

2014 年银川高新技术产业开发总公司

企业债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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
信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【665】号 01

债券简称：14 银开发债
/PR 银开发

债券剩余规模：5.60 亿
元

债券到期日期：2022 年
5 月 28 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
的第 3、4、5、6、7、8
个计息年度末分别按照
债券发行规模 15%、
15%、15%、15%、
25%的比例偿还债券本
金

分析师

姓名：
程前 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
chengq@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司城投公司
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。

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

2014 年银川高新技术产业开发区总公司 企业债券 2018 年跟踪信用评级报告

	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	2018 年 6 月 19 日	2017 年 6 月 19 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对银川高新技术产业开发区总公司（以下简称“银川高新”或“公司”）及其 2014 年 5 月 28 日发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的 2018 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。该等级的评定是考虑到：公司外部环境较好，为其发展提供了良好基础；公司未来仍可实现一定的代建收入；公司获得的外部支持力度较大。同时我们也关注到，公司资产以存货为主，整体资产流动性一般；公司经营活动现金流表现较差；存在较大的资金支出压力以及面临一定的偿债压力等风险因素。

正面：

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**2017 年银川市分别实现地区生产总值和公共财政收入 1,803.17 亿元、177.46 亿元，同比分别增长 8.0%和 2.46%；银川经济技术开发区（以下简称“开发区”）完成规模以上工业总产值 310 亿元，同比增长 28%，实现公共财政收入 11.42 亿元，其中税收收入同比增长 6.36%。
- **公司未来仍可实现一定的代建收入。**截至 2017 年末，公司已签订回购协议的代建项目计划总投资 14.17 亿元，已投资 7.57 亿元，未来仍可取得一定的代建收入。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2017 年公司唯一股东银川经济技术开发区管理委员会（以下简称“开发区管委会”）对公司增资 18,338.28 万元，同时 2017 年公司获得政府补助 5,067.06 万元。

关注:

- **公司资产以存货为主，整体资产流动性一般。**2017 年末公司存货余额为 48.70 亿元，占比 75.93%，存货以厂房等开发产品为主，变现难度相对较大，整体资产流动性一般。
- **公司收现比低，经营活动现金流表现较差，主要在建项目尚需投资较多，存在较大的资金支出压力。**2017 年公司收现比仅为 0.08，经营活动产生现金净流出 3.27 亿元；截至 2017 年末，公司主要在建项目尚需投资 12.32 亿元，存在较大的资金支出压力。
- **公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力。**2017 年末公司资产负债率为 61.13%，有息负债规模为 12.09 亿元，其中 2018 年债务到期规模 3.30 亿元，面临一定的偿债压力。
- **本期债券偿债资金来源之一土地出让收入未来能否如期获得存在一定的不确定性。**开发区管委会同意将本期债券募投项目建设覆盖区域内部分土地未来完成出让后的出让价款作为本期债券偿债资金来源之一，但土地出让收入未来能否如期获得存在一定的不确定性。

主要财务指标:

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	641,383.57	589,459.56	578,017.95
所有者权益（万元）	249,335.44	226,031.30	223,062.48
资产负债率	61.13%	61.65%	61.41%
流动比率	2.15	2.11	2.15
有息债务（万元）	120,916.15	116,481.92	105,771.88
营业收入（万元）	56,107.48	3,032.62	4,132.75
营业外收入（万元）	5,096.71	6,981.09	11,195.72
利润总额（万元）	5,601.94	3,732.02	8,269.61
综合毛利率	12.97%	74.90%	25.20%
EBITDA（万元）	6,533.57	4,456.72	8,944.76
EBITDA利息保障倍数	0.65	0.48	1.11
经营活动现金流量净额（万元）	-32,683.96	-27,993.20	-9,488.38

资料来源：公司2015年及2017年审计报告，鹏元整理

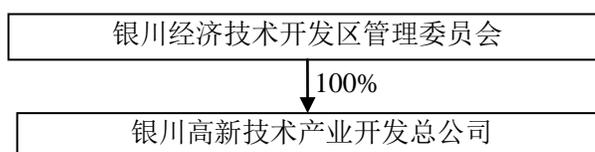
一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2014】768号文件批准，公司于2014年5月28日发行8亿元企业债券，期限为8年，票面利率为8.15%。本期债券原募投项目为银川经济技术开发区厂房及配套设施建设项目，2016年公司将本期债券原投向银川经济技术开发区厂房及配套设施建设项目进行变更细化，募集资金投向开发区蓝山科技孵化基地A1-2办公楼、C1-1楼，三创工场，西部云谷2号、3号、4号楼及地下室在建工程和银川智慧物联科技产业基地建设项目，截至2017年末，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化，公司注册资本依然是4,205.00万元，控股股东和实际控制人仍为开发区管委会，控股股东持股比例依然为100%。2017年纳入公司合并报表范围子公司无变化。

图1 截至2017年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

截至2017年末，公司资产总额为64.14亿元，所有者权益合计24.93亿元，资产负债率为61.13%；2017年公司实现营业收入5.61亿元，利润总额0.56亿元，经营活动现金净流出3.27亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所

缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金

融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、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。

表1 2017年以来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
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]101号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债

月	项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	运输部	券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
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）	国家发改委、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

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

2017年银川市及开发区经济持续增长，为公司业务发展提供良好外部环境

2017年银川市实现地区生产总值1,803.17亿元，同比增长8.0%；其中第一产业实现增加值61.38亿元，同比增长4.2%；第二产业实现增加值908.60亿元，同比增长6.5%；第三产业实现增加值833.18亿元，同比增长10.1%。三次产业结构为3.4:50.4:46.2，对经济增长的贡献率分别为2.0%、41.7%、56.3%。按常住人口计算，2017年银川市人均地区生产总值8.17万元，是全国人均GDP的136.87%。

2017年银川市全部工业增加值同比增长8.5%；规模以上工业增加值增长8.5%，其中轻工业增加值下降1.1%，重工业增加值增长10.4%。按行业分，电力、热力的生产和供应业增加值比上年增长17.0%；石油加工、炼焦业增加值增长12.1%；煤炭开采和洗选业增长7.5%；化学原料及化学制品制造业增长10.9%。全市规模以上工业企业实现销售产值2,026.29亿元，比上年增长20.7%。

从拉动经济的三大要素来看，2017年银川市全年固定资产投资、社会消费品零售总额分别达到1,719.05亿元、562.31亿元，分别同比增长1.4%、9.4%，对拉动地区经济增长发挥较大的作用。进出口总额为270.62亿元，其中，出口总额195.99亿元，增长49.7%；进口总额74.64亿元，增长129.8%。2016年全市接待国内外游客1,283.90万人次，同比增长47.7%；国内旅游收入149.53亿元，同比增长43.8%；旅游外汇收入2,580.96万美元，同比下降9.4%。

表2 2016-2017年银川市经济发展概况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,803.17	8.0%	1,617.28	8.1%
第一产业增加值	61.38	4.2%	58.61	4.3%
第二产业增加值	908.60	6.5%	825.46	6.6%
第三产业增加值	833.18	10.1%	733.21	10.3%
规模以上工业增加值	-	8.5%	533.06	8.5%
全年固定资产投资	1,719.05	1.4%	1,723.31	11.8%
社会消费品零售总额	562.31	9.4%	514.19	7.7%
进出口总额（亿美元）	270.62	-	24.90	-18.0%
存款余额	3,587.23	7.3%	3,343.40	9.7%
贷款余额	4,460.31	9.4%	4,076.57	11.6%
人均 GDP（元）	81,656		68,983	
人均 GDP/全国人均 GDP	136.87%		139.78%	

注：2017年进出口总额以人民币亿元计价

资料来源：2016-2017年银川市国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

开发区是2001年经国务院批准设立的国家级开发区，规划控制面积约75.65平方公里，建成区面积约30平方公里，已形成发展现代服务业为主的东区（2.26平方公里），培育发展信息产业、生物技术与知识产权转化为为主的南区（1.02平方公里），高端装备制造及新材料为主的西区（30.68平方公里），培育发展科技、媒体、电信三大产业为主的银川TMT育成中心（3.52平方公里）四个区块，另外，还有以承接东部产业转移及发展能源化工下游延伸产业为主的横山工业园（38.17平方公里）。

近年开发区着力推进战略新材料、现代装备制造、大健康三大主导产业发展。战略新材料产业方面，开发区现有银川隆基硅、宁夏银和新能源等规模以上企业17家，2017年实现产值122.4亿元；现代装备制造产业方面，现有小巨人机床、巨能机器人等规模以上装备制造企业40家，2017年实现产值52.98亿元；大健康产业方面，开发区利用北京经济技术开发区和银川市合作共建银川开发区的机遇，着力打造从原料药，到中药、生物药的研发、临床、生产、销售等全产业链的产业体系。目前开发区共注册各类企业6,700余家，其中工业企业275家，规模以上企业90家。

2017年开发区完成规模以上工业总产值310亿元，同比增长28%；完成固定资产投资77.7亿元，同比增长12.6%；完成招商引资实际到位资金53.3亿元¹。

2017年银川市公共财政收入略有增长，但政府性基金收入有所下滑；开发区财政自

¹ 数据来源：银川经济开发区网站。

给能力良好

2017年银川市全市公共财政收入为177.46亿元，同比增长2.46%，其中税收收入为105.44亿元，同比下降0.73%；税收收入占公共财政收入的比重为59.42%，较2016年有所降低，公共财政收入质量一般。2017年银川市全市政府性基金收入为42.79亿元，同比下降12.90%，主要系国有土地使用权出让收入下降所致。

2017年银川市本级公共财政收入为86.70亿元，同比下降9.01%，其中税收收入为38.63亿元，同比下降0.44%；税收收入占公共财政收入的比重为44.56%，较上年有所降低，公共财政收入质量一般。2017年银川市本级政府性基金收入为25.48亿元，同比下降29.22%，主要系国有土地使用权出让收入下降所致。

从财政支出来看，2017年银川市全市和市本级公共财政支出分别为342.67亿元、145.33亿元，分别同比增长3.50%、1.45%，公共财政支出多为教育、医疗以及城乡社区事务等刚性支出。2017年银川市全市和市本级财政自给率分别为51.79%、59.66%，财政自给能力一般。

表3 2016-2017年银川市财政收支情况（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	全市	市本级	全市	市本级
公共财政收入	177.46	86.70	173.20	95.28
其中：税收收入	105.44	38.63	106.22	54.83
非税收入	72.02	48.08	66.98	40.45
政府性基金收入	42.79	25.48	49.13	36.00
公共财政支出	342.67	145.33	331.07	143.25
政府性基金支出	48.73	15.71	40.79	19.49
财政自给率	51.79%	59.66%	52.32%	66.51%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：2017年数据来自银川市财政局网站，2016年数据来自鹏元经济数据库

2017年开发区地方综合财力为13.52亿元，同比下降22.89%，主要系公共财政收入规模有所下降所致。从结构来看，公共财政收入占比最大，2017年为84.46%。

2017年开发区实现公共财政收入11.42亿元，同比减少18.68%，其中税收收入为11.37亿元，同比增长6.36%，税收收入占公共财政收入的比重为99.55%，公共财政收入质量较好。2017年开发区上级补助收入为1.68亿元，主要来源于专项转移支付收入。2017年开发区政府性基金收入为0.43亿元，同比下降73.38%，主要是国有土地使用权出让收入大幅下降所致。

从财政支出来看，2017年开发区财政支出为12.48亿元，同比下降21.03%。其中公共财政支出为11.67亿元，公共财政支出多为教育、医疗和城乡社区事务等刚性支出。2017

年开发区财政自给率为 97.86%，财政自给能力良好。

表 4 2016-2017 年开发区财政收支情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
（一）公共财政收入	114,170	140,399
其中：税收收入	113,651	106,857
非税收入	519	33,542
（二）上级补助收入	16,750	18,913
其中：一般性转移支付收入	234	234
专项转移支付收入	14,086	16,249
返还性收入	2,430	2,430
（三）政府性基金收入	4,260	16,002
地方综合财力=(一)+(二)+(三)	135,180	175,314
（四）公共财政支出	116,667	146,272
（五）政府性基金支出	8,097	11,716
财政支出=(四)+(五)	124,764	157,988
税收收入/公共财政收入	99.55%	76.11%
财政自给率	97.86%	95.98%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：开发区管委会财政局

四、经营与竞争

公司是开发区内的投融资平台和国有资产运营主体，主要承担开发区的基础设施建设、厂房及仓库建设、开发区资产经营与租赁等业务。2017 年公司实现营业收入 56,107.48 万元，同比大幅增长，主要系公司当年确认较多工程建设收入所致。2017 年公司收入主要来源于工程建设收入，其占比达到 92.58%。2017 年公司综合毛利率下降至 12.97%，主要系收入占比较大的工程建设收入毛利率较低所致。

表 5 2016-2017 年公司各项业务收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	51,943.56	9.91%	-	-
租赁收入	3,088.24	90.85%	2,419.19	88.28%
物业收入	443.88	-106.61%	236.47	10.26%
其他	631.79	-31.73%	376.96	29.58%
合计	56,107.48	12.97%	3,032.62	74.90%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

2017年公司工程建设收入大幅增长，目前公司仍有部分代建项目，未来仍能取得一定代建收入；包括代建项目在内的在建项目未来投资资金需求较大，公司面临较大的资金压力

公司作为开发区的重要基础设施建设主体，承担着一定的工程项目建设任务。公司承担的工程项目分为代建项目和自建项目两类。公司工程代建收入和工程自建收入均归为公司工程建设收入。公司代建的项目主要由子公司银川经济技术开发区建设开发有限公司（以下简称“建发公司”）负责。建发公司在开发区管委会的安排下对开发区内的生产基地等项目进行建设，前期建设资金主要由公司自筹以及财政局拨款，在项目完工后按照工程总结算造价金额并加成一定比例作为项目的回购金额，由开发区财政局回购。公司分别以工程总结算造价金额和回购金额确认为工程建设成本和工程代建收入。

2017年公司实现工程代建收入51,943.56万元，主要来源于开发区西区道路改造提升工程二标段、宁东工业园1号路（银青辅道-东任公路）给水污水工程以及宁东工业园区5号路二标段（K2+300—K3+250段）道路、给水、污水工程等项目。由于2017年公司结算的代建项目均按照成本加成11%的比例确认收入，2017年公司工程代建业务毛利率为9.91%。截至2017年底，公司主要在建的代建项目有开发区晶体材料产业发展基地项目、开发区半导体材料生产基地项目以及生命健康产业园，均已签订回购协议。上述三个代建项目计划总投资14.17亿元，截至2017年底，已投资7.57亿元，未来能取得一定的代建收入。

表 6 截至 2017 年底公司主要在建的代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
银川经济技术开发区晶体材料产业发展基地项目	8.39	3.80	4.59
银川经济技术开发区半导体材料生产基地项目	1.48	1.12	0.36
生命健康产业园	4.30	2.65	1.65
合计	14.17	7.57	6.60

资料来源：公司提供

公司自建的项目主要是工业厂房、办公楼房等，公司自建项目前期建设资金主要由公司自筹，在项目建设期或项目建成之后部分建筑设施通过公开转让获得转让收入，其余部分通过出租获得租金收益。通过公开转让获得的收入公司确认为工程自建收入，通过出租获得的租金收入公司确认为租赁收入。本期债券募投项目即为公司自建项目，未来通过出租或者出售获得项目收益，截至2017年末，本期债券募投项目已基本完工。2017年公司自建项目未发生转让，因此当年未确认工程自建收入。

截至2017年底，公司主要在建的自建项目有进出口加工基地项目、隆基硅500MW单

晶硅项目等，自建项目未来收益实现方式未确定。截至2017年底，包括代建项目在内，公司主要在建项目计划总投资25.36亿元，尚需投资12.32亿元，公司面临较大的资金压力。

表 7 截至 2017 年底公司主要在建自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
进出口加工基地项目	4.00	2.40	1.60
隆基硅500MW单晶硅项目	2.40	1.12	1.28
坩埚项目	1.89	1.06	0.83
涝池组安置区	2.90	0.89	2.01
合计	11.19	5.47	5.72

资料来源：公司提供

2017 年公司租赁收入继续增长，未来收入具有一定持续性；物业服务等收入是公司收入的有益补充

公司出租业务主要是公司将自建的工业厂房、办公楼出租给企业，通过收取租金获得一定的收入。公司可出租资产包括银川高新技术产业开发区软件动漫园、创新园别墅群以及开发区内部分厂房，随着开发区内入驻企业的增加和厂房建设的逐步完工，公司实际出租面积呈逐年上升趋势。截至 2017 年末，公司厂房等可出租面积为 932,133.13 平方米，同比增长 20.95%；实际出租面积为 675,369.18 平方米，同比增长 22.10%；厂房出租率达到 72.45%。

为了扶持企业发展，同时吸引更多的中小企业入驻开发区，公司在开发区管委会的指导下对租赁公司厂房的企业实施一定的租金优惠措施，在企业初始入驻时收取很低的租金，后期随着企业的发展逐步提升租金水平。开发区管委会也会对公司实际租赁成本和租赁收入产生的成本倒挂进行一定的财政补贴。

受益于厂房实际出租面积增加以及租金水平的增长，2017 年公司取得租赁收入 3,088.24 万元，同比增长 27.66%。2017 年公司租赁业务毛利率为 90.85%，较 2016 年略有提高且保持在较高水平，主要系公司出租厂房均位于存货科目暂未计提厂房折旧所致。未来随着开发区入驻企业的增多和租金的上涨，预计公司的租赁业务收入能够取得稳定增长。

表 8 2016-2017 年公司出租业务情况

项目	2017 年		2016 年	
	数额	增长率	数额	增长率
年末可出租面积（平方米）	932,133.13	20.95%	770,685.19	17.39%
年末实际出租面积（平方米）	675,369.18	22.10%	553,143.65	48.31%
出租率	72.45%	-	71.77%	-

租赁收入（万元）	3,088.24	27.66%	2,419.19	121.08%
----------	----------	--------	----------	---------

资料来源：公司提供

公司物业服务由下属子公司物业公司运营，主要服务对象为开发区内入驻企业，2017年实现物业收入443.88万元，同比增长87.71%，对公司收入形成一定的补充。

公司获得外部支持力度较大，但募投项目建设覆盖区域内土地出让收入能否如期获得存在一定不确定性

根据银开管发（2017）109号文，2017年开发区管委会对公司增加资本性投入1.83亿元，计入资本公积，截至2017年末，公司已全部收到上述款项。

根据银开管发（2013）44号文，2014-2021年期间开发区管理委员会对公司分期给予专项财政补贴，财政补贴标准如下：（1）项目建设期（即2014-2015年）每年补贴金额为5,000万元；（2）项目运营期（即2016-2021年）根据银川经济技术开发区厂房租金及物业、管理费用标准（厂房租金每月50元/平方米，管理费每月10元/平方米，物业费每月6元/平方米）与公司实际收取租金、管理费、物业费价格之差进行补贴，补贴面积以实际出租面积为准。2016-2017年，公司分别收到政府补助6,741.95万元、5,067.06万元。

根据银开管发（2014）6号文，开发区管委会同意将本期债券募投项目建设覆盖区域内部分土地（共6宗，714亩）未来完成出让后出让价款（在2017-2022年分5次出让，预计扣除相关税费后共实现出让收益134,232万元）返还公司作为本期债券还本付息的资金来源。截至2017年末，上述土地尚未出让，考虑到近年区域内房地产市场景气度和政府土地出让计划，未来土地出让收入能否如期获得存在一定不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年审计报告，2016年数据采用2017年审计报告期初数，报告按新会计准则编制。2017年纳入公司合并报表范围子公司无变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，以存货为主，资产整体流动性一般

2017年公司资产规模有所增长，2017年末为641,383.57万元，同比增长8.81%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2017年末流动资产占资产的比例达到95.46%。

表9 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	28,082.09	4.38%	36,257.66	6.15%
应收账款	53,652.21	8.37%	84.89	0.01%
预付款项	33,459.18	5.22%	32,921.76	5.59%
存货	486,980.12	75.93%	480,743.21	81.56%
流动资产合计	612,292.12	95.46%	559,308.57	94.88%
固定资产	9,836.24	1.53%	10,312.84	1.75%
在建工程	7,189.26	1.12%	7,246.71	1.23%
非流动资产合计	29,091.45	4.54%	30,150.99	5.12%
资产总计	641,383.57	100.00%	589,459.56	100.00%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金余额为 28,082.09 万元，主要是银行存款，2017 年随着公司工程款的支付有所减少，公司货币资金无受限情况。截至 2017 年末，公司应收账款余额为 53,652.21 万元，主要是应收开发区财政局的工程款，受公司工程建设业务规模大幅增长影响，2017 年公司应收账款规模同比大幅增长。截至 2017 年末，公司预付款项余额为 33,459.18 万元，主要是预付银川市工程项目代理建设办公室的工程款（29,557.75 万元）以及预付其他公司的资产购置款及资产转让款等；公司预付款项账龄在三年以上的占比为 85.87%，对公司资金造成一定的占用。截至 2017 年末，公司存货余额为 486,980.12 万元，其中开发产品账面价值 448,379.92 万元，主要是智慧物联网科技产业基地、进出口加工基地、晶体材料产业发展基地及生命健康产业园等项目；土地账面价值 38,600.20 万元，其中 9,738.22 万元土地已经用于抵押，土地均位于银川市，面积合计 131.72 万平方米。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程构成。截至 2017 年末，公司固定资产余额为 9,836.24 万元，主要是房屋建筑物、电子设备等。截至 2017 年末，公司在建工程余额为 7,189.26 万元，主要为银川高新技术产业开发区软件动漫园建设项目。整体来看，2017 年公司资产规模有所增长，但以存货为主，资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入大幅增长，盈利能力有所改善，但公司利润对营业外收入较为依赖

2017 年公司营业收入为 56,107.48 万元，同比大幅增长，主要系公司工程建设业务当年确认较大收入所致。受毛利率较低的工程建设业务占比较大影响，2017 年公司综合毛

利率下降至 12.97%，受益于营业收入的大幅增长，2017 年公司营业利润扭亏为盈，为 1,487.59 万元，但营业外收入对公司利润贡献较大，2017 年公司获得营业外收入 5,096.71 万元，主要为政府补助，占当期利润总额的 90.98%，公司盈利能力对营业外收入较为依赖。

表10 2016-2017年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
营业收入	56,107.48	3,032.62
营业利润	1,487.59	-2,973.34
营业外收入	5,096.71	6,981.09
利润总额	5,601.94	3,732.02
净利润	4,965.85	3,730.26
综合毛利率	12.97%	74.90%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司收现比低，经营现金流表现较差，主要在建项目尚需投资较多，面临较大的资金支出压力

2017年公司收现情况较差，收现比仅为0.08，跟踪期内公司工程项目的建设投资规模依然较大，购买商品、接受劳务支付的现金较多使得公司经营活动产生现金净流出3.27亿元，表现较差。

公司投资活动现金流规模较小，2017年因投资支付现金净流出0.16亿元。筹资活动方面，2017年公司偿还了部分债务和利息，同时公司取得银行借款规模较大，使得当年筹资活动现金净流入2.61亿元。考虑到公司主要在建项目尚需投资12.32亿元，公司面临较大的资金支出压力。

表11 2016-2017年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	0.08	3.36
销售商品、提供劳务收到的现金	4,295.66	10,179.20
收到的其他与经营活动有关的现金	5,300.08	7,298.95
现金流入小计	9,595.75	17,478.15
购买商品、接受劳务支付的现金	34,225.89	41,613.05
现金流出小计	42,279.71	45,471.35
经营活动产生的现金流量净额	-32,683.96	-27,993.20
投资活动产生的现金流量净额	-1,593.62	-1,869.97

筹资活动产生的现金流量净额	26,102.01	3,735.89
现金及现金等价物净增加额	-8,175.57	-26,127.28

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息负债规模较大，存在一定偿债压力

跟踪期内，公司负债和所有者权益均有所增长。截至2017年末，公司负债总额为39.20亿元，同比增长7.87%；根据银开管发（2017）109号文件，2017年开发区管委会对公司增资1.83亿元，公司所有者权益同比增长10.31%；2017年公司产权比率为157.24%，所有者权益对负债的覆盖程度仍较低。

表12 公司资本构成情况（单位：万元）

项目	2017年	2016年
负债总额	392,048.13	363,428.26
所有者权益	249,335.44	226,031.30
产权比率	157.24%	160.79%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司负债主要由流动负债构成，2017年末其占比达到72.52%。公司流动负债主要由应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2017年末，公司应付账款余额为11,712.94万元，应付账款主要是应付宁夏骏利实业有限公司、江苏省苏中建设集团股份有限公司等公司的工程款。截至2017年末，公司其他应付款余额为244,767.53万元，其他应付款主要是应付开发区财政局的往来款（23.53亿元）和工程款以及应付其他单位的转让款、投资款等。截至2017年末，公司一年内到期的非流动负债余额为13,200.00万元，其中一年内到期的质押借款为1,100.00万元，一年内到期的抵押加质押借款100.00万元，一年内到期的应付债券为12,000.00万元。

公司非流动负债主要是长期借款和应付债券。截至2017年末，公司长期借款余额为52,098.02万元，其中质押借款37,298.02万元，质押加抵押借款14,800.00万元；抵/质押物为土地、《银川经济技术开发区晶体材料产业发展基地项目政府购买服务协议》项下享有的全部权益和收益等，借款利率均为4.90%。截至2017年末，公司应付债券余额为55,618.13万元，应付债券即为本期债券。截至2017年末，公司有息债务达到120,916.15万元，同比增长3.81%，根据公司提供资料，2018-2020年公司有息债务分别到期3.30亿元、1.72亿元、1.81亿元，面临一定偿债压力。

表13 2016-2017年主要负债结构（单位：万元）

项目	2017年	2016年
----	-------	-------

	金额	占比	金额	占比
应付账款	11,712.94	2.99%	14,580.08	4.01%
其他应付款	244,767.53	62.43%	219,500.85	60.40%
一年内到期的非流动负债	13,200.00	3.37%	17,810.00	4.90%
流动负债合计	284,331.98	72.52%	264,756.33	72.85%
长期借款	52,098.02	13.29%	31,141.92	8.57%
应付债券	55,618.13	14.19%	67,530.00	18.58%
非流动负债合计	107,716.14	27.48%	98,671.92	27.15%
负债合计	392,048.13	100.00%	363,428.26	100.00%
有息债务	120,916.15	30.84%	116,481.92	32.05%

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

从偿债能力指标来看，2017年末公司资产负债率为61.13%，负债水平偏高；公司流动比率表现一般，速动比率表现较差。公司EBITDA规模不大，EBITDA利息保障倍数表现较差。

表14 公司主要偿债能力指标

项目	2017年	2016年
资产负债率	61.13%	61.65%
流动比率	2.15	2.11
速动比率	0.44	0.30
EBITDA（万元）	6,533.57	4,456.72
EBITDA利息保障倍数	0.65	0.48
有息债务/EBITDA	18.51	26.14

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

六、评级结论

公司外部环境较好，2017年银川市分别实现地区生产总值和公共财政收入 1,803.17 亿元、177.46 亿元，开发区完成规模以上工业总产值 310 亿元，实现公共财政收入 11.42 亿元，为公司发展提供了良好基础；公司未来仍可实现一定代建收入；公司在资产注入和政府补助方面获得的外部支持力度较大。同时我们也关注到，公司资产以存货为主，整体资产流动性一般；公司经营活动现金流表现较差，主要在建项目尚需投资较多，存在较大的资金支出压力；公司有息债务规模较大，面临一定的偿债压力；本期债券偿债资金来源之一土地出让收入未来能否如期获得存在一定的不确定性。

基于上述情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	28,082.09	36,257.66	62,384.94
应收票据	0.00	600.00	1,017.50
应收账款	53,652.21	84.89	11,811.67
预付款项	33,459.18	32,921.76	45,753.90
其他应收款	9,792.18	8,701.04	11,320.71
存货	486,980.12	480,743.21	415,975.83
流动资产合计	612,292.12	559,308.57	548,264.55
可供出售金融资产	3,405.23	3,630.23	3,705.23
投资性房地产	4,841.41	5,124.05	5,406.68
固定资产	9,836.24	10,312.84	10,738.89
在建工程	7,189.26	7,246.71	7,555.46
无形资产	3,750.27	3,826.47	2,347.13
长期待摊费用	69.04	10.69	0.00
非流动资产合计	29,091.45	30,150.99	29,753.39
资产总计	641,383.57	589,459.56	578,017.95
应付账款	11,712.94	14,580.08	11,178.78
预收款项	2,051.33	1,979.05	1,979.35
应付职工薪酬	8.38	1.15	6.00
应交税费	9,266.61	6,973.19	6,669.11
应付利息	3,325.20	3,912.00	3,912.00
其他应付款	244,767.53	219,500.85	225,438.36
一年内到期的非流动负债	13,200.00	17,810.00	5,610.00
流动负债合计	284,331.98	264,756.33	254,793.59
长期借款	52,098.02	31,141.92	20,720.00
应付债券	55,618.13	67,530.00	79,441.88
非流动负债合计	107,716.14	98,671.92	100,161.88
负债合计	392,048.13	363,428.26	354,955.46
实收资本	4,205.00	4,205.00	4,205.00
资本公积	191,982.66	173,644.38	173,644.38
盈余公积	6,071.30	5,763.88	5,152.46
未分配利润	47,076.48	42,418.05	39,160.35
归属于母公司所有者权益合计	249,335.44	226,031.30	222,162.19
少数股东权益	0.00	0.00	900.30
所有者权益合计	249,335.44	226,031.30	223,062.48

负债和所有者权益总计	641,383.57	589,459.56	578,017.95
------------	------------	------------	------------

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	56,107.48	3,032.62	4,132.75
减：营业成本	48,828.02	761.17	3,091.19
税金及附加	2,326.57	338.44	362.54
管理费用	3,670.70	5,015.34	3,745.88
财务费用	-205.24	-77.96	-28.42
加：投资收益	0.17	41.68	118.45
二、营业利润	1,487.59	-2,973.34	-2,919.98
加：营业外收入	5,096.71	6,981.09	11,195.72
减：营业外支出	982.36	275.74	6.13
三、利润总额	5,601.94	3,732.02	8,269.61
减：所得税费用	636.09	1.75	1.99
四、净利润	4,965.85	3,730.26	8,267.62

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	4,295.66	10,179.20	17,941.64
收到的其他与经营活动有关的现金	5,300.08	7,298.95	12,695.31
现金流入小计	9,595.75	17,478.15	30,636.95
购买商品、接受劳务支付的现金	34,225.89	41,613.05	37,505.12
支付给职工以及为职工支付的现金	1,636.97	1,190.35	700.71
支付的各项税费	4,969.11	1,365.62	798.93
支付的其他与经营活动有关的现金	1,447.73	1,302.33	1,120.57
现金流出小计	42,279.71	45,471.35	40,125.33
经营活动产生的现金流量净额	-32,683.96	-27,993.20	-9,488.38
收回投资所收到的现金	225.00	0.00	10,788.00
取得投资收益所收到的现金	0.17	41.68	75.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额	0.00	0.00	0.06
现金流入小计	225.17	41.68	10,863.06
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	169.67	4.83	9.53
投资所支付的现金	1,649.12	1,906.82	2,630.20
现金流出小计	1,818.79	1,911.65	2,639.73
投资活动产生的现金流量净额	-1,593.62	-1,869.97	8,223.33
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00
取得借款所收到的现金	37,166.10	16,231.92	0.00
现金流入小计	55,504.38	16,231.92	0.00
偿还债务所支付的现金	20,720.00	5,600.00	10,310.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	8,682.37	6,896.03	6,520.00
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00
现金流出小计	29,402.37	12,496.03	16,830.00
筹资活动产生的现金流量净额	26,102.01	3,735.89	-16,830.00
现金及现金等价物净增加额	-8,175.57	-26,127.28	-18,095.05

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	4,965.85	3,730.26	8,267.62
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	849.56	662.27	656.39
无形资产摊销	76.67	62.43	18.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	0.00	10.65	2.43
财务费用（收益以“-”号填列）	-205.24	-77.96	-28.42
投资损失（收益以“-”号填列）	-0.17	-41.68	-118.45
存货的减少（增加以“-”号填列）	-6,236.91	-64,767.39	-105,258.58
经营性应收项目的减少	-54,595.88	27,596.09	11,053.70
经营性应付项目的增加	22,456.74	4,832.12	75,918.18
经营活动产生的现金流量净额	-32,683.96	-27,993.20	-9,488.38

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
收现比	0.08	3.36	4.34
综合毛利率	12.97%	74.90%	25.20%
产权比率	157.24%	160.79%	159.13%
资产负债率	61.13%	61.65%	61.41%
流动比率	2.15	2.11	2.15
速动比率	0.44	0.30	0.52
EBITDA（万元）	6,533.57	4,456.72	8,944.76
EBITDA利息保障倍数	0.65	0.48	1.11
有息债务（万元）	120,916.15	116,481.92	105,771.88
有息债务/EBITDA	18.51	26.14	11.83

资料来源：公司 2015 年及 2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日公司纳入财务报表合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	经营经营范围
银川经济技术开发区建设开发有限公司	15,000	100%	项目建设经营、土地开发经营
银川高新区投资有限公司	5,000	100%	产业投资、咨询、服务
宁夏高新软件动漫发展有限公司	3,000	100%	动漫投资、软件销售、技术转让咨询
银川经济技术开发区物业服务中心	50	100%	物业服务，配套设施建设等
宁夏融通智慧物联产业投资有限公司	60,000	100%	房地产开发、销售；租赁等
宁夏蓝山高新科技开发有限公司	3,000	100%	软件开发，资产管理等

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	指标计算公式
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
产权比率	负债总额/所有者权益 $\times 100\%$
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	一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券
EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附录七 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。