

郑州航空港兴港投资集团有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：李 文 wli@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1522 号

郑州航空港兴港投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

将贵公司的主体信用等级由 **AA⁺**调升至 **AAA**，评级展望为稳定；

将“16 郑州兴港债/PR 兴港债”、“17 港兴港投 MTN001”和“18 港兴港投 MTN001”的信用等级由 **AA⁺**调升至 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际将郑州航空港兴港投资集团有限公司(以下简称“兴港集团”或“公司”)的主体信用等级由 **AA+** 调升至 **AAA**，评级展望为稳定；将“16 郑州兴港债/PR 兴港债”、“17 港兴港投 MTN001”和“18 港兴港投 MTN001”的债项信用等级由 **AA+** 调升至 **AAA**。此次调升信用等级基于以下因素：郑州市及航空港区经济实力持续增强，区域战略地位重要，发展潜力大且获得政策支持力度加大；公司地位突出，持续获得强有力的外部支持，资本实力进一步提升；业务多元化程度高，收入来源较为丰富；作为航空港区最重要的基础设施投融资建设及运营主体，业务稳定性及可持续性较强；资产质量进一步提升。但同时，中诚信国际关注到公司债务持续增长，面临一定的偿债压力；需持续关注收购的上市公司未来经营情况及纳入公司合并范围后对公司盈利的影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

兴港集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,282.82	1,506.92	1,779.33	1,917.48
所有者权益合计（亿元）	442.67	522.81	565.77	579.47
总负债（亿元）	840.15	984.11	1,213.57	1,338.01
总债务（亿元）	621.60	781.94	1,039.74	1,171.14
营业总收入（亿元）	149.31	269.11	303.96	58.84
经营性业务利润（亿元）	10.68	19.15	12.22	1.27
净利润（亿元）	10.32	14.10	14.34	0.56
EBITDA（亿元）	15.30	25.07	28.09	--
经营活动净现金流（亿元）	-233.13	-143.90	-131.46	-42.44
收现比(X)	1.04	0.92	1.10	0.96
营业毛利率(%)	10.13	9.98	8.51	6.13
应收类款项/总资产(%)	6.35	3.03	3.92	4.82
资产负债率(%)	65.49	65.31	68.20	69.78
总资本化比率(%)	58.41	59.93	64.76	66.90
总债务/EBITDA(X)	40.62	31.18	37.01	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.40	0.59	0.55	--

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、各期财务报表均按照新会计准则编制；3、中诚信国际分析时，将“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算、将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；4、由于公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

郑州航空港兴港投资集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	13.99	10
	收现比(X)*	1.03	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.35	2
	受限资产占总资产的比重(X)	0.03	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	565.77	10
	总资本化比率(X)	0.65	6
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			3
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用近三年数据计算得出

正面

■ **郑州市及航空港区经济实力持续增强，区域战略地位重要、发展潜力大且获得政策支持力度加大。**2019 年，郑州市及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“航空港区”）经济发展持续向好，分别实现地区生产总值 11,589.7 亿元和 980.8 亿元，分别同比增长 6.5%和 10.2%，区域经济实力进一步增强。2019 年 9 月，国家发展改革委、交通运输部联合印发《关于做好 2019 年国家物流枢纽建设工作的通知》，明确在郑州市建立空港型国家物流枢纽，系批复的唯一空港型国家物流枢纽；2020 年 4 月，郑州市政府印发《郑州市 2020 年对外开放实施方案》，明确以自贸试验区建设为引领，以航空港区为载体，加快推进国家中心城市建设。

■ **公司地位突出，持续获得强有力的外部支持，资本实力进一步提升。**公司是航空港区最重要的基础设施投融资建设及运营主体，承担了航空港区几乎全部的基础设施投融资建设及运营任务，主营业务在航空港区处于垄断地位。基于公司的重要定位，2019 年，郑州市航空港经济综合实验区管理委员会（以下简称“航空港区管委会”）连续第三年向公司货币增资 20.00 亿元，资本实力进一步提升；同期收到航空港区管委会拨付的隐性债务化解资金 11.98 亿元、棚改专项债券资金 18.00 亿元、项目专项资金 1.38 亿元以及政府补贴 5.70 亿元，专项资金及政府补贴规模均为近三年来最高，持续获得强有力的外部支持。

■ **业务多元化程度高，收入来源较为丰富。**公司主营业务涵盖土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造、商品贸易、商业房地产开发、投资性房地产租赁、公用事业运营等多个领域，且 2019 年公司收购两个上市公司，有望拓展电子信息领域的相关业务，业务多元化水平将进一步提高。2019 年，公司营业收入大幅增加的同时，商品房合同销售金额、投资性房地产租赁收入及公用事业运营收入等同比均有大幅提升。

■ **业务稳定性及可持续性较强。**作为航空港区最重要的基础设施投融资建设及运营主体，公司承接的土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造、产业园等各类项目数量多且投资规模大，同时航空港区战略地位突出，规划区域面积较大，公司未来仍将承担较多的开发建设任务，公司业务稳定性及可持续性较强。

■ **资产质量进一步提升。**公司棚户区改造项目投资规模大，且均有明确的结算方式，2017~2019 年，棚改服务收入分别为 29.40 亿元、40.72 亿元和 46.01 亿元，棚改项目进入回款期且回款规模逐年增加。2019 年，公司收到产业园租赁收入 5.32 亿元，同比增加 75.58%，且出租率高。同时公司亦拥有航空港区多项公用事业特许经营权，其中 2019 年获得《电力业务许可证》和《燃气经营许可证》，均可产生稳定的现金流，公司资产收益性进一步提升。

关 注

■ **债务持续增长，面临一定的偿债压力。**2019 年以来，随着公司各类项目建设的不断推进，总债务规模持续扩大，资产负债率和总资本化比率亦有所升高，且已处于较高水平，公司面临一定的偿债压力。

■ **持续关注收购的上市公司未来经营情况及纳入公司合并范围后对公司盈利的影响。**2019 年，公司全资子公司郑州航空港区兴慧电子科技有限公司和郑州航空港区兴创电子科技有限公司（以下分别简称“兴慧电子”和“兴创电子”）分别获得了北京合众思壮科技股份有限公司和福建实达集团股份有限公司（以下分别简称“合众思壮”和“实达集团”，股票代码分别为 002383.SZ 和 600734.SH）的实际控制权，目前均未纳入公司合并范围。2019 年，上述两个上市公司经营均大幅亏损，中诚信国际将持续关注其未来经营情况以及纳入公司合并范围后对公司整体盈利的影响。

评级展望

中诚信国际认为，郑州航空港兴港投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**股东对公司的支持大幅减少，公司地位大幅削弱；公司主要财务指标及再融资环境均出现明显恶化，流动性压力骤升等。

评级历史关键信息

郑州航空港兴港投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	16 郑州兴港债/PR 兴港债 (AA ⁺)	2019/06/24	陈志东、李文	中诚信国际基础设施投融资评级方法 140000_2018_01	阅读全文
	17 港兴港投 MTN001 (AA ⁺)				
	18 港兴港投 MTN001 (AA ⁺)				
AA+/稳定	18 港兴港投 MTN001 (AA ⁺)	2018/01/26	魏荣、魏文楚	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI_140200_2017_02	阅读全文
AA+/稳定	17 港兴港投 MTN001 (AA ⁺)	2017/08/31	魏荣、魏文楚	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI_140200_2014_01	阅读全文
AA+/稳定	16 郑州兴港债/PR 兴港债 (AA ⁺)	2016/07/06	陆静怡、付一歌、郭鹏	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (地方投融资平台) CCXI_140200_2014_01	阅读全文

同行业比较

功能类似区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
兴港集团	1,779.33	565.77	68.20	303.96	14.34	-131.46
武汉航发	604.62	119.22	80.28	118.65	1.03	8.97
成都空港兴城	731.64	427.61	41.55	37.79	7.53	1.84
天津保税区投控	1,426.80	513.78	63.99	102.89	14.75	-18.69

注：“武汉航发”、“成都空港兴城”和“天津保税区投控”分别为“武汉航空港发展集团有限公司”、“成都空港兴城投资集团有限公司”和“天津保税区投资控股集团集团有限公司”的简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
16 郑州兴港债/PR 兴港债	AAA	AA ⁺	19.50	16.575	2016/07/20~2026/07/20
17 港兴港投 MTN001	AAA	AA ⁺	15.00	15.00	2017/11/02~2020/11/02
18 港兴港投 MTN001	AAA	AA ⁺	15.00	15.00	2018/03/07~2021/03/07

注：“16 郑州兴港债/PR 兴港债”设本金提前偿还条款，即在本期债券存续期的第 3、4、5、6 个计息年度末分别按照债券发行总额 15% 的比例偿还债券本金，在本期债券存续期的第 7、8、9、10 个计息年度末分别按照债券发行总额 10% 的比例偿还债券本金。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“16 郑州兴港债/PR 兴港债”，募集资金 19.50 亿元，用于郑州航空港经济综合实验区双鹤湖片区地下综合管廊、停车场及附属工程项目；“17 港兴港投 MTN001”，募集资金 15.00 亿元，全部用于偿还金融机构借款；“18 港兴港投 MTN001”，募集资金 15.00 亿元，全部用于偿还金融机构借款。截至 2020 年 5 月末，“16 郑州兴港债/PR 兴港债”募集资金已使用 16.62 亿元；“17 港兴港投 MTN001”和“18 港兴港投 MTN001”募集资金均已使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不

容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

基建补短板，强化地方债对基建稳投资、稳增长的支持：监管允许将专项债券资金作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构依法合规提供配套融资，保障重大项目资金来源。同时，国家继续规范、促进地方债市场化发行，颁布政策引导各地围绕重点领域精准投放，地方专项债在基建补短板、稳投资方面或发挥更大作用。

规范政府投资，持续防范、化解地方政府债务风险：2019 年 5 月，国内首部政府投资管理行政法规暨投资建设领域基本法规发布。2019 年上半年，监管发布多项举措，遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，并且发文强调融资平台流动性风险，禁止为融资平台发行外债提供担保，积极推进收费公路债务置换，鼓励国家级开发区 IPO。

展望：一方面，地方债将持续助力积极财政政策，预期地方债投资者主体将进一步多元化；地方债发行、交易将继续更加市场化、规范化。另一方面，三大攻坚战依然是工作重点。国家将继续坚决遏制地方政府新增隐性债务，积极推动多渠道置换隐性债务；脱贫攻坚、生态环保、社会民生等重点领域补短板政策力度可能更大，以释放红利，提振信心，保持经济运行在合理区间。

随着国家级城市群-中原城市群战略的持续推进，作为中原地区国家中心城市，郑州市区位优势更加凸显，经济发展持续向好

财政级次及特殊地位：郑州市地处中原腹地，是河南省省会城市，是全省政治、经济、文化、金融、科教中心。郑州市现辖 6 区 5 市 1 县及郑州航空港试验区（郑州新郑综合保税区）、郑东新区、郑州经济技术开发区（国家级经开区）、郑州高新技术产业开发区（国家级高新区）。全市总面积 7,446.2 平方公里，其中市区面积 1,055.27 平方公里。同时，郑州市交通区位优势明显，是全国重要的铁路、航空、高速公路、电力、邮政电信主枢纽城市，其中，2019 年郑阜高铁、郑万高铁（河南段）正式开通运营、郑合高铁进入试运行阶段，“米”字形铁路网初步成型。2018 年 11 月，国务院发布《中共中央、国务院关于建立更加有效的区域协调发展新机制的意见》，明确指出以重庆、成都、武汉、郑州、西安等为中心，引领成渝、长江中游、中原、关中平原等城市群发展，带动相关板块融合发展，确立了郑州市在“中原城市群”中的核心地位。2019 年 9 月 11 日，国家发展改革委、交通运输部联合印发《关于做好 2019 年国家物流枢纽建设工作的通知》，明确在郑州市建立空港型国家物流枢纽，系批复的唯一空港型国家物流枢纽，加快构建联通内外、交织成网、高效便捷的“通道+枢纽+网络”物流运作体系，为郑州市经济发展提供良好的机遇。

经济发展水平：近年来，郑州市现代产业体系加快构建，初步形成电子信息、汽车及装备制造两

个 5,000 亿级产业集群，经济保持了稳定增长态势，2019 年，郑州市实现地区生产总值 11,589.7 亿元，同比增长 6.5%。2019 年，郑州市人均生产总值 113,139 元，同比增长 4.1%；城镇化率 74.6%，比上年提高 1.2 个百分点。

财政及债务规模：2019 年，郑州市一般公共预算收入为 1,222.50 亿元，同比增长 6.1%；其中税收占比为 73.04%，一般公共预算收入仍保持稳步增长且收入质量依然较好。同期，郑州市一般公共预算财政平衡率为 63.99%，财政自给能力尚可。2019 年，受房地产市场调控影响，郑州市部分县（市、区）土地出让收入较上年减少，导致郑州市政府性基金收入同比小幅下降 1.4%至 1,415.4 亿元。截至 2019 年末，郑州市政府性债务余额为 1,967.32 亿元。

表 1：2019 年河南省下辖各市经济及财政概况（亿元）

项目名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入	一般公共预算收入增速
郑州市	11,589.70	6.5%	1,222.50	6.1%
洛阳市	5,034.90	7.8%	369.80	7.9%
南阳市	3,814.98	7.0%	196.15	7.8%
新乡市	2,918.18	7.0%	187.21	8.4%
许昌市	3,395.70	7.1%	179.90	8.3%
平顶山市	2,372.64	7.5%	171.39	11.0%
商丘市	2,911.20	7.4%	171.71	11.7%
焦作市	2,761.10	8.0%	156.47	7.5%
安阳市	2,229.30	2.7%	164.10	6.5%
开封市	2,364.14	7.2%	154.86	10.1%
驻马店市	2,742.06	7.4%	160.27	15.1%
周口市	3,198.49	7.5%	140.92	9.0%
三门峡市	1,443.82	7.5%	131.37	9.3%
信阳市	2,758.47	6.3%	119.00	7.6%
濮阳市	1,581.49	6.8%	100.48	9.6%
漯河市	1,578.40	7.5%	95.91	8.5%
鹤壁市	988.69	7.1%	69.45	7.6%
济源市	686.96	7.8%	57.10	13.8%

资料来源：各地市 2019 年统计公报，中诚信国际整理

未来发展机遇：郑州市作为国家中心城市，区

位优势明显，交通体系完善，未来随着中原城市群协同效应的增强和国家物流枢纽的建设，郑州市或将迎来较大的发展机遇，经济实力持续增强。

航空港区战略地位重要，区位优势突出，产业布局进一步完善，2019 年区域经济继续保持高速增长，经济实力进一步增强，且不断获得政策支持

财政级次及特殊地位：航空港区是“郑汴许金三角”¹的核心部分，位于郑州市主城区东南约 25 公里，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。航空港区拥有省辖市经济管理权限，实行两级三层²的管理制度；航空港区管委会为河南省政府派出机构，规格为正厅级。

表 2：国家级临空经济区概况（平方公里）

国家级临空经济区	批复时间	批复单位	规划面积
郑州航空港经济综合实验区	2013.03	国务院	415.00
重庆临空经济示范区	2016.01	发改委和民航局	147.48
青岛胶东临空经济示范区	2016.01	发改委和民航局	149.00
北京大兴国际机场临空经济区	2016.01	发改委和民航局	150.00
上海虹桥临空经济示范区	2016.12	发改委和民航局	13.89
广州临空经济示范区	2016.12	发改委和民航局	135.50
成都临空经济示范区	2017.03	发改委和民航局	100.40
长沙临空经济示范区	2017.05	发改委和民航局	140.00
杭州临空经济示范区	2017.05	发改委和民航局	142.70
贵阳临空经济示范区	2017.05	发改委和民航局	148.00
宁波临空经济示范区	2018.04	发改委和民航局	82.50
西安临空经济区示范区	2018.04	发改委和民航局	144.10
南京临空经济示范区	2019.03	发改委和民航局	81.80
首都机场临空经济示范区	2019.03	发改委和民航局	115.70

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

经济发展水平：航空港区是一个拥有航空、高铁、地铁、城铁、普铁、高速公路与快速路等多种

¹ 2019 年 10 月，《郑许一体化发展规划（2019~2035）》（以下简称“《规划》”）获得中原城市群建设工作领导小组正式批复，《规划》明确将推动形成郑汴许“黄金三角区域”，即构建以航空港区为中心，以郑汴产业带、郑开“双创”活力走廊、开港产业带、许港产业带为支撑的郑州、开封、许昌“黄金三角区域”。

² 两级指的是河南省级政府负责宏观指导规划、决策管理、协调服务及

与国家机关联络沟通；郑州市级政府负责组织领导、具体实施。三层即成立省级航空港实验区建设领导小组、市级航空港实验区建设领导小组、航空港实验区党工委和管委会。其中省级航空港实验区建设领导小组，由河南省常务副省长作为建设领导小组组长，市级航空港实验区建设领导小组，由郑州市市长作为小组组长；两级三层管理体制的落实，可有效保证省级政策及市级资源对航空港实验区的全力倾斜。

交通方式的立体综合交通枢纽。其中，郑州新郑国际机场是我国八大枢纽机场之一，规划 5 条跑道，客运航空公司 55 家，通航城市 116 个；货运航空公司 21 家，开通货运航线 34 条，基本形成横跨欧亚美三大经济区，覆盖全球主要经济体的航线网络。2019 年新郑国际机场完成货邮吞吐量 52.2 万吨，比上年增长 1.4%、旅客吞吐量 2,912.9 万人次，增长 6.6%，客货吞吐量保持中部双第一；郑欧班列开行 1,000 班，增长 33%，外贸进出口总额 3,663.5 亿元，占河南省及郑州市的比重分别为 64.1% 和 88.7%。郑州高铁南站位于航空港区中部，距离新郑国际机场约 6 公里，与郑州东站并列为全国第二大规模的高铁站，是“米”字型高铁的重要组成部分（郑万、郑合、郑济、郑太）和中原城市群城际铁路网重要枢纽站（郑洛、郑许）。航空港区按照“方格网+环状放射”的路网布局打造公路网络，京港澳高速、机场高速和郑民高速共同构成“三纵两横”高速公路网，配合升级改造 G107、S102、S223、S221 等相关国道和省道，形成“五纵六横”干线公路网。此外，郑州地铁 2 号线城郊线和城际铁路已连通航空港区和郑州市主城区，地铁 17 号线、9 号线正在建设中。根据规划，预计共有 6 条地铁线路贯穿航空港区。

根据国务院批复的《郑州航空港经济综合实验区发展规划（2013-2025 年）》，航空港区定位于国际航空物流中心、以航空经济为引领的现代产业基地、内陆地区对外开放重要门户、现代航空都市、中原经济区核心增长极。航空港区重点发展航空物流业、高端制造业和现代服务业等具有临空指向性和关联性的高端产业，其中航空物流业以国际中转物流、航空快递物流、特色产品物流为重点，“三通一达”、顺丰、菜鸟驿站、空桥（俄罗斯）、UPS（新加坡）、安博（美国）等国内外一线物流快递企业及平台公司已入驻；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，引入了富士康、台湾合晶、华锐光电、药明康德、鸿运华宁等知名企业；现代服务业则大力发展专业会展、电子商务、

航空金融、科技研发、高端研发、总部经济等产业。受益于突出的战略定位、显著的区位优势及合理的产业布局，近年来，航空港区域经济保持高速增长，2019 年实现地区生产总值 980.80 亿元，同比增长 10.2%，增速仍位居郑州市各区县（含开发区、县级市）首位。

财政及债务规模：2019 年，航空港区一般公共预算收入为 46.72 亿元，同比增长 10.28%，增速亦为郑州市各区县（含开发区、县级市）第一。其中，税收占比为 83.22%，一般公共预算收入仍保持高速增长且收入质量依然较好。同期，航空港区一般公共预算财政平衡率为 52.68%，财政自给能力一般。2019 年，受房地产宏观调控等因素影响，航空港区政府性基金收入同比下降 43.41% 至 136.17 亿元。截至 2019 年末，航空港区政府债务余额为 170.05 亿元。

未来发展机遇：2017 年 12 月，郑州市政府发布《郑州建设国家中心城市行动纲要（2017-2035）》，明确了航空港区是郑州国家中心城市建设的“引领”，是内陆地区融入“一带一路”建设的核心支点，在郑州建设国家中心城市六大定位中，国际综合交通枢纽、国际物流中心、内陆地区对外开放门户三大功能定位的重心和主要载体都在航空港区。2020 年 4 月，郑州市政府印发《郑州市 2020 年对外开放实施方案》，明确以自贸试验区建设为引领，以航空港区为载体，以综合性交通枢纽为依托，以开放体系为保障，加快推进国家中心城市建设，形成更高层次的高质量发展区域增长极。

公司是航空港区最重要的土地一级开发及基础设施建设主体，土地一级开发及基础设施建设业务模式清晰，在建项目投资规模较大，且航空港区未来开发建设需求依然较高，该业务稳定性及可持续性较强，但公司亦面临较大的资本支出压力

业务模式：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），公司负责航空港区范围内的土地一级开发及

基础设施项目建设，具体业务由子公司郑州航空港区航程置业有限公司、郑州航空港区国有资产经营管理有限公司及郑州航空港汇港发展有限公司（以下分别简称“航程置业”、“国资公司”和“汇港发展”）开展。公司土地一级开发及基础设施建设业务主要采取政府回购模式和委托代建模式³。政府回购模式下，公司与航空港区管委会根据《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），按照成本加成 3% 的利润进行结算；对于“九通一平一围合”等基建工程项目成本，按照成本加成 7.80% 的利润进行结算。委托代建模式下，子公司航程置业、国资公司和汇港发展均与航空港区基础设施建设项目部签订《郑州航空港区经济综合实验区基础设施项目代建合同》，委托代建项目完工后，航空港区基础设施建设项目部按照审定工程总投资额（不含征地拆迁费用、政府税费）的 3% 向公司支付代建管理费用。

资金平衡方式：政府回购项目建设资金主要来源公司自筹和各级财政拨付的专项资金，每年航空港区管委会根据审定的项目成本加成约定的比例与公司进行结算，并据此确认收入。委托代建项目

建设资金均由航空港区基础设施建设项目部拨付，公司仅负责项目自立项到竣工结算的全过程管理，并按照协议约定提取代建管理费。2019 年，公司土地一级开发及基础设施建设业务确认收入 27.23 亿元，均来源于政府回购项目。

业务稳定性及平衡性：公司是航空港区最重要的土地一级开发及基础设施建设主体，承担了航空港区绝大部分的土地一级开发及基础项目建设任务。截至 2020 年 3 月末，公司在建政府回购项目主要包括河西片区及河东北部片区开发项目、渠东会展物流片区开发项目二、渠东会展物流片区开发项目三和渠东双鹤湖区开发项目，在开发区域面积合计达 1.90 万平方米，总投资合计为 226.29 亿元，已投资 117.66 亿元。公司委托代建项目数量较多，但投资规模不大，截至 2020 年 3 月末主要在建委托代建项目总投资合计为 36.54 亿元。此外，目前航空港区尚有约 50% 的区域面积有待开发，公司或仍将承担较大规模的土地一级开发及基础设施建设任务。整体来看，作为航空港区最重要的土地一级开发及基础设施建设主体，公司承接的土地整理及基础设施项目较多，投资规模较大，业务稳定性及可持续性强，但亦面临较大的资本支出压力。

表 3：截至 2020 年 3 月末公司主要在建土地一级开发及基础设施项目（万平方米、亿元）

项目名称	开发区域面积	总投资	已投资	尚需投资	建设周期	回款期间
河西片区及河东北部片区开发项目	0.98	85.62	39.74	45.88	2017.5-2022.5	2020-2026
渠东会展物流片区开发项目二	0.27	15.79	8.16	7.63	2016.5-2021.5	2019-2025
渠东会展物流片区开发项目三	0.20	41.08	20.57	20.51	2017.5-2022.5	2020-2026
渠东双鹤湖区开发项目	0.45	83.80	49.20	34.60	2016.5-2021.5	2019-2025
合计	1.90	226.29	117.66	108.63	--	--

注：因四舍五入，合计数与各数加总可能存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司是航空港区唯一的棚户区改造主体，承接了较大规模的棚户区改造项目；2014 年度至 2016 年度棚改项目均签订了政府购买服务协议，回款较有保障，且 2019 年棚改服务收入进一步扩大；2017 年

度、2018 年度棚改项目亦有明确的结算方式，未来将成为公司重要的收入来源

业务模式：公司是航空港区唯一的棚户区改造主体，具体业务由子公司航程置业和国资公司负

代建模式。

³ 受政策影响，2017 年 7 月前已经存续的土地一级开发及基础设施建设项目均采用政府回购模式；2017 年 7 月后新立项的项目均采用委托

责。公司棚户区改造项目主要采用政府购买服务模式和政府回购模式，政府购买服务模式下的棚户区改造项目均签订了政府购买服务协议；政府回购模式下的棚户区改造项目参照土地一级开发及基础设施业务进行结算。

资金平衡方式：公司棚户区改造项目资金主要来源于政策性银行贷款、政府拨付的棚改专项债及其他专项资金以及公司自筹资金，2019 年公司收到政府拨付的棚改专项债资金 18.00 亿元⁴、收到中央及省级城镇保障性安居工程专项资金 0.41 亿元。政府购买服务模式下，每年航空港区管委会根据协议约定的年度支付计划支付相应的服务费用，公司据此确认收入并结转成本；政府回购模式下，航空港区管委会根据公司投资成本加成 7.8% 与公司进行结算，非公司出资部分按照工程成本加成 3% 收取代建管理费。近年以来，公司确认的棚户区改造业务收入均来源于政府购买服务项目，棚改业务收入逐年提高，2019 年为 46.01 亿元，同比增长 12.98%；2020 年 1~3 月，棚户区改造业务收入为 18.66 亿元。

表 4：近年来公司棚户区改造业务收入情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
2014 年度棚户区改造项目	18.02	21.27	25.21	5.40
2015 年度棚户区改造项目	11.38	11.30	12.65	6.31
2016 年度棚户区改造项目	--	8.15	8.15	6.95
合计	29.40	40.72	46.01	18.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务稳定性和可持续性：截至 2020 年 3 月末，公司已完成 2014 年度棚户区改造项目的建设，该项目采用政府购买服务模式，项目总投资 276.72 亿元，购买服务期限为 25 年，购买服务金额为 532.63 亿元，累计确认收入 71.46 亿元，已回款 70.46 亿元。目前公司在建棚户区改造项目主要为 2015 年度、2016 年度、2017 年度和 2018 年度棚户区改造项目，其中 2015 年度和 2016 年度棚户区改造项目均采用政府购买服务模式，政府购买服务期限均为

25 年，购买服务金额分别为 316.39 亿元和 267.68 亿元；2017 年度和 2018 年度棚户区改造项目均采用政府回购模式。截至 2020 年 3 月末，公司在建棚户区改造项目总投资金额合计为 495.31 亿元，已投资合计为 376.81 亿元，尚需投资 118.50 亿元，仍面临一定的资本支出压力。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司在建棚户区改造项目（亿元）

项目名称	建设期	总投资	已投资	已回款
2015 年度棚户区改造项目	2016.01~2020.12	172.74	157.42	35.90
2016 年度棚户区改造项目	2016.03~2020.12	117.08	86.95	16.56
2017 年度棚户区改造项目	2016.06~2021.12	59.72	38.51	--
2018 年度棚户区改造项目	2018.01~2022.12	145.77	93.93	--
合计	--	495.31	376.81	52.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司商品贸易业务规模进一步扩大，业务收入持续大幅提高，毛利率亦有所上升，但其对公司利润的贡献依然较为有限，且仍需关注上下游客户相对集中的风险

依托航空港区物流优势，公司亦开展商品贸易业务，主要由子公司郑州航空港区兴瑞实业有限公司、郑州市宝聚丰实业有限公司以及郑州航空港兴港供应链管理有限公司（以下分别简称“兴瑞实业”、“宝聚丰”和“兴港供应链”）负责，贸易品种主要包括电子产品、有色金属及煤炭等大宗商品。2019 年，公司有色金属贸易收入与上年基本持平，煤炭及电子产品贸易收入继续保持大幅增长，促使当期公司商品贸易业务收入同比大幅提高 37.66% 至 210.33 亿元，仍然为公司最主要的收入来源。同期，受益于毛利率相对较高的电子产品贸易规模大幅扩大，商品贸易业务毛利率有所提高，但整体仍处于较低水平，对公司利润的贡献依然较为有限。

表 6：近年来公司商品贸易业务收入分产品构成情况（亿元）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
1. 有色金属	59.96	60.54	60.66	13.19
1.1 电解铜	26.37	35.16	50.74	11.7
1.2 锌锭	26.9	5.57	9.38	1.49

⁴ 2019 年河南省累计发行棚改专项债券 414.79 亿元，其中郑州市使用债券额度 86.15 亿元。

1.3 铝锭	0.65	8.56	0.03	0.00
1.4 其他有色金属	6.04	11.25	0.51	0.00
2.煤炭	7.58	23.61	44.79	8.25
3.电子产品	21.38	68.37	101.09	16.56
4.其他	2.12	0.26	3.79	0.47
合计	91.04	152.78	210.33	38.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

有色金属及大宗商品贸易：公司有色金属及大宗商品贸易主要由兴瑞实业和兴港供应链开展，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；在收到下游客户订单后，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。根据贸易产品及下游客户资质情况，公司与下游客户结算方式有所差异，部分为先款后货，部分可给予一定账期。公司有色金属及大宗商品上下游客户多集中于产品需求较为旺盛的上海、江苏、浙江、山东及山西等地区，2019 年有色金属及大宗商品前十大供应商采购金额合计为 73.29 亿元，占采购总额的 68.29%；前十大销售客户销售金额合计为 67.94 亿元，占销售总额的 62.65%，上下游客户相对集中。

电子产品贸易：为配合及促进航空港区智能终端产业的发展，2017 年公司新增电子产品贸易业务，向入驻航空港区的手机制造企业提供手机零部件进口、手机整机出口以及国内代采代销、物流等配套服务，具体由子公司宝聚丰和兴港供应链负责。2019 年，公司电子产品前十大供应商采购金额合计

为 69.13 亿元，占采购总额的 68.11%；前十大销售客户销售金额合计为 72.45 亿元，占销售总额的 71.67%，上下游客户亦相对集中。

公司已完工商业房地产项目销售情况良好，在建及拟建项目数量充足且投资规模较大，同时拥有较大规模的土地储备，未来随着商业房地产项目开发及交付进度的加快，该业务收入有望提高，对公司盈利能力形成补充

公司亦依托自身优势在航空港区内开展商业房地产开发建设，主要由子公司航程置业和郑州航空港兴港置地有限公司（以下简称“兴港置地”）负责。公司商业房地产开发业务主要采取与知名房地产开发商合作开发的业务模式，公司以货币资金或土地使用权出资，与合作方成立合资公司，公司通常持有合资公司 51% 的股权，对合资公司具备实际控制能力。

近年来，公司参与开发的商业房地产项目涵盖住宅、酒店、配套商业资产及城市综合体等多种类型，项目所需土地使用权由公司或合资公司通过“招拍挂”获得，其中住宅及商业综合体项目在取得预售证后对外出售、酒店由公司委托第三方运营。截至 2020 年 3 月末，公司已完成兴港大厦、安纳西庄园一期及盛世城邦一期、二期等项目的开发建设，已完工项目总投资合计为 53.92 亿元，累计已销售 63.44 亿元，已完工商业房地产项目销售情况整体较好。

表 7：截至 2020 年 3 月末，公司已完工商业房地产开发项目（万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	竣工时间	总投资	建筑面积	可售面积	销售进度			预计完成销售时间
						销售额	销售进度	回款情况	
东方港汇	商业、写字楼	2014.08	1.42	3.56	1.10	1.58	100.00%	1.50	--
郑州航空港国际大宗商品供应链产业园一期	写字楼	2018.11	13.07	33.53	23.60	12.09	69.00%	10.63	2023
盛世城邦一期	住宅	2018.12	10.27	32.85	22.13	14.18	100.00%	14.18	--
盛世城邦小二期	住宅	2019.04	2.56	6.37	4.59	4.29	97.38%	4.29	2020
盛世城邦大二期	住宅	2020.01	8.60	21.87	15.11	13.01	89.96%	13.01	2021
兴港国际企业中心一期	Loft 公寓及商业	2018.12	7.50	14.53	8.24	6.41	77.42%	5.39	2021
安纳西庄园一期	住宅及商业	2018.12	10.50	20.8	14.13	11.88	76.50%	11.27	2021
合计	--	--	53.92	133.51	88.90	63.44	--	60.27	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司在建商业房地产项目主要包括盛世城邦三期、航田望湖壹号 and 宇航铭筑等共 10 个项目，项目总投资合计为 135.49 亿元，已投资 51.39 亿元，累计已销售回款 31.10 亿元。拟建项目方面，截至 2020 年 3 月末，公司拟建商业房地产开发项目主要包括祥和湾、

兴港星河城和香湖湾三期商业地块 11#、12#地块项目，预计总投资合计为 27.39 亿元，已投资 4.00 亿元，主要为清理地表障碍物、夯实地基等前期投入。此外，截至 2020 年 3 月末，公司储备土地 2,044.31 亩，其中商业用地 392.71 亩、城镇住宅用地 1,447.37 亩。

表 8：截至 2020 年 3 月末，公司在建商业房地产开发项目（万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	预计建设期	总投资	已投资	建筑面积	预售时间	已售面积	销售回款
双鹤湖畔 2 号	住宅	2020.01-2022.12	11.30	2.90	43.14	2020.07	--	--
航田望湖壹号	商业	2019.09~2023.12	5.00	0.46	7.93	2022.12	--	--
凌云筑	住宅	2020.06~2024.11	18.83	6.67	17.30	2020.08	--	--
盛世城邦三期	住宅	2018.07~2021.10	23.19	14.96	50.47	2019.03	35.81	21.37
盛世城邦四期	住宅	2018.07~2024.12	18.16	7.93	31.20	2019.09	1.17	0.88
宇航铭筑项目	公寓	2018.03~2023.12	9.80	3.38	18.17	2019.04	2.00	1.47
兴港蒲公英小区	住宅	2019.11-2022.11	15.70	3.45	22.38	2020.10	--	--
兴港和园项目	住宅	2019.08-2022.06	12.60	3.56	18.95	2020.08	--	--
鸿运湾	住宅	2018.10-2021.09	7.41	2.17	19.50	2019.03	7.93	6.02
香湖湾 10#地块项目	住宅	2019.01-2022.04	13.50	5.91	22.75	2020.05	7.32	1.37
合计	--	--	135.49	51.39	251.79	--	54.23	31.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司商业房地产项目实现合同销售额 37.60 亿元，同比增加 128.02%；但由于当期公司交付项目规模较小，商业房地产开发业务收入同比下降 62.48%至 8.79 亿元。公司在建及拟建商业房地产项目数量充足、总投资规模较大，且部分项目已实现预售，未来随着项目开发及交付进度的加快，公司商业房地产开发业务收入有望提高。

公司拥有较大规模的投资性房地产，2019 年投资性房地产出租率及租金收入持续上升，对公司盈利能力及现金流形成重要补充。未来，随着航空港区配套基础设施的进一步完善及招商引资力度的加大，公司投资性房地产租金收入有望进一步提高

近年来，公司通过出租公租房、产业园以及自持商业地产而获得一定规模的投资性房地产租赁收入，对公司收入及现金流形成重要补充。2019 年，受益于手机产业园四期 DE 区投入运营，投资性房地产租赁收入同比大幅增长 51.75%至 6.02 亿元。

公租房：公司负责航空港区内公租房的建设与管理，公租房建设分为自建和外购两种模式，由航程置业承担建设、外购及管理的任务。公司已于 2014 年完工交付 3 个公租房项目，总建筑面积为 24.13 万平方米；外购模式方面，航程置业与多家房地产开发公司签订回购协议，约定建设完成后对项目进行回购。截至 2020 年 3 月末，公司管理的公租房 1.32 万套，公租房面积 76.93 万平方米，出租率达 94.74%。2019 年，公司收到公租房租金收入 1.09 亿元，较上年略有增长。

商业地产：目前公司自持的商业地产主要包括兴港大厦、领航中心及兴瑞产业园等，可供出租面积合计达 24.90 万平方米。2019 年末，公司商业地产出租率为 69.86%，当年收到租金收入 0.75 亿元，出租率及租金收入均显著提高。

表 9：截至 2019 年末公司自持商业地产情况（亿元）

自持商业地产名称	总投资	出租率	2019 年出租收入
润丰锦尚 25#楼	2.46	71.32%	0.06
润丰水尚	1.14	78.52%	0.01

金融广场	0.29	24.74%	0.004
领航中心	2.34	61.56%	0.05
兴瑞产业园	7.01	100.00%	0.24
润丰锦尚 1#、2#楼	1.36	75.74%	0.06
山顶集中商业	2.48	11.57%	0.01
兴港大厦	4.37	100.00%	0.28
其他（南区农贸市场）	3.80	100.00%	0.04
合计	25.24	--	0.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产业园：为了更好的支持航空港区产业发展及招商引资，公司围绕航空港区支柱产业投资建设并运营了智能终端（手机）产业园、生物医药科技园和光电显示产业园，目前已经投入运营的产业园为智能终端（手机）产业园一至三期及手机产业园四期 BC 区和 DE 区，建筑面积合计为 88.80 万平方米，总投资金额为 37.13 亿元。公司已经投入运营的产业园均已实现 100%出租，受益于手机产业园四期 DE 区于 2018 年底投入运营，入园企业数量进一步提高，2019 年收到的产业园租金收入同比增加 75.58%至 5.32 亿元。此外，公司仍有生物医药科技园 B 区和光电显示产业园在建，总建筑面积 75.01 万平方米，总投资金额合计为 37.79 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 20.07 亿元，在建产业园预计将于 2020 年投入运营。

表 10：截至 2020 年 3 月末，公司产业园项目情况
(万平方米、亿元)

产业园名称	建筑面积	总投资	已投资	投入运营时间
智能终端（手机）产业园一二三期项目	34.00	12.13	12.13	2017.01
手机产业园四期 BC 区	31.10	17.04	17.04	2017.08
手机产业园四期 DE 区	23.70	7.96	7.96	2018.12
生物医药科技园 B 区	25.01	10.89	6.16	2020.06（一期）、 2020.12（二期）
光电显示产业园	50.00	26.90	13.92	2020.06
合计	163.81	74.92	57.20	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拥有多项公用事业特许经营权，未来随着航空港区招商引资力度的进一步加大及居民逐步回迁，业务收入有望提高

2016 年，根据航空港区管委会[2016]5 号会议纪要，将航空港区燃气、热力、通信、电力等配套

设施的特许经营权授予公司建设运营。2017~2018 年，航空港区管委会相继出台一系列文件，批复成立合资公司，进一步明确了将航空港区电力、燃气、热力、通信、车用能源、市政管养等业务授予公司运营实施。

车用能源主要由公司下属企业郑州航空港兴港石化有限公司和郑州航空港中石油兴港石油有限公司负责，目前已规划建设了 3 个加油站，航空港区工业四路加油站已于 2020 年 4 月投入运营，导航路加油站和领事馆东路加油站尚处于建设期，预计将于 2020 年 12 月投入运营。供电、供气 and 供暖业务分别由下属企业郑州航空港兴港电力有限公司、郑州航空港兴港燃气有限公司和郑州航空港城市运营有限公司负责，供给范围均为南水北调干渠以东约 330 平方公里的区域。2019 年，公司分别拿到《电力业务许可证》和《燃气经营许可证》，进一步奠定了区域内特许经营的重要地位。

2019 年，随着航空港区招商引资企业的逐步入驻，公司公用事业板块收入同比大幅提高 118.60%至 1.88 亿元；2020 年 1~3 月，公用事业板块收入为 0.28 亿元。未来随着航空港区招商引资力度的加大及居民逐步回迁，公司公用事业板块收入有望提高。

重大事项

2019 年以来，合众思壮（002383.SZ）原控股股东及实际控制人郭信平先后两次向公司子公司兴慧电子合计转让合众思壮 1.12 亿股股份（占合众思壮总股本的 15.00%），股份转让单价均为 13.43 元/股，转让价款合计为 15.01 亿元（含税）；同时郭信平将其持有合众思壮 5,235.93 万股股份（占合众思壮总股本的 7.03%）对应的表决权委托给兴慧电子行使；兴慧电子亦通过二级市场增持合众思壮部分股份。截至 2020 年 3 月末，兴慧电子持有合众思壮 18.27%的股权，为其第二大股东，持有合众思壮 25.30%的表决权，为其单一拥有表决权比例最大的股东，为其控股股东；郭信平持有合众思壮 23.82%

的股权，为其第一大股东。

合众思壮以北斗高精度卫星定位导航与时空信息应用为主营业务方向，以卫星导航高精度技术为核心，主要业务包括北斗高精度业务、北斗移动互联业务、时空信息服务以及通导一体化业务等。截至 2019 年末，合众思壮总资产为 85.51 亿元，所有者权益为 29.37 亿元，资产负债率为 65.65%；2019 年，合众思壮营业总收入为 15.49 亿元，净利润为-10.63 亿元。截至 2020 年 3 月末，合众思壮总资产为 81.86 亿元，所有者权益为 28.09 亿元，资产负债率为 65.69%；2020 年 1~3 月，合众思壮营业总收入为 2.52 亿元，净利润为-1.27 亿元。截至本报告出具日，合众思壮尚未纳入公司合并范围。

2019 年 11 月，实达集团(*ST 实达, 600734.SH)原控股股东北京昂展科技发展有限公司（以下简称“北京昂展”）及一致行动人北京百善仁和科技有限责任公司、景百孚与公司子公司兴创电子签署了《不可撤销的表决权放弃协议》，北京昂展及其一致行动人不可撤销地放弃持有的 2.05 亿股实达集团股份（占总股本的 32.92%）对应的表决权。同月，实达集团股东大连市腾兴旺达企业管理有限公司、陈峰与兴创电子签署了《不可撤销的表决权委托协议》，将其合计持有实达集团 7,184.13 万股股份（占总股本的 11.54%）对应的表决权委托给兴创电子行使。截至本报告出具日，兴创电子未持有实达集团股份，持有实达集团 11.54% 的表决权，为其单一拥有表决权比例最大的股东，为其控股股东。

实达集团秉承“移动互联+物联”的发展战略，主要发展移动智能终端的整机及电池、电源适配器等设备产品的研发、涉及、生产及销售；并延伸到智能安防监控领域的解决方案集成及项目管理运营。截至 2019 年末，实达集团总资产为 26.18 亿元，所有者权益为-4.68 亿元，资产负债率为 117.89%；2019 年，实达集团营业总收入为 15.57 亿元，净利润为-30.47 亿元。截至 2020 年 3 月末，实达集团总资产为 23.92 亿元，所有者权益为-5.54 亿元，资产负债率为 123.15%；2020 年 1~3 月，实达集团营业

总收入 1.26 亿元，净利润-0.63 亿元。截至本报告出具日，实达集团亦未纳入公司合并范围。

中诚信国际注意到，合众思壮和实达集团主营业务均与航空港区产业发展规划较为契合，但 2019 年两家上市公司经营均大幅亏损，需持续关注其未来经营及其对公司整体盈利的影响。

财务分析

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年度审计报告及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。各期财务报表均依照新会计准则编制，以下分析基于各期财务报表期末数。

2019 年，公司仍保持较为多元的收入结构，收入规模进一步扩大，收入现金回款情况亦进一步优化；公司主营业务自身盈利能力有所下降，政府补助及投资收益对当期利润形成重要补充

营业总收入：2019 年，公司营业总收入仍主要来源于商品贸易业务、土地一级开发及基础设施建设业务、棚户区改造、商业房地产开发及投资性房地产租赁业务，依然保持较为多元的收入结构。2019 年，受土地一级开发及基础设施建设项目结算进度影响，当期该业务收入同比显著减少；商业房地产开发业务受项目开发及交付进度影响，收入规模同比亦大幅下降。但受益于商品贸易业务收入依然保持快速增长，且投资性房地产租赁收入、棚改服务收入及其他业务收入同比亦稳步增长，2019 年公司营业总收入进一步提高。

表 11：近年来公司各业务收入及毛利率情况（亿元）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
投资性房地产租赁	2.25	3.97	6.02	0.56
房地产开发	3.22	23.43	8.79	0.12
土地一级开发及基础设施建设	22.13	44.86	27.23	--
棚改服务	29.40	40.72	46.01	18.66
商品贸易	91.04	152.78	210.33	38.47
其他业务	1.27	3.34	5.59	1.02
营业总收入	149.31	269.11	303.96	58.84

毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
投资性房地产租赁	65.36%	68.51%	75.01%	16.76%
房地产开发	38.74%	26.26%	33.31%	154.71%
土地一级开发及基础设施建设	19.14%	18.17%	9.88%	--
棚改服务	25.10%	23.65%	25.22%	15.71%
商品贸易	0.16%	0.17%	0.63%	0.45%
其他业务	51.22%	-1.96%	99.99%	21.14%
营业毛利率	10.13%	9.98%	8.51%	6.13%

注：2020 年 1~3 月，受土地价款抵减增值税，相应冲减成本影响，当期房地产开发业务成本为负，导致该业务毛利率超过 100%。

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

收现比：2019 年以来，公司收现比整体有所上升，收入现金回款情况进一步优化。

营业毛利率：2019 年，由于毛利率较低的商品贸易业务收入占比进一步提高，使得公司营业毛利率有所下降。2020 年 1~3 月，营业毛利率进一步降低。

期间费用：2019 年，公司销售费用及管理费用同比有所增长，财务费用受债务规模扩大影响而显著上升，使得当期期间费用同比大幅增加，期间费用率亦有所上升，但整体仍处于较低水平，公司费用控制能力依然较好。

利润总额：2019 年，公司利润仍主要来源于经营性业务利润，受营业毛利率下降而期间费用率升高影响，经营性业务利润同比有所减少；但受益于公司持有可供出售金融资产获得的投资收益及获得的政府补助均有所增加，公司利润水平与上年基本持平。

表 12：近年来公司主要盈利指标（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~3
营业总收入	149.31	269.11	303.96	58.84
收现比	1.04	0.92	1.10	0.96
营业毛利率	10.13%	9.98%	8.51%	6.13%
期间费用率	2.19%	2.32%	3.78%	3.69%
经营性业务利润	10.68	19.15	12.22	1.27
投资收益	0.30	0.71	2.83	0.43
营业外损益	3.19	0.87	5.70	0.13
利润总额	14.08	20.71	20.01	1.83
净利润	10.32	14.10	14.34	0.56

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来，公司总资产及总债务规模持续扩大，资产流动性不佳，但收益性较好；财务杠杆率已处于较高水平，需持续关注公司债务偿还及债务率控制情况

总资产：2019 年以来，公司总资产保持逐年增长态势，仍主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货、其他流动资产、可供出售金融资产、投资性房地产及在建工程组成。具体来看，公司货币资金较为充裕，2019 年以来规模进一步扩大，2020 年 3 月末受限比例为 17.89%。公司应收账款主要为应收租金及利息、融资保理本金及货款，2019 年以来随业务规模扩大而持续增长。预付款项方面，公司预付款项主要为预付土地及货款，2019 年以来，随着公司商品贸易业务规模扩大及土地储备增加，公司预付款项大幅增长。以项目开发成本为主的存货为公司最重要的资产，2019 年以来随着公司棚户区改造、土地一级开发及基础设施建设以及商品房等各类项目建设的稳步推进，公司存货规模持续扩大，2020 年 3 月末存货占总资产的比例达 63.43%。

表 13：截至 2019 年末，公司存货开发成本构成（亿元）

	金额
棚改项目	581.55
土地整理项目	382.87
商品房项目	130.51
公租房项目	62.74
学校建设项目	11.86
便民中心	6.72
其他	3.6
合计	1,179.86

资料来源：2019 年审计报告，中诚信国际整理

公司其他流动资产主要为外部借款、未抵扣增值税及预交的各类税费，2019 年以来亦呈增长态势。可供出售金融资产主要为对河南民航机场建设开发有限公司及医药生物、电子通讯等行业企业的股权投资以及公司持有的资产管理计划和基金投资份额，2019 年以来由于公司对资产管理计划投资加大，可供出售金融资产有所上升。投资性房地产主要为公司自持的产业园和商业地产，2019 年以来，由于手机产业园四期 DE 区、兴港大厦等项

目完工转入“投资性房地产”科目核算，投资性房地产整体有所增长。公司在建工程主要为机场二期、光电产业园、手机产业园及生产线建设项目等，2019年以来随着项目建设推进而有所增长。此外，2019年，由于下属企业兴慧电子收购合众思壮部分股权，长期股权投资同比增长 13.45 亿元至 16.71 亿元。

表 14：近年来公司资产主要构成（亿元）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	91.61	115.47	123.71	182.53
应收账款	6.32	24.11	39.01	57.96
预付款项	17.45	19.18	64.84	72.78
存货	706.94	1,103.11	1,196.83	1,216.29
其他流动资产	23.36	20.10	42.37	55.90
可供出售金融资产	28.26	37.22	57.83	57.80
投资性房地产	76.71	50.93	63.29	62.87
在建工程	237.29	81.60	89.51	95.55
总资产	1,282.82	1,506.92	1,779.33	1,917.48
应收类款项/总资产	6.35%	3.03%	3.92%	4.82%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量：公司资产中棚户区改造、土地一级开发及基础设施建设项目开发成本规模较大，此类项目回款周期较长，资产流动性不佳；但大部分棚户区改造项目签订了政府购买服务协议，且其他项目亦有明确的结算方式，回款较有保障。此外，公司资产中有一定规模的商业房地产项目开发成本，公租房、产业园、自持商业地产等投资性房地产，且持有合众思壮部分股权；同时，公司拥有航空港区多项公用事业的特许经营权，亦可产生稳定的现金流入，且公司无公益性资产，整体来看，公司资产收益性较好，资产质量整体较好。2019年以来随着棚改项目的回款持续增加以及产业园租赁收入的大幅提升，资产质量进一步提升。

所有者权益：2019年以来，公司所有者权益规模稳步扩大，资本实力进一步提升。具体来看，2019年，航空港区管委会连续第三年向公司货币增资 20.00 亿元，公司实收资本进一步提高。资本公积方面，资本公积方面，公司资本公积主要为公司收到的各级政府拨付的资本金、项目专项建设资金和经

营性资产，2019 年公司及子公司收到航空港区管委会拨付的隐性债务化解资金 11.98 亿元、棚改专项债券资金 18.00 亿元以及项目专项资金 1.38 亿元，期末资本公积进一步扩大。2019 年末，公司未分配利润随利润积累亦有所增长。但公司权益中亦有计入其他权益工具的永续债，2019 年受公司发行 30.00 亿元永续期公司债券影响，期末其他权益工具同比大幅增长；2020 年 1~3 月，受公司新增中国银行类永续贷款 20.71 亿元影响，期末其他权益工具进一步增至 104.75 亿元，其中永续债务为 102.71 亿元。公司少数股东权益主要为基金类权益性融资和非全资控股子公司的其他股东持股，2019 年以来，随着部分基金到期退出，少数股东权益大幅下降，2020 年 3 月末为 134.13 亿元，其中基金类权益性融资为 67.47 亿元。

表 15：近年来公司所有者权益主要构成（亿元）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
实收资本	120.00	140.00	160.00	160.00
其他权益工具	29.04	54.04	84.04	104.75
资本公积	94.60	119.02	150.30	150.30
未分配利润	23.98	29.46	32.93	29.85
少数股东权益	174.87	179.87	138.06	134.13
所有者权益	442.67	522.81	565.77	579.47

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

总负债：公司负债主要由有息债务构成，2019 年以来，总债务占总负债的比例已超过 85%。2019 年以来，随着融资规模的扩大，总债务及总负债均大幅增长。此外，2019 年以来，随着盛世城邦三期、鸿运湾等商品房项目预售，公司预收款项大幅增长至年末的 71.26 亿元。

资本结构和债务结构：2019 年以来，公司资产负债率和总资本化比率持续提高，财务杠杆已处于较高水平。若考虑公司所有者权益中的永续债务和基金类权益性融资，公司实际债务水平更高，中诚信国际将对公司债务偿还及债务率控制情况保持关注。从债务结构来看，2019 年以来，公司债务仍以长期债务为主，债务结构合理；但短期债务增长较快，短期债务规模及占比均显著升高，短期偿债压力有所加大。

表 16：近年来公司资本结构和债务结构（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
总负债	840.15	984.11	1,213.57	1,338.01
预收款项	34.59	38.47	71.26	74.66
总债务	621.60	781.94	1,039.74	1,171.14
短期债务	105.85	163.82	349.07	371.19
短期债务/总债务	0.17	0.21	0.34	0.32
资产负债率	65.49%	65.31%	68.20%	69.78%
总资本化比率	58.41%	59.93%	64.76%	66.90%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年，公司经营活动和投资活动现金流均呈净流出状态，筹资活动规模有所扩大；公司面临一定的短期偿债压力

现金流：2019 年，随着回款周期相对较长的棚户区改造、土地一级开发及基础设施等项目建设的不断推进，公司经营活动现金流仍呈大幅净流出状态，但净流出规模继续缩小。同期，由于公司购买理财产品及收购合众思壮股权并对其提供流动性支持，导致投资活动现金流呈净流出状态，且净流出规模同比大幅扩大。公司主要通过外部融资来弥补经营及投资活动产生的现金流缺口，2019 年筹资活动净现金流有所增长，外部净融资规模有所扩大。

偿债能力：2019 年以来，公司经营活动净现金流均为负，无法覆盖债务本息。2019 年，由于公司费用化利息支出及资产折旧、摊销规模扩大，EBITDA 同比有所增长；但由于公司债务本息增长较快，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有所弱化。此外，2019 年以来，受公司短期债务增长较快影响，货币资金对短期债务的覆盖能力整体有所减弱，2020 年 3 月末货币资金/短期债务为 0.49 倍，面临一定的短期偿债压力。

表 17：近年来公司现金流及偿债指标（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	-233.13	-143.90	-131.46	-42.44
投资活动净现金流	-76.12	-27.48	-107.26	-32.05
筹资活动净现金流	325.91	193.60	226.11	131.21
EBITDA	15.30	25.07	28.09	--
总债务/EBITDA	40.62	31.18	37.01	--
EBITDA 利息保障倍数	0.40	0.59	0.55	--
货币资金/短期债务	0.87	0.70	0.35	0.49

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产受限及对外担保规模均较小，2020 年债务到期压力较大，但公司仍具备一定规模的未使用授信，可提供一定的流动性支持

受限资产：公司受限资产主要为受限货币资金、持有的合众思壮股权、应收账款和在建工程，截至 2020 年 3 月末，受限资产货币资金为 32.66 亿元；其余受限资产抵质押获得的银行贷款余额为 21.16 亿元，资产受限规模较小。

对外担保：截至 2020 年 3 月末，公司仅对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”）提供担保，担保余额为 6.72 亿元，占净资产规模的比例仅为 1.16%。港区建投亦为航空港区管委会全资控股企业，主要负责航空港区内综合保税区（5.07 平方公里）内的基础设施项目建设，公司对其担保的代偿风险较小。

综合授信：多年来，公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，公司累计获得银行授信总额 1,865.81 亿元，其中尚未使用额度为 242.27 亿元。此外，截至 2020 年 5 月末，公司已获得各类债券及债权融资计划批复额度合计为 260.50 亿元，其中尚未发行额度为 201.52 亿元。

债务到期分布：截至 2019 年末，公司总债务为 1,039.74 亿元，其中 2020~2022 年分别到期 349.07 亿元、120.97 亿元和 139.62 亿元，短期内面临较大的偿债压力。此外，截至 2019 年末，公司永续债务和基金类权益性融资额共计 149.47 亿元，2020~2022 年分别需偿还 49.60 亿元、45.50 亿元和 50.81 亿元。

表 18：截至 2019 年末公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2020	2021	2022	2023 及以后
到期金额	349.07	120.97	139.62	430.08

注：表中各期到期债务不包含基金类权益性融资和永续债务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信

用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 21 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

的债项信用等级由 **AA+**调升至 **AAA**。

外部支持

作为航空港区最重要的基础设施投融资建设主体，公司持续获得强有力的外部支持

职能定位：根据航空港区管委会[2012]105 号专题会议纪要，公司定位于航空港区最重要的基础设施投融资建设主体，承担了航空港区内几乎全部的土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造项目，并负责区域内公租房建设及运营、产业园开发及运营、公用事业运营，业务在航空港区域内处于绝对垄断地位。

货币增资：根据航空港区管委会[2012]105 号专题会议纪要，为确保公司在航空港区区域内的领先地位，航空港区管委将根据公司发展需要对公司进行持续性增资。2016 年，航空港区管委会向公司货币增资 12.00 亿元；2017 年以来，航空港区管委会每年向公司货币增资 20.00 亿元，公司实收资本增至 160.00 亿元，资本金实力不断增强。

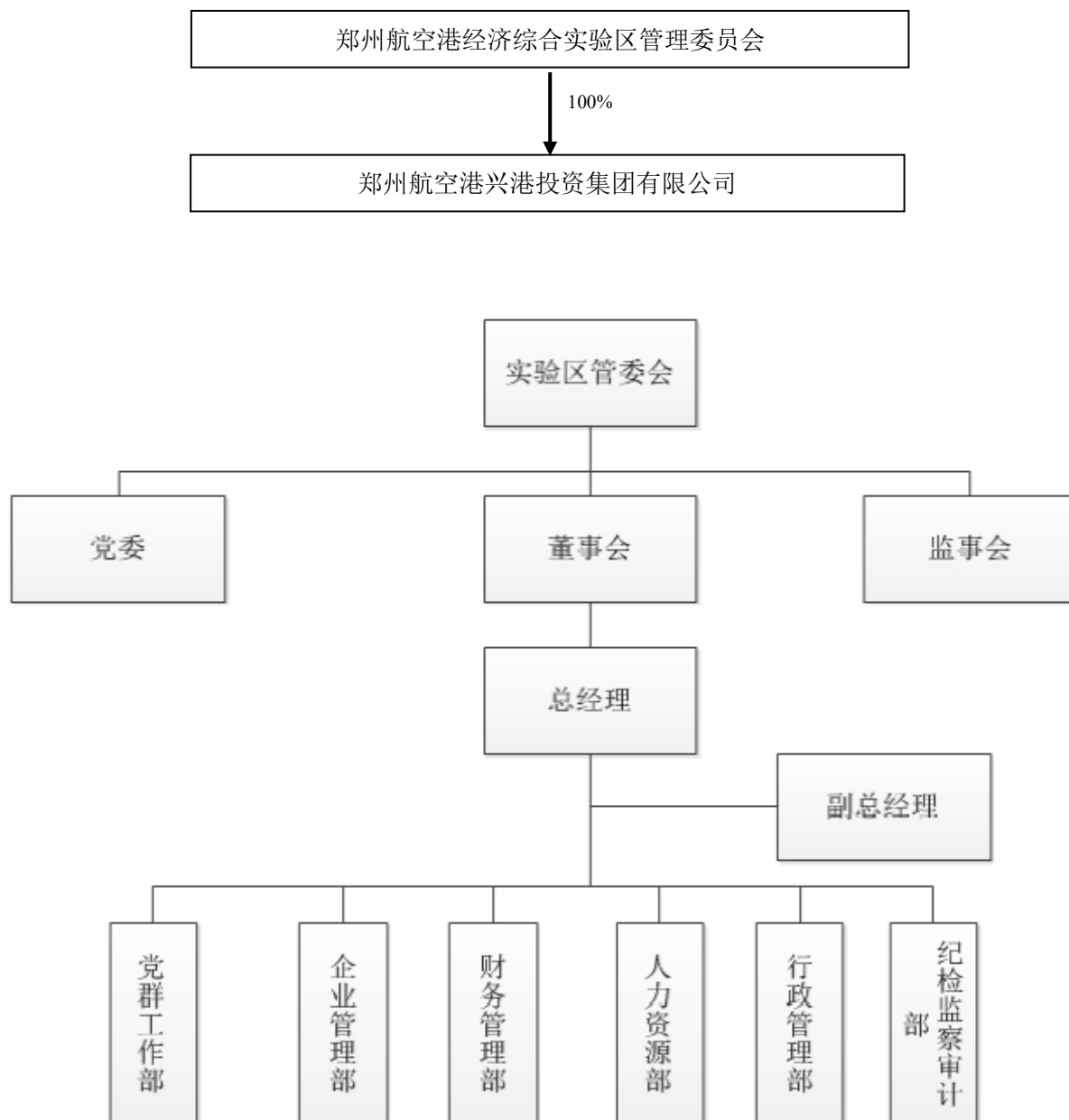
专项资金支持：近年来，公司及子公司航程置业和国资公司持续收到航空港区财政局等相关政府单位拨付的棚改项目、保障性安居工程、学校项目、地下综合管廊试点项目等各类项目专项资金以及隐性债务化解资金，2018~2019 年分别为 24.81 亿元和 31.36 亿元。

财政补贴：2017~2019 年，公司分别获得政府补助 3.10 亿元、1.33 亿元和 5.80 亿元，对公司营运资金及盈利能力形成重要补充。

评级结论

综上所述，中诚信国际将郑州航空港兴港投资集团有限公司的主体信用等级由 **AA+**调升至 **AAA**，评级展望为稳定；将“16 郑州兴港债/PR 兴港债”、“17 港兴港投 MTN001”和“18 港兴港投 MTN001”

附一：郑州航空港兴港投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：郑州航空港兴港投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	916,128.10	1,154,738.86	1,237,075.54	1,825,317.31
应收账款	63,159.45	241,135.70	390,108.15	579,634.55
其他应收款	750,293.94	215,282.74	296,925.28	335,038.24
存货	7,069,380.34	11,031,120.23	11,968,324.67	12,162,886.48
长期投资	311,534.39	404,811.30	745,368.91	745,468.91
在建工程	2,372,860.33	816,018.04	895,146.08	955,524.80
无形资产	75,142.33	81,706.99	110,514.14	109,027.13
总资产	12,828,232.12	15,069,182.46	17,793,340.24	19,174,783.66
其他应付款	266,134.49	341,902.89	377,332.31	364,510.46
短期债务	1,058,478.98	1,638,207.04	3,490,692.27	3,711,906.54
长期债务	5,157,526.93	6,181,206.93	6,906,708.35	7,999,538.53
总债务	6,216,005.91	7,819,413.97	10,397,400.62	11,711,445.07
总负债	8,401,486.59	9,841,100.87	12,135,683.43	13,380,103.59
费用化利息支出	4,204.39	19,899.36	49,585.16	--
资本化利息支出	376,147.28	406,193.77	458,051.60	--
实收资本	1,200,000.00	1,400,000.00	1,600,000.00	1,600,000.00
少数股东权益	1,748,687.83	1,798,743.03	1,380,632.99	1,341,276.63
所有者权益合计	4,426,745.53	5,228,081.59	5,657,656.81	5,794,680.08
营业总收入	1,493,133.41	2,691,090.56	3,039,610.75	588,368.94
经营性业务利润	106,836.95	191,538.76	122,221.17	12,703.25
投资收益	2,985.57	7,123.93	28,305.15	4,307.66
净利润	103,226.81	140,994.09	143,448.29	5,628.75
EBIT	144,976.56	227,018.28	249,714.34	--
EBITDA	153,029.32	250,744.49	280,923.03	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,558,575.34	2,463,547.97	3,344,067.05	562,439.93
收到其他与经营活动有关的现金	1,074,824.98	1,643,081.70	984,441.88	133,139.09
购买商品、接受劳务支付的现金	3,462,982.27	4,602,806.01	4,660,384.84	941,732.09
支付其他与经营活动有关的现金	1,364,161.97	809,183.05	898,006.95	154,314.79
吸收投资收到的现金	1,172,524.71	782,933.04	978,223.14	216,286.86
资本支出	672,503.67	191,090.60	236,090.24	42,047.14
经营活动产生现金净流量	-2,331,254.85	-1,438,954.80	-1,314,645.39	-424,379.41
投资活动产生现金净流量	-761,150.39	-274,835.19	-1,072,620.94	-320,522.06
筹资活动产生现金净流量	3,259,130.61	1,936,013.96	2,261,082.00	1,312,089.78
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	10.13	9.98	8.51	6.13
期间费用率(%)	2.19	2.32	3.78	3.69
应收类款项/总资产(%)	6.34	3.03	3.92	4.82
收现比(X)	1.04	0.92	1.10	0.96
总资产收益率(%)	1.36	1.63	1.52	--
资产负债率(%)	65.49	65.31	68.20	69.78
总资本化比率(%)	58.41	59.93	64.76	66.90
短期债务/总债务(X)	0.17	0.21	0.34	0.32
FFO/总债务(X)	0.02	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.30	0.42	0.41	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-6.13	-3.38	-2.59	--
总债务/EBITDA(X)	40.62	31.18	37.01	--
EBITDA/短期债务(X)	0.14	0.15	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.87	0.70	0.35	0.49
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.40	0.59	0.55	--

注：1、各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时，将“其他应付款”和“其他流动负债”中的有息债务调整至短期债务计算、将“长期应付款”中的有息债务调整至长期债务计算；3、由于公司未提供 2020 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。