

信用等级公告

联合〔2019〕2685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 2020 年拟面向合格投资者公开发行的纾困专项公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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 2020 年拟面向合格投资者公开发行的纾困专项公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司



评级总监：

二〇一九年十二月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

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）

信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 10 亿元（含）

债券期限：5 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2019 年 12 月 13 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	844.43	1,282.82	1,506.92	1,699.65
所有者权益（亿元）	297.14	442.67	522.81	562.63
长期债务（亿元）	354.42	515.75	618.12	677.41
全部债务（亿元）	415.05	621.60	781.94	950.98
营业收入（亿元）	127.41	149.31	269.11	204.57
净利润（亿元）	10.25	10.32	14.10	8.27
EBITDA（亿元）	12.87	15.30	25.07	--
经营性净现金流（亿元）	-177.86	-233.13	-143.90	-98.16
营业利润率（%）	7.69	9.26	9.27	7.80
净资产收益率（%）	3.85	2.79	2.92	--
资产负债率（%）	64.81	65.49	65.31	66.90
全部债务资本化率（%）	58.28	58.41	59.93	62.83
流动比率（倍）	3.34	2.84	3.57	3.15
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.02	0.03	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.58	0.40	0.59	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.29	1.53	2.51	--

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有息债务计入债务核算，其他流动负债仅 2018 年末及 2019 年 9 月末有余额，2016—2017 年末其他流动负债金额为 0；4. 2019 年 1—9 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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对郑州航空港兴港投资集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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”）战略地位重要、区位优势明显、获得上级政府的支持力度很大，公司作为航空港实验区重要的开发主体，在资本金注入、财政补贴等方面获得了很大力度的外部支持，公司收入及利润规模增长明显。同时，联合评级也关注到公司经营活动现金流呈持续净流出状态、面临较大资本支出压力及筹资压力，公司债务规模快速增长、2020 年面临较大集中偿付压力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，并将继续获得有力的外部支持，公司各类业务储备充足，经营状况有望保持稳定，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿付的风险极低。

优势

1. 航空港实验区是我国目前唯一一个由国务院批准设立的航空经济先行区，战略地位重要，具有明显的区位优势和交通优势，且在资金及土地指标方面得到河南省政府给予的支持力度很大。

2. 作为航空港实验区内重要的开发主体，公司在资本金注入、财政补贴等方面获得很大力度的外部支持。

3. 随着土地整理、棚改服务、商品贸易和房地产销售等业务结算规模的增加，公司收入

及利润规模增长明显，整体竞争实力强。

关注

1. 公司土地整理、基建、棚改等项目投资力度较大，投资回收周期整体较长，使得公司经营活动现金流呈持续净流出状态，资金平衡依赖于外部融资，且公司在建及拟建项目投资尚需规模大，公司面临较大资本支出压力及筹资压力。

2. 公司债务规模快速扩大，2020 年面临较大集中偿付压力，债务到期还本付息存在较大资金需求。

3. 本期债券设置了加速到期条款，一旦触发相关情形，将加大公司的即期偿付压力。

分析师

徐汇丰

电话：010-85172818

邮箱：xuhf@unitedratings.com.cn

黄旭明

电话：010-85172818

邮箱：huangxm@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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 2019 年 9 月末，公司注册资本为 200.00 亿元，实收资本为 140.00 亿元，实验区管委会为公司唯一股东与实际控制人。

公司经营范围：房地产项目投资，自有资产管理与运营。

截至 2019 年 9 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、纪检监察审计部共 6 个职能部门，纳入合并范围的一级子公司共 19 家（见附件 2），拥有在职员工 1,026 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 1,506.92 亿元，负债合计 984.11 亿元，所有者权益 522.81 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 342.93 亿元。2018 年，公司实现营业收入 269.11 亿元，净利润 14.10 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 7.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额-143.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 21.74 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 1,699.65 亿元，负债合计 1,137.01 亿元，所有者权益 562.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益 402.99 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 204.57 亿元，净利润 8.27 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-98.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.16 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕166 号文件，公司拟面向合格投资者公开发行面值总额不超过 50 亿元的公司债券，采用分期发行方式。本期债券为首期发行，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）”，发行总额不超过 10 亿元（含）。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券期限为 5 年。本期债券按年付息、不计复利、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券扣除发行费用后，不低于 70% 的金额拟用于置换前期已投入的纾困资金，剩余部分将用于补充公司流动资金。

3. 加速到期条款

本期债券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。

总体看，本期债券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。

三、行业及外部环境分析

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设。城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，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有着积极的作用。改革开放以来，随着城市基础设施建设资金来源和渠道的日益丰富，建设规模不断扩大，建设效率和水平不断提升，基础设施不断完善，带动我国城镇化率从 1978 年的 17.90% 增长到 2018 年的 59.58%。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，也为国民经济发展做出了巨大贡献。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，而城投企业作为我国财税体制改革的特殊产物，是城市基础设施投融资及建设运营的重要主体，业务范围包括市政道路、桥梁、轨道交通、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，还涉及土地整理开发，保障房建设，供水、供暖、供气等公用事业领域。城投企业在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

总体看，城市基础设施建设是推动城镇化进程的重要驱动力，国民经济可持续发展的重要基础，城投企业作为城市基础设施建设实施的重要主体，在我国城镇化进程、促进国民经济及地区经济发展中发挥重要作用。

(2) 行业政策

为应对 2008 年国际金融危机的冲击，2009 年中央政府推出 4 万亿刺激计划，城投企业取得了快速发展，并带动基础设施建设迅速发展，与此同时，也导致地方政府隐性债务规模快速攀升、债务风险不断积聚、金融风险加大等问题。为规范和约束地方政府及城投企业的举债融资行为，逐步控制和化解地方政府债务风险，近年来监管部门陆续出台了一系列政策。

自 43 号文以来，中央政府加快建立规范的地方政府举债融资机制，逐步形成了地方政府债务管理的框架和风险防控体系，并确立了“疏堵结合”的基本思路，对于地方政府债务的管理日趋规范，对地方政府及城投企业举债融资行为不断进行约束，制止融资平台增加地方政府隐性债务。并通过出台相应政策鼓励地方政府发行土地储备、政府收费公路、棚户区改造等专项债券，以及政府与社会资本方合作（PPP）、合法合规的政府购买服务等市场化方式为基础设施建设融资，剥离城投企业政府融资职能，使融资平台与政府信用逐步脱钩并加快推动其市场化转型。

2018 年以来，对地方政府债务及城投企业整体上延续了严监管的趋势，并多次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚决遏制隐性债务增量，妥善化解存量隐性债务。但下半年以来，宏观经济

增长承压明显，宏观经济政策定向宽松，2018年7月国常会提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；中央政治局会议指出把补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，加大基础设施领域补短板的力度；2018年10月，国务院办公厅下发101号文，明确提出按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构不得盲目抽贷、压贷或停贷，在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，允许融资平台公司存量债务进行置换，防范发生“处置风险的风险”。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。城投企业经营和融资环境得到一定改善。

表1 2018年以来针对地方政府融资平台的主要监管政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金〔2018〕194号）	对企业债的申报进行了规范，严禁将公立学校等公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产；申报企业应主动声明不承担政府融资职能；不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩；严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资等
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号）	国有金融企业不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；此外应加强“穿透式”资本金审查，并审慎评估融资主体还款能力，确保自有经营性现金流覆盖应还债务本息；严禁与政府信用挂钩的误导性宣传
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101号）	加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构在采取必要风险缓释措施的基础上，按照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，防范存量隐性债务资金链断裂风险。在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农发展”的指导意见》（国办发〔2019〕6号）	明确要求政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台提供增信
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》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合评级整理

总体看，地方政府债务管理体系不断完善，地方政府及城投企业的举债融资行为得到进一步规范，城投企业与政府信用脱钩及市场化转型成为未来发展趋势。2018年政策上整体延续了严监管趋势，但下半年以来随着国内外经济形势的变化，促使政策及时调整，城投企业融资环境在一定程度上得到改善。

（3）行业关注

政策变化对城投企业融资环境及经营模式影响

城投企业的自身属性决定了其易受宏观经济政策、金融政策及监管政策等影响，宽松的政策会导致财政支出扩大、基建投资力度加大、融资便利，有利于城投企业融资和持续运营；紧缩的政策

会导致财政支出收缩、基建投资增速下降、融资环境趋紧，对城投企业融资和业务运营产生不利影响。当前，宏观经济增长乏力，地方政府债务监管日趋规范，相关政策频出，需关注政策变化对城投企业融资及经营模式的影响。

债务规模持续扩大，流动性压力较大

城投企业工程款结算周期较长，项目回款易受当地政府财政状况的影响，通常存在回款不及时、资金占用严重等问题，因此城投企业通常高负债运营，通过外部融资进行基础设施建设。随着城投企业的快速发展，其债务规模持续扩大，债务负担持续加重；尤其近年来随着债务的集中到期，流动性压力凸显，需关注城投企业面临的流动性压力。

面临转型压力较大

城投企业市场化转型是未来发展的必然趋势，但其主要从事公益性业务，资产主要是地方政府划拨的土地及基础设施建设开发投入，资产盈利性弱，利润实现通常依赖政府补贴，缺少盈利性强的优质资产且债务负担普遍较重，转型难度较大；此外，部分城投企业急于完成转型，盲目进入一些高风险的竞争性行业，容易导致经营性风险的增加，需关注城投企业的转型风险。

（4）未来发展

截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较上年提高 1.06 个百分点，但距发达国家 70% 以上的城镇化率仍有较大差距，我国城镇化发展仍面临东西部发展不均衡的问题，基础设施建设仍有较大的增长潜力。同时，近年来世界政治经济格局发生深度调整变化，我国经济发展外部不确定性增加，叠加内部经济结构调整转型，宏观经济下行压力不断增大，有必要加大基础设施建设补短板力度，维持经济在合理空间内运行。《2019 年政府工作报告》中对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。在可预见的未来，我国城市基础设施建设仍具有较大的增长潜力和投资需求，城投企业在未来较长时间内仍将发挥重要作用。

2. 外部环境

（1）河南省

2018 年，河南省地区生产总值 48,055.86 亿元，较上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 4,289.38 亿元，增长 3.3%；第二产业增加值 22,034.83 亿元，较上年增长 7.2%；第三产业增加值 21,731.65 亿元，增长 9.2%。三次产业结构为 8.9:45.9:45.2，第三产业占比较上年提高 1.9 个百分点。人均生产总值 50,152 元，较上年增长 7.2%。年末全省总人口 10,906 万人，常住人口 9,605 万人。

2018 年，河南省固定资产投资（不含农户，下同）较上年增长 8.1%。在固定资产投资中，第一产业投资比上年增长 16.9%，第二产业投资增长 1.7%，第三产业投资增长 10.6%。基础设施投资增长 18.5%，民间投资增长 2.9%，工业投资增长 2.0%。

2018 年，河南省房地产开发投资 7,015.47 亿元，较上年下降 1.1%。其中，住宅投资 5,387.62 亿元，较上年增长 1.1%。商品房待售面积 2,800.92 万平方米，较上年下降 1.6%。其中，商品住宅 1,912.42 万平方米，较上年下降 4.2%。城镇保障性安居工程新开工 66.33 万套，基本建成 44.97 万套。

2018 年，河南省全年亿元及以上固定资产投资在建项目 7,852 个，完成投资额较上年增长 24.8%。“三山一滩”贫困地区高速公路和郑万、郑阜、太焦、郑济、商合杭高铁建设顺利推进；郑州南站、周口至南阳高速公路建设加快实施；郑州地铁 5 号线全线通车试运行；宿鸭湖水库清淤扩容、卫河共渠治理、青电入豫等重点工程开工建设；百城建设提质工程全面推进。

2018 年，河南省全年全省货物进出口总值 5,512.71 亿元，较上年增长 5.3%。其中，出口总值

3,578.99 亿元，较上年增长 12.8%；进口总值 1,933.73 亿元，下降 6.2%。

2018 年，河南省全年财政总收入 5,875.82 亿元，较上年增长 11.9%。一般公共预算收入 3,763.94 亿元，较上年增长 10.5%，其中税收收入 2,656.50 亿元，较上年增长 14.0%，占一般公共预算收入的比重 70.6%。一般公共预算支出 9,225.41 亿元，较上年增长 12.3%。

整体看，河南省经济总量及财政收入保持增长，固定资产投资保持增长，铁路、公路等交通投资有所推进。

（2）郑州航空港经济综合实验区

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”）是我国首个上升为国家战略、目前唯一一个由国务院批准设立的航空经济先行区，规划面积 415 平方公里，规划人口 260 万人。园区规划的产业主要有航空物流业、高端制造业（以航空设备制造及维修、电子信息、生物医药为重点）和现代服务业（专业会展、电子商务、航空金融、科技研发、高端商贸、总部经济等）。

航空港实验区是一个拥有航空、高铁、地铁、城铁、普铁、高速公路与快速路等多种交通方式的立体综合交通枢纽台，其中的郑州新郑国际机场是中国八大枢纽机场之一，航空港实验区飞行“2 小时航空圈”可覆盖全国四分之三左右的国土面积、90%左右的人口以及 95%以上的经济总量。郑州高铁南站落地航空港实验区，是河南省“米”字形高速铁路网和中原城市群城际铁路网的重要枢纽站，建成后预计年旅客发送量可达 1,000 万人。

航空港实验区拥有省辖市级经济和社会管理权限，实验区管委会为河南省政府直接派出机构。河南省与郑州市均成立了建设领导小组，组长分别由河南省常务副省长和郑州市市委常委担任。

2018 年，航空港实验区地区生产总值达到 800.2 亿元，较上年增长 12%，分别高于全省、全市 4.4 个百分点、3.9 个百分点，增速排名全市第一。电子信息业产值达 3,084.2 亿元，外贸进出口总额达到 527 亿美元。跨境电商业务单量 2,114.4 万单，在全市占比由 2016 年的 3.28%提升至 2018 年的 21.8%。规模以上工业增加值增长 11.7%，分别高于全省、全市 4.5 个百分点、4.9 个百分点。一般公共预算收入完成 42.4 亿元，较上年增长 16.8%，分别高于全省、全市 6.3 个百分点、7.8 个百分点，增速在全郑州市排名第一。2018 年，航空港实验区客运达到 2,733.5 万人次，其中国际旅客达到 171.5 万人次；货运达到 51.5 万吨，进出口货物达到 32.92 万吨。

根据河南省财政厅文件《关于支持郑州航空港经济综合实验区加快发展的财政政策》，通过建立国库现金直接调拨机制，将航空港实验区的现金调度纳入郑州市额度，由河南省财政对航空港实验区直接调拨。

根据《河南省人民政府办公厅关于支持郑州航空港经济综合实验区发展的意见》（豫政办〔2013〕93 号），河南省政府对于航空港实验区的建设用地指标给予一定政策倾斜，主要包括：将航空港实验区基础设施建设项目纳入省重点项目管理范围，项目用地由省预留指标统一调配，优先保障；年度新增建设用地计划指标分配向航空港实验区倾斜，省里切块预留 1 万亩土地利用指标，专项用于航空港实验区建设。根据 2017 年 4 月下发的《河南省委省政府关于加快推进郑州航空港经济综合实验区建设的若干意见》，“十三五”期间，对航空港实验区追加建设用地规模 20 平方公里，对省级以上重点项目适时追加建设用地规模指标，每年单列新增建设用地计划指标不少于 1.5 万亩。

总体看，航空港实验区战略地位重要，具有较好的区位优势 and 便捷的交通枢纽，且在资金调拨及土地指标方面得到河南省政府给予的大力支持，为公司经营发展提供良好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是航空港实验区重要的基础设施建设主体，承担航空港实验区大部分基础设施建设投资，同时还从事大宗贸易、地产、产业园运营等业务，并拥有燃气、热力、电力等公用事业特许经营权。

表 2 航空港实验区主要城市基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	成立时间	注册资本	实际控制人	2018 年财务指标			
				资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）建设投资有限公司	2008 年 10 月	33.19	实验区管委会	106.87	62.01	1.56	0.18
郑州航空港兴港投资集团有限公司	2012 年 10 月	200.00	实验区管委会	1,506.92	522.81	269.11	14.10

资料来源：公司提供资料及国家企业信用信息公示系统，联合评级整理

航空港实验区另外一家基础设施投资建设主体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”），该公司成立于 2008 年 10 月，注册资本为 33.19 亿元，唯一股东及实际控制人为实验区管委会。公司虽成立时间较晚，但承担的区域开发职能、资产及经营规模显著大于港区建投公司。

总体看，公司在航空港实验区的基础设施建设投资及开发领域具有很强的区域专营优势。

2. 人员素质

截至 2019 年 9 月末，公司共有董事 5 人（其中董事兼高管 2 人），监事 5 人，高级管理人员 2 人。

公司现任董事长柳敬元先生，1981 年出生，博士学历，特许金融分析师；曾任郑州新区管委会建设环保局科员、主任科员、综合处处长，实验区财政局副局长，公司总经理；自 2015 年 10 月起任公司董事长。

公司现任总经理张尽杰先生，1971 年出生，硕士学历，高级工程师；曾任河南省机械进出口公司职员，河南省许平南高速公路有限责任公司副经理、经理、监控中心主任、运营中心主任，河南林长高速公路有限公司副总经理，河南省发展燃气有限公司副总经理，郑州航空港区航程置业有限公司常务副总经理，公司常务副总经理；自 2019 年 6 月起任公司总经理。

截至 2019 年 9 月末，公司共有在职员工 1,026 人。从学历构成看，硕士研究生及以上学历的占 53.31%，本科学历的占 40.55%，其他学历的占 6.14%。从职称分布情况看，拥有高级职称的员工占 6.00%，拥有中级职称的占 21.40%。

总体看，公司高层管理人员具有政府部门及相关国有企业的管理及工作经验，员工综合素质符合公司发展所需。

3. 外部支持

（1）职能定位

根据 2013 年 1 月印发的《郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管理委员会专题会议纪要》（2012）105 号文件，实验区管委会确定公司或其子公司负责航空港实验区内的所有基础设施建设，包括土地一级整理开发投资、区内公共设施建设及运营、区内广告业务特许经营及其他相关运营权。

（2）资本金注入

根据〔2012〕105号文件，实验区管委会将按照公司发展需求进行持续性增资，确保公司在区域内的领先地位。公司注册资本由成立之初的0.20亿元增加至2019年9月末的200亿元，截至2019年9月末，公司实收资本140.00亿元，其中2017—2018年分别到位20.00亿元和20.00亿元。实收资本中包含子公司郑州航空港区航程置业有限公司（以下简称“航程置业”）3.50亿元股权¹，其余均为货币资金。

公司分别获得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，计入公司资本公积的增加额，其中2017—2018年由于政府注入资产并经政府文件确认，公司资本公积的增加额分别为21.95亿元和24.81亿元，公司资本实力有所提升。

（3）财政补贴

2016—2018年，公司分别获得政府补贴收入3.41亿元、3.10亿元和1.33亿元，计入“其他收益”及“营业外收入”，提升了公司的利润水平。

总体看，作为航空港实验区内重要的开发建设主体，公司在资本金注入及财政补贴方面等获得了很大力度的外部支持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求，制订了公司章程，并建立了由董事会、监事会及经营层组成的法人治理结构体系。公司作为国有独资公司不设股东会，由国有资产监督管理部门行使股东职权。

公司设董事会，成员有5人，其中非职工代表董事3人，由实验区管委会委派，职工代表董事2名，由公司职工代表大会选举产生；设董事长1人，由实验区管委会从董事会成员中指定。董事每届任期为三年，任期届满可连任。

公司设监事会，成员5人，其中非职工代表监事2人，由实验区管委会委派，职工代表监事3人，由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设主席一名，由实验区管委会从监事会成员中指定。每届监事任期为3年，任期届满经连派（连选）可以连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司管理层设经理，由公司董事会聘任或解聘。

总体看，公司法人治理结构较为健全，能够满足公司日常经营需要。

2. 管理体制

公司采用“集团总部+专业子集团+三级公司的”三级管理架构。第一层级是公司集团本部，定位是资本管理公司，主要管理战略方向、宏观政策制定等。第二层级是专业子集团，定位是专业管理公司。第三层级是项目公司，定位是项目的实施主体。三级管控模式有助于提高整体运转效率，推动公司市场化运营。公司集团本部结合公司具体业务和管理情况，在资金管理、投融资管理、财务管理、风险控制管控等方面建立了相应的管理制度及内部控制制度。

总体看，公司管理架构清晰，管理制度健全，可满足公司日常经营及发展需要。

¹ 航程置业的股权系2012年12月实验区管委会向公司注入，截至2012年11月末，航程置业该部分资本均为实验区管委会于以前年度实缴到位的货币出资

六、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司营业收入为 269.11 亿元，较上年大幅增长 80.23%。近两年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超过 99%，公司主业突出。公司营业收入主要来自土地整理、棚改服务、商品贸易和房地产开发板块。2018 年，土地整理和棚改服务收入分别较上年增长 102.69%和 38.52%，主要系公司相关项目的结算规模增长所致；商品贸易收入较上年增长 67.81%，主要系电子产品及大宗商品贸易业务规模扩大增加所致；房地产开发收入较上年大幅增加 20.21 亿元，主要系实现销售及交付结转的房产项目增加所致；公司投资性房地产租赁、金融（委托贷款及保理）业务和其他业务对公司整体经营状况影响不大，其中 2018 年其他收入主要包括公租房租赁收入 1.06 亿元、水电费收入 0.36 亿元、酒店业务收入 0.33 亿元等。

表 3 2016—2018 年及 2019 年 1—9 月公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理	19.13	15.01	27.99	22.13	14.82	19.14	44.86	16.67	18.17	--	--	--
棚改服务	46.05	36.14	5.38	29.40	19.69	25.10	40.72	15.13	23.65	46.01	22.49	24.74
商品贸易	58.21	45.69	0.11	91.04	60.97	0.16	152.78	56.77	0.17	142.44	69.63	0.39
房地产开发	0.65	0.51	37.51	3.22	2.15	38.74	23.43	8.71	26.26	4.43	2.17	37.12
投资性房地产租赁	2.66	2.09	65.85	2.25	1.51	65.36	3.97	1.47	68.51	2.69	1.31	60.79
委托贷款利息	0.22	0.17	100.00	0.26	0.17	100.00	0.29	0.11	100.00	0.19	0.09	100.00
保理业务	0.22	0.17	100.00	0.16	0.11	100.00	0.24	0.09	100.00	0.50	0.24	100.00
其他收入	0.27	0.21	23.17	0.86	0.57	27.50	2.81	1.04	-21.44	8.31	4.06	17.17
合计	127.41	100.00	8.16	149.31	100.00	10.13	269.11	100.00	9.98	204.57	100.00	8.46

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，2017—2018 年，公司土地整理及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。2018 年，公司房地产开发业务毛利率较上年下降 12.48 个百分点至 26.26%，主要系 2018 年销售结转的盛世城邦一期、安纳西庄园一期等项目毛利率偏低所致。2017—2018 年，公司综合毛利率为 10.13%和 9.98%，变化不大。

2019 年 1—9 月，公司营业收入 204.57 亿元，较上年同期增长 26.09%；营业收入主要来自商品贸易收入（占 69.63%）和棚改服务收入（占 22.49%）；由于土地整理业务尚未进行结算，因此 2019 年 1—9 月未确认相关收入。2019 年 1—9 月，公司毛利率为 8.46%。

总体看，受土地整理、棚改业务、商品贸易和房地产收入规模增长影响，公司 2016—2018 年收入规模增长明显。公司综合毛利率变化不大，毛利率水平不高。

2. 土地整理及基础设施建设板块

根据《郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管理委员会专题会议纪要》（〔2012〕105 号），公司负责航空港实验区范围内的土地整理工作。郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）规划与国土资源局（以下简称“实验区国土资源局”）确定公司为实验区储备土地一级开发业务的中标方，负责对需要征迁的集体土地进行统一的征地、拆迁、安置、补偿以及市政配套基础设施建设，

达到“九通一平一围合”，使土地具备出让条件。

2014—2015年，根据公司与实验区国土资源局签订的储备土地一级开发委托合同，公司土地一级开发业务采用成本加固定收益模式结算。2016年，公司与实验区管委会新签订了土地一级开发委托合同，约定实验区管委会将航空港实验区范围内产生的土地出让收入的地方留成部分（即扣除上缴中央、河南省、郑州市级部分后的收入）按规定缴纳至地方财政后，扣除一般公共预算收入、非基础设施项目相关的专项资金后的90%，通过安排预算支出拨付给公司，作为土地一级开发的资金来源和成本补偿。

2017年以来，公司土地整理业务与政府单位采用成本加固定收益模式进行结算，根据《郑州航空港经济综合试验区党政联席会议纪要》（〔2018〕20号），对于公司发生的征地补偿、基本农田易地代保、征地拆迁、耕地占补平衡等非工程类成本（含资本化利息），加计3%的利润作为结算金额；对于公司发生的“九通一平一围合”等基建工程项目成本，加计7.80%的利润作为结算金额；上述结算金额形成公司的土地整理业务收入。土地一级开发结算资金由公司按财政预算分次分批向业务主管局委申请，业务主管局委报实验区管委会审批后，由财政局依据年度预算予以拨付。对于以往因结算方式不同导致的结算金额不一致，统一在2017年进行追溯调整，实行多退少补制。

基础设施建设方面，公司主要通过自筹资金和财政拨付的基建专项资金进行航空港实验区内道路桥梁等基础设施的建设。2016—2017年，航空港实验区管委会每年度将区级税收收入的50%以及专项资金拨付至公司，作为股东出资，以平衡建设成本。2018年起，公司基础设施建设业务也采用成本加成的方式确认收入。由于土地整理的内容包含“九通一平一围合”配套工程建设内容，公司将基础设施在建及拟建项目合并计入土地整理项目中，基建收入合并计入土地整理收入中。

2017—2018年，公司已完工土地整理及基建项目已按照约定的结算方式分别确认收入22.13亿元和44.86亿元，确认收入的部分已收到回款；土地整理业务毛利率分别为19.14%和18.17%，高于〔2018〕20号文件约定的收益率。其中2017年系刚开始回归成本加成模式，对以往年度结算金额进行追溯调整，毛利率处于波动期，不具有参考意义。2018年毛利率偏高主要系存在一笔耕地占补平衡费，公司将其作为代收代付处理，资本金部分没有结转收入和成本，只将资本化利息部分结转成本，导致该笔毛利过高所致。

截至2019年9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及河东北部片区开发项目等4个，总投资额合计319.90亿元，已投资108.38亿元，后续尚有较大投资支出压力。上述4个在建项目计划在2019—2026年期间逐步实现回款，项目已投入金额较大，对公司形成资金占用。

总体看，公司土地整理及基础设施建设业务的结算模式有所变化，目前按照约定的固定收益获取报酬，项目已投入规模较大，对公司形成资金占用，且在实施的土地整理及基建项目仍有较大资金支出压力。

3. 棚改服务板块

公司承担了航空港实验区内棚户区改造、安置房项目建设。自2017年起，公司与实验区管委会签订政府购买服务协议，棚改业务和安置房业务均采用政府购买服务模式进行结算。根据《郑州航空港经济综合试验区管理委员会会议纪要》（〔2018〕2号），政府购买服务价款包括本金和利息，其中本金暂定为棚户区改造项目的可研批复或项目备案金额，并加计5%的投资补偿，利率采用银行5年期以上基准贷款利率上浮30%（依据保本微利原则，在市场利率浮动时，可适时调整），以年为单位，按照等额本息法分摊至25年进行采购，项目纳入河南省住建厅的棚改项目台账年份之后的第2个日历年政府开始采购，当年服务费当年付清，第1~2年只付息，不还本。（以2015年棚改项目为

例，2017 年开始采购，2017—2018 年只付息，2019—2041 年分 23 年按等额本息进行支付）

截至 2019 年 9 月末，公司已完工棚户区项目 1 个，为 2014 年度棚户区改造项目，该项目总投资 276.72 亿元，建筑面积 252.58 万平方米。根据公司与政府单位签订的政府购买服务协议约定的当年购买价款金额，公司于 2017—2018 年分别确认棚改服务费收入 29.40 亿元和 40.72 亿元，当期确认收入的金额已实现回款，但从项目整体看，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，项目投资回收周期较长。

截至 2019 年 9 月末，公司主要在建棚户区改造项目 4 个（见表 4），总投资额合计 495.31 亿元，已投资 376.43 亿元²，未来尚需投资 118.88 亿元，面临一定资本支出压力。公司暂无拟建的棚户区改造及安置房项目。受政策影响，未来公司棚改项目将不再采用政府购买服务模式，资金来源或将主要来自政府专项债资金、公司自有资金等。

表 4 截至 2019 年 9 月末公司主要在建棚户区改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期
2015 年度棚户区改造项目	172.74	153.76	2016.01—2020.12
2016 年度棚户区改造项目	117.08	82.39	2016.03—2020.12
2017 年度棚户区改造项目	59.72	51.26	2016.06—2021.12
2018 年度棚户区改造项目	145.77	89.02	2018.01—2022.12
合计	495.31	376.43	--

注：2017 年度棚户区改造项目开工较早（2016 年 6 月开工），但纳入河南省住建厅棚改项目台账的时间较晚

资料来源：公司提供

总体看，公司承担的棚改项目投资额较大，而购买服务协议约定的购买期限较长，对公司形成一定资金占用；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。

4. 商贸流通板块

（1）贸易业务概况

公司商贸流通业务主要通过子公司郑州航空港区兴瑞实业有限公司（以下简称“兴瑞实业”）、郑州市宝聚丰实业有限公司（以下简称“宝聚丰”）以及郑州航空港兴港供应链管理有限公司（以下简称“兴港供应链”）运营。贸易收入主要来自有色金属、煤炭等大宗商品及电子产品，2018 年以来煤炭及电子产品对贸易收入的贡献程度快速提高。

表 5 2017—2018 年及 2019 年 1—9 月公司贸易业务收入分产品构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
1. 有色金属	59.96	65.86	60.54	39.63	48.64	34.15
1. 1 电解铜	26.37	28.97	35.16	23.01	38.72	27.18
1. 2 锌锭	26.90	29.55	5.57	3.65	9.38	6.59
1. 3 铝锭	0.65	0.71	8.56	5.60	0.03	0.02
1. 4 其它有色金属	6.04	6.63	11.25	7.36	0.51	0.36
2. 煤炭	7.58	8.33	23.61	15.45	32.45	22.78
3. 电子产品	21.38	23.48	68.37	44.75	61.05	42.86
4. 其他	2.12	2.33	0.26	0.17	0.3	0.21
合计	91.04	100.00	152.78	100.00	142.44	100.00

资料来源：公司提供

² 已完工和在建棚户区改造项目的投资金额和财务报表中“存货-开发成本—棚改项目”账面余额有差异，系统计口径不同导致。

（2）业务模式

公司有色金属及大宗商品贸易主要通过兴瑞实业开展。大宗商品贸易多采用大进大出、快进快出的业务模式。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，获取固定的优惠价格及货物的优先供应权；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，从接到订单到提货的时间大约在 2~3 天。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。

兴港供应链也开展部分大宗产品业务。金属类大宗产品（主要是电解铜和锌锭）业务模式为：兴港供应链先与上游客户签署购买合同，同时在较短时间内与下游客户签订销售合同，避免价格波动风险，之后下游采取先款后货的方式进行结算、办理货转事宜。煤炭业务模式为下游客户向兴港供应链支付 20% 保证金委托兴港供应链采购煤炭，同时兴港供应链与上游客户签署采购合同，上游客户将煤炭货权转移给兴港供应链后，兴港供应链垫付剩余 80% 资金向上游客户付款，后将煤炭转移给下游客户，收回货款。该模式下，公司垫付资金比例较高，存在一定资金占用。

手机及电子配件业务主要通过兴港供应链及宝聚丰开展。

兴港供应链的手机业务模式分为代销模式和代采模式。①代销模式：上游客户与兴港供应链签署购销合同、委托销售货物确认单，兴港供应链接受上游客户的委托向指定客户销售产品，主要合作产品是苹果手机。②代采模式：兴港供应链与下游客户签署委托采购货物确认单，接受下游客户的委托向上游客户采购相关产品，之后通过先款后货的方式将货物销售给下游客户，主要合作产品是华为手机、魅族手机。

宝聚丰主要开展手机及其配件等电子产品业务，模式主要有 4 类：进口、出口、本地代采、本地代销业务。①进口业务：以宝聚丰名义报关进口，海关增值税发票由宝聚丰抵扣，宝聚丰开具增值税发票由客户抵扣，客户按开票金额付款，公司先收到货款或代客户垫付货款后，付汇给客户指定的境外供应商。②出口业务：宝聚丰接受客户委托，在国内采购商品，以宝聚丰名义报关出口销售给境外客户，为客户提供出口报关、物流、收结汇、垫付退税等服务。③本地代采业务：宝聚丰接受客户委托，在本地采购商品，销售给委托客户，为客户提供垫资服务。④本地代销业务：宝聚丰接受客户委托，向客户采购商品，销售给其指定的下游客户。

（3）主要上下游情况

有色金属及大宗商品贸易方面，2018 年，公司有色金属及大宗商品贸易前 10 大供应商为上海简晟国际贸易有限公司、郑州嘉瑞供应链管理有限公司、浙江和辉电力燃料有限公司等，前 10 大供应商采购金额合计 72.08 亿元，占有色金属及大宗商品贸易采购总额的 73.29%，贸易供应商集中度较高。有色金属及大宗商品贸易前 10 大客户分别为深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司（以下简称“瑞茂通”）、上海泽望国际贸易有限公司、正丰国际贸易（江苏）有限公司等，销售金额合计 59.33 亿元，占有色金属及大宗商品贸易总销售额的 60.24%，客户集中度较高。其中瑞茂通为兴瑞实业的少数股东，截至 2018 年末对兴瑞实业持股 49.00%，2018 年公司贸易板块对瑞茂通的销售金额为 13.04 亿元，主要产品为煤炭。

电子产品贸易方面，2018 年，公司电子产品业务贸易前 10 大供应商为郑州市年富供应链管理有限公司、遵义市水世界科技有限公司、深圳市华智智能制造有限公司等，采购金额合计 46.30 亿元，占电子产品采购总额的 56.59%。前 10 大客户分别为升达（香港）有限公司、财富之舟国际实业有限公司、豪海贸易有限公司等，销售金额合计 48.33 亿元，占电子产品销售总额的 60.41%。公司电子产品贸易业务供应商及客户集中度较高。

总体看，公司商贸流通业务规模快速增长，但毛利率偏低，对公司利润贡献有限，且部分供应链贸易业务需要公司垫付较高比例的资金，对公司造成资金占用；贸易业务上下游集中度较高，部

分客户与公司有一定关联关系；2018年以来，公司手机及电子产品贸易业务规模提升，未来该业务对公司商贸收入的贡献或将增加。

5. 房地产及园区开发板块

(1) 房地产板块

公司在航空港实验区内开展房地产开发业务，主要包括住宅、商业综合体开发等。房地产开发业务的运营主体系下属若干子公司，子公司具有房地产开发企业壹级资质或暂定资质。公司通过“招拍挂”取得项目开发所需的土地使用权，以自筹资金进行项目建设，在取得预售证后对外销售。

截至2019年9月末，公司主要已完工商业地产项目包括盛世城邦一期、兴港国际企业中心一期、安纳西庄园一期和兴瑞产业园一期4个项目，总投资合计42.36亿元，总可售面积76.02万平方米，截至2019年9月末已售面积为56.97万平方米，尚有19.05万平方米的剩余可售面积。

截至2019年9月末，公司在建房地产项目包括盛世城邦（4、5号地）、盛世城邦（6、7、8、9号地）、盛世城邦三期、安纳西庄园等15个，总投资额合计145.89亿元，已投资78.31亿元，未来尚需投资67.58亿元，面临一定资本支出压力。上述项目建筑面积合计263.34万平方米，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161.32万平方米，截至2019年9月末已售面积为76.66万平方米，实现销售回款55.43亿元。

表6 截至2019年9月末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	业态	预计建设期	规划总投资	已投资	建筑面积	是否预售	已售面积	销售回款
1	盛世城邦4、5号地	高层、洋房、别墅	2017.08—2019.5	3.44	2.75	6.37	是	3.63	4.31
2	盛世城邦6、7、8、9号地		2017.08—2020.1	10.19	6.55	22.50	是	14.96	12.97
3	兴港大厦	办公、商业	2015.01—2019.5	11.90	8.76	15.75	是	4.00	4.65
4	兴港国际企业中心	公寓、商业	2015.01—2019.12	7.50	12.13	14.53	是	5.82	4.82
5	智能终端手机产业园商业服务项目（港田03地块、航田05地块）	商业	2017.03—2019.12	11.00	6.11	26.33	否	--	--
6	航田望湖壹号	商业	2019.09—2023.12	5.00	0.46	7.93	否	--	--
7	郑港第二市民服务中心项目	商业服务、文化中心	2016.09—2019.12	6.22	2.20	7.32	否	--	--
8	郑港第三便民服务中心项目	商业金融、文化休闲娱乐	2017.03—2019.12	3.72	1.39	4.40	否	--	--
9	富士康西厂区北门地下通道项目	地下通道	2016.09-2019.5	2.14	0.80	1.71	否	--	--
10	盛世城邦三期	住宅	2018.05-2022.01	25.11	13.27	50.47	是	28.36	17.84
11	兴瑞产业园	企业总部、写字楼、商住别墅、商业街、公寓	2015.12-2019.11	13.07	12.87	33.53	是	18.37	10.24
12	宇航铭筑项目	公寓	2018.03-2021.12	9.20	2.64	18.17	是	1.52	0.60
13	兴港蒲公英小区	住宅	2018.12-2021.11	15.70	3.37	22.38	否	--	--
14	兴港星河城项目	住宅	2019.04-2021.11	9.10	1.56	13.00	否	--	--
15	兴港和园项目	住宅	2019.04-2021.08	12.60	3.45	18.95	否	--	--
合计			-	145.89	78.31	263.34	--	76.66	55.42

注：1. 富士康西厂区北门地下通道项目类型为地下商业，未来收入来源为出租，公司将该项目也统计至房地产板块；2. 工业地产项目未统计至上表，在本报告的产业园区板块进行介绍

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 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，总投资 9.69 亿元，已取得用地许可及土地证；拟合作开发的房地产项目包括香湖湾三期人才房 10#地块、香湖湾三期商业地块 11#、12#地块项目和盛世城邦四期共计 3 个，总投资额合计 39.16 亿元，其中香湖湾三期商业地块 11#、12#地块项目和盛世城邦四期项目尚未取得房地产开发相关证件。拟建房地产项目投资规模较大，将为公司带来一定资金支出压力，且部分项目尚未取得开发所需全部手续。但若拟建房产项目按期完成开发并实现销售，未来有望增加公司房地产板块的销售收入。

总体看，公司房地产项目已达预售的面积较大，项目储备较多，随着预售项目交付结转，未来公司房地产收入有望增长，房产销售收入占公司收入比重有望提高。

（2）园区开发板块

公司产业园板块主要是依托航空港实验区的区位、政策、技术平台等，为航空港实验区产业集群提供载体。园区的前期建设资金主要由公司投入，未来主要通过厂房出租或出售的方式回笼资金。目前，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和手机产业园四期 BC 区，总建筑面积合计 65.10 万平方米，投资额合计 29.17 亿元，分别于 2017 年 1 月和 2017 年 8 月投入运营，2017—2018 年分别产生租金收入 1.17 亿元和 3.03 亿元。

公司在建及拟建的园区项目包括手机产业园四期 DE 区、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 98.71 万平方米，总投资额合计 45.75 亿元，截至 2019 年 9 月底已投资 17.78 亿元。

总体看，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，且在建及拟建园区项目存在一定资金支出压力。

6. 重大事项

（1）收购福建实达集团股份有限公司股权

根据 2019 年 6 月 20 日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 19 日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，非公开发行股票的数量按照认购金额除以认购价格计算得出，且不超过 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，全部为现金认购。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。实达集团（含子公司）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；终端配套电池电源的生产、研发及销售；为物联网周界安防提供整体解决方案。截至 2018 年末，实达集团资产总额 73.37 亿元，所有者权益 26.10 亿元，2018 年实现营业收入 67.60 亿元，净利润-2.67 亿元。根据实达集团年报披露，2018 年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，实达集团资金面较为紧张。截至 2019 年 11 月末，实达集团非公开发行股票事宜尚须经过相应审批程序方可实施，时间存在不确定性。

根据实达集团于 2019 年 11 月 14 日公告，实达集团原控股股东及其一致行动人于 2019 年 11 月 12 日与兴创电子签署了《不可撤销的表决权放弃协议》，不可撤销地放弃持有的 204,855,894 股上市公司股份（占实达集团股份总数的 32.92%）对应的表决权。在实达集团原控股股东及一致行动人放弃弃权股份对应的表决权生效，且实达集团向兴创电子办理完毕移交手续后，兴创电子应为实达集团提供不超过 3.1 亿元借款用于解决“17 实达债”债务问题，并向实达集团生产经营提供流动性支

持。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 12 日与兴创电子签署了《不可撤销的表决权委托协议》，将其所持有的公司的股票 71,841,297 股股份（占实达集团股份总数的 11.54%）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为 71,841,297 股，占实达集团总股本的 11.54%，将成为实达集团单一拥有表决权份额最大的股东。

（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 7,231.61 万股股份（占合众思壮总股本的 9.7048%），协议转让给兴慧电子，股份转让价款合计 9.71 亿元；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。委托期限自协议生效之日起至兴慧电子持有的合众思壮股份数量超过郭信平，且能够维持兴慧电子作为合众思壮控股股东地位之日止。若前述权益变动事项完成，兴慧电子直接持有合众思壮 9.70%的股权并控制合众思壮 20.00%的表决权，将成为合众思壮控股股东。2019 年 8 月，本次交易通过河南省政府国资委的审批。2019 年 10 月 31 日，合众思壮收到中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，郭信平先生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。

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 2018 年末总资产 96.57 亿元，所有者权益 39.53 亿元，2018 年实现营业收入 23.00 亿元，净利润 1.90 亿元。

总体看，随着股权收购事项的完成，公司将增加电子信息相关业务的收入和利润，截至 2019 年 11 月末，公司对合众思壮的收购已完成并已成为合众思壮的控股股东，对实达集团的收购事项尚需相关部门核准，联合评级将持续关注后续进展及收购后对公司整体经营及财务状况的影响。

7. 未来发展

未来，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，积极运作各类基金，参与航空港实验区战略性新兴产业投资。公司未来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、口岸等八大业务板块。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，不断提高管理水平。

总体看，公司根据自身的实际经营状况以及需求制定了发展战略，可实施性较强。

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 2016—2018 年度三年连审合并财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年 1—9 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 2018 年 6 月发布的财会〔2018〕15 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影响。

从合并范围上看，2017年，公司合并范围增加19家主体，其中河南港田产业园开发有限公司系通过股权收购方式取得，其余为新设立的子公司；2017年合并范围减少1家主体，为郑州航空大都市研究院有限公司。2018年公司合并范围内新增的主体中，2家系通过收购取得，8家系通过设立方式取得；2018年，河南建港新型城镇化股权投资基金（有限合伙）不再纳入合并范围。2019年1—9月，公司纳入合并范围的主体新增13家，不再纳入合并范围的主体有3家。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，且公司主业未发生变更，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长33.59%。截至2018年末，公司合并资产总额1,506.92亿元，较年初增长17.47%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占86.50%，非流动资产占13.50%。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较年初提高14.69个百分点。

2016—2018年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长42.42%。截至2018年末，公司流动资产1,303.51亿元，较年初增长41.51%，主要系货币资金及存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占8.86%）和存货（占84.63%）构成。

2016—2018年，公司货币资金持续增加，年均复合增长24.62%。截至2018年末，公司货币资金115.47亿元，较年初增长26.05%，增量货币资金主要来自外部融资；其中使用受限的“其他货币资金”9.81亿元，占货币资金总额的8.50%，主要为承兑汇票及信用证保证金。

2016—2018年，应收票据及应收账款波动增长，年均复合增长23.73%。截至2017年末，公司应收票据及应收账款6.71亿元，较年初下降57.42%，主要系结清部分安置房购房款所致。截至2018年末，公司应收票据及应收账款账面价值24.11亿元（均为应收账款），较年初增长259.53%，主要系应收商品贸易货款及出口退税款增加所致。截至2018年末，公司应收账款账面余额24.31亿元，其中21.19亿元采用信用风险组合方法计提坏账准备；信用风险组合中，账龄1年以内的占97.66%，1~2年的占1.34%，2~3年的占0.54%，3年及以上的占0.46%，整体账龄较短。截至2018年末，余额较大的应收账款分别为应收升达（香港）有限公司2.83亿元、豪海贸易有限公司1.83亿元、实验区管委会1.81亿元、河南瀚港进出口贸易有限公司1.55亿元、香港天空之蓝有限公司1.05亿元、深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司0.96亿元，合计10.03亿元，占应收账款余额总数的41.61%，欠款单位集中度尚可。

2016—2018年，随着项目投入，公司存货持续快速增长，年均复合增长49.59%。截至2018年末，公司存货账面价值1,103.11亿元，较年初增长56.04%，主要系将部分基建、公租房项目由在建工程或投资性房地产重分类至存货以及项目持续投入所致；存货中开发成本占比较高，主要由棚改项目（579.15亿元）、土地整理及配套基建项目投入（324.56亿元）、商品房项目（103.60亿元）、公租房项目（60.51亿元）投入构成，未计提跌价准备。

2016—2018年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长0.39%。截至2017年末，公司非流动资产361.66亿元，较年初增长79.21%。截至2018年末，公司非流动资产203.41亿元，较年初下降43.76%，主要系投资性房地产及在建工程减少所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占18.30%）、投资性房地产（占25.04%）和在建工程（占40.12%）构成。

2016—2018年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长50.64%。截至2018年末，公司可供出售金融资产37.22亿元，较年初增长31.73%，主要系新增对郑州惠科光电科技有限公司3.00

亿元股权投资、增加对西部利得-安瑞 9 号资产管理计划的投资 8.50 亿元所致；此外，公司可供出售金融资产中规模较大的还包括对河南民航机场建设开发有限公司的权益投资 10.04 亿元、对上海合晶硅材料有限公司的投资 7.00 亿元。公司可供出售金融资产均采用成本法计量。

2016—2018 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 36.78%。截至 2017 年末，公司投资性房地产 76.71 亿元，较年初增长 181.80%，主要系由于部分项目完工后由在建工程结转至投资性房地产以及合并范围增加所致。截至 2018 年末，公司投资性房地产账面价值 50.93 亿元，较年初下降 33.61%，主要系将公租房资产转入存货所致。公司投资性房地产主要为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）3.31 亿元，无减值准备。仍于投资性房地产中核算的公租房资产处于租赁状态，转入存货的公租房资产未来待与政府结算。

2016—2018 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 19.31%。截至 2017 年末，公司在建工程 237.29 亿元，较年初增长 89.54%，主要系项目投入所致。截至 2018 年末，公司在建工程 81.60 亿元，较年初下降 65.61%，主要系部分基建项目重分类至存货所致；金额较大的在建工程主要包括：①机场二期 32.13 亿元（总投资额 33.46 亿元，预计 2020 年 12 月完工，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）；②第 5 代 TFT-LCD 生产线建设项目 13.01 亿元（总投资额 40.00 亿元，预计 2020 年 5 月点亮投产）；③第十一届中国（郑州）国际园林博览会园博园配套工程（老家院子项目）4.91 亿元（总投资额 10.00 亿元，预计 2019 年完工）。公司在建工程未计提减值准备。

截至 2019 年 9 月末，公司合并资产总额 1,699.65 亿元，较年初增长 12.79%；其中流动资产占 85.10%，非流动资产占 14.90%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 29.60 亿元，其中受限货币资金 27.40 亿元，主要是银行承兑汇票、信用证保证金及监管账户资金，其余受限资产系用于银行抵押贷款的在建工程 1.80 亿元及土地使用权 0.40 亿元；受限资产占总资产比重为 1.74%，公司资产受限比例较低。

总体看，公司资产规模持续增长，资产结构以流动资产为主，但流动资产主要是土地整理及棚改项目投入，受结算模式影响，上述项目的投资回收期长，公司资产流动性较弱。

3. 负债及所有者权益

负债

2016—2018 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 32.03%。截至 2018 年末，公司负债总额 984.11 亿元，较年初增长 17.14%，主要系非流动负债增长所致。其中，非流动负债占 62.87%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 37.83%。截至 2018 年末，公司流动负债 365.44 亿元，较年初增长 12.85%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 6.50%）、应付票据及应付账款（占 39.64%）、其他应付款（占 9.36%）、预收款项（占 10.53%）和一年内到期的非流动负债（占 31.42%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 172.46%。截至 2018 年末，公司短期借款 23.75 亿元，较年初下降 21.60%，主要系部分短期借款到期偿还而新增较少所致；短期借款主要是信用借款（15.96 亿元）和保证借款（7.04 亿元）。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款波动增长，年均复合增长 67.21%。截至 2018 年末，公司应付票据及应付账款 144.86 亿元，较年初下降 13.99%，主要系主要系应付工程款结算减少所

致；应付账款 128.91 亿元，较年初下降 16.36%，应付账款主要是应付工程款，账龄以 1 年以内（69.64 亿元）和 1~2 年（53.01 亿元）为主。

2016—2018 年，公司预收款项波动减少，年均复合下降 1.82%。截至 2018 年末，公司预收款项 38.47 亿元，较年初增长 11.20%；预收款项主要由预收售房款及货款构成。

2016—2018 年，公司其他应付款（含应付利息的合计数）波动减少，年均复合下降 10.27%。截至 2018 年末，公司其他应付款 34.19 亿元，较年初增长 25.38%，主要系往来款增加所致；其他应付款主要是往来款（18.06 亿元）、押金和保证金（8.79 亿元），本报告将其他应付款中的带息债务调整计入短期债务。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 45.78%。截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 114.83 亿元，较年初增长 91.21%，主要系长期债务即将到期而重分类所致；其中，一年内到期的长期借款 64.78 亿元、一年内到期的应付债券 35.00 亿元、一年内到期的长期应付款 15.05 亿元。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 32.03%。截至 2018 年末，公司非流动负债 618.67 亿元，较年初增长 19.82%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 64.99%）、应付债券（占 16.08%）和长期应付款（占 18.93%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 11.28%。截至 2018 年末，公司长期借款 402.05 亿元，较年初增长 9.15%；长期借款主要由质押借款 239.28 亿元、信用借款 89.29 亿元和保证借款 68.73 亿元构成，其中质押借款系采用政府购买服务合同项下的未来收益权进行质押。

2016—2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 125.89%。截至 2018 年末，公司应付债券 99.50 亿元，较年初增长 101.01%，主要系新发行债券所致。

2016—2018 年，公司长期应付款逐年快速增长，年均复合增长 166.51%。截至 2018 年末，公司长期应付款 117.12 亿元，较年初增长 18.95%，主要系中原豫资投资控股集团有限公司向公司转贷的棚户区改造项目资金增加所致，本报告将其中的转贷款调整计入长期债务核算。

2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 37.26%。截至 2018 年末，公司全部债务 781.94 亿元，较年初增长 25.79%。其中，短期债务占 20.95%，长期债务占 79.05%，以长期债务为主。短期债务 163.82 亿元，较年初增长 54.77%，主要系长期债务即将到期而重分类所致。长期债务 618.12 亿元，较年初增长 19.85%。截至 2018 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 65.31%、59.93%和 54.18%，较年初分别下降 0.19 个百分点、提高 1.52 个百分点和提高 0.36 个百分点。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，但将于 2019 年及 2020 年到期的债务规模较大。

表 7 截至 2018 年末公司债务到期期限分布情况（单位：亿元）

项目\到期时间	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后	合计
短期借款	23.75	--	--	--	23.75
应付票据	15.95	--	--	--	15.95
一年内到期的非流动负债	114.83	--	--	--	114.83
其他短期有息债务 （其他应付款及其他流动 负债）	9.29	--	--	--	9.29
短期债务合计	163.82	--	--	--	163.82
长期借款	--	36.70	31.20	334.15	402.05
应付债券	--	53.00	27.00	19.50	99.50

长期应付款（带息部分）	--	11.20	10.40	94.97	116.57
长期债务合计	--	100.90	68.60	448.62	618.12
有息债务合计	163.82	100.90	68.60	448.62	781.94

注：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

如将其他权益工具中的永续债（截至 2018 年末为 52.00 亿元）及少数股东权益中的基金类融资（截至 2018 年末为 114.81 亿元，其中 24.00 亿元应于 2019 年到期）调入债务，截至 2018 年末，公司全部债务增至 948.75 亿元；其中，短期债务 187.82 亿元（占 19.80%），长期债务 760.93 亿元（占 80.20%）。截至 2018 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 76.38%、72.72%和 65.10%，较调整前分别上升 11.07 个百分点、12.78 个百分点和 10.92 个百分点。少数股东权益中的基金类权益融资 114.81 亿元，将于 2019—2021 年到期的金额分别为 24.00 亿元、22.60 亿元和 48.84 亿元，其余 19.37 亿元将于 2022 年及以后到期。

截至 2019 年 9 月末，公司负债总额 1,137.01 亿元，较年初增长 15.54%；其中流动负债占 40.41%，非流动负债占 59.59%。公司负债构成以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年 9 月末，公司全部债务 950.98 亿元，较年初增长 21.62%。其中，短期债务 273.57 亿元（占全部债务的 28.77%），较年初增长 67.00%；长期债务 677.41 亿元（占全部债务的 71.23%），较年初增长 9.59%。截至 2019 年 9 月末，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 66.90%、62.83%和 54.63%，较年初略有提高。

截至 2019 年 9 月末，公司其他权益工具中的永续债账面价值为 87.00 亿元，少数股东权益中存在的基金类融资余额为 89.85 亿元（其中将于 1 年内到期的金额为 19.90 亿元），若将其调整计入债务，则截至 2019 年 9 月末，公司债务总额为 1,127.83 亿元，其中短期债务 293.47 亿元，长期债务 834.36 亿元，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 77.30%、74.51%和 68.38%，较调整前分别上升 10.41 个百分点、11.68 个百分点和 13.75 个百分点。根据公司提供资料，截至 2019 年 9 月末，公司 2019 年 10—12 月需要偿还的债务本金规模约 57 亿元，2020 年需偿还债务本金规模为 233.5 亿元，2021 年需偿还债务本金规模为 96.30 亿元，2022 年及以后需偿还债务本金规模为 564.19 亿元，公司 2020 年还款压力较大。

总体看，公司负债及债务规模快速增长，若将权益中的基金类融资调整计入债务，则公司债务负担有所加重；公司债务期限结构以长期为主，但将于 2020 年到期的债务规模较大，债务到期还本付息存在较大资金需求。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 32.65%。截至 2018 年末，公司所有者权益为 522.81 亿元，较年初增长 18.10%，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比为 65.59%，少数股东权益占比为 34.41%。归属于母公司所有者权益 342.93 亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 40.82%、34.71%和 8.59%。少数股东权益占比偏高，权益稳定性一般。

2016—2018 年，公司实收资本逐年增加，年均复合增长 18.32%。截至 2018 年末，公司实收资本 140.00 亿元，较年初增加 20.00 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。2016—2018 年，公司其他权益工具快速增加，截至 2018 年末公司其他权益工具 54.04 亿元，较年初增长 86.09%，主要系发行永续债券所致。2016—2018 年末，公司资本公积分别为 94.76 亿元、94.60 亿元和 119.02 亿元，资本公积波动增长，主要系获得政府单位拨付的项目建设专项资金所致。

2016—2018 年末，公司少数股东权益分别为 81.58 亿元、174.87 亿元和 179.87 亿元，截至 2018 年末，公司少数股东权益中包含基金类权益融资 114.81 亿元（主要包括广德兴港农银投资管理合伙企业（有限合伙）25.50 亿元、河南港中股权投资基金（有限合伙）19.90 亿元、河南建信兴港新型城镇化股权投资基金（有限合伙）17.60 亿元等），未来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 2019 年 9 月末，公司所有者权益为 562.63 亿元，较年初增长 7.62%，主要系发行永续债所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 71.63%，少数股东权益占比为 28.37%，权益结构较年初变化不大。其他权益工具为 89.04 亿元，较年初增长 64.77%，主要系发行 30 亿元永续债“19 兴港 Y1”所致。资本公积为 137.36 亿元，较年初增长 15.41%，主要系获得的棚改专项债资金增加所致。少数股东权益为 159.64 亿元，较年初下降 11.25%，主要系基金融资到期清算所致。

总体看，随着股东对公司逐步注资以及发行永续债券，公司权益规模快速增长，但权益构成中存在较大规模的基金类融资，随着基金的陆续到期清算，少数股东权益或将下降，公司所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 45.33%。2018 年，公司营业收入 269.11 亿元，较上年增长 80.23%，主要系土地整理、棚改服务、商品贸易和房地产销售收入增加所致。同期，公司营业成本随之增加，年均复合增长 43.89%，2018 年公司营业成本为 242.27 亿元，较上年增长 80.54%，成本增速与收入增速持平。2016—2018 年，公司营业利润逐年增长，年均复合增长 59.64%，2018 年为 19.84 亿元，较上年增长 82.18%，主要系随着收入增长，毛利润增加所致。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 77.20%。2018 年，公司期间费用总额为 6.23 亿元，较上年增长 90.68%，主要系管理费用和财务费用增加所致；从构成看，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 17.72%、60.27%和 22.01%。2018 年，公司销售费用为 1.10 亿元，较上年增长 53.39%，管理费用为 3.76 亿元，较上年增长 48.77%，财务费用为 1.37 亿元，较上年的 0.02 亿元大幅增加，主要系受债务规模扩大、部分项目建设期结束后相应利息支出不再资本化等综合因素影响。2018 年，公司费用收入比为 2.32%，较上年提高 0.13 个百分点，费用控制能力较强。

2016—2018 年，公司投资收益分别为 0.02 亿元、0.30 亿元和 0.71 亿元，2018 年投资收益占营业利润比重为 3.59%，对营业利润影响不大。2016—2018 年，公司其他收益和营业外收入的合计数分别为 3.56 亿元、3.34 亿元和 1.35 亿元，其中政府补助金额分别为 3.41 亿元、3.10 亿元和 1.33 亿元，政府补助占利润总额的比重分别为 30.07%、21.99%和 6.40%，公司利润来源对政府补助的依赖程度一般。2018 年，公司获得的政府补助金额较上年大幅下降，主要系上年获得 2.50 亿元园博园补助资金，而 2018 年未获得上述补助所致。2016—2018 年，公司分别实现净利润 10.25 亿元、10.32 亿元和 14.10 亿元，盈利规模有所增长。

从盈利指标看，2016—2018 年，营业利润率分别为 7.69%、9.26%和 9.27%。2016—2018 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率小幅波动，但变化比率均未超过 1 个百分点，2018 年上述比率分别为 1.36%、1.63%和 2.92%，较上年分别提高 0.15 个百分点、提高 0.26 个百分点和提高 0.13 个百分点。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 204.57 亿元，较上年同期增长 26.09%，主要系商品贸易和商品房销售收入增加较多所致；实现净利润 8.27 亿元，较上年同期增长 60.10%，主要系获得的政府

补贴收入较上年同期增加较多所致。

总体看，随着各主要业务板块结算规模的扩大，公司收入及利润规模增长明显，公司的利润来源主要是各项经营业务的营业毛利，投资收益及补贴收入对利润贡献不大。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 18.8%。2018 年公司经营活动现金流入 415.54 亿元，较上年增长 57.34%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 246.35 亿元，较上年增长 58.06%，主要系土地整理、贸易等经营业务收款增加所致；收到其他与经营活动有关的现金 164.31 亿元，较上年增长 52.87%，主要系收到与财政等相关单位的往来款增加所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 8.54%。2018 年，公司经营活动现金流出 559.43 亿元，较上年增长 12.51%；其中，购买商品、接受劳务支付的现金 460.28 亿元，较上年增长 32.91%，主要是各类经营业务支出；支付其他与经营活动有关的现金主要是支付的各类往来款及保证金，2018 年为 80.92 亿元，较上年下降 40.68%，主要系支付的往来款减少所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流持续为净流出状态，净流出额分别为 177.86 亿元、233.13 亿元和 143.90 亿元。2018 年，公司现金收入比为 91.54%，较上年下降 12.84 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入额分别为 18.96 亿元、17.11 亿元和 75.92 亿元。2018 年，公司投资活动现金流入额，较上年增长 343.84%，主要系赎回理财产品增加所致（投资活动现金流入主要是收回投资收到的现金 57.46 亿元）。2016—2018 年，公司投资活动现金流出额波动增长，年均复合增长 5.26%，2018 年为 103.41 亿元，较上年增长 10.93%，主要系购买理财产品增加所致（反映于“投资支付的现金”）。2016—2018 年，公司投资活动现金净流出额分别为 74.38 亿元、76.12 亿元和 27.48 亿元。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入额逐年增长，年均复合增长 29.91%。2018 年，公司筹资活动现金流入额为 367.18 亿元，较上年下降 18.63%；其中，吸收投资收到的现金 78.29 亿元，较上年下降 33.23%，主要系 2018 年获得的基金类融资减少所致，吸收投资包括股东注资以及基金类融资；取得借款收到的现金 276.63 亿元，较上年下降 13.58%。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出金额分别持续增加，年均复合增长 40.65%。2018 年，公司筹资活动现金流出额为 173.58 亿元，较上年增长 38.48%，主要系债务还本付息规模增加所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流持续为净流入状态，净流入金额分别为 129.82 亿元、325.91 亿元和 193.60 亿元。

2019 年 1—9 月，公司经营活动现金净流出 98.16 亿元，投资活动现金净流出 59.43 亿元，筹资活动现金净流入 167.75 亿元。

总体看，由于土地整理、基建、棚改等项目资金支出力度较大，投资回收周期整体较长，公司经营活动及投资活动持续处于现金净流出状态，业务运营对于外部融资有较大依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率略有波动，速动比率逐年下降，但变化不大。截至 2018 年末，公司流动比率由年初的 2.84 倍提高至 3.57 倍，速动比率由年初的 0.66 倍下降至 0.55 倍，流动资产及速动资产对流动负债的保障程度一般。2016—2018 年末，公司现金短期债务比逐年下降，分别为 1.23 倍、0.87 倍和 0.70 倍，但现金类资产对短期债务的整体覆盖程度尚可。截至 2019 年 9 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 3.15 倍、0.62 倍和 0.53 倍。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, 2016—2018 年, 公司 EBITDA 逐年增长, 年均复合增长 39.59%, 2018 年, 公司 EBITDA 为 25.07 亿元, 较上年增长 63.85%。从构成看, 2018 年公司 EBITDA 由折旧 (占 7.16%)、摊销 (占 2.30%)、计入财务费用的利息支出 (占 7.94%) 和利润总额 (占 82.60%) 构成。2016—2018 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 0.58 倍、0.40 倍和 0.59 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度一般; EBITDA 全部债务比分别为 0.03 倍、0.02 倍和 0.03 倍, EBITDA 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偏弱。

截至 2019 年 9 月末, 公司对外担保合同金额为 16.00 亿元, 担保余额为 7.68 亿元, 担保比率为 1.37%。被担保企业为港区建投公司, 港区建投公司唯一股东及实际控制人为实验区管委会, 目前经营情况正常。整体看, 公司代偿风险不大。

截至 2019 年 9 月末, 公司 (含合并范围内子公司) 涉及的重大诉讼案件 3 起, 涉及金额合计 9,506.29 万元, 金额不大, 且公司 (合并范围内的子公司) 为原告, 公司或有负债风险不高。

截至 2019 年 9 月末, 公司获得的各金融机构授信额度合计 1,743.91 亿元, 其中未使用额度 236.83 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 (中征码: 91410100055962178T), 截至 2019 年 10 月 14 日, 公司本部无不良及关注类未结清信贷信息记录。

总体看, 公司短期偿债指标表现一般, 长期偿债指标表现偏弱, 但考虑到公司作为航空港实验区内重要的开发主体, 可获得很大力度的外部支持, 且公司融资渠道较为畅通, 公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至 2018 年末, 母公司资产总额 645.29 亿元, 所有者权益 226.42 亿元。2018 年, 母公司实现营业收入 2.69 亿元, 利润总额 2.32 亿元。

截至 2019 年 9 月末, 母公司资产总额 877.19 亿元, 所有者权益 262.21 亿元, 负债 614.99 亿元, 全部债务³ 379.07 亿元, 其中应付债券 160.65 亿元; 母公司资产负债率 70.11%, 全部债务资本化比率 59.11%。2019 年 1—9 月, 母公司实现营业收入 1.18 亿元, 利润总额 1.05 亿元。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对公司债务的影响

截至 2019 年 9 月末, 公司全部债务 950.98 亿元, 本期拟发行债券规模为不超过 10.00 亿元, 对公司现有债务规模有一定影响。

以 2019 年 9 月末财务数据为基础, 本期债券发行后, 在其他因素不变的情况下, 公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 66.90%、62.83% 和 54.63% 上升至 67.09%、63.07% 和 54.99%, 公司负债水平有所上升, 债务负担有所加重。若将其他权益工具中的永续债和少数股东权益中的基金融资调整计入债务, 则截至本期债券发行后, 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由 77.30%、74.51% 和 68.38% 上升至 77.44%、74.68% 和 68.64%。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础, 公司 2018 年 EBITDA 为 25.07 亿元, 为本期债券发行额度 (10 亿

³ 母公司全部债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

元)的2.51倍, EBITDA对本期债券的保障能力尚可; 2018年, 公司经营活动产生的现金流入415.54亿元, 为本期债券发行额度的41.55倍, 公司经营活动流入量对本期债券覆盖程度较高。

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, 且可获得的外部支持力度大, 公司对本期债券的偿还能力极强。

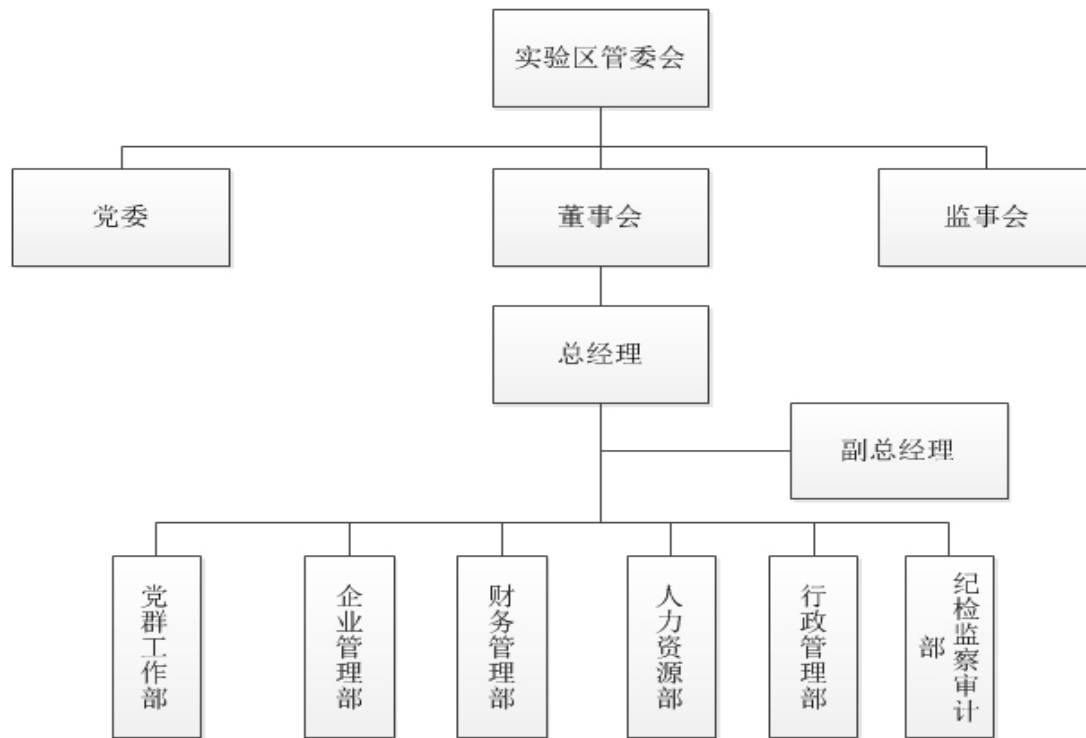
九、综合评价

航空港实验区战略地位重要、区位及交通优势明显、获得上级政府的支持力度很大, 公司作为航空港实验区重要的开发主体, 在资本金注入、财政补贴等方面获得了很大力度的外部支持, 公司收入及利润规模增长明显。同时, 联合评级也关注到公司经营活动现金流呈持续净流出状态、面临较大资本支出压力及筹资压力, 公司债务规模快速增长、2020年面临较大集中偿付压力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, 并将继续获得有力的外部支持, 公司各类业务储备充足, 经营状况有望保持稳定, 联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1 郑州航空港兴港投资集团有限公司
组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



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 9 月末）

序号	子公司全称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	业务性质
1	郑州航空港区航程置业有限公司	377,926.00	90.05	房地产
2	郑州创泰生物技术服务有限公司	50,000.00	100.00	批发和零售业
3	郑州航空港兴晟信资本管理有限公司	100,000.00	100.00	投融资咨询、资产管理
4	郑州航空港区卓正文化传媒有限公司	100,000.00	100.00	租赁和商业服务业
5	郑州航空港区兴安物业管理有限公司	100.00	100.00	物业管理
6	郑州航空港区国有资产经营管理有限公司	878,300.00	直接持股 25.05%	国有资本运营
7	河南绿港基础建设有限公司	1,000.00	51.00	施工及养护管理
8	郑州航空港区兴瑞实业有限公司	300,000.00	51.00	批发和零售业
9	河南京港股权投资基金管理有限公司	7,500.00	20.00	管理或受托管理非证券类股权投资及咨询业务
10	河南富港投资控股有限公司	57,000.00	34.39	建设项目、实业、房地产项目的投资
11	郑州航空港汇港发展有限公司	130,000.00	100.00	城市的建设及管理、建筑工程
12	郑州航空港兴港智慧城市有限公司	30,000.00	100.00	电子商务
13	中原航空港产业投资基金管理有限公司	10,000.00	直接持股 27.70%，间接持股 44.60%	租赁和商业服务业
14	郑州航空港兴港公用事业有限公司	100,000.00	直接持股 71.00%，通过控股子公司航程置业持股 29.00%	公共管理设施
15	郑州航空港区兴港人力资源服务有限公司	300.00	100.00	人力资源
16	郑州航空港区兴慧电子科技有限公司	1,000.00	100.00	电子科技领域内技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；电子产品研发、生产和销售
17	郑州航空港区兴创电子科技有限公司	10,000.00	100.00	电子科技领域内技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；电子产品研发、生产和销售
18	河南省临空产业园发展有限公司	205,000.00	直接持股 97.56%，通过控股子公司航程置业持股 2.44%	产业园区及房地产开发与经营，企业管理咨询等
19	郑州航空港兴港置地有限公司	500,000.00	直接持股 99.60%，通过控股子公司航程置业持股 0.40%	房地产开发与销售，房屋租赁及相关业务和配套服务，房地产信息咨询。

注：1. 郑州航空港区国有资产经营管理有限公司其他股东均为基金或资产管理公司，投资期间各出资人分别将所持股权表决权委托公司代为行使，不向被投资公司委派董事、监事和高级管理人员，公司仍对郑州航空港区国有资产管理有限公司具有实际控制权；2. 根据公司与中原豫资投资控股集团有限公司、国开发展基金有限公司的约定，河南富港投资控股有限公司的实际控制权属于公司

资料来源：公司审计报告及公司提供的其他资料，联合评级整理

附件 3 郑州航空港兴港投资集团有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	844.43	1,282.82	1,506.92	1,699.65
所有者权益（亿元）	297.14	442.67	522.81	562.63
短期债务（亿元）	60.63	105.85	163.82	273.57
长期债务（亿元）	354.42	515.75	618.12	677.41
全部债务（亿元）	415.05	621.60	781.94	950.98
营业收入（亿元）	127.41	149.31	269.11	204.57
净利润（亿元）	10.25	10.32	14.10	8.27
EBITDA（亿元）	12.87	15.30	25.07	--
经营性净现金流（亿元）	-177.86	-233.13	-143.90	-98.16
应收账款周转次数（次）	10.29	13.53	17.57	--
存货周转次数（次）	0.37	0.22	0.27	--
总资产周转次数（次）	0.17	0.14	0.19	--
现金收入比率（%）	130.13	104.38	91.54	124.23
总资本收益率（%）	1.67	1.21	1.36	--
总资产报酬率（%）	1.55	1.36	1.63	--
净资产收益率（%）	3.85	2.79	2.92	--
营业利润率（%）	7.69	9.26	9.27	7.80
费用收入比（%）	1.56	2.19	2.32	3.93
资产负债率（%）	64.81	65.49	65.31	66.90
全部债务资本化比率（%）	58.28	58.41	59.93	62.83
长期债务资本化比率（%）	54.40	53.81	54.18	54.63
EBITDA 利息倍数（倍）	0.58	0.40	0.59	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.02	0.03	--
流动比率（倍）	3.34	2.84	3.57	3.15
速动比率（倍）	0.78	0.66	0.55	0.62
现金短期债务比（倍）	1.23	0.87	0.70	0.53
经营现金流流动负债比率（%）	-92.46	-71.99	-39.38	-21.37
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.29	1.53	2.51	--

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有息债务计入债务核算，其他流动负债仅 2018 年末及 2019 年 9 月末有余额，2016—2017 年末其他流动负债金额为 0；4. 2019 年 1—9 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

附件 4 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 + 销售费用 + 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)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

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 5 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。

**联合信用评级有限公司关于
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）
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年郑州航空港兴港投资集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

郑州航空港兴港投资集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。郑州航空港兴港投资集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注郑州航空港兴港投资集团有限公司的相关状况，如发现郑州航空港兴港投资集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如郑州航空港兴港投资集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至郑州航空港兴港投资集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送郑州航空港兴港投资集团有限公司、监管部门等。

