跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1489 号

郑州航空港兴港投资集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对郑州航空港兴港投资集团有限公司主体长期信用状况和发行的纾困专项公司债券进行跟踪评级，确定：

郑州航空港兴港投资集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

郑州航空港兴港投资集团有限公司发行的“20 港纾 01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六 月 十九 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www. unitedratings.com.cn

郑州航空港兴港投资集团有限公司
公开发行纾困专项公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
20港纾01	5.00亿元	5年	AAA	AAA	2019/12/13

跟踪评级时间：2020年6月19日

主要财务数据：

项目	2018年	2019年	2020年3月
合并口径			
资产总额（亿元）	1,506.92	1,779.33	1,917.48
所有者权益（亿元）	522.81	565.77	579.47
长期债务（亿元）	618.12	690.67	799.95
全部债务（亿元）	781.94	1,039.74	1,171.14
营业收入（亿元）	269.11	303.96	58.84
利润总额（亿元）	20.71	20.01	1.83
EBITDA（亿元）	25.07	28.09	--
经营性净现金流（亿元）	-143.90	-131.46	-42.44
营业利润率（%）	9.27	7.77	5.84
净资产收益率（%）	2.92	2.64	--
资产负债率（%）	65.31	68.20	69.78
全部债务资本化率（%）	59.93	64.76	66.90
流动比率（倍）	3.57	2.86	3.03
EBITDA全部债务比（倍）	0.03	0.03	--
EBITDA利息倍数（倍）	0.59	0.55	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.01	5.62	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	645.29	937.61	1,082.75
所有者权益（亿元）	226.42	288.20	309.20
全部债务（亿元）	291.57	485.57	617.81
营业收入（亿元）	2.69	2.25	0.71
利润总额（亿元）	2.32	5.97	3.62
资产负债率（%）	64.91	69.26	71.44
全部债务资本化比率（%）	56.29	62.75	66.65
流动比率（倍）	2.07	1.47	1.76

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将其他应付款、其他流动负债以及长期应付款的具有偿付义务的有息债务计入债务核算；4. 2020年1—3月财务数据未经审计；5. 上表中债务指标的计算未考虑永续债及基金类权益融资；6. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，郑州航空港兴港投资集团有限公司（以下简称“公司”）作为郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）（以下简称“航空港实验区”）重要的开发建设主体，面临的外部发展环境良好，且在资本金注入、财政补贴等方面继续获得有力的外部支持。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司项目投资面临资金占用和资本支出压力、债务负担加重、具有一定的短期偿债压力、所投资的上市公司业绩大幅下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续在航空港实验区的开发运营领域承担重要职能，随着各项业务的稳步推进，公司经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA；评级展望为“稳定”；同时维持“20港纾01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．**外部发展环境良好。**航空港实验区经济总量进一步增长，为公司发展提供良好的外部环境。

2．**继续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在资本金注入、财政补贴等方面继续获得有力的外部支持。

关注

1．**项目投资面临资金占用和资本支出压力。**公司土地整理、基建、棚改等项目投资规模大，投资回收周期整体较长，资金占用大，使得公司经营活动现金流呈持续净流出状态，且公司面临较大的项目资本支出压力及筹资压力。

2．**公司债务负担加重，具有一定的短期偿债压力。**公司债务规模快速增长，债务负担较重，

2020 年具有一定的短期偿债压力。

3．**所投资的上市公司业绩大幅下滑。**2019 年第四季度，公司收购了北京合众思壮科技股份有限公司（以下简称“合众思壮”）的部分股权，并为合众思壮及福建实达集团股份有限公司（以下简称“实达集团”）提供了一定的资金支持，合众思壮及实达集团资金紧张、业绩大幅下滑，公司对其债权面临一定回收风险。

徐汇丰　登记编号（R0040218010006）
黄旭明　登记编号（R0040218040012）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

郑州航空港兴港投资集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2012 年 10 月，系由郑州航空港经济综合实验区管理委员会（以下简称“实验区管委会”）出资组建的国有独资公司，成立时注册资本为 2,000 万元。后经多次增资，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本为 200.00 亿元，实收资本为 160.00 亿元，较 2018 年末增加 20 亿元，实验区管委会为公司唯一股东与实际控制人，跟踪期内公司控股股东及实际控制人无变化。

跟踪期内，公司经营范围和部门设置无变化。截至 2020 年 3 月末，公司本部设有党群工作部、企业管理部、财务管理部、人力资源部、行政管理部和纪检监察审计部共 6 个职能部门，拥有在职员工 1,016 人。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的一级子公司共 25 家（见附件 2）。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,779.33 亿元，所有者权益 565.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 427.70 亿元。2019 年，公司实现营业收入 303.96 亿元，净利润 14.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额-131.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.41 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,917.48 亿元，所有者权益 579.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益 445.34 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 58.84 亿元，净利润 0.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额-42.44 亿元，现金及现金等价物净增加额 56.72 亿元。

公司注册地址：郑州航空港区护航路 16 号兴港大厦 C 座；法定代表人：张尽杰。

二、债券发行及募集资金使用情况

1. 债券发行情况及募集资金使用情况

本报告所跟踪的债券名称为“郑州航空港兴港投资集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行纾困专项公司债券（第一期）”，于 2020 年 3 月 19 日发行，并已于 2020 年 3 月 26 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“20 港纾 01”，债券代码为“149064.SZ”，发行规模为 5.00 亿元，票面利率为 3.90%，起息日为 2020 年 3 月 19 日，期限为 5 年，每年付息一次，采取单利按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

按照募集说明书约定，“20 港纾 01”募集资金扣除发行费用后，使用用途为不低于 70%的金额拟用于置换前期已投入的纾困资金，剩余部分用于补充公司流动资金；截至 2020 年 4 月末，“20 港纾 01” 募集资金扣除发行费用后已全部使用，资金用于置换前期已投入的纾困资金和补充流动资金，符合募集说明书约定的资金使用用途。截至 2020 年 4 月末，“20 港纾 01”尚未到第一个付息日。

2. 加速到期条款

“20 港纾 01”设置了加速到期条款，如触发相关情形，将加大公司的即期偿付压力。

“20 港纾 01”设置了加速到期条款，根据《债券受托管理协议》，如果以下的违约事件中第（1）项情形发生，或违约事件第（2）至（8）项一直持续 30 个连续交易日仍未得到纠正，债券持有人可按债券持有人会议规则形成有效债券持有人会议决议，以书面方式通知公司，宣布所有未偿还的本期债券本金和相应利息，立即到期应付。触发加速到期义务的违约事件主要包括：（1）公司未能依据法律、法规和规则及募集说明书的约定，按期足额支付本期债券的利息和本金；（2）公司或公司

合并报表范围内的企业在任何其他重大债务项下出现违约或被宣布提前到期，并且因此对本期债券的还本付息能力产生实质不利影响；（3）公司在其资产、财产或股份上设定抵押或质押权利以致对本期债券的还本付息能力产生实质不利影响，或出售其重大资产以致对本期债券的还本付息能力产生实质不利影响；（4）在债券存续期间内，公司发生解散、注销、停业、清算、丧失清偿能力、被法院指定接管人或已开始相关的诉讼程序；（5）在本期债券存续期内，公司未能根据法律、法规和规则的规定，履行信息披露义务；（6）本期债券存续期内，公司未能根据法律、法规、规则和《受托管理协议》的规定，履行通知义务；（7）违反《受托管理协议》项下的陈述与保证；（7）公司未能履行受托管理协议》、募集说明书及法律、法规和规则规定的其他义务，且对债券持有人造成实质不利影响。

三、行业及外部环境分析

1. 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。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。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，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。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，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，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 年末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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 1　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金

2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合评级整理

（3）**行业发展**

城投企业作为城市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。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市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。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2．外部环境

河南省经济总量、财政收入和固定资产投资保持增长，交通投资有所推进。郑州航空港经济综合实验区经济总量进一步增长，为公司经营发展提供良好的外部环境。

（1）河南省

2019 年，河南省地区生产总值 54,259.20 亿元，较上年增长 7.0%。其中，第一产业增加值 4,635.40 亿元，增长 2.3%；第二产业增加值 23,605.79 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值 26,018.01 亿元，增长 7.4%。三次产业结构为 8.5:43.5:48.0，第三产业增加值占生产总值的比重比上年提高 0.7 个百分点。人均生产总值 56,388 元，增长 6.4%。

2019 年，河南省固定资产投资（不含农户，下同）比上年增长 8.0%，其中基础设施投资增长 16.1%。全年亿元及以上固定资产投资在建项目 8,767 个，完成投资比上年增长 8.1%。郑万、郑阜、商合杭高铁河南段开通运营，高速公路“双千工程”项目全部开工。

2019 年，河南省一般公共预算收入 4,041.60 亿元，增长 7.3%，其中税收收入 2,841.06 亿元，增长 6.9%。一般公共预算支出 1,0176.26 亿元，增长 10.4%。

（2）郑州航空港经济综合实验区

航空港实验区是我国首个由国务院批准设立的航空经济先行区，战略地位重要，具有较好的区位优势和交通优势。2019 年，郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）（以下简称“航空港实验区”）地区生产总值完成 980.8 亿元，增长 10.2%；规模以上工业增加值增长 10.1%。一般公共预算收入完成 46.7 亿元，保持了 10%的增长，其中税收收入完成 38.9 亿元，同比增长 26.9%，税占比为 83.3%。外贸进出口总额在全省、全市占比分别为 64.1%、88.7%。跨境电商产业连续第四年翻番式增长，全年累计完成 7,290.1 万单、货值 70.6 亿元，分别增长 244.8%和 196.8%。航空口岸旅客吞吐量完成 2,913 万人次，货邮吞吐量完成 52.2 万吨，居中部地区“双第一”。建成区面积达到 94.85 平方公里。

四、外部支持

跟踪期内，公司在资本金注入和财政补贴方面继续获得了有力的外部支持。

2019 年，航空港实验区管委会向公司注资 20 亿元，截至 2020 年 3 月末，公司实收资本 160.00 亿元，较 2018 年末增加 20 亿元。

2019 年，公司资本公积增加额为 31.36 亿元，主要是实验区财政局等政府单位拨付的各类棚户区改造、城市基础设施建设专项资金。

2019 年，公司获得政府补贴收入 5.80 亿元，计入“其他收益”及“营业外收入”。

五、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员无变化。

六、经营分析

1．经营概况

受棚改服务结算量增加、商品贸易业务规模扩大的影响，公司收入规模增长明显，但综合毛利率有所下降。

随着棚改服务结算量增加、电子产品及大宗商品贸易业务规模扩大，公司收入规模增长明显。公司 2019 年未确认土地整理收入，新增的 27.23 亿元安置房销售收入对应的业务实质为土地一级开发，所结算的项目系对应于安置房建设项目中的土地一级开发成本，因此在当年分类为安置房销售收入。公司棚改服务收入有所增长，系结算量增加所致。公司商品贸易收入快速增长，主要系电子

产品及大宗商品贸易业务规模扩大增加所致。2019 年，公司房地产开发收入较上年有所减少，系交付结转的房产项目规模下降所致。

表 2　2018－2019 年公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
棚改服务	40.72	15.13	23.65	46.01	15.14	25.22
土地整理	44.86	16.67	18.17	0.00	0.00	--
安置房销售收入	0.00	0.00	--	27.23	8.96	9.88
商品贸易	152.78	56.77	0.17	210.33	69.19	0.63
房地产开发	23.43	8.71	26.26	8.79	2.89	33.31
投资性房地产租赁	3.97	1.47	68.51	6.02	1.98	75.01
委托贷款利息	0.29	0.11	100.00	0.26	0.08	100.00
保理业务	0.24	0.09	100.00	0.82	0.27	100.00
其他收入	2.81	1.04	-21.44	4.51	1.48	37.83
合计	**269.11**	**100.00**	**9.98**	**303.96**	**100.00**	**8.51**

注：部分合计数与各分项加和之数不等，系四舍五入所致
资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合评级整理

毛利率方面，2019 年公司棚改服务业务毛利率变化不大，商品贸易业务毛利率维持在较低水平，房地产开发业务毛利率有所提高，系受对应年份销售结转的房产项目毛利率差异影响。2019 年，受毛利率较低的商贸收入占比提高影响，公司综合毛利率较上年有所下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 58.84 亿元，较上年同期增长 12.01%；毛利率为 6.13%。

2. 土地整理及基础设施建设板块

公司土地整理及基础设施建设项目已投入规模较大，对公司资金占用大，且在实施的土地整理及基建项目仍有较大投资支出压力。

公司负责航空港实验区的土地一级开发和基础设施建设业务，资金来源为公司自筹及财政拨付专项资金，基建收入合并计入土地整理收入中，均采用投资成本加一定比例收益的模式与政府单位进行结算。跟踪期内，对于已立项并完成招投标、开工和续建的土地一级开发及基础设施建设项目，资金来源、结算方式和业务模式无变化。对于未来拟新开工的项目，将采用委托代建模式，委托方主要是郑州航空港经济综合实验区基础设施建设项目部，公司将不再垫付资金，资金由委托方申报财政预算安排，公司作为代建方，按照一定比例向委托方收取代建管理费。

2018 年，公司土地整理及基建项目确认收入 44.86 亿元。2019 年，公司未确认土地整理业务收入，确认的 27.23 亿元安置房销售收入实质是与政府单位结算的土地一级开发成本以及相应资金占用费的补偿，由于该地块对应于安置房项目用地，按照土地一级开发模式进行结算[1]。土地整理业务的结算进度及收入实现情况受财政预算及资金安排影响较大。

截至 2020 年 3 月末，公司主要在建土地整理及基础设施项目包括河西片区开发项目等 4 个，总投资额合计 226.29 亿元，已投资 117.66 亿元，后续尚有较大投资支出压力。上述在建项目计划于 2020－2026 年期间逐步实现回款，项目已投入金额较大而回款周期较长，对公司资金占用大。

[1] 公司 2019 年确认的安置房销售收入实质是结算的土地一级开发收入，但毛利率低于 2018 年的土地整理业务毛利率，系由于 2018 年度存在一笔征地占卜平衡费，公司将其作为代收代付处理，导致该笔毛利较高；2019 年度该毛利率为按照土地整理协议约定的正常水平。

3. 棚改服务业务

公司承担的棚改项目投资额较大，而投资回收周期较长，对公司资金占用规模较大。公司在建棚改项目尚需投资规模较大，面临较大资本支出压力。

公司承担了航空港实验区内棚户区改造项目，采用政府购买服务模式与实验区管委会进行结算，实验区管委会分摊至 25 年进行采购。2018－2019 年，公司确认的棚改服务费收入已实现回款，但由于购买服务期限较长，实际收款金额远低于公司已投入金额。

截至 2020 年 3 月末，公司已完工棚户区项目 1 个，总投资 276.72 亿元。公司主要在建棚户区改造项目 4 个，总投资额合计 495.31 亿元，已投资 376.81 亿元，未来尚需投资 118.50 亿元，面临较大资本支出压力。截至 2019 年末，公司棚改项目形成的“存货-开发成本”账面价值为 581.55 亿元，系尚未结算的前期投入，棚改项目对公司的资金占用规模较大。公司暂无拟建的棚户区改造项目。受政策影响，未来公司新建棚改项目将不再采用政府购买服务模式，资金来源将主要来自政府专项债资金、公司自有资金等。

4. 商品贸易板块

公司商品贸易业务规模快速扩大，但通常需要公司垫付较高比例的资金，存在一定资金占用和回款风险。贸易业务上下游集中度仍较高，部分客户与公司有一定关联关系。

公司商贸流通业务主要通过子公司运营。贸易收入主要来自有色金属（主要是电解铜、锌锭、铝锭）、煤炭及电子产品，2019 年有色金属贸易收入 60.66 亿元，较上年增长 0.20%；煤炭收入 44.79 亿元，较上年增长 89.71%；电子产品收入 101.09 亿元，较上年增长 47.86%；其他收入 3.79 亿元。

（1）大宗商品（有色金属、煤炭）贸易业务

公司多以电汇或银行承兑汇票方式向供货方大额预付定金，在收到下家订单后，与供货方以协议价格办理货权转移手续，与不同下游结算方式有所差异，部分为先款后货，部分可给予一定账期。部分煤炭业务模式为，下游客户向公司支付 20%保证金委托公司采购煤炭，同时上游将煤炭货权转移给公司后，公司垫付剩余 80%资金向上游付款，后将煤炭货权转移给下游客户，收回货款。跟踪期内，公司大宗商品贸易业务模式无变化，公司垫付资金比例较高，存在一定资金占用和回款风险。

2019 年，公司大宗商品贸易前 10 大供应商采购金额数占该类产品采购总额的 68.29%，前 10 大客户销售金额合计占该类产品总销售额的 62.65%，供应商及客户集中度仍较高。客户之一的瑞茂通为郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司（以下简称“兴瑞实业”系公司贸易业务的主要经营主体）的少数股东，截至 2019 年末对兴瑞实业持股 49.00%，2019 年大宗商品贸易前十大客户中，对瑞茂通（含瑞茂通所投资企业）的销售额为 22.90 亿元，占大宗商品收入总额的 21.72%。

（2）手机及电子配件业务

手机及电子配件业务主要通过子公司开展，主要模式包括代销、代采、进口、出口等，部分模式下需要公司垫付一定资金。2019 年，公司电子产品业务贸易前 10 大供应商合计采购金额占电子产品采购总额的 68.11%。前 10 大客户销售金额合计数占电子产品销售总额的 71.67%。公司电子产品贸易业务供应商及客户集中度较高。

5. 房地产及园区开发板块

（1）房地产板块

公司房地产项目已达预售的面积较大，项目储备较多，整体销售情况尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司主要已完工商业地产和住宅类项目总投资合计 64.92 亿元，总可售面

积 98.24 万平方米，已售面积为 69.34 万平方米，尚有 28.90 万平方米的剩余可售面积，整体销售情况尚可。

截至 2020 年 3 月末，公司在建房地产项目包括盛世城邦三期、盛世城邦四期等，总投资额合计 135.49 亿元，已投资 51.39 亿元，未来尚需投资 84.10 亿元。上述项目主要是住宅、商业、公寓、办公类项目，已达预售的房产项目建筑面积合计 142.09 万平方米，已售面积为 54.22 万平方米，实现销售回款 31.10 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司拟建商品房开发项目中，自主开发的为祥和湾项目和兴港星河城，总投资 18.79 亿元，已取得用地许可及土地证；拟合作开发的房地产项目主要为香湖湾三期商业地块 11#、12#地块项目，总投资额 8.60 亿元，尚未取得房地产开发相关证件。

（2）园区开发板块

公司园区板块项目较多，依靠租金收入回笼前期投资的周期较长。

截至 2020 年 3 月末，公司已投入运营的园区项目包括智能终端（手机）产业园一二三期项目、手机产业园四期 BC 区和手机产业园四期 DE 区，总建筑面积合计 88.80 万平方米，投资额合计 37.13 亿元，分别于 2017 年 1 月、2017 年 8 月和 2018 年末投入运营，2017－2019 年分别产生租金收入 1.17 亿元、3.03 亿元和 5.32 亿元。

公司在建及拟建的园区项目包括生物医药科技园 B 区和光电显示产业园项目，建筑面积合计 75.01 万平方米，总投资额合计 37.79 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 20.07 亿元。

6. 重大事项

公司通过股权收购、原股东放弃表决权、委托行使表决权等方式成为上市公司实达集团和合众思壮的大股东，并为其提供了一定资金支持。实达集团及合众思壮 2019 年度业绩大幅下滑，资金紧张，公司对其债权面临一定回收风险。

（1）收购福建实达集团股份有限公司股权

根据福建实达集团股份有限公司（股票代码：600734.SH，以下简称“实达集团”）发布的公告，实达集团于 2019 年 6 月与公司的全资子公司郑州航空港区兴创电子科技有限公司（以下简称“兴创电子”）签订了附条件生效的《非公开发行股票之股份认购合同》，兴创电子计划全部认购实达集团拟非公开发行的股票，认购数量不超过 1.24 亿股股票（不超过实达集团发行前总股本的 20%），认购金额不超过 13.00 亿元，为现金认购。若收购顺利完成，按照股票发行数量上限测算，兴创电子将持有实达集团 16.64%的股权，成为实达集团持股 5%以上的股东。截至 2020 年 5 月末，实达集团非公开发行股票事宜尚未实施。

根据实达集团公告，实达集团原控股股东及其一致行动人于 2019 年 11 月与兴创电子签署了《不可撤销的表决权放弃协议》，不可撤销地放弃其所持有的实达集团股份总数的 32.92%对应的表决权，保留实达集团股份总数 6%对应的表决权。此外，实达集团的股东大连市腾兴旺达企业管理有限公司、陈峰于 2019 年 11 月与兴创电子签署了《不可撤销的表决权委托协议》，将其所持有实达集团股份总数的 11.54%的表决权委托给兴创电子行使。本次控股股东部分表决权放弃及股东表决权委托完成后，兴创电子拥有表决权的股份数量占实达集团总股本的 11.54%，已成为实达集团单一拥有表决权份额最大的股东，但公司尚未将实达集团纳入财务报表合并范围。

实达集团的主要业务包括移动智能终端及相关核心部件的研发、设计、生产和销售及提供智能终端整体解决方案。根据实达集团发布的公告，截至 2019 年末，实达集团总资产 26.22 亿元，较上年末下降 64.26%，归属于上市公司股东的净资产-4.72 亿元；2019 年营业收入 15.56 亿元，较上年下

降 76.97%，归属于上市公司股东的净利润-30.51 亿元，较上年的-2.67 亿元大幅减少，主要系计提存货和商誉减值损失所致；经营活动净现金流-1.87 亿元。业绩预亏主要系产品滞销、资产减值、商誉减值。实达集团 2018－2019 年连续两年亏损，自 2020 年 6 月 16 日起被实施退市风险警示。

2018 年以来，因宏观去杠杆因素影响，特别是中兴事件发生后，金融机构开始陆续对实达集团收贷，实达集团资金面紧张。根据实达集团公告，截至 2019 年 12 月 10 日，公司下属子公司分别以保理、售后回租、委托贷款等形式与实达集团发生融资业务，向实达集团提供融资存量余额 9.02 亿元，公司面临一定的资金回收风险。

（2）收购北京合众思壮科技股份有限公司股权

2019 年 6 月 28 日，北京合众思壮科技股份有限公司（股票代码：002383.SZ，以下简称“合众思壮”）公告称，其控股股东、实际控制人郭信平先生与公司的全资子公司郑州航空港区兴慧电子科技有限公司（以下简称“兴慧电子”）于 2019 年 6 月 27 日签署了《股份转让协议》《不可撤销的表决权委托协议》及《股份转让意向协议》，郭信平拟将其持有的合众思壮的部分股份协议转让给兴慧电子，同时将其持有的 7,671.55 万股股份（占合众思壮总股本的 10.30%）对应的表决权委托给兴慧电子行使。2019 年 8 月，本次交易通过河南省政府国资委的审批。郭信平协议转让给兴慧电子的 7,231.61 万股股份已于 2019 年 10 月 30 日完成过户登记手续。本次权益变动事项完成后，兴慧电子直接持有合众思壮 11.64%的股权，控制合众思壮 21.94%的表决权，成为合众思壮的控股股东。此后，公司对合众思壮进行了数次增持，截至 2019 年末公司对合众思壮持股比例为 12.97%，未纳入合并范围，于合并报表中的“长期股权投资”列示（账面价值 12.26 亿元）并按照成本法核算。

合众思壮的主营业务为北斗高精度卫星定位导航与时空信息应用。截至 2019 年末，总资产 85.51 亿元，较上年末下降 11.45%，所有者权益 29.37 亿元，较上年末下降 25.70%。2019 年，营业收入 15.49 亿元，较上年下降 32.65%；净利润由上年的 1.90 亿元转为亏损 10.63 亿元，主要系流动性紧张，订单执行进度缓于预期，收入有所下滑，且对存货、商誉等计提减值损失所致。

7. 未来发展

公司将围绕着服务航空港实验区开发建设的使命，支持航空港实验区重点项目建设，同时加快发展金融、物流等现代服务业，重点发展政策性建设、金融、经营性地产、产业园、公用事业、智慧城市、文化等七大业务板块。同时公司将通过强化自身建设工作，通过实施战略转型，调整优化组织机构、管控模式，提高管理水平。

七、财务分析

1．财务概况

亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年度合并及母公司财务报表进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2020 年 1－3 月财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部 2006 年发布的《企业会计准则—基本准则》及其后续相关规定编制。公司根据财政部发布财会〔2019〕6 号文件要求，对财务报表的列报进行了调整，并对可比会计期间的比较数据或项目名称进行相应调整，仅对财务报表列报格式产生影响，对公司总资产、总负债、净资产及净利润不产生实质影响。

从合并范围上看，2019 年，公司通过非同一控制下企业合并新增 1 家纳入合并范围的主体，因投资设立使得合并范围新增 19 家主体，因股权转让和其他投资方增资丧失控制权，合并范围内减少

2 家主体。新纳入及不再纳入公司财务报表合并范围的主体规模相对不大，公司财务数据可比性强。2020 年 1—3 月，公司财务报表合并范围增加 1 家孙公司，系新设成立，规模不大，合并范围内无减少的子公司，对公司财务数据可比性影响不大。

2．资产质量

公司资产规模有所增长，资产中土地整理及棚改项目投入占比很高，公司资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 18.08%，主要系流动资产增长所致。公司资产以流动资产为主。

表 3　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**1,303.51**	**86.50**	**1,496.45**	**84.10**	**14.80**	**1,628.97**	**84.95**
货币资金	115.47	7.66	123.71	6.95	7.13	182.53	9.52
存货	1,103.11	73.20	1,196.83	67.26	8.50	1,216.29	63.43
非流动资产	**203.41**	**13.50**	**282.88**	**15.90**	**39.07**	**288.51**	**15.05**
可供出售金融资产	37.22	2.47	57.83	3.25	55.36	57.80	3.01
长期股权投资	3.26	0.22	16.71	0.94	412.76	16.75	0.87
投资性房地产	50.93	3.38	63.29	3.56	24.27	62.87	3.28
在建工程	81.60	5.42	89.51	5.03	9.70	95.55	4.98
其他非流动资产	11.96	0.79	29.46	1.66	146.45	29.38	1.53
资产总额	**1,506.92**	**100.00**	**1,779.33**	**100.00**	**18.08**	**1,917.48**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产较年初增长 14.80%，主要系货币资金及存货增长所致。

截至 2019 年末，公司货币资金较年初增长 7.13%。使用受限的“其他货币资金”占货币资金总额的 24.62%，主要为承兑汇票及信用证保证金。随着棚改、土地整理等项目投入，公司存货较年初进一步增加。存货中开发成本 1,179.86 亿元，主要由棚改项目（占 49.29%）、土地整理及配套基建项目投入（占 32.45%）、商品房项目（占 11.06%）等投入构成，未计提跌价准备。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 39.07%。其中，公司可供出售金融资产较年初增长 55.36%，主要系对理财产品投资增加所致。可供出售金融资产主要包括对河南民航机场建设开发管理有限公司的权益投资 10.00 亿元、对上海合晶硅材料有限公司的投资 7.00 亿元、对两项理财产品投资合计 27.29 亿元，采用成本法计量，未计提减值准备。公司长期股权投资较年初大幅增加，主要系对合众思壮的股权投资 12.26 亿元所致。截至 2019 年末，公司尚未向合众思壮委派董事及高级管理人员，尚未实质控制，暂无法将其纳入合并报表。因公司对合众思壮的股权投资以控制为目的，对该项投资采用成本法核算。合众思壮 2019 年度业绩大幅下滑，公司对其股权投资存在减值的可能。截至 2019 年末，公司投资性房地产公司较年初增长 24.27%，主要系将部分园区开发项目、安置房项目由在建工程转入所致。投资性房地产主要是手机产业园项目的待出租房产以及部分公租房资产，采用成本法计量，累计折旧（摊销）5.03 亿元，无减值准备。公司在建工程较年初有所增长，金额较大的在建工程主要包括机场二期 41.12 亿元（公司投入的资金大部分为征地拆迁款和基建工程款，未来计划按照成本加成模式与政府结算）、第 5 代 TFT-LCD 生产线建设项目 15.31 亿元和光电显示产业园项目 10.28 亿元。公司其他非流动资产较年初增长 146.45%，主要由长期委托贷款 10.63 亿元、预付股权转让款 7.03 亿元和对外借款 8.32 亿元构成，主要是对实达集团、合众思壮预

付的股权款或提供的债权型融资支持，所形成的债权具有一定回收风险。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额较年初增长 7.76%，资产结构较年初变化不大。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 53.82 亿元，其中受限货币资金 32.66 亿元，主要是银行承兑汇票、信用证保证金及结构性存款，其余受限资产系用于银行抵押贷款的在建工程 5.25、土地使用权 0.40 亿元、质押的应收账款 1.52 亿元和用于质押的股权 14.00 亿元（主要系将合众思壮股权质押取得的银行贷款）；受限资产占总资产的 2.81%，资产受限比例较低。

3．负债及所有者权益

公司债务规模快速增长，债务负担较重，具有一定的短期偿付压力。

截至 2019 年末，公司负债总额较年初增长 23.32%，主要系流动负债增长所致，流动负债的占比较年初有所提升。

表 4　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**365.44**	**37.13**	**522.36**	**43.04**	**42.94**	**537.36**	40.16
短期借款	23.75	2.41	90.74	7.48	281.97	72.16	5.39
应付账款	128.91	13.10	64.79	5.34	-49.74	56.48	4.22
预收款项	38.47	3.91	71.26	5.87	85.24	74.66	5.58
其他应付款	34.19	3.47	37.73	3.11	10.36	36.45	2.72
一年内到期的非流动负债	114.83	11.67	189.04	15.58	64.63	210.21	15.71
非流动负债	**618.67**	**62.87**	**691.21**	**56.96**	**11.72**	**800.65**	**59.84**
长期借款	402.05	40.85	365.73	30.14	-9.04	423.62	31.66
应付债券	99.50	10.11	198.65	16.37	99.65	261.65	19.56
长期应付款	117.12	11.90	126.76	10.45	8.23	115.28	8.62
负债合计	**984.11**	**100.00**	**1,213.57**	**100.00**	**23.32**	**1,338.01**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 42.94%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。

截至 2019 年末，公司短期借款较年初大幅增长，主要系公司资金需求增加，新增借款较多所致。公司短期借款主要是信用借款（占 81.70%）和保证借款（占 9.92%）。公司应付账款较年初下降 49.74%，主要系应付工程款减少所致。公司预收款项较年初大幅增长，主要系预收货款增加所致。公司预收款项主要由预收售房款及货款构成。公司其他应付款（含应付利息、应付股利）较年初有所增长，主要系应付利息、押金及保证金增加所致。其他应付款主要由往来款（18.09 亿元）、押金和保证金（8.79 亿元）、应付利息（5.28 亿元，系对企业债券计提）构成。公司一年内到期的非流动负债较年初增长 64.63%，主要系一年内到期的长期债务重分类所致。其中，一年内到期的长期借款 124.06 亿元、一年内到期的应付债券 55.93 亿元、一年内到期的长期应付款 9.05 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 11.72%，主要系应付债券增加所致。

截至 2019 年末，公司长期借款较年初下降 9.04%；长期借款主要由质押借款 179.55 亿元、信用借款 155.48 亿元和保证借款 26.08 亿元构成，其中质押借款主要系采用政府购买服务合同项下的未来收益权进行质押。公司应付债券较年初增长 99.65%，主要系新发行多期债券所致。公司长期应付款较年初增长 8.23%，主要系棚户区改造项目专项借款资金增加所致，本报告将长期应付款中借款性质的债务资金调整计入长期债务核算。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额较年初增长 10.25%。其中，流动负债占 40.16%，公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较年初变化不大。

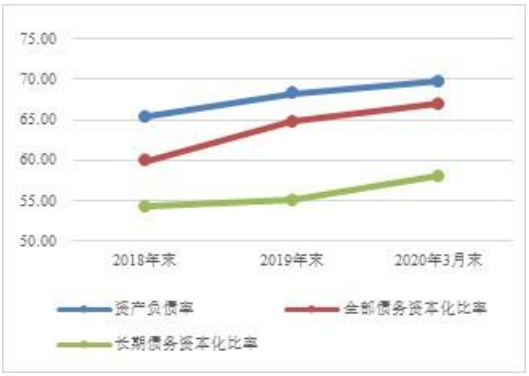
截至 2019 年末，公司全部债务 1,039.74 亿元，较年初增长 32.97%。其中，长期债务占 66.43%，债务期限以长期为主。短期债务 349.07 亿元，较年初增长 113.08%，主要系新增短期借款较多以及一年内到期的长期债务重分类所致。长期债务 690.07 亿元，较年初增长 11.74%。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.20%、64.76%和 54.97%，较年初均有所增长。截至 2020 年 3 月末，公司债务规模及债务率较年初进一步增长，债务负担较重。

图 1　公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

图 2　公司负债及债务率情况（单位：%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从债务到期期限分布情况看，公司债务期限结构以长期为主，但 2020 年到期的债务规模大，具有一定的短期偿付压力。

表 5　截至 2019 年末公司债务到期期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后	合计
短期借款	90.74	0.00	0.00	0.00	90.74
应付票据	36.45	0.00	0.00	0.00	36.45
一年内到期的非流动负债	189.04	0.00	0.00	0.00	189.04
其他短期有息债务（其他应付款及其他流动负债）	32.84	0.00	0.00	0.00	32.84
长期借款	0.00	56.52	20.34	288.87	365.73
应付债券	0.00	32.00	113.00	53.65	198.65
长期应付款（带息部分）	0.00	32.45	6.28	87.56	126.29
全部债务合计	**349.07**	**120.97**	**139.62**	**430.08**	**1,039.74**

注：上述计算结果未考虑永续债及基金类权益融资
资料来源：公司提供，联合评级整理

若将其他权益工具中的永续债（截至 2019 年末为 82.00 亿元）及少数股东权益中的基金类融资（截至 2019 年末为 67.47 亿元）调入债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 1,189.21 亿元；其中，短期债务 371.67 亿元（少数股东权益中的基金类融资将于 2020 年到期的规模为 22.60 亿元），则公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.49%、73.95%和 66.71%，较调整前分别增加 8.29 个百分点、9.19 个百分点和 11.74 个百分点，进一步加大了公司的实际偿债压力。

随着股东对公司注资到位以及发行永续债券，公司权益规模快速增长，但少数股东权益占比较

大，且存在较大规模的基金类融资，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 565.77 亿元，较年初增长 8.22%，主要系资本公积增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占 75.60%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 37.41%、19.65%、35.14%和 7.70%。公司权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司实收资本较年初增加 20.00 亿元至 160.00 亿元，主要系获得实验区管委会增资所致，实收资本主要是货币出资。公司其他权益工具逐年增长，截至 2019 年末为 84.04 亿元，较年初增长 55.51%，其构成主要是公司发行的永续债。截至 2019 年末，公司资本公积较年初增长 35.14%至 150.29 亿元，主要系获得政府单位拨付的棚改专项债及其他项目建设专项资金并计入资本公积所致。公司少数股东权益 138.06 亿元，较年初下降 23.24%，其中包含基金类权益融资 67.47 亿元，未来上述基金将通过公司回购的方式退出。受相关政策影响，上述基金融资将按照协议要求逐步到期清算，预计不会再新增。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 579.47 亿元，较年初增长 2.42%，权益结构变化不大。

4. 盈利能力

受棚改服务结算量增加、商品贸易业务规模扩大影响，公司收入增长明显，但整体盈利能力一般。

表 6　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1—3 月
营业收入	269.11	303.96	12.95	58.84
营业成本	242.27	278.10	14.79	55.23
期间费用	6.23	11.49	84.33	2.17
其中：销售费用	1.10	1.58	42.92	0.19
管理费用	3.76	4.14	10.06	1.02
财务费用	1.37	5.78	321.03	0.95
费用收入比	2.32	3.78	--	3.69
投资收益	0.71	2.83	297.32	0.43
利润总额	20.71	20.01	-3.37	1.83
营业利润率	9.27	7.77	--	5.84
总资本收益率	1.36	1.33	--	--
净资产收益率	2.92	2.64	--	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2019 年，公司营业收入较上年增长 12.95%，主要系受棚改服务结算量增加、商品贸易业务规模扩大影响。同期，公司营业成本随之增加，成本增速略高于收入增速。

2019 年，公司期间费用总额较上年增长 84.33%，主要系随着债务规模扩大使得财务费用增加所致，期间费用以管理费用和财务费用为主。公司费用收入比率较低，费用控制能力尚可。

2019 年，公司投资收益较上年大幅增加，主要系长期股权投资和可供出售金融资产（主要是投资的债权工具、理财产品）持有期间产生的收益增加所致。

2018－2019 年，公司其他收益和营业外收入中，政府补助金额分别为 1.33 亿元和 5.80 亿元，政府补助占利润总额的比重分别为 6.40%和 28.99%，政府补助对公司利润贡献较高。

2019 年，公司利润总额规模较上年小幅下降 3.37%。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率较上年有所下降，整

体盈利能力一般。

2020 年 1－3 月，公司营业收入 58.84 亿元，较上年同期增长 12.01%；实现利润总额 1.83 亿元，较上年同期下降 38.80%，主要系成本上升所致。

5. 现金流

由于土地整理、基建、棚改等项目资金支出规模大，投资回收周期整体较长，公司经营活动现金持续净流出，投资活动现金净流出额快速扩大，公司对于外部融资有较大需求。

表 7 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1－3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	246.35	334.41	35.74	56.24
收到其他与经营活动有关的现金	164.31	98.44	-40.09	13.31
购买商品、接受劳务支付的现金	460.28	466.04	1.25	94.17
支付其他与经营活动有关的现金	80.92	89.80	10.98	15.43
收回投资收到的现金	57.46	49.23	-14.31	5.11
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	19.11	23.61	23.55	4.20
投资支付的现金	75.19	113.10	50.42	20.05
吸收投资收到的现金	78.29	97.82	24.94	21.63
取得借款收到的现金	276.63	400.45	44.76	178.09
偿还债务支付的现金	118.42	178.78	50.97	51.37
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	43.69	56.06	28.29	16.70
经营活动产生的现金流量净额	**-143.90**	**-131.46**	**-8.64**	**-42.44**
投资活动产生的现金流量净额	**-27.48**	**-107.26**	**299.28**	**-32.05**
筹资活动产生的现金流量净额	**193.60**	**226.11**	**16.79**	**131.21**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入 442.88 亿元，较上年增长 6.58%，主要是经营业务收款以及与政府等相关单位的往来款。公司经营活动现金流出逐年增长，公司经营活动现金流出 574.35 亿元，较上年增长 2.67%，主要是棚改、土地整理、房产销售、贸易等各类业务支出、往来款及保证金。公司经营活动现金流持续为净流出状态，2019 年现金收入比为 110.02%，较上年有所增加，收入实现质量尚可。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入仍主要是赎回理财产品的资金，投资活动现金流出额仍主要是购买理财产品、股权投资和项目建设投入，投资活动现金净流出规模较上年大幅扩大，主要系对上市公司进行股权投资和提供债权型的资金支持所致。

从筹资活动看，2019 年，公司筹资活动现金流入额为 508.95 亿元，较上年增长 38.61%，主要系收到股东增资及公司融资规模扩大所致。公司筹资活动现金流出金额波动下降，年均复合下降 16.71%。2019 年，公司筹资活动现金流出额为 282.84 亿元，较上年增长 62.95%，主要系债务还本付息规模增加所致。2018－2019 年，公司筹资活动现金流持续为净流入状态。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 42.44 亿元，投资活动现金净流出 32.05 亿元，筹资活动现金净流入 131.21 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力一般，长期偿债能力较弱，但考虑到公司作为航空港实验区内重要的开发主

体，获得有力的外部支持，整体偿债能力极强。

表 8　公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	3.57	2.86	3.03
速动比率	0.55	0.57	0.77
现金短期债务比	0.70	0.35	0.52
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	0.59	0.55	--
EBITDA 全部债务比	0.03	0.03	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，2018－2020 年 3 月末，公司流动比率和现金短期债务比有所波动，速动比率有所提高，变化不大，流动资产及速动资产对流动负债的保障程度一般，现金类资产对短期债务的整体覆盖程度一般。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 28.09 亿元，较上年增长 12.04%。从构成看，2019 年公司 EBITDA 主要由折旧（占 8.48%）、计入财务费用的利息支出（占 17.65%）和利润总额（占 71.24%）构成。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度一般，对全部债务的覆盖程度弱。整体看，公司长期偿债能力指标表现较弱。

截至 2019 年末，公司对外担保合同金额为 16.00 亿元，尚未履行完毕的担保余额为 6.72 亿元，担保比率为 1.19%。被担保企业为郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）建设投资有限公司（以下简称“港区建投公司”），港区建投公司唯一股东及实际控制人为实验区管委会，经营情况正常，公司或有负债风险较低。

截至 2020 年 3 月末，公司（含合并范围内子公司）涉及的重大诉讼案件 4 起，其中公司作为原告的 3 起，涉及金额合计 2.06 亿元，主要涉及租赁合同纠纷和股东出资纠纷；公司作为被告的案件 1 起，涉及金额 0.11 亿元，系工程纠纷。诉讼案件规模不大且公司主要是原告，预计影响有限。

截至 2019 年末，公司获得的各金融机构授信额度合计 1,865.81 亿元，其中未使用额度 242.27 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的企业信用信息查询结果（统一社会信用代码：91410100055962178T），截至 2020 年 4 月 21 日，公司本部无不良及关注类未结清信贷信息记录。

7．母公司财务概况

公司的主要收入来自于子公司，母公司对子公司管控力度较强。母公司整体债务负担较重，具有一定的短期偿付压力。

公司主营业务包括棚改、安置房和商品房投资建设、园区开发、贸易业务等，主要由下属子公司进行运营，母公司对子公司管控力度较强。

截至 2019 年末，母公司资产总额 937.61 亿元，较年初增长 45.30%，主要系其他应收款、可供出售金融资产、长期股权投资增长所致。其中，流动资产 559.92 亿元，非流动资产 377.69 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.58%）、其他应收款（占 88.72%）构成，非流动资产主要由可供出售金融资产（占 30.16%）、长期股权投资（占 68.64%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 59.22 亿元。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 288.20 亿元，较年初增长 27.28%，主要系资本公积增长所致。其中，实收资本占 55.52%、资本公积合计占 15.82%、其他权益工具占 28.45%，所有者权益稳定性尚可。

截至 2019 年末，母公司负债总额 649.41 亿元，较年初增长 55.04%。其中，流动负债 381.75 亿元，非流动负债 267.67 亿元。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 20.19%）、其他应付款（占 42.88%）、一年内到期的非流动负债（占 27.73%）、其他流动负债（占 6.55%）、构成，非流动负债主要由长期借款（占 25.78%）、应付债券（占 74.21%）构成。母公司 2019 年末资产负债率为 69.26%，较 2018 年末上升 4.35 个百分点。母公司全部债务 485.57 亿元，为合并口径债务总额的 46.70%，其中短期债务 217.90 亿元，短期偿债压力较大，母公司资产负债率为 69.26%，全部债务资本化比率为 62.75%，债务负担较重。

2019 年，母公司营业收入为 2.25 亿元，净利润为 5.94 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 1,082.75 亿元，所有者权益为 309.20 亿元。2020 年 1－3 月，母公司营业收入 0.71 亿元，净利润 3.49 亿元。

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产 192.53 亿元，为“20 港纾 01”待偿余额（5.00 亿元）的 38.51 倍，公司现金类资产对所跟踪债券的覆盖程度较好；净资产达 579.47 亿元，为“20 港纾 01”待偿余额（5.00 亿元）的 115.89 倍，公司较大规模的净资产能够对“20 港纾 01”的按期偿付起到良好的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年公司 EBITDA 为 28.09 亿元，为“20 港纾 01”待偿余额（5.00 亿元）的 5.62 倍，公司 EBITDA 对“20 港纾 01”的待偿余额覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 442.88 亿元，为“20 港纾 01”待偿余额（5.00 亿元）的 88.58 倍，公司经营活动现金流入量对“20 港纾 01”待偿余额的覆盖程度较高；2019 年经营活动产生的现金流量净额为-131.46 亿元，无法对所“20 港纾 01”待偿本金形成覆盖。

综合以上分析，并考虑到公司作为航空港实验区内重要的开发主体，可获得的外部支持力度很大，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为航空港实验区重要的开发建设主体，面临的外部发展环境良好，且在资本金注入、财政补贴等方面继续获得有力的外部支持。同时，联合评级也关注到公司项目投资面临资金占用和资本支出压力、债务负担加重、具有一定的短期偿债压力、所投资的上市公司业绩大幅下滑等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续在航空港实验区的开发运营领域承担重要职能，随着各项业务的稳步推进，公司经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA；评级展望为“稳定”；同时维持“20 港纾 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1-1 郑州航空港兴港投资集团有限公司
主要计算指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,506.92	1,779.33	1,917.48
所有者权益（亿元）	522.81	565.77	579.47
短期债务（亿元）	163.82	349.07	371.19
长期债务（亿元）	618.12	690.67	799.95
全部债务（亿元）	781.94	1,039.74	1,171.14
营业收入（亿元）	269.11	303.96	58.84
利润总额（亿元）	20.71	20.01	1.83
EBITDA（亿元）	25.07	28.09	--
经营性净现金流（亿元）	-143.90	-131.46	-42.44
应收账款周转次数（次）	17.57	9.57	--
存货周转次数（次）	0.27	0.24	--
总资产周转次数（次）	0.19	0.18	--
现金收入比率（%）	91.54	110.02	95.59
总资本收益率（%）	1.36	1.33	--
净资产收益率（%）	2.92	2.64	--
营业利润率（%）	9.27	7.77	5.84
费用收入比（%）	2.32	3.78	3.69
资产负债率（%）	65.31	68.20	69.78
全部债务资本化比率（%）	59.93	64.76	66.90
长期债务资本化比率（%）	54.18	54.97	57.99
EBITDA 利息倍数（倍）	0.59	0.55	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.03	--
流动比率（倍）	3.57	2.86	3.03
速动比率（倍）	0.55	0.57	0.77
现金短期债务比（倍）	0.70	0.35	0.52
经营现金流动负债比率（%）	-39.38	-25.17	-7.90
EBITDA/待偿本金合计（倍）	5.01	5.62	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径；3. 本报告将其他应付款、其他流动负债以及长期应付款的具有偿付义务的有息债务计入债务核算；4. 2020 年 1－3 月财务数据未经审计；5. 上表中债务指标的计算未考虑永续债及基金类权益融资；6. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 1-2 郑州航空港兴港投资集团有限公司
主要财务指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	645.29	937.61	1,082.75
所有者权益（亿元）	226.42	288.20	309.20
短期债务（亿元）	66.53	217.90	239.95
长期债务（亿元）	225.04	267.67	377.87
全部债务（亿元）	291.57	485.57	617.81
营业收入（亿元）	2.69	2.25	0.71
利润总额（亿元）	2.32	5.97	3.62
EBITDA（亿元）	2.51	6.70	--
经营性净现金流（亿元）	-40.49	3.91	-15.56
应收账款周转次数（次）	66,647.54	6.96	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.0048	0.0028	--
现金收入比率（%）	5.17	9.83	3.82
总资本收益率（%）	0.61	0.92	1.51
净资产收益率（%）	1.14	2.31	4.51
营业利润率（%）	98.81	93.83	91.99
费用收入比（%）	20.66	67.58	20.98
资产负债率（%）	64.91	69.26	71.44
全部债务资本化比率（%）	56.29	62.75	66.65
长期债务资本化比率（%）	49.85	48.15	55.00
EBITDA 利息倍数（倍）	13.67	9.57	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.01	--
流动比率（倍）	2.07	1.47	1.76
速动比率（倍）	2.07	1.47	1.76
现金短期债务比（倍）	0.53	0.28	0.60
经营现金流动负债比率（%）	-20.89	1.02	-3.93

注：1. 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；2. 母公司财务报表及附注未披露存货跌价准备，因此存货周转次数无法计算；3. 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关财务指标未年化

附件 2　郑州航空港兴港投资集团有限公司
纳入合并范围的一级子公司情况（截至 2019 年末）

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例	
				直接	间接
郑州创泰生物技术服务有限公司	郑州新郑	郑州新郑	批发和零售业	100%	--
郑州航空港兴晟信资本管理有限公司	郑州新郑	郑州新郑	批发和零售业	100%	--
郑州航空港兴港置地有限公司	郑州新郑	郑州新郑	房地产业	100%	--
郑州航空港区卓正文化传媒有限公司	郑州新郑	郑州新郑	租赁和商务服务业	100%	--
郑州航空港区兴安实业有限公司	郑州新郑	郑州新郑	物业服务	100%	--
河南兴港融创创业投资发展基金（有限合伙）	--	郑州新郑	非证券类股权投资活动及相关咨询服务	100%	--
郑州航空港区航程置业有限公司	郑州新郑	郑州新郑	房地产业	90%	--
郑州航空港区国有资产经营管理有限公司	郑州新郑	郑州新郑	租赁和商务服务业	100%	--
河南绿港基础建设有限公司	郑州新郑	郑州新郑	建筑业	51%	--
郑州航空港区兴瑞实业有限公司	郑州新郑	郑州新郑	批发和零售业	51%	--
河南京港股权投资基金管理有限公司	郑州新郑	郑州新郑	管理或受托管理非证券类股权投资及咨询服务	60%	--
河南建港新型城镇化股权投资基金（有限合伙）	郑州新郑	郑州新郑	投资活动及咨询服务	100%	--
郑州航空港郑港兴港产业投资基金（有限合伙）	郑州新郑	郑州新郑	投资活动及咨询服务	20%	--
郑州航空港兴港智慧城市有限公司	郑州新郑	郑州新郑	电子商务	100%	--
河南富港投资控股有限公司	郑州新郑	郑州新郑	建设项目、实业、房地产项目的投资	34%	--
郑州航空港汇港发展有限公司	郑州新郑	郑州新郑	城市的建设及管理、建筑工程	100%	--
河南建信兴港新型城镇化股权投资基金（有限合伙）	郑州新郑	郑州新郑	投资活动及咨询服务	33%	--
广德兴港农银投资管理合伙企业（有限合伙）	安徽省广德县	安徽省广德县	租赁和商务服务业	60%	--
中原航空港产业投资基金管理有限公司	郑州新郑	郑州新郑	租赁和商务服务业	72%	--
郑州航空港区兴港人力资源服务有限公司	郑州新郑	郑州新郑	租赁和商务服务业	100%	--
郑州航空港区兴慧电子科技有限公司	郑州新郑	郑州新郑	批发和零售业	100%	--
郑州航空港区兴创电子科技有限公司	郑州新郑	郑州新郑	批发和零售业	100%	--
河南省临空产业园发展有限公司	郑州新郑	郑州新郑	批发和零售业	98%	--
郑州航空港兴港公用事业有限公司	郑州新郑	郑州新郑	房地产业	71%	--
郑州航空港区兴泰电子科技有限公司	郑州新郑	郑州新郑	批发和零售业	100%	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。