

郑州投资控股有限公司 2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 涛 tchen@ccxi.com.cn

电话：(027)87339288

2020 年 06 月 24 日

声 明

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

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

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

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

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

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

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

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1659 号

郑州投资控股有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“14 郑州控股债/14 郑投控”的债项信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持郑州投资控股有限公司（以下简称“郑州控股”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 郑州控股债/14 郑投控”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了郑州市区域经济逐步增强、持续获得有力的外部支持和业务结构逐步多元化等因素对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司国有资产处置工作进展缓慢、房地产板块易受政策影响、盈利能力有所减弱和股权划转事项值得关注等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

郑州控股（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	212.98	230.39	252.11
所有者权益合计（亿元）	123.46	135.37	155.12
总负债（亿元）	89.51	95.02	96.99
总债务（亿元）	45.96	52.75	62.46
营业总收入（亿元）	16.92	19.37	16.62
经营性业务利润（亿元）	-0.60	2.97	0.22
净利润（亿元）	-0.14	1.53	0.43
EBITDA（亿元）	3.94	5.50	4.71
经营活动净现金流（亿元）	10.28	-4.17	-13.37
收现比(X)	1.48	0.83	1.06
营业毛利率(%)	-51.21	-30.20	-67.18
应收类款项/总资产(%)	6.06	6.58	9.04
资产负债率(%)	42.03	41.24	38.47
总资本化比率(%)	27.13	28.04	28.71
总债务/EBITDA(X)	11.66	9.59	13.26
EBITDA 利息倍数(X)	1.55	2.03	0.93

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将“其他应付款”中的有息债务计入短期债务核算、将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务核算；3、2017~2019 年财务数据均为各年度审计报告期末数。

正面

■ **区域经济稳步增强。**2019 年，郑州市实现地区生产总值 11,589.7 亿元，同比增长 6.5%；区域经济稳步增强，为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **持续获得有力的外部支持。**公司作为郑州市重要的国有资本运营主体，在资本注入、资产划拨和政府补助方面继续获得了股东及郑州市政府有力的支持。其中，2019 年，公司获得股东增资 3.80 亿元、郑州市政府划拨的房产土地及为子公司购置的公交车辆共计 10.25 亿元、政府补助 22.81 亿元。

同行业比较

同区域基础设施投融资企业 2019 年主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
郑州控股	252.11	96.99	155.12	38.47	16.62	0.43	-13.37
郑州城建	423.22	238.72	184.50	56.41	12.27	0.44	-10.96
郑州建投	420.40	257.31	145.09	61.21	23.18	0.40	10.70

注：“郑州城建”为“郑州城建集团投资有限公司”简称；“郑州建投”为“郑州市建设投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
14 郑州控股债/14 郑投控	AA	AA	7.20	7.20	2014/07/18~2021/07/18 (5+2)

注：“14 郑州控股债/14 郑投控”附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售权

■ **业务结构逐步多元化。**公司积极从事国有存量资产处置、房地产销售、磨料磨具、公交运营等业务，2019 年，公司新增配电柜、开关柜业务板块，收入占比为 14.74%，业务结构较为多元化。

关注

■ **国有资产处置工作进展缓慢。**由于涉及安置及拆迁问题，公司国有存量资产处置业务推进缓慢，大部分土地和房产尚不具备出让或出售条件。

■ **房地产板块易受政策影响。**公司房地产业务板块易受房地产政策影响，收入存在一定的不确定性，2019 年，公司实现房地产销售收入 3.64 亿元，同比下滑 58.59%。

■ **盈利能力有所减弱。**2019 年，公司主要业务板块毛利率均呈下降趋势，使得营业毛利率大幅下降至-67.18%，盈利能力进一步弱化。

■ **股权划转事项值得关注。**2020 年 4 月 28 日，公司与郑州市中融创产业投资有限公司（以下简称“中融创”）签订《股权无偿划转协议》，同意将郑州中小企业担保有限公司（以下简称“担保公司”）划至中融创；2020 年 5 月 21 日，已完成工商变更登记。根据政府规划，公司未来仍有股权划转的可能性，中诚信国际将对股权划转事项及其对公司可能造成的影响保持关注。

评级展望

中诚信国际认为，郑州投资控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司地位大幅提升，股东对公司的支持力度显著增强；公司各项财务指标大幅改善，盈利能力明显提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位显著下降，致使股东支持意愿显著减弱；优质资产被划走，各项财务指标明显恶化等。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

本次债券募集资金 7.2 亿元，其中 5.76 亿元用于郑州兰博尔科技有限公司搬迁技改项目变更为用于郑州二砂文创广场，1.44 亿元用于补充公司营运资金。截至 2019 年末，募集资金中用于郑州二砂文创广场的 5.76 亿元已全部拨付至河南国创文化发展有限公司，补充营运资金的 1.44 亿元已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

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

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。

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

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

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

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

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

近期关注

基建补短板稳投资稳增长，规范投资持续化解债务风险

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

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

IPO。

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

2019 年，随着国家级城市群-中原城市群战略的持续推进，作为中原地区国家中心城市，郑州市区位优势更加凸显，经济发展持续向好

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

近年来，郑州市现代产业体系加快构建，初

步形成电子信息、汽车及装备制造两个 5,000 亿级产业集群，经济保持了稳定增长态势。2019 年，郑州市实现地区生产总值 11,589.7 亿元，同比增长 6.5%。其中，第一产业增加值 140.9 亿元，下降 4.9%；第二产业增加值 4,617 亿元，增长 6.2%；第三产业增加值 6,831.8 亿元，增长 7.1%。三大产业结构调整为 1.2: 39.8: 59。2019 年，郑州市人均生产总值 113,139 元，同比增长 4.1%；城镇化率 74.6%，比上年提高 1.2 个百分点。

2019 年，郑州市一般公共预算收入为 1,222.5 亿元，同比增长 6.1%，其中税收收入为 892.94 亿元，占比为 73.04%，一般公共预算收入质量较好；同期，郑州市一般公共预算财政平衡率为 63.99%，财政自给能力较强。2019 年，郑州市实现政府性基金收入 1,415.41 亿元，同比下降 1.4%，主要系受房地产调控影响，土地出让收入有所下降。截至 2019 年末，郑州市政府债务余额为 1,967.32 亿元。

表 1：2019 年河南省下辖各市经济及财政概况（亿元）

项目名称	GDP	GDP 增速	一般公共预算收入	一般公共预算收入增速
郑州市	11,589.70	6.50%	1,222.50	6.10%
洛阳市	5,034.90	7.80%	369.80	7.90%
南阳市	3,814.98	7.00%	196.15	7.80%
许昌市	3,395.70	7.10%	179.90	8.30%
周口市	3,198.49	7.50%	140.92	9.00%
新乡市	2,918.18	7.00%	187.21	8.40%
商丘市	2,911.20	7.40%	171.71	11.70%
焦作市	2,761.10	8.00%	156.47	7.50%
信阳市	2,758.47	6.30%	119.00	7.60%
驻马店市	2,742.06	7.40%	160.27	15.10%
平顶山市	2,372.64	7.50%	171.39	11.00%
开封市	2,364.14	7.20%	154.86	10.10%
安阳市	2,229.30	2.70%	164.10	6.50%
濮阳市	1,581.49	6.80%	100.50	9.60%
漯河市	1,578.40	7.50%	95.91	8.50%
三门峡市	1,443.82	7.50%	131.37	9.30%
鹤壁市	988.69	7.10%	69.45	7.60%
济源市	686.96	7.80%	57.10	13.80%

资料来源：各地市官方网站，中诚信国际整理

中诚信国际认为，郑州市作为国家中心城市，区位优势明显，交通体系完善，未来随着中原城市群协同效应的增强和国家物流枢纽的建

设，郑州市或将迎来较大的发展机遇期，经济实力持续增强。

2019 年，受国有存量资产处置业务进展缓慢的影响，公司大部分土地和房产尚不具备出让或出售条件

根据郑政文[2010]32 号《郑州市人民政府关于郑州投资控股有限公司接收国有存量资产有关问题的通知》，公司接收了政府划转和国有以资抵债的存量资产。公司接收的市属企事业单位改制、破产、重组等剥离的资产，以及公司以资抵债取得的资产先由郑州市政府收回，相关部门完善有关手续后进入交易市场公开挂牌出让。公司参与上述资产竞买，竞买所需资金原则上由公司自行筹措；自筹资金确有困难时，经市政府批准后市财政先行借支。竞买成功后，市财政将成交价款以增加资本金的形式拨付至公司，所借市财政资金由公司归还财政。公司参与上述资产竞买未成交的，市财政局将该次挂牌出让资产的前期费用返还公司，成交价款高出前期费用部分作为资本金注入公司。公司接收的房屋、机器设备、有价证券、股票等资产，经评估作价或处置后，按评估值或处置金额作为国家资本金注入公司。

公司接收的资产主要为土地和房产，其来源包括公司拟接收的市属企事业单位改制、破产、重组等剥离的资产和公司以资抵债所取得的资产。其中土地面积共计 117.90 万平方米，房产面积共计 30.40 万平方米。

表 2：截至 2019 年末公司接收的土地资产情况（平方米）

土地用途	实际面积
住宅	673,839.66
工业	200,036.96
商业	44,278.63
交通	70,274.60
出让	--
作价入股	--
其他	190,539.31
合计	1,178,969.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

目前，受国有存量资产处置业务进展缓慢的影响，公司接收的大部分土地和房产尚不具备出

让条件。但这部分土地及房地产地段位置较好，未来升值空间较大。根据郑州市政府的规划，公司将逐步对这部分土地及房产进行处置，对相关地块进行土地整理并出让，中诚信国际将继续关注公司国有存量资产处置的进展。

2019年，受郑州市市域面积扩大及公交线路增加的影响，公交运营收入有所上升，但仍然处于大幅亏损状态，盈亏平衡主要依赖于政府补贴

公司的公交运营业务由子公司郑州市公共交通总公司（以下简称“公交公司”）负责运营。截至2019年末，公交公司拥有各类运营车辆7,373辆，同比增加15.69%；公交线路339条，同比增加6条。2019年，公交公司客运人次9.28亿，总行驶里程3.23亿公里；同期，郑州市政府为公司子公司郑州公共交通总公司购置价值6.40亿元的公交车辆，计入资本公积。

2019年，公司实现公交运营总收入6.45亿元，同比增长7.5%，受郑州市市域面积扩大及公交线路增加的影响，公交运营收入规模有所上升。由于郑州市公交票价水平较低，公交公司运营长期处于较大幅度的亏损状态，主要依赖政府补贴以达到盈亏平衡。2019年公交公司取得政府补助为13.96亿元。

2019年，公司在建房地产项目较多，业务稳定性及可持续性较好，但尚需投资规模较大，仍面临一定资本支出压力

公司房地产业务的运营主体为子公司郑州燃气房地产开发有限公司（以下简称“郑燃地产”）、郑州国投置业有限公司（以下简称“国投置业”）和郑州国控西城建设有限公司（以下简称“国控西城”）。2019年公司房地产业务收入3.64亿元，同比有所下滑。

郑燃地产已经建成并出售的房地产项目包括吉祥花园项目、吉祥街、昆仑·华府项目、丰庆·华府项目和梧桐新语项目，截至2019年末上述项

目共累计实现销售收入25.61亿元。截至2019年末，公司在建的房地产项目总建筑面积196.65万平方米，计划总投资127.74亿元，已累计投资47.18亿元，已实现预售收入22.81亿元。公司在建房地产项目尚需投资规模较大，未来仍有一定资本支出压力。

表3：截至2019年末公司主要在建房地产项目情况

项目名称	建筑面积 (万平方米)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	已实现预售 收入(亿元)
国控·云庭项目	14.04	5.60	2.58	0.97
国投·九栋园项目	5.71	10.31	9.83	11.40
国投·昆仑望岳项目	13.16	8.42	6.99	10.44
昆仑望岳B地块项目	7.94	9.41	1.62	--
东邢花园	26.19	13.00	9.47	--
富丽雅居	17.45	11.00	4.93	--
郑州市青年人才公寓沁河苑项目	23.64	14.00	1.03	--
郑投科技创新园一、二期	9.40	5.00	0.94	--
郑投科技创新园三期	18.30	10.00	0.54	--
刘胡垌安置区	14.00	12.00	4.58	--
天健湖大数据应用产业园	47.12	26.00	4.67	--
合计	196.95	124.74	47.18	22.81

资料来源：公司提供

此外，公司在建项目中天健湖大数据应用产业园、郑投科技产业园等项目，公司拟采用租售相结合的模式实现资金平衡，考虑到该部分投资规模较大且尚未签订相关协议，中诚信国际将对这部分项目未来投资及结算情况保持关注。

2019年，公司积极开展担保、磨料磨具销售、配电柜和开关柜等业务，对公司收入形成较好补充；但2020年担保公司被划出，担保业务不再纳入公司合并范围，后续股权划转的可能性仍需关注

公司的担保业务由子公司担保公司负责运营。截至2019年末，担保公司总资产11.86亿元，总负债6.02亿元，在保余额139.72亿元，其中公积金在保余额127.35亿元，融资担保在保余额

11.38 亿元，创业贷款担保 0.99 亿元，在保融资担保项目 94 个。截至 2019 年末，担保公司的代偿率为 0.20%，逾期金额为 255.08 万元。2019 年，公司实现担保费收入 0.88 亿元，较上年有所增加。2020 年 1 月 17 日，根据中共郑州投资控股有限公司委员会会议纪要（郑党会纪【2020】2 号），公司同意将其持有的担保公司 84.60% 股权无偿划至母公司中融创，该股权划转事宜已于 2020 年 5 月 21 日完成工商变更登记，担保业务将不再纳入公司合并范围。

公司磨料磨具生产销售业务由深圳市二砂深圳有限公司（以下简称“深圳二砂公司”）运营。深圳二砂公司成立于 1984 年，是从事切磨砂轮研发、生产、销售和服务的专业化公司。深圳二砂公司的主导产品为“砂威（SAWA）”牌树脂磨具，同时经营各种普通磨料磨具、超硬制品及原辅材料。目前，公司现有设备 100 余台套，拥有国内长现代化的隧道窑生产线，主营生产销售纤维增强树脂砂轮（深圳市高新技术产品）。2019 年，公司实现磨料磨具销售收入 1.24 亿元，同比有所增长。

公司配电柜、开关柜业务主要由索凌电气有限公司（以下简称“索凌电气”）负责。索凌电气是郑州地区最大的智能电气设备提供商和服务商，产品主要包括 ZBW 系列组合式变电站、BLOKSET 低压开关柜和 KYN28 金属铠装移开式开关设备等。2019 年，公司配电柜、开关柜业务实现收入 2.45 亿元。

财务分析

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 2017~2019 年财务报告，各期财务报告均按照新会计准则编制。2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

盈利能力

2019 年，公司业务结构进一步多元化，但营业收入及毛利率整体下滑，加之期间费用规模扩大，

盈利能力明显弱化，利润水平对政府补助依赖程度依然较大

公司收入主要来源于房地产销售收入、磨料磨具、担保费、公交运营和配电柜、开关柜等业务板块，2019 年，公司营业收入规模同比下降。具体来看，2019 年，磨料磨具、担保费和公交运营等业务收入较为稳定，虽然公司新增配电柜、开关柜收入规模较大，但受房地产销售收入下降幅度较大影响，公司营业收入规模较 2018 年有所下滑。毛利率方面，2019 年，公司磨料磨具和担保费收入毛利率较为稳定，新增配电柜、开关柜收入毛利率一般，受房地产收入及毛利率下降且公交运营亏损扩大的影响，公司营业毛利率持续为负，且有所降低。

表 4：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
房地产销售	7.55	8.79	3.64
磨料磨具	1.14	1.22	1.24
担保费	0.21	0.78	0.88
公交运营	5.64	6.00	6.45
配电柜、开关柜	-	-	2.45
其他	2.38	2.58	1.95
合计	16.92	19.37	16.62
毛利率	2017	2018	2019
房地产销售	18.22	42.33	35.03
磨料磨具	19.76	27.72	26.44
担保费	100.00	100.00	100.00
公交运营	-215.85	-207.84	-231.90
配电柜、开关柜	-	-	11.90
其他	70.59	56.24	51.89
营业毛利率	-51.21	-30.20	-67.18

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用由管理费用和财务费用构成。由于公交公司管理费用较高，近年来，公司管理费用占比最大且维持在较高水平；受利息支出资本化影响，公司财务费用规模不大。2019 年，随着受公交公司运营支出的增加及债务规模的扩大，公司期间费用整体有所上升。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成，2019 年，利润总额有所下滑。具体来看，2019 年，受营业收入及毛利率下降和期间费用占比上升影响，公司经营性业务利润下降较为

明显，是公司利润总额下滑的主要因素。此外，公司经营性业务利润包括其他收益中的政府补助，2019年，公司收到政府补助22.81亿元，利润水平对政府补助依赖较大。公司投资收益主要系可供出售金融资产在持有期间的投资收益，2019年，收益有所提高；但可供出售金融资产易受市场影响，2019年，可供出售金融资产减值损失规模较大，对利润亦形成一定侵蚀。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
管理费用	5.52	6.64	7.90
财务费用	1.71	1.99	2.43
期间费用合计	7.63	9.03	10.89
期间费用率(%)	45.08	46.62	65.51
经营性业务利润	-0.60	2.97	0.22
其他收益	16.78	18.65	22.81
资产减值损失	-0.07	-0.05	-0.48
投资收益	0.76	0.57	0.99
资产处置收益	0.55	-1.45	0.01
利润总额	0.48	2.17	0.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2019年，公司资产及权益规模继续扩大，资产及资本实力不断夯实；公司债务规模有所扩大，但财务杠杆仍保持较低水平，且债务结构有所优化

2019年，随着房地产开发项目的增加以及部分股权的划入，公司资产规模扩大。具体来看，2019年，随着在建项目的投资支出，公司货币资金规模进一步下降；截至2019年末，受限货币资金规模为1.49亿元。公司其他应收款主要系应收郑州市财政局的政府折旧基金和白鸽集团有限责任公司的拆迁及往来款，2019年规模有所扩大。公司存货主要系房地产开发成本，2019年，随着东邢花园、刘胡垌安置区和天健湖大数据产业园等项目投资的增加，公司存货规模大幅增长。公司其他流动资产主要系子公司公交公司应收郑州市财政局的弥补亏损额和理财产品，2019年，随着理财产品的售出，公司其他流动资产有所下降。公司可供出售金融资产主要系公司持有的河南省

中豫融资担保有限公司和光大郑州国投新兴产业投资基金合伙企业（有限合伙）等公司的股权，2019年，随着公司新增对部分企业投资，规模有所扩大。公司长期股权投资主要系白鸽磨料磨具有限公司等子公司和联营企业的股权，2019年，规模有所下降。公司固定资产主要系公交车辆等运输设备及房屋建筑物，2019年，受部分项目完工转入、合并子公司及政府划入房产的影响，公司固定资产规模有所增加。

表 6：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	55.69	39.93	31.30
其他应收款	8.75	10.82	16.21
存货	11.07	18.11	33.46
其他流动资产	16.11	24.85	21.22
流动资产	99.77	108.34	108.27
可供出售金融资产	19.15	31.60	31.78
长期股权投资	15.85	18.72	17.35
固定资产	63.90	60.77	70.96
非流动资产	113.20	122.05	143.84
总资产	212.98	230.39	252.11

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年，公司负债规模整体较为稳定，但非流动负债占比上升，截至2019年末，非流动负债占总负债的比重为52.07%，同比增加14.57个百分点。公司流动负债主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债，其中其他应付款主要系应付郑州市财政局和郑州地产集团有限公司等企业的往来款及借款，一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款及长期应付款，2019年，上述负债均有所下降。非流动负债主要长期借款、应付债券和长期应付款构成，其中长期应付款主要系融资租赁款，2019年，随着公司对外融资规模的增加，公司非流动负债整体有所扩大。

债务方面，2019年，由于公司整体对外融资规模扩大，公司债务规模有所增加，但资产负债率及总资本化比率仍处于较低水平，且资产负债率有所下降。债务结构方面，公司债务结构仍以长期债务为主，且长期债务占比有所上升，短期债务压力减小。

表 7：近年来公司主要负债情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
其他应付款	18.41	22.93	20.63
一年内到期的非流动负债	6.40	16.67	9.03
流动负债	51.18	59.39	46.49
长期借款	26.98	11.25	12.52
应付债券	7.20	17.08	26.92
长期应付款	3.48	4.81	8.74
非流动负债	38.34	35.63	50.50
总负债	89.51	95.02	96.99
短期债务	8.32	19.26	15.60
长期债务	37.64	33.49	46.86
总债务	45.96	52.75	62.46
短期债务/总债务	0.18	0.37	0.25
资产负债率	42.03	41.24	38.47
总资产化比率	27.13	28.04	28.71

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，2019 年，受益于股东的支持，公司所有者权益规模扩大，资本实力得到增强。2019 年，股东对公司增资 3.80 亿元，公司实收资本增至 35.10 亿元。同期，公司子公司公交公司收到政府为其购买的公交车辆、子公司河南国创文化有限公司受让郑州市国资委划转的房产土地，公司资本公积增至 100.64 亿元。此外，2019 年，公司未分配利润亦保持一定规模，在一定程度上对资本实力形成补充。

表 8：近年来公司主要权益情况（亿元）

	2017	2018	2019
实收资本	31.30	31.30	35.10
资本公积	84.95	91.63	100.64
未分配利润	3.17	5.36	5.77
少数股东权益	2.02	2.86	9.55
所有者权益	123.46	135.37	155.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

2019 年，公司经营活动现金流呈现净流出状态，较为依赖于筹资活动；公司偿债指标有所弱化，但货币资金对短期债务的覆盖能力仍较强

经营活动现金流方面，2019 年，由于房地产业务及往来款等支出增加，公司经营活动净现金流仍保持净流出状态，且缺口有所扩大。同期，由于公司理财产品回售收到较大规模的投资回款，公司投资活动净现金流由负转正，呈现净流

入状态。2019 年，公司仍保持较大的对外融资规模，筹资活动净现金流仍保持净流入状态。

偿债能力方面，2019 年，由于债务规模及利息支出有所增加、EBITDA 有所下降，公司 EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所弱化。2019 年，由于公司经营活动现金流仍呈现净流出状态，经营活动净现金流均无法覆盖公司债务本息。短期偿债能力方面，2019 年，由于货币资金和短期债务均呈下降趋势，货币资金对短期债务的覆盖能力整体较为稳定，且仍能够覆盖短期债务支出。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	10.28	-4.17	-13.37
投资活动净现金流	-0.10	-17.44	1.73
筹资活动净现金流	18.37	7.36	2.39
总债务/EBITDA	11.66	9.59	13.26
经营活动净现金流/总债务	0.22	-0.08	-0.21
EBITDA 利息覆盖系数	1.55	2.03	0.93
经营活动净现金流利息覆盖系数	4.05	-1.53	-2.65
货币资金/短期债务	6.69	2.07	2.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有一定规模的备用流动性，有利于缓解短期债务压力；公司对外担保虽然规模不大，但已出现逾期，代偿情况需关注

到期债务分布方面，截至 2019 年末，公司总债务为 62.46 亿元，其中 2020 年、2021 年和 2022 年分别到期 10.50 亿元、26.69 亿元和 7.55 亿元。2021 年为公司偿债高峰期，中诚信国际将密切关注其偿债安排。

表 10：公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
到期金额	10.50	26.69	7.55	17.72

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产规模为 21.76 亿元，占总资产的比重为 8.63%，主要系进行抵押融资的存货、固定资产和无形资产。

对外担保方面，截至 2019 年末，公司对外担保余额为 5.96 亿元，占净资产的比重为 3.84%，

担保对象为申万宏源证券有限公司、兰博尔开封科技有限公司（以下简称“兰博尔开封”）、郑州兰博尔科技有限公司（以下简称“郑州兰博尔”）和郑州市自来水投资控股有限公司，其中对兰博尔开封和郑州兰博尔的担保贷款均已逾期。对兰博尔开封的担保方式为土地使用权证抵押，目前正在商讨担保责任承担；对郑州兰博尔的担保方式为保证担保，目前贷款银行暂未要求执行连带保证责任。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持郑州投资控股有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“14 郑州控股债/14 郑投控”的债项信用等级为 **AA**。

表 11：截至 2019 年末公司对外担保情况（亿元）

被担保人	担保金额	企业性质
申万宏源证券有限公司	4.00	国企
郑州市自来水投资控股有限公司	1.61	国企
郑州兰博尔科技有限公司	0.20	国企
兰博尔开封科技有限公司	0.15	国企
合计	5.96	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2019 年末，公司获得银行授信额度共计 75.46 亿元，尚未使用额度 61.19 亿。

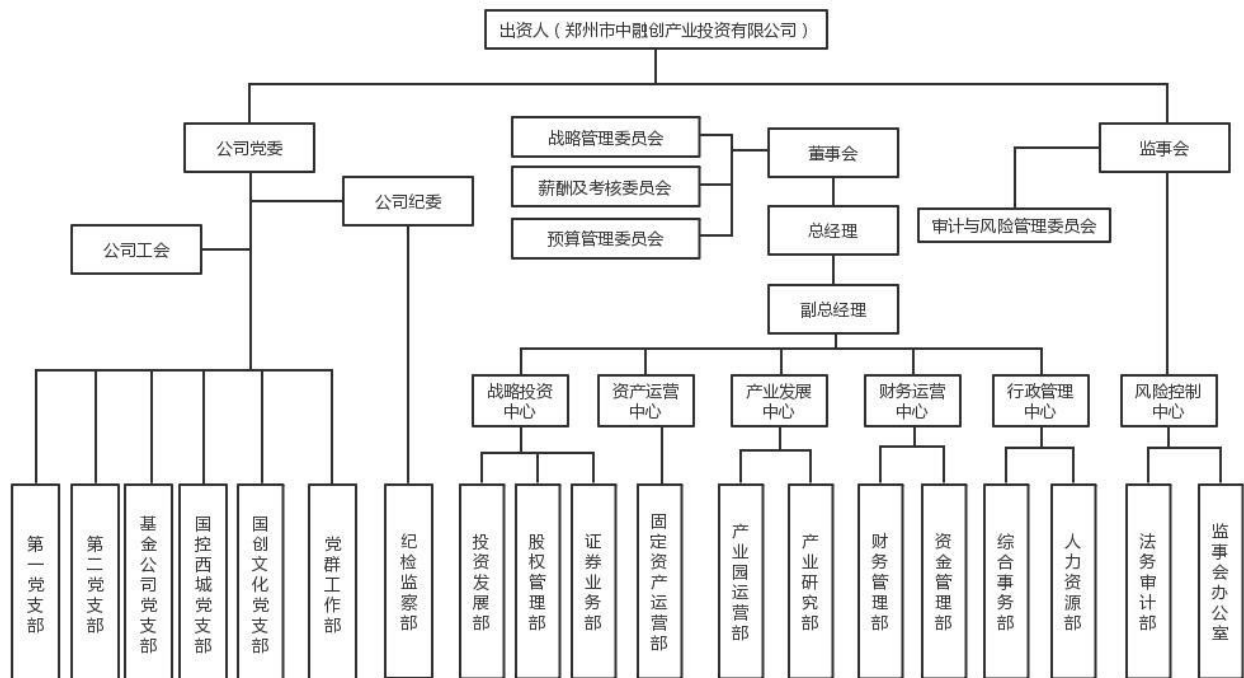
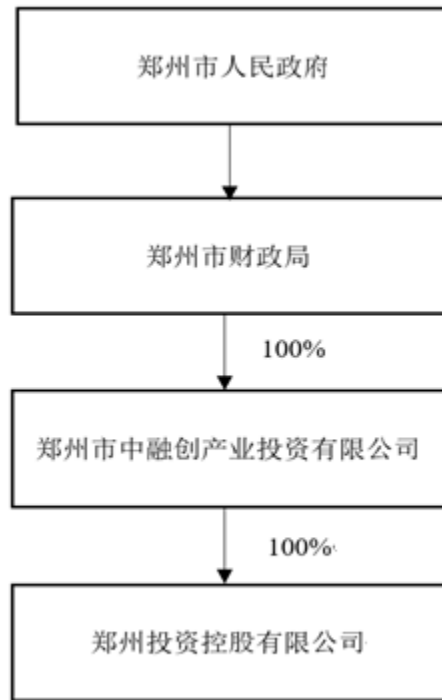
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 06 月 11 日，公司不存在不良或关注类已还清贷款信息，不存在未结清不良信贷信息和欠息记录，未出现逾期未偿还银行贷款的情况。

外部支持

2019 年，公司作为郑州市重要的国有资本运营平台，持续获得股东及政府在资本注入、资产划拨及政府补助等方面的有力支持

公司作为郑州市重要的国有资本运营平台，主要负责国有存量资产处置、公交运营及房地产开发等业务，得到了股东及政府在资本注入、资产划拨及政府补助方面的有力支持。2019 年，股东对公司增资 3.80 亿元，公司实收资本增至 35.10 亿元；同期，郑州市政府为公司子公司购置公交车辆，并将部分房产土地划入公司，公司资本公积进一步扩大。此外，2019 年，公司收到政府补助 22.81 亿元。

附一：郑州投资控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：郑州投资控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	556,881.40	399,276.63	313,020.70
应收账款	36,522.02	36,497.11	54,112.40
其他应收款	87,547.92	108,157.81	162,130.43
存货	110,659.22	181,138.51	334,648.54
长期投资	350,002.71	503,207.41	491,327.18
在建工程	24,866.45	18,710.19	28,874.40
无形资产	406.91	636.50	85,347.04
总资产	2,129,762.45	2,303,912.66	2,521,126.76
其他应付款	184,149.29	229,339.46	206,349.46
短期债务	83,220.00	192,610.34	155,977.15
长期债务	376,365.16	334,877.40	468,575.45
总债务	459,585.16	527,487.74	624,552.60
总负债	895,135.10	950,182.67	969,920.17
费用化利息支出	18,865.71	22,149.63	28,366.58
资本化利息支出	6,522.98	4,985.95	22,165.07
实收资本	313,000.00	313,000.00	351,000.00
少数股东权益	20,240.70	28,628.85	95,493.31
所有者权益合计	1,234,627.36	1,353,729.99	1,551,206.59
营业总收入	169,202.21	193,724.64	166,222.40
经营性业务利润	-6,030.33	29,736.20	2,214.55
投资收益	7,639.69	5,661.36	9,902.24
净利润	-1,421.09	15,331.22	4,284.01
EBIT	23,712.49	43,801.32	35,827.19
EBITDA	39,402.39	55,023.55	47,090.04
销售商品、提供劳务收到的现金	249,795.76	159,863.50	176,379.95
收到其他与经营活动有关的现金	207,044.91	240,067.87	305,978.46
购买商品、接受劳务支付的现金	126,044.72	168,331.13	247,316.01
支付其他与经营活动有关的现金	51,387.15	80,878.72	151,015.18
吸收投资收到的现金	117,000.00	12,916.13	20,268.10
资本支出	51,224.01	91,916.18	110,468.05
经营活动产生现金净流量	102,814.61	-41,650.15	-133,677.23
投资活动产生现金净流量	-1,022.78	-174,387.30	17,337.75
筹资活动产生现金净流量	183,711.15	73,590.00	23,917.99
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	-51.21	-30.20	-67.18
期间费用率(%)	45.08	46.62	65.51
应收类款项/总资产(%)	6.06	6.58	9.04
收现比(X)	1.48	0.83	1.06
总资产收益率(%)	2.23	3.80	1.49
资产负债率(%)	42.03	41.24	38.47
总资本化比率(%)	27.13	28.04	28.71
短期债务/总债务(X)	0.18	0.37	0.25
FFO/总债务(X)	0.05	0.13	0.08
FFO 利息倍数(X)	0.87	2.54	0.99
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	4.05	-1.53	-2.65
总债务/EBITDA(X)	11.66	9.59	13.26
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.29	0.30
货币资金/短期债务(X)	6.69	2.07	2.01
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.55	2.03	0.93

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将“其他应付款”中的有息债务计入短期债务核算、将“长期应付款”中的有息债务计入长期债务核算；3、2017~2019 年财务数据均为各年度审计报告期末数。

附三：基本财务指标的计算公式

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

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

附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。