

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】409号

## 郑州牟中发展投资有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“14牟中发投债/PR牟中债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，同时维持“14牟中发投债/PR牟中债”信用等级为AA。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二〇二〇年六月二十四日



## 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”）与郑州牟中发展投资有限公司（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6月24日



## 郑州牟中发展投资有限公司主体及 “14牟中发投债/PR牟中债” 2020年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA/稳定	2020/6/24	AA/稳定	马丽雅	孟斯娜

债项信用	评级模型			
------	------	--	--	--

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
14牟中发投债/PR牟中债	AA	AA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。

### 主体概况

公司是河南郑州中牟县重要的基础设施建设主体，主要从事中牟县基础设施及保障房建设、国有资产运营等业务。

中牟县国有资产管理中心为公司唯一股东，中牟县人民政府为公司实际控制人。

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%	11.80	企业经营与财务实力	资产总额	36.00%	28.80
	GDP总量	32.00%	23.04		净资产总额	36.00%	28.80
	GDP增速	4.00%	2.40		资产负债率	9.00%	7.20
	人均GDP	4.00%	4.00		全部债务资本化比率	9.00%	7.20
	一般公共预算收入	32.00%	23.04		补助收入/利润总额	5.00%	4.00
	一般公共预算收入增速	4.00%	2.96	(实收资本+资本公积)/资产总额	5.00%	2.00	
	上级补助收入	4.00%	2.64				

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-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	AA-	A+
	9档	AA-	AA-	AA-	A+	A+	A+	A+	A+	A+

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

基础模型参考等级	AA
评级调整因素	无
4.主体信用等级	AA

### 评级观点

东方金诚认为，跟踪期内，郑州市经济实力依然很强，中牟县经济实力依然较强；公司主营业务仍具有较强的区域专营性，得到了股东及各方持续支持。同时，东方金诚关注到，公司资产流动性较差，短期内面临较大的偿债压力，整体现金流表现较差。综合考虑，东方金诚维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“14牟中发投债/PR牟中债”的信用等级为AA。

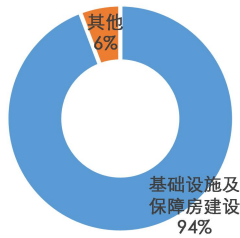
### 同业对比

项目	郑州牟中发展投资有限公司	新密财源城市开发建设有限公司	长葛市金财国有资产经营有限公司	汝州市鑫源投资有限公司	简阳发展(控股)有限公司
地区	郑州市中牟县	郑州市新密市	许昌市长葛市	平顶山市汝州市	成都市简阳市
GDP(亿元)	428.91	683.10	776.0	475.7	504.05
GDP增速(%)	5.6	5.6	7.7	7.6	8.5
一般公共预算收入(亿元)	57.3	37.2	32.2	33.2	26.8
一般公共预算支出(亿元)	101.4	72.7	52.0	70.1	65.7
资产总额(亿元)	369.66	180.90	143.68	403.49	275.52
所有者权益(亿元)	176.59	88.67	53.26	218.69	85.44
营业收入(亿元)	28.67	11.37	11.14	25.88	29.04
利润总额(亿元)	1.65	1.66	1.68	3.42	2.50
资产负债率(%)	52.23	50.99	62.93	45.80	68.99
全部债务资本化比率(%)	42.71	46.45	42.84	40.65	62.25

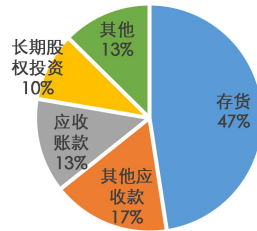
注：对比组选取了信用债市场上存续主体级别为AA的同行业企业，表中数据年份均为2019年。  
数据来源：东方金诚整理

## 主要指标及依据

2019年公司营业收入构成



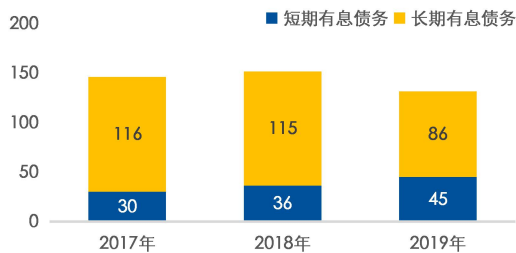
2019年末公司资产构成



公司财务指标 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
资产总额	320.50	369.58	369.66
所有者权益	127.93	160.04	176.59
营业收入	36.11	33.53	28.67
利润总额	2.17	1.95	1.65
全部债务	146.15	151.60	131.63
资产负债率	60.09	56.70	52.23
全部债务资本化比率	53.32	48.65	42.71

公司全部债务情况 (单位: 亿元)



地区经济及财政 (单位: 亿元、%)

	2017年	2018年	2019年
地区	中牟县		
GDP 总量	313.35	349.93	428.91
GDP 增速	6.1	10.3	5.6
人均 GDP (元)	76832	77615	82916
一般公共预算收入	48.02	53.00	57.27
一般公共预算收入增速	20.3	10.4	8.1
上级补助收入	21.62	25.06	24.89

## 优势

- 跟踪期内,郑州市经济实力依然很强,其下辖的中牟县支柱产业发展态势良好,产业升级进程加快,经济实力依然较强;
- 公司继续从事中牟县基础设施及保障房建设等业务,仍具有较强的区域专营性;
- 作为中牟县重要的基础设施建设主体,公司在资金注入、财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持。

## 关注

- 公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高,资产流动性依然较差;
- 公司流动负债占比提高,现金类资产对短期有息债务的覆盖能力较低,短期内面临较大的偿债压力;
- 公司经营性现金流易受往来款及项目结算款波动影响,筹资性现金流转为净流出,整体现金流表现较差。

## 评级展望

预计郑州市及中牟县经济将保持稳定增长,公司主营业务将保持较强的区域专营性,能够得到股东及相关各方的持续有力支持,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

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
AA/稳定	AA (14 牟中发投债/PR 牟中债)	2019/6/24	马丽雅 孟斯娜	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年)》	<a href="#">阅读原文</a>
AA/稳定	AA (14 牟中发投债/PR 牟中债)	2014/4/21	徐承远 李增欣 王佳	《城市基础设施建设公司信用评级方法 (2015 年)》	<a href="#">阅读原文</a>

注: 以上为不完全列示。

## 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
14 牟中发投债/PR 牟中债	2019/6/24	10.00	2014/12/11~2021/12/11	无	-

## 跟踪评级说明

根据相关监管要求及 2014 年郑州牟中发展投资有限公司公司债券（以下简称“本期债券”或“14 牟中发投债/PR 牟中债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于郑州牟中发展投资有限公司（以下简称“牟中发投”或“公司”）提供的相关经营与财务数据以及公开资料，进行本次定期跟踪评级。

## 主体概况

截至 2019 年末，公司注册资本和实收资本均为 40.00 亿元人民币；中牟县国有资产管理局（以下简称“中牟国资局”）<sup>1</sup>持有公司 100.00% 股权，中牟县人民政府为公司实际控制人。跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股东和实际控制人均未发生变化。

跟踪期内，公司作为郑州市中牟县重要的基础设施建设主体，继续从事中牟县基础设施及保障房建设、国有资产运营等业务。

截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 11 家，较 2018 年末新增 2 家子公司，减少 3 家子公司。

图表 1 截至 2019 年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

子公司名称	简称	注册资本	持股比例	取得方式
中牟县经纬路桥有限公司	经纬路桥	1500.00	100.00	划拨
中牟县昌盛实业有限公司	昌盛实业	5000.00	100.00	划拨
郑州绿博开发建设有限公司	绿博开发	100000.00	100.00	划拨
郑州官渡园林绿化工程有限公司	官渡园林	2000.00	100.00	划拨
中牟县隆盛水利工程建设有限公司	隆盛水利	1000.00	100.00	设立
中牟县房地产开发有限公司	房地产公司	1000.00	76.00	划拨
郑州华宇文化发展有限公司	华宇文化	191930.83	97.66	设立
中牟康安污水净化有限公司	康安污水	50.00	100.00	设立
中牟汇博建设有限公司	汇博建设	1000.00	80.00	设立
中牟县牟中汽车租赁服务有限公司	牟中租赁	1000.00	100.00	设立
中牟城乡公交客运有限公司	公交公司	1500.00	100.00	设立

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

“14 牟中发投债/PR 牟中债”为 10.00 亿元 7 年期付息式固定利率公司债券，票面利率为 7.48%。本期债券起息日为 2014 年 12 月 11 日，到期日为 2021 年 12 月 11 日，还本付息方式为每年付息一次，分期偿还本金。截至本报告出具日，“14 牟中发投债/PR 牟中债”已按期付息，并于 2017 年 12 月 11 日、2018 年 12 月 11 日和 2019 年 12 月 11 日分别偿还本金 2.00 亿元，债券余额 4.00 亿元。

本期债券募集资金全部用于中牟绿博文化产业园绿博 02 号安置小区项目（以下简称“绿博 02 号安置小区”或“本期债券募投项目”）建设，截至 2019 年末，该项目已完工，募集资

<sup>1</sup> 根据公司 2020 年 6 月 12 日发布的公告，经中牟县人民政府批准，公司股东中牟县国有资产管理局更名为中牟县国有资产管理中心，上述更名事项已完成工商变更登记，并已修改公司章程。

金已全部使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

### 一季度 GDP 同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度 GDP 同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季 GDP 同比增速仅将回升至 3.0%左右。若全球疫情在上半年晚些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年 GDP 增速将在 3.5%左右。

### 财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义 GDP 的 8.6%，已接近 2008~2009 年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2 和社融增速将显著高于上年水平（分别为 8.7%和 10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到 14.0%和 15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

## 行业及区域经济环境

### 行业分析

#### 在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松

2020年，在稳增长刚性显著增强背景下，宏观政策逆周期调节力度会明显加大，货币政策边际宽松方向不变，财政政策重点向提振基建投资方向倾斜。预计在“稳增长、防风险”主基调下，城投行业政策及再融资环境仍将保持相对宽松。

近年来，城投公司有息债务增速放缓，但规模仍然较大，且部分地区再融资环境有所恶化，预计 2020 年非标违约仍然频发，私募及公募债偶发违约的可能性继续增大，城投“信仰”迎来更大挑战。

#### 城投公司的业务转型不断推进，市场化程度持续提高

2020年，对地方政府隐性债务的监管将继续保持高压态势，通过地方债扩容带动地方政府融资“由暗转明”，将是控制债务增量的主要方式；而在化解存量债务方面，预计城投公司将在“以时间换空间”、平滑债务周期基础上，继续探索化债新模式。

在执行国家法律及符合政策需要的同时，城投公司还存在委托代建种类单一、公益性项目多、应收款项规模大、资产流动性弱等诸多问题，自身现状已不满足发展需要，预计 2020 年业务转型的必要性将继续上升。城投公司将继续加快业务转型速度，经营性资产和收入随之不断

增加，城投公司逐步由地方政府投融资平台转型为市场化的城市综合运营商或其他国有投资开发主体。

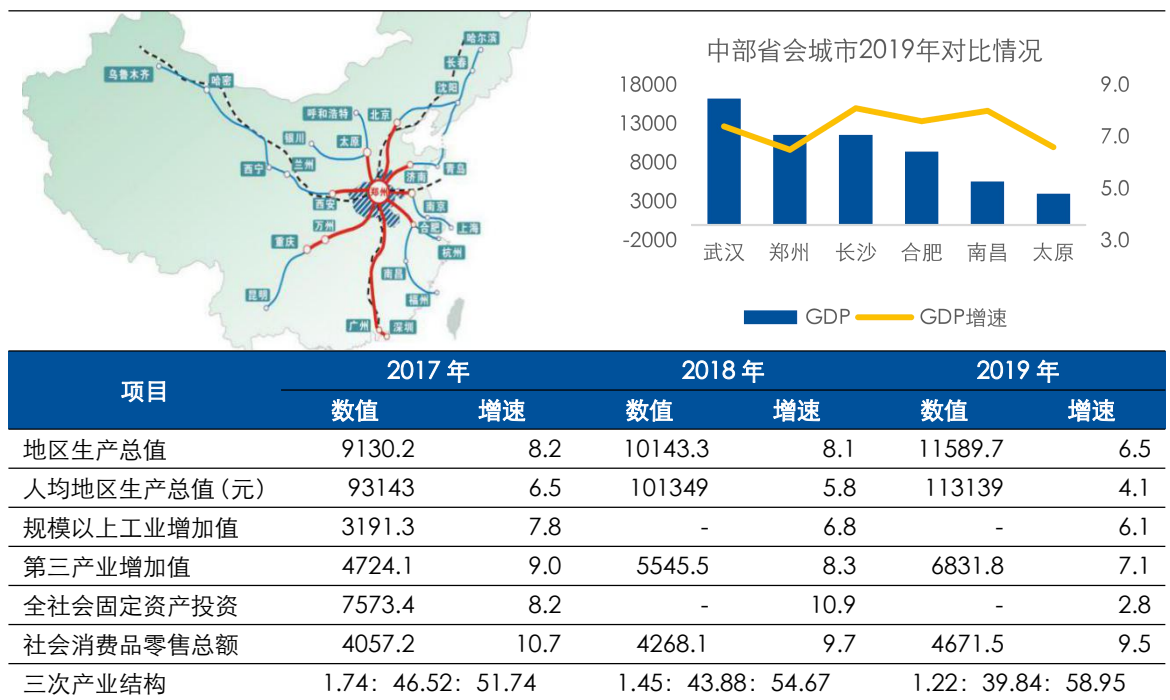
## 地区经济

### 1.郑州市

跟踪期内，郑州市地区经济保持平稳运行，经济总量在中部地区省会城市中排名上升至第二位，经济实力仍很强

郑州市地处国家“两横三纵”城市化战略格局中陆桥通道和京哈京广通道的交会处，是全国重要的铁路、航空、高速公路、电力、邮政电信枢纽城市，在连接东西、贯通南北中发挥着重要作用，区位及交通优势显著。2019年，郑州市实现地区生产总值11589.7亿元，同比增长6.5%，增速较2018年下降1.6个百分点，经济平稳运行，经济总量在河南省各地级市中排名第1位，在中部地区省会城市中超越长沙市，跃居第2位。同期，郑州市人均地区生产总值为113139元，同比增长4.1%。

图表2 郑州市主要经济指标及对比情况（单位：亿元、%）



资料来源：郑州市国民经济和社会发展统计公报（2017~2019），东方金诚整理

第二、三产业仍是郑州市经济发展的主要力量。2019年，郑州市规模以上工业企业完成增加值同比增长6.1%，增速较2018年降低0.7个百分点，其中高技术产业增加值同比增长10.9%。同年，郑州市汽车及装备制造业、电子信息工业、新材料产业、生物及医药产业、铝及铝精深加工产业、现代食品制造业、家居和品牌服装制造业七大主导产业增加值同比增长6.6%，拉动全市工业增长5.1个百分点。2019年，郑州市手机产量为2.14亿台，约占全球产量的1/7；汽车产量60.7万辆，同比增长3.0%；新能源汽车产量5.4万辆，同比增长38.3%。整体来看，郑州市主导产业发展良好，工业实力很强。

郑州市以现代物流业、金融业和房地产业等为支撑的第三产业增速较快，对地区经济的发展起到较大的贡献作用。2019年，郑州市实现第三产业增加值6831.8亿元，同比增长7.1%。郑州市现代物流业发展较快，郑州国际物流园区已有普洛斯、丰树、安得、日通等世界500强企业，以及顺丰、宅急送等国内物流行业龙头企业入驻；中欧班列（郑州）2019年全年开行1000班，同比增长33%。金融业方面，2019年新增上市公司4家，截至2019年末，全市境内外上市公司46家、新三板挂牌公司178家，年内新增资本市场融资629亿元。房地产业方面，2019年，郑州市实现商品房销售金额3403.6亿元，同比增长8.6%；年末待售房屋面积616.7万平方米，同比增长8.1%。

## 2.中牟县

**跟踪期内，中牟县经济保持增长，支柱产业发展态势良好，产业升级进程加快，经济实力依然较强**

根据《中牟县2020年政府工作报告》，2019年，中牟县完成地区生产总值428.91亿元，同比增长5.6%；固定资产投资同比增长9.6%，增速居郑州市六县（市）首位；其中工业投资同比增长89%。2019年，中牟县三次产业结构由2018年的7.4:30.3:62.3调整为5.4:29.4:65.2，第三产业占比创历史新高。

中牟县汽车及零部件、新能源、生物医药三大主导产业发展态势良好。2019年，中牟县汽车产业集聚区完成扩容规划，承载能力进一步提升，建成项目20个，新开工项目14个，郑州机动车质量检测认证中心开工建设，进一步完善产业链。官渡生物医药产业园重点区域城市设计启动编制，路网结构逐步完善，大健康产业稳步发展。中牟县产业升级进程加快，年内新增国家高新技术企业16家、科技型企业21家，总数分别达到40家和112家；同年，中牟县高新技术产业增加值、战略性新兴产业增加值占规上工业增加值的比重分别达83.4%和33.8%，占比进一步提升。

跟踪期内，中牟县以文旅产业为代表的第三产业保持快速增长态势。2019年，中牟县实现第三产业增加值279.50亿元，同比增长9.0%，增速在郑州市各区县（市）中排名第一。同年，中牟县全年累计接待游客1480万人次，较上年增加220万人次；实现社会消费品零售总额142.70亿元，同比增长9.8%。

## 财政状况

### 1.郑州市

**郑州市一般公共预算收入保持较快增长，税收收入占比较高，财政实力很强**

据初步统计，2019年，郑州市实现一般公共预算收入1222.5亿元，同比增长6.1%；其中税收收入892.9亿元，同比增长3.9%，占比为73.0%。税收结构方面，郑州市个人所得税、企业所得税、增值税、契税合计601.9亿元，占税收收入的比重为67.4%。同年，郑州市一般公共预算支出为1910.6亿元，同比增长8.3%，其中刚性支出<sup>2</sup>占比35.2%。2019年，郑州市地方

<sup>2</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。



财政自给率<sup>3</sup>为 63.99%，较上年降低 1.35 个百分点，自给程度一般，且有所降低。

图表 3 郑州市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	1056.7	1152.1	1222.5
其中：税收收入	775.2	859.5	892.9
上级补助收入	311.7	374.9	-
政府性基金收入	1072.6	1435.5	-
一般公共预算支出	1515.0	1763.3	1910.6
政府性基金支出	914.2	1292.1	-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

## 2.中牟县

中牟县一般公共预算收入稳定增长，政府性基金收入规模很大，财政实力依然较强；但政府性基金收入的实现易受土地出让计划等因素影响，存在一定的不确定性

2019年，中牟县实现一般公共预算收入 57.27 亿元，同比增长 8.1%，仍以税收收入为主，税收收入占一般公共预算收入的比重为 68.74%。跟踪期内，中牟县继续得到稳定的财政转移支付，是当地财政收入的重要补充。同年，中牟县政府性基金收入为 120.33 亿元，较上年保持稳定；该项收入对地区财力的贡献最大，但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。

图表 4 中牟县财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
一般公共预算收入	48.02	53.00	57.27
其中：税收收入	31.65	37.12	39.37
上级补助收入	21.62	25.06	24.89
政府性基金收入	158.38	120.59	120.33
一般公共预算支出	79.77	108.56	101.43
政府性基金支出	130.04	121.43	114.67

资料来源：中牟县财政决算表、预算执行情况，东方金诚整理

2019年，中牟县一般公共预算支出规模同比略有下降；财政自给率为 56.46%，同比提高 7.64 个百分点，财政自给程度有所提高。

## 业务运营

### 经营概况

跟踪期内，公司营业收入、毛利润和毛利率有所下降，收入仍主要来自基础设施及保障房建设业务

跟踪期内，公司作为中牟县重要的基础设施建设主体，继续从事中牟县基础设施及保障房建设、国有资产运营等业务。

<sup>3</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%。

2019年，公司实现营业收入28.67亿元，同比减少14.48%。其中，基础设施及保障房建设业务收入同比减少7.50%，在营业收入中的占比较上年提高7.11个百分点；其他业务主要为房屋租赁，2019年其他业务收入同比大幅减少，在毛利润中的贡献程度随之降低。同期，公司毛利润同比减少27.71%，主要系其他业务毛利润的减少所致；综合毛利率较上年下降3.09个百分点，其中基础设施及保障房建设业务毛利率同比上升，主营业务盈利能力提高。

图表5 公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
基础设施及保障房建设	29.14	80.69	29.21	87.13	27.02	94.24
其他	6.97	19.31	4.32	12.87	1.65	5.76
合计	36.11	100.00	33.53	100.00	28.67	100.00
项目	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
基础设施及保障房建设	1.27	4.38	2.54	8.70	3.44	12.71
其他	6.88	98.64	4.15	96.03	1.40	84.59
合计	8.15	22.57	6.69	19.94	4.83	16.85

资料来源：公司审计报告，东方金诚整理

### 基础设施及保障房建设

跟踪期内，公司从事的基础设施及保障房建设业务仍具有较强的区域专营性；尚未结算的项目投资成本规模较大，对资金形成占用

根据中牟县政府的相关授权，公司继续从事中牟县基础设施及保障房项目的投资建设，业务仍具有较强的区域专营性。跟踪期内，公司基础设施及保障房建设业务模式未发生变化，仍沿用委托代建模式。

2019年，公司基础设施及保障房建设业务实现收入27.02亿元；由于项目建设周期长，成本加成比例有所提高，同期该业务实现毛利润3.44亿元，毛利率提高4.02个百分点至12.71%。

随着中牟县建设步伐的加快，公司承担的城市基础设施建设项目不断增加，资本支出规模较大。截至2019年末，公司基础设施及安置房建设存货项目开发成本合计166.76亿元，其中绿博01、02、03号安置小区成本合计61.06亿元，大孟安置区成本23.99亿元，解放路安置区成本9.58亿元，县城基础设施提升项目成本4.45亿元。同期末，公司暂无拟建的基础设施及安置房项目。

### 经营性项目开发

#### 公司在建经营性项目投资规模较大，面临一定的筹资压力

公司作为中牟县重要的城投企业，转型发展取得一定进展。近年来，公司投资建设了郑州中华复兴之路文化科技园区项目（以下简称“复兴之路项目”）和房地产交易中心项目2个经营性项目。

其中，复兴之路项目由子公司华宇文化负责，计划总投资28.36亿元，截至2019年末尚需投资9.60亿元。建成后，公司将通过门票等经营收入弥补前期投入成本。房地产交易中心项目由子公司房地产公司负责，该项目已完工，整体对外出租。公司在建经营性项目投资规模较大，

面临一定的筹资压力。

## 外部支持

跟踪期内，作为中牟县重要的基础设施建设主体，公司在资金注入、财政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持

资金注入方面，2019年，公司获得中牟县财政局拨付的项目建设资金17.10亿元，计入资本公积。财政补贴方面，2019年，公司收到财政补贴收入4.21亿元。考虑到公司未来将继续在中牟县基础设施建设领域中发挥重要作用，预计公司将继续得到股东及相关各方的有力支持。

## 企业管理

截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为40.00亿元人民币，较2018年末未发生变化；中牟国资局持有公司100.00%股权，中牟县人民政府为公司实际控制人，跟踪期内无变化。

跟踪期内，公司经营范围新增招标投标咨询服务；此外，公司治理结构和组织架构均未发生其他重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

公司提供了2019年合并财务报表。容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2019年合并财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。跟踪期内，公司未更换审计机构。

截至2019年末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家（详见图表1），较2018年末新增2家子公司，分别是牟中租赁、公交公司，均为投资设立；划出2家子公司，分别是中牟县德业综合开发有限公司（以下简称“德业综合”）、中牟致力科技发展有限公司（以下简称“致力科技”）；注销1家子公司中牟县惠民停车场服务有限公司。

### 资产构成与资产质量

公司资产总额保持稳定，仍以流动资产为主，但流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性较差

跟踪期内，公司资产总额保持稳定，仍以流动资产为主，2019年末流动资产占比80.16%，占比同比提高0.94个百分点。

流动资产方面，2019年末，公司流动资产同比增长1.21%，仍以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，四项合计占当期公司流动资产的98.97%。

随着公司对在建项目投资的推进，公司存货显著增长，仍是公司资产最重要的组成。同期末，公司存货同比增长17.96%，其中基础设施及安置房项目开发成本为166.76亿元，较上年末增加26.77亿元，主要为绿博安置小区和市政道路等项目开发成本，建设资金主要来自财政拨款的专项资金和公司自筹；土地使用权及土地开发成本合计8.87亿元，较2018年末无变化，其中无使用权受限的土地使用权，尚未办理权证的土地账面价值合计8.03亿元。

公司应收账款同比略有下降，其中43.03亿元为应收中牟县财政局的项目结算款，占比

86.83%。公司其他应收款规模保持稳定，主要为应收中牟县政府及国有企业的往来款，期末前五名应收单位分别为中牟县万通物流园区开发建设有限公司（以下简称“物流园开发”）、中牟县兴农小城镇建设有限公司（以下简称“兴农城镇”）、中牟县国有资产经营有限公司（以下简称“国资公司”）<sup>4</sup>、郑州良成投资发展有限公司和公司股东中牟国资局，合计占其他应收款的比重为 51.57%。总体来看，公司其他应收款规模很大，且欠款单位较为集中，存在一定的流动性风险。

图表 6 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
货币资金	52.01	20.31	6.06
应收账款	27.08	58.77	49.55
其他应收款 <sup>5</sup>	52.87	61.47	61.81
存货	115.05	149.07	175.84
<b>流动资产合计</b>	<b>259.89</b>	<b>292.78</b>	<b>296.32</b>
长期股权投资	21.07	35.82	35.85
无形资产	6.09	5.92	17.00
其他非流动资产	27.81	27.16	11.08
<b>非流动资产合计</b>	<b>60.61</b>	<b>76.80</b>	<b>73.34</b>
<b>资产总计</b>	<b>320.50</b>	<b>369.58</b>	<b>369.66</b>

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、无形资产和其他非流动资产组成，三者合计占比 87.16%。2019 年末，公司长期股权投资仍为持有的联营企业股权，同比较稳定；无形资产增加 11.08 亿元，主要系公司新增购入的土地使用权；其他非流动资产主要为预付设备款、预交土地出让金及项目土地款<sup>6</sup>，同比减少 59.21%主要系预付土地款转入无形资产所致。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 3.76 亿元，包括用于抵押的投资性房地产 2.51 亿元和受限的货币资金 1.25 亿元。受限资产占总资产的比例为 2.13%，占比较低。

## 资本结构

### 跟踪期内，得益于财政资金注入，公司所有者权益继续增加

2019 年末，公司所有者权益继续增加，主要得益于财政资金注入。其中，公司实收资本仍为 40.00 亿元，较上年末未发生变化；资本公积同比增长 21.37%，增长来源于中牟县财政局拨付的项目建设资金；未分配利润同比增长 2.36%，为公司历年的经营利润累积。

<sup>4</sup> 公司持有国资公司 49.00%股权，剩余 51%股权由中原豫资投资控股集团有限公司持有。

<sup>5</sup> 不含应收利息和应收股利，全文同。

<sup>6</sup> 2016 年 9 月，公司子公司绿博开发与河南迪豪文化发展有限公司共同出资成立郑州迪盛置业有限公司等八家公司，绿博开发与河南迪豪文化发展有限公司以联合竞拍的形式，以上述八家新设立公司的名义购买了 12 块土地，并支付了 11.00 亿元购地款。2016 年末，绿博开发与河南迪豪文化发展有限公司解除项目合作关系，并正在申请将 12 块土地的土地使用权证办理至绿博开发名下。

图表7 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2017年末	2018年末	2019年末
实收资本	9.70	40.00	40.00
资本公积	70.18	70.66	85.76
未分配利润	44.20	45.36	46.43
<b>所有者权益合计</b>	<b>127.93</b>	<b>160.04</b>	<b>176.59</b>

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

跟踪期内，随着债务的偿还，公司负债和全部债务规模有所下降，流动负债占比提高，短期偿债压力增加

跟踪期内，随着债务的偿还，公司负债规模有所下降。负债结构调整以流动负债为主，2019年末流动负债占比55.23%，同比提高10.21个百分点。

图表8 公司负债及全部债务情况（单位：亿元、%）

科目	2017年末	2018年末	2019年末
其他应付款 <sup>7</sup>	40.44	52.70	50.00
一年内到期的非流动负债	28.72	34.39	39.43
<b>流动负债合计</b>	<b>75.25</b>	<b>94.32</b>	<b>106.62</b>
长期借款	75.61	76.51	70.41
应付债券	20.40	21.70	12.09
长期应付款 <sup>8</sup>	21.32	17.00	3.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>117.33</b>	<b>115.22</b>	<b>86.45</b>
<b>负债合计</b>	<b>192.58</b>	<b>209.54</b>	<b>193.07</b>
<b>全部债务</b>	<b>146.15</b>	<b>151.60</b>	<b>131.63</b>
其中：长期有息债务	115.92	115.22	86.45
短期有息债务	30.23	36.39	45.18
资产负债率	60.09	56.70	52.23
全部债务资本化比率	53.32	48.65	42.71

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

流动负债方面，2019年末，公司流动负债同比增长13.04%，仍以其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，二者合计占比83.87%。同期末，公司其他应付款同比有所减少，主要包括保证金5.80亿元和往来款43.88亿元。一年内到期的非流动负债同比增长14.68%，包括一年内到期的长期借款17.57亿元、“14年中发投债/PR 年中债”和“16年中发投债/PR 年中发投”一年内到期的3.76亿元和一年内到期的长期应付款18.11亿元。

公司非流动负债仍由长期借款、应付债券和长期应付款构成。随着长期债务的集中到期，2019年末，公司非流动负债同比减少24.97%。其中，公司长期借款同比减少7.97%，其中保证借款49.53亿元，保证人主要为兴农城镇、物流园开发和德业综合等；信用借款18.88亿元；质押借款2.00亿元，质押物为应收账款。

随着债券的分期偿还，2019年末，公司应付债券同比减少44.31%，为公司非公开发行的

<sup>7</sup> 不含应付利息和应付股利，全文同。

<sup>8</sup> 不含专项应付款，全文同。

“16 牟中 01”、公开发行的“16 牟中发投债/PR 牟发投”和“14 牟中发投债/PR 牟中债”以及 2018 年债券融资计划。此外，公司 2020 年新增发行“20 牟中 01”和“20 牟中 02”，规模合计 25.00 亿元。公司长期应付款主要为河南资产管理有限公司、邦银金融租赁股份有限公司、河南安和融资租赁有限公司的借款。

全部债务方面，2019 年末，公司全部债务有所下降。其中，短期有息债务同比增长 24.18%，占全部债务的比重为 34.33%，同比提高 10.33 个百分点，短期有息债务规模明显上升，短期偿债压力增加；长期有息债务同比减少 24.97%。同期末，公司资产负债率和全部债务资本化比率同比均有所下降。

截至 2019 年末，公司对外担保金额 20.90 亿元，担保比率为 11.84%，担保对象全部为中牟县国有企业，包括兴农城镇、物流园开发、德业综合等，整体来看，公司面临的代偿风险相对较小。

## 盈利能力

**跟踪期内，公司营业收入有所下降，利润对政府补贴的依赖明显提高，盈利能力仍较弱**

2019 年，公司实现营业收入 28.67 亿元，同比减少 14.48%，仍主要来自基础设施及安置房建设业务；同期，公司期间费用为 6.74 亿元，占营业收入的比重为 23.50%，仍主要为财务费用和管理费用。同期，公司利润总额为 1.65 亿元，同比下降 15.30%；其中财政补贴为 4.21 亿元，公司利润对财政补贴的依赖程度显著提高。

2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率仍维持较低水平，盈利能力较弱。

图表 9 公司盈利指标情况（单位：亿元、%）

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
营业收入	36.11	33.53	28.67
营业利润率	21.84	19.02	16.41
期间费用	5.51	4.95	6.74
利润总额	2.17	1.95	1.65
其中：财政补贴	0.09	0.00	4.21
总资本收益率	2.53	2.34	2.43
净资产收益率	0.97	0.97	0.93

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

## 现金流

**公司经营性现金流易受往来款及项目结算款波动影响，筹资性现金流转为净流出，整体现金流表现较差**

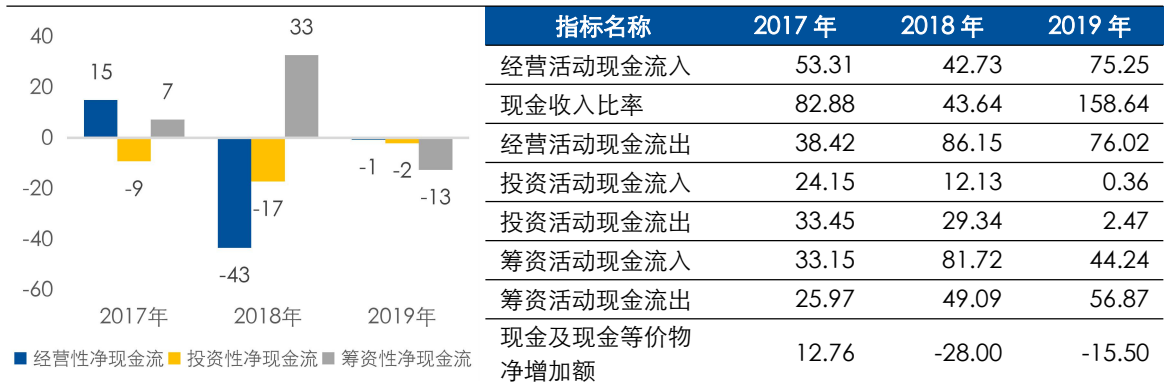
2019 年，公司收到较大规模的项目结算回款，经营活动现金流入规模大幅增加，仍主要为公司收到的基础设施及安置房项目结算款、财政补贴以及往来款所形成的现金流入；现金收入比率大幅提高，主营业务获现能力增强；经营活动现金流出仍主要为公司支付基础设施项目工程款及往来款形成的现金流出。同期，公司经营性活动产生的净现金流为-0.77 亿元，净流出规模大幅缩减。总体来看，公司经营性现金流对波动性较大的项目结算款和往来款依赖依然较大，

存在一定的不确定性。

2019年，公司投资活动现金流入规模很小；投资活动现金流出主要为公司购买土地使用权等所支付的现金；投资活动现金流量净额为-2.11亿元。

跟踪期内，公司外部融资力度明显减弱，筹资活动现金由大规模净流入转为净流出状态。2019年，公司筹资活动现金流入仍主要为公司银行借款等收到的现金；筹资活动现金流出仍主要为偿还债务、偿付利息所支付的现金；筹资活动现金流净额为-12.62亿元。

图表 10 公司主要现金流数据及指标情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

2019年，公司现金及现金等价物净增加额为-15.50亿元，仍为净流出状态，整体现金流表现较差。

### 偿债能力

作为中牟县重要的基础设施建设主体，公司业务具有较强的区域专营性，能够得到股东及相关各方的有力支持，公司偿债能力依然很强

从短期偿债能力指标来看，2019年末，公司流动比率、速动比率均有所下降，但仍处较高水平；现金比率进一步降低至较低水平。公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，对流动负债的实际保障能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2019年末，公司长期债务资本化比率有所下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍较弱。

图表 11 公司偿债能力指标情况（单位：%）

指标名称	2017年末	2018年末	2019年末
流动比率	345.39	310.40	277.91
速动比率	192.49	152.36	112.99
现金比率	69.12	21.54	5.69
长期债务资本化比率	47.54	41.86	32.87
全部债务/EBITDA（倍）	18.13	18.92	15.28

资料来源：公司合并财务报表，东方金诚整理

截至2019年末，公司短期有息债务45.18亿元，占比全部债务的比重为34.33%，现金类资产对短期有息债务的覆盖能力较低，短期内面临较大的集中偿付压力。公司将主要以经营性现金流入、借新还旧等作为偿债资金来源。

考虑到公司作为中牟县最重要的基础设施建设主体，从事的基础设施及保障房建设、国有资产运营等业务具有较强的区域专营性，并得到了股东及相关各方的有力支持。东方金诚认为，公司综合偿债能力仍很强。

## 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 AA 的区县级建设主体，对地区经济财政主要指标以及企业财务数据进行对比，表中数据均为 2019 年。

图表 12 同业对比情况（单位：亿元、%）

项目	牟中发投	新密财源城市 开发建设有限 公司	长葛市金财公 有资产经营有 限公司	汝州市鑫源投 资有限公司	简阳发展（控 股）有限公司
地区	郑州市 中牟县	郑州市 新密市	许昌市 长葛市	平顶山市 汝州市	成都市 简阳市
GDP	428.91	683.10	776.0	475.7	504.05
GDP 增速	5.6	5.6	7.7	7.6	8.5
一般公共预算收入	57.3	37.2	32.2	33.2	26.8
一般公共预算支出	101.4	72.7	52.0	70.1	65.7
资产总额	369.66	180.90	143.68	403.49	275.52
所有者权益	176.59	88.67	53.26	218.69	85.44
营业收入	28.67	11.37	11.14	25.88	29.04
利润总额	1.65	1.66	1.68	3.42	2.50
资产负债率	52.23	50.99	62.93	45.80	68.99
全部债务资本化比率	42.71	46.45	42.84	40.65	62.25

资料来源：公司审计报告、Wind 资讯、统计公报等公开资料，东方金诚整理

在对比组中，中牟县经济总量及增速均处于较低水平；一般公共预算收支水平位列中上游。公司资产总额及所有者权益处于中上游水平；营业收入较高，利润总额中等；债务率指标在对比企业中处于中游水平。

## 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，截至 2020 年 4 月 17 日，公司本部已结清和未结清贷款中均无不良及关注类记录。截至本报告出具日，公司在资本市场发行的各类债券均按时还本付息。

## 抗风险能力

基于对郑州市及中牟县地区经济及财政实力、股东及相关各方对公司的各项支持，以及公司自身经营和财务风险的综合判断，公司抗风险能力很强。

## 结论

东方金诚认为，跟踪期内，郑州市经济实力依然很强，其下辖的中牟县支柱产业发展态势良好，产业升级进程加快，经济实力依然较强；公司继续从事中牟县基础设施及保障房建设等业务，仍具有较强的区域专营性；作为中牟县重要的基础设施建设主体，公司在资金注入、财



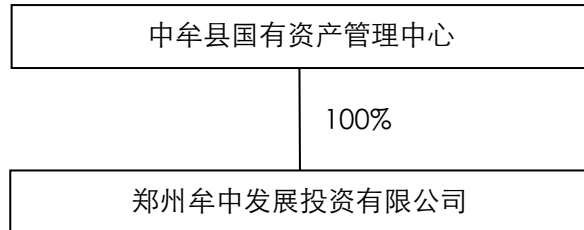
政补贴等方面继续得到股东及相关各方的有力支持。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司流动资产中变现能力较弱的存货和应收类款项占比较高，资产流动性依然较差；公司流动负债占比提高，现金类资产对短期有息债务的覆盖能力较低，短期内面临较大的偿债压力；公司经营性现金流易受往来款及项目结算款波动影响，筹资性现金流转为净流出，整体现金流表现较差。

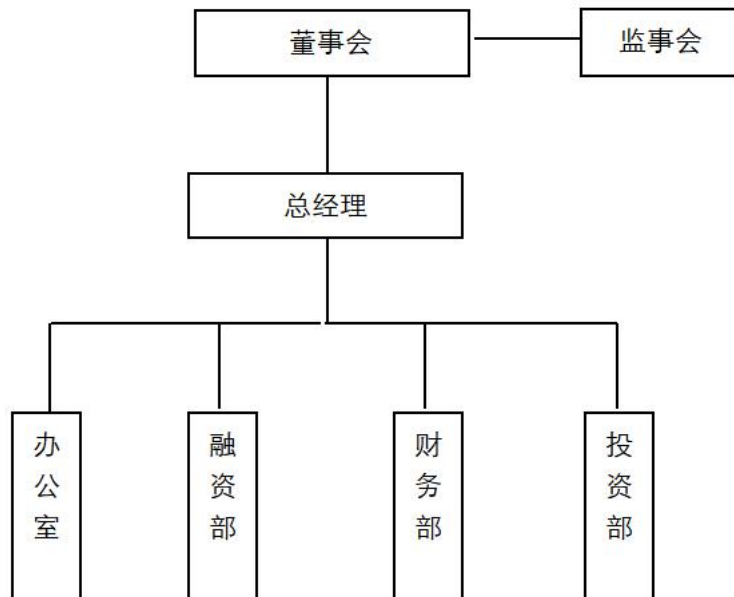
综上所述，公司的主体信用风险很低，偿债能力很强，“14 牟中发投债/PR 牟中债”到期不能偿还的风险很低。

附件一：截至本报告出具日公司股权结构和组织架构图

股权结构图



组织架构图



## 附件二：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年
<b>主要财务数据（单位：亿元）</b>			
资产总额	320.50	369.58	369.66
其中：货币资金	52.01	20.31	6.06
应收账款	27.08	58.77	49.55
其他应收款	52.87	61.47	61.81
存货	115.05	149.07	175.84
负债总额	192.58	209.54	193.07
全部债务	146.15	151.60	131.63
其中：短期有息债务	30.23	36.39	45.18
所有者权益	127.93	160.04	176.59
营业收入	36.11	33.53	28.67
利润总额	2.17	1.95	1.65
经营性活动净现金流	14.89	-43.42	-0.77
投资性活动净现金流	-9.30	-17.21	-2.11
筹资性活动净现金流	7.18	32.63	-12.62
<b>主要财务指标</b>			
营业利润率（%）	21.84	19.02	16.41
总资本收益率（%）	2.53	2.34	2.43
净资产收益率（%）	0.97	0.97	0.93
现金收入比率（%）	82.88	43.64	158.64
资产负债率（%）	60.09	56.70	52.23
长期债务资本化比率（%）	47.54	41.86	32.87
全部债务资本化比率（%）	53.32	48.65	42.71
流动比率（%）	345.39	310.40	277.91
速动比率（%）	192.49	152.36	112.99
现金比率（%）	69.12	21.54	5.69
经营现金流流动负债比率（%）	19.79	-46.03	-0.72
EBITDA 利息倍数（倍）	1.01	1.04	1.20
全部债务/EBITDA（倍）	18.13	18.92	15.28

### 附件三：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 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
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

#### 附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	偿还债务能力极强，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“2014年郑州牟中发展投资有限公司公司债券”的存续期内密切关注郑州牟中发展投资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，东方金诚将向郑州牟中发展投资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，郑州牟中发展投资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。如郑州牟中发展投资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和向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2020年6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、引用或以其他方式传播。

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其他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。