

许昌市投资集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：周 飞 fzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：王雨晴 yqwang@ccxi.com.cn

吴昱影 yywu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(027)87339288

2022 年 6 月 29 日

声 明

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

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

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

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

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

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

■ 本次信用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。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2376号

许昌市投资集团有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“21 许昌投资 MTN001”、“22 许昌投资 MTN001”、“21 许昌小微债 01/21 许昌债”和“22 许昌小微债 01/22 许昌 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持许昌市投资集团有限公司（以下简称“许昌投资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“21 许昌投资 MTN001”、“22 许昌投资 MTN001”、“21 许昌小微债 01/21 许昌债”以及“22 许昌小微债 01/22 许昌 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了许昌市经济实力持续增强提供的良好外部环境；公司平台地位突出，持续获得有力的外部支持；业务可持续性较强等因素对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司未来资本支出压力仍较大；金融及类金融业务仍面临一定经营风险；应收类款项占比较高，对资金依然形成较大占用；对子公司管控有待理顺等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

许昌投资（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	481.20	922.31	1,086.79	1,087.76
所有者权益合计（亿元）	219.24	442.17	517.22	516.78
总负债（亿元）	261.97	480.13	569.57	570.98
总债务（亿元）	175.96	262.99	286.05	292.00
营业总收入（亿元）	58.32	60.62	62.60	9.06
经营性业务利润（亿元）	6.76	8.30	6.67	0.53
净利润（亿元）	2.27	3.73	3.75	0.49
EBITDA（亿元）	10.58	15.46	14.93	--
经营活动净现金流（亿元）	-1.58	-12.91	2.99	1.39
收现比(X)	0.27	0.71	0.80	0.25
营业毛利率(%)	21.30	27.94	22.38	38.96
应收类款项/总资产(%)	36.56	28.82	23.62	25.08
资产负债率(%)	54.44	52.06	52.41	52.49
总资本化比率(%)	44.53	37.30	35.61	36.10
总债务/EBITDA(X)	16.63	17.01	19.15	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.97	1.39	1.36	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，公司财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他非流动负债、长期应付款中的带息债务；3、公司提供的 2022 年一季度未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

许昌市投资集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	7.18	10
	收现比(X)*	0.66	6
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	1.00	7
	受限资产占总资产的比重(X)	0.07	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	517.22	10
	总资本化比率(X)	0.36	8
	资产质量	6	6
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	6	6
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			2
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **许昌市经济实力持续增强。**许昌市经济总量稳步增长，2021 年，许昌市地区生产总值（GDP）为 3,655.4 亿元，同比增长 5.5%。区域经济实力持续增强，为公司发展提供较好的外部环境。

■ **平台地位突出，持续获得有力的外部支持。**作为许昌市最重要的基础设施建设主体，公司在资产及资金注入、债务置换、政府补助等方面持续获得许昌市政府的大力支持。

■ **业务可持续性仍较强。**截至 2021 年末，公司工程建设业务在建及拟建项目储备数量充足，总投资规模较大，公司业务可持续性较强。

关注

■ **仍面临较大资本支出压力。**公司在建及拟建工程项目数量较多，尚需投资规模较大，截至 2021 年末，在建及拟建工程项目总投资规模为 421.22 亿元，尚需投资 308.56 亿元，仍面临较大的资本支出压力。

■ **金融及类金融业务仍面临一定经营风险。**2021 年以来公司经营担保业务代偿率仍较高，且自身对外担保中亦有逾期情况，加之公司银行业务不良贷款率高、拨备覆盖率较低，公司金融及类金融业务仍面临一定经营风险。

■ **应收类款项占比较高，对资金依然形成较大占用。**截至 2022 年 3 月末，公司应收类款项合计为 272.85 亿元，占总资产比重为 25.08%。公司应收类款项占比较高，对资金依然形成较大占用，中诚信国际将对应收类款项的回收情况保持关注。

■ **对子公司管控有待理顺。**近年来，公司分别将鄢陵县政通投资集团有限公司（以下简称“鄢陵政通”）、许昌农村商业银行股份有限公司（以下简称“许昌农商行”）和许昌金襄城乡建设投资有限公司（以下简称“许昌金襄”）等多家公司纳入合并报表范围，对上述子公司的管控有待理顺。此外，2021 年 6 月，公司就其持有鄢陵政通 31.76% 的股权作为担保质押物拟被执行事项与相关方签订还款协议，协议后续执行情况需关注。

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。

■ **可能触发评级上调因素。**许昌市经济及财政实力显著且持续增强，同时股东向公司注入大量有效的经营性资产，公司资本实力和资产质量均大幅提升，财务杠杆显著下降，盈利及获现能力等各项财务指标均明显改善等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位明显下降，业务不再具有可持续性，致使股东支持意愿减弱；公司的财务指标及再融资环境均出现明显恶化等。

评级历史关键信息

许昌市投资集团有限公司						
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	
AA+/稳定	22 许昌小微债 01/22 许昌 01 (AA+)	2022/04/11	周飞、王雨晴、吴昱影	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	21 许昌小微债 01/21 许昌债 (AA+) 22 许昌投资 MTN001 (AA+) 21 许昌投资 MTN001 (AA+)	2022/03/10	--	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	22 许昌投资 MTN001 (AA+)	2021/11/01 2022/01/14	李文、陈涛 周飞、陈涛、王雨晴	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 阅读全文	
AA+/稳定	21 许昌投资 MTN001 (AA+)	2021/06/24	李文、陈涛、夏雪	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	21 许昌小微债 01/21 许昌债 (AA+)	2021/06/17	李文、陈涛、夏雪	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	

同行业比较

同区域部分基础设施投融资企业 2021 年主要指标对比表							
公司名称	总资产 (亿元)	总负债 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
许昌投资	1,086.79	569.57	517.22	52.41	62.60	3.75	2.99
商丘发投	1,168.63	773.81	394.82	66.21	158.69	2.69	10.44

注：“商丘发投”为“商丘市发展投资集团有限公司”的简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 许昌投资 MTN001	AA+	AA+	2022/03/10	5.00	5.00	2022/01/27~2027/01/27	调整票面利率、回售、交叉违约、事先约束
21 许昌投资 MTN001	AA+	AA+	2022/03/10	5.00	5.00	2021/09/22~2026/09/22	调整票面利率、回售、交叉违约、事先约束
22 许昌小微债 01/22 许昌 01	AA+	AA+	2022/04/11	5.00	5.00	2022/05/06~2026/05/06	调整票面利率、回售
21 许昌小微债 01/21 许昌债	AA+	AA+	2022/03/10	5.00	5.00	2021/08/25~2025/08/25	调整票面利率、回售

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

“21 许昌小微债 01/21 许昌债”和“22 许昌小微债 01/22 许昌 01”发行总额均为 5 亿元，均用于委托郑州银行许昌分行，以委托贷款形式投放于郑州银行许昌分行推荐并经公司书面最终确认的，位于许昌市政府管辖区域内或者经许昌市政府同意的其他区域的小微企业和补充公司营运资金。截至本报告出具日，“21 许昌小微债 01/21 许昌债”已使用 4.35 亿元，剩余 0.65 亿元；“22 许昌小微债 01/22 许昌 01”资金尚未使用，余额为 5 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，

但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，

以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

许昌市作为中原经济区核心城市之一，2021年经济发展持续向好；未来随着中原城市群及郑许一体化发展等相关政策逐步落地，许昌市将迎来较好的发展机遇

许昌市位于河南省中部，东邻周口市，南界漯河市，西交平顶山市，北接郑州市，东北与开封市毗邻，是中原城市群、中原经济区核心城市之一。许昌市下辖2个市辖区（魏都区、建安区）、2个县级市（长葛市、禹州市）和2个县（鄢陵县、襄城县），行政区划面积4,996平方公里。截至2020年10月末，全市常住人口438.00万人，常住人口城镇化率为53.55%。

作为中原经济区核心城市之一，许昌市立足自身优势，经过多年的开发建设，实现了工业经济平稳发展。近年来，许昌市培育壮大了装备制造、能源、食品三大主导产业，烟草、电力电子、超硬材料、发制品四大特色产业，风电装备、智能电网、新材料、电动汽车、生物医药五大战略性新兴产业，已形成了较为齐全的工业体系。2021年，许昌市地

区生产总值（GDP）为3,655.4亿元，按可比价格计算，同比增长5.5%。2021年，第一产业增加值为182.0亿元，同比增长6.2%；第二产业增加值为1,912.8亿元，同比增长4.2%；第三产业增加值为1,560.6亿元，同比增长7.0%。

2021年，许昌市一般公共预算收入为189.1亿元，增速为8.3%；其中，税收收入为126.8亿元，税收占比为67.1%。同期，许昌市财政平衡率分别为52.47%，财政自给能力一般。截至2021年末，许昌市政府债务余额为567.25亿元，其中一般债务余额为157.03亿元、专项债务余额为410.22亿元。

未来发展机遇方面，2021年1月，《许昌市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》明确提出，许昌市将以制造业高质量发展为主攻方向，围绕产业链部署创新链，围绕创新链布局产业链，提升产业基础能力和产业链现代化水平，推进产业基础高级化，强化创新驱动、集群集聚、智能转型、绿色发展，构建具有较强竞争力的现代产业体系；同时，许昌市将深入推进新型城镇化，统筹存量和增量、传统和新型基础设施建设，并加快郑许一体化推进，建设郑州都市圈次中心城市。

2022年，公司类型发生变更，同时设立董事会、监事会等，逐步完善内部组织结构

2022年3月7日，公司发布了《许昌市投资总公司关于公司改制、公司名称变更、注册资本变更、债务承继以及改制后设立董事会、监事会的公告》（以下简称“《公告》”），公告显示：公司名称由“许昌市投资总公司”变更为“许昌市投资集团有限公司”；公司类型由“全民所有制”变更为“有限责任公司（国有独资）”；公司注册资金由“壹拾贰亿圆整”变更为“伍拾亿圆整”。根据最新的《许昌市投资集团有限公司章程》，改制后公司设董事会，依法行使董事会的权限和许昌市财政局授予的职权，对许昌市财政局负责，接受其监督，董事长是公司的法定代表人。公司在董事会领导下设置经理层，总

经理一名，副总经理 2 名、总经理助理 2 名。经理层下设 5 个业务部门，分别是：战略投资发展部、金融业务部、企业管理部、工程安全技术部、风控法务审计部。同时，根据工作需要，设 3 个辅助部门，分别是：办公室、计划财务部、人力资源部。每个部门设经理 1 名，副经理及其他业务人员人数根据实际情况配备。

公司工程建设业务在建及拟建项目数量充足，总投资规模较大，业务稳定性及可持续性较好，但未来尚需投资规模较大，仍面临一定资本支出压力；此外，公司自营项目资金平衡情况亦需关注

跟踪期内，公司仍是许昌市最重要的基础设施建设主体，承担了许昌市市政道路建设、棚户区改造及产业园建设等重点工程项目。公司工程建设业务模式主要为自营和委托代建，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。政府每年按照工程结算进度向公司支付委托代建项目回购款，公司据此确认工程建设业务收入。2021 年，公司工程建设业务收入为 31.13 亿元，同比略有下降。

表 1：近年来公司工程建设业务收入构成（亿元）

项目名称	2019	2020	2021
尚东棚户区	19.75	5.74	--
陈化店棚户区项目	3.36	1.95	--
官寨棚户区项目	2.72	--	--
孙湾二期	8.87	--	--
南外环至兰南高速南出口工程	--	1.75	--
昌和路清泥河桥工程	--	0.50	--
76511 工程	--	0.71	5.70
东区城中村改造项目	--	0.74	0.91
大坑李安置小区	--	4.40	--
孙湾一期	--	4.50	--
许昌市城乡一体化示范区东街社区棚改	--	6.72	1.90
鄢陵县集中供热工程	--	1.49	--
城区道路综合建设项目	--	3.42	--
鄢陵县第二污水处理厂中水回用工程	--	0.48	--
河南省鄢陵县国家储备林基地建设项目	--	--	6.40
灞陵路南延路桥工程	--	--	0.34

表 3：截至 2021 年末公司自营模式下主要项目情况（亿元）

在建

昌和路（工农路-五里岗路）道路给排水工程	--	--	0.35
工农路（阳光大道-南外环）道路给排水工程	--	--	0.37
开元路（屯田路-南外环）工程	--	--	0.33
瑞昌路清泥河桥工程	--	--	0.50
瑞昌西路（灞陵路-秀水路）道路给排水工程	--	--	0.35
瑞昌西路（工农路-解放路）道路给排水工程	--	--	0.32
前王门项目	--	--	6.58
郑阜高铁鄢陵南站站前广场及市政配套	--	--	4.24
许昌城乡一体化示范区水系连通工程项目	--	--	2.85
合计	34.70	32.40	31.13

注：合计数与加总数不一致系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司委托代建模式下的在建项目主要包括菅庄社区城中村改造项目二期、前王门棚户区改造项目、许昌市北关棚户区改造项目和许昌市南关棚户区改造项目等，总投资为 138.43 亿元，已投资 76.63 亿元；同期末，拟建项目主要为邓庄社区棚户区改造项目，计划总投资 29.51 亿元。

表 2：截至 2021 年末公司主要在建代建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资
许昌市吴庄棚户区改造项目	4.20	4.10
许昌市洞上棚户区改造项目	5.43	5.30
许昌市南关棚户区改造项目	6.14	6.04
许昌市北关棚户区改造项目	6.41	6.25
菅庄社区城中村改造项目二期	29.72	23.17
前王门棚户区改造项目	16.02	14.20
长村棚改项目	22.21	6.00
北许庄（梁庄）社区棚改项目	12.16	1.90
许昌市东城区岗王社区棚户区改造项目	15.41	1.77
回民村安置房项目	14.00	6.00
三里沟安置小区项目	6.73	1.90
合计	138.43	76.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司自营模式下的在建项目主要包括古城建设、园区建设、电子商务创新创业园和智慧信息产业园等，总投资为 89.27 亿元，已投资 36.03 亿元；同期末，该模式下的拟建项目主要包括片区综合开发、标准化厂房建设项目及供热供气项目等，项目总投资合计 164.01 亿元。

项目名称	总投资	已投资	收益实现方式
古城建设	10.00	8.84	商铺租金、广告收入、停车费收入等
园区建设	20.00	6.16	厂房出租
智慧信息产业园	15.00	8.03	出租及申请财政补贴
电子商务创新创业园	14.24	5.13	出租
废水处理工程	2.46	3.45	水费收入
天然气分布式能源站	4.80	3.18	天然气费收入
许昌市中心城区地下停车场项目	11.18	1.21	租赁
中原人工智能计算中心项目	11.59	0.03	算力收入等
合计	89.27	36.03	--

拟建			
项目名称	总投资	已投资	收益实现方式
职教园区教师小区住宅项目	12.00		定向销售
片区综合开发项目	50.00		土地开发+自营
许昌市财源孵化基地三期厂房	3.00		出租
幸福康泰养老中心	8.00		运营收入
标准化厂房建设	20.00		出租
许昌太阳能光伏产业园项目（超级工厂）	26.33		租售
建安区北方周庄文旅综合开发项目	30.00		房地产销售、景区经营等收入
供热供气项目	14.68		供热收入、天然气费收入等
合计	164.01		--

注：上述在建自营项目已投资额按照公司确认的实际支付款项进行了相应调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，2021年，公司实现保障房销售收入11.08亿元，系东区域城中村改造项目盈余安置房及创业家园公租房项目形成。安置房方面，子公司襄城县灵武城市开发建设有限公司（以下简称“襄城灵武”）通过自有资金进行东区域城中村改造项目的安置房建设，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，但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，公司以此获得收益。公租房方面，子公司许昌新区建设投资有限公司（以下简称“新区建投”）通过自筹资金进行创业家园公租房项目建设，项目建成后与许昌市城乡一体化示范区建设环保局签订资产移交协议，形成收益。

公司土地整理业务具有一定区域垄断性，受市场行情影响，2021年土地整理及出让面积较上年有所下降

公司土地整理业务主要由子公司许昌市东兴开发建设投资有限公司（以下简称“东兴建设”）负责。东兴建设经许昌市东城区管理委员会（以下简

称“东城区管委会”）授权，对东城区辖区内所有尚未开发的项目用地进行开发整理。根据《许昌市人民政府关于印发许昌市土地节约集约利用实施办法的通知》（许政[2011]75号），东城区管委会作为东城区土地整理开发的责任方，具体负责各行政区域内的土地收储前期工作。作为土地整理开发业务的代建方，东兴建设每年与东城区管委会签署《许昌市东城区土地整理开发项目委托开发协议》，按照协议进行施工、验收和结算工程款，土地整理开发所需资金来源于公司自筹。东兴建设将完成整理的土地交至土地储备中心，由土地储备中心根据政府规划及土地市场供需情况完成土地出让，将扣除相关税费后的土地出让金返还给东兴建设。

受市场行情影响，2021年公司土地整理面积及出让面积较上年呈下降趋势。截至2021年末，公司在整理土地面积为101.50万平方米，总投资27.78亿元，已投资7.93亿元，土地用途均为住宅用地。

表4：近年来公司土地整理业务情况（亿元、亩）

	2019	2020	2021
土地整理面积	555.60	567.23	490.45
土地开发总成本	18.52	14.65	7.57

土地出让面积	489.90	514.14	182.46
土地开发总收入	23.17	20.79	10.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，截至 2021 年末，公司共拥有 171 宗、面积共计 14,021.78 亩的土地，账面价值合计为 151.06 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区政府规划及自身发展战略对账面土地进行开发。

公司金融及类金融业务主要包括银行业务、委托贷款业务及担保业务，许昌农商行不良贷款率较高且拨备覆盖率不足，加之担保业务亦有逾期代偿，整体经营风险需保持关注

2020 年 4 月，根据许昌农商行股东会决议组建的新一届董事会成员中，由于子公司许昌市市投城市发展集团有限公司（以下简称“许昌城发”）委派的董事数量和表决权比例已过半，公司将其纳入合并范围。截至目前，公司通过子公司许昌城发持有许昌农商行股权比例为 9.90%。2021 年，许昌农商行实现营业收入 2.97 亿元，其中利息净收入为 3.03 亿元，手续费和佣金净收入-0.09 亿元。

许昌农商行的业务以存贷款业务、资金业务和票据业务为主。根据企业提供的数据，许昌农商行不良贷款率已处于较高水平，且拨备覆盖率较为不足，需关注贷款实际损失情况。此外，2021 年许昌农商行资本充足率同比继续下降，截至 2021 年末为 17.21%，仍处于较高水平；流动性比率持续上升，截至 2021 年末为 88.10%，短期偿债能力有所改善。

表 5：近年来许昌农商行部分经营指标（%）

项目	2019	2020	2021
资本充足率	30.53	21.97	17.21
核心资本充足率	29.66	21.40	17.21
流动性比率	69.94	80.38	88.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资金业务主要包括债券买卖、买入返售、同业存单、存放同业等业务，截至 2021 年末，许昌农商行资金业务资产余额为 57.91 亿元，其中债券投资金额为 9.46 亿元、理财产品投资金额为 25.64 亿元、

存放同业金额为 22.81 亿元；票据业务以银行承兑汇票为主，截至 2021 年末，许昌农商行银行承兑汇票余额为 3.78 亿元，保证金余额为 1.89 亿元，银行承兑汇票垫款余额为 1.27 亿元。

同时，为支持许昌市重点企业的经营发展，公司亦使用自有资金通过委托贷款的形式为许昌市县区或市域内重点企业提供资金支持，具体业务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。2021 年，公司发放委托贷款 21 笔，发放贷款金额 25.24 亿元，平均贷款利率为 8.96%。公司委托贷款以短期贷款为主，截至 2021 年末发放贷款余额 23.71 亿元，暂无逾期委托贷款。2021 年，公司委托贷款业务产生的利息收入为 2.12 亿元，同比增幅较大，主要系上年因疫情影响业务受限，贷款业务收入规模较小。

表 6：近年来公司委托贷款业务情况

项目	2019	2020	2021
发放贷款笔数（笔）	15	19	21
发放贷款金额（亿元）	25.48	20.61	25.24
平均贷款利率（%）	8.90	9.04	8.96
期末贷款余额（亿元）	17.30	24.51	23.71
违约率（%）	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司亦开展担保业务，主要由子公司许昌市财信担保有限公司（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。2021 年，担保业务实现担保费收入 28.65 万元。同期，公司担保业务代偿 0.30 亿元，均超过当期担保费收入；累计担保代偿率为 58.52%，代偿率较高，担保业务代偿风险较大。截至 2021 年末，财信担保在担保余额为 0.37 亿元，累计担保代偿额为 2.79 亿元，尚未追回余额为 2.51 亿元，未来资金追回情况

需关注。

表 7：近年来公司担保业务经营情况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021
当期安全解除担保责任金额	1.06	0.33	0.26
当期应收代偿款	0.53	0.24	0.30
在保责任余额	0.59	0.27	0.37
累计担保代偿率	50.00	57.47	58.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近期，多家村镇银行无法提现舆情持续受到关注，其中禹州新民生村镇银行股份有限公司、柘城黄淮村镇银行股份有限公司、上蔡惠民村镇银行股份有限公司、安徽固镇新淮河村镇银行股份有限公司和安徽黟县新淮河村镇银行股份有限公司为许昌农商行持股村镇银行。目前，有关部门已就该事项依法立案侦查，中诚信国际将持续关注上述事项的后续进展情况以及对许昌农商行及许昌投资可能产生的影响。

公司贸易及房屋租赁等业务持续对公司营业收入形成一定补充

公司 2020 年新增的贸易业务根据子公司需要进行开展。2021 年，公司贸易收入主要来自子公司许昌数科供应链管理服务有限公司、鄢陵政通负责，贸易品种主要以叶腊石、计算机以及马达为主，供应商为昆山弗莱吉电子科技有限公司和厦门巨帮自动化科技有限公司等公司，客户为泸州合达源电子科技有限公司、深圳市影领电子有限公司以及河南黄河旋风股份有限公司。2021 年，公司实现贸易业务收入 1.15 亿元，同比略有上升。

目前，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 2021 年末，可供出租面积为 28.08 万平方米，出租率为 100.00%。2021 年，上述资产实现租赁收入为 0.46 亿元，同比略有上升。

表 8：近年来公司主要物业出租情况（万平方米、亿元）

年份	可租赁资产	可出租面积	已出租面积	租金收入
2019	创业服务中心	10.46	10.46	0.20
	财源孵化基地	10.05	9.72	0.17
	智慧信息产业园	4.36	4.36	0.08
	其他	-	-	0.02

2020	创业服务中心	10.46	10.46	0.22
	智慧信息产业园	4.36	4.36	0.08
	财源孵化基地	10.05	10.05	0.07
	科普教育基地	3.21	3.21	0.03
2021	创业服务中心	10.46	10.46	0.24
	智慧信息产业园	4.36	4.36	0.10
	财源孵化基地	10.05	10.05	0.08
	科普教育基地	3.21	3.21	0.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

重大事项

2021 年 5 月 8 日，根据公开信息显示，公司被纳入被执行人名单，执行标的为 4.06 亿元。根据《许昌市投资总公司涉及重大诉讼的公告》，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“鄢陵县国资委”）签订《股权转让协议》，约定将大禹资本持有的鄢陵政通 51.00% 股权转让给鄢陵县国资委，转让价款为股权转让款及固定收益，分三年付清，并约定具体支付之间及金额。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。

因鄢陵县国资委未按照约定支付股权转让款，大禹资本于 2021 年 2 月 4 日向郑州市中级人民法院提起诉讼，要求鄢陵县国资委依约支付股权转让款及违约金等，并于 2021 年 3 月 19 日，与鄢陵县国资委达成和解，约定了具体价款支付方式及时间。但由于鄢陵县国资委仍未按约定支付价款，2021 年 5 月 7 日，大禹资本向河南省郑州市中级人民法院（以下简称“郑州市中级法院”）申请执行对公司、鄢陵县国资委所持有的鄢陵政通的质押股权。

2021 年 5 月 8 日，郑州市中级法院对鄢陵政通、鄢陵县国资委及公司出具（2021）豫 01 执 892 号执行文件，由鄢陵政通、鄢陵县国资委向大禹资本支付股权转让款、固定收益及违约金，且大禹资本对所质押的鄢陵政通股权申请法院强制拍卖的价款享有优先受偿权。

2021 年 6 月 10 日，公司、鄢陵政通、鄢陵县

国资委与大禹资本签订《执行阶段还款协议书》(以下简称“《协议书》”),约定鄢陵政通、鄢陵县国资委应于《协议书》签订的次工作日向大禹资本支付 0.77 亿元, 剩余 2.45 亿元则按照 (2021) 豫 01 民初 149 号《民事调解书》履行。2021 年 6 月 16 日, 在鄢陵县国资委支付 0.77 亿元后, 公司被纳入被执行人信息已撤销。

截至 2021 年末, 鄢陵政通总资产为 112.23 亿元, 净资产为 67.05 亿元; 2021 年, 鄢陵政通实现营业收入 10.73 亿元, 净利润 1.02 亿元。中诚信国际将持续关注《协议书》后续的执行情况, 并及时评估若《协议书》执行不及预期可能对公司产生的各种潜在影响。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年财务报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表。各期财务数据均按照新会计准则编制, 财务数据均为审计报告期末数。

2021 年, 公司营业收入规模有所增长, 但毛利率呈下降趋势, 且公司利润水平亦略有下降, 计提减值损失对利润的侵蚀较大

2021 年, 受土地市场行情影响, 公司土地整理业务收入整体呈下降趋势, 但始终是营业收入的主要构成部分。同期, 由于结算进度有所放缓, 工程结算收入呈下降趋势。公司利息收入主要来自于公司本部和子公司兴昌资产委托贷款业务, 2021 年收入规模不大; 其他业务收入包括许昌农商行的营业收入、租金收入和管理费收入, 2021 年, 其他业务收入较上年有所增长。此外, 公司房屋销售收入主要系襄城灵武盈余安置房销售及子公司新区建投公租房项目移交形成, 2021 年收入规模较上年增幅较大, 对营业收入形成一定补充。毛利率方面, 2021 年, 工程结算、土地整理及其他业务毛利率有所回落, 公司营业毛利率下降至 22.38%。

表 9: 近年来公司主要业务板块收入及毛利率情况 (亿元、%)

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
工程结算	34.70	32.40	31.13	5.83
土地整理	20.79	12.91	10.11	-
利息收入	1.87	1.21	2.12	1.42
房屋销售	-	6.61	11.08	-
商品贸易	-	0.90	1.15	0.25
其他	0.96	6.59	7.01	1.57
合计	58.32	60.62	62.60	9.06
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
工程结算	11.07	17.76	11.14	19.38
土地整理	29.54	30.69	25.16	--
利息收入	100.00	97.88	100.00	100.00
房屋销售	--	6.59	16.11	--
商品贸易	--	0.01	3.55	3.39
其他	59.73	85.05	57.85	50.63
综合毛利率	21.30	27.94	22.38	38.96

注: 1、公司其他业务收入主要包括许昌农商行的营业收入、租金收入、管理费收入等; 2、合计数与加总数不一致系四舍五入所致。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司期间费用主要系财务费用和管理费用, 2021 年, 由于各子公司陆续纳入合并范围, 管理费用较上年有所上升, 带动期间费用较上年有所增长, 且期间费用率亦呈上升趋势。

公司利润总额主要为经营性业务利润, 2021 年, 受益于公司获得计入“其他收益”的政府补助上升, 公司经营性业务利润呈上升趋势, 利润总额亦有所增加。此外, 2021 年, 公司信用减值损失为 3.17 亿元, 主要系许昌农商行将其持有的金融资产按照谨慎性原则计提减值损失所致。

表 10: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%、X)

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	0.94	1.84	3.27	0.63
财务费用	6.07	8.03	7.81	2.17
期间费用合计	7.04	9.88	11.17	2.81
营业收入	58.32	60.62	62.60	9.06
期间费用率	12.07	16.30	17.85	31.02
经营性业务利润	6.76	8.30	6.67	0.53
其他收益	1.62	2.32	5.20	--
资产减值损失	2.89	3.59	--	--
信用减值损失	--	--	3.17	0.04
利润总额	3.59	4.95	4.87	0.49
净利润	2.27	3.73	3.75	0.49

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

受益于股东及地方政府支持, 2021 年末公司资产及

权益规模较上年有所扩大，资本实力增强，但公司应收类款项规模较大，对资金形成较大占用，需关注款项回收情况；2021年末，公司债务规模亦呈增长趋势，结构方面以长期债务为主

公司资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货、其他流动资产和发放委托贷款及垫款等资产构成，2021年，公司对外融资规模较大，公司货币资金规模较上年末有所增长；截至2021年末，公司货币资金规模上升至89.44亿元，其中受限部分为8.37亿元，主要为短期借款定期存单质押及承兑保证金等。公司应收账款主要系应收工程款，2021年末较上年末有所增加。公司其他应收款主要系与许昌市财政局等政府部门及相关单位往来款，2021年，由于涉及棚户区单位的款项相互抵消，期末公司其他应收款较上年末有所下降。截至2022年3月末，公司应收类款项占总资产比例为25.08%，应收类账款规模较大，对公司资金形成较大占用，中诚信国际将对应收类款项的回收情况保持关注。

表 11：截至 2021 年末应收账款前五名情况（亿元）

单位名称	金额	占比
许昌中原电气谷高科产业发展有限公司	23.60	23.55%
许昌市东瑞园林绿化工程有限公司	18.46	18.42%
鄢陵县财政局	17.33	17.29%
许昌市东城区财政局	13.14	13.11%
许昌城乡一体化示范区建设局	8.82	8.80%
合计	81.35	81.16%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：截至 2021 年末其他应收款前五名情况（亿元）

单位名称	金额	占比
鄢陵县财政局	18.91	11.80%
许昌市财政局	17.57	10.97%
许昌市东城区财政局	12.18	7.60%
襄城县财政局	8.93	5.57%
许昌东建置业有限公司	7.58	4.73%
合计	65.17	40.67%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司预付账款主要为土地整理业务及安置房项目形成的预付征地拆迁款，2021年较上年略有增长。公司存货主要系公司本部及子公司的土地使用权和工程施工成本，随着业务不断发展，截至2021

年末，公司存货规模增至346.00亿元。公司其他流动资产主要系许昌农商行短期委托贷款，2021年公司将许昌农商行债权投资调整至“债权投资”科目核算，使得期末其他流动资产较上年末大幅减少。非流动资产方面，发放委托贷款及垫款主要系许昌农商行非农贷款、贴现资产等贷款，2021年较上年有所增长，截至2022年3月末，发放委托贷款及垫款为63.89亿元。2021年，公司取得许昌建安投资集团有限公司50%股权，期末长期股权投资较上年末大幅增加。此外，由于合并子公司增加，公司工程建设项目增多，2021年公司在建工程与无形资产呈增长趋势。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	13.77	70.67	89.44	80.45
应收账款	58.02	90.69	96.88	108.38
其他应收款	107.91	163.52	149.14	153.75
存货	199.62	299.47	346.00	346.00
预付款项	23.50	37.93	38.58	38.58
其他流动资产	11.08	50.56	39.34	38.00
发放委托贷款及垫款	--	62.96	67.24	63.89
债权投资	--	--	35.29	32.41
长期股权投资	5.91	10.67	51.74	53.74
在建工程	16.70	25.87	46.92	46.92
无形资产	1.84	5.23	17.31	17.19
总资产	481.20	922.31	1,086.79	1,087.76
应收类款项/总资产	36.56	28.82	23.62	25.08

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由其他应付款、吸收存款及同业存放和有息债务构成，2021年，受合并子公司及扩大融资影响，公司总负债较上年有所增长。其中，其他应付款主要为公司与许昌经济技术开发区管理委员会等政府部门及其他外部单位的往来款，2021年末，由于许昌经高科技发展有限公司（以下简称“经高公司”）归还许昌经济技术开发区管委会资金，公司其他应付款较上年末有所下降。2021年，公司吸收存款及同业存放规模大幅扩大。此外，由于经高公司购买土地，应付许昌经济开发区土地收储与房屋征收中心等公司金额增加，截至2021年末，应付账款较上年末大幅增加。有息债务方面，2021年公司债务规模较上年有所增加，截至2021

年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 52.41% 和 35.61%，财务杠杆仍处于适中水平。债务结构方面，公司债务仍以长期债务为主，截至 2022 年 3 月末，短期债务/总债务为 0.27 倍。

公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益构成，实收资本方面，受益于许昌市财政局向公司增资，截至 2021 年末公司实收资本增至 15.08 亿元。资本公积和少数股东权益方面，由于合并各子公司，2021 年末公司资本公积和少数股东权益规模较上年均有所增长。此外，受益于公司利润为正，公司未分配利润仍保持较大规模，且较上年有所上升。

表 14：近年来公司资本结构及债务结构（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
总负债	261.97	480.13	569.57	570.98
应付账款	0.40	0.98	34.66	36.34
其他应付款	57.40	65.06	63.98	58.17
吸收存款及同业存放	--	98.66	111.71	115.37
总债务	175.96	262.99	286.05	292.00
短期债务	19.69	58.62	89.57	78.18
短期债务/总债务	0.11	0.22	0.31	0.27
所有者权益合计	219.24	442.17	517.22	516.78
实收资本	13.41	14.21	15.08	15.08
资本公积	135.21	243.93	299.02	299.02
未分配利润	23.45	24.93	26.23	26.81
少数股东权益	44.36	153.58	166.36	166.27
资产负债率	54.44	52.06	52.41	52.49
总资本化比率	44.53	37.30	35.61	36.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年，公司经营活动净现金流转为正，投资活动现金流呈现持续净流出状态，筹资活动净现金流改善；公司 EBITDA 对债务本金的覆盖能力较弱，但能基本覆盖当期利息支出

经营活动现金流方面，2021 年，受益于回款增加、工程建设投资等支出减少，以及农商行客户存款和同业存放净增加额较上期增长较多，公司经营活动净现金流转为正。回款方面，2021 年公司收现比较上年略有上升。公司投资活动现金流方面，随着古城建设、园区建设、电子商务创新创业园和废水处理工程等项目持续推进，公司投资活动现金流仍呈净流出状态，且缺口较上年有所增大。筹资活

动现金流方面，2021 年，由于银行借款、发行债券等对外融资规模较大，筹资活动现金流呈大幅净流入状态。

2021 年，公司 EBITDA 较上年略有下降，对债务本金的覆盖能力较弱，但能够基本覆盖利息支出。同期，经营活动净现金流由负转正，但对总债务的覆盖能力较弱。短期偿债能力方面，2021 年末，公司货币资金及短期债务同比均大幅增长，但由于货币资金增幅高于短期债务，2021 年末货币资金/短期债务较上年末略有下降。考虑到货币资金中受限部分及许昌农商行业务所形成的现金规模较大，公司货币资金对短期债务的实际覆盖能力仍有待提升。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-1.58	-12.91	2.99	1.39
收现比	0.27	0.71	0.80	0.25
投资活动净现金流	-10.77	-21.36	-25.23	-9.21
筹资活动净现金流	-0.85	59.64	32.61	0.92
EBITDA	10.58	15.46	14.93	--
总债务/EBITDA	16.63	17.01	19.15	--
经营活动净现金流/总债务	-0.01	-0.05	0.01	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.97	1.39	1.36	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.15	-1.16	0.27	--
货币资金/短期债务	0.70	1.21	1.00	1.03

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022~2023 年为公司偿债高峰期，公司面临一定的债务到期压力，但公司尚余一定规模的银行授信额度可用，备用流动性较好，需关注其债务偿还安排

到期债务分布方面，截至 2021 年末，公司总债务为 286.05 亿元，其中 2022 年~2024 年将分别到期 89.56 亿元、96.55 亿元和 20.34 亿元。2022 年及 2023 年为公司偿债高峰期，中诚信国际将对其再融资及偿债安排保持关注。

表 16：公司债务到期分布情况（亿元）

到期时间	2022	2023	2024	2025 年及以后
到期金额	89.56	96.55	20.34	79.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产规模为 74.43 亿元，占总资产的比例为 6.85%，主

要为受限的货币资金和因借款而进行抵质押的存货及应收账款。

对外担保方面，除经营性担保业务形成的对外担保外，公司亦对许昌市内国有企业和民营企业进行担保，截至 2021 年末，公司对外担保余额为 48.62 亿元，占公司净资产的比例为 9.40%；其中，被担保对象为民营企业的担保金额为 3.09 亿元，已逾期金额为 0.31 亿元。公司逾期担保对象为阳光旭昇电缆有限公司和许昌宏浩包装有限公司（以下分别简称“旭昇电缆”、“宏浩包装”）。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。2021 年 6 月 24 日，河南省许昌市中级人民法院出具兴昌资产、宏浩包装金融借款合同纠纷二审民事判决书，维持一审判决，即宏浩包装向债权人禹州市农村信用合作联社偿还借款本金 0.21 亿元及利息 0.07 亿元，兴昌资产作为担保方对上述债务承担连带清偿责任；2021 年 8 月 18 日，因上述判决未履行，禹州市人民法院将兴昌资产列为失信被执行人，目前已解除。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 17：截至 2021 年末公司对外担保明细（亿元）

被担保企业	担保余额	企业性质
河南汶水康养服务有限公司	0.05	国企
襄城县裕达开发投资有限责任公司	8.20	国企
襄城县紫云建设投资有限公司	2.00	国企
许昌东建实业有限公司	2.85	国企
许昌富森生物科技股份有限公司	1.98	民营
许昌宏浩包装有限公司	0.21	民营
许昌经创科技发展有限公司	0.43	国企
许昌市东泰建设工程有限公司	7.84	国企
许昌市建设投资有限责任公司	11.27	国企
许昌市新财建设有限公司	1.30	国企
许昌市资产管理有限公司	2.04	国企
许昌新英教育咨询有限公司	3.86	国企
许昌兴安城市投资开发有限公司	2.20	国企

鄢陵县城市建设投资有限公司	3.49	国企
长葛新峰商贸有限公司	0.80	民营
阳光旭昇电缆有限公司	0.10	民营
合计	48.62	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2021 年末，公司获得银行授信额度共计 226.34 亿元，尚未使用额度 89.31 亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 17 日，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的。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，公司不存在其他已结清和未结清不良信贷记录。

外部支持

公司是许昌市最重要的基础设施建设主体，承担了许昌市城市基础设施建设、土地整理及保障房建设等重要职能，在资金和资产注入、债务置换及财政补贴等方面获得了许昌市政府的大力支持。

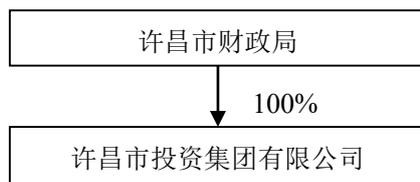
资金注入方面，公司成立以来，许昌市财政局先后多次对公司货币增资及实物增资。截至 2021 年末，公司实收资本增至 15.08 亿元，资本实力有所增强。

资产注入方面，2021 年，根据“建安财[2020]118 号”文件和“许财国资[2021]20 号”文件，许昌建安 50.00% 的股权被无偿划至公司。2021 年 9 月，根据许昌市财政局《关于同意市投资总公司部分股权划转事项的批复》（许财国资[2021]64 号），将许昌金襄 51.00% 的股权无偿划至公司，并将公司持有的襄城灵武 51.00% 股权划转至许昌金襄。财政补贴方面，2021 年，公司收到政府补贴 5.89 亿元，对利润形成较大补充。

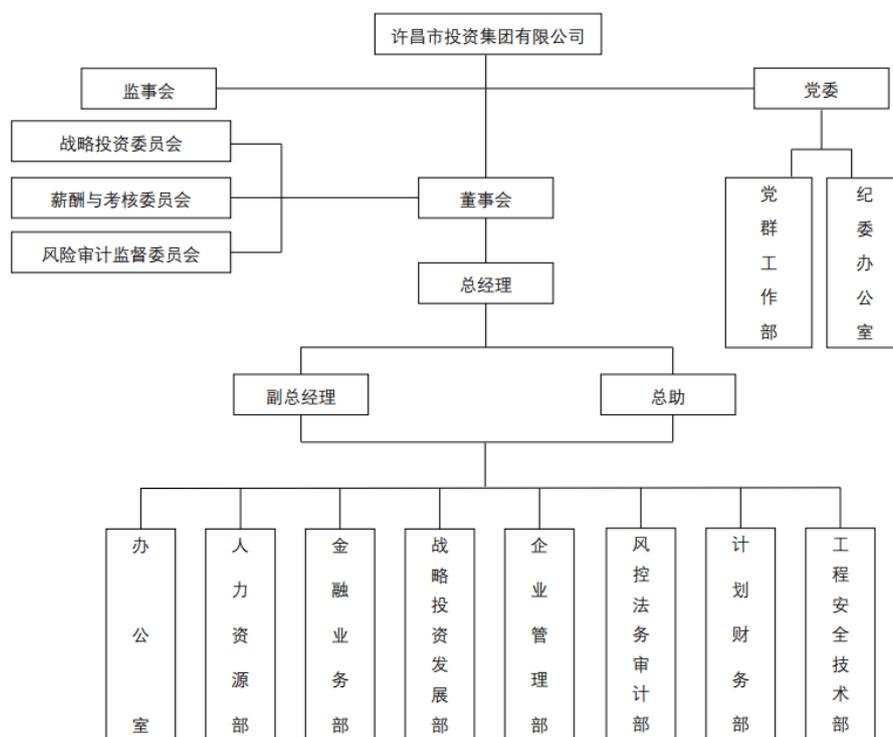
评级结论

综上所述，中诚信国际维持许昌市投资集团有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 许昌投资 MTN001”、“22 许昌投资 MTN001”、“21 许昌小微债 01/21 许昌债”和“22 许昌小微债 01/22 许昌 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：许昌市投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至本报告出具日）



序号	子公司名称	持股比例 (%)	序号	子公司名称	持股比例 (%)
1	许昌兴融产业投资基金有限公司	100.00	16	许昌市许东开发建设有限公司	50.00
2	许昌市医药卫生投资有限公司	100.00	17	许昌市东兴开发建设投资有限公司	51.00
3	许昌市金投控股集团有限公司	100.00	18	许昌硅都产业园开发建设投资有限公司	51.00
4	许昌市市投城市发展集团有限公司	100.00	19	许昌市曹魏古城开发建设投资有限公司	100.00
5	许昌市兴昌资产经营有限责任公司	100.00	20	许昌许都城市资源开发有限公司	100.00
6	许昌市市投资资产管理集团有限公司	100.00	21	鄢陵县政通投资集团有限公司	100.00
7	许昌市市投产业发展集团有限公司	100.00	22	许昌市云政智慧城市建设运营有限公司	70.00
8	许昌市市投数字经济产业集团有限公司	100.00	23	许昌新区建设投资有限公司	51.00
9	许昌数科供应链管理服务有限公司	100.00	24	许昌经高科技发展有限公司	100.00
10	许昌市市投股权投资基金管理有限公司	100.00	25	许昌金襄城乡建设投资有限公司	100.00
11	许昌市金投开发建设有限公司	100.00	26	许昌市交运投资有限责任公司	100.00
12	许昌市市投物业管理有限公司	100.00	27	许昌市财信担保有限公司	60.00
13	许昌市鲲鹏人工智能计算有限公司	60.00	28	许昌许长水务建设有限公司	60.00
14	许昌市幸福康泰养老产业发展有限公司	90.00	29	许昌市保银产业投资基金（有限合伙）	90.06
15	许昌东诚城市资源开发有限公司	60.00			



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	137,727.92	706,700.36	894,380.55	804,468.49
应收账款	580,191.04	906,919.27	968,798.47	1,083,835.22
其他应收款	1,079,073.05	1,635,186.82	1,491,352.51	1,537,500.54
存货	1,996,199.61	2,994,695.55	3,460,032.59	3,460,032.59
长期投资	123,850.49	281,411.56	1,066,764.14	1,045,546.49
在建工程	167,022.18	258,705.73	469,162.99	469,162.99
无形资产	18,482.23	52,251.85	173,096.98	171,921.75
总资产	4,812,027.91	9,223,052.10	10,867,924.61	10,877,608.37
其他应付款	590,191.37	687,240.66	639,827.28	581,699.55
短期债务	196,933.90	586,187.73	895,651.73	781,816.59
长期债务	1,562,692.68	2,043,745.49	1,964,822.49	2,138,166.41
总债务	1,759,626.58	2,629,933.22	2,860,474.23	2,919,983.01
总负债	2,619,675.13	4,801,334.86	5,695,736.87	5,709,818.98
费用化利息支出	62,369.97	73,131.80	77,205.80	--
资本化利息支出	46,258.74	37,861.54	32,806.49	--
实收资本	134,050.00	142,050.00	150,750.00	150,750.00
少数股东权益	443,649.03	1,535,812.04	1,663,605.79	1,662,719.82
所有者权益合计	2,192,352.78	4,421,717.25	5,172,187.74	5,167,789.39
营业总收入	583,174.96	606,163.22	625,977.31	90,624.20
经营性业务利润	67,597.18	82,994.30	66,671.15	5,287.90
投资收益	-719.39	-3,442.95	8,259.28	0.00
净利润	22,717.26	37,255.26	37,533.52	4,903.16
EBIT	98,249.27	122,586.27	125,899.03	--
EBITDA	105,838.66	154,648.83	149,347.47	--
销售商品、提供劳务收到的现金	154,720.59	428,605.30	498,274.17	22,259.79
收到其他与经营活动有关的现金	244,057.88	548,652.14	671,884.35	246,204.44
购买商品、接受劳务支付的现金	121,148.72	647,091.23	499,301.03	30,612.45
支付其他与经营活动有关的现金	281,372.89	404,156.48	621,279.12	136,245.42
吸收投资收到的现金	11,570.00	30,466.00	69,709.00	--
资本支出	26,078.37	110,746.68	111,379.83	7,705.38
经营活动产生现金净流量	-15,835.83	-129,147.13	29,881.17	13,949.47
投资活动产生现金净流量	-107,665.20	-213,624.93	-252,290.61	-92,105.38
筹资活动产生现金净流量	-8,500.62	596,449.55	326,110.75	9,233.71
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	21.30	27.94	22.38	38.96
期间费用率(%)	12.07	16.30	17.85	31.02
应收类款项/总资产(%)	36.56	28.82	23.62	25.08
收现比(X)	0.27	0.71	0.80	0.25
总资产收益率(%)	2.32	1.75	1.25	--
资产负债率(%)	54.44	52.06	52.41	52.49
总资本化比率(%)	44.53	37.30	35.61	36.10
短期债务/总债务(X)	0.11	0.22	0.31	0.27
FFO/总债务(X)	0.07	0.05	0.05	--
FFO 利息倍数(X)	1.11	1.22	1.42	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.15	-1.16	0.27	--
总债务/EBITDA(X)	16.63	17.01	19.15	--
EBITDA/短期债务(X)	0.54	0.26	0.17	--
货币资金/短期债务(X)	0.70	1.21	1.00	1.03
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.97	1.39	1.36	--

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理，公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、中诚信国际分析时将“长期应付款”和“其他非流动负债”中的有息债务调整到长期债务计算；3、公司未提供 2022 年一季度现金流量表补充资料及利息支出，故相关指标失效。

附三：基本财务指标的计算公式

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

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

附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。