



河南航空港投资集团有限公司 2023 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[2023]跟踪 1524 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	河南航空港投资集团有限公司	AAA/稳定
--------------	---------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“16 郑州兴港债/PR 兴港债”、“21 港投 01”、“21 港投 02”	AAA
-------------	---	-----

评级观点	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为郑州航空港经济综合实验区（郑州新郑综合保税区）（以下简称“航空港区”或“郑州航空港区”）战略地位重要，面临良好的发展机遇，经济实力持续增强，潜在的支持能力很强；河南航空港投资集团有限公司（以下简称“航空港投资”、或“公司”）在推进航空港区城市开发建设及产业发展中发挥重要作用，对郑州市航空港经济综合实验区管理委员会（以下简称“航空港区管委会”）的重要性高，与航空港区管委会及河南省政府维持高度的紧密关系，持续获得航空港区管委会和河南省政府的大力支持。中诚信国际预计，公司仍将保持多元化业务布局，未来仍保持较为充足的项目储备，业务稳定性及持续性很强；同时，需关注公司债务负担较重，面临较大的集中兑付压力以及市场化板块的经营风险对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>
------	---

评级展望	中诚信国际认为，河南航空港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	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：股东对公司的支持大幅减少，公司地位大幅削弱；公司主要财务指标及再融资环境均出现明显恶化，流动性压力骤升等。</p>
------	--

正 面

- **航空港区战略地位重要，面临良好的发展机遇，经济实力持续增强。**航空港区是我国首个上升为国家战略、目前唯一一个由国务院批准设立的航空经济先行区，战略地位重要，交通及区位优势突出。2022年航空港区核心区面积进一步扩大至747平方公里，同时河南省政府进一步理顺了对航空港区的管理体制，对航空港区给予了大力的政策支持。2022年以来，航空港区经济实力保持高速增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- **公司重要性很强，持续获得有力的外部支持。**公司是航空港区城市开发建设及产业服务的主要载体及运作平台，承担了航空港区大量的基础设施投融资建设及运营任务，主营业务在航空港区具有很强的竞争力。2022年公司控股股东层级上移至河南省财政厅，河南省政府及航空港区管委会对公司在资本金及资产注入、专项债资金、运营补贴等方面持续给予公司大力支持。
- **业务多元化程度高。**公司主营业务涵盖土地一级开发及基础设施建设、棚户区改造、商品贸易、商业房地产开发、投资性房地产租赁、公用事业运营、北斗导航、光电显示等多个领域，多元化的业务布局有利于公司抗风险能力提升。
- **业务稳定性及可持续性很强。**公司项目类型丰富，在建土地整理及基础设施、棚户区改造、产业园、公用事业等项目投资规模较大，同时航空港区面临扩区的良好机遇，预计未来仍有充足的项目储备，业务稳定性及可持续性很强。

关 注

- **债务负担较重，面临较大的集中兑付压力。**2022年以来，公司总债务规模进一步扩大，2023年3月末已达1,781.10亿元，财务杠杆率仍维持较高水平，同时短期债务亦大幅增长，短期债务占比约45%，公司资本结构及债务结构均有待改善。截至2023年3月末，公司未来一年债务到期规模达818.23亿元（含应付票据74.96亿元），其中债券到期规模超过400亿元，公司存在较大的集中兑付压力，需持续关注公司未来偿债安排及债券到期兑付情况。
- **市场化业务板块经营风险需持续关注。**公司市场化业务布局较广且商品贸易、房地产开发等业务板块已形成较大规模。2022年以来，公司商品房项目销售情况不佳，在建项目整体去化进度不及预期，未来在建房地产项目去化情况有待关注；上市子公司北京合众思壮科技股份有限公司（以下简称“合众思壮”）继续经营亏损，同时因信息披露违法违规受到证监会行政处罚，未来合众思壮经营及盈利以及信息披露改善情况亦有待关注。

项目负责人：李 文 wli@ccxi.com.cn

项目组成员：王怡涛 ytwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

财务概况

航空港投资（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	2,034.26	2,370.80	2,852.82	2,860.53
经调整的所有者权益合计（亿元）	440.12	526.15	784.96	786.76
负债合计（亿元）	1,424.51	1,658.84	1,987.76	2,024.37
总债务（亿元）	1,425.09	1,654.32	1,845.50	1,781.10
营业总收入（亿元）	362.46	425.89	476.29	105.37
经营性业务利润（亿元）	18.61	5.04	8.03	0.29
净利润（亿元）	13.48	14.27	0.51	0.25
EBITDA（亿元）	27.28	26.21	22.72	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-155.86	1.57	-38.01	34.37
总资本化比率(%)	76.40	75.87	70.16	69.36
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.41	0.34	0.24	--

注：1、中诚信国际根据航空港投资提供的其经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告，以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”、“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算，将“长期应付款”、“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务，将“其他权益工具”和“少数股东权益”中的有息债务按照到期时间分别调整至短期债务和长期债务计算；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。

评级历史关键信息

河南航空港投资集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	16 郑州兴港债/PR 兴港债 (AAA)	2022/10/14	李文、王怡涛	--	阅读全文
AAA/稳定	16 郑州兴港债/PR 兴港债 (AAA)	2020/06/24	周飞、李文	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文
AA+/稳定	16 郑州兴港债/PR 兴港债 (AA+)	2016/07/06	陆静怡、付一歌、郭鹏	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（地方投融资平台）CCXI_140200_2014_01	阅读全文

同行业比较（2022 年数据）

项目	航空港投资	西安高新	湖北科技
地区	郑州航空港区	西安高新区	武汉东湖高新区
GDP（亿元）	1,208.00	3,104.30	2,643.80
一般公共预算收入（亿元）	68.56	137.67	190.19
经调整的所有者权益（亿元）	784.96	572.55	1,006.36
总资本化比率（%）	70.16	72.51	59.55
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.24	0.22	0.45

注：西安高新系“西安高新控股有限公司”的简称，湖北科技系“湖北省科技投资集团有限公司”的简称。

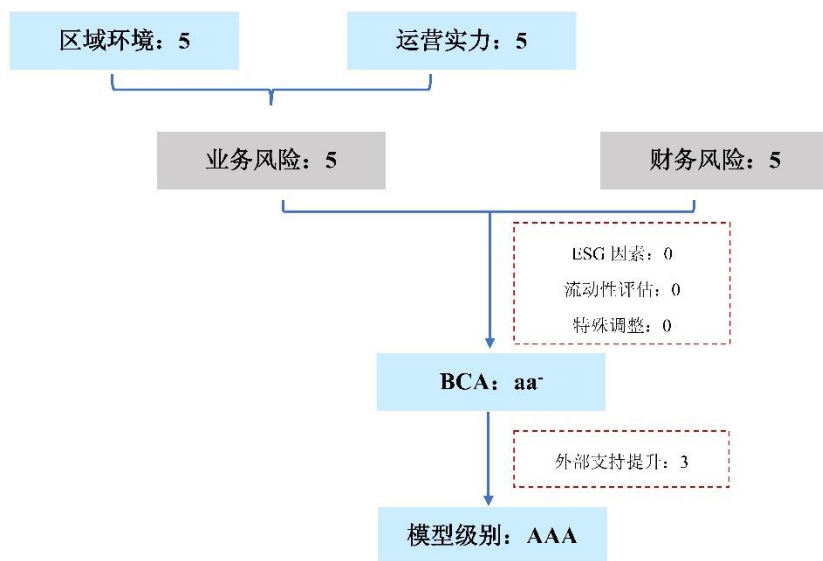
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
16 郑州兴港债 /PR 兴港债	AAA	AAA	2022/10/14	19.50	7.80	2016/07/20~2026/07/20	债券提前偿还
21 港投 01	AAA	AAA	2022/10/14	10.00	10.00	2021/08/24~2025/08/24	回售,调整票面利率
21 港投 02	AAA	AAA	2022/10/14	10.00	10.00	2021/11/03~2024/11/03	回售,调整票面利率

● 评级模型

河南航空港投资集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 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_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，公司业务风险较低。2022 年以来，公司定位于航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台，承担了航空港区内大量的土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造项目，并负责区域内公租房建设及运营、产业园开发及运营、公用事业运营，主营业务在航空港区内具有很强的竞争力；公司项目类型丰富，在建土地整理、基础设施、棚户区改造、产业园、公用事业等项目投资规模较大，同时航空港区面临扩区的良好机遇，预计未来仍有较为充足的项目储备，业务稳定性及可持续性很强。但中诚信国际关注到，公司在建房地产开发项目体量较大，但销售情况整体不佳，未来去化情况有待关注；上市子公司合众思壮持续亏损，且因信息披露违法违规受到证监会行政处罚，未来其经营及盈利以及信息披露改善情况有待关注。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，公司财务风险较低。2022 年以来，受益于政府的大力支持，公司所有者权益保持增长，资本实力显著增强；但债务规模进一步扩大，财务杠杆已处于较高水平，同时短期债务占比较高且短期内债券兑付压力较大，资本结构和债务结构有待改善，同时需持续关注公司偿债安排及偿债资金到位情况；经营获现能力弱化，经营活动净现金流和 EBITDA 对利息支出的覆盖能力均有待提升。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对公司个体基础信用等级无影响，航空港投资具有 aa 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，航空港区管委会有很强的支持能力，对公司有强的支持意愿，主要体现在航空港区区域地位及获得的政策支持，以及持续提升的经济实力；航空港投资系航空港区最重要的基础设施投融资建设及运营主体，成立以来持续获得政府在资金注入、资产划转、政府补贴等方面的大力支持，具备高的重要性及政府关联性。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。

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。

募集资金使用情况

“16 郑州兴港债/PR 兴港债”募集资金 19.50 亿元，用于郑州航空港经济综合实验区双鹤湖片区地下综合管廊、停车场及附属工程项目。根据公司反馈，截至 2023 年 5 月末，“16 郑州兴港债/PR 兴港债”募集资金已使用 18.70 亿元，尚未使用 0.80 亿元。

“21 港投 01”募集资金 10.00 亿元，用于偿还到期公司债券。“21 港投 02”募集资金 10.00 亿元，用于偿还到期公司债券本金。根据公司反馈，截至 2023 年 5 月末，“21 港投 01”和“21 港投 02”募集资金已使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来，在稳增长压力加大、基建提前发力背景下，政策端再提“保障城投合理融资需求”，但城投债发行审核仍较为严格，整体融资环境未有明显放松。伴随基建下沉、省以下财政体制改革推进，后续需重点关注城投再融资区域分化加剧的可能性，以及未参与重点项目建设、未承担重要职能的城投平台信用资质变化。同时，隐债化解持续推进下，弱区域弱资质城投融资或进一步受限，还需关注尾部风险释放以及化债不实等问题引发区域城投估值变化。

区域环境

河南省位于我国东、中、西部三大地带的交界，也处于长三角、环渤海地区向内陆推进的要塞，是全国重要的交通通信枢纽和物资集散地，在全国交通发展格局中具有连南贯北、承东启西的重要战略地位。河南省下辖 17 个省辖市、济源 1 个省直管市、20 个县级市、82 个县及 54 个市辖区。截至 2022 年末，河南省常住人口为 9,872 万人，常住人口城镇化率 57.07%，低于全国平均水平 8.15 个百分点。凭借良好的交通优势和区位优势，近年来河南省经济实力保持增长，且位于全国前列。2022 年，河南省实现地区生产总值（GDP）61,345.05 亿元，位于全国第五位，同比增长 3.1%；同期，河南省人均 GDP 为 6.21 万元，约占全国平均水平的 72%。从产业结构来看，2022 年河南省第一产业增加值为 5,817.78 亿元，增长 4.8%；第二产业增加值为 25,465.04 亿元，增长 4.1%；第三产业增加值为 30,062.23 亿元，增长 2.0%；三次产业占比调整为 9.5:41.5:49.0，仍呈现“三二一”的产业结构。此外，2022 年河南省固定资产投资（不含农户）较上年增长 6.7%，其中基础设施投资增长 6.1%，民间投资增长 2.6%，工业投资增长 25.4%。

稳定的经济增长为河南省财政实力形成有力支撑，近年来其一般公共预算收入呈波动增长趋势，但税收收入占比持续下降，且财政自给能力较弱。2022 年，河南省一般公共预算收入同比下降 2.1%，扣除留抵退税因素后同比增长 7.3%，其中税收收入下降进一步下降至 60.78%，财政平衡率亦有所下滑。政府性基金收入是河南省政府综合财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，近年来呈逐年下滑趋势，其中 2022 年同比下降 34.3%。再融资环境方面，河南省宽口径债务率处于全国中等水平，区域内城投企业融资主要依赖于银行和直融等渠道，非标占比较少，同时债券发行利差亦处于全国中等水平，近年来净融资额均为正。但 2020 年 11 月永煤违约事件对河南省融资环境产生负面冲击，后随着河南省政府多举措加强债务风险管控，目前区域融资环境已逐步修复。

表 1：近年来河南省经济财政实力

	2020	2021	2022
GDP（亿元）	54,997.07	58,887.41	61,345.05
GDP 增速（%）	1.3	6.3	3.1
人均 GDP（元）	55,435	59,410	62,106
固定资产投资增速（%）	4.3	4.5	6.7
一般公共预算收入（亿元）	4,168.84	4,353.92	4,261.64
政府性基金收入（亿元）	3,737.94	3,368.07	2,213.20
税收收入占比（%）	66.32	65.29	60.78
财政平衡率（%）	40.19	44.50	40.04
地方政府债务余额（亿元）	9,815.15	12,395.26	15,103.80

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%。

资料来源：河南省人民政府官网，中诚信国际整理

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 县及郑州航空港实验区（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。截至 2022 年末，郑州市常住人口 1,282.80 万人，常住人口城镇化率为 79.40%。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、邮政电信主枢纽城市。近年来郑州市主要经济财政指标均排在河南省首位，2022 年，郑州市实现地区生产总值（GDP）12,934.69 亿元，同比增长 1.0%，GDP 总值遥遥领先于其他地市，居“2022 年全国城市 GDP 百强榜”第 16 位，其中六大主导产业增加值增长 5.9%；同年，郑州市人均 GDP10.09 万元。

稳定的经济增长和合理的产业结构为郑州市财政实力形成了有力的支撑，但 2022 年受留抵退税及外部环境等因素影响，郑州市一般公共预算收入同比下降 3.7%，且税收收入占比进一步下滑；政府性基金收入是郑州市地方政府财力的重要补充，受房地产市场调控等因素影响，郑州市土地出让规模下降，政府性基金收入呈大幅下降趋势。再融资环境方面，郑州市广义债务率处于全国中游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标亦有一定占比，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 2：近年来郑州市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	12,003.00	12,691.02	12,934.69
GDP 增速（%）	3.0	4.7	1.0
人均 GDP（万元）	9.51	9.96	10.09
固定资产投资增速（%）	3.60	-6.20	-8.50
一般公共预算收入（亿元）	1,259.21	1,223.63	1,130.00
政府性基金收入（亿元）	1,059.40	896.06	521.10
税收收入占比（%）	69.10	68.15	64.05
公共财政平衡率（%）	73.20	75.33	77.64
政府债务余额（亿元）	2,173.68	2,503.82	2,943.40

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%。

资料来源：郑州市财政局，中诚信国际整理

航空港区是“郑汴许金三角”¹的核心部分，位于郑州市主城区东南约 25 公里，是我国首个上升为国家战略、目前唯一一个由国务院批准设立的航空经济先行区，也是郑州-卢森堡“空中丝绸之路”先导区。2022 年 7 月，开封市尉氏县 4 个乡镇代管移交工作全面完成，航空港区核心区面积从 415 平方公里扩大至 747 平方公里，目前建成区面积为 110 平方公里，同时河南省政府也进一步理顺了对航空港区的管理体制和财政体制，给予了航空港区更大的政策支持。

航空港区是一个拥有航空、高铁、地铁、城铁、普铁、高速公路与快速路等多种交通方式的立体综合交通枢纽。根据国务院批复的《郑州航空港经济综合实验区发展规划（2013-2025 年）》，航空港区定位于国际航空物流中心、以航空经济为引领的现代产业基地、内陆地区对外开放重要门户、

¹ 2019 年 10 月，《郑许一体化发展规划（2019-2035）》（以下简称“《规划》”）获得中原城市群建设工作领导小组正式批复，《规划》明确将推动形成郑汴许“黄金三角区域”，即构建以航空港区为中心，以郑汴产业带、郑开“双创”活力走廊、开港产业带、许港产业带为支撑的郑州、开封、许昌“黄金三角区域”。

现代航空都市、中原经济区核心增长极。航空港区聚焦“4+3+3”产业集群，即 4 大高端制造业（电子信息、新能源汽车、航空航天、生物医药），3 大未来产业（新一代信息技术、新能源、新材料），3 大服务业（现代物流、会展商贸、创意文旅），以富士康为头雁的万亿级电子信息产业集群、千亿级新能源汽车产业集群及若干百亿级产业集群快速成型。

受益于省市两级政府的大力支持及航空港区突出的战略定位和区位优势，近年来航空港区区域经济保持增长，经济实力不断增强。2022 年，航空港区实现地区生产总值 1,208.00 亿元，同比增长 9.70%。2022 年，受留抵退税及减税降费等因素影响，航空港区一般公共预算收入增速放缓，财政平衡能力亦有所下降。政府性基金收入是航空港区地方政府财力的重要补充，受房地产市场调控等因素影响，土地出让规模大幅下降，近年来政府性基金收入呈下降趋势。再融资环境方面，航空港区政府债务余额不高，但区域内城投企业债务负担重，广义债务率偏高；区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，发债主体未出现债务违约事件，但债券发行利差较高，整体再融资环境尚可。

表 3：近年来航空港地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,041.18	1,172.80	1,208.00
GDP 增速（%）	7.80	12.64	9.70
一般公共预算收入（亿元）	65.37	68.49	68.60
政府性基金收入（亿元）	100.42	83.36	--
税收收入占比（%）	87.87	88.42	--
公共财政平衡率（%）	71.05	79.49	63.75
政府债务余额（亿元）	179.91	192.22	--

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%。

资料来源：公开信息，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍定位于航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台，承担了航空港区内大量的土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造项目，并负责区域内公租房建设及运营、产业园开发及运营、公用事业运营等，主营业务在航空港区内具有很强的竞争力；公司项目类型丰富，在建土地整理、基础设施、棚户区改造、产业园、公用事业等项目投资规模较大，同时航空港区面临扩区的良好机遇，预计未来仍有较为充足的项目储备，业务稳定性及可持续性很强。此外，公司在商品贸易、房地产开发、北斗导航、光电显示等业务领域亦积极布局，跟踪期内商品贸易业务仍为公司营业收入的最主要来源。

但中诚信国际关注到，公司在建房地产开发项目体量较大，但销售情况整体不佳，未来去化情况有待关注；上市子公司合众思壮持续亏损，且因信息披露违法违规受到证监会行政处罚，未来其经营及盈利以及信息披露改善情况有待关注。

表 4：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

业务板块	2020			2021			2022			2023.1~3		
	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
商品贸易	268.90	74.19	0.43	338.56	79.50	0.37	353.45	74.21	0.21	81.15	77.01	0.22
棚改服务	48.35	13.34	22.22	24.68	5.79	29.59	53.25	11.18	28.9	14.96	14.20	15.54
房地产开发	22.51	6.21	25.46	31.04	7.29	26.11	17.04	3.58	20.21	0.23	0.22	9.93

投资性房地产 租赁	4.68	1.29	75.20	3.53	0.83	71.20	4.83	1.01	37.61	1.27	1.21	38.54
合众思壮业务	--	--	--	14.76	3.47	40.91	18.74	3.93	49.55	3.49	3.31	41.96
利息及其他	18.02	4.97	50.64	13.32	3.13	1.56	28.98	6.08	1.91	4.27	4.05	14.78
合计/综合	362.46	100.00	8.36	425.89	100.00	5.97	476.29	100.00	6.56	105.37	100.00	4.85
投资收益	0.57			12.79			6.06		0.60			
公允价值变动 收益	-			4.17			-3.87		-0.27			

注：1、利息及其他收入主要包括公用事业板块收入、利息等金融收入、子公司河南省华锐光电产业有限公司显示类产品销售收入以及其他收入；2、2020~2021 年，表中“投资性房地产租赁”收入中不包括公租房租金收入，2022 年起公租房租金收入计入“投资性房地产租赁”收入核算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地一级开发及基础设施建设业务

跟踪期内，公司是航空港区重要的土地一级开发及基础设施建设主体，仍采用政府回购和委托代建模式开展业务，在建政府回购项目尚需投资规模不大；委托代建项目投资体量较大，但该类型项目建设资金由航空港区管委会负责，公司未来投资压力不大。

公司是航空港区重要的土地一级开发及基础设施建设主体，承担了航空港区大量的土地一级开发及基础项目建设任务，具体业务由子公司郑州航空港区航程置业有限公司、郑州航空港区国有资产经营管理有限公司及郑州航空港汇港发展有限公司（以下分别简称“航程置业”、“国资公司”和“汇港发展”）开展。公司土地一级开发及基础设施建设业务主要采取政府回购模式和委托代建模式。

政府回购模式下，项目建设资金主要来源公司自筹和各级财政拨付的专项资金，公司与航空港区管委会根据《郑州航空港经济综合试验区党政联席会议纪要》（[2018]20 号），对于公司发生的征地补偿、基本农田易地代保、征地拆迁、耕地占补平衡等非工程类成本（含资本化利息），按照成本加成 3% 的利润进行结算；对于“九通一平一围合”等基建工程项目成本，按照成本加成 7.80% 的利润进行结算。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建政府回购项目为双鹤湖科技城片区和会展高铁片区，上述项目计划总投资 124.26 亿元，已投资 98.30 亿元，尚需投资 25.96 亿元。

委托代建模式下，子公司航程置业、国资公司和汇港发展均与航空港区基础设施建设项目部签订《郑州航空港区经济综合实验区基础设施项目代建合同》。项目建设资金均由航空港区基础设施建设项目部拨付，公司仅负责项目自立项到竣工结算的全过程管理。委托代建项目完工后，航空港区基础设施建设项目部按照审定工程总投资额（不含征地拆迁费用、政府税费）的 3% 向公司支付代建管理费用。截至 2023 年 3 月末，公司承接的委托代建项目计划总投资 209.70 亿元，航空港区基础设施建设项目部已拨付资金 29.39 亿元。同期末，公司累计确认代建管理费 2,663 万元实际收到代建管理费 395 万元。

棚户区改造业务

公司是航空港区唯一的棚户区改造主体，承接了较大规模的棚户区改造项目，2022 年棚改服务费收入同比大幅增长；在建棚改项目尚需一定的投资规模，资金主要来源于棚改专项债，公司投资压力不大，但需关注棚改专项债到位情况及项目建设进展。

公司是航空港区唯一的棚户区改造主体，具体业务由子公司航程置业和国资公司负责。公司棚户区改造项目资金主要来源于政策性银行贷款、政府拨付的棚改专项债及其他专项资金以及公司自筹资金。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别收到政府拨付的棚改专项债资金 14.32 亿元和 1.35 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司承接的棚户区改造项目包括 2014 年度至 2020 年度棚户区改造项目，其中 2014 年度至 2016 年度棚户区改造项目均采用政府购买服务模式，每年航空港区管委会根据政府购买服务协议约定的年度支付计划支付相应的服务费用；2017 年度至 2020 年度棚户区改造项目采用成本加成一定的利润结算。2022 年，公司棚改项目结算力度加大，当期棚改服务费收入同比大幅增长 115.79%至 53.25 亿元。

表 5：近年来公司棚改服务费收入分布（亿元）

项目	2020	2021	2022
2014 年度棚户区改造项目	22.98	5.43	16.46
2015 年度棚户区改造项目	13.67	10.37	12.57
2016 年度棚户区改造项目	11.70	8.88	10.77
2017 年度棚户区改造项目	--	--	4.54
2018 年度棚户区改造项目	--	--	6.82
2019 年度棚户区改造项目	--	--	2.08
合计	48.35	24.68	53.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司已完成 2014 年度至 2017 年度棚户区改造项目的建设，累计完成投资 626.26 亿元；其中 2014 年度至 2016 年度棚户区改造项目共计投资 566.54 亿元，以上项目购买服务期限均为 25 年，购买服务金额共计为 1,116.70 亿元，累计确认收入 243.93 亿元，已回款 164.78 亿元。目前公司在建棚改项目主要为 2018 年度至 2020 年度棚户区改造项目，截至 2023 年 3 月末在建棚改项目总投资金额合计为 292.16 亿元，累计已投资 224.43 亿元，尚需投资 67.73 亿元，主要系 2019 年度和 2020 年度棚改项目尚需投资 51.05 亿元，由于以上项目建设资金主要来源于棚改专项债，因此棚改项目未来公司资金支出压力不大，但需关注棚改专项债到位情况及项目建设进展。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司棚户区改造项目情况（亿元）

项目	建设期间	项目状态	总投资	已投资	已确认收入	已回款金额
2014 年度棚户区改造项目	2014-2018	已完工	276.72	276.72	112.67	73.91
2015 年度棚户区改造项目	2016-2021	已完工	172.74	172.74	78.23	51.69
2016 年度棚户区改造项目	2016-2021	已完工	117.08	117.08	53.03	39.18
2017 年度棚户区改造项目	2016-2022	已完工	59.72	59.72	4.54	4.82
2018 年度棚户区改造项目	2018-2023	在建	145.77	129.54	6.82	7.23
2019 年度棚户区改造项目	2019-2023	在建	70.09	55.49	2.08	2.21
2020 年度棚户区改造项目	2020-2024	在建	76.30	39.40	--	--
合计	--	--	918.42	850.69	257.37	179.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品贸易业务

商品贸易业务是公司营业收入的最主要来源，2022 年该业务规模进一步扩大，但公司出于风险防范考虑及受到外部环境因素影响，该业务收入增幅明显下降，且毛利率进一步降低，对公司利润

的贡献依然较为有限；电子产品贸易上下游客户集中度进一步升高，且已处于较高水平。

依托公司资源优势、渠道布局能力及风控能力，同时借助航空港区物流优势，公司积极开展商品贸易业务，主要由子公司郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司、郑州航空港兴港供应链管理有限公司、郑州天之创供应链管理有限公司和河南兴港怡亚通供应链服务有限公司（以下分别简称“兴瑞实业”、“兴港供应链”、“天之创供应链”和“兴港怡亚通”）负责。兴港供应链和天之创供应链主要围绕华为、苹果等知名手机品牌，与知名手机及智能终端产品厂商、全国性代理商，各级渠道商、经销商、零售商，国内龙头电商企业开展合作；兴港怡亚通主要围绕消费电子、食品流通及建材装饰三个行业进行布局；兴瑞实业²借助股东资源与平台，主要围绕煤炭、有色金属等大宗商品开展业务，同时近年来亦拓展了成品油、铁矿粉等新的业务品种。

2022 年，公司商品贸易业务仍以电子产品和有色金属及大宗商品贸易为主，以上品种贸易额占全部贸易额的比例达 86.51%。分品类来看，2022 年平板电脑贸易量明显下降，但由于手机整体贸易规模的回升，电子产品贸易额同比增长 18.81%。同期，受有色金属及大宗商品价格波动以及汇率波动影响，兴瑞实业调整了贸易产品结构，电解铜及铁矿粉的贸易规模大幅下降、煤炭贸易规模大幅上升，受此影响当期公司有色金属及大宗商品贸易规模同比小幅下降。综合来看，2022 年，公司商品贸易业务收入规模进一步扩大至 353.45 亿元，占营业总收入的比重达 74.21%；但出于风险防范考虑及受到外部环境因素影响，贸易业务收入增速同比大幅下降，且该业务营业毛利率进一步降至 0.21%，对公司利润的贡献依然较为有限。

表 7：近年来公司电子产品贸易收入分产品构成情况（亿元）

项目	2020 年度		2021 年度		2022 年度		2023 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
手机整机	97.32	82.40%	72.80	83.16%	98.56	94.76%	23.09	89.84%
手机主板	3.38	2.86%	0.55	0.63%	0.13	0.12%	-	-
平板电脑	1.44	1.22%	10.15	11.59%	1.94	1.87%	0.46	1.79%
其他	15.96	13.51%	4.04	4.62%	3.38	3.25%	2.15	8.37%
合计	118.10	100.00%	87.54	100.00%	104.01	100.00%	25.70	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：近年来公司有色金属及大宗商品贸易收入分产品构成情况（亿元）

项目	2020 年度		2021 年度		2022 年度		2023 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电解铜	49.44	33.04%	67.05	31.45%	56.62	28.06%	14.74	33.80%
锌锭	15.06	10.06%	0.54	0.25%	-	-	-	-
铝锭	-	-	0.39	0.18%	-	-	-	-
铁矿粉	2.71	1.81%	39.44	18.50%	13.02	6.45%	-	-
其他有色金属	0.13	0.09%	-	0.00%	-	-	2.43	5.57%
煤炭	55.37	37.00%	65.11	30.54%	103.34	51.22%	22.22	50.95%
其他大宗商品	26.92	17.99%	40.66	19.07%	28.79	14.27%	4.22	9.68%
合计	149.64	100.00%	213.19	100.00%	201.77	100.00%	43.61	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司电子产品贸易主要包括手机整机及零部件的进出口和国内代采代销，开展该业务主要为了服

² 兴瑞实业由航空港投资持股 51%，深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司持股 49%。

务于航空港内的智能终端产业，向落地的手机制造企业提供芯片、显示屏等零部件进口、低端智能机和功能机等非苹果手机整机出口、国内代采代销、物流等配套服务。电子产品贸易业务主要采取“以销定采”的业务模式，公司也会结合市场需求及行情提前预备部分产品，公司合作的上下游多为大型龙头民营企业，电子类产品给予下游客户 30 天左右的账期，货款回收基本正常，未出现重大货款拖欠情况。截至 2023 年 3 月末，公司电子产品贸易上游供应商约 600 家，下游客户约 320 家；2022 年，公司电子产品前十大供应商采购金额合计为 79.84 亿元，占采购总额的 86.54%；前十大销售客户销售金额合计为 99.43 亿元，占销售总额的 95.59%，上游供应商及下游客户集中度同比均进一步上升且已处于较高水平。

公司有色金属及大宗商品贸易多采用“大进大出、快进快出”的业务模式。为了降低贸易风险，公司多以电汇或银行承兑汇票方式向供货方大额预付定金，获取固定的优惠价格，并取得货物的优先供应权；在收到下游客户订单后，与供货方以协议价格办理货权转移手续，从接到订单到提货的时间大约在 2-3 天之间。根据贸易产品及下游客户资质情况，公司与下游客户结算方式有所差异，部分为先款后货，部分可给予一定账期。公司有色金属及大宗商品上游供应商及下游客户多集中于产品需求较为旺盛的上海、江苏、广东、浙江及陕西等地区，截至 2023 年 3 月末，公司上游供应商约 420 家、下游客户约 480 家。2022 年，公司有色金属及大宗商品前十大供应商采购金额合计为 89.77 亿元，占采购总额的 50.05%；前十大销售客户销售金额合计为 75.57 亿元，占销售总额的 37.45%，上游供应商集中度同比有所上升，但下游客户集中度同比进一步下降。

房地产开发业务

公司商业房地产项目区域集中度较高，已完工项目销售情况良好，2022 年受外部不利因素影响，项目建设及交付进度有所放缓，该业务收入同比大幅下降；公司商业房地产项目储备丰富，在建项目基本实现预售，但整体销售进度不佳，未来项目去化情况有待关注。

公司商业房地产开发业务主要采取与知名房地产开发商合作开发的业务模式，公司以货币资金或土地使用权出资，与合作方成立合资公司，公司通常持有合资公司 51% 的股权，对合资公司具备实际控制能力。公司商业房地产项目主要集中在航空港区内，在合肥等省外地区亦有少量项目。2022 年，受外部环境等因素影响，项目建设及交付进度有所放缓，2022 年商业房地产开发业务收入同比下降 45.10% 至 17.04 亿元。

近年来，公司参与开发的商业房地产项目涵盖住宅、酒店、配套商业资产及城市综合体等多种类型，项目所需土地使用权由公司或合资公司通过“招拍挂”获得，其中住宅及商业综合体项目在取得预售证后对外出售、酒店由公司委托第三方运营。截至 2023 年 3 月末，公司已完成兴港大厦、安纳西庄园一期及盛世城邦一至三期等项目的开发建设，已完工项目总投资合计为 103.07 亿元，签约合同金额 114.13 亿元，已销售回款 109.69 亿元；其中除了兴港大厦、郑州航空港国际大宗商品供应链产业园及宇航铭筑 3 号地受业态类型影响销售情况不佳外，其余已完工项目去化情况均较好。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司已完工商业房地产开发项目（万平方米、亿元）

项目名称	项目类别	竣工时间	总投资	建筑面积	可售面积	销售进度		
						累计销售额	销售进度	回款情况
东方港汇	商业、写字楼	2014.08	1.42	3.56	1.10	1.58	100.00%	1.50
郑州航空港国际大宗商品供应链产业园一期	写字楼	2018.11	13.07	34.53	23.01	13.10	75.80%	11.67
盛世城邦一期	住宅	2018.12	10.27	32.85	21.43	14.21	99.60%	14.19
盛世城邦小二期	住宅	2019.04	2.56	6.37	3.62	4.29	98.80%	4.29
盛世城邦大二期	住宅	2020.01	8.60	21.87	14.80	13.16	99.70%	13.09
兴港国际企业中心一期	Loft 公寓及商业	2018.12	7.50	14.53	8.24	7.36	97.00%	6.61
兴港大厦（127 地块）	写字楼	2019.12	11.00	15.75	9.34	5.90	52.30%	4.65
安纳西庄园一期	住宅及商业	2018.12	10.50	20.80	14.13	13.11	97.00%	12.75
盛世城邦三期	住宅	2021.01	23.19	50.47	34.38	26.36	96.80%	26.10
宇航铭筑 3 号地	Loft 公寓及商业	2021.11	5.70	9.14	6.30	3.67	66.97%	3.49
鸿运湾	住宅	2021.09	9.26	19.64	13.75	11.39	92.00%	11.35
合计	--	--	103.07	229.51	150.10	114.13	--	109.69

注：兴港大厦分为 A、B、C 座，其中 A 座 1~9 层由公司自持用作酒店经营，10~19 层对外出租；B 座整体对外出租；C 座均由公司自持。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建商业房地产项目主要包括兴港蒲公英小区、双鹤湖畔 2 号和云庭等共 13 个项目，项目总投资合计为 167.88 亿元，已投资 117.07 亿元。公司在建房地产项目基本都取得了预售证，截至 2023 年 3 月末在建项目合同签约金额为 87.70 亿元，已销售回款 77.75 亿元，其中 2022 年商品房项目全年完成合同销售金额 23.40 亿元，同比下降 10.96%，去化情况整体不佳。拟建项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司拟建商业房地产开发项目主要包括宇航铭筑 5#和 174#地块项目（安纳西小镇），预计总投资合计为 16.77 亿元，已投资 4.63 亿元，主要系前期摘地支付的款项。同期末，公司房地产业务储备土地 26.30 万平方米，均系住宅或商业用地，土地出让金共计 14.63 亿元，已全部缴纳完毕。总体来看，公司房地产项目储备充足，在建项目基本已实现预售，但受外部环境及房地产行业下行影响，销售情况一般，未来项目去化情况仍需保持关注。

此外，2022 年以来，公司亦承担了航空港区“保交楼”的重要任务，该业务模式为郑州市市属国企郑州地产集团投资管理有限公司（以下简称“郑州地产投资管理公司”）从国开行获批“保交楼”贷款资金，郑州地产投资管理公司将贷款资金转贷给公司，由公司将保交楼资金支付给问题楼盘，同时商业银行需按照国开行发放贷款的 2 倍向问题楼盘项目进行配资，公司作为商业银行贷款的承接主体。截至 2023 年 6 月 20 日，公司已收到第一批保交楼国开行贷款资金 12.88 亿元，剩余 1.65 亿元预计于 2023 年 6 月底拨付完成。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司在建商业房地产开发项目（万平方米、亿元）

项目	项目类别	预计建设期	建筑面积	可售面积	总投资	已投资	预售时间	签约额	销售回款
兴港蒲公英小区	住宅	2019.09-2023.03	22.76	15.99	15.70	10.12	2022.07	10.08	9.22
兴港和园项目	住宅	2019.11-2023.12	19.84	12.47	12.60	7.36	2020.09	6.39	5.84
祥和湾	住宅	2020.01-2023.12	19.39	13.70	9.14	5.38	2020.08	8.31	2.24
双鹤湖畔 2 号	住宅	2019.01-2024.12	11.81	11.77	13.50	10.21	2020.08	0.78	0.61
香湖湾 10#地块项目	公寓	2018.03-2024.12	22.75	16.94	12.17	9.00	2020.03	8.92	8.27

兴港永威·南樾四期	住宅	2020.11-2023.12	14.34	10.36	13.35	9.83	2020.10	7.05	6.47
兴港永威·观樾	住宅	2021.07-2023.12	17.73	12.72	15.60	7.61	2021.09	5.45	4.94
兴港保亿风景豫园	住宅	2021.04-2024.08	10.69	7.38	6.28	3.37	2021.07	0.00	0.00
盛世城邦四期	住宅	2018.07-2024.12	20.68	18.08	12.02	10.92	2019.09	6.49	6.46
凌云筑	住宅	2020.06-2026.06	22.80	21.43	15.79	10.39	2020.08	3.60	3.03
云庭	住宅	2020.06-2023.06	13.15	10.26	15.70	14.30	2020.10	18.27	18.29
湖畔云栖	住宅	2022.02-2024.05	10.73	10.64	15.06	12.15	2022.06	12.36	12.38
湖畔天樾	住宅	2023.02-2025.09	8.98	8.42	10.97	6.43	--	-	-
合计	--	--	215.65	170.16	167.88	117.07	--	87.70	77.75

注：除了湖畔云栖和湖畔天樾两个项目均位于合肥市、凌云筑项目位于郑州经开区外，其它在建项目均位于航空港区内。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

投资性房地产租赁业务

公司拥有较大规模的投资性房地产，跟踪期内公租房出租情况仍较好，商业地产出租率及租金收入均有所上升，但部分产业园出租率仍有待提升；投资性房地产租赁收入对公司营业收入形成一定补充，未来随着航空港区产业持续发展及招商引资持续推进，该业务收入有望增长。

近年来，公司通过出租公租房、产业园以及自持商业地产而获得一定规模的投资性房地产租赁收入，对公司收入及现金流形成一定补充。公司负责航空港区内公租房的建设与管理，公租房建设分为自建和外购两种模式，由航程置业承担建设、外购及管理的任务。公司已于 2014 年完工交付 3 个公租房项目，总建筑面积为 24.13 万平方米；外购模式方面，航程置业与多家房地产开发公司签订回购协议，约定建设完成后对项目进行回购。截至 2023 年 3 月末，公司管理的公租房 1.40 万套，公租房面积 75.07 万平方米，出租率达 95.06%。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司公租房租金收入分别为 1.30 亿元和 0.36 亿元，2022 年租金收入保持增长。公司自持的商业地产主要包括兴港大厦、领航中心及兴瑞产业园等，截至 2023 年 3 月末自持商业地产建筑面积为 36.01 万平方米，出租率为 75.12%；2022 年和 2023 年 1~3 月，公司自持商业地产分别实现租金收入 1.32 亿元和 0.48 亿元，2022 年以来出租率及租金收入均呈上升趋势。

为支持航空港区产业发展及满足招商引资的需求，公司围绕航空港区支柱产业投资建设并运营了多个产业园，目前已经投入运营的产业园包括智能终端（手机）产业园一至四期、生物医药科技园、光电显示产业园以及北斗产业园一期，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司产业园租金收入分别为 2.21 亿元和 0.43 亿元。此外，公司仍有部分在建产业园项目，主要包括北斗产业园二期、三期，郑州云创产业园和郑州航空港文达科技园 A 区，截至 2023 年 3 月末在建产业园项目尚需投资规模为 23.30 亿元，未来将主要通过对外出租实现资金平衡。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司产业园项目情况（万平方米、亿元）

产业园名称	项目状态	建筑面积	总投资	已投资	投入运营时间
智能终端（手机）产业园一二三期项目	已完工	34.00	12.46	12.46	2017.01
手机产业园四期 BC 区	已完工	31.10	17.04	17.04	2017.08
手机产业园四期 DE 区	已完工	23.70	7.96	7.96	2018.12
生物医药科技园 B 区一期	已完工	12.23	4.24	4.24	2020.06
生物医药科技园 B 区二期	已完工	13.16	6.65	6.65	2022.12
光电显示产业园	已完工	50.00	29.60	29.60	2022.12
北斗产业园	一期已完工，二期、三期在建	49.36	18.83	4.06	2021.03（一期）
郑州云创产业园	在建	11.33	5.37	0.83	2025.04

郑州航空港文达科技园 A 区	在建	6.28	6.06	2.07	2023.12
合计	--	231.16	108.21	84.91	--

注：光电显示产业园全部由子公司河南省华锐光电产业有限公司使用，未对外出租。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

北斗导航业务

2022 年，受外部不利因素导致部分项目验收进度推迟以及海外控股子公司不再纳入合并范围影响，合众思壮营业收入下降，同时由于当期未确认大额非经常性损益，合众思壮亏损规模较上年扩大，需持续关注其未来经营及盈利情况；合众思壮因信息披露违法违规受到证监会行政处罚，未来信息披露改善情况亦有待关注。

公司北斗导航业务主要由子公司合众思壮（股票代码：002383.SZ）负责。2019 年以来，合众思壮原控股股东及实际控制人郭信平累计向公司子公司郑州航空港区兴慧电子科技有限公司（以下简称“兴慧电子”）转让合众思壮 1.12 亿股股份，股份转让单价均为 13.43 元/股，转让价款合计为 15.01 亿元（含税）；同时郭信平将其持有合众思壮 5,235.93 万股股份对应的表决权委托给兴慧电子行使；兴慧电子亦通过二级市场增持合众思壮部分股份。截至 2023 年 3 月末，兴慧电子持有合众思壮 20.13% 的股权，为其第二大股东，持有合众思壮 27.50% 的表决权，为其单一拥有表决权比例最大的股东；郭信平持有合众思壮 22.21% 的股权，为其第一大股东，但其持股已全部被冻结。合众思壮已于 2021 年 5 月完成董事会换届选举，自此纳入公司合并范围。

合众思壮作为具备全球竞争力的北斗导航行业龙头企业之一，多年来始终坚持以北斗高精度应用为主营业务方向，以高精度卫星导航技术为基础进行相关产品的研发、制造和销售，并在专业市场拓展行业应用，为众多行业提供北斗高精度产品和服务和时空信息“端+云”全方位行业解决方案。截至 2023 年 3 月末，合众思壮总资产为 44.88 亿元，所有者权益为 14.29 亿元；2022 年以来，受外部不利因素导致部分项目验收进度推迟以及海外控股子公司不再纳入合并范围³影响，合众思壮营业总收入呈下降趋势；同时由于当期未确认大额非经常性损益，导致亏损规模同比扩大。2022 年及 2023 年 1~3 月，合众思壮分别实现营业收入 19.24 亿元和 3.93 亿元，分别实现净利润 -2.53 亿元和 -0.18 亿元。

北斗高精度业务是合众思壮核心发展业务，依托于先进的高精度定位技术，能够为测量测绘、农业与工程机械控制、航海应用、形变监测等专业市场或领域提供高精度产品及服务。其中基础部件与测量测绘产品的技术能力及性能已达到国际领先水平，行销 90 多个国家和地区，精准农业、机械控制业务在国内外市场均呈现出较好的发展态势。2022 年该业务实现收入 8.78 亿元，同比下降 7.90%。北斗移动互联业务是合众思壮重点发展业务，依托于时空信息技术，在民航、交通、智慧城市等专业领域，公司提供独具特色的移动互联时空信息“云+端”解决方案。2022 年该业务实现收入 6.48 亿元，同比下降 20.18%。时空信息服务是合众思壮业务战略的重要组成部分，构建了以“中国精度”、“中国位置”、“中国时间”为基础的时空基准服务体系和服务平台，能够为智慧城市、国土规划、环保、交通、油气开发、农村土地承包经营权确权、地籍调查、不动产

³ 海外子公司不再纳入公司合并范围的事项参见中诚信国际于 2022 年 10 月 28 日出具的《2022 年度河南航空港投资集团有限公司信用评级报告》，以及合众思壮 2022 年 8 月 23 日披露的《关于签署重大协议的公告》；2022 年 9 月 27 日披露的《关于控股子公司不再纳入公司合并报表范围的公告》；2023 年 3 月 31 日披露的《关于出售全资子公司股权的公告》。

登记等众多专业市场提供包括时空数据获取、时空数据管理和时空应用在内的全方位时空信息服务。2022 年该业务实现收入 2.56 亿元，同比增长 34.53%。

2023 年 5 月，合众思壮发布《关于收到行政处罚决定书的公告》（以下简称“《公告》”），称其收到证监会出具的《行政处罚决定书》。经证监会查明，合众思壮存在通过虚构雷达相关业务虚增收入、成本和利润，通过虚构专网通信业务虚增收入、成本和利润，虚构软件销售和技术服务费收入以及跨期确认票据贴现费用等违法事实，导致 2017 年至 2020 年合众思壮涉嫌累计虚增收入 15.81 亿元、累计虚增成本 11.78 亿元、虚减财务费用 1.18 亿元、虚增利润总额 5.21 亿元。证监会依据《证券法》第一百九十七条第二款规定，决定对合众思壮责令改正，给予警告，并处以 600 万元罚款，同时给予时任相关负责人警告，并处以 50~400 万元罚款。《公告》称，合众思壮本次涉及的信息披露违法违规行为未触及重大违法强制退市情况，合众思壮将就历史年度所涉及的财务数据采用追溯重述法进行会计差错更正。中诚信国际将对合众思壮未来信息披露改善情况保持持续关注。

其他业务

公司其他业务主要包括公用事业和光电显示，公司拥有多项公用事业特许经营权，2022 年以来随着区域招商引资企业的入驻，该业务收入持续增长；2022 年华锐光电项目正式投产，填补了河南省在新型显示产业领域的空白，亦对公司营业收入形成一定补充。

公司公用事业板块由子公司郑州航空港兴港公用事业有限公司（以下简称“公用事业公司”）及其下属子公司负责。2016 年，根据航空港区管委会[2016]5 号会议纪要，将航空港区燃气、热力、通信、电力等配套设施的特许经营权授予公司建设运营。2017~2018 年，航空港区继出台一系列文件，批复成立合资公司，进一步明确了将航空港区电力、燃气、热力、通信、车用能源、市政管养等业务授予公司运营实施。2019 年，公司分别拿到《电力业务许可证》和《燃气经营许可证》，进一步奠定了区域内特许经营的重要地位。

供电、供气、供暖和车用能源业务由公用事业公司下属子公司负责，电、气、暖的供给范围均为南水北调干渠以东约 330 平方公里的区域，目前公司规划建设的 6 个加油站中，有 4 个加油站已投入使用，领事馆东路加油站和竹贤南路加油站仍处于建设阶段。此外，航空港区范围内的供水和污水处理业务由郑州航空港水务发展有限公司负责，公用事业公司持股该公司 10% 的股份，以参股的形式参与供水及污水处理业务。2022 年以来，随着航空港区招商引资企业的逐步入驻，公司公用事业板块收入进一步提高，2022 年及 2023 年 1~3 月，该业务收入分别为 3.78 亿元和 1.15 亿元，同比分别增长 71.84% 和 30.32%。

为了提高公用事业板块对航空港区居民及入驻企业的服务能力，公司亦谋划并建设了较大规模的公用事业项目，建设资金来源于自有资金、专项债及银行贷款。目前航空港区 110 千伏主网架布局基本成型，10 千伏配电网逐步健全，服务电力客户近 10 万户，2023 年 5 月底累计电网投资约 7 亿元，预计在“十四五”期间投资将达 20 亿元。航空港区天然气利用工程项目计划总投资 8 亿元，截至 2023 年 5 月底投资已超过 2.5 亿元，该项目通过城市门站接收上游来气，通过计量、调压后输送给居民用户、商业用户、工业用户以及车用燃气用户，建设内容包括高压管网、中压管

网、城市门站、调压站及其配套设施。航空港区集中供热项目总投资 30.19 亿元，截至 2023 年 5 月底已投金额超过 11 亿元，其中一期工程为建设全长约 27 千米的裕中电厂供热长输管线，总投资 10 亿元，2022 年已全部建成投运。空铁新城清洁能源智慧供热及运营中心项目（一期）总投资 2.99 亿元，该项目分为四阶段进行建设，建设内容主要包括燃气热水锅炉及相关配套设施、输配供热管线、燃气内燃机冷热电三联供设施、智控系统、运营中心等。其中项目一阶段投资计划 1.26 亿元，截至 2023 年 5 月底已累计完成投资 1.09 亿元，一阶段建设项目计划于 2023 年 10 月完成交付使用，二至四阶段建设工程将根据相关规划实施启动。

公司光电显示业务由子公司河南省华锐光电产业有限公司（以下简称“华锐光电”）负责，华锐光电系作为河南省招商引资重点项目落地航空港区，是河南省首个国有液晶显示器件生产企业。华锐光电项目采用 5 代 TFT-LCD 液晶面板生产线，利用 a-Si（非晶硅）技术，可生产 0.96~24 英寸的液晶面板及模组产品，产品主要应用于手机、工控医疗设备、车载电子产品、电子纸等领域。公司积极布局 Mini LED、生物传感、裸眼 3D 等先进技术，稳步拓展 Micro LED 等新型显示技术产品。华锐光电项目的落地，填补了河南省在新型显示产业领域的空白。

华锐光电成立于 2017 年 10 月，系由河南省、郑州市、航空港区三级政府共同出资的重点招商引资企业。华锐光电项目于 2019 年 2 月开始主体建设，2020 年 8 月开始搬入生产线设备，并于 2020 年底实现点亮投产。2021 年，华锐光电进入产品研发、试生产及产能爬坡阶段，2022 年正式进入运营期，2022 年及 2023 年 1~3 月分别产生收入 10.07 亿元和 0.55 亿元，毛利率分别为 0.70% 和 3.64%。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，受益于政府的大力支持，公司所有者权益保持增长，资本实力显著增强；但债务规模进一步扩大，财务杠杆已处于较高水平，同时短期债务占比较高且短期内债券兑付压力较大，资本结构和债务结构有待改善，同时需持续关注公司偿债安排及偿债资金到位情况；经营获现能力弱化，经营活动净现金流和 EBITDA 对利息支出的覆盖能力均有待提升。

资本实力与结构

跟踪期内，公司各业务板块稳步推进，公司总资产持续增长，但资产流动性仍较弱，资产收益性尚可，整体资产质量一般；控股股东及各股东持股比例发生较大变化，受益于股东增资及资产注入，所有者权益大幅增长，资本实力显著增强，但财务杠杆仍处于较高水平，资本结构有待改善。

公司定位于航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台，跟踪期内仍围绕航空港区的城市建设及运营展业，各业务板块稳步推进，总资产规模持续扩大。公司资产仍主要由土地一级开发及基础设施建设业务、棚户区改造、房地产开发、投资性房地产租赁等业务形成的应收类款项、存货、投资性房地产、其他非流动资产等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构。2021 年以来，公司将未签订政府购买服务协议 的 2017 年度至 2020 年度棚改项目投资成本及前期公司储备的土地资产从流动资产相关科目调整至“其他非流动资产”科目核算，并且后续新增相关资产均计入此科目核算，导致了近年来流动资产占比逐年下滑，2023 年 3 月末降至 59.61%。

流动资产方面，公司应收账款主要系应收航空港区管委会的棚改服务费、土地出让金等款项以及

商品贸易业务形成应收货款，2022 年受财政资金安排影响，公司部分棚改服务费、土地出让金及投资性房地产租金及补贴未收回，应收账款持续增长；其他应收款主要系应收区域内其他国有企业的往来款、股权转让款等，2022 年末同比增长 64.00%，主要系对四个基础设施项目包公司⁴的往来款增加所致。截至 2023 年 3 月末，公司应收类款项合计为 237.73 亿元，占总资产的比重为 8.31%，主要系应收航空港区管委会及下属部门、企业的款项，对公司资金形成较大占用。公司存货主要为项目开发成本和库存商品，2022 年以来随着土地整理等项目开发成本的增加，存货规模小幅增长，2023 年 3 月末占总资产规模的比例接近 45%。此外，公司账面始终保持一定规模的货币资金，但受限比例较高，截至 2023 年 3 月末货币资金为 137.81 亿元，其中受限部分占比 41.53%，主要为保证金。

非流动资产方面，其他非流动资产系公司非流动资产的主要构成，2022 年棚改项目继续投入、公司对四个基础设施项目包公司的资金拆借款继续增加，同时公司对汽车产业园项目的投入大幅增长，并且当期收到航空港区管委会无偿划转的片区土地开发资产，期末其他非流动资产同比大幅增长 94.30%至 707.26 亿元，其中土地资产 315.91 亿元、棚改及汽车产业园项目投入 245.43 亿元、对四个基础设施项目包公司资金拆借款 75.12 亿元、对外部单位借款 36.36 亿元；对外部单位的借款主要包括对合众思壮原实控人郭信平借款 14.49 亿元⁵以及航空港区保交楼借款，对外借款的回收情况需保持关注。2022 年以来，公司光电显示产业园、老家院子等项目陆续完工转入“固定资产”或“投资性房地产”，导致在建工程整体有所下降，固定资产及投资性房地产有所上升。此外，其他权益工具投资主要系公司对四个基础设施项目包公司的权益类投资、对河南民航机场建设开发管理有限公司及医药生物、电子通讯等行业企业的股权投资以及公司持有的资产管理计划和基金投资份额，2022 年随着对四个基础设施项目包公司的权益类投资减少以及持有的资产管理计划投资本金的收回，期末其他权益工具投资大幅下降。

公司资产中基础设施建设、土地整理及棚户区改造等项目建设成本占比较高，同时公司拥有较大规模的土地资产以及对航空港区管委会及关联单位的应收款项，资产流动性整体较弱；公司公租房、产业园、自持商业地产等投资性房地产可为公司带来一定的租金收入，公用事业板块亦可贡献稳定增长的现金流入，同时持有合众思壮 20.13%的股权，截至 2023 年 3 月末持股市值为 11.04 亿元，资产收益性尚可。综合来看，公司资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况

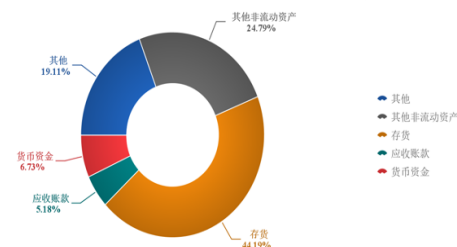
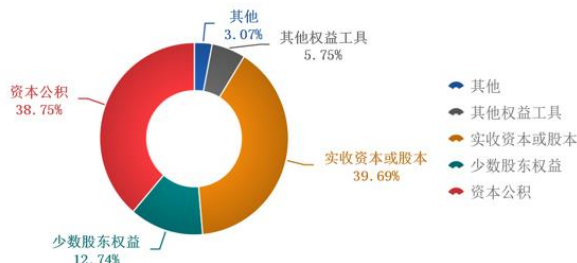


图 2：截至 2022 年末公司权益情况



⁴ 四个基础设施项目包公司分别为郑州航空港区航兴基础设施建设有限公司、郑州航空港区航盛基础设施建设有限公司、郑州航空港区汇展基础设施建设有限公司及郑州航空港区汇发基础设施建设有限公司（以下分别简称“航兴基础”、“航盛基础”、“汇展基础”和“汇发基础”），原均系公司子公司。2021 年 4 月，根据航空港区管委会整体安排，公司将下属企业国资公司持有的航兴基础 50%股权、航盛基础 50%股权，汇港发展持有的汇展基础 50%股权、汇发基础 45.70%的股权分别转让至航空港区管委会下属其他国有独资企业，自此四个项目包公司均不再纳入公司合并范围。截至 2021 年 3 月末，四个基础设施项目包计划总投资 148.84 亿元，已投资 127.15 亿元。

⁵ 郭信平以其持有的合众思壮 1.62 亿股股票及北京和协杭电科技有限公司的房产作为质/抵押物。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于股东及地方政府的大力支持，公司经调整的所有者权益⁶继续保持上升趋势。公司经调整的所有者权益仍主要由实收资本、资本公积和少数股东权益等构成，2022 年以来公司控股股东发生变化、各股东持股比例发生两次调整⁷，受益于原控股股东航空港区管委会及两位新股东河南投资集团有限公司和郑州国家中心城市产业发展基金股份有限公司（以下分别简称“河南投资集团”和“郑州国家中心城市基金”）对公司增资，2022 年末实收资本同比增长 123.05 亿元至 343.38 亿元。同期，航空港区管委会向公司无偿划转了 170.00 亿元片区土地开发资产，期末资本公积同比增长 95.46%至 335.18 亿元。此外，2022 年，公司利润水平大幅下滑，同时公司支付永续债利息、基金类权益性融资固定收益 7.49 亿元及上缴国有资本收益 4.36 亿元，导致期末未分配利润同比减少 29.12%。预计未来股东将继续为公司提供支持，公司资本实力将进一步增强。

跟踪期内，受益于资本实力的显著增强，公司总资本化比率持续下降、资产负债率小幅波动，2023 年 3 月末资产负债率和总资本化比率分别为 70.77%和 69.36%，财务杠杆处于较高水平，资本结构有待改善。

表 12：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	2,034.26	2,370.80	2,852.82	2,860.53
流动资产占比	84.11	67.73	61.49	59.61
经调整的所有者权益合计	440.12	526.15	784.96	786.76
资产负债率	70.03	69.97	69.68	70.77
总资本化比率	76.40	75.87	70.16	69.36

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量较好，2022 年经营活动净现金流转负，经营获现能力弱化，投资活动现金仍保持较大规模净流出，但资金缺口有所收窄，经营发展对外部融资存在较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

跟踪期内，公司棚户区改造及商品贸易等业务收入有所增长，带动营业总收入亦有所上升，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模亦随之上升，且仍可与营业收入相匹配，公司收入质量较好。

公司经营活动净现金流主要受基础设施及土地整理、棚户区改造、房地产开发等项目建设以及商品销售等业务及其他与经营活动有关的现金收支影响。2022 年，由于保证金存入流出增长，导致经营活动净现金流由正转负，经营获现能力表现弱化。同期，公司投资活动现金流仍保持大幅净流出态势，但受项目投资力度的下降及购置土地支出减少，投资活动现金流净流出规模有所下降。

如前所述，2022 年公司经营活动和投资活动均存在资金缺口，加之公司债务还本付息仍保持较大规模，外部融资仍是满足公司正常运转的重要渠道，2022 年筹资活动现金流净流入规模同比上升。

⁶ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括永续债和基金类权益性融资，2020~2022 年末及 2023 年 3 月末调整项分别为 169.62 亿元、185.81 亿元、80.10 亿元和 49.40 亿元。

⁷ 详见中诚信国际于 2022 年 10 月 14 日发布的《中诚信国际关于确认河南航空港投资集团有限公司主体及相关债项信用等级，以及关注其控股股东及实际控制人发生变动的公告》以及公司于 2023 年 1 月 20 日发布的《河南航空港投资集团有限公司股权结构发生变动的公告》。

公司主要通过银行借款和债券融资满足资金需求，并使用少量的非标资金作为补充；同时受益于股东的持续支持，2022 年公司吸收投资收到的现金为 124.99 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，2022 年公司通过外部债务融资叠加股东注资等方式筹集的资金，可以覆盖经营活动及投资活动的现金流缺口，现金及现金等价物呈现小额净增长。

表 13：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-155.86	1.57	-38.01	34.37
投资活动产生的现金流量净额	-8.47	-96.37	-63.86	-33.67
筹资活动产生的现金流量净额	170.35	88.13	103.28	-13.33
现金及现金等价物净增加额	4.95	-7.45	2.44	-12.63
收现比	1.05	1.15	1.24	2.68

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，公司债务规模进一步扩大，债务负担较重，短期内债务到期规模很大且债券到期占比较高，债务结构有待改善，同时需持续关注公司未来偿债安排及债券到期兑付情况；EBITDA 和经营活动净现金流对利息支出的保障能力均很弱。

近年来，公司外部债务融资需求随着经营业务的持续发展、对外投资工作的推进而持续推升，2022 年末总债务达 1,845.50 亿元；2023 年 3 月末，随着部分应付票据的兑付及永续债的偿还，总债务小幅下降，总体来看公司债务负担较重。公司债务以银行借款和债券融资为主，同时有一定规模的非标借款，公司与各大金融机构保持良好的合作关系，债务类型及融资渠道较为多元。2023 年 3 月末，公司债券融资余额为 719.80 亿元，占总债务的比重约为 40%。债务期限结构方面，2022 年以来，由于公司发行较多短期限债券、新增较多短期银行借款及票据融资，以及部分长期债务将于一年内到期，导致短期债务大幅增长至 818.23 亿元，短期债务占比约 45%，其中债券到期规模为 418.00 亿元⁸，截至本报告出具日已兑付 135.00 亿元。中诚信国际认为，公司债务负担较重，短期内债务到期规模很大且债券到期占比较高，债务结构有待改善，同时需持续关注公司未来偿债安排及债券到期兑付情况。

表 14：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

融资渠道	平均成本	金额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上
银行借款	5%以内	724.33	205.48	121.50	14.17	383.18
债券融资	4.50%	737.80	418.00	248.00	64.00	7.80
非标融资	5%-6%	155.23	53.46	7.08	39.73	54.96
其他	4.56%	39.00	25.40	-	13.60	-
合计	--	1,656.36	702.34	376.58	131.51	445.94

注：本表统计的有息债务不包括应付票据和计入所有者权益的有息债务，2023 年 3 月末应付票据为 74.96 亿元；计入所有者权益的有息债务为 49.40 亿元，其中一年内到期规模为 40.83 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，得益于公司营业总收入及营业毛利率的同步上升，经营性业务利润同比有所增长；但受当期长期股权投资未获得大额处置收益及交易性金融资产公允价值下跌影响，当期利润水平较上年大幅减弱。EBITDA 主要由利润、利息支出及折旧与摊销构成，2022 年因利润水平下降，EBITDA

⁸ 含未来一年将回售的债券 80 亿元。

亦有所减少，其对利息支付的覆盖能力进一步下滑，EBITDA 对利息支出的保障能力很弱。此外，2022 年公司经营活动现金流转负，无法对利息支出形成覆盖。

表 15：近年来公司偿债能力指标（亿元、X、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	1,425.09	1,654.32	1,845.50	1,781.10
短期债务	336.74	536.68	831.95	818.23
短期债务占比	23.63	32.44	45.08	45.94
EBITDA	27.28	26.21	22.72	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.41	0.34	0.24	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.36	0.02	-0.40	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产为 179.17 亿元，占总资产的比例为 6.26%，受限比例不高，仍有较大的抵质押融资空间。

表 16：截至 2023 年 3 月末公司受限资产情况（亿元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	57.24	保证金等
应收账款	70.60	质押
存货	24.11	抵押
固定资产/投资性房地产	3.09	抵押
无形资产	0.56	质押/抵押
在建工程	3.58	抵押
其他非流动资产	19.98	质押/抵押
合计	179.17	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 24.36 亿元，占同期末经调整的所有者权益的比例为 3.10%。被担保单位主要系四个基础设施项目包公司及航空港区内另一个平台企业郑州航空港科创投资集团有限公司，目前担保债务还本付息正常，代偿风险较小。此外，经中国执行信息公开网查询，公司子公司航程置业及国资公司涉及被执行事项，其中航程置业仍有 1 起案件在被执行阶段，执行标的金额为 657.14 万元；国资公司有 4 起案件在被执行阶段，执行标的金额共计 1.04 亿元。经公司反馈，以上被执行案件均系工程施工合同纠纷。

表 17：截至 2023 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	郑州航空港区航兴基础设施建设有限公司	国企	33,720.88
2	郑州航空港区航盛基础设施建设有限公司	国企	63,442.21
3	郑州航空港区汇发基础设施建设有限公司	国企	75,418.60
4	郑州航空港区汇展基础设施建设有限公司	国企	61,394.31
5	郑州航空港科创投资集团有限公司	国企	9,600.00
	合计	--	243,576.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及有效期截至 2023 年 5 月的企业征信报告，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁹

假设

- 2023 年，公司仍作为航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台，没有显著规模的资产划出，但持续获得河南省政府及航空港区管委会的大力支持。
- 2023 年，公司主营业务板块基本稳定，营业收入保持增长，盈利能力变化不大。
- 2023 年，公司项目投资规模预计在 100~200 亿元，股权类投资规模在 5~20 亿元。
- 2023 年，公司 2023 年新增债务类融资（含还本付息）700~900 亿元。

预测

表 18：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	75.87	70.16	65.00~75.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.34	0.24	0.15~0.30

资料来源：中诚信国际根据公司提供资料整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，未来一年公司流动性支出压力较大，但流动性来源充足，可满足大部分流动性需求。

跟踪期内，公司货币资金规模有所波动，2023 年 3 月末为 137.81 亿元，其中受限部分为 57.24 亿元，主要为票据保证金，账面货币资金可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司境内银行授信总额为 2,664.49 亿元，其中未使用授信额度为 332.86 亿元，尚具备一定的备用流动性；同时，公司在债券市场表现活跃，截至 2023 年 3 月末，公司债券及债权融资计划批复额度合计为 571.50 亿元，其中尚未发行额度为 357.50 亿元，同时正在申报注册公司债、债务融资工具等直融产品，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注融资政策及融资环境对公司再融资能力的影响。此外，公司作为河南省财政厅直接控股的企业，且定位为航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台，可持续获得河南省和航空港区两级政府的大力支持。

公司流动性需求主要来自于项目建设、外部投资及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于项目建设，资金需求较大。同时，未来一年公司债务集中到期压力很大，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年债务到期规模为 818.23 亿元（含应付票据），其中债券到期规模为 418.00 亿元；此外，2022 年公司利息支出约 95 亿元，预计未来一年利息支出保持在 95~100 亿

⁹ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

元。综上所述，未来一年，公司还本付息压力很大，叠加项目建设等对外投资，公司面临较大的流动性支出需求；但公司账面仍有较大规模的货币资金，未使用银行授信和已获批未使用债券额度充裕，同时河南省政府及航空港区管委会预计仍将对公司进行大力的资金支持，整体来看公司流动性来源充裕，可覆盖大部分流动需求。

ESG 分析¹⁰

中诚信国际认为，公司在环境和社会方面的表现较好，同时公司建立了健全的内控及治理结构，但子公司因信息披露违法违规被证监会处罚，信息披露及对子公司管理等方面仍有待增强，综合来看公司 ESG 仍有一定的提升空间。

环境方面，公司棚户区改造等工程项目建设，供热、燃气等公用事业业务对环境可能产生一定的影响，但目前暂未受到行政处罚。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高；同时，在投资者责任、社会争议事件管理方面也表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合航空港区发展规划和公司经营目标。但中诚信国际亦关注到，公司下属上市公司合众思壮因信息披露违法违规被证监会出具《行政处罚决定书》，公司在信息披露以及对子公司管理方面仍有待增强。

外部支持

中诚信国际认为，航空港区管委会的支持能力很强，主要体现在以下方面：

航空港区是我国首个上升为国家战略、目前唯一一个由国务院批准设立的航空经济先行区，也是郑州-卢森堡“空中丝绸之路”先导区。航空港区是一个拥有航空、高铁、地铁、城铁、普铁、高速公路与快速路等多种交通方式的立体综合交通枢纽，聚焦 4 大高端制造业(电子信息、新能源汽车、航空航天、生物医药)、3 大未来产业(新一代信息技术、新能源、新材料)、3 大服务业(现代物流、会展商贸、创意文旅)产业集群，以富士康为头雁的万亿级电子信息产业集群、千亿级新能源汽车产业集群及若干百亿级产业集群快速成型。2022 年，航空港区核心区面积从 415 平方公里扩大至 747 平方公里，同时河南省政府也进一步理顺了对航空港区的管理体制和财政体制，给予了航空港区更大的政策支持。受益于省市两级政府的大力支持及航空港区突出的战略定位和区位优势，2022 年航空港区实现地区生产总值 1,208.00 亿元，同比增长 9.70%，增速在郑州市下辖区县仍保持前列。但受留抵退税、减税降费以及外部环境因素影响，航空港区一般公共预算收入增速放缓，政府性基金收入持续下降。固定资产投资等亦推升了航空港区的资金需求，政府债务余额呈增长态势，同时以航空港投资为主的区域平台债务规模很高，航空港区广义债务率处于较高水平，整体再融资环境尚可。

同时，航空港区管委会对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

¹⁰ 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。

1) 区域重要性强: 公司定位于航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台, 承担了航空港区内大量的土地一级开发、基础设施建设、棚户区改造项目, 并负责区域内公租房建设及运营、产业园开发及运营、公用事业运营等, 区域重要性高。

2) 与政府的关联度高: 河南省财政厅和航空港区管委会分别为公司第一大股东和第二大股东, 河南省财政厅是公司控股股东及实际控制人, 航空港区管委会系河南省政府派出机构。目前公司根据两大主要股东的意图承担航空港区的城市建设与产业开发任务, 同时接受两大股东的管理, 股权结构和业务开展与航空港区管委会及河南省政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大: 公司在资本注入、专项债资金支持、资产注入、运营补贴等方面获得股东及地方政府的大力支持。2022 年, 航空港区管委会、河南投资集团、郑州国家中心城市基金分别向公司注入 43.05 亿元、40.00 亿元和 40.00 亿元的注册资本金, 年末实收资本增至 343.38 亿元。同期, 航空港区管委会向公司注入片区开发土地资产共计 170.00 亿元, 亦大幅提升了公司的资本实力。2022 年及 2023 年 1~3 月, 公司分别获得专项债资金及其他专项资金 28.69 亿元和 1.55 亿元; 同期分别获得政府补助 0.98 亿元和 0.20 亿元。

表 19: 航空港区主要平台比较 (亿元、%)

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
河南航空港投资集团有限公司	河南省财政厅 47%、航空港区管委会 37%	航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台	2,852.82	865.06	69.68	476.29	0.51	753.80 亿元+2.00 亿美元
郑州航空港科创投资集团有限公司	航空港区管委会 100%	航空港区重要的基础设施建设主体	204.98	87.91	57.11	32.41	1.89	10.00

注: 1、债券余额为母公司口径, 时间截至本报告出具日; 2、表中财务数据均为 2022 年或 2022 年末数据。

资料来源: 公司提供及公开资料, 中诚信国际整理

综上, 中诚信国际认为, 航空港区很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为, 航空港投资与西安高新、湖北科投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异, 当地政府的支撑能力均很强, 并对上述公司均具有强的支持意愿, 最终主体信用等级处于同一档次。

首先, 郑州航空港区是目前唯一一个由国务院批准设立的航空经济先行区, 西安高新区、武汉东湖高新区均为排名靠前的国家级高新区, 三者行政地位相当。郑州航空港区的产业发展及经济财政实力要弱于西安高新区和武汉东湖高新区, 但其政府债务余额亦同样低于西安高新区和武汉东湖高新区。此外, 三者均保持较高的经济增速和财政平衡能力。综合来看各区域管委会支撑能力均很强。公司与西安高新、湖北科投均为各区域内最重要的基础设施建设主体, 各区域管委会对它们的支持意愿均强。

其次, 航空港投资的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府的对其的主要定位, 公司与可比对象均具有业务竞争优势, 核心业务在各自区域的重要程度高,

且业务结构较为元化，但也存在部分业务盈利能力不足等问题。

然后，航空港投资的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模高于比较组，同时与比较组均具有很强的资本实力；但公司与西安高新的财务杠杆均处于较高水平；公司债务规模较大，且短期内债务到期压力大，EBITDA 对利息覆盖能力处于很弱水平；此外，公司债券余额在比较组中最高，资本市场认可度较高，且具备较大规模的可用银行授信，可为公司流动性提供一定支持。

表 20：2022 年同行业对比表

	航空港投资	西安高新	湖北科投
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	郑州航空港区	西安高新区	武汉东湖高新区
GDP（亿元）	1,208.00	3,104.30	2,643.80
GDP 增速（%）	9.70	10.1	6.0
一般公共预算收入（亿元）	68.49	137.67	190.19
公共财政平衡率（%）	79.49	81.48	81.95
政府债务余额（亿元）	192.22	278.87	425.80
控股股东及持股比例	河南省财政厅 47%、航空港区管委会 37%	西安高新技术产业开发区管理委员会 70%	武汉东湖新技术开发区管理委员会 100%
职能及地位	航空港区城市开发与产业服务的主要载体及运作平台	西安高新区最重要的基础设施开发建设主体	东湖高新区最重要的投资建设主体
核心业务及收入占比	商品贸易 74.21%、棚改服务 11.18%、房地产开发 3.58%、合众思壮业务 3.93%	房屋租赁 39.98%、代建管理费 8.88%、商品化安置房 13.65%、材料销售 24.13%	租赁收入 36.90%、利息收入 12.20%、汽车销售维修 7.22%、建设管理费 5.93%
总资产（亿元）	2,852.82	2,152.36	2,672.16
经调整的所有者权益合计（亿元）	784.96	572.55	1,006.36
总债务（亿元）	1,845.50	1,510.54	1,481.73
总资本化比率（%）	70.16	72.51	59.55
营业总收入（亿元）	476.29	38.68	22.02
净利润（亿元）	0.51	3.01	3.43
EBITDA（亿元）	22.72	17.77	27.19
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.24	0.22	0.45
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-38.01	-7.46	54.74
可用银行授信余额（亿元）	332.86	908.81	816.30
债券融资余额（亿元）	753.80 亿元+2.00 亿美元	614.60	329.75 亿元+3.00 亿美元

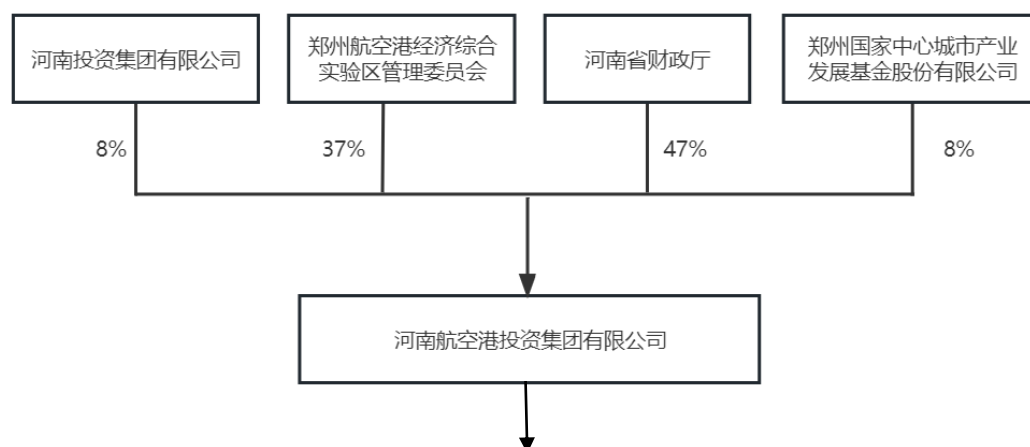
注：1、由于郑州航空港区未公开披露 2022 年财政相关数据，故表中郑州航空港区一般公共预算收入、公共财政平衡率及政府债务余额数据均为 2021 年数据，西安高新区、武汉东湖高新区均为 2022 年数据；2、可用授信余额为截至 2023 年 3 月末数据；3、债券融资余额为截至本报告出具日本部口径数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

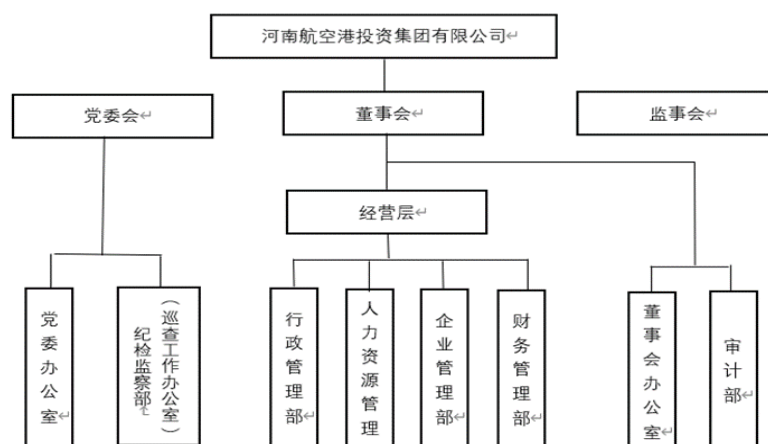
评级结论

综上所述，中诚信国际维持河南航空港投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 郑州兴港债/PR 兴港债”、“21 港投 01”和“21 港投 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：河南航空港投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	企业名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	郑州创泰生物技术服务有限公司	70,000	100.00
2	郑州航空港兴晟信资本管理有限公司	100,000	100.00
3	郑州航空港区航程置业有限公司	377,926	90.39
4	郑州航空港区国有资产经营管理有限公司	878,300	97.72
5	郑州航空港汇港发展有限公司	255,000	100.00
6	郑州航空港区兴慧电子科技有限公司	200,000	100.00
7	郑州航空港区兴创电子科技有限公司	10,000	100.00
8	郑州航空港兴港公用事业有限公司	100,000	100.00
9	郑州创新投资发展有限公司	50,000	100.00
10	郑州航空港区兴瑞实业集团有限公司	300,000	51.00
11	河南省临空产业园发展有限公司	500,000	100.00



注：河南投资集团和郑州国家中心城市基金将其对公司持股对应的除转让权、分红权、知情权以外的股东权利委托河南省财政厅代为行使，同时河南投资集团和郑州国家中心城市基金不参与公司的具体经营管理，不向公司委派董事、高级管理人员等任何人员。因此河南省财政厅对公司享有 63% 的表决权。

资料来源：公司提供

附二：河南航空港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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,181,144.00	1,634,158.48	1,920,120.23	1,378,066.46
非受限货币资金	982,082.13	907,609.66	932,022.15	805,696.49
应收账款	759,819.16	1,028,861.50	1,478,054.98	1,324,195.26
其他应收款	334,275.46	639,395.98	1,048,608.73	1,053,134.10
存货	13,378,369.11	12,077,573.44	12,605,336.53	12,628,530.39
长期投资	754,802.89	1,244,898.94	795,203.57	826,270.23
在建工程	1,076,307.42	1,369,487.07	1,148,513.82	1,188,169.33
无形资产	119,315.66	171,389.02	226,983.06	223,990.98
资产总计	20,342,565.20	23,707,997.93	28,528,174.20	28,605,274.54
其他应付款	268,486.30	153,783.43	488,498.56	464,418.94
短期债务	3,367,417.86	5,366,786.15	8,319,529.63	8,182,335.47
长期债务	10,883,527.39	11,176,379.99	10,135,448.96	9,628,659.31
总债务	14,250,945.25	16,543,166.14	18,454,978.59	17,810,994.79
负债合计	14,245,131.03	16,588,429.77	19,877,572.32	20,243,671.80
利息支出	660,150.12	773,476.62	955,490.23	--
经调整的所有者权益合计	4,401,234.17	5,261,469.16	7,849,601.89	7,867,602.74
营业总收入	3,624,631.79	4,258,897.37	4,762,864.50	1,053,729.06
经营性业务利润	186,137.47	50,423.21	80,326.10	2,857.25
其他收益	3,843.64	8,174.94	9,828.38	1,990.54
投资收益	5,701.27	127,923.41	60,584.11	6,020.91
营业外收入	2,621.61	13,764.05	1,206.36	160.39
净利润	134,786.61	142,693.26	5,063.51	2,485.84
EBIT	236,184.74	144,710.15	150,107.04	--
EBITDA	272,830.56	262,051.13	227,232.13	--
销售商品、提供劳务收到的现金	3,793,624.45	4,883,093.96	5,914,324.62	2,824,932.75
收到其他与经营活动有关的现金	593,255.47	589,433.17	486,448.30	360,917.58
购买商品、接受劳务支付的现金	4,948,102.88	5,031,197.45	5,667,529.79	2,288,513.83
支付其他与经营活动有关的现金	806,844.87	179,058.68	858,783.88	499,018.58
吸收投资收到的现金	1,030,576.05	806,856.32	1,249,891.25	46,304.00
资本支出	275,722.33	775,627.18	669,817.12	106,794.66
经营活动产生的现金流量净额	-1,558,588.11	15,732.14	-380,104.22	343,655.50
投资活动产生的现金流量净额	-84,724.78	-963,672.91	-638,613.56	-336,688.46
筹资活动产生的现金流量净额	1,703,531.85	881,284.41	1,032,827.44	-133,292.70
现金及现金等价物净增加额	49,534.64	-74,472.47	24,412.50	-126,325.66
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	8.36	5.97	6.56	4.85
期间费用率（%）	2.76	4.30	4.66	4.33
应收类款项占比（%）	5.42	7.32	8.86	8.31
收现比（X）	1.05	1.15	1.24	2.68
资产负债率（%）	70.03	69.97	69.68	70.77
总资本化比率（%）	76.40	75.87	70.16	69.36
短期债务/总债务（%）	23.63	32.44	45.08	45.94
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.36	0.02	-0.40	--
总债务/EBITDA（X）	52.23	63.13	81.22	--
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.05	0.03	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.41	0.34	0.24	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将“其他流动负债”、“其他应付款”中的有息债务调整至短期债务计算，将“长期应付款”、“其他非流动负债”中的有息债务调整至长期债务，将“其他权益工具”和“少数股东权益”中的有息债务按照到期时间分别调整至短期债务和长期债务计算；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-公益性资产调整
	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，影响报表使用人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