业务的公益性特征有利于其获得政府支持。近年来，商丘发投持续获得有力的外部支持，且连续性较好，提升了商丘发投资本实力和整体竞争力。2019－2021 年，商丘发投均获得资产划拨支持，资本公积累计增加额分别为 49.13 亿元、59.80 亿元和 6.94 亿元；同期，商丘发投分别获得政府补助 0.36 亿元、0.71 亿元和 0.29 亿元，计入“其他收益”科目。此外，商丘发投还获得较大规模的政府置换债资金。

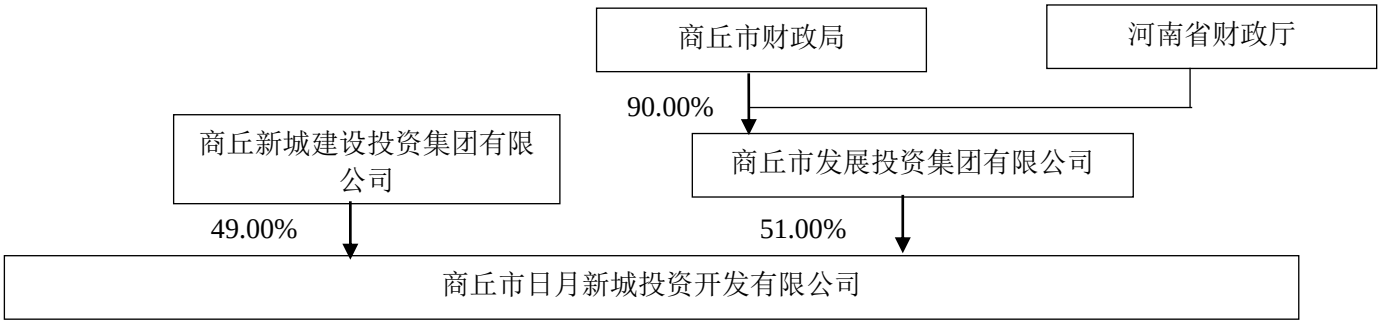
5. 担保方担保实力

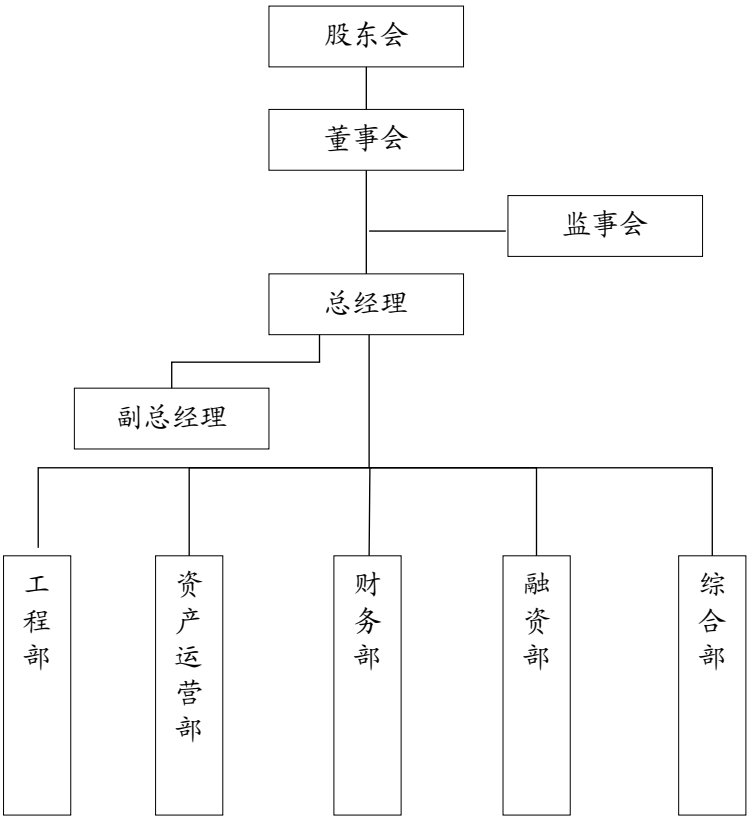
基于对商丘发投经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定商丘发投主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，其担保有效提升了“22 日月新城债/22 日月 01”本息偿付的安全性。

十三、 结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“22日月新城债/22日月01”信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年底公司股权结构及组织结构图





资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年底纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	主营业务	持股比例（%）
睢县日月新城文化旅游发展有限公司	28581.75	公共设施管理业	67.00
商丘市新途置业有限公司	1000.00	房地产业	100.00
商丘市新安置业有限公司	1000.00	房地产业	100.00
商丘市新嘉置业有限公司	1000.00	房地产业	100.00
商丘市日月新城贸易有限公司	5000.00	批发业	51.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.56	9.09	8.02
资产总额（亿元）	137.92	190.58	236.20
所有者权益（亿元）	86.64	98.21	100.82
短期债务（亿元）	0.60	6.17	6.98
长期债务（亿元）	35.96	76.28	110.53
全部债务（亿元）	36.56	82.45	117.50
营业总收入（亿元）	5.10	6.00	42.96
利润总额（亿元）	0.30	0.97	1.58
EBITDA（亿元）	0.30	1.25	1.82
经营性净现金流（亿元）	2.14	14.19	1.52
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.68	2.24	7.51
存货周转次数（次）	0.11	0.06	0.64
总资产周转次数（次）	0.07	0.04	0.20
现金收入比（%）	72.88	123.59	21.17
营业利润率（%）	6.48	6.50	3.76
总资本收益率（%）	0.18	0.45	0.70
净资产收益率（%）	0.25	0.77	1.51
长期债务资本化比率（%）	29.33	43.72	52.30
全部债务资本化比率（%）	29.67	45.64	53.82
资产负债率（%）	37.18	48.47	57.32
流动比率（%）	331.35	949.32	594.30
速动比率（%）	94.70	263.85	365.76
经营现金流动负债比（%）	5.86	101.37	10.68
现金短期债务比（倍）	15.93	1.47	1.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.10	0.26	0.35
全部债务/EBITDA（倍）	120.34	65.80	64.71

注：1. 2019－2021年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2.本报告合并口径已将其他流动负债中付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中有息债务调整至长期债务及相关指标核算。
数据来源：根据公司审计报告及公司提供资料整

附件 2-2 公司主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.12	7.10	7.65
资产总额（亿元）	114.52	180.58	223.48
所有者权益（亿元）	72.59	97.41	99.83
短期债务（亿元）	1.95	6.08	6.56
长期债务（亿元）	29.61	67.17	101.07
全部债务（亿元）	31.56	73.25	107.63
营业总收入（亿元）	5.10	6.00	38.65
利润总额（亿元）	0.38	1.05	1.45
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	4.17	4.27	4.45
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.68	2.24	6.76
存货周转次数（次）	0.16	0.07	0.60
总资产周转次数（次）	0.09	0.04	0.19
现金收入比（%）	72.88	123.59	22.42
营业利润率（%）	6.50	6.50	3.84
总资本收益率（%）	0.27	0.48	0.67
净资产收益率（%）	0.39	0.84	1.40
长期债务资本化比率（%）	28.97	40.81	50.31
全部债务资本化比率（%）	30.30	42.92	51.88
资产负债率（%）	36.61	46.06	55.33
流动比率（%）	263.01	935.93	638.42
速动比率（%）	82.05	246.14	428.31
经营现金流动负债比（%）	12.43	30.73	34.22
现金短期债务比（倍）	2.62	1.17	1.17
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1. 因母公司财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA及相关指标无法计算；2. “/”代表未取得数据；3.母公司债务未调整
数据来源：根据公司审计报告整理

附件 2-3 商丘发投主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	70.21	44.99	64.19
资产总额（亿元）	781.25	1052.26	1168.63
所有者权益（亿元）	254.83	384.47	394.82
短期债务（亿元）	71.85	94.35	169.58
长期债务（亿元）	402.31	508.67	515.65
全部债务（亿元）	474.16	603.03	685.23
营业总收入（亿元）	31.54	70.08	158.69
利润总额（亿元）	2.84	3.68	4.30
EBITDA（亿元）	5.73	9.73	10.14
经营性净现金流（亿元）	-76.46	-105.76	10.44
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.66	5.08	11.22
存货周转次数（次）	0.07	0.14	0.44
总资产周转次数（次）	0.05	0.08	0.14
现金收入比（%）	83.80	107.53	94.87
营业利润率（%）	16.01	8.47	4.61
总资本收益率（%）	0.69	0.61	0.55
净资产收益率（%）	0.97	0.68	0.68
长期债务资本化比率（%）	61.22	56.95	56.64
全部债务资本化比率（%）	65.04	61.07	63.44
资产负债率（%）	67.38	63.46	66.21
流动比率（%）	588.63	544.52	191.48
速动比率（%）	156.73	116.59	106.78
经营现金流动负债比（%）	-80.88	-87.81	5.31
现金短期债务比（倍）	0.98	0.48	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	0.33	0.31	0.29
全部债务/EBITDA（倍）	82.72	61.97	67.55

注：1. 2019－2021 年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告合并口径已将其他流动负债中的有息部分纳入短期债务核算，将长期应付款中的有息部分纳入长期债务核算
资料来源：根据商丘发投审计报告及商丘发投提供资料整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=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
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持