

2015 年包头市科教实业发展有限公司  
公司债券 2020 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：

谭璇



## 2015年包头市科教实业发展有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【473】号 01

债券简称：PR 包科教15  
包科教债

债券剩余规模：2.4 亿元

债券到期日期：2022 年  
03 月 25 日

债券偿还方式：按年付  
息，同时设置本金提前  
偿还条款，存续期内第  
3-7 个计息年度分别偿  
还债券发行总额的 20%

	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	2020 年 06 月 28 日	2019 年 06 月 27 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”）对包头市科教实业发展有限公司（以下简称“科教实业”或“公司”）及其 2015 年 3 月 25 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 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，并将发行主体长期信用等级和本期债券信用等级列入信用评级观察名单。该评级结果是考虑到：公司存货中可确认收入的项目工程规模较大，同时中证鹏元也关注到了公司近期存在过欠息情况、收入水平持续下降、偿债压力很大、资产流动性较弱以及存在一定或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 公司存货中可确认收入的项目工程规模较大。公司主要负责包头市职业教育基地的综合开发任务，项目由包头市人民政府予以回购结算。2019 年末公司存货中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为 50.03 亿元，可确认收入的项目工程规模较大。

### 分析师

姓名：  
万蕾 罗力

电话：  
010-66216006

邮箱：  
wanl@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
城投公司信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于中证鹏元官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

## 关注：

- **公司近期存在过欠息情况。**公司近期存在过欠息情况，后补缴清偿。根据公司提供的信用报告（查询日期：2020年6月20日），公司未结清信贷信息含关注类账户9个，余额0.77亿元。
- **公司收入持续下降，需关注未来收入来源及收入水平。**2019年公司实现包括房屋销售、物业服务等业务收入1,490.34万元，收入规模持续下降。考虑到公司工程施工业务整体结算进度慢、回款情况不佳，需关注未来收入来源及收入水平。
- **EBITDA对债务本息保障能力弱，公司面临很大偿债压力。**2019年末公司现金短期债务比为0.02，当年EBITDA利息保障倍数和年末有息债务/EBITDA分别为0.10和140.87，EBITDA对债务本息保障能力弱，公司面临很大偿债压力。
- **公司资产流动性较弱。**2019年末公司资产合计61.96亿元，其中超过90%的资产为变现能力较弱的土地和工程资产，且账面价值7.61亿元的资产使用受限，整体资产流动性较弱。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保金额合计4亿元，占期末净资产的18.41%，且无反担保措施，存在一定或有负债风险。

## 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	619,553.99	609,316.79	614,869.99
所有者权益	217,268.88	216,544.09	217,289.70
有息债务	184,245.37	216,308.98	259,135.92
资产负债率	64.93%	64.46%	64.66%
现金短期债务比	0.02	0.06	0.34
营业收入	1,490.34	4,152.99	13,701.83
利润总额	982.29	629.67	3,721.54
综合毛利率	47.17%	20.78%	34.55%
EBITDA	1,307.87	1,011.44	4,248.55
EBITDA利息保障倍数	0.10	0.07	0.24
经营活动现金流净额	41,517.69	40,637.40	-32,400.50
收现比	18.47	1.15	0.08

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

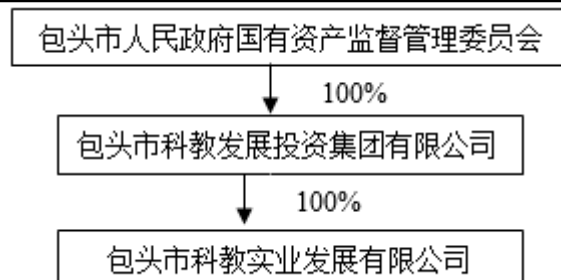
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年3月25日发行7年期6亿元公司债券，募集资金原计划用于包头市职业教育园区公共基础设施配套项目及职教基地范围内二道沙河整体治理工程项目。截至2020年6月1日，本期债券募集资金专项账户余额为1.04万元。

## 二、发行主体概况

2019年公司名称、注册资本、股东和实际控制人未发生变化，2019年末公司注册资本为1.60亿元，包头市科教发展投资集团有限公司（以下简称“科教投资集团”）为公司控股股东，公司实际控制人为包头市人民政府。

**图 1 截至 2019 年末公司股权结构图**



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年6月，公司一届三十四次会议决定追加委派卢海光为公司职工监事，任命赵青云为公司监事会主席。2019年公司合并范围无变化，截至2019年末，公司合并范围的子公司共7家。

**表 1 截至 2019 年末公司纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）**

子公司名称	注册资本	持股比例	业务范围
包头市华融科贸有限公司	1,000.00	100.00%	分质供水、贸易
包头市北方优学学前教育有限公司	3,000.00	100.00%	咨询
包头市智慧家园物业服务有限公司	500.00	100.00%	服务
包头市石墨烯产业发展有限公司	1,000.00	60.00%	销售、咨询
包头市北方优学综合教育有限公司	200.00	100.00%	培训
包头市北方优学教育服务有限公司	200.00	70.00%	销售、咨询
包头市北方优学科技信息有限公司	200.00	70.00%	销售

资料来源：公司 2019 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

**我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹**

2019 年国内外风险挑战明显上升，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，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施投资建设增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施投资建设预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

**2019 年以来，在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的基础上，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅**

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，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，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。5月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11号），从提升开放型经济质量等5个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

## （二）区域环境

**包头市矿产资源丰富，是华北地区重要的工业城市，依托“五大产业”的支持，近年来经济保持增长**

包头市地处环渤海经济圈和沿黄经济带的腹地，位于蒙古高原的南端，华北地区北部、内蒙古中部，南濒黄河，是中国、内蒙古自治区对外开放的重点发展地区和铁路交通枢纽

城市之一。包头市总面积27,768平方公里，辖9个旗县区和一个国家级稀土高新技术产业开发区，是华北地区重要的工业城市和内蒙古自治区最大的工业城市，也是国家重要的基础工业基地和全球轻稀土产业的中心，其主要支柱产业为稀土、钢铁、铝业、化工、建材、电力、重型汽车、工程机械和食品饮料等。矿产资源方面，包头市是世界最大的稀土矿床—白云鄂博铁矿所在地，该市的矿产资源具有种类多、储量大、品位高、分布集中、易于开采的特点。交通运输方面，京藏高速、京新高速、包茂高速公路、110国道、210国道等重要线路在包头市交汇。作为中国重要的交通枢纽，京包铁路、包兰铁路、包西铁路、包环铁路、包满铁路、包神铁路和甘泉铁路等亦交汇于包头市。

近年来包头市经济保持增长，2019年地区生产总值2,714.5亿元，增速为6.0%，其中，第一产业增加值增长1.1%，第二产业增加值增长8.2%，第三产业增加值增长4.8%。包头市经济以第二、第三产业为主，2019年三次产业结构为3.5:39.3:57.2。2019年包头市人均生产总值93,835元，同比增长5.6%，是全国人均生产总值的132.36%。工业方面，2019年包头市规模以上工业增加值增速为11.2%，其中，钢铁、铝业、装备制造、稀土、电力五大产业对当地工业发展发挥着重要作用，全年上述五大产业增加值同比增长11.3%，拉动规模以上工业增长5.4个百分点。投资方面，2019年包头市全年500万元以上固定资产投资同比增长2.0%。其中，民间投资下降2.2%，占全市投资的比重为60.2%；基础设施建设投资增长7.5%。从三次产业看，第一产业投资下降46.6%，第二产业投资下降2.0%，第三产业投资增长7.8%。消费方面，2019年包头市社会消费品零售总额同比增长4.3%。金融方面，2019年包头市金融机构存款余额同比下降12.8%，贷款余额也有所回落。

**表 2 包头市经济发展情况（单位：亿元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,714.5	6.0%	-	6.8%
第一产业增加值	96.4	1.1%	-	3.8%
第二产业增加值	1,066.5	8.2%	-	8.3%
第三产业增加值	1,551.6	4.8%	-	6.0%
工业增加值	-	11.2%	-	11.0%
500 万元以上项目固定资产投资	-	2.0%	-	-26.2%
社会消费品零售总额	-	4.3%	1,511.0	6.4%
进出口总额	190.7	13.6%	167.9	24.6%
存款余额	3,292.3	-12.8%	3,773.4	-2.9%
贷款余额	2,971.5	-0.9%	2,998.4	1.3%
人均 GDP（元）	93,835	5.6%	-	6.3%



人均 GDP/全国 GDP	132.36%	-
---------------	---------	---

资料来源：2018-2019 年包头市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年包头市全市实现公共财政收入151.8亿元，同比增长6.4%；实现政府性基金收入95.2亿元，同比增长13%。

#### 四、经营与竞争

2019年公司工程造价审计核减，收入主要来自房屋销售，加之物业服务等业务收入，公司全年实现收入1,490.34万元，同比下降64.11%，需关注未来收入来源及收入水平。因收入主要来自利润较高的房屋销售业务，2019年公司综合毛利率为47.17%，同比提高26.39个百分点。

**表 3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工程施工收入	-325.22	-	2,280.93	12.67%
房屋销售	1,326.03	48.79%	1,379.05	37.13%
物业服务	264.78	29.31%	224.38	30.23%
销售产品	0.00	-	15.42	72.76%
其他业务	224.75	-5.80%	253.22	-6.77%
<b>合计</b>	<b>1,490.34</b>	<b>47.17%</b>	<b>4,153.00</b>	<b>20.78%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**公司项目工程规模较大，但近年该业务收入规模较小且持续下降，整体结算进度慢、回款情况不佳**

公司主要负责包头市职业教育基地的综合开发任务，根据公司与包头市人民政府签订的《包头市职业教育基地项目回购协议书》，协议约定由公司负责包头市职业教育基地建设项目，包头市人民政府根据项目完工进度结算项目回购资金，回购资金包括当年项目投入成本和建设管理费，建设管理费按当年项目投入成本的固定比例计取。具体实施过程中，公司各年结算金额受政府资金安排影响存在不确定性。2019年公司工程造价审计核减325.22万元，年末存货中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为50.03亿元，近年公司工程施工业务收入规模较小且持续下降，整体结算进度慢、回款情况不佳。

**2019年公司确认部分房地产收入，其他业务对收入形成补充，但规模较小**

为了满足职教园区内的商业需求，公司自主开发了职教园区内的商业店铺，开发后的商铺由公司进行出售或出租，2015年公司实现房屋销售收入6,956.84万元。因房地产业务

过户手续未完成无法交房，2017年公司房地产销售业务收入和成本核减，销售收入核减规模为6,956.84万元，后随着手续落实，公司重新确认房地产销售收入，2019年确认收入金额为1,326.03万元，年末已开发未出售房地产成本（含土地及地上建筑）2.02亿元。此外，2019年公司分别实现物业服务和以咨询服务费与房屋租赁费为主的其他业务收入264.78万元和224.75万元，整体规模较小。

## 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兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并范围无变化，截至2019年末，公司合并范围的子公司共7家。

### 资产结构与质量

#### 公司资产以土地和工程资产为主，资产流动性较弱

2019年末公司资产总额61.96亿元，同比增长1.68%，其中流动资产占比98.18%，整体资产结构无重大变化。

表 4 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	1,674.62	0.27%	5,959.23	0.98%
其他应收款	14,485.57	2.34%	9,609.60	1.58%
存货	588,300.59	94.96%	577,685.97	94.81%
<b>流动资产合计</b>	<b>608,270.76</b>	<b>98.18%</b>	<b>597,469.54</b>	<b>98.06%</b>
长期应收款	4,200.00	0.68%	4,200.00	0.69%
<b>非流动资产合计</b>	<b>11,283.22</b>	<b>1.82%</b>	<b>11,847.25</b>	<b>1.94%</b>
<b>资产总计</b>	<b>619,553.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>609,316.79</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金0.17亿元，其中100.10万元其他货币资金系保证金，使用受限。公司其他应收款主要包括保证金及往来款，受应收科教投资集团往来款增加影响，2019年末公司其他应收款合计1.45亿元，同比增长50.74%。公司存货主要包括职教园区校区及配套项目工程和土地资产，2019年末为58.83亿元，主要包括已完工未结算项目资产50.03

亿元、开发土地8.74亿元，其中账面价值7.32亿元的存货抵押受限。公司工程项目回款受政府资金安排影响较大，资产短期变现能力较弱。公司长期应收款为应收包头市第九中学、包头市第一中学和金山工业园区款项，2019年末余额0.42亿元。

整体来看，2019年末公司超过90%的资产为变现能力较弱的土地和工程资产，且账面价值7.61亿元的资产使用受限，整体资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司收入水平大幅下降，未来收入情况尚待观察

2019年公司收入结构调整，当年工程造价审计核减，收入主要来自房屋销售，加之物业服务等业务收入，公司全年实现收入1,490.34万元，同比下降64.11%。因收入主要来自利润较高的房屋销售业务，2019年公司综合毛利率为47.17%，同比提高26.39个百分点。2019年末公司存货中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为50.03亿元，考虑到近年公司工程施工收入规模较小，未来工程项目结算进度和回款情况尚待观察。

**表 5 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	1,490.34	4,152.99
营业利润	942.59	629.94
利润总额	982.29	629.67
综合毛利率	47.17%	20.78%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司现金流出主要用于债务偿还，需关注经营性现金流对短期刚性债务的保障

2019年公司经营活动现金流入主要系主业回款及财政借款，当年经营活动现金净流入4.15亿元；筹资活动现金流出主要用于支付债务本息，2019年筹资活动现金净流出4.58亿元。近年公司现金流出主要用于债务偿还，需关注经营性现金流对短期刚性债务的保障。

**表 6 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
收现比	18.47	1.15
销售商品、提供劳务收到的现金	27,524.03	4,767.35
收到的其他与经营活动有关的现金	36,737.27	49,350.50
经营活动现金流入小计	64,261.30	54,118.30

购买商品、接受劳务支付的现金	17,703.71	11,315.13
支付的其他与经营活动有关的现金	4,341.80	1,515.23
经营活动现金流出小计	22,743.61	13,480.89
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>41,517.69</b>	<b>40,637.40</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-48.23</b>	<b>-456.57</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-45,754.08</b>	<b>-58,018.10</b>
现金及现金等价物净增加额	-4,284.61	-17,837.27

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司短期债务压力较大，面临很大偿债压力

跟踪期内，公司负债及所有者权益均有所提升，2019年末两者分别为40.23亿元和21.73亿元，年末产权比率为185.16%，同比提高3.78个百分点，所有者权益对负债的保障程度较弱。

**表 7 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	402,285.11	392,772.70
所有者权益	217,268.88	216,544.09
产权比率	185.16%	181.38%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司短期借款均为抵押借款，2019年末余额0.30亿元。公司应付账款主要系应付工程款，2019年末余额减少至3.88亿元。公司其他应付款主要为应付包头市职教基地指挥部、包头市财政局、包头市职教园区管委会等包头市政府下属机关及事业单位的垫款，受垫款增加影响，2019年末其他应付款余额增至16.96亿元。公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和应付债券，2019年末为6.93亿元。公司长期借款主要系保证借款，应付债券系本期债券，扣除一年内到期部分，2019年末两者分别为8.80亿元和2.40亿元。

**表 8 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	3,000.00	0.75%	5,000.00	1.27%
应付账款	38,752.11	9.63%	57,672.23	14.68%
其他应付款	169,601.83	42.16%	108,729.19	27.68%
一年内到期的非流动负债	69,294.92	17.23%	91,311.87	23.25%



流动负债合计	290,334.66	72.17%	272,775.60	69.45%
长期借款	87,950.45	21.86%	83,997.11	21.39%
应付债券	24,000.00	5.97%	36,000.00	9.17%
非流动负债合计	111,950.45	27.83%	119,997.11	30.55%
负债合计	402,285.11	100.00%	392,772.70	100.00%
其中：有息债务	184,245.37	45.80%	216,308.98	55.07%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务合计18.42亿元，占年末负债总额的45.80%，其中2020年需偿还7.23亿元，公司面临较大短期债务压力。

偿债能力指标方面，2019年公司资产结构无重大变化，年末资产负债率为64.93%。因货币资金减少，2019年末公司现金短期债务比下降至0.02，当年EBITDA利息保障倍数和年末有息债务/EBITDA分别为0.10和140.87，EBITDA对债务本息保障能力弱，公司面临很大偿债压力。

**表 9 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	64.93%	64.46%
现金短期债务比	0.02	0.06
EBITDA 利息保障倍数	0.10	0.07
有息债务/EBITDA	140.87	213.86

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

公司近期存在过欠息情况，后补缴清偿。根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月20日），公司本部含两笔合计7.13万元未结清欠息，根据相关银行说明，上述欠息已结清，但记录暂未更新。此外，公司含未结清信贷信息含关注类账户9个，余额0.77亿元。

### （二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为4亿元，占期末净资产的18.41%，被担保方为国有企业包头市城乡建设发展集团有限公司，该笔担保无反担保措施，存在一定或有负债风险。

## 七、评级结论

2019年末公司存货中建造合同形成的已完工未结算资产账面价值为50.03亿元，可确认收入的项目工程规模较大。同时值得关注的是，公司近期存在过欠息情况，2019年公司收入水平大幅下降，EBITDA对债务本息保障能力弱，面临很大偿债压力，公司资产以工程项目和土地资产为主，资产流动性较弱，此外公司存在未结清欠息和一定或有负债风险。

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，并将发行主体长期信用等级和本期债券信用等级列入信用评级观察名单。

## 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）	2019年	2018年	2017年
货币资金	1,674.62	5,959.23	23,796.40
存货	588,300.59	577,685.97	553,063.99
总资产	619,553.99	609,316.79	614,869.99
短期借款	3,000.00	5,000.00	5,000.00
应付账款	38,752.11	57,672.23	59,491.19
其他应付款	169,601.83	108,729.19	69,246.68
一年内到期的非流动负债	69,294.92	91,311.87	65,826.94
长期借款	87,950.45	83,997.11	140,308.98
应付债券	24,000.00	36,000.00	48,000.00
总负债	402,285.11	392,772.70	397,580.29
有息债务	184,245.37	216,308.98	259,135.92
所有者权益	217,268.88	216,544.09	217,289.70
营业收入	1,490.34	4,152.99	13,701.83
营业利润	942.59	629.94	3,725.54
利润总额	982.29	629.67	3,721.54
经营活动产生的现金流量净额	41,517.69	40,637.40	-32,400.50
投资活动产生的现金流量净额	-48.23	-456.57	-1,925.13
筹资活动产生的现金流量净额	-45,754.08	-58,018.10	20,405.29
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	47.17%	20.78%	34.55%
收现比	18.47	1.15	0.08
产权比率	185.16%	181.38%	182.97%
资产负债率	64.93%	64.46%	64.66%
现金短期债务比	0.02	0.06	0.34
EBITDA（万元）	1,307.87	1,011.44	4,248.55
EBITDA 利息保障倍数	0.10	0.07	0.24
有息债务/EBITDA	140.87	213.86	60.99

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{短期借款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$



## 附录三 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。