



# 许昌市投资总公司 2021 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0658 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 14 日

**本次跟踪发行人及评级结果** 许昌市投资集团有限公司 **AA+/稳定**

**本次跟踪债项及评级结果** “21 许投 01” **AA+**

**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。

**评级观点** 本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为许昌市具有良好的区位优势及产业布局，经济财政实力整体保持提升，潜在的支持能力强；许昌市投资集团有限公司（以下简称“许昌投资”或“公司”或“发行人”）系许昌市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，承担许昌市基础设施、保障房项目建设和土地整理的重要任务，同时亦围绕区域重点产业开展投资，对许昌市政府的重要性高，与许昌市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，许昌投资将继续依托较好的外部发展环境、自身重要地位，维持多元化业务稳定发展；同时，需关注代建业务回款滞后且项目投资仍面临较大资本支出压力、超硬材料加工及产品销售、金融及类金融等业务经营情况、短期债务偿付压力大及对子公司管控情况等对其经营和整体信用状况造成的影响。

**评级展望** 中诚信国际认为，许昌市投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

**调级因素** **可能触发评级上调因素：**区域经济实力显著增强，公司地位明显提升，获得优质资产注入，资产质量显著提升，资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。  
**可能触发评级下调因素：**经济财政实力显著下降；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

### 正面

- **较好的外部发展环境。**许昌市具有良好的区位优势及产业布局，2023年以来整体经济财政实力保持提升，可为公司发展提供较好的外部环境。
- **公司地位重要。**作为许昌市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司承担许昌市基础设施、保障房项目建设和土地整理的重要任务，同时亦围绕区域重点产业开展投资，对许昌市政府的重要性高，2023年以来继续收到政府有力的运营补贴支持。
- **财务杠杆水平较低。**2023年以来因合并范围调整，权益规模有所波动，但公司资本实力整体仍保持提升，且财务杠杆水平较低，可为公司后续发展提供一定空间。

### 关注

- **代建业务回款滞后，项目投资仍面临较大资本支出压力。**公司在建及拟建工程项目尚需投资规模较大，加之前期代建业务回款相对滞后，公司未来项目投资仍面临较大的资本支出压力。
- **公司超硬材料加工及产品销售、金融及类金融等业务经营情况值得关注。**公司新纳入合并范围的河南黄河旋风股份有限公司（600172.SH）（以下简称“黄河旋风”）近年来经营情况明显下滑，且2023年存在明显亏损，未来或对公司利润形成侵蚀，同时，公司经营性担保业务代偿率仍较高，且自身对外担保中亦有逾期情况，公司金融及类金融业务经营风险及黄河旋风经营情况均值的关注。
- **短期债务偿付压力大。**截至2024年3月末，公司短期债务占比超过50%，债务期限机构亟待改善；同时公司到期债务中债券占比较高，短期债务偿付压力大，后续偿债资金安排及债务偿还情况值得关注。
- **对子公司管控能力有待加强。**公司子公司存在被纳入被执行人名单及债务舆情的情况，公司对子公司的管控能力有待加强，同时需持续关注相关事项的后续进展情况；同时，公司对黄河旋风完成收购时间尚短，未来对黄河旋风的实际管理情况及其历史遗留问题处置情况有待关注。

项目负责人：周飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：章毅 yzhang.zy@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

## 财务概况

许昌投资（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
资产总计（亿元）	1,086.79	1,065.70	1,012.86	1,079.75
经调整的所有者权益合计（亿元）	517.22	570.91	563.12	587.64
负债合计（亿元）	569.57	494.80	449.74	492.10
总债务（亿元）	286.05	306.67	311.13	349.99
营业总收入（亿元）	62.60	66.40	47.95	7.59
经营性业务利润（亿元）	6.67	6.62	4.21	0.13
净利润（亿元）	3.75	3.60	1.74	0.20
EBITDA（亿元）	14.39	18.37	15.04	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.99	6.03	5.75	0.03
总资本化比率（%）	35.61	34.95	35.59	37.33
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.31	1.24	1.09	--

注：1、中诚信国际根据许昌投资提供的其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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，各期财务数据分别采用了当期期末数；2、中诚信国际债务分析时将长期应付款中带息债务调整至长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

项目	许昌投资	商丘发投	建安投控
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	河南省许昌市	河南省商丘市	安徽省亳州市
GDP（亿元）	3,238.20	3,109.00	2,215.80
一般公共预算收入（亿元）	211.87	200.90	160.04
资产总计（亿元）	1,012.86	1,427.34	1,498.25
经调整的所有者权益合计（亿元）	563.12	534.30	508.05
总资本化比率（%）	35.59	59.14	60.97
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.09	0.60	0.74

中诚信国际认为，许昌市与商丘市、亳州市等的行政地位相当，经济财政实力具有相对优势，整体区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基投主体，业务运营实力相当；公司资产体量相对较小，但权益规模高于比较组，总体资本实力较强，同时，公司财务杠杆相对较低，利息覆盖能力较好，公司与比较组企业整体财务融资能力接近。同时，当地政府的支持能力均强，并对上述公司均具有强或很强的支持意愿。

注：商丘发投系“商丘市发展投资集团有限公司”的简称；建安投控系“建安投资控股集团有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

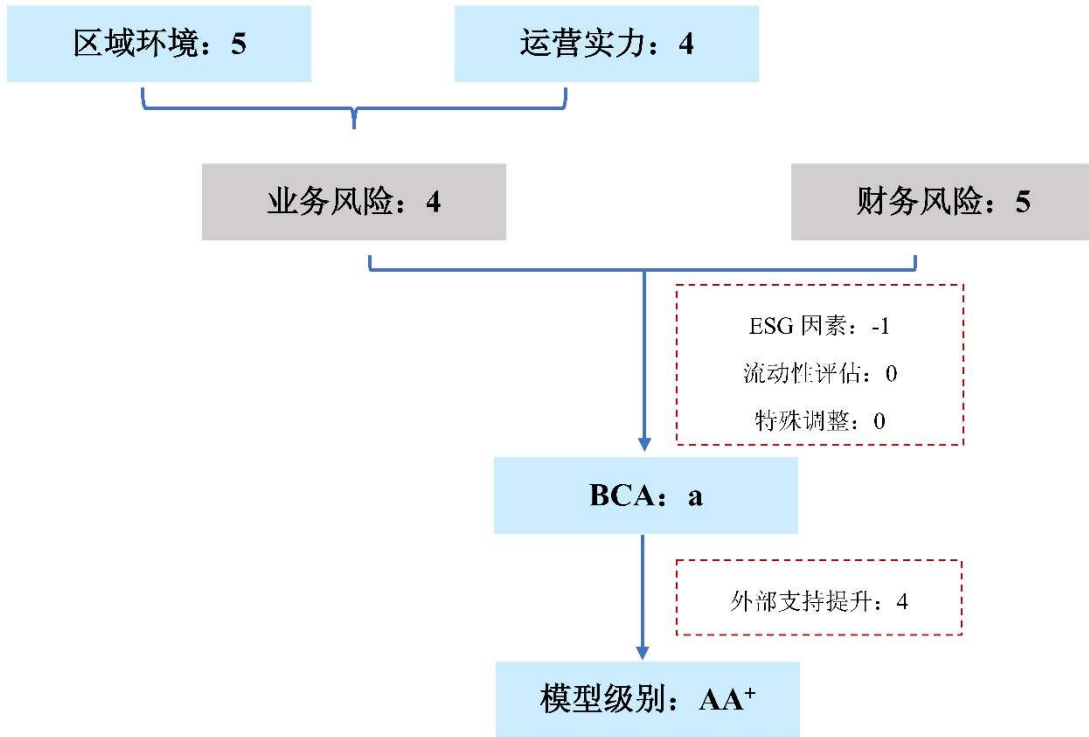
## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 许投 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/06/28 至本 报告出具日	10.00/10.00	2021/12/16~2026/ 12/16	调整票面利率、回售

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
许昌投资	AA <sup>+</sup> /稳定	AA <sup>+</sup> /稳定	2023/06/28 至本报告出具日

● 评级模型

许昌市投资集团有限公司评级模型打分(C220000\_2024\_04\_2024\_01)



注：

**调整项：**公司环境及社会因素表现较好，但公司治理方面存在对下属子公司管控力度弱、风险控制有待完善等问题对公司基础信用评估等级存在一定不利影响。

**外部支持：**中诚信国际认为，许昌市政府有强的支持能力，对公司有强的支持意愿，主要体现在许昌市具有良好的区位优势及产业布局，经济财政实力稳定增长；许昌投资系许昌市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入、运营补贴等方面的大力支持，具备高度的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论：**中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2024\_04

## 宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

2024 年基投行业政策主基调预计将延续且细节将进一步落实，未来地方债务管理措施将更加全面化和系统化。政策将加速驱动基投企业转型，对转型企业自身实力提出更高的要求，转型中的政企关系演化亦有必要动态审视；在政策影响下，基投企业发展或将因资源禀赋和政策差异而加速分化，资源优势突出区域和政策支持领域的基投企业具备更好的转型发展优势，而弱区域短期化债政策的“利好”与长期基本面的“羸弱”之间的冲突仍较为突出，或将面临转型发展资源优势不足和存量债务风险防范化解的双重难题，其信用风险缓释较大程度上依赖于当前化债政策的后续执行力度和持续时间。

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

## 区域环境

中诚信国际认为，许昌市具有良好的区位优势及产业布局，经济财政实力保持提升，潜在的支持能力强；区域内发债主体曾出现非标违约事件，需关注其对整体区域融资环境的影响。

许昌市位于河南省中部，是中原城市群、中原经济区核心城市之一，随着郑许一体化深入推进，许昌从郑州都市圈“南大门”变为“核心区”，具有良好的区位优势。许昌市下辖 2 区 2 市 2 县，截至 2023 年末，全市常住人口 438.30 万人，常住人口城镇化率为 56.12%。许昌市装备制造、食品加工、纺织、能源电力等传统支柱产业基础深厚，同时，发制品、人造金刚石、烟草等特色产业也正在逐步壮大，近年来许昌市着力推进新一代信息技术、新材料、生物医药、智能装备、智能网联及新能源汽车、节能环保等 6 大新兴产业，产业布局渐趋完善。

受益于良好的区位优势及产业布局，许昌市整体经济实力稳居河南省下属地市前列，2023 年许昌市实现地区生产总值（GDP）为 3,238.20 亿元，同比增长 0.9%。产业结构方面，许昌市三次产业结构占比由 2022 年的 5.1:52.0:42.9 调整为 2023 年的 6.7:43.2:50.1，产业结构有所优化，整体仍以二三产业为主。同时，2023 年许昌市固定资产投资较上年增长 6.1%，仍为区域经济增长的重要动力。

表 1：2023 年河南省下属地市经济财政概况

地区	GDP		GDP 增速		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	增速（%）	排名	金额（亿元）	排名
河南省全省	59,132.39	--	4.10	--	5,512.05	--
郑州市	13,617.80	1	7.40	1	1,165.85	1
洛阳市	5,481.60	2	3.50	9	404.30	2
南阳市	4,572.17	3	4.80	4	289.40	3

新乡市	3,347.65	4	1.50	16	241.51	4
周口市	3,332.57	5	4.80	4	202.27	9
<b>许昌市</b>	<b>3,238.20</b>	<b>6</b>	<b>0.90</b>	<b>17</b>	<b>211.87</b>	<b>7</b>
商丘市	3,109.00	7	3.60	8	200.90	10
驻马店市	3,097.16	8	4.50	6	211.29	8
信阳市	2,959.40	9	2.50	14	141.61	13
平顶山市	2,720.07	10	3.20	10	237.13	5
开封市	2,534.19	11	0.90	17	153.90	11
安阳市	2,486.10	12	3.20	10	235.70	6
焦作市	2,233.93	13	3.90	7	143.55	12
濮阳市	1,850.64	14	2.80	13	118.55	16
漯河市	1,763.90	15	5.40	2	136.31	15
三门峡市	1,620.27	16	2.00	15	140.69	14
鹤壁市	1,033.17	17	3.10	12	80.34	17
济源市	788.61	18	5.40	2	60.00	18

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长及渐趋优化的产业结构为许昌市财政实力形成了有力支撑，一般公共预算收入稳步提升，但税收收入占比及财政自给水平仍相对不高；政府性基金收入是许昌市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响，2023 年以来呈继续下滑态势。再融资环境方面，许昌市政府债务规模逐年快速增长，加之综合财力整体变动不大，故债务率水平继续推升，2023 年接近 180%，处于相对较高水平；同时，区域内平台企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，仍有一定量的非标融资，但区域内发债主体曾出现非标违约事件，需关注其对整体区域融资环境的影响。

表 2：近年来许昌市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023	2024.1~3
GDP（亿元）	3,655.40	3,746.80	3,238.20	819.38
GDP 增速（%）	5.50	1.80	0.90	4.90
人均 GDP（万元）	8.34	8.55	7.39	--
固定资产投资增速（%）	7.10	3.80	6.10	13.60
一般公共预算收入（亿元）	189.12	203.86	211.87	53.65
政府性基金收入（亿元）	119.08	82.22	69.32	--
税收收入占比（%）	67.06	66.68	67.13	--
公共财政平衡率（%）	58.06	58.79	60.77	--
地方政府债务余额（亿元）	567.20	677.20	828.30	--
综合财力（亿元）	470.74	457.18	460.73	--
债务率（%）	120.49	148.12	179.78	--

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%；综合财力=一般公共预算收入+政府性基金预算收入+国有资本经营预算收入+上级补助收入；债务率=地方政府债务余额/综合财力。

资料来源：许昌市人民政府官网，中诚信国际整理

## 重大事项

2024 年 1 月 18 日，黄河旋风发布《河南黄河旋风股份有限公司关于控股股东协议转让公司股份完成过户登记暨公司控制权变更的公告》（以下简称“《公告》”），《公告》称黄河旋风于 2024 年 1 月 16 日收到原控股股东河南黄河实业集团股份有限公司（以下简称“黄河集团”）和许昌市国

有产业投资有限公司（以下简称“许昌产投”）的通知，黄河集团以协议转让方式向许昌产投转让其持有的股份 135,000,000 股，占黄河旋风股份总数 9.36%，转让价格为 3.52 元/股，已完成股份转让过户登记手续，并取得了中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》。本次股份转让完成后，许昌产投持有黄河旋风股份 135,000,000 股，占黄河旋风总股本的 9.36%，另许昌市金投开发建设有限公司（以下简称“许昌金投”）持有黄河旋风股份 98,280,298 股，占黄河旋风总股本 6.81%，许昌产投与许昌金投均为公司全资子公司，许昌投资间接持有黄河旋风股份总计 233,280,298 股，占黄河旋风总股本 16.18%。上述股权于 2024 年 1 月 15 日完成过户手续，过户完成后黄河旋控股股东变更为许昌产投，实际控制人变更为许昌市财政局。同时，2024 年 3 月 11 日黄河旋风召开 2024 年第二次临时股东大会，按照控股股东及实际控制人发生变更进行改组董事会，自此，公司将黄河旋风纳入合并范围。

## 运营实力

中诚信国际认为，作为许昌市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，公司继续承担区域内和重要基础设施及保障房和土地整理项目建设，同时还涉及委托贷款、担保、资产租赁、超硬材料加工及产品销售等业务，整体业务竞争力较强；公司在建基础设施及保障房等项目储备充裕。但值得注意的是，公司未来代建及经营性项目尚需投资规模较大，且前期代建业务回款较为滞后，后续项目建设将面临较大资本支出压力；同时，土地整理业务易受市场行情影响；此外，金融及类金融业务整体经营风险、自营项目资金平衡情况以及黄河旋风后续经营情况及对公司整体盈利水平的影响亦需关注。

表 3：2021~2023 年及 2024 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	31.13	49.73	11.14	36.52	55.00	11.44	22.50	46.92	14.01	5.51	72.63	19.49
土地整理	10.11	16.15	25.16	8.21	12.36	26.28	5.42	11.30	12.59	--	--	--
利息收入	2.12	3.38	100.00	5.75	8.66	100.00	6.68	13.93	100.00	1.13	14.94	100.00
房屋销售	11.08	17.71	16.11	8.69	13.09	13.75	7.94	16.57	14.08	--	--	--
商品贸易	1.15	1.84	3.55	3.04	4.58	9.59	0.56	1.17	20.81	--	--	--
租赁业务	2.21	3.53	33.22	1.91	2.87	29.42	1.92	4.01	-7.94	0.38	5.03	27.10
其他	4.80	7.67	69.19	2.28	3.44	19.98	2.92	6.09	13.03	0.56	7.40	23.59
合计	62.60	100.00	22.38	66.40	100.00	21.97	47.95	100.00	24.98	7.59	100.00	32.20

注：加总数与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**工程建设及保障房业务：**公司系许昌市重要的基础设施建设主体，承担许昌市市政道路、棚户区改造及产业园建设等重点工程项目，具体业务主要由子公司许昌市东兴开发建设投资有限公司、许昌新区建设投资有限公司以及许昌市国有产业投资有限公司下属的许昌金襄城乡建设投资有限公司和许昌经高科技发展有限公司（以下分别简称“东兴建投”、“新区建投”、“许昌金襄”、“经高公司”）负责。公司工程建设业务模式主要为委托代建和自营，两种模式下的项目资金均主要由公司自筹，自营项目建成后由公司自持经营或部分出售；委托代建项目则由政府安排财政资金进行回购，回购款项涵盖项目前期费用、工程款项以及适当的投资收益。

基础设施委托开发方面，公司负责工程项目质量、投资、进度控制、项目管理及投融资工作，



根据每年的工程完工进度确认单逐年确认收入并结转成本，项目回款期间和频率因具体项目而异。公司定期与许昌市政府、子公司所属县政府或相应的政府授权单位进行工程结算，按照工程款（含融资成本）的协议约定比例（一般为 10%-20%）或代建协议约定的金额确认代建收入。

2023 年，公司工程建设业务收入受项目结算进度及存量项目储备影响较上年有所下降。截至 2024 年 3 月末，公司基础设施代建项目均已完工，已确认收入约 76 亿元，但实际回款情况较为滞后；同期末，公司暂无拟建基础设施代建项目。

表 4：截至 2024 年 3 月末公司主要已完工尚未完成回款基础设施代建项目情况（亿元）

项目名称	建设主体	总投资	已投资	拟回款	已确认收入	已回款
示范区水系连通项目	新区建投	3.72	2.53	2.91	2.91	2.06
76511 工程	襄城灵武	14.73	14.73	16.64	16.64	6.43
管网项目	黄初公司	40.97	40.97	49.16	44.99	4.49
学院河	新区建投	6.36	6.36	7.38	7.38	1.77
沃特玛	新区建投	5.14	5.14	5.96	--	--
保税区物流园	新区建投	3.48	3.48	4.03	4.03	1.32
合计	--	74.40	73.21	86.08	75.95	16.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司保障性住房项目建设主要采用委托代建协议模式，公司及子公司直接接受许昌市或各级政府的委托，根据许昌市政府年度投资项目计划，对全市范围内保障房业务进行项目建设，与政府相关部门按照单个项目逐笔签订代建协议，待项目竣工结算后由许昌市政府或许昌市政府授权单位进行结算，公司按照项目投资成本的 10%-20%收取代建费收益。同时，许昌金襄通过自有资金进行三里沟安置房项目的建设，土地通过公开“招拍挂”形式取得；安置房建设完成后政府回购用于安置拆迁户，存在部分盈余安置房由襄城县住房保障中心和襄城县茨沟乡人民政府代表县政府统一购买。新区建投通过自筹资金进行大新安置房项目建设，项目建成后按照与许昌中原电气谷高科产业发展有限公司签订资产移交协议逐步移交并确认收入。

受保障性住房项目建设及结算进度影响，2023 年房屋销售收入小幅下滑。截至 2024 年 3 月末，公司保障房项目储备仍较为充裕，但已完工保障房项目回款进度相对滞后，且项目建设资金来源主要为自筹资金，或致使公司存在较大的资本支出压力；同期末，公司拟建保障房项目主要为东兴建投负责的邓庄棚改项目，该项目预计总投资 29.51 亿元，预计建设周期 4 年，目前尚处于前期手续办理阶段。此外，截至 2024 年 3 月末在建可用于销售的保障房项目主要为许昌金襄回民村安置房项目和三里沟安置小区项目。

表 5：截至 2024 年 3 月末公司主要已完工尚未完成回款保障房项目（亿元）

项目名称	建设主体	总投资	已投资	拟回款	已确认收入	已完成回款
魏昌佳苑安置房	新区建投	5.19	5.19	5.93	5.93	--
大新安置房项目	新区建投	6.15	6.15	7.38	7.38	1.48
合计	--	11.34	11.34	13.31	13.31	1.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2024 年 3 月末公司主要在建保障房项目（亿元）

项目名称	建设主体	建设周期	总投资	已投资	拟回款	已确认收入
菅庄社区城中村改造项目二期	东兴建投	2018~2024	29.73	28.01	31.32	--
前王门棚户区改造项目	东兴建投	2018~2024	16.02	14.34	17.12	12.80

目						
长村棚改项目	东兴建投	2021~2026	22.21	6.99	25.10	--
芙蓉佳苑	新区建投	2017~2027	23.87	10.64	27.97	8.56
北许庄（梁庄）社区棚改项目	东兴建投	2021~2026	12.16	3.29	12.81	-
许昌市东城区岗王社区棚户区改造项目	东兴建投	2021~2026	15.41	2.15	16.18	-
回民村安置房项目	许昌金襄	2020~2025	14.00	6.35	16.10	-
三里沟安置小区项目	许昌金襄	2020~2023	13.82	8.68	15.89	3.68
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>147.22</b>	<b>80.45</b>	<b>162.49</b>	<b>25.04</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司亦承接了区域内重要经营性基础设施或产业园项目建设，资金来源基本为自筹资金，其中具体项目除在主城区承接的许昌市中心城区地下停车场项目、中原人工智能计算中心项目等重要项目外，近年来公司亦与下属区县子公司合作承建了新能源充电桩项目襄城县光伏产业园绿色工业园区建设项目、大周临港循环经济产业园一期项目等重要产业项目。截至 2024 年 3 月末，公司自营项目储备充裕，在建及拟建项目尚需投资规模超 230 亿元；但公司自营项目多处于在建阶段，其中部分项目已形成一定收益但整体规模仍较小，且建设资金来源多为自筹资金，后续持续项目投资给公司带来的资本支出压力以及未来项目收益平衡情况均值得关注。

表 7：截至 2024 年 3 月末公司自营模式下主要在建项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资	资金来源	收益实现方式
古城建设	2018~2023	10.00	9.13	自筹资金	商铺租金、广告收入、停车费收入等
园区建设	2016~2023	20.00	3.60	自筹资金	厂房出租
智慧信息产业园	2019~2025	15.00	8.78	自筹资金	出租及申请财政补贴
电子商务创新创业园	2015~2023	14.24	3.81	自筹资金	出租
废水处理工程	2018~2023	4.20	5.95	自筹资金	水费收入
天然气分布式能源站	2018~2023	6.82	4.68	自筹资金	天然气费收入
许昌市中心城区地下停车场项目	2020~2025	11.18	1.50	自筹资金	租赁
中原人工智能计算中心项目	2021~2025	11.59	0.14	自筹资金	租赁收入等
主体管道工程	2017~2024	3.65	3.00	自筹资金	管道使用收费
许昌市老年活动中心	2016~2024	5.00	1.41	自筹资金	商业出租出售
大周临港循环经济产业园一期项目	2022~2024	2.00	1.90	自筹资金	厂房出租
新能源充电桩项目	2022~2025	6.79	1.30	自筹资金	充电桩运营
襄城县光伏产业园绿色工业园区建设项目	2023~2025	4.68	1.21	自筹资金	厂房出租
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>115.15</b>	<b>46.41</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2024 年 3 月末公司自营模式下主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	资金来源	收益来源
职教园区教师小区住宅项目	12.00	自筹资金	定向销售
片区综合开发项目	50.00	自筹资金	土地开发+自营
许昌市财源孵化基地三期厂房	3.00	自筹资金	出租
幸福康泰养老中心	8.00	自筹资金	运营收入
标准化厂房建设	20.00	自筹资金	出租
许昌太阳能光伏产业园项目（超级工厂）	26.33	自筹资金	租售
建安区北方周庄文旅综合开发项目	30.00	自筹资金	房地产销售、景区经营等收入

供热供气项目	14.68	自筹资金	供热收入、天然气 费收入等
<b>合计</b>	<b>164.01</b>	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**土地整理业务：**为更好地进行土地整理项目建设，自 2019 年开始许昌市东城区管委会将部分土地整理业务交予许昌市东瑞园林绿化工程有限公司（以下简称“东瑞园林”）管理，由许昌市东城区管委会授权东瑞园林与东兴建设签订《土地整理项目委托开发协议》，土地开发整理项目完成并验收交付后，由东兴建设向东瑞园林提交项目费用结算申请，东瑞园林收到结算申请文件后 5 个工作日内，向同级财政部门提交项目结算文件，同级财政部门收到结算申请文件后，审核项目成本及利润，东瑞园林再根据政府验收的情况针对每一部分土地进行明细核算确定业务利润，具体收益水平以政府核定数据为准；具体土地整理业务收入不与土地使用权出让金挂钩，在完成收入确认后陆续回款，回款期间一般为 3~5 年。

业务开展方面，受房地产市场调控影响，土地出让市场相对下行，2023 年公司土地整理面积及出让收入均相对下滑。截至 2024 年 3 月末，公司在建土地整理项目尚需投资规模 27.31 亿元；同期末，公司共拥有 95 宗、面积共计 1.81 万亩的土地，均位于许昌市，账面价值合计为 122.75 亿元，主要为政府注入和“招拍挂”取得的土地。从土地规划用途来看，公司绝大部分土地为住宅用地或商用地，未来公司将根据许昌市及县政府规划及自身发展战略对账面土地进行开发。公司土地整理项目建设进度主要根据区域内土地出让情况来定，因此在当前房地产市场整体下行的背景下，公司未来土地整理业务经营仍存在一定不确定性。

表 9：近年来公司土地整理业务情况（亿元、亩）

	2021	2022	2023
土地整理面积	490.45	203.05	136.65
土地开发总成本	7.57	6.04	4.15
土地出让面积	182.46	203.05	195.65
土地开发总收入	10.11	8.21	5.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：2024 年 3 月末公司在建土地整理项目情况（万平方米、亿元）

地块名称	土地用途	面积	整理期间	总投资	已投资
B2-3#（大张金叶）	住宅	16.85	2020~2025	3.70	2.29
B29 号	住宅	10.09	2021~2025	2.93	0.25
B5 号	住宅	10.54	2021~2025	1.70	0.04
125 号地	住宅	6.21	2021~2025	0.71	0.62
27 号地	住宅	9.32	2021~2025	10.29	0.57
111 号、114 号	住宅	20.15	2021~2025	0.63	0.19
D32	住宅	11.80	2021~2025	1.44	0.57
D5#（于庄）	住宅	21.47	2021~2025	1.05	0.53
116 号、117 号	工业	24.66	2021~2025	1.02	0.50
B22#（竹林路小学）	教育	2.70	2022~2026	1.50	0.25
再生水	工业	2.98	2022~2026	0.45	0.18
25#	医疗	2.50	2022~2026	0.43	0.23
93#	住宅	15.31	2022~2026	3.36	0.06
94#	住宅	18.30	2022~2026	4.01	0.13
许东新城	住宅	5.79	2022~2026	0.87	0.37

忠武路	住宅	6.58	2022~2026	0.99	0.36
合计	--	178.67	--	34.09	6.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**金融及类金融业务：**为支持许昌市重点企业的经营发展，公司使用自有资金通过委托贷款的形式为许昌市区或市域内重点企业提供资金支持，具体业务仍由公司本部及子公司许昌市兴昌资产经营有限责任公司（以下简称“兴昌资产”）负责，兴昌资产对外提供担保要求被担保对象提供全额反担保措施，一般为土地、房屋和在建工程等资产。公司委托贷款以短期贷款为主，2023 年，公司发放贷款笔数明显增长，但整体发放贷款金额较上年基本平稳，随着存量委托贷款业务规模的扩大，公司当期利息收入相对有所增长。

表 11：近年来公司委托贷款业务情况

项目	2021	2022	2023
发放贷款笔数（笔）	21	52	78
发放贷款金额（亿元）	25.24	61.40	59.89
平均贷款利率（%）	8.96	9.02	9.00
期末贷款余额（亿元）	23.71	57.46	68.74
违约率（%）	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司亦开展担保业务，仍由许昌金投子公司许昌市财信融资担保有限公司（以下简称“财信担保”）负责，业务范围涵盖贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保、诉讼保全担保，履约担保等。公司担保业务均设置反担保措施，公司提供的担保金额不超过被担保人提供的实物资产 50% 的价值。若被担保企业违约，则由公司进行代偿，并对代偿金额按照银行贷款利率计算孳息，并计入应收代偿款；待处理抵质押资产后，对应收代偿款进行冲抵，剩余部分转入被担保企业。

财信担保作为早年承接政府职能的担保公司，为支持许昌地区民营经济发展，为当地民营企业提供担保，后到受宏观环境因素影响，形成很多不良借款。2018 年开始基本暂停新业务的开展，对不良借款全面代偿清收。截至 2024 年 3 月末，在保责任余额 0.08 亿元，较 2022 年末明显较少。截至 2024 年 3 月末，累计担保代偿额为 2.60 亿元，尚未追回余额为 2.15 亿元，需关注未来代偿资金追回情况。

表 12：近年来公司担保业务经营情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
当期安全解除担保责任金额	0.26	0.20	0.29
当代偿金额	0.30	0.08	0.09
在保责任余额	0.37	0.30	0.08
累计担保代偿率	58.62	28.26	28.75

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**超硬材料加工及销售：**超硬材料加工及销售业务运营主体为许昌产投下属子公司黄河旋风。根据《河南省加快材料产业优势再造换道领跑行动计划（2022—2025 年）》《许昌市十大产业集群培育计划》、《许昌市加快构建现代化产业体系着力培育重点产业链工作推进方案（2023—2025 年）》等文件要求，许昌市近年来积极打造超硬材料产业集群。黄河旋风系国内超硬材料行业第一家上市的民营企业，主要产品有工业金刚石、培育钻石、超硬复合材料、超硬材料制品、金刚石合成原辅材料和高温高压合成装备等六大类。黄河旋风已成为全球唯一可以

同时在全产业链上进行规模化生产的企业。因此，为推动区域超硬材料产业发展，公司增加对区域内重点“链主”企业投资并将其纳入合并范围。

截至 2024 年 3 月末，黄河旋风总资产 89.31 亿元，净资产 23.88 亿元，资产负债率为 73.27%。2021~2023 年及 2024 年 1~3 月，黄河旋风分别实现营业收入 26.52 亿元、24.10 亿元、15.75 亿元和 3.28 亿元；同期分别实现净利润 0.43 亿元、0.31 亿元、-7.98 亿元和 -1.06 亿元。近年来受培育钻石价格下跌、国际经济贸易形势严峻等市场环境的复杂性和不确定性等因素综合影响，黄河旋风整体经营情况明显下行，加之 2023 年计提了较大规模的减值损失，在当前黄河旋风主营业务所处市场环境仍未明显恢复的背景下，其业务明显亏损或对公司整体利润形成较大侵蚀。

黄河旋风主要经营的产品涵盖超硬材料及制品，超硬复合材料及制品等，主要包括工业金刚石、培育钻石、砂轮、刀具、钻头、锯片等，主要应用于金刚石工具制造、珠宝首饰、陶瓷加工、勘探开采、建筑建材加工、机械加工、光学玻璃和宝石加工、电子电器制造、汽车零部件制造等领域。其中，培育钻石除了目前在消费饰品领域的应用外，未来在芯片、微电子、量子、光学、超精密加工及高端医疗等众多高新技术领域有着更深更广的应用。2023 年以来，黄河旋风超硬材料及培育钻石产能有所提升，实际产量亦有所增长。

表 13：近年来黄河旋风产能及产量情况

	2022	2023
<b>产能</b>		
超硬材料（亿克拉/年）	23.15	32.10
培育钻石（万克拉/年）	135.00	220.00
超硬复合材料（万粒/年）	1,200.00	1,200.00
金属粉末（万吨/年）	0.55	0.60
超硬刀具（万片/年）	13.26	13.01
<b>产量</b>		
超硬材料（亿克拉）	21.99	32.34
培育钻石（万克拉）	124.32	206.90
超硬复合材料（万粒）	395.33	510.83
金属粉末（万吨）	0.32	0.40
超硬刀具（万片）	11.63	11.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

黄河旋风产品加工生产主要原材料包括石墨、叶腊石、电解铜、电解镍等，多为大宗产品，整体供应稳定，但采购价格会因行业环境有所波动。黄河旋风采购部门按各事业部的生产计划进行采购，并会提前进行原材料储备避免出现短期紧缺情况。产品销售方面，可采用直销、中间商销售等方式，其中单体业务体量比较大的客户一般采用直销方式，业务量较小的客户一般采用中间商销售方式；工业金刚石传统销售客户为超硬材料下游工具厂商，近年来随着光伏等终端产品需求上升，微粉、线锯等产品需求逐渐增长；培育钻石主要销售给了国际贸易商，其他产品多是以订单方式进行直销。一般情况下，黄河旋风培育钻石以预收款方式为主，工业金刚石账期一般为 3~6 个月，其他产品账期最长不超过 1 年，同时实际账期亦会根据市场、营商环境等情况来定；结算方式多以现金结算为主，部分通过银行承兑汇票。

黄河旋风上游供应商相对分散，不存在向单个供应商的采购比例超过采购总额的 50%或严重依赖于少数供应商的情况，同时公司客户结构亦较为分散，不存在向单个客户的销售比例超过主营业务收入 50%或严重依赖于少数客户的情况。2023 年以来黄河旋风主要销售的培育钻石产品价

格下行明显，故致使整体经营情况明显下滑。

表 14：近年来黄河旋风原材料采购情况

	2022	2023
<b>采购量（万千克）</b>		
石墨粉	222.80	237.84
金属粉	81.20	164.60
叶腊石	898.10	1,246.10
顶锤	9.62	12.18
<b>采购单价（元/千克）</b>		
石墨粉	29.99	25.29
金属粉	69.57	67.14
叶腊石	4.50	5.00
顶锤	387.16	349.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 15：2023 年黄河旋风供应商前五大情况（亿元、%）

主要供应商	采购金额	占比
广州汇捷供应链管理有限公司	1.80	6.18
许昌数科供应链管理服务有限公司	1.20	4.11
上海川能投珂弘实业有限公司	0.75	2.57
安庆同心力科技发展有限公司	0.73	2.50
建发（武汉）有限公司	0.66	2.26
<b>合计</b>	<b>5.14</b>	<b>17.62</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 16：近年来黄河旋风产品销售情况

	2022	2023
<b>销售价格</b>		
超硬材料（元/克拉）	0.33	0.28
培育钻石（元/克拉）	574.49	151.96
超硬复合材料（元/粒）	14.14	15.72
金属粉末（万元/吨）	3.75	3.50
超硬刀具（元/片）	138.18	125.15
<b>销量</b>		
超硬材料（亿克拉）	21.66	29.23
培育钻石（万克拉）	119.61	203.34
超硬复合材料（万粒）	430.78	460.33
金属粉末（万吨）	0.43	0.51
超硬刀具（万片）	13.14	13.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 17：2023 年黄河旋风客户前五大情况（亿元、%）

主要销售客户	销售金额	占比
盈润金属材料（浙江）有限公司	1.37	8.70
铜星实业（浙江）有限公司	0.82	5.19
济源市捷顺实业有限公司	0.78	4.93
河南中金联合材料有限公司	0.71	4.51
惠丰钻石股份有限公司	0.57	3.62
<b>合计</b>	<b>4.25</b>	<b>26.95</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**其他业务：**公司贸易业务主要根据子公司需要进行开展，主要采取“以销定采”的模式，即公司拿到产品订单，确定产品的类别与数量，同时根据客户订单与上游供应商进行磋商，确定相应的采购价格、供货时间，业务收益来源于上下游差价。2023 年，公司贸易收入主要来自许昌市黄初产业开发有限公司（以下简称“黄初公司”）开展的皮棉、建材贸易业务，受部分商品调整为净额法核算影响，公司 2023 年贸易业务收入明显下降。

租赁业务方面，公司本部可供租赁资产主要包括创业服务中心、财源孵化基地及智慧信息产业园等自建物业，截至 2024 年 3 月末，可供出租面积为 36.87 万平方米，出租率仍为 100.00%。2023 年，上述资产实现租赁收入为 1.92 亿元，较上年基本平稳，但因资产折旧金额增加，毛利率水平明显下降。

表 18：近年来公司主要物业出租情况（万平方米、元/平方米/月）

项目	可出租面积	已出租面积	平均租金
创业服务中心	10.46	10.46	39.04
智慧信息产业园	4.36	4.36	49.69
财源孵化基地	10.05	10.05	40.63
科普教育基地	3.21	3.21	28.55
东兴安置小区门面房	4.29	4.29	54.39
许东大剧院	4.50	4.50	51.82
合计	36.87	36.87	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来随着公司合并范围调整，资产和权益规模整体呈波动增长态势，整体资本实力略有提升，财务杠杆仍处于较低水平；但公司应收类款项及存货占总资产比重仍较高，整体资产质量较弱，同时公司债务规模亦继续增长，短期债务占比高，债务期限结构亟待改善；受利润规模相对减少影响，EBITDA 对利息支出的保障能力有所下滑但仍能实现有效覆盖。

### 资本实力与结构

公司系许昌市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，跟踪期内，受合并范围有所调整影响，公司总资产规模有所波动，其中，2023 年末，因鄢陵县政通投资集团有限公司划出合并范围以及许昌建安投资集团有限公司部分股权划出，资产规模相对减少，2024 年 3 月末因公司将黄河旋风纳入合并范围，资产规模相对增长。

公司资产仍主要由基础设施及保障房建设、土地整理、金融及类金融等主营业务形成，2023 年以来受合并范围调整影响，公司流动资产占总资产的比重相对有所下降，但整体仍呈现以流动资产为主的资产结构。具体来看，存货是公司资产的重要构成，2023 年以来随着鄢陵政通出表，整体规模小幅减少，但存货占总资产的比重仍超过 30%，其主要为公司基础设施及保障房建设业务和土地整理业务形成的项目开发成本以及相关土地使用权；截至 2024 年 3 月末，公司存货中工程施工成本、土地使用权及库存商品分别为 149.00 亿元、116.87 亿元和 56.63 亿元。同时，受基础设施及保障房建设、土地整理业务模式影响，近年来公司形成较大规模的应收类款项，截至 2024 年 3 月末，应收类款项占公司总资产的比重为 27.06%，随着鄢陵政通的划出，应收类款项占比略有下降，但整体仍对公司资金形成较大占用，后续款项回收情况值得关注。公司应收类款项主要由应收账款和其他应收款构成，应收账款主要为基础设施及保障房代建款项及土地整理应收款项等，2023 年以来随着项目完工结算，整体规模有所增长，截至 2024 年 3 月末主要应收对象为许昌中原电气谷高科产业发展有限公司（41.85 亿元）、东瑞园林（11.34 亿元）和许昌市东城区财政局（10.98 亿元）等；其他应收款主要系公司与区域内各政府部门及相关单位往来款，2023 年以来随着鄢陵政通出表，整体规模有所减少，截至 2024 年 3 月末主要应

收主体为许昌市财政局（21.97 亿元）、襄城县紫云建设投资有限公司（14.67 亿元）和东瑞园林（11.38 亿元）等。其他流动资产主要为公司委托贷款业务形成的对外贷款，2023 年以来随着公司委托贷款业务规模逐渐扩大，其他流动资产规模相对有所增长。长期股权投资主要为公司对许昌建安等区域内国有企业以及围绕区域产业相关企业的股权投资，2023 年末明显减少主要系公司将许昌建安 27%股权无偿划转至许昌市资产管理有限公司。同时，2023 年以来固定资产及在建工程均因合并范围调整而明显波动。2023 年末其他非流动资产明显增长，主要系对黄河旋风股权收购款项增加，同时新增部分房产及土地资产所致。整体来看，公司资产中存货和应收类款项占比较高，该部分资产变现需要一定时间周期，资产流动性较弱；同时，尽管公司通过资产租赁形成一定收益，但整体资产收益性仍相对较弱。

2023 年以来因公司先后划出鄢陵政通及许昌建安股权，后又将黄河旋风纳入合并范围，致使经调整的所有者权益<sup>1</sup>有所波动，但整体仍维持增长态势。公司总负债主要由有息债务及非带息应付类款项构成，2023 年以来随着鄢陵政通的划出以及黄河旋风的划入，总负债规模有所波动；其中应付账款随着鄢陵政通的划出，整体规模明显下降，其他应付款主要为公司主营业务开展形成的往来款，2023 年以来随着项目陆续结算，款项规模有所下降。2023 年以来，随着公司基础设施及保障房建设和土地整理业务继续推进，公司总债务规模继续保持增长态势，其中 2024 年 3 月末由于黄河旋风纳入合并范围，公司债务规模明显增长；公司债务以银行借款和债券为主，同时有一定规模非标融资，债务类型及渠道较多元。但从债务结构来看，受债务集中到期影响，公司短期债务占比高，截至 2024 年 3 月末，公司短期债务占比为 51.43%，且到期债务中债券占比高，债务期限结构亟待改善，同时后续公司到期债务偿债安排亦值得关注。因公司所有者权益规模整体有所增长，负债规模相对稳定，故资产负债率略有下降，但因黄河旋风纳入合并范围后债务规模有所增长，致使总资产化比率有所推升，截至 2024 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 45.58%和 37.33%，均处于较低水平。

表 19：近年来公司资本实力与结构相关科目及指标情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	89.44	25.06	29.32	21.26
应收账款	96.88	111.64	117.45	125.67
其他应收款	149.14	197.68	154.45	156.24
存货	346.00	356.85	326.47	325.57
其他流动资产	39.34	42.27	51.18	57.86
长期股权投资	51.74	75.03	61.76	67.93
投资性房地产	25.45	31.44	45.02	46.63
固定资产	21.83	25.83	19.90	70.76
在建工程	46.92	49.43	28.41	30.33
无形资产	17.31	33.88	35.13	40.90
其他非流动资产	28.14	45.95	88.70	80.41
资产总计	1,086.79	1,065.70	1,012.86	1,079.75
流动资产占比	69.87	72.83	69.87	66.40
经调整的所有者权益合计	517.22	570.91	563.12	587.64
总债务	286.05	306.67	311.13	349.99
短期债务占比	31.31	40.07	44.92	51.43
资产负债率	52.41	46.43	44.40	45.58
总资本化比率	35.61	34.95	35.59	37.33

<sup>1</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项为 0。



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 20：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元、%）

	成本	金额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
银行借款	5.24	120.82	66.37	21.54	5.84	27.06
债券融资	4.58	178.78	99.07	73.66	6.05	0.00
非标融资	6.75	43.12	7.28	11.37	3.18	21.29
其他	--	7.27	7.27	0.00	0.00	0.00
<b>合计</b>	<b>4.98</b>	<b>349.99</b>	<b>179.99</b>	<b>106.57</b>	<b>15.07</b>	<b>48.35</b>

注：其他为应付票据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 现金流及偿债能力

2023 年以来受鄢陵政通划出以及基础设施及保障房项目建设进度的影响，公司营业收入规模相对有所下滑，但受益于当期主营业务回款明显好转，公司收现比水平明显提高，经营获现能力相对好转。但因 2023 年公司对外资金拆出规模有所扩大，当期经营活动现金流仍维持小额净流入状态。投资活动方面，2023 年公司继续保持一定规模自营项目及股权对外投资，但因支付其他与投资活动有关的现金减少，当期投资活动资金缺口明显收窄。但整体来看，公司整体经营现金收支平衡仍对筹资活动存在一定依赖，2023 年公司在维持外部融资力度的同时，偿付债务支出的现金规模相对有所减少，故当期筹资活动现金流量净额由负转正，亦使得公司整体净现金流由负转正，但公司整体现金流平衡情况仍需关注。

公司 EBITDA 主要由费用化利息支出及利润总额构成，2023 年以来因基础设施及代建业务收入规模相对减少，整体利润总额相对收窄，故 EBITDA 及其对利息支出的保障能力均有所下降但仍可实现有效覆盖。同时，因经营活动现金净流入规模仍较小，其对利息支出的保障能力仍较弱。

截至 2024 年 3 月末，公司可动用账面资金为 17.29 亿元，同时，公司银行授信总额为 348.58 亿元，尚未使用授信额度为 139.66 亿元，备用流动性较为充足，可满足公司日常业务经营及项目投资，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手尚未发行的债券批文 76.30 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 21：近年来公司现金流及偿债能力相关科目及指标情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
经营活动产生的现金流量净额	2.99	6.03	5.75	0.03
投资活动产生的现金流量净额	-25.23	-35.36	-10.09	-4.49
筹资活动产生的现金流量净额	32.61	-1.34	14.30	-3.04
现金及现金等价物净增加额	10.37	-30.66	9.95	-7.50
收现比	0.80	0.91	1.21	1.19
EBITDA	14.39	18.37	15.04	--
EBITDA 利息保障倍数	1.31	1.24	1.09	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	0.27	0.41	0.42	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 其他事项

受限情况方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产为 94.51 亿元，主要为因借款质押而受限的应

收账款、无形资产和固定资产，占当期末总资产的 8.75%，仍存在一定的抵质押融资空间。

表 22：截至 2024 年 3 月末公司受限资产明细（亿元）

类型	金额	受限原因
货币资金	3.97	质押贷款、担保及银行承兑汇票保证金、冻结、账户封存等
应收账款	29.60	借款质押
无形资产	21.73	借款质押
固定资产	39.21	借款质押
合计	94.51	--

或有负债方面，截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 54.44 亿元，占当期末公司净资产的比例为 9.26%；其中，被担保对象为民营企业的担保金额为 2.36 亿元，其中为阳光旭昇电缆有限公司的担保已存在逾期，且多个被担保对象被纳入被执行人或失信被执行人名单。其中，旭昇电缆正在进行破产清算，截至目前尚无实际进展工作；针对该笔逾期担保借款，2020 年 10 月，债权人中国东方资产管理（股份）有限公司（以下简称“东方资产河南分公司”）对公司提起诉讼，要求公司进行代偿，在 2021 年 4 月被河南省许昌市中级人民法院驳回后，于 2021 年 5 月再次上诉，2022 年 2 月判决驳回上诉，维持原判，目前东方资产河南分公司正在申请对阳光旭昇公司抵押物进行冻结执行。根据公司反馈，上述借款均有反担保措施，中诚信国际将持续关注公司对外担保逾期及代偿情况。

表 23：截至 2024 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	国都融资租赁（海南）有限公司	国企	4,050.00
2	河南硅都新材料科技有限公司	国企	34,761.73
3	河南平煤神马首山热能有限公司	国企	21,800.00
1	河南省实验高级中学	事业单位	2,850.00
2	河南许钻科技有限公司	国企	19,661.00
3	襄城县安襄商贸有限公司	国企	500.00
4	襄城县三山实业有限公司	国企	13,000.00
5	襄城县烟城建设投资有限公司	国企	35,500.00
6	襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	13,300.00
7	襄城县紫云建设投资有限公司	国企	34,000.00
8	许昌东建实业有限公司	国企	8,333.36
9	许昌富森生物科技股份有限公司	民企	15,603.56
10	许昌经创科技发展有限公司	国企	3,260.10
11	许昌市东泰建设工程有限公司	国企	68,274.99
12	许昌市建设投资有限责任公司	国企	64,274.00
13	许昌市新财建设有限公司	国企	46,492.51
14	许昌市新寓房屋租赁有限公司	国企	12,900.00
15	许昌市资产管理有限公司	国企	77,040.00
16	许昌西讯管理有限公司	国企	13,188.53
17	许昌新英教育咨询有限公司	国企	33,638.57
18	许昌兴安城市投资开发有限公司	国企	14,000.00
19	阳光旭昇电缆有限公司	民企	8,000.00
--	合计	--	544,428.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**未决诉讼：**2018 年 10 月 31 日，中原大禹资本控股有限公司（以下简称“大禹资本”）与鄢陵县国有资产监督管理委员会（以下简称“鄢陵国资委”）签订《股权转让协议》，约定将大禹资本持有的鄢陵县政通投资集团有限公司（以下简称“鄢陵政通”）51%股权转让给鄢陵国资委，转让价款分三年付清；2019 年 7 月 10 日，鄢陵国资委将其持有的鄢陵政通 51%的股份无偿划转至公司；2019 年 12 月 27 日，公司与大禹资本签订《股权质押合同》，约定将公司持有的鄢陵政通 31.76%的股权质押给大禹资本，作为对大禹资本对鄢陵县国资委债权的担保；因鄢陵国资委未按照约定支付股权转让款，大禹资本在 2021 年 2 月 4 日向河南省郑州市中级人民法院（以下简称“郑州中院”）提起诉讼，2021 年 5 月 8 日，河南省郑州市中级人民法院出具了（2021）豫 01 执 892 号执行文件，被执行人为鄢陵县政通投资集团有限公司、鄢陵县国有资产监督管理委员会、公司，执行标的为 406,363,008.00 元。2021 年 6 月 11 日，郑州中院对许昌投资、鄢陵国资委及鄢陵政通出具（2021）豫 01 执 892 号执行通知书，作出结案通知：鄢陵县国资委及鄢陵政通公司按照《执行阶段还款协议书》的条款约定履行还款义务。按照《执行阶段还款协议书》约定，鄢陵政通第一阶段支付大禹资本 10,000 万元本金和固定收益，第二阶支付 10,691.42 万元本金和固定收益，还款义务全部完成；目前剩余股权转让价款 24,504 万元。但鄢陵政通未能按时支付款项，2023 年 6 月 30 日郑州中院出具（2023）豫 01 执恢 332 号执行书恢复执行，鄢陵政通、鄢陵国资委及公司成为被执行人；公司自 2023 年 7 月 2 日起已协助鄢陵政通与大禹资本就剩余债务偿还进行商议并签订和解协议，预计 2024 年 6 月底结清款项，目前公司已移出被执行人名单，中诚信国际将对上述事项进展保持持续关注。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业征信报告》，截至 2024 年 5 月，公司存在一笔未结清的不良类其他借贷交易，余额为 192.24 万元。根据公司提供的说明，该笔不良类其他借贷交易为公司对旭昇电缆 2,000.00 万元流动资金贷款提供担保形成。截至目前，该笔担保借款已全部处理完毕，但因银行内部系统问题导致征信报告上显示为不良类其他借贷交易。除此之外，公司本部不存在其他已结清和未结清不良信贷记录。根据上海票据交易所披露信息，公司下属子公司东兴建投存在非标舆情，同时东兴建投及黄河旋风亦存在票据逾期情况，截至 2024 年 5 月末，东兴建投累计逾期 2,160.01 万元，当期末承兑逾期余额 60.01 万元；同期末，黄河旋风累计逾期 5.71 亿元，当期末承兑逾期余额 1.84 亿元。

## 调整项

中诚信国际通常从 ESG 等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为公司 ESG 部分负面因素对公司基础信用评估等级存在一定不利影响。

## ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，公司环境及社会因素表现较好，但公司治理方面存在对下属子公司管控力度弱、风险控制有待完善等问题对公司基础信用评估等级存在一定不利影响。**

环境方面，公司业务主要涉及基础设施及保障房建设、超硬材料加工等，对环境的影响较小，且公司作为地方国有企业在环境保护等方面要求相对严格。

<sup>2</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

社会方面，公司系区域内重要的平台企业，其基础设施及保障房项目建设有利于促进区域经济发展和民生稳定，整体具有一定社会积极效应。

治理方面，公司战略规划清晰，在承担区域重要基础设施及保障房建设重任的同时，还负责区域产业投资、类金融业务运营，业务布局相对完善。但近年来公司先后并入多个区县子公司，公司对下属区县子公司管控力度较弱，且多个区县子公司持续存在舆情；同时，公司将区域内上市公司黄河旋风纳入合并范围，后续对黄河旋风的管理情况以及前期存在的问题解决情况均有待关注；此外，公司还存在因信息披露问题被相关监管机构通报的情况。总体来看，公司风险控制及内部管理等机制均有待完善，且后续下属子公司存在的或有事项以及债务风险问题均有待关注。

## 外部支持

受益于良好的区位优势和产业布局，许昌市整体经济财政实力稳定增长，2023 年区域经济实力同比增长，财政实力稳步提升。但受区域政府债务规模逐年扩大影响，2023 年区域债务率水平进一步推升，且已处于相对较高水平，区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，亦有一定规模非标融资，区域内发债主体曾出现非标违约事件，需对此保持关注。公司系许昌市重要的基础设施建设及国有资本运营主体，承担区域内重要基础设施及保障房项目建设，并围绕区域内重点产业开展投资运营工作，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，且公司是区域内规模最大的平台企业，区域重要性高。公司由许昌市财政局直接控股，根据市政府意图承担重大项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性；同时，公司作为区域内规模最大的平台企业，其信用状况与区域融资环境关系紧密。公司在获得运营补贴、项目建设支持等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。2023 年公司收到 6.68 亿元政府补贴计入“其他收益”，收到 0.11 亿元政府补助计入“营业外收入”；除直接的资金支持外，公司作为区域内重要的平台企业，在重要项目承接方面亦可收到许昌市政府有力支持。

综上，跟踪期内许昌市政府具备强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

## 跟踪债券信用分析

“21 许投 01”发行总额为 10 亿元，用于偿还公司有息负债和补充公司的营运资金。截至本报告出具日，“21 许投 01”资金已使用完毕。

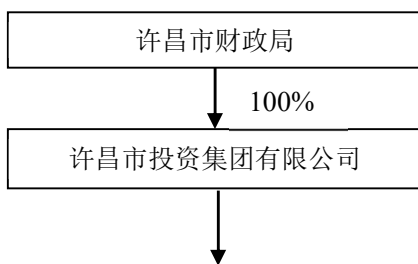
“21 许投 01”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模不断扩大，且短期债务占比高，但考虑到公司外部支持有力，储备债券批文额度充裕，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟踪债券信用风险很低。

## 评级结论

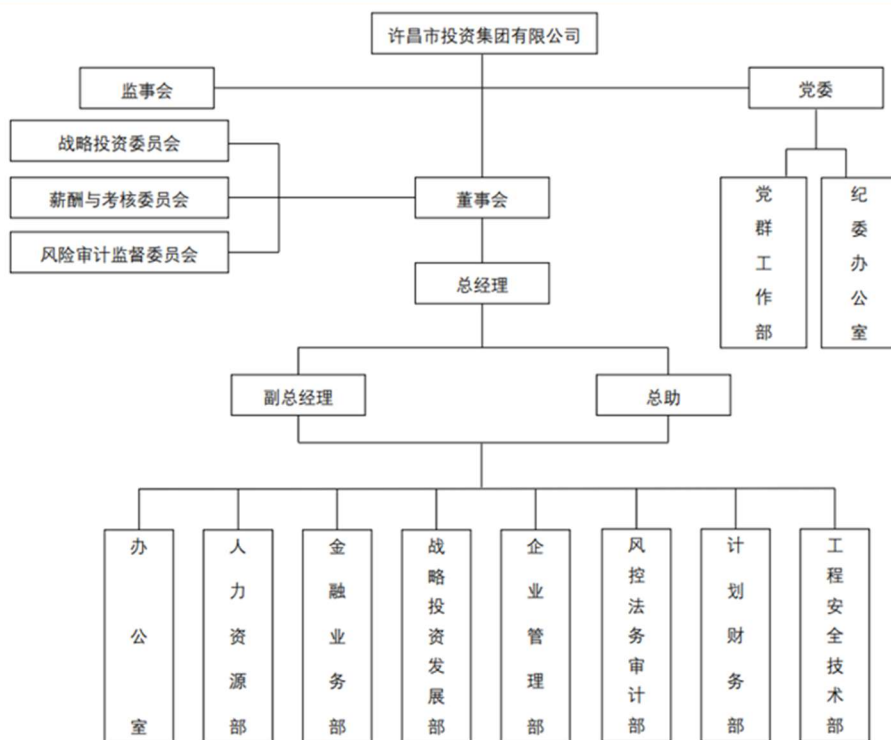
综上所述，中诚信国际维持许昌市投资集团有限公司主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维

持“21 许投 01”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

### 附一：许昌市投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



序号	主要子公司名称	注册资本（亿元）	持股比例（%）
1	许昌市国有产业投资有限公司	20.00	100.00
2	许昌市东兴开发建设投资有限公司	0.50	80.00
3	许昌市市投城市发展集团有限公司	3.60	100.00
4	许昌新区建设投资有限公司	6.87	51.00
5	许昌市金投控股集团有限公司	13.00	100.00



资料来源：公司提供

## 附二：许昌市投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	894,380.55	250,639.05	293,179.91	212,630.22
非受限货币资金	810,683.37	188,071.71	287,606.30	172,923.86
应收账款	968,798.47	1,116,420.94	1,174,544.76	1,256,653.67
其他应收款	1,491,352.51	1,976,845.00	1,544,494.43	1,562,433.77
存货	3,460,032.59	3,568,518.34	3,264,652.40	3,255,661.78
长期投资	1,066,764.14	898,900.53	746,665.48	799,979.85
在建工程	469,162.99	494,344.56	284,108.34	303,324.85
无形资产	173,096.98	338,762.11	351,284.58	409,012.44
资产总计	10,867,924.61	10,657,036.69	10,128,649.72	10,797,451.70
其他应付款	639,827.28	740,088.80	632,497.77	596,615.61
短期债务	895,651.73	1,228,854.56	1,397,765.65	1,799,897.69
长期债务	1,964,822.49	1,837,846.30	1,713,579.08	1,699,982.90
总债务	2,860,474.23	3,066,700.86	3,111,344.73	3,499,880.59
负债合计	5,695,736.87	4,947,960.91	4,497,404.47	4,921,045.68
利息支出	110,012.30	148,081.64	137,945.35	--
经调整的所有者权益合计	5,172,187.74	5,709,075.78	5,631,245.25	5,876,406.02
营业总收入	625,977.31	664,000.44	479,483.64	75,922.95
经营性业务利润	66,671.15	66,247.12	42,079.02	1,303.94
其他收益	52,006.57	67,757.75	66,803.05	0.00
投资收益	8,259.28	11,430.05	10,374.10	518.70
营业外收入	7,278.93	696.04	1,754.29	270.16
净利润	37,533.52	35,964.20	17,375.15	2,021.42
EBIT	120,447.41	161,444.58	134,563.68	--
EBITDA	143,895.84	183,717.84	150,437.68	--
销售商品、提供劳务收到的现金	498,274.17	602,576.54	578,796.29	90,107.02
收到其他与经营活动有关的现金	671,884.35	860,188.42	899,616.54	181,360.00
购买商品、接受劳务支付的现金	499,301.03	624,636.75	463,002.12	83,710.38
支付其他与经营活动有关的现金	621,279.12	735,734.88	923,571.38	181,891.00
吸收投资收到的现金	69,709.00	57,408.24	35,942.37	0.00
资本支出	111,379.83	106,630.17	130,301.70	--
经营活动产生的现金流量净额	29,881.17	60,348.37	57,466.21	332.66
投资活动产生的现金流量净额	-252,290.61	-353,637.60	-100,936.42	-44,915.66
筹资活动产生的现金流量净额	326,110.75	-13,356.17	143,004.80	-30,393.08
现金及现金等价物净增加额	103,701.30	-306,645.40	99,534.60	-74,976.08
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	22.38	21.97	24.98	32.20
期间费用率（%）	17.85	20.00	27.52	28.84
应收类款项占比（%）	23.62	29.98	27.85	27.06
收现比（X）	0.80	0.91	1.21	1.19
资产负债率（%）	52.41	46.43	44.40	45.58
总资本化比率（%）	35.61	34.95	35.59	37.33
短期债务/总债务（%）	31.31	40.07	44.92	51.43
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.27	0.41	0.42	--
总债务/EBITDA（X）	19.88	16.69	20.68	--
EBITDA/短期债务（X）	0.16	0.15	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.31	1.24	1.09	--

注：1、中诚信国际根据许昌投资提供的其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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，各期财务数据分别采用了当期期末数；2、中诚信国际在债务分析时将长期应付款中带息债务调整至长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明。

### 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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	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 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。



## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



**独立·客观·专业**

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn