

2013 年郑州公共住宅建设投资有限公司

公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2013 年郑州公共住宅建设投资有限公司公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪
第【222】号 01

债券简称：13 郑公住投
债/PR 郑建投

债券剩余规模：2.80 亿
元

债券到期日期：2020 年
07 月 17 日

债券偿还方式：按年计
息，每年付息一次；在
本期债券存续期的第 3
年至第 7 年末每年偿还
本金的 20%。

分析师

姓名：
刘玮 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司主体长期信用
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 17 日	2018 年 06 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对郑州公共住宅建设投资有限公司（以下简称“郑公住”或“公司”）及其 2013 年 7 月 17 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础，公司未来收入来源较有保障，继续获得外部支持；同时我们也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力较大，偿债压力加大，利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018 年郑州市实现 GDP10,143.3 亿元，同比增长 8.1%，区域经济保持较快增长，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司未来收入来源较有保障。公司主要在建拟建项目为金光花苑、永盛苑、郑住天地以及天地人和、郑州市青年人才公寓，上述项目（除天地人和、永盛苑）计划总投资 101.43 亿元，剩余可售房屋面积为 2.49 万平方米，预计未来将为公司带来一定规模的代建管理收入、房地产销售收入及房屋出租收入。
- 公司继续获得外部支持。作为郑州市主要的保障性住房投资建设主体，公司在财政补贴方面持续获得政府支持。2018 年公司获得政府补助 1,042.30 万元，提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产以存货及投资性房地产为主，2018 年末存货及投资性房地产占总资产的比重为 88.57%。存货主要为房地产项目的开发成本，短期变现能力弱，且部分投资性房地产尚未取得房屋产权证，整体流动性较弱。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2018 年末，公司主要在建拟建项目尚需投入资金 57.40 亿元，面临较大的资金压力。
- **偿债压力加大。**截至 2018 年末，公司有息债务为 287,350.30 万元，同比增长 35.16%，资产负债率提升至 45.74%，EBITDA 利息保障倍数下降为 2.46，偿债压力加大。
- **公司利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益，不确定较大。**2018 年公司实现营业利润 2.83 亿元，同比下降 33.76%，剔除当期投资性房地产公允价值变动收益后的营业利润为 0.35 亿元，未来投资性房地产公允价值变动收益是否具有持续性存在较大的不确定性。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,631,936.71	1,436,413.83	1,309,547.40
所有者权益	885,482.22	864,348.02	833,184.31
有息债务	287,350.30	212,600.00	216,000.00
资产负债率	45.74%	39.83%	36.38%
流动比率	1.38	1.48	2.05
营业收入	22,055.84	12,522.58	13,482.78
营业外收入	136.93	66.16	1,143.56
利润总额	28,419.01	42,815.98	59,276.81
综合毛利率	47.74%	69.26%	47.26%
EBITDA	33,674.45	43,228.24	59,512.69
EBITDA 利息保障倍数	2.46	3.39	5.61
经营活动现金流净额	-21,536.57	18,743.98	-72,236.71

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年7月17日发行7年期7亿元公司债券，募集资金原计划用于郑州永盛南苑经济适用住房小区项目、郑州永盛东苑经济适用住房小区项目及郑州裕康嘉园公共租赁住房小区项目（以下简称“裕康嘉园”）。根据公司2017年11月发布的公告，因国家政策导向变更所致，原募投项目中的郑州永盛南苑经济适用住房小区项目及郑州永盛东苑经济适用住房小区项目调整为郑州市郑东新区金光花苑棚户区改造项目（以下简称“金光花苑”）。截至2018年末，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

2018年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本为10亿元，控股股东为郑州地产集团有限公司，持有100%股权；实际控制人为郑州市人民政府国有资产监督管理委员会。2018年公司董事、监事、高级管理人员亦未发生变化。

2018年公司合并报表范围新纳入1家一级子公司，为荥阳郑住青年人才公寓置业有限公司。截至2018年末，纳入公司合并报表范围内的一级子公司共计7家。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式（新设、投资或收购等）
荥阳郑住青年人才公寓置业有限公司	100.00%	1,000.00	房地产开发与经营	投资

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03

万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不

得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5 月，财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61 号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

表 2 2018 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34 号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金

2018年5月	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

2018年郑州市经济仍保持较快增长，经济实力持续增强

2018年郑州市经济仍保持较快增长，全年实现地区生产总值10,143.3亿元，按可比价格计算，同比增长8.1%。其中，第一产业增加值147.1亿元，增长2.1%；第二产业增加值4,450.7亿元，增长8.1%；第三产业增加值5,545.5亿元，增长8.3%。2018年郑州市人均生产总值为101,349元，为同期全国人均生产总值的1.57倍。

2018年郑州市工业增加值为3,746.2亿元，同比增长6.9%。规模以上工业企业增加值比上年增长6.8%；其中，高技术产业增加值比上年增长12.4%；七大主导产业增加值比上年增长7.6%，总量占规模以上工业增加值的72.2%。

2018年郑州市固定资产投资完成额比上年增长10.9%。房地产开发投资比上年下降3.0%；商品房屋施工面积18,643.1万平方米，增长13.8%；商品房新开工面积4,363.5万平方米，下降20.1%；商品房屋竣工面积1,946.1万平方米，增长27.4%；房屋实际销售面积3,712.1万平方米，增长19.8%；销售金额3,134亿元，增长17.2%；待售房屋面积570.7万平方米，增长26.5%。

表3 郑州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	10,143.3	8.1%	9,130.2	8.2%
第一产业增加值	147.1	2.1%	158.6	2.6%
第二产业增加值	4,450.7	8.1%	4,247.5	7.6%
第三产业增加值	5,545.5	8.3%	4,724.1	9.0%

工业增加值	3,746.2	6.9%	3,683.5	7.4%
固定资产投资	-	10.9%	7,573.4	8.2%
社会消费品零售总额	4,268.1	9.7%	4,057.2	10.7%
进出口总额	4,015.7	2.2%	596.4 (亿美元)	8.4%
存款余额	21,767.2	7.0%	20,349.6	7.1%
贷款余额	21,202.2	17.8%	17,992.4	16.7%
人均 GDP (元)		101,349		93,143
人均 GDP/全国人均 GDP		1.57		1.56

注：（1）2017 年进出口总额单位为亿美元；（2）“-”表示数据未公开
 资料来源：2017-2018 年郑州市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年郑州市实现公共财政收入1,152.1亿元，同比增长9.0%，其中税收收入859.5亿元，占公共财政收入比重为74.6%；同期郑州市公共财政支出为1,763.3亿元，同比增长16.4%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为65.3%。

四、经营与竞争

公司收入来源于房地产销售、房屋租赁及物业服务业务，2018年公司实现营业收入22,055.84万元，同比增长76.13%，主要系房地产销售收入大幅上升所致；综合毛利率同比下降21.52个百分点至47.74%，主要系房地产销售收入占比大幅提升同时其毛利率低于原综合毛利率所致。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产销售	9,587.98	27.62%	560.57	71.15%
房屋租赁	7,936.65	93.15%	8,023.38	93.60%
物业服务	3,566.56	10.43%	2,673.04	18.25%
其他	964.64	12.11%	1,265.60	21.82%
合计	22,055.84	47.74%	12,522.58	69.26%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

2018年公司房地产销售收入大幅上升，且目前在建及拟建房地产项目规模较大，未来收入来源较有保障，但存在较大的资金支出压力

公司是郑州市人民政府授权郑州市国资委作为发起人出资组建的国有独资公司，主要从事郑州市保障房项目的开发建设，并涉及部分商品房项目。2018年公司实现房地产销售收入9,587.98万元，较上年大幅提升，主要来源于裕康嘉园、滨河名家二期等。公司房地产项目涉及郑州市经济适用房范畴，项目用地成本相对较低，部分经济适用房项目允许配

建不超过开发面积30%的商品房作为补差房用以弥补企业开发经济适用房的利润，另外公司开发的项目中配套建设了部分商业用房，商业用房较高的销售价格在一定程度上提升了公司项目的盈利水平。2018年公司房地产销售毛利率为27.62%，较2017年出现大幅下降，主要系2017年房地产销售整体处于尾盘销售阶段，实现的销售收入较低，且销售部分主要为售价较高的商铺，2018年恢复到正常的收入和毛利率水平。截至2018年末，公司剩余可售房屋面积为2.49万平方米，全部为滨河名家二期。

表 5 公司房地产项目结算情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	结算收入	
		2018年	2017年
裕康嘉园	公租房	4,801.68	-
滨河花园	经适房	-	43.73
滨河名家二期	商品房	4,741.48	516.84
其他	-	44.82	-
合计		9,587.98	560.57

资料来源：公司提供

公司在建及拟建项目主要为本期债券募投项目金光花苑以及天地人和、郑州市青年人才公寓等。根据公司与郑州市郑东新区管理委员会（以下简称“郑东新区管委会”）签订的《安置房委托开发合同》，公司负责承担金光花苑的定向开发工作，郑东新区管委会按项目投入资金总额的5%向公司支付项目开发建设管理费（不包含征迁补偿款、土地价款、税费及配套费等前期的资金）。按照合同约定，在合同签订后7日内，郑东新区管委会向公司拨付10%的开发建设管理费，开工后每年第一季度内郑东新区管委会按照公司上年度经审计的工程投入额支付相应管理费。截至2018年末，公司累计收到郑东新区管委会代建管理费77,989万元，计入“其他应付款”科目。天地人和为商品房开发项目，2018年末已投资主要为缴纳的土地出让金。郑州市青年人才公寓的收入来源主要为住宅、地下室、便利店及幼儿园、停车位等的出租收入。截至2018年末，公司主要在建及拟建房地产项目（除天地人和、永盛苑）计划总投资101.43亿元，已投资44.03亿元，后续至少需投资57.40亿元，存在较大的资金支出压力。

表6 截至2018年12月31日公司主要在建及拟建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	性质	土地获取方式	出让金	计划工期	建筑面积	计划总投资	已投资
金光花苑一期	安置房	划拨	-	2014.10~2019.12	62.31	31.93	14.09
金光花苑二期	安置房	划拨	-	2014.10~2019.12	59.14	30.83	7.34
金光花苑三期	安置房	划拨	-	2015.1~2019.12	26.98	11.60	6.31

永盛苑	商品房	招拍挂	8.48	2018.3-2020.6	-	-	11.79
郑住天地云墅	商品房	招拍挂	1.08	2018.3-2019.12	19.00	7.60	2.02
天地人和	商品房	招拍挂	2.07	2018.3-2020.6	-	-	2.18
郑州市青年人才公寓	-	划拨	-	-	52.62	19.47	0.30
合计	-	-	11.63	-	220.05	101.43	44.03

资料来源：公司提供

除上述主要在建及拟建项目外，公司大河新苑和南屏东苑两个经适房项目因用地及手续问题处于搁置状态。该两项目合计总投资11.42亿元，截至2018年底完成投资1.04亿元，计入在建工程科目。后续公司拟通过与项目所在区政府谈判，将项目改建为人才公寓、安置房或者进行项目清算收回前期投资。

总体来看，2018年公司房地产销售收入大幅上升，且公司在建及拟建房地产项目规模较大，预计未来将为公司带来一定规模的代理管理收入、房地产销售收入及房屋出租收入，未来收入来源较有保障。但公司在建及拟建房地产项目尚需投入规模较大，存在较大的资金支出压力。

公司房屋租赁收入保持稳定，物业服务收入大幅增长，为公司的营业收入提供很好的补充

公司房屋租赁业务主要由子公司郑州市公共租赁住房运营中心有限公司、郑州国谊住宅集团有限公司及郑州市旧城改造开发公司负责开展。公司房屋租赁收入主要来源于公租房出租收入，公司拥有的公租房由郑州市各区保障办负责分配出租给居民，租期为5年，按季度缴费，租金为8-12元/平方米/月，后期的收租、运营管理由公司负责，2018年末公司已分配出租的公廉租房约19,552套，已入住17,678套。2018年公司实现房屋租赁收入7,936.65万元，较上年小幅下降，主要系部分租户由公租转为廉租，房租标准降低导致房屋租赁收入下降。

公司物业服务业务主要由子公司郑州公建物业服务有限公司负责运营。截至2018年末，公司管理服务面积139.39万平方米¹，管理服务的物业类型主要为政府办公楼、经适房、商业住宅等。2018年公司实现物业服务收入3,566.56万元，同比增长33.43%，主要系物业管理面积增加所致。

公司继续获得外部支持

作为郑州市主要的保障性住房投资建设主体，公司在财政补贴方面获得了政府一定支持。根据《郑州市财政局关于将拨入郑州市旧城改造开发公司的财政性资金转作补贴收入

¹本期报告与上年报告的管理服务面积存在差异主要系公司提供的2017年管理服务面积存在统计误差

的通知》，2018年公司获得富士康公租房项目财政专项补助1,034.30万元以及郑州三官庙街道办事处奖励金8.00万元，提升了公司的利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2018年末，纳入公司合并报表范围的一级子公司共计7家，其中2018年新纳入1家，具体见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，以存货及投资性房地产为主，资产流动性较弱

截至2018年末，公司资产总计163.19亿元，同比增长13.61%，资产规模持续增长。从资产结构来看，公司资产仍以非流动资产为主，2018年末非流动资产占总资产的比重为58.84%。

表 7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	91,269.92	5.59%	53,664.90	3.74%
存货	555,315.29	34.03%	440,864.23	30.69%
流动资产合计	671,750.18	41.16%	505,672.96	35.20%
投资性房地产	889,997.78	54.54%	861,330.67	59.96%
其他非流动资产	59,956.18	3.67%	59,956.18	4.17%
非流动资产合计	960,186.53	58.84%	930,740.87	64.80%
资产总计	1,631,936.71	100.00%	1,436,413.83	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要为货币资金及存货。截至2018年末，公司货币资金为9.13亿元，主要为银行存款、其他货币资金及少量库存现金，其中其他货币资金374.78万元，全部为银行保证金。公司存货主要为房地产项目的开发成本，随着在建房地产项目的投入，开发成本和开发间接费增加，导致2018年末存货规模同比增长25.96%至55.53亿元。

公司非流动资产主要为投资性房地产及其他非流动资产。公司投资性房地产主要为公租房，2018年末投资性房地产为89.00亿元，其中账面价值为61.58亿元的公共租赁住房

权证明尚在办理当中。截至2018年末，公司其他非流动资产为6.00亿元，主要为郑州农村商业银行股份有限公司入股资金，因尚未得到银监会批准，未结转股权。

总体来看，公司资产规模进一步增长，以存货及投资性房地产为主，2018年末公司存货及投资性房地产占比达88.57%，且部分投资性房地产尚未取得房屋产权证，公司资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入大幅上升，但综合毛利率下降及公允价值变动收益减少使利润规模下滑；公司利润主要依赖投资性房地产公允价值变动收益，受房地产影响不确定性较大

公司营业收入主要来源于房地产销售、房屋租赁及物业服务业务，受益于房地产销售收入大幅上升，2018年公司营业收入同比上升76.13%至2.21亿元；由于房地产销售收入占比大幅提升同时其毛利率低于原综合毛利率，使2018年公司综合毛利率同比下降21.52个百分点至47.74%。

2018年公司营业利润为2.83亿元，同比下降33.76%，主要系当期投资性房地产公允价值变动收益下降所致。2018年，投资性房地产公允价值变动收益占公司利润总额的87.46%，是主要来源。根据公司提供的资产评估报告：“根据河南省人民政府办公厅关于加强公共租赁住房管理的若干意见（豫政办（2015）138号）第五项第二条：公共租赁住房出售价格参照周边同地段、同品质普通商品住房销售价格或按照评估价格确定”，公司投资性房地产公允价值变动收益易受房地产市场影响，具有较大的不确定性。2018年公司获得政府补助1,042.30万元，提升了公司的利润水平。

表 8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	22,055.84	12,522.58
公允价值变动收益	24,855.15	36,874.23
营业利润	28,332.49	42,769.58
营业外收入	136.93	66.16
利润总额	28,419.01	42,815.98
综合毛利率	47.74%	69.26%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2018 年公司经营活动现金流量表现不佳，大额筹资流入满足了公司资金需求，但在

建及拟建房地产项目尚需投入资金规模较大，公司后续仍面临较大的资金压力

公司经营活动现金流入主要为营业收入回款及往来款，经营活动现金流出主要为房地产项目投入及往来款项。2018年公司经营活动现金流量净额由正转负，净流出规模为2.15亿元，主要系当年房地产项目投入规模上升所致。2018年公司收现比为0.85，较上年有所下降，公司营业收入回款能力较差。

2018年公司投资活动现金净流入0.98亿元，现金流量净额由负转正主要系子公司郑州市旧城改造开发公司的结构性存款当年到期收回现金所致。2018年公司通过银行借款、发行债券等方式加大了外部融资力度，使得全年筹资活动产生的现金净流入5.93亿元，弥补了经营资金需求，当年公司现金及现金等价物净增加额由负转正。截至2018年末，公司主要在建及拟建房地产项目尚需投入57.40亿元，公司后续仍存在较大的资金压力。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.85	1.14
销售商品、提供劳务收到的现金	18,745.49	14,222.68
收到的其他与经营活动有关的现金	116,301.34	98,391.91
经营活动现金流入小计	135,046.83	112,614.60
购买商品、接受劳务支付的现金	106,488.78	77,461.50
支付的其他与经营活动有关的现金	41,289.67	11,080.71
经营活动现金流出小计	156,583.39	93,870.61
经营活动产生的现金流量净额	-21,536.57	18,743.98
投资活动产生的现金流量净额	9,849.30	-63,745.10
筹资活动产生的现金流量净额	59,292.29	-17,511.64
现金及现金等价物净增加额	47,605.02	-62,512.76

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模持续增长，偿债压力加大

截至2018年末，公司负债总额为74.65亿元，同比增长30.48%。受负债规模增幅较大影响，2018年末公司产权比率同比上升18.12个百分点至84.30%，所有者权益对负债的覆盖程度有所下降。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年
负债总额	746,454.49	572,065.81

所有者权益	885,482.22	864,348.02
产权比率	84.30%	66.18%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，2018年末流动负债占总负债的比重为65.40%。公司流动负债主要为应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债。截至2018年末，公司应付账款为9,487.59万元，主要为应付工程款。公司预收款项为2.88亿元，主要为预收房款。公司其他应付款为35.90亿元，同比增长27.30%，主要系公司用于房地产建设的往来款增加所致；其中，应付郑州市郑东新区管理委员会计划财政局金光花苑建设资金20.55亿元，应付郑东新区合村并城办公室金光花苑建设资金8.80亿元，应付郑州市非税收入管理局裕康嘉园建设资金等2.02亿元。截至2018年末，公司一年内到期的非流动负债为8.74亿元，为一年内到期的长期借款、一年内到期的应付债券及一年内到期的长期应付款。

公司非流动资产主要为长期借款、应付债券、长期应付款、递延收益及递延所得税负债。截至2018年末，公司长期借款为11.30亿元，主要为抵押借款、信用借款及保证借款。公司应付债券为本期债券以及光大银行承销发行3年期PPN。公司长期应付款为应付招银金融租赁有限公司的租金2.80亿元。公司递延收益为富士康公租房项目财政专项补助，2018年末公司递延收益为1.65亿元，较上年略有下降，主要系将本期收到的政府补助1,034.30万元转入其他收益所致。截至2018年末，公司递延所得税负债为4.17亿元。

表 11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	9,487.59	1.27%	2,023.56	0.27%
预收款项	28,824.04	3.86%	19,711.47	3.45%
其他应付款	359,030.03	48.10%	282,040.65	49.30%
一年内到期的非流动负债	87,359.40	11.70%	34,240.00	5.99%
流动负债合计	488,173.74	65.40%	340,595.45	59.54%
长期借款	112,990.90	15.14%	150,360.00	26.28%
应付债券	59,000.00	7.90%	28,000.00	4.89%
长期应付款	28,000.00	3.75%	-	-
递延收益	16,548.74	2.22%	17,583.04	3.07%
递延所得税负债	41,741.11	5.59%	35,527.32	6.21%
非流动负债合计	258,280.75	34.60%	231,470.36	40.46%
负债合计	746,454.49	100.00%	572,065.81	100.00%
其中：有息债务	287,350.30	38.50%	212,600.00	37.16%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司包含一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券及长期应付款在内的有息债务合计28.74亿元，占总负债的38.50%。偿债能力方面，受负债规模增加影响，公司资产负债率有所增加，流动比率有所下降。同时由于2018年存货的增长幅度相对较低，速动比率有所上升。受利润总额下降影响，2018年公司EBITDA同比下降22.10%至3.37亿元，从而使EBITDA利息保障倍数及EBITDA对有息债务的覆盖程度均有所下滑。

表 12 公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	45.74%	39.83%
流动比率	1.38	1.48
速动比率	0.24	0.19
EBITDA（万元）	33,674.45	43,228.24
EBITDA 利息保障倍数	2.46	3.39
有息债务/EBITDA	8.53	4.92

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

2018年，公司外部环境较好，区域经济保持较快增长，为公司发展提供了良好基础；公司在建及拟建项目预计未来将为公司带来一定规模的代建管理收入、房地产销售收入及房屋出租收入；公司继续获得外部支持，提升了公司的利润水平。

同时我们也关注到，公司资产以存货及投资性房地产为主，且部分投资性房地产尚未取得房屋产权证，整体流动性较弱；公司在建及拟建房地产项目尚需投入规模较大，未来面临较大的资金支出压力；公司有息债务规模增加，偿债压力加大；公司利润主要来源于投资性房地产公允价值变动收益，受毛利率下降及公允价值变动收益减少影响，2018年利润总额下滑，未来投资性房地产公允价值变动收益是否具有持续性存在较大的不确定性。

基于上述情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级

为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	91,269.92	53,664.90	106,177.66
存货	555,315.29	440,864.23	352,447.99
投资性房地产	889,997.78	861,330.67	831,960.62
其他非流动资产	59,956.18	59,956.18	0.00
总资产	1,631,936.71	1,436,413.83	1,309,547.40
短期借款	0.00	0.00	0.00
应付账款	9,487.59	2,023.56	2,235.80
预收款项	28,824.04	19,711.47	11,633.09
其他应付款	359,030.03	282,040.65	199,290.12
一年内到期的非流动负债	87,359.40	34,240.00	14,000.00
长期借款	112,990.90	150,360.00	160,000.00
应付债券	59,000.00	28,000.00	42,000.00
长期应付款	28,000.00	0.00	0.00
递延收益	16,548.74	17,583.04	18,617.34
递延所得税负债	41,741.11	35,527.32	26,308.76
总负债	746,454.49	572,065.81	476,363.09
有息债务	287,350.30	212,600.00	216,000.00
所有者权益	885,482.22	864,348.02	833,184.31
营业收入	22,055.84	12,522.58	13,482.78
营业利润	28,332.49	42,769.58	58,154.56
营业外收入	136.93	66.16	1,143.56
净利润	21,134.20	33,160.49	44,833.94
经营活动产生的现金流量净额	-21,536.57	18,743.98	-72,236.71
投资活动产生的现金流量净额	9,849.30	-63,745.10	-1,833.94
筹资活动产生的现金流量净额	59,292.29	-17,511.64	46,889.53
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	47.74%	69.26%	47.26%
收现比	0.85	1.14	0.79
产权比率	84.30%	66.18%	57.17%
资产负债率	45.74%	39.83%	36.38%
流动比率	1.38	1.48	2.05
速动比率	0.24	0.19	0.51
EBITDA（万元）	33,674.45	43,228.24	59,512.69
EBITDA 利息保障倍数	2.46	3.39	5.61
有息债务/EBITDA	8.53	4.92	3.63

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	业务性质
郑州公建商贸有限公司	1,500.00	100.00%	销售建筑材料等
郑州市旧城改造开发公司	2,000.01	100.00%	房地产开发及经营
郑州国谊住宅集团有限公司	6,000.00	100.00%	房地产开发等
郑州市公共租赁住房运营中心有限公司	3,600.00	100.00%	公共租赁住房运营等
登封禅林置业有限公司	5,000.00	100.00%	房地产开发与经营
郑州市房屋租赁有限公司	10,000.00	100.00%	房屋租赁；房地产开发与经营等
荥阳郑住青年人才公寓置业有限公司	1,000.00	100.00%	房地产开发与经营

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款

附录四 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。