大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

跟踪评级公告

大公报 SD【2016】454 号

大公国际资信评估有限公司通过对郑州经开投资发展有限公司及“15 郑州经开债/15 郑经开”的信用状况进行跟踪评级，确定郑州经开投资发展有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“15 郑州经开债/15 郑经开”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年六月二十七日

郑州经开投资发展有限公司主体与相关债项2016年度跟踪评级报告

大公报SD【2016】454号

主体信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	额度（亿元）	年限（年）	跟踪评级结果	上次评级结果
15郑州经开债/15郑经开	13	7	AA	AA

主要财务数据和指标　　（人民币亿元）

项目	新准则	旧准则	
	2015	2014	2013
总资产	180.91	90.09	72.38
所有者权益	61.52	58.73	55.03
营业收入	11.19	-	-
主营业务收入	-	9.30	7.31
利润总额	2.46	2.55	3.31
经营性净现金流	-29.83	-16.78	-10.44
资产负债率（%）	65.99	34.81	23.98
债务资本比率（%）	58.13	24.88	10.59
毛利率（%）	14.76	-	-
主营业务毛利率（%）	-	8.55	8.84
总资产报酬率（%）	1.66	3.03	4.71
净资产收益率（%）	3.98	4.61	5.88
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-26.95	-47.49	-30.42
经营性净现金流/总负债（%）	-39.58	-68.89	-117.82

注：公司2013～2014年审计报告按旧会计准则编制。

评级小组负责人：李晓然
评级小组成员：王剑龙　唐　川
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

跟踪评级观点

郑州经开投资发展有限公司（以下简称“郑州经开”或“公司”）主要从事郑州经济技术开发区（以下简称“经开区”）内的城市基础设施建设投融资、土地开发整理等业务。评级结果反映了2015年郑州市和经开区经济保持快速发展，财政实力不断增强，公司继续得到郑州经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）在项目回购和财政补贴方面的大力支持等有利因素；同时也反映了公司土地开发整理业务未来有较大的不确定性，资产负债率及有息负债规模大幅增加，经营性净现金流仍对债务缺乏保障能力等不利因素。

综合分析，大公对郑州经开“15郑州经开债/15郑经开”信用等级维持AA，主体信用等级维持AA，评级展望维持稳定。

有利因素

- 2015年，郑州市和经开区经济保持快速发展，财政实力不断增强，为公司的发展提供了良好的外部环境；
- 公司仍是经开区最重要的基础设施建设投融资主体，继续得到经开区管委会在项目回购和财政补贴方面的大力支持。

不利因素

- 公司土地开发整理业务受政府规划和土地市场行情的影响较大，未来有一定的不确定性；
- 2015年，公司资产负债率和有息负债规模大幅增加，债务偿付压力增大；
- 2015年，公司经营性净现金流规模继续保持净流出，对债务缺乏保障能力。

大公保留对企业及相关债项信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的郑州经开存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

公司前身为郑州市高新技术创业中心，是依据郑经管政【1998】055 号，由郑州市科学技术委员会与经开区管委会于 1998 年 12 月共同出资组建的全民所有制企业，初始注册资本为人民币 300 万元。2003 年 10 月，根据郑州市高新技术创业中心第 6 次理事会会议决议，郑州市科学技术委员会将其持有的 180 万元占比 60%的出资份额全部等价转让给经开区管委会，转让后，经开区管委会是郑州市高新技术创业中心的唯一出资人。2013 年 7 月，根据经开区管委会《关于郑州市高新技术创业中心改制的批复》（郑经管政【2013】52 号），公司由全民所有制企业改为有限责任公司，名称由郑州市高新技术创业中心更为现名。2013 年 8 月，根据公司股东及董事会决议，同意公司注册资本及实收资本由 300 万元增至 30,300 万元，全部由经开区管委会缴纳。2014 年，经开区管委会对公司进行两次增资，注册及实收资本由 30,300 万元增至 40,800 万元。截至 2015 年末，公司注册资本为 40,800 万元，实际控制人为经开区管委会。

公司仍是经开区最重要的基础设施建设投融资主体，主要负责区内基础设施建设投融资、高新技术项目孵化与投资、文化与教育产业投资、科技服务与经济管理及投资咨询、创业孵化基地的建设与管理、房屋租赁、土地开发、建材销售及房地产经营与开发等业务。截至 2015 年末，公司纳入合并范围内的控股子公司共 3 家，其中 2 家全资子公司，1 家控股子公司。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1　本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 郑州经开债/15 郑经开	13 亿元	2015.07.31～2022.07.31	经开区瑞绣棚户区改造项目（一期）	截至 2015 年末，已按募集资金要求使用 78,213.25 万元

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

现阶段我国传统制造行业产能过剩，市场需求疲软，经济处于下行趋势，财税增收困难进一步加大，2015 年主要经济指标增速继续放缓，部分指标出现下降，未来短期内我国经济下行压力仍较大，长期来看经济将稳定增长，但经济运行仍面临较多的风险因素

现阶段我国传统制造行业产能过剩，市场需求疲软，主要经济指标同比增速均出现不同程度的下滑。据初步核算，2015 年，我国实现 GDP67.67 万亿元，按可比价格计算，同比增速为 6.9%，较 2014 年下降 0.4 个百分点，持续下降，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速同比下降 2.2 个百分点；固定资产投资（不含农户）同比名义增长 10.0%，较 2014 年的 15.7%降幅明显，其中房地产开发投资仅增长 1.0%。此外，近年来国际国内需求增长减慢，2015 年，社会消费品零售总额同比名义增长 10.7%，进出口总额同比下降 7.0%。2015 年，全国公共财政预算收入同比增长 8.4%，增速较上年有所下滑，政府性基金收入同比下降 21.8%。2016 年一季度，我国经济增长继续放缓，GDP 同比增速为 6.7%，较上年同期下降 0.3 个百分点；全国公共财政预算收入 3.89 万亿元，同比增长 6.5%，增速较去年同期增加 2.6 个百分点；政府性基金预算收入为 0.90 万亿元，同比增长 4.6%。针对经济下行压力增大、财政增收困难，国家加大财政政策和货币政策领域的定向调整。此外，围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险的总体思路，国家制定并实施“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带发展三大战略，深入实施区域发展总体战略和主体功能区战略，在基础设施建设和房地产领域加大调控力度。2015 年底的中央经济工作会议指出，结构性供给侧改革将是 2016 年经济工作的重心，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板是工作的五大任务，国家将继续通过金融、财税、投资等重点领域的改革来确保经济运行处于合理区间。预计未来短期内，我国经济下行压力依然较大，经济将继续延续低位运行态势，长期来看，我国经济增长将面临产业结构调整、转型提质外部环境变化等风险因素。

行业及区域经济环境

随着新型城镇化战略的实施，地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间；国家在地方政府债务管理、城建融资模式方面的政策调整对地方投融资平台运作模式产生深刻影响

2011 年以来我国全社会固定资产投资保持较快增长，基础设施建设不断推进，未来随着城镇化战略的推进，我国地方基础设施建设投资仍具备继续增长的空间。地方政府投融资平台在我国城市建设领域发挥重要作用，其开展投融资业务所形成的债务是地方政府性债务的

重要组成部分，截至 2014 年末，地方政府三类债务合计 24.0 万亿元。2014 年以来国务院、财政部等在地方政府债务管理、平台融资模式等方面进行多次政策调整，调整城市建设投融资模式，推进地方政府债务甄别，明确融资平台各类债务的偿债主体，长期来看投融资平台面临整体的转型压力，转型过程中面临一定的风险分化，但由于融资平台在以往的经营过程中积累了大量的资源且具备良好的运行基础，过渡期内仍将发挥一定的投融资职能，融资平台债务整体仍将维持较高的安全度。

2015 年以来，郑州市经济保持平稳增长，主导产业对经济增长的拉动作用仍较为明显

作为河南省的省会，郑州市经济稳步增长，2015 年全市实现生产总值 7,315 亿元，同比增长 10.1%；全市财政总收入同比增长 11.9%。郑州是重要的交通枢纽，京广和陇海两大铁路干线交汇于此，区位优势明显，有力推动了本地经济的快速发展。

表 2　2013～2015 年郑州市主要经济指标（单位：亿元、%）

主要指标	2015 年		2014 年		2013 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	7,315	10.1	6,783	9.5	6,202	11.8
财政总收入	1,420	11.9	1,269	13.7	1,116	14.5
规模以上工业增加值	3,312	10.2	3,094	11.2	2,858	9.3
全社会固定资产投资	6,288	19.6	5,260	20.1	4,400	19.9
社会消费品零售总额	3,295	11.5	2,914	12.7	2,586	12.9
进出口总额（亿美元）	570	22.9	464	8.6	428	19.6

数据来源：郑州统计信息网

郑州市工业发展较快，2015 年全市规模以上工业完成增加值 3,312 亿元，同比增长 10.2%，汽车及装备制造业、电子信息产业、新材料产业、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、生物及医药产业七大主导产业增加值同比增长 12.6%，占全市工业的比重进一步提高至 71.7%，其中高成长性的电子信息工业、生物医药、汽车及装备制造业以及新材料产业这四大产业增速仍高于全市平均水平，有力的拉动了全市工业的增长。

2016 年 1～4 月，郑州市实现规模以上工业增加值 1,001.1 亿元，同比增长 7.2%；地方财政总收入 532.2 亿元，同比增长 16.5%。地方经济继续保持稳定增长。

总体来看，2015 年以来，郑州市经济保持平稳增长，七大主导产业对经济增长的拉动作用仍较为明显。

2015 年，经开区依托区位优势大力发展主导产业，推动经开区经济继续增长

2015 年，经开区各主要经济指标保持稳定增长。2015 年，经开区实现地区生产总值 680.0 亿元（按产业集聚口径），同比增速 12.0%；财政总收入 166.0 亿元，同比大幅增长 109%；产业投资规模不断增加，固定资产投资额达到 405.0 亿元，同比增长 23.4%。

表 3　2013～2015 年经开区主要经济指标（单位：亿元、%）

主要经济指标	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	680.0	12.0	339.4	17.5	263.1	-
财政总收入	166.0	109.0	79.1	41.0	56.1	12.9
规模以上工业增加值	480.0	15.0	228.6	19.5	166.5	15.8
固定资产投资额	405.0	23.4	328.6	20.8	272.1	41.9
社会消费品零售总额	141.0	21.1	115.5	17.4	92.8	17.8

数据来源：2013～2014 年经开区国民经济和社会发展统计公报、2015 年经开区政府工作总结

经开区以郑州市的区位优势以及良好的工业基础为依托，制定了一区一港一城[1]的发展规划，重点发展汽车产业、装备制造业和现代物流服务业三大主导产业。在汽车产业中重点培育了东风日产、宇通客车和海马等大型企业，2015 年经开区汽车制造业总产值为 602.0 亿元，同比增长 18.6%，实现整车产量约 21 万辆，汽车产业实现快速发展；在装备制造产业中培育了以郑煤机、中铁隧道和河南龙工为代表的大型企业，产业投资保持稳定增长。2015 年装备制造业实现产值 238.0 亿元，同比增长 5.2%；现代物流服务业中，经开区拥有国药、九州通、华润等大型医药物流企业，在国际物流区的建设推动下，初步实现了产业的集聚发展，2015 年物流产业实现收入 650.0 亿元，同比大幅增长 15.0%。

总体来看，2015 年经开区发挥区位优势，大力发展主导产业，经济保持快速增长。

地方政府财政分析

财政收入分析

2015 年，郑州市和经开区财政总收入保持稳步增长；汽车产业对经开区税收收入的贡献较大

2015 年，郑州市地方财政总收入为 1,419.5 亿元，同比增长 11.9%，同期，地方一般财政预算收入完成 942.9 亿元，同比增长 13.1%；其中税收收入 699.3 亿元，增长 11.7%；市本级财政收入 392.5 亿元，增长

[1] 一区一港一城是指经开区综合保税区、国际陆港和汽车城。

13%。全年地方财政一般公共预算支出 1,106 亿元，比上年增长 20.4%。

根据经开区财政局提供资料，2015 年，经开区财政本年收入同比大幅增长，其中地方财政收入占比为 53.93%。同期，地方财政收入中一般预算收入 33.02 亿元，同比大幅增长 9.96 亿元，仍以税收收入为主。从税种来看，仍主要由增值税、营业税、企业所得税、城市维护建设税和契税构成，税种构成较为稳定。汽车产业对经开区税收收入的贡献较大，在 2015 年经开区重点纳税企业前十名中，有四家为汽车产业，其中广州风神汽车有限公司郑州分公司和海马轿车有限公司分别位居第二和第三名，税收集中度较高。

表 4　2013～2015 年经开区财政收支情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2014 年	2013 年
本年收入合计	**70.27**	**62.74**	**42.83**
地方财政收入	37.90	28.08	19.87
一般预算	33.02	23.06	17.94
其中：税收收入	29.30	21.19	14.19
政府性基金	4.88	5.02	1.92
转移性收入	32.37	34.66	22.97
一般预算	10.09	5.39	2.81
基金预算	22.28	29.27	20.16
本年支出合计	**78.60**	**60.55**	**42.68**
地方财政支出	62.77	52.80	38.63
一般预算	35.05	20.48	19.59
政府性基金	27.72	32.32	19.04
转移性支出	15.83	7.75	4.06
一般预算	15.83	7.75	4.06
收支净额	**-8.33**	**2.19**	**0.15**

注：公司未提供 2014～2015 年经开区公共财政支出预决算总表。2013～2014 年数据根据经开区财政局提供的 2014～2015 年度经开区公共财政收入决算录入表、经开区公共财政转移性收支决算录入表、经开区政府性基金转移性收支决算录入表整理。

数据来源：经开区财政局提供资料整理

2015 年，经开区转移性收入有所减少，在经开区财政本年收入中占比为 46.03%，仍主要由转移性基金预算收入构成，但受房地产市场低迷影响，土地出让量所有所减少，2015 年转移性基金预算收入同比下降 23.88%。

随着汽车、装备制造和现代物流三大产业集群的进一步发展，预计未来 1～2 年，经开区财政本年收入将继续保持较快增长态势。

财政支出及政府债务

2015 年，经开区财政支出规模继续增长；本年财政支出以地方财政支出为主，刚性支出在一般预算支出占比有所下降

2015，郑州市地方财政一般公共预算支出 1,106 亿元，同比增长 20.4%。同期，经开区财政支出规模与收入保持同步增长，地方财政支出占财政本年支出的绝大部分，转移性支出占比很小。

2015 年，经开区一般预算支出同比大幅增长，但狭义刚性支出和广义刚性支出在一般预算支出中的占比不高且有所下降。政府性基金支出在经开区地方财政支出中占比有所下降。

表 5 2013～2015 年经开区一般预算支出中刚性支出情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
狭义刚性支出 [2]	**10.16**	**28.98**	**6.20**	**30.26**	**4.59**	**23.43**
一般公共服务	0.26	0.74	0.23	1.14	2.52	12.86
教育	0.80	2.29	0.59	2.90	1.70	8.69
社会保障和就业	5.10	14.55	2.64	12.91	0.16	0.79
医疗卫生	3.99	11.40	2.73	13.31	0.21	1.09
广义刚性支出 [3]	**12.33**	**35.19**	**7.99**	**39.04**	**6.48**	**33.10**
一般预算支出	**35.05**	**100.00**	**20.48**	**100.00**	**19.59**	**100.00**

注：公司未提供 2014～2015 年经开区公共财政支出预决算总表。2013～2014 年数据根据经开区财政局提供的 2014～2015 年度经开区公共财政收入决算录入表、经开区公共财政转移性收支决算录入表、经开区政府性基金转移性收支决算录入表整理。

数据来源：经开区财政局提供资料整理

截至 2015 年末，经开区地方政府直接债务余额为 52.32 亿元，担保债务余额为 8.00 亿元，债务规模较大。

经营与政府支持

公司仍主要从事区域内土地开发整理及基础设施建设等业务，土地开发整理仍是主要的收入和利润来源，易受经开区建设规划和土地市场政策影响，未来有一定的不确定性

公司仍主要从事经开区内的土地开发整理及基础设施建设业务。2015 年，公司经营规模进一步扩大，营业收入同比增长 20.09%。

土地开发整理业务仍是公司收入和利润的主要来源。公司与经开区管委会签订合作框架协议，由经开区管委会制定土地开发计划，公司进行具体操作，投资利润为投资成本的 8%，土地开发整理完毕后移

[2] 狭义刚性支出包括社会保障与就业、医疗卫生、教育和一般公共服务四个支出科目。
[3] 广义刚性支出除包括狭义刚性支出外，还包括一般预算支出中外交、国防、公共安全、科学技术、文化教育与传媒、环境保护等科目，但不包括城乡社区事务、农林水事务、交通运输、资源勘探电力信息事务等科目。

交给经开区管委会。公司土地开发整理业务受政府规划和土地市场行情的影响较大，未来有较大的不确定性。

2015 年，公司其他业务收入大幅增加，主要包括物业收入、e 贸易和食品销售收入。其中，由于物流业务外包、工程业务收入尚未结算、房租收入并入仓储收入等原因，公司其他业务中减少物流收入、及工程收入，随着河南众和鑫物业管理有限公司及河南众和鑫餐饮管理有限公司成立，新增仓储服务及食品贸易业务收入，e 贸易为河南省进口物资公共保税中心集团有限公司的主营业务，2015 年以前收入较少。

表 6 2013～2015 年公司收入和利润情况（单位：万元、%）

项目[4]	2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**111,925**	**100.00**	**93,017**	**100.00**	**73,148**	**100.00**
土地开发整理	97,093	86.75	86,521	93.02	71,353	97.55
其他	14,832	13.25	6,495	6.98	1,795	2.45
毛利润	**16,517**	**100.00**	**9,495**	**100.00**	**6,469**	**100.00**
土地开发整理	7,193	43.55	6,409	67.50	5,285	81.70
其他	9,324	56.45	1,543	16.25	1,183	18.30
毛利率	**14.76**		**8.55**		**8.84**	
土地开发整理	7.41		7.41		7.41	
其他	62.86		23.75		65.94	

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率情况来看，2015 年公司土地开发业务毛利率比较稳定，仍维持在 7.41%。其他业务收入毛利率大幅增加，主要是新增物业管理及 e 贸易等业务毛利率较高所致。

预计未来 1～2 年，公司土地开发整理业务仍将是收入和利润的主要来源，但是该项业务易受经开区建设规划、土地储备规模和土地市场政策等因素影响，未来发展具有一定的不确定性。

公司所从事的土地开发整理仍以征地拆迁为主，2015 年土地开发整理业务收入规模有所扩大

土地开发整理业务仍主要由公司本部承担，通过与经开区管委会签订《郑州经济技术开发区区域开发建设合作协议书》，经开区管委会审定，由公司实施经开区内的一级土地开发整理业务、基础设施建设、公共配套设施建设、保障房建设等项目的投入；投资利润为投资成本的 8%。投资收益返还和利息支付款纳入经开区年度财政支出预算，因此该项业务收入来源较有保障。

2015 年，公司土地整理业务实现收入 97,093 万元，同比增长

[4] 旧准则中相关科目为主营业务收入、主营业务毛利润和主营业务毛利率。

12.22%，完成了对岔河、毛庄和李南岗等地区的拆迁工作，拆迁面积239万平方米。

表7　2013～2015年公司土地开发整理业务情况

年份	2015年	2014年	2013年
征地面积（亩）	9,526	7,800	13,100
拆迁面积（万平方米）	239	493	180

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司仍是经开区最重要的基础设施建设投融资主体，投资规模较大，未来将面临一定的资本支出压力

公司建设项目主要分为市政基础设施建设和房地产开发两部分。公司子公司物流园建投承接了部分拆迁工程和道路建设项目，截至2015年末，前十大项目累计已完成投资约6.90亿元。

表8　截至2015年末公司主要在建市政项目[5]情况（单位：亿元）

项目名称	概算投资	完成投资	开竣工日期
凤河河道景观工程一期	2.40	1.90	2014.01.01～2016.12.10
龙渠河道景观工程一期	2.20	1.90	2014.01.01～2016.12.10
前程大街廊道绿化工程	1.20	1.00	2014.04.01～2016.11.10
故城南路东延（金沙大街-凤凰大街）	1.20	0.70	2013.12.01～2016.03.20
四海路（前程大街-凤凰大街）	1.10	0.60	2015.04.20～2016.11.20
凤凰大街（航海大道-故城南路）	0.80	0.20	2014.12.25～2016.11.20
前程大街（九龙大道-郑民高速辅道）	0.80	0.20	2015.01.01～2016.09.20
故城南路跨凤河桥	0.50	0.20	2014.08.01～2016.09.20
前程路跨凤河桥	0.60	0.10	2015.01.01～2016.10.20
南三环跨龙渠、凤河桥	0.50	0.10	2015.12.01～2016.09.20
合计	**11.20**	**6.90**	-

数据来源：根据公司提供的资料整理

房地产开发业务主要由公司本部和东航房地产公司承担，公司本部所承建的房地产工程全部为棚户区改造等公益性住房项目，东航房地产公司除承担安置房建设任务之外，还建设一部分商品房项目，截至2015年末，公司主要房地产项目已投资41.57亿元，尚需投资56.53亿元，将面临一定的资本支出压力。

[5] 公司在建市政项目较多，仅列示投资额前十大项目。

表 9　截至 2015 年末公司部分重点在建房地产项目情况（单位：亿元、%）

类型	项目名称	概算投资	完成投资	开竣工日期
棚户区改造	瑞祥、盛和三四期地块（耿庄、岔河、赵庄）	39.68	18.31	2014.03～2017.06
	瑞绣小区一期 1#、2#地块	15.83	11.88	2014.12～2017.06
	瑞锦小区二期 3#地块	8.79	1.20	2015.11～2017.10
	瑞锦小区二期 4#地块	6.99	1.10	2015.11～2017.09
	瑞锦小区二期 5#地块	14.32	2.40	2015.11～2017.12
	瑞春小区一期 1#地块	12.49	6.69	2014.11～2017.08
合计	-	98.10	41.57	-

数据来源：根据公司提供的资料整理

总体来看，公司在建的市政项目建设业务、棚户区改造较多，预计未来投资规模很大，将面临一定的资本支出压力；预计未来，随着项目的竣工结算，公司营业收入有望进一步提升。

作为经开区最重要的基础设施建设投融资主体，2015 年公司继续得到经开区管委会在项目回购和财政补贴等方面的大力支持

作为经开区最重要的基础设施建设投融资主体，2015 年公司继续得到经开区管委会在项目回购和财政补贴等方面的大力支持。

在项目回购方面，公司与经开区管委会签订合作框架协议，由经开区管委会制定土地开发计划，公司进行具体操作，投资利润为投资成本的 8%，土地开发整理完毕后移交给经开区管委会。

在财政补贴方面，2015 年公司获得经开区管委会财政补贴 2.63 亿元，主要是城市基础设施建设补贴。

预计未来 1～2 年，公司在经开区基础设施建设中的主体地位不会改变，将继续得到经开区管委会的扶持。

公司治理与管理

2015 年，公司实际控制人仍是经开区管委会，注册资本 4.08 亿元，公司产权状况较为明晰，设置了较为完善的治理结构。作为经开区最重要的基础设施建设投融资主体，公司继续得到经开区管委会的大力支持。整体来看，公司抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2015 年的财务报表，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对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。2013～2014 年公司财务报表按旧会计准则编制。

资产质量

2015 年，公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主；以开发成本为主的存货在公司总资产中占比很高，资产流动性受到一定影响

2015 年末，受基础设施建设规模扩大影响，公司资产规模同比大幅增长 90.82 亿元，仍以流动资产为主。

2015 年末，公司流动资产仍主要由货币资金、应收账款、预付账款和存货构成。受融资规模扩大影响，2015 年末公司货币资金同比大幅增加 30.63 亿元；应收账款同比增长 3.72 亿元，其中主要为应收经开区财政局的工程款，占应收账款总额的 98.94%，应收账款账龄集中在 1 年以内；预付账款同比增长 6.97 亿元，主要是预付工程款，账龄集中在 1 年以内；其他应收款主要为往来款，同比增长 6.89 亿元，其中公司与经开区财政局和非税局的往来款共 5.69 亿元，合计占其他应收款 55.73%；存货主要是土地开发整理及基础设施建设投入等开发成本，同比增长 61.80%，占总资产比重为 57.44%。

表 10　2013～2015 年末公司资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	新准则		旧准则			
	2015 年末		2014 年末		2013 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	39.85	22.02	9.22	10.24	12.55	17.35
应收账款	8.92	4.93	5.18	5.75	4.78	6.60
预付账款	10.31	5.70	3.34	3.71	7.90	10.91
其他应收款	10.05	5.56	3.16	3.51	2.65	3.66
存货	103.91	57.44	64.22	71.28	40.99	56.63
流动资产合计	**173.32**	**95.81**	**85.42**	**94.82**	**68.86**	**95.14**
固定资产	1.87	1.03	1.86	2.07	1.68	2.33
无形资产	2.03	1.12	1.25	1.38	1.28	1.77
资产总计	**180.91**	**100.00**	**90.09**	**100.00**	**72.38**	**100.00**

2015 年末，公司非流动资产主要由固定资产及无形资产构成。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和运输工具等，无形资产主要是土地使用权。

截至 2016 年 3 月末，公司受限资产合计 8.78 亿元，占总资产及净资产比重分别为 4.85%和 14.27%。

总体来看，2015 年受基础设施建设规模扩大影响，公司资产规模大幅增加，资产结构仍以流动资产为主；以土地为主的存货在总资产占比仍较高，资产流动性易受土地变现能力的影响。

资本结构

2015 年，受项目建设规模扩大的影响，公司融资需求明显上升，负债规模大幅增加，负债结构转变为以非流动负债为主；公司资产负债率和有息负债规模大幅增加，债务偿付压力增大

2015 年末，受项目建设规模扩大的影响，公司融资需求明显上升，负债规模大幅增加，同比增长 88.03 亿元，债务结构变为以非流动负债为主，非流动负债占比 57.09%，同比增加 17.66 个百分点。公司资产负债率为 65.99%，同比大幅增加 31.18 个百分点。

2015 年末，公司流动负债仍主要由应付账款、预收账款和其他应付款构成。受公司加大项目建设规模，短期借款及其他应付款均大幅增长。公司其他应付账款主要为与郑州经开区财政局往来款；预收账款主要为预收海馨苑房款。

表 11　2013～2015 年末公司负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	新准则		旧准则			
	2015 年末		2014 年末		2013 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.60	9.72	6.50	20.73	1.98	11.41
预收账款	2.91	2.44	0.91	2.90	0.68	3.91
其他应付款	29.62	24.81	8.90	28.37	9.36	53.92
流动负债合计	**51.23**	**42.91**	**18.99**	**60.57**	**14.16**	**81.58**
长期借款	38.73	32.44	9.35	29.82	0.18	1.04
长期应付款	16.50	13.82	3.00	9.57	3.00	17.28
应付债券	12.91	10.82	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	**68.15**	**57.09**	-	-	-	-
长期负债合计	-	-	**12.37**	**39.43**	**3.20**	**18.42**
负债总额	**119.39**	**100.00**	**31.36**	**100.00**	**17.36**	**100.00**
有息负债合计	85.41	71.54	19.45	62.03	6.52	37.55

公司非流动负债仍主要为长期借款和长期应付款，2015 年末，公司长期借款大幅增加，主要为保证借款，占长期借款 89.88%；长期应付款同比大幅增加 13.50 亿元，主要是对河南豫资城乡投资发展有限公司借款；受公司发行“15 郑州经开债/15 郑经开”影响，新增应付债券 12.91 亿元[6]。

2015 年末，公司有息负债规模大幅增加，同比大幅增长 65.96 亿元。从有息债务期限结构来看，公司有息负债集中在 5 年以上，未来偿付压力较大。

[6] 15 郑州经开债/15 郑经开的债券面值为 13.00 亿元，扣除发行费用后余额为 12.91 亿元。

表 12　截至 2015 年末公司有息债务期限结构（单位：亿元）

期限	≤1 年	（1，2]年	（2，3]年	（3，4]年	（4，5]年	>5 年	合计
金额	17.27	9.87	4.80	0.70	3.00	49.77	**85.41**
占比	20.22	11.56	5.62	0.82	3.51	58.27	**100.00**

2015 年末，公司所有者权益为 61.52 亿元，受未分配利润增加影响，同比略有增长。

截至 2015 年末，公司对外担保余额为 25.00 亿元，担保比率为 40.63%，同比大幅增长 32.97 个百分点，被担保企业全部是国有单位及企业。其中，公司对郑州经济技术开发区非税收入管理局 23.80 亿元借款提供保证担保，对郑州经济技术开发区建设投资有限公司 1.20 亿元借款提供的保证担保。

综合来看，2015 年末，公司负债规模有明显增长，有息负债规模及占比大幅增加，公司资产负债率大幅上升。

盈利能力

2015 年，公司营业收入有所增加，但盈利能力仍较弱，政府补助仍是公司利润的主要来源

2015 年，受土地整理出让业务收入规模增加影响，公司营业收入有所增加；公司毛利率水平同比上涨 6.21 个百分点。同期，公司有息债务大幅增加，财务费用大幅提高，营业利润同比有所下降。公司所从事的业务公益性较强，盈利能力较弱，政府补贴仍是公司利润的主要来源；2015 年公司收到财政补贴款为 2.63 亿元。

表 13　2013～2015 年公司营业收入及利润情况（单位：亿元）

项目	新准则	旧准则	
	2015 年	2014 年	2013 年
营业收入	11.19	-	-
主营业务收入	-	9.30	7.31
营业成本	9.54	-	-
主营业务成本	-	8.51	6.67
管理费用	0.55	0.41	0.22
财务费用	0.55	0.15	0.09
营业利润	-0.21	-0.05	0.10
政府补助	2.63	2.60	2.46
利润总额	2.46	2.55	3.31
净利润	2.45	2.71	3.24
净资产报酬率（%）	3.98	4.61	5.88
总资产收益率（%）	1.66	3.03	4.71

总体来看，2015 年公司营业收入有所增加，但盈利能力仍较弱，

政府补助仍是公司利润的主要来源。

现金流

2015 年，公司经营性净现金流继续保持净流出，仍对债务和利息支出缺乏保障能力；筹资性净现金流是公司经营活动和投资支出所需资金的重要来源

2015 年，受公司项目支出力度加大的影响，公司经营性净现金流大幅下降，经营性净现金流/流动负债、经营性净现金流/总负债和经营性净现金流利息保障倍数等指标持续为负，经营性净现金流仍缺乏对债务和利息的保障能力；公司投资性净现金流同比基本持平；同期，公司加大债务融资力度，筹资性现金流大幅增加，筹资性净现金流是公司经营活动和投资支出所需资金的重要来源。

表 14　2013～2015 年公司现金流情况（单位：万元、%）

项目	新准则	旧准则	
	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流	-29.83	-16.78	-10.44
投资性净现金流	-1.42	-1.16	3.21
筹资性净现金流	61.87	14.61	19.69
经营性净现金流/流动负债	-84.96	-101.23	-143.75
经营性净现金流/总负债	-39.58	-68.89	-117.82
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-26.95	-47.49	-30.42

总体来看，2015 年，公司经营性净现金流规模继续大幅下降且持续为负，仍对债务和利息缺乏保障能力；筹资性现金流能较好的满足经营和投资需求。

偿债能力

2015 年末，公司流动比率和速动比率分别为 3.38 倍和 1.35 倍，流动资产对流动负债的保障能力较好。2015 年，公司的负债规模显著增加，负债结构中以有息负债为主。公司的营业收入同比有所增加，仍主要来源于土地整理业务，但盈利能力仍较弱，政府补助仍是公司利润的主要来源。同期，公司的经营性现金流变为净流出状态，仍对债务和利息缺乏保障能力。

公司仍是郑州经开区主要的城市基础设施建设投融资平台，继续得到郑州市政府及经开区政府的有力支持。公司经营业务收入实现与政府息息相关，政府对公司的支持为偿债提供有力保障。整体来看，公司偿还债务的能力很强。

债务履约情况

根据公司本部提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用信

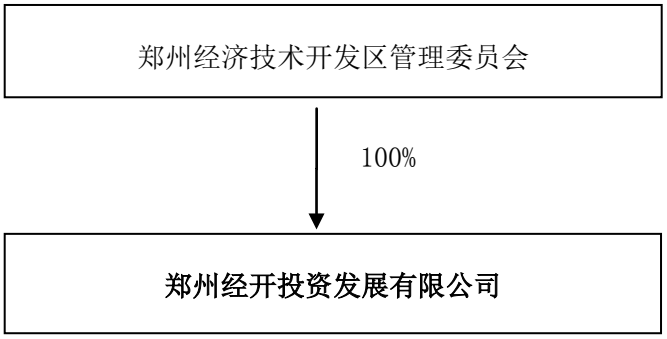
息报告》，截至 2016 年 4 月 6 日，公司本部未曾发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司于 2015 年 7 月发行的“15 郑州经开债/15 郑经开”，尚未到还本付息日。

结论

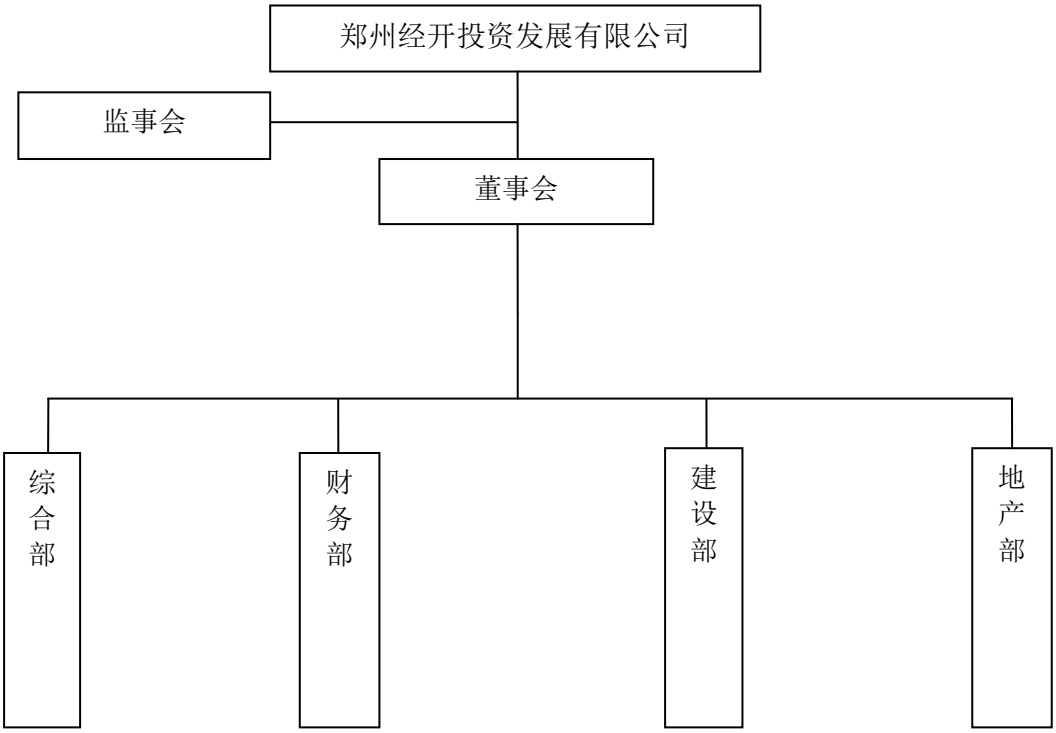
2015 年，郑州市经济实力稳步提升，经开区依托区域优势大力发展主导产业，经济总量进一步扩大。公司仍是郑州经开区主要的城市基础设施建设投融资平台，仍承担了大量的土地开发整理和基础设施建设项目，并继续得到经开区管委会在财政补贴方面的大力支持。公司资产规模明显增长，同时，受项目建设规模扩大影响，公司融资需求明显增强，负债规模大幅增加，有息负债规模及占比大幅增加。2015 年，公司经营性净现金流继续持续保持净流出，盈利能力仍较弱，经营性净现金流对债务及利息支付缺乏保障能力。

综合分析，大公对公司“15 郑州经开债/15 郑经开”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

附件 1　截至 2015 年末郑州经开投资发展有限公司股权结构图



附件 2　截至 2015 年末郑州经开投资发展有限公司组织结构图



附件 3　　郑州经开投资发展有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	新准则	旧准则	
	2015 年	2014 年	2013 年
资产类			
货币资金	398,454	92,237	125,549
应收账款	89,185	51,809	47,760
预付款项	103,092	33,390	78,979
其他应收款	100,500	31,581	26,457
存货	1,039,078	642,180	409,884
流动资产合计	1,733,219	854,198	688,631
长期股权投资	2,703	10,248	3,347
固定资产	18,662	18,632	16,832
在建工程	22,163	5,357	2,208
无形资产	20,281	12,451	12,810
总资产	1,809,099	900,885	723,827
占资产总额比（%）			
货币资金	22.02	10.24	17.35
应收账款	4.93	5.75	6.60
预付款项	5.70	3.71	10.91
其他应收款	5.56	3.51	3.66
存货	57.44	71.28	56.63
流动资产合计	95.81	94.82	95.14
长期股权投资	0.15	1.14	0.46
固定资产	1.03	2.07	2.33
在建工程	1.23	0.59	0.31
无形资产	1.12	1.38	1.77
负债类			
短期借款	116,000	65,000	19,800
应付账款	2,023	2,356	2,987
预收账款	29,104	9,094	6,794
其他应付款	296,167	88,952	93,593
一年内到期的非流动负债	49,700	6,000	1,800
流动负债合计	512,332	189,905	141,594
长期借款	387,250	93,500	1,800
长期应付款	165,000	30,000	30,000
非流动负债合计	681,519	-	-
长期负债合计	-	123,650	31,975
负债合计	1,193,851	313,555	173,569

附件 3　郑州经开投资发展有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	新准则	旧准则	
	2015 年	2014 年	2013 年
占负债总额比（%）			
短期借款	9.72	20.73	11.41
应付账款	0.17	0.75	1.72
预收账款	2.44	2.90	3.91
其他应付款	24.81	28.37	53.92
一年内到期的非流动负债	4.16	1.91	1.04
流动负债合计	42.91	60.57	81.58
长期借款	32.44	29.82	1.04
长期应付款	13.82	9.57	17.28
长期负债合计	-	39.43	18.42
非流动负债合计	57.09	-	-
权益类			
少数股东权益	3,758	262	327
实收资本（股本）	40,800	40,800	30,300
资本公积	452,866	452,866	451,998
盈余公积	11,757	9,468	6,754
未分配利润	106,067	85,225	60,879
所有者权益合计	615,248	587,067	549,931
损益类			
营业收入	111,925	-	-
主营业务收入	-	93,017	73,148
营业成本	95,408	-	-
主营业务成本	-	85,065	66,679
管理费用	5,514	4,135	2,190
财务费用	5,464	1,542	880
营业利润	-2,130	-518	958
利润总额	24,646	25,533	33,068
所得税费用	163	472	1,729
净利润	24,483	27,060	32,354
归属于母公司所有者的净利润	23,718	27,060	32,354
占主营业务收入比（%）			
主营业务成本	-	91.45	91.16
营业成本	85.24	-	-
管理费用	4.93	4.45	2.99

附件 3　　郑州经开投资发展有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	新准则	旧准则	
	2015 年	2014 年	2013 年
财务费用	4.88	1.66	1.20
营业利润	-1.90	-0.56	1.31
利润总额	22.02	27.45	45.21
所得税费用	0.15	0.51	2.36
净利润	21.87	29.09	44.23
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	-298,303	-167,791	-104,439
投资活动产生的现金流量净额	-14,229	-11,578	32,090
筹资活动产生的现金流量净额	618,749	146,056	196,856
财务指标			
EBIT	30,110	27,328	34,071
EBITDA	32,065	28,572	37,197
总有息债务	854,094	194,500	65,181
主营业务毛利率（%）	-	8.55	8.84
毛利率	14.76	-	-
营业利润率（%）	-1.90	-0.56	1.31
总资产报酬率（%）	1.66	3.03	4.71
净资产收益率（%）	3.98	4.61	5.88
资产负债率（%）	65.99	34.81	23.98
债务资本比率（%）	58.13	24.88	10.59
长期资产适合率（%）	1,708.97	1,522.86	1,654.22
流动比率（倍）	3.38	4.50	4.86
速动比率（倍）	1.35	1.12	1.97
保守速动比率（倍）	0.78	0.49	0.89
存货周转天数（天）	3,171.93	2,226.20	1,852.09
应收账款周转天数（天）	143.43	192.68	197.03
经营性净现金流/流动负债（%）	-84.96	-101.23	-143.75
经营性净现金流/总负债（%）	-39.58	-68.89	-117.82
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-26.95	-47.49	-30.42
EBIT 利息保障倍数（倍）	2.72	7.73	9.93
EBITDA 利息保障倍数（倍）	2.90	8.09	10.84
现金比率（%）	78.34	50.15	88.67
现金回笼率（%）	88.82	96.14	90.24
担保比率（%）	40.63	7.66	0.00

附件 4　　各项指标的计算公式[7]

1. 主营业务毛利率（%）＝（1－主营业务成本/主营业务收入）× 100%
2. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
3. 营业利润率（%）＝ 营业利润/主营业务收入×100%
4. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
5. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
6. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
7. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
8. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
9. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋少数股东权益＋长期负债）/ （固定资产+长期股权投资＋无形及递延资产）×100%
10. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
11. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
12. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的长期债务＋其他应付款（付息项）
13. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
14. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益＋少数股东权益
15. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
16. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
17. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋短期投资）/ 流动负债

[7]因新会计准则施行，2015 年以来的部分计算公式变动如下：
营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
长期资产适合率 ＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产
资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产） / 流动负债
现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
存货周转天数 ＝ 360/（营业成本/年初末平均存货）
应收账款周转天数 ＝ 360/（营业收入/年初末平均应收账款）
现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

18. 现金比率（%）＝（货币资金＋短期投资）/ 流动负债×100%
19. 存货周转天数＝ 360 /（主营业务成本/年初末平均存货）
20. 应收账款周转天数＝ 360 /(主营业务收入/年初末平均应收账款）
21. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
22. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
23. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
24. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）
25. 担保比率（%）＝ 担保余额/（所有者权益＋少数股东权益）×100%
26. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%
27. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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 级：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 级 ：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 级 ：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。

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

附件 6　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。