许昌市投资集团有限公司 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 1893 号

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD.

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 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	许昌市投资集团有限公司	AA+/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 许昌投资 MTN001”、“22 许昌投资 MTN001”、“21 许昌小微债 01/21 许昌债”、“22 许昌小微债 01/22 许昌 01”	AA+

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为许昌市的经济地位重要，经济财政实力及增长能力省内领先，潜在的支持能力强。许昌市投资集团有限公司（以下简称“许昌投资”或“公司”或“发行人”）仍是许昌市重要的基础设施建设主体，持续获得政府的大力支持，区域重要性较高，与政府关联度很高。同时，需关注公司仍面临较大资本支出压力、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，短期债务压力大，且短债占比较高及对子公司管控有待加强对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

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

调级因素

可能触发评级上调因素：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：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

正 面

- **许昌市经济实力持续增强。**2022年，许昌市地区生产总值（GDP）为3,746.8亿元，比上年增长1.8%，在河南下辖地级市中排行前列，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。**作为许昌市重要的基础设施建设主体，公司在资产、资金注入及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。**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，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。**2022年以来公司经营性担保业务代偿率仍较高，且自身对外担保中亦有逾期情况，公司金融及类金融业务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。**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。
- **短期债务压力大，且短债占比较高。**公司短期债务压力大，其中债券占比约50%，偿债资金安排及债务偿还情况值得关注，且短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。
- **对子公司管控能力有待加强。**公司子公司存在被纳入被执行人名单的情况，公司对子公司的管控能力有待加强，同时需持续关注相关事项的后续进展情况。

项目负责人：周　飞 fzhou@ccxi.com.cn
项目组成员：吴昱影 yywu@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

许昌投资（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	922.31	1,086.79	1,065.70	1,069.36
经调整的所有者权益合计（亿元）	442.17	517.22	570.91	565.59
负债合计（亿元）	480.13	569.57	494.80	503.77
总债务（亿元）	262.99	286.05	306.67	312.78
营业总收入（亿元）	60.62	62.60	66.40	8.58
经营性业务利润（亿元）	8.30	6.67	6.62	0.32
净利润（亿元）	3.73	3.75	3.60	0.27
EBITDA（亿元）	14.88	14.39	18.83	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-12.91	2.99	6.03	-4.79
总资本化比率（%）	37.30	35.61	34.95	35.61
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.34	1.31	1.23	--

注：1、中诚信国际根据许昌投资提供的其经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年 1~3 月财务报表整理。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、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

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+） 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+）	2022/06/29	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	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	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（2022 年数据）

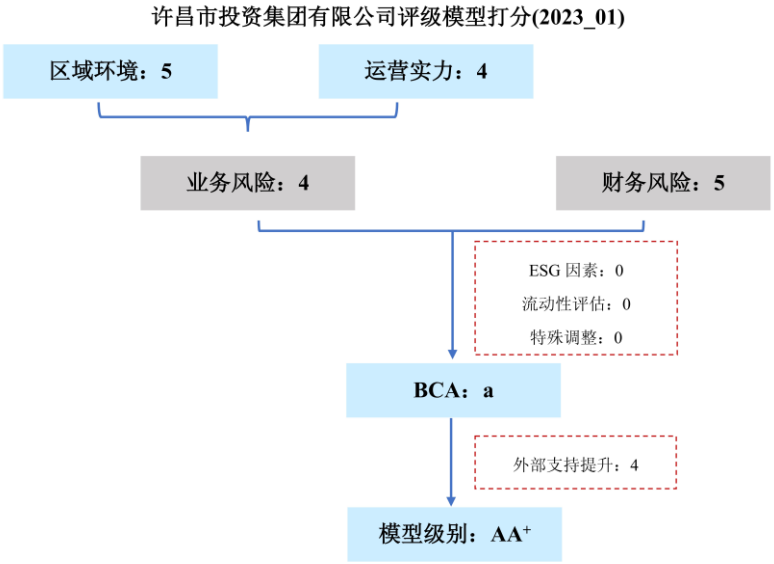
项目	许昌投资	滁州城投	常德城投
最新主体信用等级	AA+	AA+	AA+
地区	许昌市	滁州市	常德市
GDP（亿元）	3,746.80	3,609.98	4,274.50
一般公共预算收入（亿元）	203.86	277.85	207.63
经调整的所有者权益合计（亿元）	570.91	682.61	633.24
总资本化比率（%）	34.95	36.65	48.64
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.23	1.45	3.81

注：滁州城投系“滁州市城市投资控股集团有限公司”的简称；常德城投系“常德市城市建设投资集团有限公司”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
22 许昌投资 MTN001	AA+	AA+	2022/06/29	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+	2022/06/29	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+	2022/06/29	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+	2022/06/29	5.00	5.00	2021/08/25~2025/08/25	调整票面利率、回售

评级模型



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，许昌投资工程建设及保障房等业务在建及拟建项目数量充足，业务稳定性和可持续性较好；但未来尚需投资规模较大，仍面临一定资本支出压力；土地整理业务易受市场行情影响；公司金融及类金融业务整体经营风险和自营项目资金平衡情况亦需关注。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，许昌投资跟踪期内所有者权益持续增长，财务杠杆率较上年呈下降趋势，EBITDA 仍能覆盖利息支出；但公司应收类款项对资金依然形成较大占用，资产收益性较弱，且流动性不足；近年来债务规模持续增长，债务期限结构有待改善；此外，受偿还较大规模到期债务影响，2022 年现金及现金等价物净增加额为负，需关注公司后续资金支出压力情况。

■ 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许昌投资个体基础信用等级无影响，许昌投资具有 a 的个体基础信用评估等级，反映了其中等的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，许昌市政府有强的支持能力，对公司有强的支持意愿，主要体现在许昌市的区域地位，以及较强的经济财政实力和增长能力；许昌投资系许昌市重要的基础设施建设主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，具备较高的重要性及与很高的政府关联性。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

“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”和“22 许昌小微债 01/22 许昌 01”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继续提升，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

许昌市位于河南省中部，是中原城市群、中原经济区核心城市之一。随着郑许一体化深入推进，许昌从郑州都市圈“南大门”变为“核心区”，着力推进即新一代信息技术、新材料、生物医药、智能装备、智能网联及新能源汽车、节能环保等 6 个新兴产业。截至 2022 年末，全市常住人口 438.10 万人。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。2022 年，许昌市地区生产总值（GDP）为 3,746.8 亿元，比上年增长 1.8%，在河南下辖地级市中排行前列。同年，许昌市人均 GDP 为 8.55 万元，居省内第三位，仅次于济源市和郑州市。

表 1：2022 年河南省下属地市经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
河南省全省	61,345.05	--	6.21	--	4,261.60	--
郑州市	12,934.69	1	10.15	2	1,130.00	1
洛阳市	5,800.00	2	8.20	5	395.40	2
南阳市	4,555.40	3	4.73	13	256.87	3
许昌市	**3,746.80**	**4**	**8.55**	**3**	**203.90**	**8**
周口市	3,616.99	5	4.09	17	177.00	11
新乡市	3,463.98	6	5.61	10	227.03	4
商丘市	3,262.68	7	4.22	16	201.60	9
驻马店市	3,257.36	8	4.71	14	204.48	7
信阳市	3,196.23	9	5.17	12	136.96	14
平顶山市	2,839.33	10	5.72	9	223.76	5
开封市	2,657.11	11	5.56	11	198.58	10
安阳市	2,500.00	12	4.61	15	219.90	6
焦作市	2,234.80	13	6.34	8	169.60	12
濮阳市	1,889.54	14	2.10	18	116.72	16
漯河市	1,812.90	15	7.64	6	131.90	15
三门峡市	1,676.37	16	8.23	4	139.04	13
鹤壁市	1,107.04	17	7.04	7	81.14	17
济源市	806.22	18	11.04	1	66.80	18

注：部分地市的人均 GDP 系根据常住人口测算而来。
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和以第二产业为主的产业结构为许昌市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升，但自给度较低，且税收收入占比不高；政府性基金收入是许昌市地方政府财力的重要补充，但受土地市场行情影响较大，逐年下滑。再融资环境方面，许昌市广义债务率处于全国中游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，仍有一定量的非标融资，但区域内发债主体曾出现非标违约事件，整体再融资环境一般。

表 2：近年来许昌市地方经济财政实力

项目	2020	2021	2022
GDP（亿元）	3,389.37	3,595.85	3,746.80
GDP 增速（%）	2.47	5.20	1.80
人均 GDP（万元）	7.75	8.34	8.55
固定资产投资增速（%）	1.66	7.12	3.80
一般公共预算收入（亿元）	181.77	189.12	203.86
政府性基金收入（亿元）	145.54	119.08	82.22
税收收入占比（%）	64.90	67.06	66.68
公共财政平衡率（%）	49.94	58.06	58.76
地方政府债务余额（亿元）	466.38	567.25	677.24

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：许昌市人民政府官网，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，作为许昌市重要的基础设施建设主体，公司维持以基础设施建设、土地整理、保障房销售、金融及类金融业务为主，贸易、租赁等为辅的业务布局，工程建设业务在建及拟建项目数量充足，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；土地整理业务易受市场行情影响；公司金融及类金融业务整体经营风险和自营项目资金平衡情况亦需关注。

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

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程结算	32.40	53.45	17.76	31.13	49.73	11.14	36.52	55.00	11.44	6.47	75.36	19.09
土地整理	12.91	21.30	30.69	10.11	16.15	25.16	8.21	12.36	26.28	--	--	--
利息收入	1.21	2.00	97.88	2.12	3.38	100.00	5.75	8.66	100.00	1.33	15.53	100.00
房屋销售	6.61	10.90	6.59	11.08	17.71	16.11	8.69	13.09	13.75	--	--	--
商品贸易	0.90	1.48	0.01	1.15	1.84	3.55	3.04	4.58	9.59	0.08	0.95	44.80
其他	6.59	10.87	84.67	7.01	11.20	57.85	4.19	6.31	24.28	0.70	8.16	34.28
合计/综合	**60.62**	**100.00**	**27.94**	**62.60**	**100.00**	**22.38**	**66.40**	**100.00**	**11.44**	**8.58**	**100.00**	**33.14**

注：尾数差异系四舍五入所致。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设及保障房业务

公司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，业务主要由子公司许昌新区建设投资有限公司（以下简称“新区建投”）、东兴开发建设投资有限公司（以下简称“东兴建设”）、许昌金襄以及许昌经高科技发展有限公司（以下简称“经高公司”）负责。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。2022 年，公司工程建设业务收入同比有所上升。

表 4：近年来公司工程建设业务收入构成（亿元）

指标	2020	2021	2022
尚东棚户区	5.74	--	--
陈化店棚户区项目	1.95	--	--
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	1.83
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	--
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	5.76
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	--
许州路	--	--	1.18
200 公里通村公路建设	--	--	1.54
襄城县车刘庄至岗曹公路改建项目	--	--	1.08
曹魏古城 19 号改造	--	--	1.58
曹魏古城 6 号改造	--	--	1.40
灞陵路 01-2#、03-2#、03-3#	--	--	1.30
庞庄社区棚户区改造项目	--	--	2.69
清潩河项目	--	--	2.09
许昌市南关城区改造项目	--	--	2.67
烟城路拆迁、补偿	--	--	1.14
医药产业园拆迁项目	--	--	1.55
98 号地改造	--	--	1.08
其他项目	--	--	9.65
合计	**32.40**	**31.13**	**36.52**

注：1、合计数与加总数不一致系四舍五入所致。2、因 2022 年项目众多，故仅列示收入确认超过 1 亿元项目，其他项目收入统一归入“其他项目”中。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在建代建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资
菅庄社区城中村改造项目二期	29.72	24.46
前王门棚户区改造项目	16.02	15.90
长村棚改项目	22.21	12.77
北许庄（梁庄）社区棚改项目	12.16	2.09
许昌市东城区岗王社区棚户区改造项目	15.41	1.94
回民村安置房项目	14.00	5.41
三里沟安置小区项目	6.73	5.96
合计	**116.25**	**68.53**

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 年 3 月末公司自营模式下主要项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	收益实现方式
古城建设	10.00	9.16	商铺租金、广告收入、停车费收入等
园区建设	20.00	2.72	厂房出租
智慧信息产业园	15.00	8.78	出租及申请财政补贴
电子商务创新创业园	14.24	3.37	出租
废水处理工程	2.46	4.92	水费收入
天然气分布式能源站	4.80	4.19	天然气费收入
许昌市中心城区地下停车场项目	11.18	0.31	租赁
中原人工智能计算中心项目	11.59	0.14	算力收入等
合计	**89.27**	**33.59**	--
拟建			
项目名称	**总投资**		**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，2022 年，公司实现保障房销售收入 8.69 亿元，系三里沟安置房和大新安置房形成。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”）通过自有资金进行三里沟安置房项目的建设，土地通过公开“招拍挂”形式取得；安置房建设完成后政府回购用于安置拆迁户，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；子公司新区建投通过自筹资金进行大新安置房项目建设，项目建成后与许昌中原电气谷高科产业发展有限公司签订资产移交协议，形成收益。

土地整理业务

公司土地整理业务具有一定区域垄断性，受市场行情影响，2022 年公司土地整理及出让面积较上年有所下降，未来公司将根据许昌市及区县政府规划及自身发展战略对账面土地进行开发。

公司土地整理业务仍由子公司许昌市东兴建设负责。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。

业务开展方面，受市场行情影响，2022 年公司土地整理面积及出让面积较上年呈下降趋势。截至 2023 年 3 月末，公司共拥有 93 宗、面积共计 10,553.8 亩的土地，土地均位于许昌市，账面价值

合计为 120.98 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县政府规划及自身发展战略对账面土地进行开发。

表 7：近年来公司土地整理业务情况（亿元、亩）

	2020	2021	2022
土地整理面积	567.23	490.45	203.05
土地开发总成本	14.65	7.57	6.04
土地出让面积	514.14	182.46	203.05
土地开发总收入	20.79	10.11	8.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

金融及类金融业务

2022 年，随着许昌农商行调整出公司合并范围，公司不再经营银行业务；委托贷款业务当年末贷款余额大幅增长；担保业务仍有逾期代偿，整体金融业务经营风险需保持关注。

为支持许昌市重点企业的经营发展，公司使用自有资金通过委托贷款的形式为许昌市县区或市域内重点企业提供资金支持，具体业务仍由公司本部及子公司许昌市兴昌资产经营有限责任公司（以下简称“兴昌资产”）负责。公司委托贷款以短期贷款为主，2022 年，公司发放贷款笔数、发放贷款金额及期末贷款余额均较上年大幅增长，平均贷款利率略有上升，公司委托贷款业务产生的利息收入同比增幅亦较大。

表 8：近年来公司委托贷款业务情况

项目	2020	2021	2022
发放贷款笔数（笔）	19	21	52
发放贷款金额（亿元）	20.61	25.24	61.40
平均贷款利率（%）	9.04	8.96	9.02
期末贷款余额（亿元）	24.51	23.71	57.46
违约率（%）	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司亦开展担保业务，仍由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。

财信担保作为早年承接政府职能的担保公司，为支持许昌地区民营经济发展，为当地民营企业担保，后到受宏观环境因素影响，形成很多不良借款。2018 年开始基本暂停新业务的开展，对不良借款全面代偿清收。截至 2023 年 3 月末，在保余额 3,030.00 万元。2022 年及 2023 年 1~3 月，财信担保实现担保费收入 34.35 万元及 111.44 万元，当期代偿金额为 804.19 万元及 0.00 万元；担保代偿率为 28.26%及 0.00%。截至 2023 年 3 月末，累计担保代偿额为 2.60 亿元，尚未追回余额为 2.15 亿元，需关注未来资金追回情况。

表 9：近年来公司担保业务经营情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
当期安全解除担保责任金额	0.33	0.26	0.20	--
当期应收代偿款	0.24	0.30	0.08	--
在保责任余额	0.27	0.37	0.30	0.30
累计担保代偿率	57.47	58.62	28.26	28.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行业务方面，2020 年 4 月，根据许昌农村商业银行股份有限公司（以下简称“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。2022 年 4 月 20 日，根据许昌农商行董事会《许昌农村商业银行股份有限公司第二届董事会 2022 年第三次临时会议关于同意雷天俊同志辞去董事职务的决议》，公司委派的董事雷天俊已不再担任董事，因此许昌城发在许昌农商行董事席位中占比已不达半数，不构成实际控制，故调整出公司合并范围，计入长期股权投资。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%。

其他业务

公司亦开展贸易及房屋租赁等业务，贸易业务根据子公司需要进行开展，2022 年收入规模较上年增幅较大；租赁业务因新增可租赁资产，收入规模亦有所增长，其他业务收入持续对公司营业收入形成一定补充

公司的贸易业务主要根据子公司需要进行开展。2022 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开展的计算机贸易业务、襄城灵武开展的化工原料、有色金属贸易业务以及许昌市黄初产业开发有限公司（以下简称“黄初公司”）开展的皮棉、建材贸易，贸易产品主要以皮棉、森源电动车项目以及叶腊石项目为主。2022 年，公司实现贸易业务收入 3.04 亿元，较上年增幅较大，主要系黄初公司新增的皮棉贸易收入较高。上下游客户方面，贸易上游客户多为河南省商贸公司，下游客户分布至全国各省，集中度较低。

租赁业务方面，公司本部可供租赁资产主要包括创业服务中心、财源孵化基地及智慧信息产业园等自建物业，截至 2022 年 3 月末，可供出租面积为 36.87 万平方米，出租率仍为 100.00%。2022 年，上述资产实现租赁收入为 1.91 亿元，受益于可租赁资产增加，收入同比大幅上升。

表 10：近年来公司主要物业出租情况（万平方米、亿元）

期间	可租赁资产	可出租面积	已出租面积	租金收入
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
2022	创业服务中心	10.46	10.46	0.49
	智慧信息产业园	4.36	4.36	0.26
	财源孵化基地	10.05	10.05	0.49
	科普教育基地	3.21	3.21	0.11
	东兴安置小区门面房	4.29	4.29	0.28
	许东大剧院	4.50	4.50	0.28

2023.1~3	创业服务中心	10.46	10.46	0.09
	智慧信息产业园	4.36	4.36	0.06
	财源孵化基地	10.05	10.05	0.05
	科普教育基地	3.21	3.21	0.03
	东兴安置小区门面房	4.29	4.29	0.05
	许东大剧院	4.50	4.50	0.05
	创业服务中心	10.46	10.46	0.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平。受益于政府支持，跟踪期内公司所有者权益持续增长，财务杠杆率较上年呈下降趋势；偿债能力方面，EBITDA 仍能覆盖利息支出；但公司应收类款项对资金依然形成较大占用，资产收益性较弱，且流动性不足；近年来债务规模持续增长，债务期限结构有待改善；此外，受偿还较大规模到期债务影响，2022 年现金及现金等价物净增加额为负，需关注公司后续资金支出压力情况。

资本实力与结构

跟踪期内，政府支持提升了公司的自有资本实力，但受许昌农商行划出公司合并范围影响，资产规模较上年略有下降；公司应收类款项占总资产比例较高，资产收益性较弱，且流动性不足，整体资产质量一般；财务杠杆率较上年呈下降趋势，资本结构较为合理。

作为许昌市重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体，公司地位持续重要，2022 年，公司收到许昌魏轩园林绿化咨询建设管理有限公司（以下简称“魏轩园林”）股权划入子公司黄初公司及资产注入等政府支持，但同时亦受到许昌农商行划出公司合并范围影响，综合因素作用下，公司资产规模较上年末略有下降。公司主营业务由工程建设、保障房销售、土地整理、金融及类金融等板块构成，资产主要由上述业务形成的应收类款项及存货等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。如前所述，由于获得魏轩园林等公司划转股权，2022 年末公司应收账款、其他应收款、存货等科目规模较上年末均有不同幅度增长。具体来看，公司存货主要由土地使用权及工程施工成本构成；应收账款系应收工程款；其他应收款主要系公司与区域内各政府部门及相关单位往来款。截至 2023 年 3 月末，公司应收类款项占总资产比例为 30.93%，对资金依然形成较大占用，应收类款项的回收情况需保持关注。另一方面，由于许昌农商行划出公司合并范围，发放贷款及垫款、债权投资等科目规模清零，货币资金大幅下降。此外，2022 年末长期股权投资较上年增幅较大，主要系公司新增对许昌许鄢生态旅游开发有限公司等合营和联营企业投资增加。同期末，受益于襄城县人民政府向子公司许昌金襄注入砂石经营权，公司无形资产较上年有所增长。总体来看，公司资产中变现能力较差的应收类款项和存货占比较高，且收益性不足，整体资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况

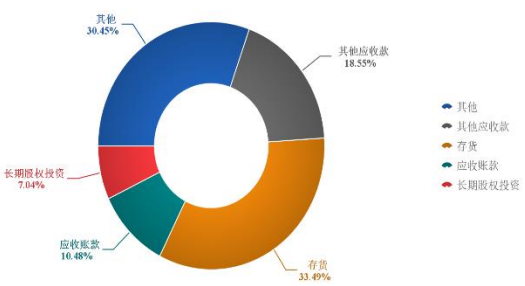
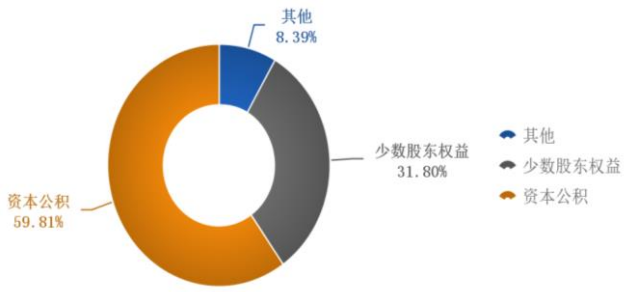


图 2：截至 2022 年末公司权益情况



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

所有者权益方面，受魏轩园林股权划入、襄城县人民政府向子公司许昌金襄注入砂石经营权及许昌农商行划出公司合并范围叠加影响，2022 年末，公司净资产规模较上年末增长幅度仍然较大。2023 年 3 月末，受无偿划转许昌建安投资集团有限公司 27%股权影响，资本公积下降，所有者权益规模有所下降。

受益于自有资本实力的增强，2022 年公司财务杠杆水平有所下降，资产负债率低于 50%，总资本化比率较上年略有下降。随着公司业务的逐步推进，未来公司仍将主要依赖于外部融资满足资金缺口，公司财务杠杆率预计有所升高。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	922.31	1,086.79	1,065.70	1,069.36
流动资产占比	77.41	69.87	72.83	73.34
经调整的所有者权益	442.17	517.22	570.91	565.59
资产负债率	52.06	52.41	46.43	47.11
总资本化比率	37.30	35.61	34.95	35.61

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司业务回款情况有所改善，经营活动贡献的现金净流入规模较小，且持续大规模的自营项目建设投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，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；同期，受偿还较大规模到期债务影响，当期现金及现金等价物净增加额为负，需关注公司后续资金支出压力情况。

受益于业务的扩张及多元化发展，2022 年公司收入保持增长趋势，主要收入板块中工程建设项目前期投资规模较大，2022 年以来政府加大回款力度，公司收入质量有所提升，但收现比仍小于 1，仍需关注后续回款情况。2022 年公司经营活动现金流持续呈净流入状态，但净流入规模仍然较小。2023 年一季度公司往来款呈净流出态势，致使经营活动现金呈现净流出状态。

公司投资活动现金流出主要系自营项目建设投入，2022 年，公司对自营项目建设投入增大，因此投资活动现金流净额持续为负，且缺口有所扩大。

公司主要依赖于银行借款来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。2022 年，受偿还较大规模到期债务影响，公司筹资活动现金流呈净流出状态，当期现金及现金等价物净增加额为负，需关注公司后续资金支出压力情况。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	-12.91	2.99	6.03	-4.79
投资活动产生的现金流量净额	-21.36	-25.23	-35.36	-3.50
筹资活动产生的现金流量净额	59.64	32.61	-1.34	7.88
现金及现金等价物净增加额	25.37	10.37	-30.66	-0.41
收现比（X）	0.71	0.80	0.91	0.27

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，公司债务规模持续增长，且短期债务压力高，短债规模占比较高，债务期限结构有待改善；公司 EBITDA 仍能覆盖利息支出，经营活动净现金流对利息保障能力有所提升，但保障能力依然较弱。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模仍呈上升趋势。公司债务以银行借款、债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；公司债务仍以长期为主，但短期债务压力高，其中债券占比约 50%，公司偿债资金安排及债务偿还情况值得关注，且短期债务占比较高，债务期限结构有待改善。

表 13：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

类型	金额	1 年以内到期	1-3 年到期	3 年以上到期
银行借款	116.32	42.72	29.63	43.97
债券融资	143.66	67.53	57.02	19.11
非标融资	49.19	8.98	8.66	31.55
合计	**309.17**	**119.24**	**95.31**	**94.62**

注：以上统计为公司未来几年内实际需要偿还的债务本金规模，与财务口径债务总额或存在一定差异。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年，公司 EBITDA 仍主要由费用化利息支出及利润总额构成。随着债务规模的增长，公司利息支出上升较快，EBITDA 对利息支出的保障能力略有下降，但仍能实现完全覆盖。此外，公司经营活动净现金流对利息保障能力有所提升，但保障能力依然较弱。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	262.99	286.05	306.67	312.78
短期债务占比	22.29	31.31	40.07	39.28
EBITDA	14.88	14.39	18.83	--
EBITDA 利息保障倍数	1.34	1.31	1.23	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-1.16	0.27	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，公司受限资产占当期末总资产的 4.16%，存在一定的抵质押融资空间。

表 15：截至 2023 年 3 月末公司受限资产明细（亿元）

类型	金额	受限原因
货币资金	5.87	各类存出保证金或承兑保证金等
土地使用权、不动产	38.64	申请长期借款而抵押
合计	**44.51**	--

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 59.38 亿元，占公司经调整的所有者权益的比例为 10.50%；其中，被担保对象为民营企业的担保金额为 2.67 亿元，已逾期金额为 1.01 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（以下简称“东方资产河南分公司”）对公司提起诉讼，要求公司进行代偿，在 2021 年 4 月被河南省许昌市中级人民法院驳回后，于 2021 年 5 月再次上诉，2022 年 2 月判决驳回上诉，维持原判，目前东方资产河南分公司正在申请对阳光旭昇公司抵押物进行冻结执行。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 16：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	阳光旭昇电缆有限公司	民营	8,000.00
2	许昌宏浩包装有限公司	民营	2,100.00
3	许昌富森生物科技股份有限公司	民营	16,603.56
1	河南硅都新材料科技有限公司	国企	35,011.73
2	河南万里交通科技集团股份有限公司	国企	1,980.00
3	河南许钻科技有限公司	国企	19,661.00
4	襄城县安襄商贸有限公司	国企	500.00
5	襄城县三山实业有限公司	国企	4,000.00
6	襄城县烟城建设投资有限公司	国企	37,300.00
7	襄城县裕达开发投资有限责任公司	国企	32,080.26
8	襄城县紫云建设投资有限公司	国企	18,000.00
9	许昌东建实业有限公司	国企	16,666.68
10	许昌经创科技发展有限公司	国企	5,260.10
11	许昌市东泰建设工程有限公司	国企	69,774.99
12	许昌市建设投资有限责任公司	国企	78,232.81
13	许昌市市政实业集团有限公司	国企	898.00
14	许昌市新财建设有限公司	国企	18,700.00
15	许昌市资产管理有限公司	国企	16,603.00
16	许昌新英教育咨询有限公司	国企	36,638.57
17	许昌兴安城市投资开发有限公司	国企	18,000.00
18	鄢陵同欣花木园区建设投资有限公司	国企	3,925.00
19	鄢陵县城市建设投资有限公司	国企	70,700.00
20	鄢陵县发展投资集团有限公司	国企	500.00
21	鄢陵县鑫汇建设投资有限公司	国企	43,700.00
22	鄢陵县豫资城乡建设发展有限公司	国企	39,000.00
--	**合计**	--	**593,835.70**

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018 年 10 月 31 日，中原大禹资本控股有限公司（以下简称“大禹资本”）与鄢陵县国有资产监督管理委员会（以下简称“鄢陵国资委”）签订《股权转让协议》，约定将大禹资本持有的鄢陵县政通投资集团有限公司（以下简称“鄢陵政通”）51%股权转让给鄢陵国资委，转让价款分三年付清；2019 年 7 月 10 日，鄢陵国资委将其持有的鄢陵政通 51%的股份无偿划转至公司；2019 年 12 月 27 日，公司与大禹资本签订《股权质押合同》，约定将公司持有的鄢陵政通 31.76%的股权质押给大禹资本，作为对大禹资本对鄢陵县国资委债权的担保；因鄢陵国资委未按照约定支付股权转

让款，大禹资本在 2021 年 2 月 4 日向河南省郑州市中级人民法院（以下简称“郑州中院”）提起诉讼，2021 年 5 月 8 日，河南省郑州市中级人民法院出具了（2021）豫 01 执 892 号执行文件，被执行人为鄢陵县政通投资集团有限公司、鄢陵县国有资产监督管理委员会、公司，执行标的为 406,363,008.00 元。2021 年 6 月 11 日，郑州中院对许昌投资、鄢陵国资委及鄢陵政通出具（2021）豫 01 执 892 号执行通知书，作出结案通知：鄢陵县国资委及鄢陵政通公司按照《执行阶段还款协议书》的条款约定履行还款义务。截至目前，该案件虽处于结案状态，但相关款项尚未结清，故股权仍处于质押状态，预计 2023 年底前结清，中诚信国际将对上述事项进展保持持续关注。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业征信报告》，截至 2023 年 4 月，公司存在一笔未结清的不良类其他借贷交易，余额为 192.24 万元。根据公司提供的说明，该笔不良类其他借贷交易为公司对旭昇电缆 2,000.00 万元流动资金贷款提供担保形成。截至目前，该笔担保借款已全部处理完毕，但因银行内部系统问题导致征信报告上显示为不良类其他借贷交易。除此之外，公司不存在其他已结清和未结清不良信贷记录。

假设与预测[1]

假设

——2023 年，公司仍作为许昌市重要的基础设施建设主体，没有显著规模的资产划入和划出。

——2023 年，公司各业务板块稳步发展，收入及盈利水平将较以前基本稳定。

——2023 年，公司在建项目投资规模预计在 20~40 亿元，股权类投资规模在 10~30 亿元。

——公司债务规模将呈上升趋势，2023 年债券类融资 100~120 亿元。

预测

表 17：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（%）	35.61	34.95	32.00~39.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.31	1.23	1.10~1.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，公司流动性一般，但未来一年流动性来源可满足大部分流动性需求。

截至 2023 年 3 月末，公司可动用账面资金为 18.71 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同期末，公司银行授信总额为 313.36 亿元，尚未使用授信额度为 107.83 亿元，在手批

[1] 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其他事项和假设因素，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。

文约 49 亿元，备用流动性一般。得益于公司职能定位重要，未来仍可以获得许昌市政府持续的资金支持。

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自营项目建设投资。同时，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 122.85 亿元；随着债务规模的上升，利息支出同比亦有所增加。综上所述，公司流动性一般，但未来一年流动性来源可满足大部分流动性需求。跟踪期内，子公司被纳入被执行人名单，公司对子公司的管控能力有待加强，同时需持续关注相关事项的后续进展情况。

ESG 分析[2]

中诚信国际认为，公司重视可持续发展，积极承担社会责任，但因未按期披露 2022 年半年度报告等问题而受到银行间债券市场处分，且子公司存在被纳入被执行人名单的情况，目前公司 ESG 表现低于行业平均水平。

环境方面，公司的基础设施建设类业务可能会面临一定环境风险，目前尚未受到监管处罚。对此，公司在可持续发展和环境争议事件管理等方面表现较好。

社会方面，公司近年公司在项目建设方面未发生过重大安全事故，未因产品缺陷、不当竞争、安全生产等方面受到监管处罚，亦无员工职务犯罪等违规事项。同时，公司在社会争议之间

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。公开市场信息披露方面，2023 年 1 月，公司因未按期披露 2022 年半年度报告等问题而受到银行间债券市场处分。公司子公司存在被纳入被执行人名单的情况，公司对子公司的管控能力有待加强，同时需持续关注相关事项的后续进展情况。

外部支持

中诚信国际认为，许昌市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

2022 年，许昌市地区生产总值（GDP）在河南下辖地级市中排行前列。稳定的经济增长和以第二产业为主的产业结构为许昌市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入稳步提升。再融资环境方面，许昌市广义债务率处于全国中游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，区域内发债主体曾出现非标违约事件，需关注区域债务风险。

同时，许昌市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

1）区域重要性较高：公司在许昌市基础设施建设领域处于领导地位，代表政府参与主城区及下属区县的基础设施建设及运营项目，与其他市级平台的职能定位不同、各自分工明确，区域重要性高。

2）与政府的关联度很高：公司由许昌市财政局直接控股，根据市政府意图承担重大项目投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有高度的关联性。

[2] 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

3）过往支持力度大：公司在获得运营补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出和还本付息具有重要支撑。除直接的资金支持外，许昌市及下属区县政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持，比如向公司注入砂石经营权及公租房等，将魏轩园林、许昌市国有产业投资有限公司、许昌开普电气研究院有限公司等公司国有股权无偿划入。

表 18：许昌市级类平台比较（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
许昌市投资集团有限公司	许昌市财政局 100%	许昌市重要的基础设施建设建设主体	1,065.70	570.91	46.43	66.40	3.60	118.15
许昌市城投发展集团有限公司	许昌市财政局 100%	许昌市重要的城投平台公司	536.95	700.96	62.57	28.19	0.56	--
许昌市资产管理有限公司	许昌市财政局 100%	许昌市重要的国有资产管理公司	--	--	--	--	--	--

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，许昌市政府支持能力强，对公司有强的支持意愿，可为公司带来强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，许昌投资与滁州城投和常德城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，当地政府均具有强的支持能力，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，许昌市与滁州市、常德市等的行政地位、经济财政实力相当，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。许昌投资与上述平台均为市国资委实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有强或较强的支持意愿。

其次，许昌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。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为元化，同时公司的保障房销售、土地整理和金融及类金融等核心业务发展突出，但也存在部分业务自我造血能力不足、历史包袱较重等问题。

然后，许昌投资的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强；财务杠杆较低，EBITDA 对利息覆盖能力处于较高水平；可用银行授信充足，再融资能力较强。

表 19：2022 年同行业对比表

	许昌投资	滁州城投	常德城投
最新主体信用等级	AA^+	AA^+	AA^+
地区	许昌市	滁州市	常德市
GDP（亿元）	3,746.80	3,609.98	4,274.50
GDP 增速（%）	1.80	5.50	4.5
人均 GDP（万元）	8.55	8.98	8.20
一般公共预算收入（亿元）	203.86	277.85	207.63

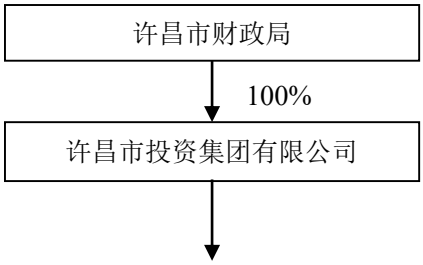
公共财政平衡率（%）	58.76	54.89	32.97
政府债务余额（亿元）	677.24	1059.25	923.05
控股股东及持股比例	许昌市财政局 100%	滁州市国资委 100%	常德城发 90%、湖南省国投 10%
职能及地位	许昌市重要的基础设施建设主体	滁州市最重要的投融资平台	常德市市区基础设施建设领域内重要主体之一，主要负责常德市武陵大道以西区域内的基础设施建设、棚户区改造及物业管理等
核心业务及收入占比	工程结算板块 55.00%、房产销售 13.09%、土地整理 12.36%	土地出让 42.83%、资产回购 13.52%、矿产资源销售 11.55%	基础设施建设 43.63%、房屋销售 41.99%
总资产（亿元）	1,065.70	1,198.00	1,240.62
经调整的所有者权益合计（亿元）	570.91	682.61	633.24
总债务（亿元）	306.67	394.97	519.28
总资本化比率（%）	34.95	36.65	45.06
营业总收入（亿元）	66.40	71.85	42.49
净利润（亿元）	3.60	7.01	3.81
EBITDA（亿元）	18.83	22.15	9.41
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.23	1.45	0.45
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.03	54.50	1.66
可用银行授信余额（亿元）	107.83	360.90	207.64
债券融资余额（亿元）	118.15	250.92	378.26

注：1、许昌投资、常德城投和滁州城投的可用授信余额为截至 2023 年 3 月末的数据；2、表中债券融资余额为平台公司本部余额，数据节点为截至本报告出具日。
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

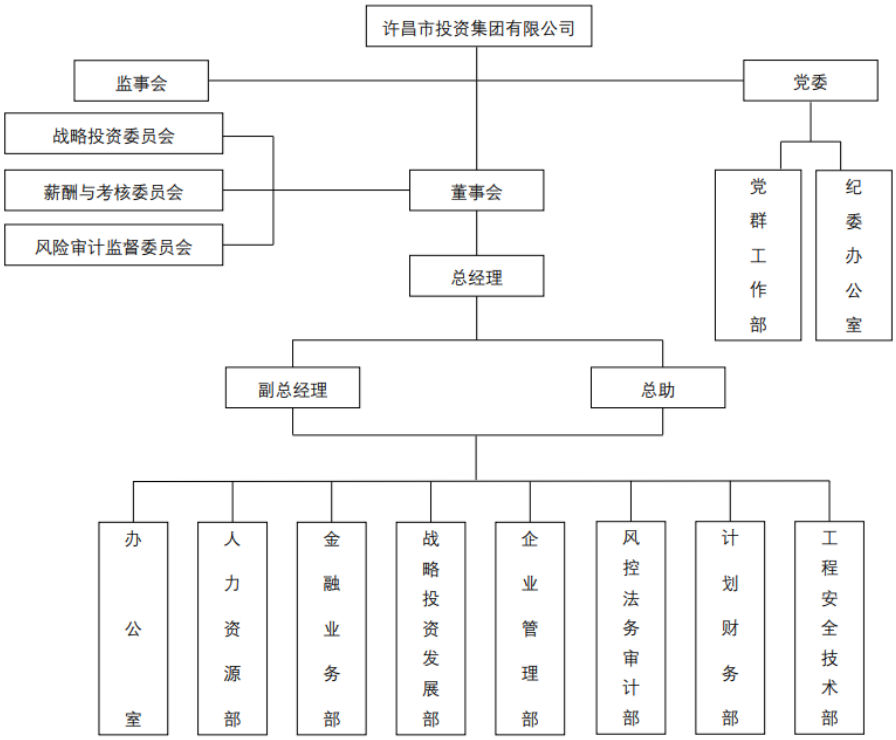
评级结论

综上所述，中诚信国际维持许昌市投资集团有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“21 许昌投资 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	13	许昌市文化投资有限责任公司	76.74
2	许昌市医药卫生投资有限公司	100.00	17	许昌市财信融资担保有限公司	55.61
3	许昌市金投控股集团有限公司	100.00	18	许昌市首能供热服务有限公司	70.00
4	许昌市国有产业投资有限公司	100.00	16	许昌市曹魏古城开发建设有限公司	60.00
5	许昌市市投城市发展集团有限公司	100.00	17	许昌市鲲鹏人工智能计算有限公司	60.00
6	许昌市兴昌资产经营有限责任公司	55.00	18	许昌许都城市资源开发有限公司	60.00
7	许昌市市投数字经济产业集团有限公司	100.00	19	鄢陵县政通投资集团有限公司	54.53
8	许昌市市投资产管理集团有限公司	100.00	20	许昌新区建设投资有限公司	51.00
9	许昌开普电气研究院有限公司	100.00	21	许昌市许东开发建设有限公司	51.00
10	许昌市保银产业投资基金（有限合伙）	99.00	22	许昌市人才集团有限公司	51.00
11	许昌市幸福康泰养老产业发展有限公司	90.00	23	许昌许长水务建设有限公司	38.10
12	许昌市东兴开发建设投资有限公司	80.00	24	海南豫海大数据科技有限公司	40.00



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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	706,700.36	894,380.55	250,639.05	246,632.35
非受限货币资金	649,880.33	810,683.37	186,762.89	187,965.00
应收账款	906,919.27	968,798.47	1,116,420.94	1,180,300.73
其他应收款	1,635,186.82	1,491,352.51	1,976,845.00	2,025,360.16
存货	2,994,695.55	3,460,032.59	3,568,518.34	3,515,010.34
长期投资	281,411.56	1,066,764.14	898,900.53	845,641.50
在建工程	258,705.73	469,162.99	494,344.56	498,620.64
无形资产	52,251.85	173,096.98	338,762.11	338,402.59
资产总计	9,223,052.10	10,867,924.61	10,657,036.69	10,693,644.96
其他应付款	687,240.66	639,827.28	740,088.80	700,875.76
短期债务	586,187.73	895,651.73	1,228,854.56	1,228,509.90
长期债务	2,043,745.49	1,964,822.49	1,837,846.30	1,899,326.52
总债务	2,629,933.22	2,860,474.23	3,066,700.86	3,127,836.42
负债合计	4,801,334.86	5,695,736.87	4,947,960.91	5,037,720.03
利息支出	110,993.34	110,012.30	152,659.13	--
经调整的所有者权益合计	4,421,717.25	5,172,187.74	5,709,075.78	5,655,924.93
营业总收入	606,163.22	625,977.31	664,000.44	85,808.99
经营性业务利润	82,994.30	66,671.15	66,247.12	3,218.15
其他收益	23,234.38	52,006.57	67,757.75	2,000.00
投资收益	-3,442.95	8,259.28	11,430.05	468.00
营业外收入	9,718.23	7,278.93	696.04	30.33
净利润	37,255.26	37,533.52	35,964.20	2,746.03
EBIT	116,754.94	120,447.41	166,022.07	--
EBITDA	148,817.49	143,895.84	188,295.33	--
销售商品、提供劳务收到的现金	428,605.30	498,274.17	602,576.54	23,104.04
收到其他与经营活动有关的现金	548,652.14	671,884.35	860,188.42	64,424.57
购买商品、接受劳务支付的现金	647,091.23	499,301.03	624,636.75	31,236.46
支付其他与经营活动有关的现金	404,156.48	621,279.12	735,734.88	99,674.68
吸收投资收到的现金	30,466.00	69,709.00	57,408.24	0.00
资本支出	110,746.68	111,379.83	106,630.17	5,847.14
经营活动产生的现金流量净额	-129,147.13	29,881.17	60,348.37	-47,890.04
投资活动产生的现金流量净额	-213,624.93	-252,290.61	-353,637.60	-34,990.97
筹资活动产生的现金流量净额	596,449.55	326,110.75	-13,356.17	78,796.37
现金及现金等价物净增加额	253,677.50	103,701.30	-306,645.40	-4,084.65

财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	27.94	22.38	21.97	33.14
期间费用率（%）	16.30	17.85	20.00	30.01
应收类款项占比（%）	28.82	23.62	29.98	30.93
收现比（X）	0.71	0.80	0.91	0.27
资产负债率（%）	52.06	52.41	46.43	47.11
总资本化比率（%）	37.30	35.61	34.95	35.61
短期债务/总债务（%）	22.29	31.31	40.07	39.28
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.16	0.27	0.40	--
总债务/EBITDA（X）	17.67	19.88	16.29	--
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.16	0.15	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.34	1.31	1.23	--

注：中诚信国际根据 2020～2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；长期应付款、其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。

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