

2013 年郑州公共住宅建设投资有限公司

公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券
信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

2013 年郑州公共住宅建设投资有限公司公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【937】号 01

债券简称：
13 郑公住投债/PR 郑建
投
债券剩余规模：4.2 亿元
债券到期日期：2020 年
07 月 17 日
债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次；在
本期债券存续期的第 3
年至第 7 年末每年偿还
本金的 20%。

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 25 日	2017 年 06 月 22 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对郑州公共住宅建设投资有限公司（以下简称“郑公住”或“公司”）及其 2013 年 7 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司未来收入来源较有保障，继续获得外部支持；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力较大，仍面临一定偿债压力，利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年郑州市实现 GDP 9,130.2 亿元，同比增长 8.2%，全市实现公共财政收入 1,056.7 亿元，同比增长 4.50%，区域经济和财政保持增长，为公司发展提供了良好基础。
- 公司未来收入来源较有保障。公司在建项目为金光花苑，拟建项目为天地人和、永盛苑、郑住天地云墅及郑州市青年人才公寓，上述项目（除天地人和、永盛苑）计划总投资 101.43 亿元，预计未来将为公司带来一定规模的代建管理收入、房地产销售收入及房屋出租收入。
- 公司继续获得外部支持。作为郑州市主要的保障性住房投资建设主体，公司在财政补贴方面获得了政府一定支持。2017 年公司获得政府补助 1,034.30 万元，提升了公司的利润水平。

分析师

姓名：
林琳 罗力

电话：
010-66216006

邮箱：
linlin@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货及投资性房地产为主，2017 年末存货及投资性房地产占总资产的比重为 90.65%，且部分投资性房地产尚未取得房屋产权证，整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2017 年末公司主要在建及拟建房地产项目至少需投入 80.18 亿元，面临较大的资金压力。
- **仍面临一定的偿债压力。**截至 2017 年末，公司有息债务为 21.26 亿元，其中 2018 年需偿还 3.42 亿元。公司有息债务规模较大，仍面临一定的偿债压力。
- **公司利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益。**2017 年公司实现营业利润 4.28 亿元，剔除当期投资性房地产公允价值变动收益后的营业利润为 0.59 亿元，公司利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益，但未来投资性房地产公允价值变动收益是否具有持续性存在较大的不确定性。

发行人主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,436,413.83	1,309,547.40	1,075,012.11
所有者权益（万元）	864,348.02	833,184.31	788,350.37
有息债务（万元）	212,600.00	216,000.00	158,500.00
资产负债率	39.83%	36.38%	26.67%
流动比率	1.48	2.05	2.59
营业收入（万元）	12,522.58	13,482.78	6,118.72
其他收益（万元）	1,034.30	0.00	0.00
营业外收入（万元）	66.16	1,143.56	1,276.67
利润总额（万元）	42,815.98	59,276.81	30,476.86
综合毛利率	69.26%	47.26%	56.75%
EBITDA（万元）	43,228.24	59,512.69	32,828.20
EBITDA 利息保障倍数	3.39	5.61	3.54
经营活动现金流净额（万元）	18,743.98	-72,236.71	-2,762.29

注：2015 年数据采用 2016 年审计报告期初数；2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数
 资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年7月23日发行7年期7亿元公司债券，募集资金原计划用于郑州永盛南苑经济适用住房小区项目、郑州永盛东苑经济适用住房小区项目及郑州裕康嘉园公共租赁住房小区项目（以下简称“裕康嘉园”）。根据公司2017年11月发布的公告，因国家政策导向变更所致，原募投项目中的郑州永盛南苑经济适用住房小区项目及郑州永盛东苑经济适用住房小区项目调整为郑州市郑东新区金光花苑棚户区改造项目（以下简称“金光花苑”）。截至2017年末，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2017年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2017年末，公司注册资本为10亿元，控股股东为郑州地产集团有限公司，持有100%股权；实际控制人为郑州市人民政府国有资产监督管理委员会。2017年公司董事、监事、高级管理人员亦未发生变化，且不存在党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职）的情况。

2017年公司合并报表范围新纳入1家一级子公司，为郑州市房屋租赁有限公司。截至2017年末，纳入公司合并报表范围内的一级子公司共计6家。

表1 2017年新纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
郑州市房屋租赁有限公司	10,000.00	100.00%	房屋租赁；房地产开发与经营等

注：郑州市房屋租赁有限公司于2017年11月29日核准成立，本公司认缴注册资本10,000.00万元，尚未实缴出资，公司尚未开展经营活动。

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，公司资产总额为143.64亿元，所有者权益为86.43亿元，资产负债率为39.83%；2017年度，公司实现营业收入1.25亿元，利润总额4.28亿元，经营活动现金流净额1.87亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧

结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017 年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017 年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长 6.9%，增速比上年加快 0.2 个百分点，是 2011 年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长 1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨 6.3%，结束了自 2012 年以来连续 5 年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长 6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017 年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入 172,566.57 亿元，一般公共预算支出 203,330.03 亿元，财政赤字率控制在 3% 以内。货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017 年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017 年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制

2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]97号)	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义,收费公路专项债券明确发债资金用途,限定偿债来源,同样实行额度管理,规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》(发改投资[2017]1266号)	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式,扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度,严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职),严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源:各政府部门网站,鹏元整理

(二) 区域环境

2017年郑州市经济总量持续增长,经济实力稳步增强

2017年郑州市经济总量持续增长,全年实现地区生产总值9,130.2亿元,按可比价格计算,同比增长8.2%。其中,第一产业增加值158.6亿元,增长2.6%;第二产业增加值4,247.5亿元,增长7.6%;第三产业增加值4,724.1亿元,增长9.0%。2017年郑州市人均生产总值为93,143元,为同期全国人均生产总值的1.56倍。

2017年郑州市工业增加值为3,683.5亿元,同比增长7.4%。规模以上工业企业完成增加值3,191.3亿元,同比增长7.8%;其中,高技术产业完成增加值407.1亿元,同比增长19.9%;七大主导产业完成增加值2,263.1亿元,同比增长10.5%,总量占规模以上工业增加值的70.9%。

2017年郑州市固定资产投资完成7,573.4亿元,同比增长8.2%。房地产开发投资完成3,358.8亿元,增长20.9%;商品房屋施工面积16,394.8万平方米,增长15.2%;商品房新开

工面积5,449.6万平方米，增长3.1%；商品房屋竣工面积1,537.1万平方米，增长5.6%；房屋实际销售面积3,097.8万平方米，增长8.3%；销售金额2,673.8亿元，增长14.6%；待售房屋面积457万平方米，增长30.9%。

表3 郑州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	9,130.2	8.2%	7,994.2	8.4%
第一产业增加值	158.6	2.6%	156.4	3.0%
第二产业增加值	4,247.5	7.6%	3,780.7	5.9%
第三产业增加值	4,724.1	9.0%	4,057.1	11.1%
工业增加值	3,683.5	7.4%	3,315.1	5.7%
固定资产投资	7,573.4	8.2%	6,998.6	11.3%
社会消费品零售总额	4,057.2	10.7%	3,665.8	11.3%
进出口总额（亿美元）	596.4	8.4%	550.3	3.5%
存款余额	20,349.6	7.1%	19,000.7	12.2%
贷款余额	17,992.4	16.7%	15,422.4	21.8%
人均 GDP（元）	93,143		82,872	
人均 GDP/全国人均 GDP	1.56		1.54	

资料来源：2016-2017年郑州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

2017年郑州市全市公共财政收入持续增长，但财政自给率有所下降

2017年，受地方经济增长影响，郑州市财政实力进一步提升，全市公共财政收入为1,056.7亿元，较上年有所增长。其中，税收收入占比较高，全市税收收入占公共财政收入的比重为73.36%。从财政支出情况来看，2017年郑州市全市公共财政支出为1,514.9亿元，较上年亦有所增长。2017年，郑州市全市财政自给率为69.75%，较上年下降6.77个百分点。

表4 郑州市全市及本级财政收支情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力				
（一）公共财政收入	1,056.7	413.6	1,011.18	418.47
其中：税收收入	775.2		723.26	255.96
（二）政府性基金收入	-	-	835.90	542.66
财政支出				
（一）公共财政支出	1,514.9	-	1,321.53	594.59
（二）政府性基金支出	-	-	794.88	63.49
财政自给率	69.75%	-	76.52%	70.38%

注：上表中“-”处数据未获取

财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：《关于郑州市 2016 年财政预算执行情况和 2017 年财政预算草案的报告》、2017 年郑州市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

四、经营与竞争

公司收入来源于房屋租赁、物业服务及房地产销售业务，2017年公司实现营业收入12,522.58万元，同比下降7.12%，主要系房地产销售收入大幅下降所致；综合毛利率同比增加22.00个百分点至69.26%，主要系毛利率较高的房屋租赁业务占比提升所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房屋租赁	8,023.38	93.60%	4,743.94	95.15%
物业服务	2,673.04	18.25%	2,121.86	16.01%
房地产销售	560.57	71.15%	5,479.51	27.35%
其他	1,265.60	21.82%	1,137.47	1.73%
合计	12,522.58	69.26%	13,482.78	47.26%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司房地产销售收入大幅下降，目前在建及拟建房地产项目规模较大，未来收入来源较有保障，但存在较大的资金支出压力

公司是郑州市人民政府授权郑州市国资委作为发起人出资组建的国有独资公司，主要从事郑州市保障房项目的开发建设，并涉及部分商品房项目。2017年公司实现房地产销售收入560.57万元，主要来源于滨河名家二期、滨河花园等，受公司房地产销售整体处于尾盘销售阶段影响，当年房地产销售收入较上年大幅下降。但因销售部分主要为售价较高的商铺，2017年公司房地产销售毛利率同比增长43.80个百分点至71.15%。截至2017年末，公司剩余可售房屋面积为5.92万平方米，主要为滨河名家二期、裕康嘉园底层商铺及富士康生活区底层商铺。

表6 公司房地产项目结算情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	结算收入	
		2017年	2016年
裕康嘉园	公租房	-	4,377.13
滨河花园	经适房	43.73	313.09
滨河名家二期	商品房	516.84	762.57
其他	-	-	26.72

合计	560.57	5,479.51
----	--------	----------

资料来源：公司提供

公司在建项目主要为本期债券募投项目金光花苑。根据公司与郑州市郑东新区管理委员会（以下简称“郑东新区管委会”）签订的《安置房委托开发合同》，公司负责承担金光花苑的定向开发工作，郑东新区管委会按项目投入资金总额的5%向公司支付项目开发建设管理费（不包含征迁补偿款、土地价款、税费及配套费等前期的资金）。按照合同约定，在合同签订后7日内，郑东新区管委会向公司拨付10%的开发建设管理费，开工后每年第一季度内郑东新区管委会按照公司上年度经审计的工程投入额支付相应管理费。截至2017年末，公司仅于2015年收到郑东新区管委会代建管理费1,000万元，计入“其他应付款”科目，郑东新区管委会代建管理费支付存在滞后。

公司拟建项目主要为天地人和、永盛苑、郑住天地云墅及郑州市青年人才公寓。其中，天地人和、永盛苑及郑住天地云墅为商品房开发项目，2017年末已投资主要为缴纳的土地出让金；郑州市青年人才公寓的收入来源主要为住宅、地下室、便利店及幼儿园、停车位等的出租收入。截至2017年末，公司主要在建及拟建房地产项目（除天地人和、永盛苑）计划总投资101.43亿元，已投资21.25亿元，后续至少需投资80.18亿元，存在较大的资金支出压力。

表7 截至2017年末公司主要在建及拟建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	性质	土地获取方式	出让金	计划工期	建筑面积	计划总投资	已投资
金光花苑一期	安置房	划拨	-	2014.10~2018.12	62.31	31.93	10.36
金光花苑二期	安置房	划拨	-	2014.10~2019.12	59.14	30.83	4.67
金光花苑三期	安置房	划拨	-	2015.1~2019.12	26.98	11.60	4.87
在建项目小计	-	-	-	-	148.13	74.36	19.90
天地人和	商品房	招拍挂	2.07	2018.3-2020.6	-	-	2.17
永盛苑	商品房	招拍挂	8.48	2018.3-2020.6	-	-	10.96
郑住天地云墅	商品房	招拍挂	1.08	2018.3-2019.12	19.00	7.60	1.35
郑州市青年人才公寓	-	划拨	-	-	52.62	19.47	-
拟建项目小计	-	-	11.63	-	71.62	27.07	14.48
合计	-	-	11.63	-	219.75	101.43	34.38

资料来源：公司提供

除上述主要在建及拟建项目外，公司大河新苑和南屏东苑两个经适房项目因用地及手续问题处于搁置状态。该两项目合计总投资11.42亿元，截至2017年底完成投资1.04亿元，计入在建工程科目。目前该两项目均处于搁置状态，后续公司拟通过与项目所在区政府谈

判，将项目改建为人才公寓、安置房或者进行项目清算收回前期投资。

总体来看，受公司房地产销售整体处于尾盘销售阶段影响，2017年公司房地产销售收入同比大幅下降。考虑到公司在建及拟建房地产项目规模较大，预计未来将为公司带来一定规模的代理管理收入、房地产销售收入及房屋出租收入，未来收入来源较有保障。但公司在建及拟建房地产项目尚需投入规模较大，存在较大的资金支出压力。

受益于出租面积及物业管理面积增加，公司房屋租赁收入及物业服务收入均有较大幅度的增长

公司房屋租赁业务主要由子公司郑州市公共租赁住房运营中心有限公司、郑州国谊住宅集团有限公司及郑州市旧城改造开发公司负责开展。公司房屋租赁收入主要来源于公租房出租收入，公司拥有的公租房由郑州市各区保障办负责分配出租给居民，租期为5年，按季度缴费，租金为8-12元/平方米/月，后期的收租、运营管理由公司负责，2017年末公司已分配出租的公廉租房约13,814套。2017年公司实现房屋租赁收入8,023.38万元，较上年增长69.13%，主要系出租面积增长所致。

公司物业服务业务主要由子公司郑州公建物业服务有限公司负责运营。截至2017年末，公司管理服务面积超过200万平凡米，管理服务的物业类型主要为政府办公楼、经适房、商业住宅等。2017年公司实现物业服务收入2,673.04万元，同比增长25.98%，主要系物业管理面积增加所致。

公司继续获得外部支持

作为郑州市主要的保障性住房投资建设主体，公司在财政补贴方面获得了政府一定支持。2017年公司获得政府补助1,034.30万元，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，报告采用新会计准则编制。2016年数据采用2017年审计报告期初数。截至2017年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共计6家，其中2017年新纳入1家。2017年公司会计政策变更情况如下表所示。

表8 会计政策变更情况

依据文件	具体内容
《企业会计准则第42号——持有待售的	自2017年5月28日起实施。

非流动资产、处置组和终止经营》

 《企业会计准则第 16 号——政府补助
 (2017 年修订)》

自 2017 年 6 月 12 日起实施。对 2017 年 1 月 1 日之后产生的与日常活动相关的政府补助，计入其他收益；与日常活动无关的政府补助，计入营业外收支；与资产相关的政府补助确认为递延收益，在资产使用寿命内平均摊销计入当期损益。

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以存货及投资性房地产为主，资产流动性较弱

截至 2017 年末，公司资产总计 143.64 亿元，同比增长 9.69%，资产规模持续增长。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2017 年末非流动资产占总资产的比重为 64.80%。

表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	53,664.90	3.74%	106,177.66	8.11%
存货	440,864.23	30.69%	352,447.99	26.91%
流动资产合计	505,672.96	35.20%	470,479.70	35.93%
投资性房地产	861,330.67	59.96%	831,960.62	63.53%
其他非流动资产	59,956.18	4.17%	0.00	0.00%
非流动资产合计	930,740.87	64.80%	839,067.70	64.07%
资产总计	1,436,413.83	100.00%	1,309,547.40	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金及存货。截至 2017 年末，公司货币资金为 5.37 亿元，主要为银行存款、其他货币资金及少量库存现金，其中其他货币资金为光大银行利多多结构性存款 1.20 亿元及少量银行保证金。公司存货主要为房地产项目的开发成本，随着在建房地产项目的投入，开发成本和开发间接费增加，导致 2017 年末存货规模同比增长 25.09% 至 44.09 亿元。公司非流动资产主要为投资性房地产及其他非流动资产。公司投资性房地产主要为公租房，2017 年末投资性房地产为 86.13 亿元，其中账面价值为 59.95 亿元的公共租赁住房产权证明尚在办理当中。截至 2017 年末，公司其他非流动资产为 6.00 亿元，主要为郑州农村商业银行股份有限公司入股资金，因尚未得到银监会批准，未结转股。

总体来看，公司资产规模进一步增长，以存货及投资性房地产为主，2017 年末公司存货及投资性房地产占比达 90.65%，且部分投资性房地产尚未取得房屋产权证，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入及利润均有所下降，利润主要依赖投资性房地产公允价值变动收益

公司营业收入主要来源于房屋租赁、物业服务及房地产销售，受房地产销售收入大幅下降影响，2017年公司营业收入同比下降7.12%至1.25亿元；受益于毛利率较高的房屋租赁业务占比提升，2017年公司综合毛利率同比增加22.00个百分点至69.26%。

2017年公司营业利润为4.28亿元，主要来源于当期投资性房地产公允价值变动收益，但未来投资性房地产公允价值变动收益是否具有持续性存在较大的不确定性。2017年公司获得政府补助1,034.30万元，提升了公司的利润水平。

表10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年	2016年
营业收入	12,522.58	13,482.78
公允价值变动收益	36,874.23	55,588.08
其他收益	1,034.30	0.00
营业利润	42,769.58	58,154.56
营业外收入	66.16	1,143.56
利润总额	42,815.98	59,276.81
综合毛利率	69.26%	47.26%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流量略有好转，但在建及拟建房地产项目尚需投入资金规模较大，存在较大的资金支出压力

公司经营活动现金流入主要为营业收入回款及往来款，经营活动现金流出主要为房地产项目投入及往来款项。2017年公司经营活动现金流量净额由负转正，净流入规模为1.87亿元，主要系当年房地产项目投入规模下降所致。2017年公司收现比为1.14，较上年有所增长，公司营业收入回款能力增强。

2017年公司投资活动现金净流出6.37亿元，净流出规模较上年大幅增长，主要系当年投资支付的现金规模较大所致。受取得借款收到的现金规模下滑影响，2017年公司筹资活动现金净流出1.75亿元。截至2017年末，公司主要在建及拟建房地产项目尚需投入80.18亿元，存在较大的资金支出压力。

表11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
收现比	1.14	0.79
销售商品、提供劳务收到的现金	14,222.68	10,706.39
收到的其他与经营活动有关的现金	98,391.91	156,137.84
经营活动现金流入小计	112,614.60	166,844.23
购买商品、接受劳务支付的现金	77,461.50	218,927.45
支付的其他与经营活动有关的现金	11,080.71	14,642.31
经营活动现金流出小计	93,870.61	239,080.93
经营活动产生的现金流量净额	18,743.98	-72,236.71
投资活动产生的现金流量净额	-63,745.10	-1,833.94
筹资活动产生的现金流量净额	-17,511.64	46,889.53
现金及现金等价物净增加额	-62,512.76	-27,181.11

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续增长，仍面临一定的偿债压力

截至2017年末，公司负债总额为57.21亿元，同比增长20.09%。受所有者权益增幅较小影响，2017年末公司产权比率同比下降9.01个百分点至66.18%，所有者权益对负债的覆盖程度有所下降。

表12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年	2016年
负债总额	572,065.81	476,363.09
所有者权益	864,348.02	833,184.31
产权比率	66.18%	57.17%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，2017年末流动负债占总负债的比重为59.54%。公司流动负债主要为预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债。截至2017年末，公司预收款项为1.97亿元，主要为预收房款。截至2017年末，公司其他应付款为28.20亿元，同比增长41.52%，主要系公司用于房地产建设的往来款增加所致；其中，应付郑州市郑东新区管理委员会计划财政局金光花苑建设资金13.99亿元，应付郑东新区合村并城办公室金光花苑建设资金7.84亿元，应付郑州市非税收入管理局裕康嘉园建设资金等2.07亿元。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债为3.42亿元，为一年内到期的长期借款及应付债券。

公司非流动资产主要为长期借款、应付债券、递延收益及递延所得税负债。截至2017年末，公司长期借款为15.04亿元，主要为信用借款及保证借款。公司应付债券为本期债

券。公司递延收益为富士康公租房项目财政专项补助，2017年末公司递延收益为1.76亿元，较上年略有下降，主要系将1,034.30万元计入营业外收入所致。截至2017年末，公司递延所得税负债为3.55亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	19,711.47	3.45%	11,633.09	2.44%
其他应付款	282,040.65	49.30%	199,290.12	41.84%
一年内到期的非流动负债	34,240.00	5.99%	14,000.00	2.94%
流动负债合计	340,595.45	59.54%	229,436.99	48.16%
长期借款	150,360.00	26.28%	160,000.00	33.59%
应付债券	28,000.00	4.89%	42,000.00	8.82%
递延收益	17,583.04	3.07%	18,617.34	3.91%
递延所得税负债	35,527.32	6.21%	26,308.76	5.52%
非流动负债合计	231,470.36	40.46%	246,926.10	51.84%
负债合计	572,065.81	100.00%	476,363.09	100.00%
其中：有息债务	212,600.00	37.16%	216,000.00	45.34%

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司包含一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券在内的有息债务合计21.26亿元，占总负债的37.16%。偿债能力方面，受负债规模增加影响，公司资产负债率有所增加，流动比率及速动比率有所下降。受利润总额下降影响，2017年公司EBITDA同比下降27.36%至4.32亿元，从而使EBITDA保障倍数及EBITDA对有息债务的覆盖程度均有所下滑。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	39.83%	36.38%
流动比率	1.48	2.05
速动比率	0.19	0.51
EBITDA（万元）	43,228.24	59,512.69
EBITDA 利息保障倍数	3.39	5.61
有息债务/EBITDA	4.92	3.63

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

2017年，公司外部环境仍较好，所在地区经济和财政实力均有所增强，为公司发展提供了良好基础；公司在建及拟建项目预计未来将为公司带来一定规模的代建管理收入、房地产销售收入及房屋出租收入；公司继续获得外部支持，提升了公司的利润水平。

同时我们也关注到，公司资产以存货及投资性房地产为主，且部分投资性房地产尚未取得房屋产权证，整体流动性较弱；公司在建及拟建房地产项目尚需投入规模较大，未来面临较大的资金支出压力；公司有息债务规模较大，仍面临一定的偿债压力；公司利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益，但未来投资性房地产公允价值变动收益是否具有持续性存在较大的不确定性。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	53,664.90	106,177.66	133,358.77
应收账款	10.80	110.17	476.42
预付款项	7,603.17	7,799.23	6,287.44
其他应收款	1,879.96	2,831.63	23,411.71
存货	440,864.23	352,447.99	129,116.23
其他流动资产	1,649.90	1,113.01	1,201.44
流动资产合计	505,672.96	470,479.70	293,852.02
可供出售金融资产	200.00	200.00	200.00
长期股权投资	3,674.34	3,482.14	2,877.77
投资性房地产	861,330.67	831,960.62	776,372.54
固定资产	2,683.69	622.47	639.09
在建工程	521.65	1,747.97	37.76
固定资产清理	0.91	0.91	0.91
无形资产	1,109.34	1,012.19	1,014.21
长期待摊费用	1,068.10	41.39	17.81
递延所得税资产	195.99	0.00	0.00
其他非流动资产	59,956.18	0.00	0.00
非流动资产合计	930,740.87	839,067.70	781,160.09
资产总计	1,436,413.83	1,309,547.40	1,075,012.11
短期借款	0.00	0.00	3,500.00
应付账款	2,023.56	2,235.80	1,774.92
预收款项	19,711.47	11,633.09	11,258.81
应付职工薪酬	399.67	245.88	274.49
应交税费	1,003.43	499.92	458.43
应付利息	1,176.67	1,532.19	1,915.24
其他应付款	282,040.65	199,290.12	80,416.48
一年内到期的非流动负债	34,240.00	14,000.00	14,000.00
流动负债合计	340,595.45	229,436.99	113,598.36
长期借款	150,360.00	160,000.00	85,000.00
应付债券	28,000.00	42,000.00	56,000.00
递延收益	17,583.04	18,617.34	19,651.63
递延所得税负债	35,527.32	26,308.76	12,411.74
非流动负债合计	231,470.36	246,926.10	173,063.37
负债合计	572,065.81	476,363.09	286,661.74

股本	100,000.00	100,000.00	100,000.00
资本公积	617,404.06	617,404.06	617,404.06
盈余公积	8,602.41	5,899.34	2,023.76
未分配利润	138,341.55	107,884.13	66,925.72
归属于母公司所有者权益合计	864,348.02	831,187.53	786,353.54
少数股东权益	0.00	1,996.78	1,996.83
所有者权益合计	864,348.02	833,184.31	788,350.37
负债和所有者权益总计	1,436,413.83	1,309,547.40	1,075,012.11

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	12,522.58	13,482.78	6,118.72
其中：营业收入	12,522.58	13,482.78	6,118.72
二、营业总成本	7,858.56	11,520.67	8,032.37
其中：营业成本	3,849.57	7,110.71	2,646.23
税金及附加	356.06	437.08	276.37
销售费用	116.47	276.75	262.03
管理费用	3,560.40	3,953.77	3,545.38
财务费用	-115.04	-322.68	1,303.82
资产减值损失	91.10	65.05	-1.46
加：公允价值变动收益	36,874.23	55,588.08	31,009.17
投资收益	197.03	604.37	118.54
其他收益	1,034.30	0.00	0.00
三、营业利润	42,769.58	58,154.56	29,214.06
加：营业外收入	66.16	1,143.56	1,276.67
减：营业外支出	19.76	21.30	13.87
四、利润总额	42,815.98	59,276.81	30,476.86
减：所得税费用	9,655.49	14,428.87	8,532.36
五、净利润	33,160.49	44,833.94	21,944.50
归属于母公司所有者的净利润	33,160.49	44,833.99	21,944.75
少数股东损益	0.00	-0.05	-0.25

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	14,222.68	10,706.39	5,392.36
收到其他与经营活动有关的现金	98,391.91	156,137.84	67,513.70
经营活动现金流入小计	112,614.60	166,844.23	72,906.06
购买商品、接受劳务支付的现金	77,461.50	218,927.45	57,412.52
支付给职工以及为职工支付的现金	4,447.93	3,746.63	3,647.52
支付的各项税费	880.48	1,764.54	1,890.60
支付其他与经营活动有关的现金	11,080.71	14,642.31	12,717.71
经营活动现金流出小计	93,870.61	239,080.93	75,668.35
经营活动产生的现金流量净额	18,743.98	-72,236.71	-2,762.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.91	0.21	0.00
投资活动现金流入小计	0.91	0.21	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,794.01	1,834.15	129.62
投资支付的现金	60,952.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	63,746.01	1,834.15	129.62
投资活动产生的现金流量净额	-63,745.10	-1,833.94	-129.62
吸收投资收到的现金	30.00	0.00	88,500.00
取得借款收到的现金	10,600.00	75,000.00	141,000.00
筹资活动现金流入小计	10,630.00	75,000.00	229,500.00
偿还债务支付的现金	14,000.00	17,500.00	151,100.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,741.64	10,610.47	9,097.00
支付其他与筹资活动有关的现金	1,400.00	0.00	0.07
筹资活动现金流出小计	28,141.64	28,110.47	160,197.07
筹资活动产生的现金流量净额	-17,511.64	46,889.53	69,302.93
汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-62,512.76	-27,181.11	66,411.02

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	33,160.49	44,833.94	21,944.50
加：资产减值准备	91.10	65.05	-1.46
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	240.34	163.61	171.78
无形资产摊销	0.85	3.24	3.57
长期待摊费用摊销	54.25	49.74	53.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”填列）	-0.90	-0.20	0.00
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	0.05	0.84	0.00
公允价值变动损益（收益以“-”填列）	-36,874.23	-55,588.08	-31,009.17
财务费用（收益以“-”填列）	583.49	19.29	2,122.25
投资损失（收益以“-”填列）	-197.03	-604.37	-118.54
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-195.99	0.00	0.00
递延所得税负债的增加（减少以“-”填列）	9,218.56	13,897.02	7,752.29
存货的减少（增加以“-”填列）	-76,146.95	-213,287.13	-56,620.79
经营性应收项目的减少（增加以“-”填列）	-1,429.73	19,522.97	-17,103.32
经营性应付项目的增加（减少以“-”填列）	90,239.68	118,687.38	70,042.85
经营活动产生的现金流量净额	18,743.98	-72,236.71	-2,762.29

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
综合毛利率	69.26%	47.26%	56.75%
收现比	1.14	0.79	0.79
产权比率	66.18%	57.17%	36.36%
有息债务（万元）	212,600.00	216,000.00	158,500.00
资产负债率	39.83%	36.38%	26.67%
流动比率	1.48	2.05	2.59
速动比率	0.19	0.51	1.45
EBITDA（万元）	43,228.24	59,512.69	32,828.20
EBITDA 利息保障倍数	3.39	5.61	3.54
有息债务/EBITDA	4.92	3.63	4.83

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的一级子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	业务性质
郑州公建商贸有限公司	1,500.00	100.00%	销售建筑材料等
郑州市旧城改造开发公司	2,000.01	100.00%	房地产开发及经营
郑州国谊住宅集团有限公司	6,000.00	100.00%	房地产开发等
郑州市公共租赁住房运营中心有限公司	3,600.00	100.00%	公共租赁住房运营等
登封禅林置业有限公司	5,000.00	100.00%	房地产开发与经营
郑州市房屋租赁有限公司	10,000.00	100.00%	房屋租赁；房地产开发与经营等

注：郑州市房屋租赁有限公司于2017年11月29日核准成立，本公司认缴注册资本10,000.00万元，尚未实缴出资，公司尚未开展经营活动。

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
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，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。