

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】145号

## 郑州航空港兴港投资集团有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“郑州航空港兴港投资集团有限公司 2020 年度第二期中期票据”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期中期票据信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二〇二〇年二月二十四日



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与郑州航空港兴港投资集团有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年2月24日

# 郑州航空港兴港投资集团有限公司 2020年度第二期中期票据信用评级报告

| 主体信用等级 | 评级展望 | 本期中期票据信用等级 | 评级日期      | 评级组长 | 小组成员    |
|--------|------|------------|-----------|------|---------|
| AAA    | 稳定   | AAA        | 2020/2/24 | 高路   | 孟斯娜 马丽雅 |

## 主体概况 评级模型

公司是郑州航空港经济综合实验区最重要的基础设施建设主体，主要从事区内基础设施建设、土地开发整理、安置房建设和公用事业运营，同时还从事商品贸易和商品房开发等其他经营性业务。郑州航空港经济综合实验区(郑州新郑综合保税区)管理委员会是公司的唯一股东和实际控制人。

## 中期票据概况

注册额度：20 亿元  
本期发行额：10 亿元  
发行期限：5 年  
资金用途：偿还公司有息债务  
偿还方式：按年付息，到期还本

### 1.基础评分模型

| 一级     | 二级指标       | 权重     | 得分    | 一级               | 二级指标      | 权重     | 得分    |
|--------|------------|--------|-------|------------------|-----------|--------|-------|
| 地区综合实力 | 区域层级       | 20.00% | 20.00 | 企业经营与财务实力        | 资产总额      | 36.00% | 36.00 |
|        | GDP 总量     | 32.00% | 32.00 |                  | 净资产总额     | 36.00% | 36.00 |
|        | GDP 增速     | 4.00%  | 2.40  |                  | 资产负债率     | 9.00%  | 5.40  |
|        | 人均 GDP     | 4.00%  | 2.40  |                  | 全部债务资本化比率 | 9.00%  | 3.60  |
|        | 一般公共预算收入   | 32.00% | 32.00 |                  | 补助收入/利润总额 | 5.00%  | 2.00  |
|        | 一般公共预算收入增速 | 4.00%  | 3.20  | (实收资本+资本公积)/资产总额 | 5.00%     | 1.00   |       |
|        | 上级补助收入     | 4.00%  | 4.00  |                  |           |        |       |

### 2.二维矩阵映射

| 维度        | 地区综合实力 |     |     |     |     |     |     |     |     |     |
|-----------|--------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|           | 1档     | 2档  | 3档  | 4档  | 5档  | 6档  | 7档  | 8档  | 9档  |     |
| 企业经营与财务实力 | 1档     | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA- |
|           | 2档     | AAA | AAA | AAA | AAA | AA+ | AA  | AA  | AA- | AA- |
|           | 3档     | AAA | AAA | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA- | AA- |
|           | 4档     | AAA | AA+ | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA- | AA- | A+  |
|           | 5档     | AA+ | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA  | AA- | AA- | A+  |
|           | 6档     | AA+ | AA  | AA  | AA  | AA  | AA  | AA- | AA- | A+  |
|           | 7档     | AA  | AA  | AA  | AA- | AA- | AA- | AA- | AA- | A+  |
|           | 8档     | AA  | AA- | A+  |
|           | 9档     | AA- | AA- | AA- | A+  | A+  | A+  | A+  | A+  | A+  |
| 基础模型参考等级  |        |     |     |     |     | AAA |     |     |     |     |

注：上表为不完整列示。

### 3.评级调整因素

|              |     |
|--------------|-----|
| 基础模型参考等级     | AAA |
| 评级调整因素       | 无   |
| 4.主体信用等级     | AAA |
| 5.增信措施       | 无   |
| 6.本期中期票据信用等级 | AAA |

## 评级观点

东方金诚认为，河南省经济实力很强，郑州航空港实验区战略地位重要，获得省市两级的大力支持，工业经济快速发展；公司主营业务区域专营性很强，持续获得股东及各方的大力支持，营业收入及利润总额均保持较快增长且可持续性较强，未来三年现金流入对到期债务的保障能力很强。同时，东方金诚关注到，公司资产流动性较差，资金来源对筹资活动的依赖很大。综合考虑，东方金诚认为公司的偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

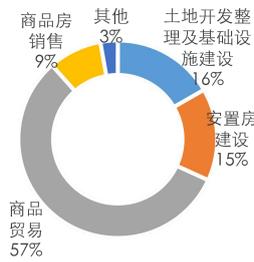
## 同业对比

| 项目            | 郑州航空港兴港投资集团有限公司 | 天津保税区投资控股集团有限公司 | 上海临港经济发展(集团)有限公司 | 成都天府新区投资集团有限公司 | 重庆两江新区开发投资集团有限公司 |
|---------------|-----------------|-----------------|------------------|----------------|------------------|
| 地区            | 河南省             | 天津市             | 上海市              | 四川省            | 重庆市              |
| GDP (亿元)      | 48055.9         | 18809.6         | 32679.9          | 40678.1        | 20363.2          |
| GDP 增速 (%)    | 7.6             | 3.6             | 6.6              | 8.0            | 6.0              |
| 人均 GDP (元)    | 50152           | 120605          | 134982           | 48883          | 65933            |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 3766.02         | 2106.24         | 7108.15          | 3910.90        | 2265.52          |
| 一般公共预算支出 (亿元) | 9217.73         | 3103.16         | 8351.54          | 9718.30        | 4541.18          |
| 资产总额 (亿元)     | 1506.92         | 1317.57         | 830.58           | 1028.47        | 1852.49          |
| 所有者权益 (亿元)    | 522.81          | 468.26          | 267.35           | 348.80         | 1120.86          |
| 营业收入 (亿元)     | 269.11          | 81.82           | 86.59            | 23.59          | 75.41            |
| 利润总额 (亿元)     | 20.71           | 17.57           | 14.90            | 9.04           | 26.30            |
| 资产负债率 (%)     | 65.31           | 64.46           | 67.81            | 66.09          | 39.49            |
| 全部债务资本化比率 (%) | 59.43           | 62.79           | 61.02            | 58.62          | 42.57            |

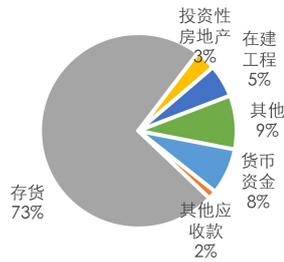
数据来源：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为 AAA 的同行业企业，表中数据年份均为 2018 年，东方金诚整理

## 主要指标及依据

2018年公司营业收入构成



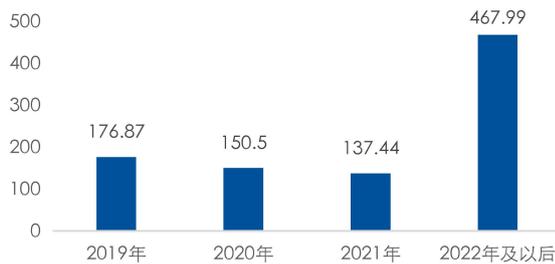
2018年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

|           | 2016年  | 2017年   | 2018年   | 2019Q3  |
|-----------|--------|---------|---------|---------|
| 资产总额      | 844.43 | 1282.82 | 1506.92 | 1699.65 |
| 所有者权益     | 297.14 | 442.67  | 522.81  | 562.63  |
| 营业收入      | 127.41 | 149.31  | 269.11  | 204.57  |
| 利润总额      | 11.34  | 14.08   | 20.71   | 12.79   |
| 全部债务      | 411.65 | 607.32  | 766.00  | 928.40  |
| 资产负债率     | 64.81  | 65.49   | 65.31   | 66.90   |
| 全部债务资本化比率 | 58.08  | 57.84   | 59.43   | 62.27   |

2018年末公司全部债务到期结构 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

|            | 2016年    | 2017年    | 2018年    |
|------------|----------|----------|----------|
| 地区         | 河南省      |          |          |
| GDP 总量     | 40160.01 | 44988.16 | 48055.86 |
| GDP 增速     | 8.1      | 7.8      | 7.6      |
| 人均 GDP (元) | 42247    | 47130    | 50152    |
| 一般公共预算收入   | 3153.5   | 3407.2   | 3766.0   |
| 一般公共预算收入增速 | 8.0      | 10.8     | 10.5     |
| 上级补助收入     | 3746.1   | 4008.8   | 4298.8   |

## 优势

- 依托显著的区位优势，河南省经济总量稳居全国前列，经济实力很强，为航空港实验区的发展提供良好机遇；
- 航空港实验区是我国首个经国务院批复的国家级航空港经济综合实验区，是中原经济区的核心增长极以及河南省产业升级的重要抓手，战略地位重要，获得省市两级的大力支持，以电子信息为主的工业经济快速发展；
- 公司从事的土地整理、基础设施及安置房建设业务对航空港实验区招商引资及城市功能完善起到重要作用，在资本金注入、专项建设资金及补贴资金划拨等方面持续获得股东及相关各方的大力支持；
- 随着业务规模的扩大和结算模式的理顺，公司营业收入及利润总额均保持较快增长，未来随着完工项目的陆续结算，公司收入和利润的可持续性较强；
- 公司未来三年现金流入对到期有息债务的保障能力很强，且拥有顺畅的融资渠道，综合偿债能力极强。

## 关注

- 公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较大，资产流动性较差；
- 公司经营性和投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动的依赖很大。

## 评级展望

预计河南省及航空港实验区经济将保持增长，公司主营业务将保持很强的区域专营性和竞争优势，能够获得股东及相关部门的持续大力支持，评级展望为稳定。

## 评级方法及模型

《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》

## 历史评级信息

| 债项简称           | 主体信用等级 | 债项信用等级 | 评级时间       | 项目组        | 评级方法及模型                               | 评级报告                 |
|----------------|--------|--------|------------|------------|---------------------------------------|----------------------|
| 20 港兴港投 MTN001 | AAA/稳定 | AAA    | 2020/2/6   | 高路 孟斯娜 马丽雅 | 《城市基础设施建设企业信用评级方法及模型 (RTFU002201907)》 | <a href="#">阅读原文</a> |
| 18 港兴港投 PPN010 | AAA/稳定 | AAA    | 2019/4/30  | 高路 孟斯娜 马丽雅 | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015年)》            | -                    |
| 18 港兴港投 PPN010 | AA+/稳定 | AA+    | 2018/12/24 | 马丽雅 孟斯娜    | 《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015年)》            | -                    |

注：以上为不完全列示。

## 主体概况

郑州航空港兴港投资集团有限公司（以下简称“兴港投资”或“公司”）前身为郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）兴港投资发展有限公司，系由郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管理委员会于2012年10月出资设立的国有独资公司，初始注册资本为人民币2000.00万元。

经过多次增资，截至2019年9月末，公司注册资本为人民币200.00亿元，实收资本为人民币140.00亿元，剩余出资将于2027年12月31日前出资到位；按注册资本计算，郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）管理委员会（以下简称“实验区管委会”）持有公司100.00%股权，是公司的唯一股东和实际控制人。

图表1 公司历史沿革部分情况

| 时间    | 事项  |
|-------|---|
| 2012年 | 公司增加注册资本2.92亿元，由郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管理委员会以货币出资，增资后公司注册资本为3.12亿元。   |
| 2013年 | 郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管理委员会将郑州航空港区航程置业有限公司100%股权划转至公司 <sup>1</sup> ，公司注册资本增加3.50亿元至6.62亿元。   |
| 2013年 | 郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管理委员会多次对公司进行货币增资，合计增加注册资本43.38亿元，均已实缴，增资后公司注册资本为50.00亿元。   |
| 2013年 | 中共郑州航空港经济综合实验区工作委员会、郑州航空港经济综合实验区管理委员会设立 <sup>2</sup> 。自此，郑州航空港经济综合实验区党工委、管委会与郑州新郑综合保税区党工委、管委会套和设置，实行“一个机构、两块牌子”，不再保留郑州新郑综合保税区管委会所挂的郑州航空港区管委会牌子。 |
| 2014年 | 公司增加注册资本10.00亿元，由实验区管委会货币出资，增资后公司注册资本为60.00亿元。  |
| 2015年 | 公司变更为现名；同时增加注册资本28.00亿元，由实验区管委会货币出资，增资后公司注册资本为88.00亿元。  |
| 2016年 | 公司增加注册资本12.00亿元，由实验区管委会货币出资，增资后公司注册资本为100.00亿元。   |
| 2017年 | 实验区管委会增加公司注册资本100.00亿元，截至2019年9月末已实缴40.00亿元。  |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

公司是郑州航空港经济综合实验区（以下简称“航空港实验区”）最重要的基础设施建设主体，主要从事区内基础设施建设、土地开发整理、安置房建设和公用事业运营，同时还从事商品贸易和商品房开发等其他经营性业务。

截至2019年9月末，公司纳入合并报表范围的子公司80家，其中二级子公司19家（详见附件二）。

## 本期中期票据主要条款及募集资金用途

### 本期中期票据主要条款

兴港投资已向中国银行间市场交易商协会申请注册总额为20.00亿元的中期票据，其中，其中，2020年度第一期中期票据已于2020年2月19日发行，发行金额为10.00亿元；“郑州航空港兴港投资集团有限公司2020年度第二期中期票据”（以下简称“本期中期票据”）拟

<sup>1</sup> 根据郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）管理委员会郑综保管【2012】第250号文件《关于将郑州航空港区航程置业有限公司股权无偿划转至郑州新郑综合保税区（郑州航空港区）兴港投资发展有限公司的决定》。

<sup>2</sup> 根据《郑州市机构编制委员会关于郑州航空港经济综合实验区管理体制和机构设置问题的通知》（郑编[2013]53号）。

发行金额为 10.00 亿元。本期中期票据为 5 年期固定利率票据，面值 100 元，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

### 募集资金用途

本期中期票据募集资金拟全部用于偿还有息债务（含相应利息）。

图表 2 本期中期票据募集资金用途情况（单位：亿元、%）

| 债券简称           | 起息日        | 到期日        | 利率   | 债券总额  | 截至 2019 年末<br>债券余额 | 拟使用募<br>集资金 |
|----------------|------------|------------|------|-------|--------------------|-------------|
| 18 港兴港投 PPN007 | 2018-11-29 | 2020-11-29 | 5.35 | 5.00  | 5.00               | 5.00        |
| 19 港兴港投 PPN005 | 2019-06-13 | 2021-06-13 | 4.62 | 5.00  | 5.00               | 5.00        |
| 合计             | -          | -          | -    | 10.00 | 10.00              | 10.00       |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 宏观经济与政策环境

### 2020 年宏观经济增速有望企稳，外部逆风仍需重点关注

预计 2020 年 GDP 同比增速在 6.1% 左右，与 2019 年基本持平。2019 年四季度，受中美经贸摩擦缓和、逆周期政策调节力度加大等因素推动，经济下行势头已初步得到遏制，GDP 增速持平于 6.0%。2020 年是实现“十年 GDP 翻一番”目标的收官之年，稳增长刚性明显增强；此外，短期内全球经济也有望低位回暖，这些因素均将对 2020 年国内经济增长提供支撑。不过，未来美国大选将给中美经贸谈判带来新的不确定性，中东地区地缘政治风险也有可能对全球经济带来负面冲击，外部风险不容小觑。

### 宏观政策将进一步向稳增长方向倾斜，MLF 利率有望持续下调，积极财政政策将重点向基建提速方向发力

2020 年货币政策逆周期调节力度会进一步加大，预计为引导 LPR 报价下调，央行有可能继续下调 MLF 利率，降息周期已经启动；此外，资管新规过渡期延期将是大概率事件，金融严监管效应趋于缓和。财政政策方面，预计 2020 年财政赤字率将上调至 3.0%，新增专项债发行规模有望扩大至 3.15 万亿；加之专项债新规、资本金新政等效果逐步显现，基建投资增速有望从 2019 年的 3.8% 回升至接近两位数。总体上看，2020 年宏观政策在坚持不搞大水漫灌的同时，将进一步向稳增长方向倾斜。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 我国城镇化进程处于快速推进的过程中，城市基础设施行业仍存在一定的发展空间

城市基础设施是城市正常运行和健康发展的物质基础，城市基础设施建设是城市发展的关键环节，对于推进城镇化、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率、改善人居环境、促进消费结构升级等起到不可替代的重要作用。

我国城镇化进程处于快速推进的过程中，1995 年~2018 年，城镇化率由 29.04% 增加至

59.58%，基础设施建设投资完成额由 0.41 万亿元增加至 17.31 万亿元，城市建成区面积由 19264.00 平方公里增加至 56225.38 平方公里。然而，与发达国家 80% 的平均水平相比，我国城镇化率还存在一定差距，且部分区域仍存在着总量不足、设施老旧、发展相对滞后等问题。整体来看，我国城市基础设施建设行业仍存在一定的发展空间。

### 城投公司加快业务转型，经营性业务占比不断上升，市场化程度持续提高

城投企业是进行城市基础设施建设的重要主体，近年来的大规模建设投资在促进地方经济社会发展的同时，也使债务出现较快增长。

为防范地方政府债务风险，中央各部委陆续出台了一系列政策措施清理地方政府债务、规范地方政府举债，明确要求剥离城投公司的政府融资职能，城投公司从政府融资平台逐步转为市场化的建设及经营主体，近年来经营性资产和收入显著增加。

## 地区经济

### 1. 河南省

河南省位于我国中部地区、黄河中下游，东接安徽、山东，北接河北、山西，西连陕西，南临湖北，是我国承东启西、连南贯北的重要交通枢纽省份。截至 2018 年末，河南省下辖 17 个省辖市，1 个省直管市，总面积 16.7 万平方公里，常住人口 9605 万人，城镇化率 51.71%。

**河南省经济总量稳居全国前列，地区生产总值同比增速高于全国平均水平，综合经济实力很强**

近年来，河南省经济平稳快速增长，经济总量稳居全国前列，综合经济实力很强。尽管受到国际国内经济环境的影响，经济增速逐年放缓，但增速均高于同期全国平均水平。2018 年，河南省地区生产总值在全国 31 个省级行政区中排名第 5 位、在中部六省中排名第 1 位。

图表 3 河南省主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



|           |          |      |          |      |          |      |
|-----------|----------|------|----------|------|----------|------|
| 社会消费品零售总额 | 17618.35 | 11.9 | 19666.77 | 11.6 | 20594.74 | 10.3 |
| 外贸进出口总额   | 4714.70  | 2.6  | 5232.79  | 10.9 | 5512.71  | 5.3  |

资料来源：河南省 2016 年~2018 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

### 河南省以装备制造、食品加工等为代表的五大主导产业发展良好，服务业增速较快，地区经济结构持续优化

河南省工业经济总体稳定，装备制造、食品加工、新材料、电子制造和汽车制造五大主导产业发展良好。2016 年~2018 年，河南省规模以上工业增加值同比增速分别高于全国平均水平 1.4 个百分点、2.0 个百分点和 3.5 个百分点。2018 年，河南省五大主导产业增加值同比增长 7.7%，占规模以上工业增加值的比重为 45.2%；战略性新兴产业、高新技术产业增加值同比分别增长 12.2%、11.2%，产业结构升级稳步推进。河南省拥有河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司、郑州宇通集团有限公司、郑州中瑞实业集团有限公司、河南正商置业有限公司、洛阳栾川钼业集团股份有限公司、鸿富锦精密电子（郑州）有限公司等国内知名度较高的企业，对地区的产业集聚和经济发展有较强的支撑作用。

第三产业是拉动河南省经济增长的重要力量。2016 年~2018 年，河南省第三产业对经济增长的贡献率分别为 50.8%、49.6%和 50.0%，分别高于第二产业 7.2 个百分点、5.0 个百分点和 4.4 个百分点。伴随普惠金融等政策的推进，同时受益于自贸区的外放型经济特点，河南省金融业发展迅速。近三年，河南省金融业固定资产投资同比增速分别为 56.4%、39.7%和 73.8%。其省会郑州市是全国第 5 个聚齐 3 家政策性银行、5 家国有商业银行、12 家股份制银行的省会城市，同时拥有中原证券、中原期货和郑州商品交易所等机构，金融门类齐全。交通运输方面，作为全国重要的交通枢纽，河南省交通网络发达，客货运规模持续增长。截至 2018 年末，全省高速公路通车里程为 6600 公里，省内拥有京港澳高速、连霍高速等 9 条国家高速公路和 20 余条地方高速公路。同期末，河南省铁路营业里程为 5460.10 公里，其中高速铁路 1307.81 公里，京广、京九、陇海等多条铁路干线经过河南；中欧班列（郑州）每周保持“去九回八”高频次往返，2018 年共开行 752 班。

图表 4 2016 年~2018 年航空港实验区客货运规模情况

| 项目            | 2016 年  |      | 2017 年  |      | 2018 年  |      |
|---------------|---------|------|---------|------|---------|------|
|               | 数值      | 增速   | 数值      | 增速   | 数值      | 增速   |
| 货物运输总量（亿吨）    | 20.54   | 6.6  | 22.94   | 11.7 | 25.95   | 13.1 |
| 货物运输周转量（亿吨公里） | 7336.28 | 6.1  | 8160.34 | 11.2 | 8934.35 | 9.5  |
| 机场旅客吞吐量（万人次）  | 2229.09 | 19.8 | 2596.58 | 16.5 | 2955.74 | 13.8 |
| 机场货邮吞吐量（万吨）   | 45.90   | 13.1 | 50.51   | 10.1 | 51.73   | 2.4  |

资料来源：河南省 2016 年~2018 年国民经济和社会发展统计公报，东方金诚整理

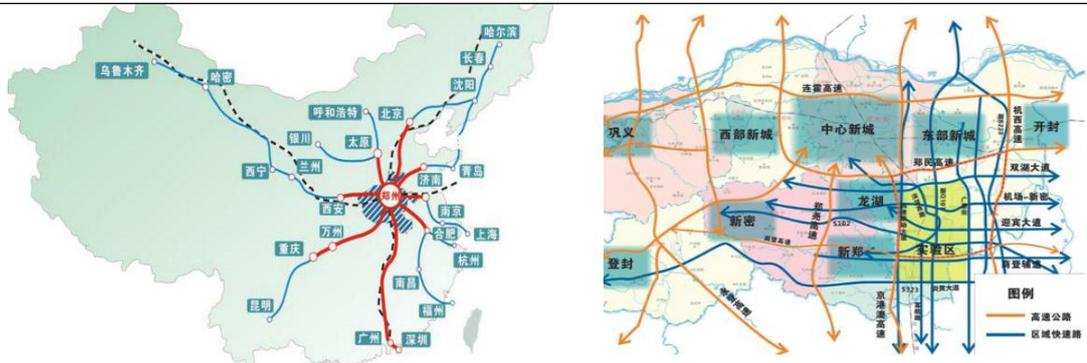
2019 年以来，河南省主要经济指标表现良好。前三季度，全省实现地区生产总值 39055.64 亿元，同比增长 7.4%，高于全国平均水平 1.2 个百分点。同期，全省规模以上工业增加值同比增长 7.9%，高于全国平均水平 2.3 个百分点；固定资产投资同比增长 8.2%，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，增速分别高于全国平均水平 2.8 个百分点和 2.2 个百分点。

### 2. 郑州航空港经济综合实验区

**航空港实验区是我国首个经国务院批复的国家级航空港经济综合实验区，区位优势显著，经济总量保持较快增长，经济实力不断增强**

目前，我国共有 14 个主要的国家级临空经济区<sup>3</sup>，其中，郑州航空港实验区的获批时间最早，且是唯一经国务院批复的航空港经济综合实验区。规划面积方面，郑州航空港实验区的规划面积为 415 平方公里，接近郑州市主城区的建成面积，在 14 个国家级临空经济区中排名第 1。管理体制方面，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，有效保证省市级政策及资源向航空港实验区倾斜。

**图表 5 航空港实验区区位优势图**



资料来源：公开资料，东方金诚整理

航空港实验区是郑（郑州）汴（开封）一体化区域的核心组成部分，位于郑州市主城区东南约 25 公里处。依托显著的区位优势，航空港实验区正逐步打造快速铁路与航空零距离换乘的综合交通枢纽。航空方面，郑州新郑国际机场是中国八大枢纽机场之一，位于航空港实验区核心区域，近年来客货运规模稳居中部地区“双第一”。2018 年，郑州新郑机场旅客吞吐量 2733.5 万人次，同比增长 12.5%，增速在全国大型机场<sup>4</sup>中排名第一；货邮吞吐量 51.5 万吨，同比增长 2.4%，货运规模稳居全国第 7 位。航空港实验区飞行“2 小时航空圈”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。铁路方面，郑州高铁南站位于航空港实验区内，是全国第二大高铁站，预计年旅客发送量可达 1000 万人。航空港实验区是集航空、高铁、城际铁路、地铁、高速公路于一体的综合枢纽，区位及交通优势显著。

<sup>3</sup> 14 个国家级临空经济区分别为：郑州航空港经济综合实验区、重庆临空经济示范区、青岛胶东临空经济示范区、北京大兴国际机场临空经济区、上海虹桥临空经济区示范区、广州临空经济示范区、成都临空经济示范区、长沙临空经济示范区、杭州临空经济示范区、贵阳临空经济示范区、宁波临空经济示范区、西安临空经济示范区、南京临空经济示范区和首都机场临空经济示范区。

<sup>4</sup> 此处大型机场定义为 2018 年旅客吞吐量超过 2000 万人次的机场，共有 22 个。

图表 6 2016 年~2018 年航空港实验区主要经济指标情况 (单位: 亿元、%)

| 项目                 | 2016 年          |      | 2017 年          |      | 2018 年          |      |
|--------------------|-----------------|------|-----------------|------|-----------------|------|
|                    | 数值              | 增速   | 数值              | 增速   | 数值              | 增速   |
| 地区生产总值             | 622.55          | 13.0 | 700.09          | 14.0 | 800.24          | 12.0 |
| 规模以上工业总产值          | 360.38          | 13.6 | 295.33          | 15.1 | -               | 11.7 |
| 全社会固定资产投资          | 628.51          | 19.4 | 680.52          | 8.3  | -               | 1.2  |
| 社会消费品零售总额          | 91.86           | 14.0 | 109.99          | 13.6 | 123.39          | 12.2 |
| 进出口总额 <sup>5</sup> | 461.94          | -4.4 | 498.08          | 7.8  | 3719.10         | 2.7  |
| 三次产业结构             | 2.0: 79.0: 19.0 |      | 1.5: 75.0: 23.5 |      | 1.1: 70.9: 27.9 |      |

资料来源: 2016 年~2018 年郑州经济动态、航空港实验区经济发展局, 东方金诚整理

近年来, 航空港实验区经济总量继续保持较快增长, 经济增速分别为 13.0%、14.0%和 12.0%, 持续排名郑州市各区第一位, 引领作用明显。航空港实验区已基本完成“三年打基础, 五年成规模”阶段, 逐渐迈入“十年立新城”阶段, 基础设施建设投资逐步趋缓造成固定资产投资增速有所降低。2018 年, 航空港实验区的进出口总额在全省、全市占比分别达到 67.5%、90.6%。其中, 郑州新郑综合保税区 2018 年完成进出口总额 3415.4 亿元, 在全国综合保税区中排名第 2 位, 近年来稳居全国前列。航空港实验区内富士康科技集团、郑州市宝聚丰实业有限公司(以下简称“宝聚丰实业”)等 7 家企业入选河南省进出口企业前 50 强。

#### 航空港实验区工业经济持续较快增长, 电子信息产业主导地位突出, 产业集聚效应明显

近年来, 航空港实验区工业经济持续较快增长。2018 年, 航空港实验区规模以上工业增加值同比增长 11.7%, 增速分别高于河南省、郑州市平均增速 4.5 个百分点和 4.9 个百分点。航空港实验区依托当地产业基础和区位优势, 逐步培育出航空物流业、高端制造业和现代服务业三大支柱产业, 并形成了八大产业园区, 分别是智能终端(手机)、航空物流、航空制造维修、精密机械、电子信息、电子商务、生物医药和商贸会展产业园。2018 年, 航空港实验区共签约项目 47 个, 总投资约 768 亿元; 新增市场主体 6986 户, 其中新增企业 2246 户。

电子信息方面, 航空港实验区定位于全产业链引进, 集群式发展, 规划建设了占地面积约 30 平方公里的智能终端(手机)制造基地, 目前累计有富士康、中兴、年富、商贸通等 208 家企业签约入区, 投产项目 67 个。同时, 航空港实验区发展半导体、芯片和显示屏制造, 引入台湾合晶、江丰电子、光力制造、以色列 ADT 等技术领先的优质企业。2018 年, 航空港实验区的手机产量为 1.98 亿台, 约占全球产量的 1/7; 电子信息产业产值为 3084.2 亿元, 同比增长 7.3%, 产业主导地位突出。

生物医药方面, 航空港实验区引入了药明康德、鸿运华宁、嘉宝仁和等 21 家行业领先企业, 创新药、细胞技术、IVC/第三方检测和医疗器械四大核心板块已招募储备项目 56 个, 生物医药产业链正逐步形成。航空物流方面, 以冷链、快递、电商物流为突破口, 涵盖电商、平台、物流、仓储、支付等环节的全产业链已形成, 航空物流业发展提速升级。

此外, 供应链金融业、飞机租赁业快速发展, 新能源汽车制造等产业纷纷落地, 预计航空港实验区工业经济将保持快速发展。

<sup>5</sup> 由于披露口径不同, 2016 年、2017 年进出口总额单位为亿美元, 2018 年单位为亿元。

**航空港实验区凭借重要的战略地位以及政策、区位、人口等优势，将在区域经济发展中赢得先机，经济发展前景良好**

航空港实验区拥有重要的国家战略地位。国务院将航空港实验区战略定位为国际航空物流中心、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；国家“十三五”规划指出，要加快航空港实验区建设，促进中部地区崛起；习近平总书记提出，航空港实验区将成为“一带一路”的重要节点。

河南省将航空港实验区定位为产业升级的重要抓手，坚持“建设大枢纽、发展大物流、培育大产业、塑造大都市”的发展思路，引导航空港实验区在引领区域发展、服务全国大局和融入世界经济体系中发挥更大作用。郑州市政府提出，航空港实验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。

航空港实验区拥有很强的政策优势，持续获得省、市级层面的针对性优惠政策支持。河南省财政厅《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》中提出，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，由省财政对航空港实验区直接调拨。河南省政府《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》指出，“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；加大项目建设支持，优先将航空港实验区重大项目列入省重点项目。根据郑州市政府《关于加快郑州航空港经济综合实验区建设的意见》，航空港实验区范围内的土地出让净收益市级留成部分全额返还；市财政每年安排 5 亿元专项资金（2017 年起已提高至 8 亿元），用于航空港实验区开发建设；航空港实验区建设用地按土地利用规划和年度计划指标实行单列，耕地占补平衡在全市范围内统筹解决。

预计未来，随着支柱产业重点项目的陆续落地，航空港实验区将凭借重要的战略地位以及政策、区位、人口等优势，在区域经济发展中赢得先机，经济发展前景良好。

## 财政状况

### 1.河南省

**河南省一般公共预算收入和政府性基金收入持续增长，上级补助规模较大，综合财政实力很强**

河南省一般公共预算收入保持增长且规模较大。2018 年，全省实现一般公共预算收入 3766.0 亿元，在全国排名第 8 位、在中部六省中排名第 1 位。2016 年~2018 年，全省一般公共预算收入同比增速分别为 8.0%、10.8%和 10.5%。其中，税收收入亦呈现逐年上升态势，占比分别为 68.4%、68.4%和 70.5%。

同时，由于河南省人口众多，城镇化率一般，并存在一定数量的贫困县，河南省获得上级政府的支持力度较大，该项收入规模较大且逐年增长。

2016 年~2018 年，河南省政府性基金收入同比分别增长 30.8%、37.6%和 52.5%，持续较快增长主要得益于政府加快了土地出让进度以及土地价格的上涨，对当地财政实力的支撑作用逐年提高。但未来收入的稳定增长易受宏观政策、政府规划及市场波动等因素影响而存在一定的不确定性。

图表 7 2016 年~2018 年河南省财政收支情况 (单位: 亿元)

| 项目       | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 3153.5 | 3407.2 | 3766.0 |
| 其中: 税收收入 | 2158.5 | 2329.3 | 2656.7 |
| 上级补助收入   | 3746.1 | 4008.8 | 4298.8 |
| 政府性基金收入  | 1848.9 | 2509.6 | 3826.1 |
| 一般公共预算支出 | 7453.7 | 8215.5 | 9217.7 |
| 政府性基金支出  | 1924.2 | 2493.2 | 3783.6 |

资料来源: 河南省财政决算表 (2016 年~2018 年), 东方金诚整理

2016 年以来, 河南省一般公共预算支出持续扩大, 地方财政自给率<sup>6</sup>保持在 40%以上, 自给程度一般。

截至 2018 年末, 河南省地方政府债务余额为 6541.3 亿元, 其中一般债务 4062.2 亿元, 专项债务 2479.1 亿元。

据初步统计, 2019 年 1~11 月, 河南省实现一般公共预算收入 3707.0 亿元, 同比增长 7.3%, 其中税收收入 2614.6 亿元, 同比增长 6.2%; 政府性基金收入 3271.4 亿元, 同比增长 4.5%; 实现一般公共预算支出 9149.0 亿元, 同比增长 8.7%。

## 2. 郑州航空港经济综合实验区

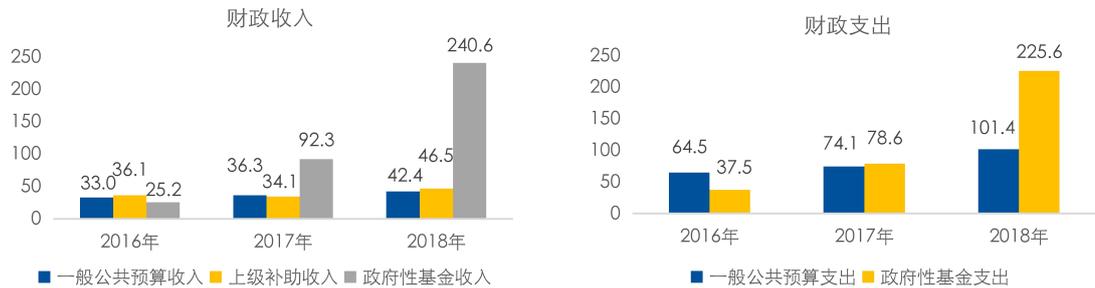
**受益于政府性基金收入的快速增长, 航空港实验区财政实力明显增强; 但土地出让收入易受政策和房地产市场影响而存在不确定性**

航空港实验区一般公共预算收入保持增长态势, 税收收入占比分别为 70.34%、71.03%和 72.08%, 收入质量良好。近年来, 航空港实验区持续获得较大规模的财政转移支付, 是当地财政收入的重要补充。

航空港实验区政府性基金收入快速增长, 2018 年达到 240.6 亿元; 其中, 国有土地使用出让收入为 222.9 亿元。政府性基金收入大幅增长主要系航空港实验区政府加快了土地出让进度和土地价格上涨所致。土地资源方面, 根据《郑州航空港经济综合实验区总体规划 (2014-2040) 》, 规划期间, 航空港实验区规划居住用地 82125 亩, 工业用地 66075 亩。扣减已出让部分, 区内剩余可供出让工业用地约超 50000 亩, 住宅用地约超 65000 亩。短期来看, 航空港实验区政府性基金收入易受房地产市场波动和政府土地出让计划等因素影响而存在不确定性; 但长期来看, 航空港实验区可出让土地较充足, 同时随着交通优势、人口及产业集聚效应的逐步增强, 航空港实验区土地交易市场活跃程度将快速上升, 预计政府性基金收入的可持续性较强。

<sup>6</sup> 地方财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出×100%。

图表 8 2016年~2018年航空港实验区财政收支情况（单位：亿元）



资料来源：航空港实验区财政局，东方金诚整理

财政支出方面，航空港实验区一般公共预算支出保持增长，其中刚性支出<sup>7</sup>分别为 13.23 亿元、18.01 亿元和 20.79 亿元，分别占比 20.52%、24.29%和 20.51%。航空港实验区财政自给率分别为 51.13%、48.93%和 41.80%，财政自给程度一般且有所下降。

政府债务方面，2016 年~2018 年末，航空港实验区政府债务余额分别为 214.61 亿元、135.45 亿元和 154.37 亿元；2017 年航空港实验区政府偿还了部分债务，偿债压力得到缓解。2018 年末，航空港实验区政府一般债务余额 62.23 亿元，专项债务余额 92.15 亿元。

## 业务运营

### 经营概况

公司营业收入主要来自土地开发整理及基础设施建设、安置房建设、商品贸易和商品房开发等业务，随着业务规模的扩大和结算模式的理顺，公司营业收入显著增长

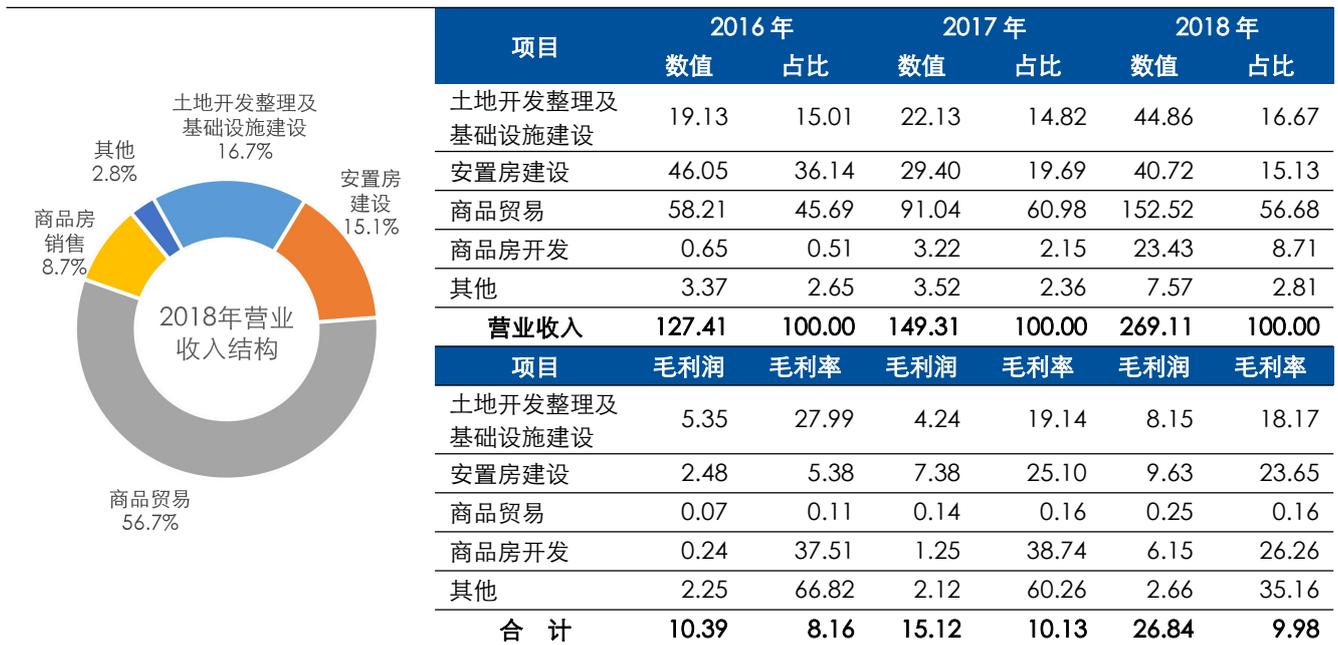
公司作为航空港实验区最重要的基础设施建设主体，主要从事区内基础设施建设、土地开发整理、安置房建设，对航空港实验区的招商引资及城市功能完善起到重要作用。同时，公司还从事商品贸易和商品房开发等其他经营性业务。

公司营业收入增长较快，2018 年大幅增长主要系公司业务规模扩大以及理顺了土地开发整理及基础设施建设项目的结算模式所致。从收入构成看，公司营业收入主要来自土地开发整理及基础设施建设、安置房建设、商品贸易和商品房开发，2018 年合计占比 97.19%。此外，商品房屋租赁、公用事业运营和商业保理等其他业务收入是公司营业收入的重要补充。

随着营业收入的增长，公司毛利润逐年提高，主要来源于土地开发整理及基础设施建设、安置房建设和商品房开发业务，商品贸易业务虽收入占比高，但毛利率水平较低，对毛利润贡献较小；公司综合毛利率近年较为稳定。

<sup>7</sup> 刚性支出=一般公共预算支出+教育支出+社会保障和就业支出+医疗卫生支出。

图表9 公司营业收入、毛利润及毛利率构成（单位：亿元、%）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年1~9月，公司营业收入为204.57亿元，同比增长26.09%；毛利润为17.30亿元，综合毛利率为8.46%。

### 土地开发整理及基础设施建设

公司从事的航空港实验区内的土地开发整理及基础设施建设业务具有很强的区域专营性，近年来项目建设的结算模式逐步得到理顺

公司承担了航空港实验区内的土地开发整理及基础设施建设，业务具有很强的区域专营性，在航空港实验区的建设中发挥着重要作用。该业务主要由公司本部、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”）、郑州航空港区国有资产经营管理有限公司（以下简称“国资公司”）负责。

公司土地开发整理及基础设施建设的结算模式经历了一个逐步理顺的过程。土地开发整理方面，2015年，公司土地开发整理业务采用成本加成一定比例收益的方式进行结算；2016年，实验区管委会将公司负责开发的土地取得出让收入的地方留成部分缴纳至地方财政后，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%，通过财政预算支出拨付给公司，作为土地一级开发业务资金来源和成本补偿。2017年起，公司重新理顺了和政府的业务结算模式<sup>8</sup>，恢复采用2015年成本加成的方式结算。针对2013年~2016年期间因结算方式不同导致的收入差额，统一在2017年进行追溯调整，多退少补。

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、医院、学校等基础设施的建设。2016年~2017年，航空港实验区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。同期，公司分别收到实验区财政局拨付的基建专项资金3.12亿元和23.71亿元，计入资本公积。2018年起，

<sup>8</sup> 根据《郑州航空港经济综合实验区党政联席会议纪要》（[2018]20号）。

公司基础设施建设业务参照土地开发整理业务的结算模式，采用成本加成的方式确认收入，与土地开发整理收入合并。

截至 2018 年末，公司已完工的土地开发整理及基础设施建设项目主要包括滨河办事处大河刘改造二期、姬庄片区开发、古城村片区开发、双鹤湖片区开发、航兴路片区开发和苑陵故城片区开发等。2016 年~2018 年，公司分别实现土地开发整理及基础设施建设收入 19.13 亿元、22.13 亿元和 44.86 亿元，2018 年大幅增长主要系基础设施建设业务收入合并计入所致；毛利率分别为 27.99%、19.14%和 18.17%，波动较大主要由结算模式的调整造成，随着结算模式的确定，毛利率将趋于稳定。

#### 公司在建土地开发整理及基础设施建设项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力

截至 2018 年末，公司在建项目主要包括河西片区及河东北部片区开发项目、渠东双鹤湖区开发项目等土地开发整理项目，以及第十一届中国国际园林博览会（郑州）（以下简称“园博园”）A 区、园博园 B 区暨双鹤湖中央公园、滨河西路路面等基础设施建设项目，计划总投资 472.44 亿元，尚需投资 294.05 亿元。公司在建土地开发整理及基础设施建设项目投资规模很大，面临较大的资本支出压力。

图表 10 截至 2018 年末公司主要在建基础设施等项目情况（单位：亿元）

| 项目                 | 计划总投资         | 累计投资成本        | 尚需投资          |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| 河西片区及河东北部片区开发项目    | 134.50        | 30.95         | 103.55        |
| 渠东会展物流片区开发项目二      | 54.00         | 5.16          | 48.84         |
| 渠东会展物流片区开发项目三      | 53.40         | 16.06         | 37.34         |
| 渠东双鹤湖区开发项目         | 78.00         | 53.07         | 24.93         |
| 园博园 B 区暨双鹤湖中央公园    | 33.37         | 18.96         | 14.41         |
| 湖片区地下综合管廊、停车场及附属工程 | 38.09         | 19.08         | 19.01         |
| 园博园 A 区            | 26.91         | 14.74         | 12.17         |
| 滨河西路路面             | 15.90         | 2.06          | 13.84         |
| 雁鸣路（龙中公路-炎黄大道）     | 11.29         | 5.10          | 6.19          |
| 苑陵故城遗址公园           | 9.93          | 4.88          | 5.05          |
| 园博园配套工程（老家院子项目）    | 6.00          | 4.50          | 1.50          |
| 航兴路（滨河东路-炎黄大道）     | 5.87          | 2.84          | 3.03          |
| 郑港三路（滨河东路-万三公路）    | 5.18          | 0.99          | 4.19          |
| <b>合计</b>          | <b>472.44</b> | <b>178.39</b> | <b>294.05</b> |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

河西片区及河东北部片区开发是公司目前正在建设的土地开发整理项目，计划总投资 134.50 亿元，涉及范围主要为南水北调渠以西未建成区域及河东郑港十一路以北区域，总面积约 108 平方公里，计划建设周期为 2017 年 5 月至 2022 年 5 月。园博园 A 区项目占地 1785 亩，预计总投资 26.91 亿，是第十一届中国国际园林博览会的主场地，同时是郑州市重要的绿色工程，主要承担园林博览、国内外造园艺术、主题景观等国内外主要城市园林展览的功能。项目于 2016 年 3 月正式启动建设，2017 年 9 月顺利开园迎客，部分场馆和展园仍在建设当中。

截至 2018 年末，公司暂无拟建的土地开发整理及基础设施建设项目。

#### 安置房建设

公司从事的安置房建设对于改善航空港实验区居民的生活环境有着重要意义，业务具有很强的区域专营性

受实验区管委会委托，公司承担了航空港实验区内棚户区改造、安置房及公租房的建设和管理，具体由子公司航程置业负责，业务具有较强的区域专营性。

公司的安置房业务分为自建和外购两种模式，资金来源主要为自筹资金和财政专项资金。自建模式下，公司通过招拍挂取得项目建设所需土地使用权，项目建设完成后，安置房的住宅、商业和停车场依照建设总成本加成一定的回报比例确定价格并出售给安置居民；外购模式下，公司与郑州中建空港房地产开发有限公司、河南正弘实业有限公司等房地产开发商签订回购协议，约定在开发商项目建设完成后进行回购，再开展安置房销售等业务。2017年起，公司安置房业务的结算由成本加成转变为采用政府购买服务的形式<sup>9</sup>，并沿用至今。航程置业与实验区财政局签订《政府购买服务协议》，根据协议期间约定的年度支付计划，政府逐年进行项目回购，并支付相应服务费用。受政策影响，公司未来年度的棚户区改造项目将不再进行外部融资，建设资金主要来自自有资金及政府拨入的棚改专项资金。

截至2018年末，公司建成了多个南区安置区和棚户区改造项目，对于改善航空港实验区居民的生活环境有着重要意义。

图表 11 2016年~2018年公司安置房业务收入情况（单位：亿元、%）

| 项目                     | 确认收入         | 投资额          | 毛利率          |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|
| 南区 2-4、6 号安置区          | 18.09        | 17.16        | 5.18         |
| 南区 9、16 号、谷庄、凌庄、寺东孙安置区 | 15.58        | 14.62        | 6.17         |
| 南区 11-14 号安置区          | 12.37        | 11.79        | 4.68         |
| <b>2016 年合计</b>        | <b>46.05</b> | <b>43.57</b> | <b>5.38</b>  |
| 2014 年度棚户区改造项目         | 11.38        | 8.46         | 25.63        |
| 2015 年度棚户区改造项目         | 18.02        | 13.56        | 24.77        |
| <b>2017 年合计</b>        | <b>29.40</b> | <b>22.02</b> | <b>25.10</b> |
| 2014 年度棚户区改造项目         | 21.27        | 17.94        | 15.63        |
| 2015 年度棚户区改造项目         | 11.30        | 7.08         | 37.31        |
| 2016 年度棚户区改造项目         | 8.15         | 6.07         | 25.61        |
| <b>2018 年合计</b>        | <b>40.72</b> | <b>31.09</b> | <b>23.65</b> |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2018年末，公司在建项目主要有2015年度、2016年度、2017年度和2018年度棚户区改造项目，计划总投资495.31亿元，累计投入金额289.65亿元，尚需投资205.66亿元。

<sup>9</sup> 当年新增项目和以前年度未完工项目均自2017年转变为政府购买服务的形式。

图表 12 截至 2018 年末公司在建安置房项目情况 (单位: 亿元)

| 项目             | 建设周期           | 计划总投资         | 累计投资成本        | 尚需投资          |
|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 2015 年度棚户区改造项目 | 2016.1-2020.12 | 172.74        | 135.16        | 37.58         |
| 2016 年度棚户区改造项目 | 2016.3-2020.12 | 117.08        | 67.59         | 49.49         |
| 2017 年度棚户区改造项目 | 2016.6-2021.12 | 59.72         | 25.86         | 33.86         |
| 2018 年度棚户区改造项目 | 2018.1-2022.12 | 145.77        | 61.04         | 84.73         |
| <b>合计</b>      | -              | <b>495.31</b> | <b>289.65</b> | <b>205.66</b> |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

山东安置区是公司 2015 年~2017 年度棚改计划中的一个子项目, 也是目前全国在建规模最大、安置人口最多的棚户区改造项目。项目实施范围涉及流经航空港实验区的南水北调中线干渠以东的九个安置区域, 涉及会展物流片区、双鹤湖片区、空港片区等, 将建成 16 个城市社区, 总建筑面积 1430.04 万平方米, 提供超过 9 万套住房, 可安置居民约 16 万人。整体建设周期预计为 8 年左右, 依照政府规划可能有所调整。项目建设内容主要包括住宅楼、商业楼、幼儿园、社区服务中心等, 全面建成后将有效改善航空港实验区居民的生活环境和居住条件, 推进新型城镇化建设。

未来, 公司主要以存量安置房项目建设为主, 暂无拟建的安置房建设项目。

## 商品贸易

### 1. 有色金属及大宗商品贸易

公司有色金属及大宗商品贸易业务持续稳定发展, 收入占比较高, 但毛利率很低; 公司贸易业务供应商和销售对象集中度较高, 存在一定的经营风险

公司有色金属及大宗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(以下简称“兴瑞实业”)负责经营, 贸易品种主要包括煤炭、电解铜、锌锭、铝锭等产品。兴瑞实业成立于 2013 年 12 月, 由公司与深圳前海瑞贸通供应链平台服务有限公司共同出资设立, 具有供应链融资服务及进出口权等资质。

兴瑞实业主要交易的大宗商品价格波动较为明显, 为降低风险, 兴瑞实业采用“大进大出、快进快出、以销定采”的业务模式, 多以电汇或银行承兑汇票的方式向上游供应商大额预付定金, 获取固定的优惠价格, 并取得货物的优先供应权; 在收到下游销售对象的订单后, 再与供应商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, 较大程度上降低了交易价格波动的风险。2016 年~2018 年, 公司分别实现有色金属及大宗商品贸易额 58.21 亿元、72.47 亿元和 84.16 亿元, 在营业收入中占比较高, 分别为 45.69%、48.54%和 31.27%; 毛利率分别为 0.11%、0.09%和 0.14%, 盈利能力较弱。

图表 13 公司有色金属及大宗商品贸易业务主要产品贸易收入及占比情况 (单位: 亿元、%)

| 项目        | 2016年        |               | 2017年        |               | 2018年        |               |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|           | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |
| 电解铜       | 31.71        | 54.47         | 26.37        | 36.39         | 35.16        | 41.78         |
| 锌锭        | 13.92        | 23.91         | 26.90        | 37.12         | 5.57         | 6.62          |
| 铝锭        | 1.51         | 2.59          | 0.65         | 0.90          | 8.56         | 10.18         |
| 其他有色金属    | 3.64         | 6.25          | 6.04         | 8.33          | 11.25        | 13.36         |
| 煤炭        | 4.66         | 8.01          | 7.58         | 10.46         | 23.61        | 28.06         |
| 其他大宗商品    | 2.77         | 4.76          | 4.93         | 6.80          | 0.00         | 0.00          |
| <b>合计</b> | <b>58.21</b> | <b>100.00</b> | <b>72.47</b> | <b>100.00</b> | <b>84.16</b> | <b>100.00</b> |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

借助上海的金属交易平台和第三方仓储优势, 公司贸易业务的主要交易地点为上海, 上下游客户多集中在产品需求较为旺盛的上海、江浙、山东、山西等地。2018年, 公司前十大供应商采购金额合计 72.08 亿元, 占全部采购额的 73.33%; 前十大销售对象销售金额合计 59.33 亿元, 占全部销售金额的 60.24% (详见下表)。公司有色金属及大宗商品贸易业务供应商和销售对象集中度较高, 存在一定的经营风险。

图表 14 公司 2018 年有色金属及大宗商品贸易前十大上下游客户 (单位: 亿元、%)

| 供应商               | 采购额          | 占比           | 销售对象               | 销售额          | 占比           |
|-------------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|
| 上海简晟国际贸易有限公司      | 36.01        | 36.62        | 深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司 | 13.04        | 13.24        |
| 郑州嘉瑞供应链管理有限公司     | 6.00         | 6.11         | 上海泽望国际贸易有限公司       | 10.45        | 10.61        |
| 浙江和辉电力燃料有限公司      | 5.83         | 5.93         | 正丰国际贸易(江苏)有限公司     | 9.55         | 9.69         |
| 宝钛集团有限公司          | 5.07         | 5.16         | 上海惠翱有色金属有限公司       | 8.21         | 8.34         |
| 公航旅(兰州新区)国际贸易有限公司 | 4.33         | 4.40         | 上海金川均和经济发展有限公司     | 3.49         | 3.55         |
| 林州市前锦物资贸易有限公司     | 3.70         | 3.76         | 上海垚宇能源有限公司         | 3.34         | 3.39         |
| 供通云供应链集团有限公司      | 3.51         | 3.60         | 杭实国贸投资(杭州)有限公司     | 3.04         | 3.09         |
| 兰州新区商投商贸有限公司      | 3.02         | 3.07         | 均和(厦门)供应链管理有限公司    | 3.01         | 3.06         |
| 均达升(厦门)控股有限公司     | 2.49         | 2.53         | 上海均和集团有限公司         | 2.91         | 2.95         |
| 上海武鸣贸易有限公司        | 2.11         | 2.15         | 林州市林通煤炭贸易有限公司      | 2.29         | 2.32         |
| <b>合计</b>         | <b>72.08</b> | <b>73.33</b> | <b>合计</b>          | <b>59.33</b> | <b>60.24</b> |

注: 此处采购额及销售额均为含税收入。

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 2. 电子产品贸易

公司自 2017 年新增电子产品贸易, 业务规模快速增长, 成为公司营业收入的重要补充, 但毛利率很低

公司 2017 年起新增电子产品贸易, 主要由三级子公司宝聚丰实业负责经营, 贸易产品主要为手机整机、手机主板和平板电脑等。宝聚丰实业开展电子产品贸易主要为了服务于航空港实验区内的智能终端产业, 向落地的手机制造企业提供芯片、显示屏等零部件进口、低端智能机和功能机等非苹果手机整机出口、国内代代销、物流等配套服务, 是航空港实验区智能终端产业的综合服务商。2017 年~2018 年, 公司分别实现电子产品贸易收入 18.57 亿元和 68.37

亿元, 2018年电子产品贸易迅速拓展, 销售收入明显提升; 毛利率较低, 分别为0.39%和0.19%。

图表 15 公司电子产品贸易业务主要产品贸易收入及占比情况 (单位: 亿元、%)

| 项目        | 2017年        |               | 2018年        |               |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|           | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |
| 手机整机      | 10.46        | 56.34         | 42.87        | 62.70         |
| 手机主板      | 3.12         | 16.79         | 8.12         | 11.88         |
| 平板电脑      | 0.00         | 0.00          | 1.23         | 1.80          |
| 其他        | 4.99         | 26.87         | 16.15        | 23.62         |
| <b>合计</b> | <b>18.57</b> | <b>100.00</b> | <b>68.37</b> | <b>100.00</b> |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2018年9月, 宝聚丰实业通过了AEO高级认证, 获得包括“免担保验放、适用较低的进出口货物查验率、不实行银行保证金台账制度”等多种通关便利措施, 可在全球范围内与35个国家和地区实现互通互惠。借助航空港实验区的区位优势 and 战略定位, 公司电子产品贸易的发展前景良好。

### 商品房开发

#### 公司商品房开发收入快速增长, 随着在建项目的陆续完工, 预计收入将保持增长

公司依托自身优势在航空港实验区内开展商品房开发业务, 主要包括住宅、商业综合体开发及产业园建设等, 具有一定的区域性竞争优势。具体业务主要由子公司郑州路港置业有限公司、郑州航空港区航程天地置业有限公司(以下简称“航程天地”)、郑州航空港区盛世宏图置业有限公司(以下简称“盛世宏图”)等负责。

上述子公司通过招拍挂获取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。2016年~2018年, 公司分别实现商品房销售收入0.65亿元、3.22亿元和23.43亿元, 2018年收入大幅增长主要系当年完工销售项目及进入预售期的项目增加所致; 毛利率分别为37.51%、38.74%和26.26%, 2017年销售的项目主要为毛利率较高的兴瑞产业园, 2018年销售的项目多为毛利率较低的商业住宅项目, 包括盛世城邦一期和安纳西庄园一期等。

截至2018年末, 公司在建商品房项目主要包括盛世城邦、安纳西庄园、兴港国际企业中心、智能终端手机产业园商业服务项目和郑港市民服务中心等项目, 计划总投资142.65亿元, 累计投入金额59.18亿元, 尚需投资83.47亿元。随着在建项目的陆续完工, 公司商品房销售收入预计将保持增长, 但投资金额较大, 面临一定的资本支出压力。

图表 16 截至 2018 年末公司主要在建商品房项目情况（单位：亿元）

| 项目                       | 建设周期            | 计划总投资         | 尚需投资         |
|--------------------------|-----------------|---------------|--------------|
| 盛世城邦 4、5 号地（盛世城邦二期）      | 2017.08-2020.06 | 3.44          | 1.74         |
| 盛世城邦 6、7、8、9 号地（盛世城邦大二期） | 2017.08-2020.01 | 10.19         | 6.00         |
| 安纳西庄园                    | 2016.03-2019.12 | 10.50         | 1.58         |
| 兴港国际企业中心                 | 2015.01-2019.12 | 7.50          | 1.08         |
| 兴港大厦                     | 2015.01-2020.09 | 11.90         | 5.65         |
| 智能终端手机产业园商业服务项目          | 2017.03-2019.12 | 11.00         | 4.99         |
| 航田·终端手机产业园 D 区           | 2017.05-2019.12 | 7.96          | 5.04         |
| 航田·望湖壹号                  | 2017.06-2019.12 | 5.00          | 4.56         |
| 郑港第二市民服务中心项目             | 2016.09-2019.12 | 6.22          | 4.25         |
| 郑港第三便民服务中心项目             | 2017.03-2019.12 | 3.72          | 2.59         |
| 富士康西厂区北门地下通道项目           | 2016.09-2019.12 | 2.14          | 1.67         |
| 盛世城邦三期                   | 2018.05-2022.01 | 25.11         | 15.15        |
| 兴瑞产业园                    | 2015.12-2019.11 | 13.07         | 8.94         |
| 宇航铭筑项目                   | 2018.03-2021.12 | 9.20          | 7.33         |
| 兴港·蒲公英小区                 | 2018.12-2021.11 | 15.70         | 12.90        |
| <b>合计</b>                | -               | <b>142.65</b> | <b>83.47</b> |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2018 年末，公司拟建商品房开发项目主要包括兴港·和园、祥和湾、香湖湾 10 号人才房和香湖湾 11/12 号商业地块等，计划总投资 33.34 亿元。

航空港实验区是河南省以及郑州市正大力发展的区域，随着区内招商引资项目的逐步落地，将会吸引更多的人口流入。同时，航空港实验区的房价目前仍低于郑州市主城区，具备价格竞争优势，预计公司的商品房开发业务发展前景较好。

### 其他业务

**公司正大力拓展航空港实验区内公用事业领域业务，将对公司收入及盈利规模形成一定的补充，经营范围更加多元**

公司其他业务主要包括公用事业运营、投资性房地产租赁、物业管理和商业保理等业务。公司正大力拓展航空港实验区内公用事业领域业务，包括燃气、电力、热力、车用能源、市政管养等，经营范围更加多元。2016 年~2018 年，公司分别实现其他业务收入 3.37 亿元、3.52 亿元和 7.57 亿元；毛利率分别为 66.82%、60.26%和 35.16%。2018 年公司其他业务收入大幅增长主要系完工的商业地产项目较多，租赁收入增长所致。未来随着公用事业类业务的逐步开展，将为公司带来一定规模且较为稳定的现金流入，对收入及盈利规模形成一定的补充。

图表 17 公司公用事业类子公司、参股公司情况（单位：万元）

| 公司名称           | 业务范围     | 成立时间       | 注册资本     |
|----------------|----------|------------|----------|
| 郑州航空港兴港燃气有限公司  | 城市燃气运营   | 2016.11.28 | 20000.00 |
| 郑州航空港区明港水务有限公司 | 污水处理、安装  | 2016.1.22  | 12000.00 |
| 郑州航空港水务发展有限公司  | 自来水生产、供应 | 2014.11.11 | 30000.00 |
| 郑州航空港兴港电力有限公司  | 电力供应     | 2017.5.4   | 60000.00 |
| 郑州航空港兴港能源有限公司  | 加油站、加气站等 | 2017.5.19  | 10000.00 |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 外部支持

作为航空港实验区最重要的基础设施建设主体，公司在资本金注入、专项建设资金及补贴资金划拨等方面获得股东及相关各方的大力支持

根据实验区管委会《专题会议纪要》（[2012]105号），确定兴港投资负责航空港实验区内所有基础设施建设投资，包括区内土地一级整理开发投资、公共设施建设及运营、广告业务特许经营及其他相关运营权。公司是航空港实验区最重要的基础设施建设主体，在资本金注入、专项建设资金及补贴资金划拨等方面获得股东及相关各方的大力支持。

自成立以来，实验区管委会多次向公司增资，公司注册资本由成立之初的 0.20 亿元增加至 2018 年末的 200.00 亿元，实收资本为人民币 140.00 亿元。其中，2016 年，实验区管委会向公司增加注册资本 12.00 亿元，已实缴；2017 年，实验区管委会向公司增加注册资本 100.00 亿元，截至 2018 年末已实缴 40.00 亿元。

作为航空港实验区最重要的基础设施建设主体，公司持续获得实验区财政局拨付的专项建设资金。2016 年~2018 年，实验区财政局分别向公司拨付专项建设资金 3.12 亿元、23.71 亿元和 24.82 亿元。

财政补贴方面，2016 年~2018 年，公司分别获得政府补贴 3.41 亿元、3.10 亿元和 1.33 亿元。

考虑到未来公司将继续在航空港实验区的基础设施建设中发挥重要作用，预计股东及相关各方仍将对公司提供大力支持。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2019 年 9 月末，公司注册资本为人民币 200.00 亿元，实收资本人民币 140.00 亿元；按注册资本计算，实验区管委会持有公司 100.00% 股权，是公司的唯一股东和实际控制人。

### 治理结构

公司不设股东会，国有资产监督管理部门受实验区管委会委托行使股东会职权，主要股东决定仍由实验区管委会进行决策。公司设立了党委、董事会、监事会和经理。

公司党委设委员 7 名，其中书记 1 名，由董事长兼任。公司董事会由 5 名董事组成，其中非职工代表董事 3 人，由实验区管委会委派；董事长 1 人，由实验区管委会指定。公司董事每

届任期3年，可连任。公司监事会由实验区管委会向公司派出的2名监事和3名职工代表组成，监事主席由实验区管委会指定。公司设经理，在董事会授权范围内主持公司的生产经营管理工作，对董事会负责，由董事会聘任或解聘。

### 管理水平

公司设立了党群工作部、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6个职能部门，部门设置合理，职责清晰。

制度建设方面，公司围绕公司治理、风险控制、财务管理、投资管理、融资管理等方面建立了内部管理制度和控制体系，管理制度相对健全。

综合来看，公司建立了必要的治理架构和内部组织结构，管理制度相对健全，管理情况良好。

### 财务分析

#### 财务质量

公司提供了2016年~2018年及2019年1~9月合并财务报表。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2016年~2018年财务数据进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2019年1~9月合并财务报表未经审计。

截至2019年9月末，公司纳入合并报表范围的子公司80家，其中二级子公司19家（详见附件二）。2016年，公司合并报表范围新增郑州航空港汇港发展有限公司等10家子公司，同时减少河南兴港正和投资担保有限公司1家子公司；2017年，公司合并报表范围新增郑州航空港兴港智慧城市有限公司等19家子公司，同时减少郑州航空大都市研究院有限公司1家子公司；2018年，公司合并报表范围新增河南航荣田实业有限公司、郑州航空港兴港公用事业有限公司等16家子公司，同时减少河南建港新型城镇化股权投资基金（有限合伙）等2家子公司。

#### 资产构成与资产质量

近年来，公司资产总额快速增长，以流动资产为主，但其中变现能力较弱的存货占比较大，资产流动性较差

近年来，由于业务规模的不断扩大和股东持续的资产注入，公司资产规模快速增长，2016年~2018年复合增长率高达33.59%。公司资产以流动资产为主，近三年一期的占比均在70%以上。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款<sup>10</sup>构成，2018年末，上述三项合计占流动资产的比重为95.12%。

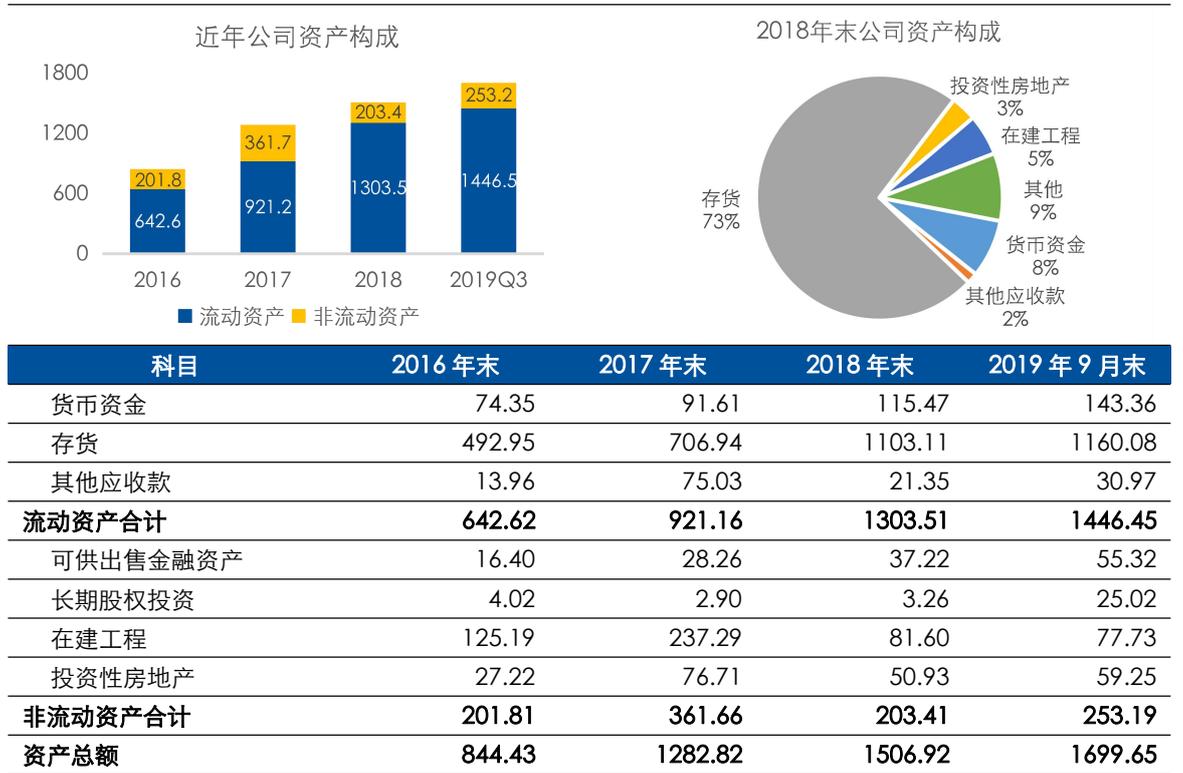
伴随持续的对外融资、项目结算以及往来款的收回，公司货币资金保持较大规模且逐年增长。2018年末，公司货币资金中银行存款105.66亿元；其他货币资金9.81亿元，主要为承兑汇票保证金。

存货是公司流动资产最重要的构成部分，主要由航程置业和国资公司在建的土地开发整理、安置房和商品房项目的开发成本构成，总体流动性较差。存货逐年大幅增长主要系公司正逐渐调整会计入账方式，将之前计入在建工程的基建项目转记至存货中的开发成本，以及公司工程

<sup>10</sup> 不含应收利息及应收股利。

建设的不断推进所致。2018年末，公司存货中在建项目开发成本为1085.77亿元，占存货的比重为98.43%。其中，安置房项目开发成本为579.15亿元，土地整理及基础设施项目开发成本为324.56亿元，商品房项目开发成本为103.60亿元。其中，公司已完工未结算开发成本规模较大，约为435.67亿元，存在一定资金占用风险。

图表 18 公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

2018年，航空港实验区政府与公司结算了大批往来款，公司其他应收款明显减少。2018年末，公司其他应收款前五名单位合计应收15.15亿元，占其他应收款的比重为70.96%，较为集中；其中1.50亿元为民营企业借款，存在一定流动性风险。

图表 19 截至2018年末公司其他应收款前五名单位（单位：万元、%）

| 单位名称                             | 单位性质 | 金额               | 欠款原因    | 占比           |
|----------------------------------|------|------------------|---------|--------------|
| 郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）公共资源交易中心  | 国有   | 57846.00         | 土地竞买保证金 | 27.09        |
| 郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）非税收入征收管理局 | 国有   | 41455.15         | 代付款项    | 19.42        |
| 郑州航空港区航程绿地置业有限公司                 | 国有   | 21980.00         | 往来款     | 10.29        |
| 河南中原高速公路股份有限公司                   | 国有   | 15224.40         | 往来款     | 7.13         |
| 河南博瑞司展示用品有限公司 <sup>11</sup>      | 民营   | 15000.00         | 往来款     | 7.03         |
| <b>合计</b>                        | -    | <b>151505.55</b> | -       | <b>70.96</b> |

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

受科目调整等因素影响，公司非流动资产规模有所波动，构成上以在建工程和投资性房地

<sup>11</sup> 河南博瑞司展示用品有限公司成立于2008年5月，位于河南省郑州市航空港区台商投资区内，注册资本2000.00万元。主要从事形象包装、标识标牌、广告灯箱等终端展示产品的配套设计、生产、安装等工程，拥有4万平方米的生产基地，经营状况良好。

产为主。2018年末，公司在建工程明显下降，主要系公司土地开发整理及基础设施建设项目转入存货科目所致。投资性房地产主要为租赁用房，采用成本计量模式，2018年末有所下降主要系当年转出30.38亿元公租房资产至存货所致。同时，2019年9月末，公司可供出售金融资产和长期股权投资大幅增长，主要系公司追加理财产品投资，以及新增对上海合晶硅材料有限公司、先进微电子装备（郑州）有限公司等联营企业股权投资所致。

截至2018年末，公司受限资产为9.93亿元，全部为受限的货币资金，主要由保证金和监管户资金组成，占资产总额的比重为0.66%，占比很低。

## 资本结构

### 受益于股东增资及资本性注入，公司近年来所有者权益快速增长

近年来，受益于股东增资及资本性注入，公司所有者权益保持较快增长，2018年末为522.81亿元，主要由实收资本、其他权益工具、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成。

图表 20 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

| 科目             | 2016年末        | 2017年末        | 2018年末        | 2019年9月末      |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 实收资本           | 100.00        | 120.00        | 140.00        | 140.00        |
| 其他权益工具         | 2.04          | 29.04         | 54.04         | 89.04         |
| 资本公积           | 94.76         | 94.60         | 119.02        | 137.36        |
| 未分配利润          | 18.57         | 23.98         | 29.46         | 36.17         |
| 少数股东权益         | 81.58         | 174.87        | 179.87        | 159.64        |
| <b>所有者权益总计</b> | <b>297.14</b> | <b>442.67</b> | <b>522.81</b> | <b>562.63</b> |

资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

历经多次增资，2019年9月末，公司实收资本增加至140.00亿元。资本公积主要来自实验区管委会对公司的资产划拨和实验区财政局拨付的专项建设资金，2017年末略有下降。一方面，航空港实验区管委会将2014年划入国资公司的19.62亿元道路、桥梁资产划出；另一方面，子公司富港投资获得航空港实验区基本农田易地代保项目资金，增加资本公积15.45亿元；航程置业和国资公司分别收到实验区财政局拨付的基建专项资金1.61亿元和1.51亿元计入资本公积。2018年，公司资本公积增加24.41亿元，其中22.88亿元为棚改专项资金。

公司其他权益工具主要为公司发行在外的永续债，2019年9月末账面余额为89.04亿元。2018年末，公司少数股东权益为179.87亿元，主要包括基金类融资余额114.81亿元和公司持有的郑州航空港城市运营有限公司和河南省华锐光电产业有限公司等公司的少数股权65.06亿元。未分配利润为公司历年经营利润的累积。

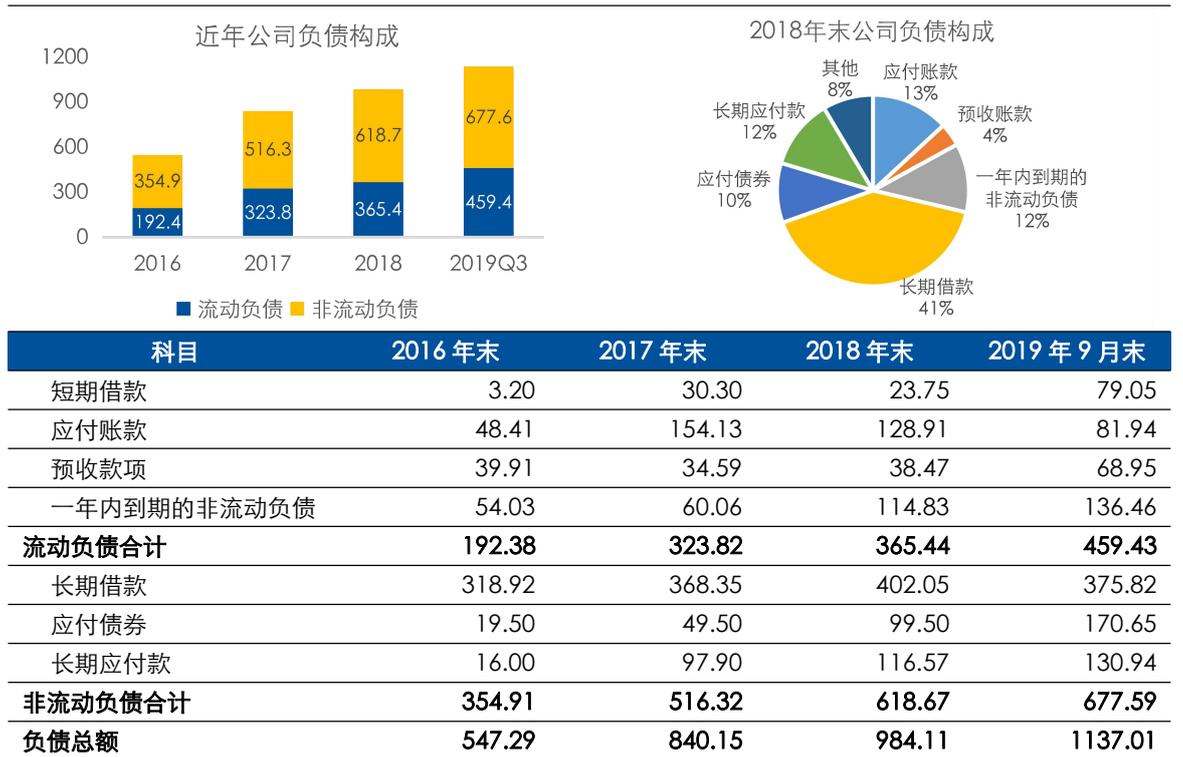
### 随着业务规模的扩大，公司负债规模快速增长，负债结构以非流动负债为主，负债率基本稳定

随着业务规模的扩大，公司负债规模快速增长。负债结构以非流动负债为主，近三年一期占比均在60%左右。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和预收款项构成，随着工程的推进以及长期债务的陆续到期，流动负债增长较快。

公司短期借款规模波动增长，2019年9月末增长至79.05亿元，短期融资力度加大。公司应付账款规模较大主要系近年来项目投资规模增长，且未到结算期所致。2018年末，公司应付

账款主要为对中国中铁股份有限公司、中国电力建设股份有限公司、中建三局集团有限公司、郑州中建房地产开发有限公司、中天建设集团有限公司和河南省第一建筑工程集团有限责任公司。从账龄上看，公司2年以内的应付账款占比95.15%。公司预收款项主要来自预收的商品房项目购房款和商品贸易业务的预收货款，2018年末，公司预收款项账龄在2年之内的占比99.81%。公司一年内到期的非流动负债近年大幅增加，主要系一年内需偿还的长期借款及债券规模增加所致。

图表 21 公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动负债规模快速增长，主要由长期借款、长期应付款<sup>12</sup>和应付债券构成。随着工程进度的不断推进，公司近年来融资需求持续增加。2018年末，公司长期借款主要由质押借款、保证借款和信用借款组成，其中质押借款占比59.51%，质押物主要为公司的政府购买服务收益权。长期应付款主要为河南省统贷统还的国开行棚改贷款，2017年末大幅增加，主要由于公司调整了会计核算方式，将之前计入长期借款和其他应付款的棚改贷款调整至了长期应付款科目所致。2019年9月末，公司应付债券170.65亿元，主要为公司已发行尚未兑付的企业债、中期票据、PPN及债权融资计划等，具体构成情况详见附件三。

公司融资渠道以银行借款、发行债券为主，债务资金主要用于基础设施建设、土地开发整理、安置房建设等主营业务。2016年以来，随着业务规模的扩大，公司保持较强的融资力度，有息债务规模逐年增加，占负债总额的比重维持在70%以上。公司债务结构以长期债务为主，2018年末短期有息债务占比19.30%。偿债指标方面，公司资产负债率及全部债务资本化比率近年较为稳定。

<sup>12</sup> 不含专项应付款。

图表 22 公司全部债务及主要债务率指标 (单位: 亿元、%)

| 科目         | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年 9 月末 |
|------------|---------|---------|---------|-------------|
| 全部债务       | 411.65  | 607.32  | 766.00  | 928.40      |
| 其中: 长期有息债务 | 354.42  | 515.75  | 618.12  | 677.41      |
| 短期有息债务     | 57.23   | 91.57   | 147.87  | 250.99      |
| 全部债务/负债总额  | 75.22   | 72.29   | 77.84   | 81.65       |
| 资产负债率      | 64.81   | 65.49   | 65.31   | 66.90       |
| 全部债务资本化比率  | 58.08   | 57.84   | 59.43   | 62.27       |

资料来源: 公司审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

此外, 公司采用城镇化基金的方式进行融资, 募集资金用途主要为航空港实验区的棚户区改造项目。截至 2018 年末, 公司的基金类融资总额为 114.81 亿元, 计入少数股东权益科目。2019 年~2021 年分别需偿还 24.00 亿元、22.60 亿元和 48.84 亿元。2018 年末, 公司存续永续债余额 52.00 亿元, 计入其他权益工具。

截至 2019 年 9 月末, 公司本部对外担保余额为 7.68 亿元, 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”)。实验区管委会是港区建投的唯一股东和实际控制人, 公司面临的代偿风险较低。

## 盈利能力

### 近年来公司营业收入及利润总额均保持较快增长, 但盈利能力较弱

近年来, 随着业务规模的扩大和结算模式的理顺, 公司收入和利润规模增长较快, 主要来自土地开发整理及基础设施建设、安置房建设、商品贸易和商品房销售等业务。未来随着完工项目的陆续结算, 公司收入和利润的可持续性较强。由于项目借款的利息资本化处理, 公司期间费用对利润的侵蚀程度较低, 2018 年占营业收入的比重为 2.32%。2016 年~2018 年, 公司收到的政府补助占利润总额的比重分别为 30.07%、21.99%和 6.40%, 公司利润总额对政府补助的依赖程度明显降低。

公司总资本收益率和净资产收益率维持较低水平, 总体盈利能力较弱。

图表 23 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

| 项目       | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 127.41 | 149.31 | 269.11 | 204.57 |
| 营业利润率    | 7.69   | 9.26   | 9.27   | 7.80   |
| 期间费用     | 1.99   | 3.27   | 6.23   | 8.03   |
| 利润总额     | 11.34  | 14.08  | 20.71  | 12.79  |
| 其中: 财政补贴 | 3.41   | 3.10   | 1.33   | -      |
| 总资本收益率   | 1.47   | 1.02   | 1.25   | -      |
| 净资产收益率   | 3.45   | 2.33   | 2.70   | -      |

资料来源: 公司审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

## 现金流

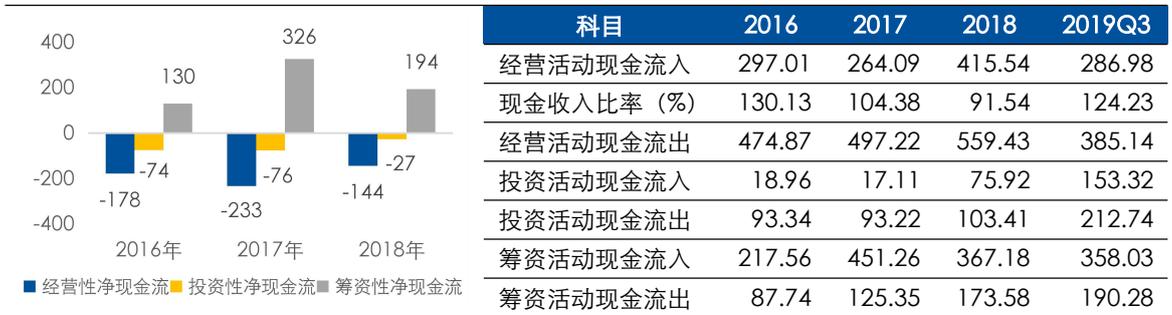
公司经营获现能力良好, 但经营活动和投资活动现金流持续为净流出状态, 资金来源对筹

### 资活动的依赖很大

经营活动方面，近年来公司经营净现金流持续为净流出状态。公司经营活动现金流入主要为营业务所收到的现金以及往来款，营业务具有较好的现金获取能力；经营活动现金流出主要为营业务支付的现金流及支付的往来款。2016年~2018年，与土地开发整理及安置房建设等营业务相关的经营净现金流分别为-122.58亿元、-190.44亿元和-213.93亿元，净流出规模持续扩大系公司对营业务工程项目的资本支出逐步加大所致。

投资活动方面，公司近年来项目开发力度加大，投资活动现金缺口较大。公司投资活动现金流入主要为收回投资所收到的现金；现金流出主要为对在建工程项目投资和对外股权投资形成的现金支出。公司筹资活动产生的现金流入主要来自借款及吸收投资所收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还债务、利息所支付的现金，近年持续表现为净流入。总体来看，公司资金来源对筹资活动的依赖很大。

图表 24 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及合并财务报表，东方金诚整理

2016年~2018年及2019年1~9月，公司现金及现金等价物净增加额分别为-122.42亿元、16.67亿元、21.74亿元和10.16亿元。

### 偿债能力

**公司未来三年现金流入对到期有息债务的保障能力很强，同时拥有股东及相关各方的大力支持及顺畅的融资渠道，综合偿债能力极强**

从短期偿债能力指标来看，2016年以来，公司流动比率有所波动，整体处于较高水平；速动比率及现金比率均呈波动下降趋势。公司流动资产中变现能力较弱的存货和其他应收款占比很高，资产流动性较弱，对流动负债的保障能力一般。

从长期偿债能力指标来看，公司长期债务资本化比率稳定在54%左右，EBITDA对全部债务的保障程度较低，长期偿债负担较重。且公司经营性现金流持续表现为净流出，对债务的保障程度较弱。

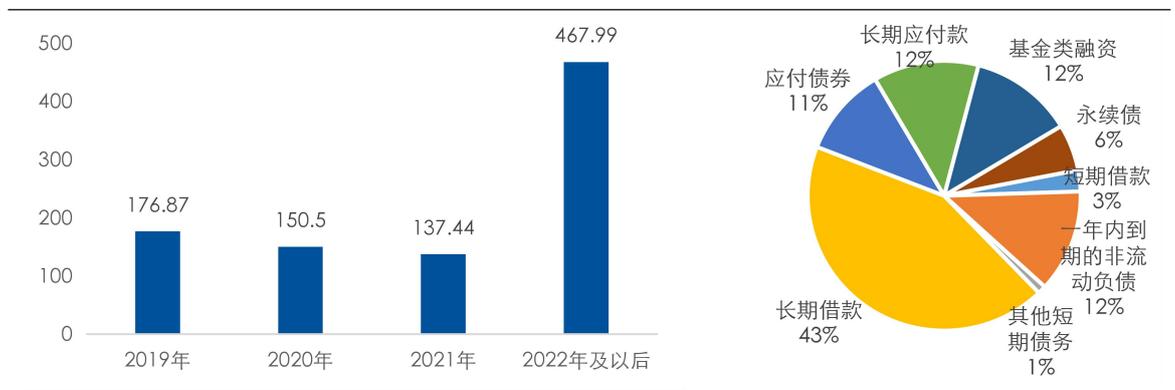
图表 25 公司偿债能力指标 (单位: %)

| 科目              | 2016年  | 2017年  | 2018年  | 2019年9月 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| 流动比率            | 334.04 | 284.46 | 356.70 | 314.84  |
| 速动比率            | 77.80  | 66.15  | 54.84  | 62.33   |
| 现金比率            | 38.65  | 28.29  | 31.60  | 31.20   |
| 长期债务资本化比率       | 54.40  | 53.81  | 54.18  | 54.63   |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 31.99  | 39.69  | 30.55  | -       |

资料来源: 公司审计报告及合并财务报表, 东方金诚整理

若综合考虑长短期有息债务、基金类融资和永续债, 截至 2018 年末, 公司全口径有息债务余额为 932.81 亿元, 其中 2019 年内到期债务为 176.87 亿元, 占全口径有息债务的比重为 18.96%。

图表 26 截至 2018 年末公司全口径有息债务期限结构及构成<sup>13</sup> (单位: 亿元)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

随着基础设施和土地整理项目的陆续完工结算, 商品房项目的陆续销售或预售, 以及实验区管委会对公司的持续资金注入, 公司的偿债资金来源主要为基础设施及土地整理项目结算款、安置房政府购买结算款、商品房销售收入和增资款等。

项目结算方面, 截至 2018 年末, 公司存货中基础设施及土地整理开发成本为 324.56 亿元, 较为充足。2018 年公司收到基础设施及土地整理项目结算款 107.28 亿元, 预计 2019 年~2021 年结算款将保持在每年 100 亿元左右。根据实验区财政局与公司签订的《政府购买服务协议》, 预计 2019 年~2021 年公司将分别获得安置房政府购买结算款 42.58 亿元、45.22 亿元和 45.22 亿元。商品房销售方面, 2018 年末, 公司存货中商品房开发成本为 103.60 亿元, 2018 年实现商品房销售收入 23.43 亿元。根据公司商品房销售预算安排, 预计 2019 年~2021 年商品房销售收入的增幅分别能达到 20%、10%和 30%, 对应的销售收入分别为 28.12 亿元、30.93 亿元和 40.21 亿元。股东增资方面, 2017 年~2018 年, 公司分别获得实验区管委会的增资款 20.00 亿元, 作为实收资本, 未来三年预计将延续。在不考虑再融资的情况下, 公司资金流入对债务的覆盖能力仍很强, 测算结果详见下表。

<sup>13</sup> 永续债的期限结构均假定于首次赎回期即行使赎回权。

图表 27 2019 年~2021 年到期债务覆盖情况预测 (单位: 亿元)

| 项目              | 2019 年        | 2020 年        | 2021 年        |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|
| 基础设施及土地整理项目结算款  | 100.00        | 100.00        | 100.00        |
| 安置房政府购买结算款      | 42.58         | 45.22         | 45.22         |
| 商品房销售收入         | 28.12         | 30.93         | 40.21         |
| 增资款             | 20.00         | 20.00         | 20.00         |
| <b>资金流入量合计</b>  | <b>190.70</b> | <b>196.15</b> | <b>205.43</b> |
| 全口径到期债务本金       | 176.87        | 150.50        | 137.44        |
| <b>覆盖倍数 (倍)</b> | <b>1.08</b>   | <b>1.30</b>   | <b>1.49</b>   |

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司与多家银行保持良好合作关系, 融资渠道较为顺畅, 可在一定程度上缓解公司的集中偿付压力。截至 2019 年 9 月末, 公司累计获得金融机构授信 1743.91 亿元, 已使用 1507.08 亿元, 未使用授信额度为 236.83 亿元。

本期中期票据拟发行额为 10.00 亿元, 是公司 2019 年 9 月末全部债务和负债总额的 0.01 倍和 0.01 倍, 考虑到募集资金全部用于偿还有息债务, 本期中期票据发行后对公司现有债务结构影响较小。

考虑到公司作为航空港实验区最重要的基础设施建设主体, 业务具有很强的区域专营性, 拥有股东及相关各方的大力支持以及顺畅的融资渠道。东方金诚认为, 公司的综合偿债能力极强。

## 同业对比

同业对比选取了信用债市场上存续主体信用级别为 AAA 的省级园区的城市开发建设主体, 对 2018 年度地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比。

图表 28 同业对比情况 (单位: 亿元、%)

| 项目         | 兴港投资    | 天津保税区投资控股集团有限公司 | 上海临港经济发展(集团)有限公司 | 成都天府新区投资集团有限公司 | 重庆两江新区开发投资集团有限公司 |
|------------|---------|-----------------|------------------|----------------|------------------|
| 地区         | 河南省     | 天津市             | 上海市              | 四川省            | 重庆市              |
| GDP        | 48055.9 | 18809.6         | 32679.9          | 40678.1        | 20363.19         |
| GDP 增速     | 7.6     | 3.6             | 6.6              | 8.0            | 6.0              |
| 人均 GDP (元) | 50152   | 120605          | 134982           | 48883          | 65933            |
| 一般公共预算收入   | 3766.02 | 2106.24         | 7108.15          | 3910.90        | 2265.52          |
| 一般公共预算支出   | 9217.73 | 3103.16         | 8351.54          | 9718.30        | 4541.18          |
| 资产总额       | 1506.92 | 1317.57         | 830.58           | 1028.47        | 1852.49          |
| 所有者权益      | 522.81  | 468.26          | 267.35           | 348.80         | 1120.86          |
| 营业收入       | 269.11  | 81.82           | 86.59            | 23.59          | 75.41            |
| 利润总额       | 20.71   | 17.57           | 14.90            | 9.04           | 26.30            |
| 资产负债率      | 65.31   | 64.46           | 67.81            | 66.09          | 39.49            |
| 全部债务资本化比率  | 59.43   | 62.79           | 61.02            | 58.62          | 42.57            |

注: 以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定, 数据来源于各企业公开披露的 2018 年数据, 东方金诚整理

与行业对比组企业相比, 公司所在地区河南省的经济总量规模最大, 经济增速较高; 一般

公共预算收入及支出规模位列中游。总体来看，河南省经济财政实力在对比组中处于较强水平。

公司自身资产规模和所有者权益在对比组中仅低于重庆两江新区开发投资集团有限公司；营业收入规模排名第1，利润总额较大，具备明显优势；债务率指标在上述对比组样本中处于中游水平。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（银行版），截至2019年10月14日，公司本部已结清及未结清信贷中无关注类和不良/违约类贷款信息记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的已到期债券均如期兑付，存续债券均按期支付本息。

### 抗风险能力

基于对河南省及航空港实验区的地区经济及财政实力、公司业务的区域专营优势、股东及各方对公司各项支持以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力极强。

### 结论

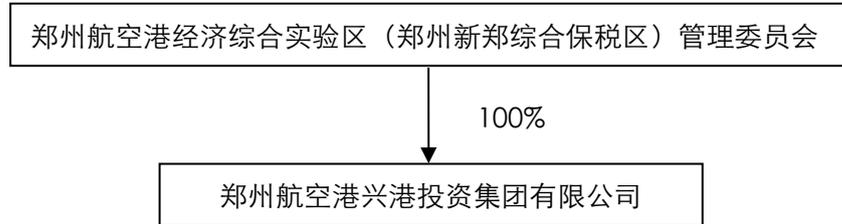
东方金诚认为，依托显著的区位优势，河南省经济总量稳居全国前列，经济实力很强，为航空港实验区的发展提供良好机遇；航空港实验区是我国首个经国务院批复的国家级航空经济综合实验区，是中原经济区的核心增长极以及河南省产业升级的重要抓手，战略地位重要，在资金、土地指标、重大项目等方面获得省市两级的大力支持，以电子信息为主的工业经济快速发展；公司从事的土地整理、基础设施及安置房建设业务对航空港实验区招商引资及城市功能完善起到重要作用，在资本金注入、专项建设资金及补贴资金划拨等方面持续获得股东及各方的大力支持；随着业务规模的扩大和结算模式的理顺，公司营业收入及利润总额均保持较快增长，未来随着完工项目的陆续结算，公司收入和利润的可持续性较强；公司未来三年现金流入对到期有息债务的保障能力很强，且拥有顺畅的融资渠道，综合偿债能力极强。

同时，东方金诚也关注到，公司流动资产中变现能力较弱的存货占比较大，资产流动性较差；公司经营性和投资性现金流持续净流出，资金来源对筹资活动的依赖很大。

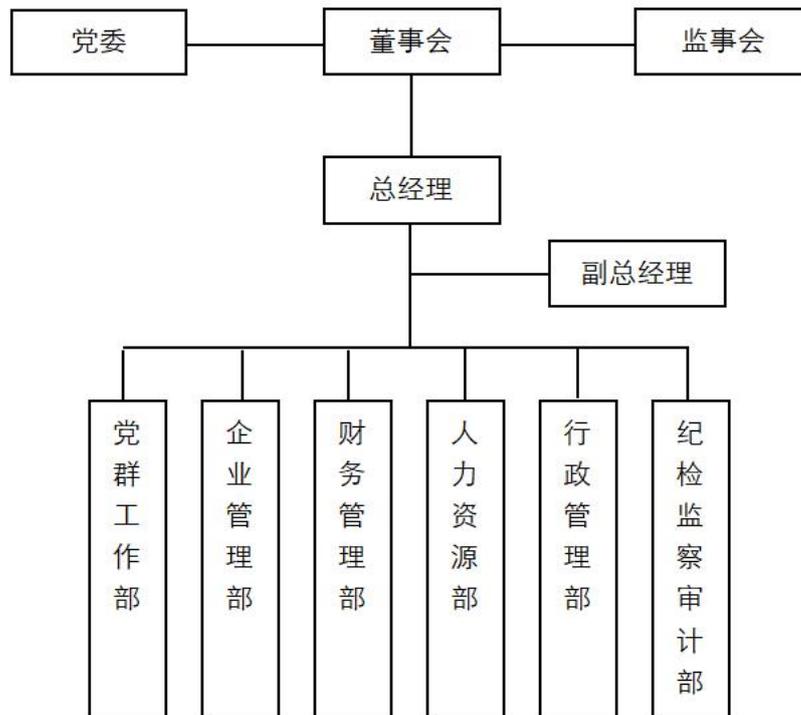
综上所述，公司主体信用风险极低，偿债能力极强，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2019 年 9 月末公司股权结构和组织结构图

股权结构图



组织结构图



附件二：截至 2019 年 9 月末公司二级子公司情况

| 二级子公司名称                          | 业务性质                | 注册资本(万元)  | 持股比例(%) |
|----------------------------------|---------------------|-----------|---------|
| 郑州航空港区航程置业有限公司                   | 地产、基础设施建设           | 377926.00 | 90.05   |
| 郑州创泰生物技术服务有限公司                   | 批发和零售               | 50000.00  | 100.00  |
| 郑州航空港区兴晟信资本管理有限公司                | 投融资咨询、资产管理          | 100000.00 | 100.00  |
| 郑州航空港区卓正文化传媒有限公司                 | 平面广告制作              | 100000.00 | 100.00  |
| 郑州航空港区兴安物业管理有限公司                 | 物业管理                | 100.00    | 100.00  |
| 郑州航空港区兴港公用事业有限公司                 | 城市公共事业开发运营          | 100000.00 | 71.00   |
| 河南省临空产业园发展有限公司                   | 产业园区及房地产开发          | 205000.00 | 97.56   |
| 郑州航空港区兴港置地有限公司                   | 房地产开发与销售            | 500000.00 | 99.60   |
| 郑州航空港区国有资产经营管理有限公司 <sup>14</sup> | 国有资本运营              | 878300.00 | 25.05   |
| 河南绿港基础设施建设有限公司                   | 施工及养护管理             | 1000.00   | 51.00   |
| 郑州航空港区兴瑞实业有限公司                   | 供应链管理               | 300000.00 | 51.00   |
| 河南京港股权投资基金管理有限公司                 | 基金管理                | 7500.00   | 20.00   |
| 河南富港投资控股有限公司                     | 项目建设                | 57000.00  | 34.39   |
| 郑州航空港区汇港发展有限公司                   | 城市的建设及管理            | 130000.00 | 100.00  |
| 郑州航空港区兴港智慧城市有限公司                 | 智慧城市咨询、规划、设计、基础设施建设 | 30000.00  | 100.00  |
| 中原航空港区产业投资基金管理有限公司 <sup>15</sup> | 基金管理                | 10000.00  | 27.70   |
| 郑州航空港区兴港人力资源服务有限公司               | 人力资源管理              | 300.00    | 100.00  |
| 郑州航空港区兴慧电子科技有限公司                 | 电子科技技术开发等           | 1000.00   | 100.00  |
| 郑州航空港区兴创电子科技有限公司                 | 电子科技技术开发等           | 10000.00  | 100.00  |

资料来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>14</sup> 根据 2015 年《关于对公司增资的议案》，公司同意河南瑞港股权投资基金（有限合伙）出资 22.5 亿元以股权资金形式用于对郑州航空港区国有资产管理有限公司增资扩股，期限 5 年；同意河南港中股权投资基金（有限合伙）出资 22.1 亿元以股权资金形式用于对郑州航空港区国有资产管理有限公司增资扩股，期限 5 年；同意河南建信兴港新型城镇化股权投资基金（有限合伙）出资 4.25 亿元以股权资金形式用于对郑州航空港区国有资产管理有限公司增资扩股，期限 6 年；同意交银施罗德资产管理有限公司向郑州航空港区国有资产管理有限公司出资 19.98 亿元，期限 5 年；同意河南建港新型城镇化股权投资基金（有限合伙）向郑州航空港区国有资产管理有限公司出资 5 亿元，期限 3 年。根据股权投资协议约定，投资期间，以上各出资人分别向兴港投资出具委托书，将所持股权表决权委托兴港投资代为行使，不向标的公司委派董事、监事和高级管理人员，兴港投资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。

<sup>15</sup> 公司对河南京港股权投资基金管理有限公司、河南富港投资控股有限公司以及中原航空港区产业投资基金管理有限公司的经营形成实际控制，故纳入合并报表范围。

附件三：截至 2019 年 9 月末公司存续债券情况

| 债券名称           | 发行金额<br>(亿元)  | 债券余额<br>(亿元)  | 期限<br>(年) | 票面利率<br>(%) | 起息日        | 到期日        |
|----------------|---------------|---------------|-----------|-------------|------------|------------|
| 16 郑州兴港债       | 19.50         | 16.57         | 10        | 4.27        | 2016.7.20  | 2026.7.20  |
| 17 港兴港投 PPN001 | 5.00          | 5.00          | 3         | 5.50        | 2017.8.18  | 2020.8.18  |
| 17 港兴港投 PPN002 | 5.00          | 5.00          | 3         | 5.60        | 2017.9.15  | 2020.9.15  |
| 17 港兴港投 MTN001 | 15.00         | 15.00         | 3         | 5.45        | 2017.11.2  | 2020.11.2  |
| 18 港兴港投 MTN001 | 15.00         | 15.00         | 3         | 5.92        | 2018.3.7   | 2021.3.7   |
| 18 港兴港投 PPN003 | 6.00          | 6.00          | 3         | 6.09        | 2018.7.30  | 2021.7.30  |
| 18 港兴港投 PPN004 | 5.00          | 5.00          | 2         | 5.50        | 2018.8.10  | 2020.8.10  |
| 18 港兴港投 PPN006 | 6.00          | 6.00          | 3         | 6.15        | 2018.8.24  | 2021.8.24  |
| 18 港兴港投 PPN005 | 5.00          | 5.00          | 2         | 5.98        | 2018.9.7   | 2020.9.7   |
| 18 港兴港投 PPN008 | 7.00          | 7.00          | 1         | 5.25        | 2018.10.29 | 2019.10.29 |
| 18 兴港 Y1       | 20.00         | 20.00         | 3+N       | 6.40        | 2018.10.30 | 2021.10.30 |
| 18 港兴港投 PPN009 | 6.00          | 6.00          | 2         | 5.20        | 2018.11.21 | 2020.11.21 |
| 18 港兴港投 PPN007 | 5.00          | 5.00          | 2         | 5.35        | 2018.11.29 | 2020.11.29 |
| 18 港兴港投 PPN010 | 5.00          | 5.00          | 1         | 5.10        | 2018.12.27 | 2019.12.27 |
| 19 兴港 Y1       | 30.00         | 30.00         | 3+N       | 6.20        | 2019.1.17  | 2022.1.17  |
| 19 港兴港投 SCP002 | 9.00          | 9.00          | 270D      | 3.67        | 2019.1.25  | 2019.10.22 |
| 19 港兴港投 PPN001 | 10.00         | 10.00         | 3         | 5.33        | 2019.3.22  | 2022.3.22  |
| 19 港兴港投 PPN002 | 7.00          | 7.00          | 3         | 5.10        | 2019.3.15  | 2022.3.15  |
| 19 港兴港投 PPN003 | 10.00         | 10.00         | 3         | 5.85        | 2019.4.10  | 2022.4.10  |
| 19 港兴港投 SCP003 | 5.00          | 5.00          | 180D      | 3.45        | 2019.4.12  | 2019.10.9  |
| 19 港兴港投 PPN004 | 10.00         | 10.00         | 3         | 4.99        | 2019.5.17  | 2022.5.17  |
| 19 兴港 01       | 15.00         | 15.00         | 3         | 4.79        | 2019.6.6   | 2022.6.6   |
| 19 港兴港投 PPN005 | 5.00          | 5.00          | 2         | 4.62        | 2019.6.13  | 2021.6.13  |
| 19 港兴港投 SCP004 | 6.00          | 6.00          | 270D      | 3.49        | 2019.7.3   | 2020.3.29  |
| 19 港兴港投 PPN006 | 8.00          | 8.00          | 3         | 4.68        | 2019.7.18  | 2022.7.18  |
| 19 兴港 02       | 20.00         | 20.00         | 3         | 4.59        | 2019.8.8   | 2022.8.8   |
| 19 港兴港投 MTN002 | 10.00         | 10.00         | 5         | 4.48        | 2019.9.19  | 2024.9.19  |
| 19 兴港 03       | 7.00          | 7.00          | 3         | 4.60        | 2019.9.23  | 2022.9.23  |
| <b>合 计</b>     | <b>276.50</b> | <b>273.57</b> | -         | -           | -          | -          |

附件四：公司主要财务数据及指标

| 项目名称                 | 2016年   | 2017年   | 2018年   | 2019年9月 |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>主要财务数据（单位：亿元）</b> |         |         |         |         |
| 资产总额                 | 844.43  | 1282.82 | 1506.92 | 1699.65 |
| 其中：货币资金              | 74.35   | 91.61   | 115.47  | 143.36  |
| 其他应收款                | 13.96   | 75.03   | 21.35   | 32.22   |
| 存货                   | 492.95  | 706.94  | 1103.11 | 1160.08 |
| 负债总额                 | 547.29  | 840.15  | 984.11  | 1137.01 |
| 全部债务                 | 411.65  | 607.32  | 766.00  | 928.40  |
| 其中：短期有息债务            | 57.23   | 91.57   | 147.87  | 250.99  |
| 所有者权益                | 297.14  | 442.67  | 522.81  | 562.63  |
| 营业收入                 | 127.41  | 149.31  | 269.11  | 204.57  |
| 利润总额                 | 11.34   | 14.08   | 20.71   | 12.79   |
| 经营活动产生的现金流量净额        | -177.86 | -233.13 | -143.90 | -98.16  |
| 投资活动产生的现金流量净额        | -74.38  | -76.12  | -27.48  | -59.43  |
| 筹资活动产生的现金流量净额        | 129.82  | 325.91  | 193.60  | 167.75  |
| <b>主要财务指标</b>        |         |         |         |         |
| 营业利润率（%）             | 7.69    | 9.26    | 9.27    | -       |
| 总资本收益率（%）            | 1.47    | 1.02    | 1.25    | -       |
| 净资产收益率（%）            | 3.45    | 2.33    | 2.70    | -       |
| 现金收入比率（%）            | 130.13  | 104.38  | 91.54   | 124.23  |
| 资产负债率（%）             | 64.81   | 65.49   | 65.31   | 66.90   |
| 长期债务资本化比率（%）         | 54.40   | 53.81   | 54.18   | 54.63   |
| 全部债务资本化比率（%）         | 58.08   | 57.84   | 59.43   | 62.27   |
| 流动比率（%）              | 334.04  | 284.46  | 356.70  | 314.84  |
| 速动比率（%）              | 77.80   | 66.15   | 54.84   | 62.33   |
| 现金比率（%）              | 38.65   | 28.29   | 31.60   | 31.20   |
| 经营现金流流动负债比率（%）       | -92.46  | -71.99  | -39.38  | -       |
| EBITDA 利息倍数（倍）       | 0.58    | 0.40    | 0.59    | -       |
| 全部债务/EBITDA（倍）       | 31.99   | 39.69   | 30.55   | -       |

## 附件五：主要财务指标计算公式

| 指标              | 计算公式   |
|-----------------|--|
| 毛利率 (%)         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                 |
| 营业利润率 (%)       | $(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$  |
| 总资本收益率 (%)      | $(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{全部债务}) \times 100\%$ |
| 净资产收益率 (%)      | $\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                 |
| 现金收入比率 (%)      | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                       |
| 资产负债率 (%)       | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                 |
| 长期债务资本化比率 (%)   | $\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$            |
| 全部债务资本化比率 (%)   | $\text{全部债务} / (\text{全部债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$                |
| 流动比率 (%)        | $\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                             |
| 速动比率 (%)        | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$               |
| 现金比率 (%)        | $\text{货币资金} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                               |
| 担保比率 (%)        | $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$                                |
| 经营现金流流动负债比率 (%) | $\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$                         |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | $\text{EBITDA} / \text{利息支出}$  |
| 全部债务/EBITDA (倍) | $\text{全部债务} / \text{EBITDA}$  |

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销  
 长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务  
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务  
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务  
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件六：企业主体及中期票据信用等级符号及定义

| 等级  | 定义                             |
|-----|--------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA  | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低  |
| A   | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低   |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般    |
| BB  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险   |
| B   | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务      |
| C   | 不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“郑州航空港兴港投资集团有限公司 2020 年度第二期中期票据”的存续期内密切关注郑州航空港兴港投资集团有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动。

跟踪评级期间，东方金诚将向郑州航空港兴港投资集团有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，郑州航空港兴港投资集团有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如郑州航空港兴港投资集团有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将根据监管要求披露并向相关部门报送。



东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年2月24日

## 权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。