

2013 年北京生物医药产业基地发展有限公司  
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

报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪  
第【324】号 01

债券简称：13 京医药债/  
PR 京生物

增信方式：保证担保

担保主体：北京兴展投  
资控股有限公司

债券剩余规模：1.2 亿元

债券到期日期：2020 年  
07 月 23 日

债券偿还方式：按年付  
息，存续期内第 3-7 个计  
息年度分别偿还本期债  
券发行总额的 20%

分析师

姓名：  
马琳丽 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
mall@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)

## 2013 年北京生物医药产业基地发展有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

本期债券信用等级  
发行主体长期信用等级  
评级展望  
评级日期

本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
AA+	AA+
AA	AA
稳定	稳定
2020 年 06 月 29 日	2019 年 06 月 14 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”）对北京生物医药产业基地发展有限公司（以下简称“公司”）及其 2013 年 7 月 23 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。该评级结果是考虑到：北京市大兴区经济持续增长，产业结构持续优化，为公司发展提供了良好基础，公司未来一级土地开发收入来源较有保障，获得的外部支持力度仍较大，北京兴展投资控股有限公司<sup>1</sup>（以下简称“兴展投控”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。同时中证鹏元也关注到公司未来一级土地开发收入存在较大波动，资产流动性较弱，存在一定的资金支出压力，以及面临较大的刚性债务压力等风险因素。

### 正面：

- 北京市大兴区经济持续增长，为公司发展提供了良好基础。大兴区被定位为面向京津冀的协同发展示范区、科技创新引领区，产业结构持续优化。2019 年大兴区经济继续保持增长，全年实现地区生产总值 907.6 亿元，同比增长 6.5%，为公司发展提供了良好基础。
- 公司未来一级土地开发收入来源较有保障。目前公司土地存货仍较多，截至 2019 年末公司存货中仍有 28.10 亿元的园区土地开发成本，全部土地均已完成整理，部分计划近期挂牌出让，公司未来一级土地开发收入来源较有保障。

<sup>1</sup> 原名北京兴展国有资产经营公司，2016 年 6 月变更为现名。

- **公司获得的外部支持力度仍较大。**2019 年公司共获得各类政府补贴及税收返还 5,662.49 万元，有效提升了公司的利润水平。
- **保证担保有效提升了本期债券的安全性。**兴展投控整体实力较强，经中证鹏元综合评定，兴展投控主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

### 关注：

- **公司营业收入存在较大波动。**受用地需求、土地指标、土地交易市场和当地政府招商引资进度等因素影响，公司一级土地开发收入存在较大波动性，导致公司营业收入波动幅度较大。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2019 年末，公司资产中应收款项和存货合计 447,432.37 万元，占总资产的比重合计达 69.60%，对公司资金形成较大占用，且应收款项回收时间不确定，整体资产流动性较弱。
- **公司存在一定的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司孵化器（创新园项目）尚需投资 42,506.86 万元，且短期内到期有息债务规模大幅增加，存在一定的资金支出压力。
- **公司面临较大的刚性债务偿还压力。**公司有息债务规模持续增长，截至 2019 年末公司有息债务合计 321,859.88 万元，同比增长 15.45%。2019 年公司现金短期债务比下降至 0.23，EBITDA 利息保障倍数为 0.16，均表现较弱，仍面临较大的刚性债务偿还压力。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	642,819.04	602,574.00	560,062.54
所有者权益	269,277.05	269,015.64	268,595.43
有息债务	321,859.88	278,776.10	248,752.85
资产负债率	58.11%	55.36%	52.04%
现金短期债务比	0.23	1.00	1.88
营业收入	32,785.58	11,771.20	50,037.19
其他收益	5,660.79	6,680.34	4,296.41
利润总额	458.61	417.75	155.11
综合毛利率	2.37%	8.66%	5.16%
EBITDA	2,134.12	2,055.61	1,907.84

EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.26	0.22
经营活动现金流净额	11,084.62	-4,489.55	15,511.83
收现比	1.01	1.05	0.92

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

#### 兴展投控主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	4,339,492.72	3,738,118.68	3,690,756.12
归属于母公司所有者权益	1,339,679.10	1,292,254.33	1,200,660.61
资产负债率	69.13%	65.43%	61.75%
营业收入	324,376.09	537,445.12	183,530.90
净利润	49,253.66	29,641.10	12,093.11
经营活动现金流净额	-489,005.57	304,262.00	-2,909.55

资料来源：兴展投控 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年7月23日发行7年期6亿元公司债券，募集资金拟用于大兴区北臧村镇居住及配套用地项目和补充公司营运资金。截至2019年12月23日，本期债券募集资金专项账户余额为7.44万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未变化。截至2019年末，公司注册资本和实收资本均为9.5亿元，北京市大兴区国有资本投资运营有限公司<sup>2</sup>（以下简称“大兴国投”）持有公司100%的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为北京市大兴区人民政府国有资产监督管理委员会。

2020年3月，公司董事及监事任职情况发生变动：曹忠、黄晓晨不再担任董事；监事会主席由黄晓宏变更为张立群。

2019年6月，公司投资设立北京联港供热有限公司（以下简称“联港供热”），注册资本为1,000万元，主营业务为供热服务。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
北京联港供热有限公司	100%	1,000	供热服务	投资设立

资料来源：公司提供，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

<sup>2</sup> 未取得公司控股股东信用报告。

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建设投资增长较快，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，基础设施建设投资预计将会回暖，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定调下，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

### 北京市整体经济实力雄厚，第三产业高度发达，2019 年经济实力继续增强

北京市为国家的政治中心和文化中心，全市共辖 16 个区，土地面积 1.64 万平方公里。北京市东与天津市毗连，其余均与河北省相邻，交通体系非常发达，2019 年末全市常住人口 2,153.6 万人，较上年末减少 0.6 万人。北京市整体经济实力雄厚，2019 年经济实力继续增强，当年实现地区生产总值 35,371.3 亿元，同比增长 6.1%。其中，第一产业增加值 113.7 亿元，同比下降 2.5%；第二产业增加值 5,715.1 亿元，同比增长 4.5%，其中工业增加值为 4,241.1 亿元，同比增长 3.0%；第三产业增加值 29,542.5 亿元，同比增长 6.4%。三次产业构成由上年的 0.4: 18.6:81.0 调整为 0.3:16.2:83.5，第三产业高度发达。2019 年北京市人均 GDP 为 16.4 万元，为全国人均 GDP 的 231.31%，远高于全国平均水平。

从拉动地区经济增长的要素来看，2019 年北京市固定资产投资同比下降 2.4%。基础设施投资方面同比下降 3.8%，其中交通运输领域投资下降 9.2%，幅度较大，而邮政电信互联网和公共设施管理领域投资增幅较大，分别增长 17.8% 和 14.1%；房地产开发方面，北京市全年房地产开发投资比上年下降 0.9%，其中住宅投资增长 0.7%，办公楼投资下降 27.3%，



商业营业用房投资下降17.7%。2019年北京市社会消费品零售总额12,270.1亿元，同比增长4.4%，增速较2018年提高1.7个百分点，其中网上零售额增长较快，占社会消费品零售总额的比例升至27.4%；2019年北京市进出口总额为28,663.5亿元，同比增长5.4%，其中，出口5,167.8亿元，增长6.1%；进口23,495.7亿元，增长5.3%。金融方面，北京市为国家金融决策中心和金融管理中心，聚集了中国人民银行、中国证监会，中国银保监会等金融监管部门和众多国内外大型金融机构和国企总部，2019年末全市金融机构（含外资）本外币存款余额171,062.3亿元，本外币贷款余额76,875.6亿元。

**表 2 北京市主要经济指标及同比变化情况（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）	35,371.3	6.1%	30,320.0	6.6%
第一产业增加值	113.7	-2.5%	118.7	-2.3%
第二产业增加值	5,715.1	4.5%	5,647.7	4.2%
第三产业增加值	29,542.5	6.4%	24,553.6	7.3%
工业增加值	4,241.1	3.0%	4,464.6	4.5%
固定资产投资	-	-2.4%	-	-9.9%
社会消费品零售总额	12,270.1	4.4%	11,747.7	2.7%
进出口总额	28,663.5	5.4%	27,182.5	23.9%
存款余额	171,062.3	8.9%	157,092.2	9.0%
贷款余额	76,875.6	9.1%	70,483.7	1.3%
人均 GDP（万元）	16.4		14.0	
人均 GDP/全国人均 GDP	231.31%		216.57%	

注：“-”表示该数据未公开披露。

资料来源：北京市 2018-2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年北京市实现公共财政收入5,817.10亿元，同比增长0.5%，其中税收收入4,822.98亿元，占公共财政收入比重为82.91%；实现政府性基金收入2,216.30亿元，同比增加10.3%；实现中央返还及补助收入721.50亿元。

### 大兴区经济继续保持增长，房地产业和金融业贡献较大

根据《北京城市总体规划（2016年-2035年）》，大兴区被定位为面向京津冀的协同发展示范区、科技创新引领区、首都国际交往新门户和城市发展改革先行区。2019年北京市大兴区经济继续保持增长，全年实现地区生产总值907.6亿元，同比增长6.5%。其中，第一产业实现增加值12.1亿元，同比下降13.0%；第二产业实现增加值277.2亿元，同比增长3.2%；第三产业实现增加值618.3亿元，同比增长8.5%，其中房地产业和金融业占比靠前且增幅较大。三次产业占比由2018年的1.9:37.0:61.0调整为1.3:30.6:68.1，第三产业占比

持续增加。2019年末，大兴区常住人口171.2万人，按常住人口计算，人均GDP为5.30万元，为全国人均GDP的74.76%。

从拉动地区经济增长的要素来看，2019年大兴区完成固定资产投资803.9亿元，同比下降14.5%。其中基础设施投资同比下降9.2%，房地产开发投资同比下降17.2%。2019年大兴区实现社会消费品零售总额465.3亿元，同比增长6.3%，其中网上零售额同比增长29.8%，占比增至18.5%。

**表 3 大兴区主要经济指标及同比变化情况（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）	907.6	6.5%	700.4	7.0%
第一产业增加值	12.1	-13.0%	13.5	-23.0%
第二产业增加值	277.2	3.2%	259.4	4.2%
第三产业增加值	618.3	8.5%	427.5	10.1%
规模以上工业总产值	837.2	-0.9%	754.8	0.2%
固定资产投资	803.9	-14.5%	1,027.1	25.4%
社会消费品零售总额	465.3	6.3%	437.8	6.0%
存款余额	-	-	2,518	12.1%
贷款余额	-	-	905	32.3%
人均 GDP（万元）		5.30		4.30
人均 GDP/全国人均 GDP		74.76%		66.51%

注：人均 GDP=地区生产总值（GDP）/常住人口

资料来源：新区（大兴-开发区）2018 年和大兴区 2019 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年大兴区实现公共财政收入102.5亿元，同比增长11.0%；实现政府性基金收入126.21亿元，同比下降63.8%。

## 四、经营与竞争

公司作为大兴生物医药产业基地土地开发和基础设施的投建主体，主要从事大兴生物医药产业基地内的招商引资、土地开发及道路等基础设施项目的投资建设，公司收入主要来源于一级土地开发、供热供暖和园区管理等业务。2019年公司实现营业收入32,785.58万元，同比增加64.10%，主要系实现一级土地开发收入21,125.30万元所致。2019年因公司一级土地开发业务毛利率为0.00%，公司综合毛利率下降6.29个百分点至2.37%。

**表 4 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
一级土地开发	21,125.30	0.00%	0.00	-
供热供暖	5,475.78	14.78%	5,883.64	14.50%
园区物业费	2,864.60	-24.04%	455.14	-57.75%
园区管理费	2,225.21	56.74%	3,738.21	13.07%
专项项目	568.49	-101.58%	1,054.42	-18.50%
<b>主营业务小计</b>	<b>32,259.38</b>	<b>2.50%</b>	<b>11,131.42</b>	<b>7.94%</b>
房屋租赁	460.25	14.85%	639.68	21.19%
其他	65.95	-145.86%	0.11	100.00%
<b>其他业务小计</b>	<b>526.19</b>	<b>-5.29%</b>	<b>639.78</b>	<b>21.21%</b>
<b>合计</b>	<b>32,785.58</b>	<b>2.37%</b>	<b>11,771.20</b>	<b>8.66%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

**目前公司土地储量较大，未来一级土地开发收入来源较有保障，但土地出让进度及价格受多种因素影响，存在较大波动**

公司主要承接生物医药基地内的一级土地开发项目，经大兴区政府授权进行土地的征收、整理及开发，并对达到出让标准的地块进行招拍挂，主要业务模式为：公司将获取的土地进行平整开发，开发完成后将地块委托大兴区土地储备中心进行挂牌出让，土地出让后，大兴区财政局将土地成本返还给公司，公司依据出让土地的土地估价、成本测算报告及土地开发补偿协议确认为土地一级开发收入，并结转相关成本。2019年公司实现一级土地开发收入21,125.30万元，毛利率为0.00%，未取得额外收益。

**表 5 公司 2019 年一级土地开发收入明细（单位：万元）**

地块名称	结转成本	确认收入
0503-011-1、0503-014-1、0503-016-1	1,561.42	1,561.42
0503-039、040、043、044	9,057.53	9,057.53
0501-023	10,506.35	10,506.35
<b>合计</b>	<b>21,125.30</b>	<b>21,125.30</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司土地储量仍较大，截至2019年末公司存货中仍有28.10亿元的园区土地开发成本，其中全部土地已完成整理，部分计划于2020年挂牌出让，公司未来一级土地开发收入来源较有保障，但土地出让进度及价格受用地需求、土地指标、土地交易市场和当地政府招商引资进度等因素影响，存在较大波动。

**供暖供热业务收入稳定，园区管理和物业费收入丰富了公司的收入来源，但园区物业服务盈利能力较差**

公司供热供暖业务现由子公司联港供热负责运营。2019年公司供热能力维持不变，截

至2019年末，公司热水锅炉功率为蒸汽110吨/小时，供热能力90吨/小时，供热管长度15公里，供热覆盖面积3.55平方公里，蒸汽收费标准为410元/吨，2019年公司供热用户为58家，较2018年增加3家。2019年公司取得供热供暖业务收入5,475.78万元，毛利率为14.78%，业务运行较为稳定。

**表6 公司供热与供暖业务情况**

项目	2019年	2018年
热水锅炉蒸汽（吨/小时）	110	110
供热能力（吨/小时）	90	90
供热管长度（公里）	15	15
供热覆盖面积（平方公里）	3.55	3.55
供热用户数（家）	58	55
收费标准（元/吨）	410	410

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2014年起，子公司北京联港市政园林绿化有限公司开始从事原北京联港物业管理有限责任公司（以下简称“联港物业”）承担的园区管理业务，主要从事大兴生物医药产业基地内市政基础设施维护、绿化养护、道路保洁等工作，2019年公司实现园区管理费收入2,225.21万元，同比下降40.47%，主要系部分业务划转所致，毛利率大幅增加至56.74%，主要系毛利率较低的代售水业务划转至联港物业所致。公司园区物业业务由子公司联港物业负责运营，2019年实现园区物业费2,864.60万元，收入大幅增长，主要系2019年6月联港物业全面接手罗奇营项目和科创中心的物业服务以及代售水业务增加所致，但该业务盈利能力较差，毛利率为-24.04%。

**公司继续推进大兴生物医药产业基地内的基础设施建设，存在一定的资金支出压力**

2019年公司继续推进大兴生物医药基地内的基础设施建设。本期债券募投项目大兴区北臧村镇居住及配套用地项目已完工，目前公司在建项目主要为孵化器（创新园项目）、天堂河景观工程、生物医药孵化器和北臧村学校工程，除孵化器（创新园项目）外，其他建设项目主体工程已基本完工，截至2019年末孵化器（创新园项目）尚需投资42,506.86万元，所需资金由公司自筹，存在一定的资金支出压力。

**表7 截至2019年末公司主要在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	总投资	已投资	是否回购
孵化器（创新园项目）	62,298.46	19,791.60	否
天堂河景观工程	26,387.78	17,653.56	否
生物医药孵化器	20,000.00	17,366.86	否
北臧村学校工程	9,685.00	14,753.89	否

合计	118,371.24	69,565.91	-
----	------------	-----------	---

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 公司获得的外部支持力度仍较大

为保证公司土地开发和基础设施建设等业务顺利开展，大兴区人民政府继续给予公司较大支持。2019年，公司共获得各类政府补贴及税收返还5,662.49万元，有效提升了公司的利润水平。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（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年公司合并范围变化情况详见表1。

### 资产结构与质量

**公司资产中应收款项和存货占比较大，对公司资金形成较大占用，且应收款项回收时间不确定，整体资产流动性较弱**

2019年末，公司总资产为642,819.04万元，同比增加6.68%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2019年末流动资产占总资产的比重为73.57%。

流动资产方面，2019年末公司货币资金为18,145.39万元，无质押、冻结，或有潜在收回风险的款项。2019年末公司应收账款账面价值57,599.88万元，主要为应收中关村科技园区大兴生物医药产业基地管理委员会（以下简称“大兴生物医药基地管委会”）的工程款51,163.36万元，账龄较长。2019年末公司其他应收款共计46,666.72万元，主要为往来款，应收对象主要为大兴生物医药基地管委会、北京大兴工业开发区开发经营总公司、北京市大兴区北臧村镇大臧村村委会和北京市大兴区北臧村镇人民政府等，账龄普遍较长。总体来看，公司应收账款和其他应收款应收对象主要为政府部门或国有企业，整体账龄较长，回款时间存在一定的不确定性，对公司资金形成较大占用。2019年末公司存货为343,165.77万元，占总资产的比重为53.38%，仍是公司最主要的资产，其中园区土地开发成本281,010.93万元，占存货的比重达81.89%。

**表 8 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	18,145.39	2.82%	27,035.61	4.49%
应收账款	57,599.88	8.96%	56,964.17	9.45%
其他应收款	46,666.72	7.26%	47,071.56	7.81%
存货	343,165.77	53.38%	322,179.13	53.47%
<b>流动资产合计</b>	<b>472,914.61</b>	<b>73.57%</b>	<b>457,412.39</b>	<b>75.91%</b>
可供出售金融资产	62,267.65	9.69%	60,785.39	10.09%
在建工程	79,143.36	12.31%	57,450.33	9.53%
无形资产	11,893.75	1.85%	9,600.99	1.59%
<b>非流动资产合计</b>	<b>169,904.43</b>	<b>26.43%</b>	<b>145,161.61</b>	<b>24.09%</b>
<b>资产总计</b>	<b>642,819.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>602,574.00</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，2019年末公司可供出售金融资产62,267.65万元，主要为对北京联港置业有限公司和北京兴产基金管理中心（有限合伙）的股权投资。公司在建工程主要包括孵化器（创新园项目）、北臧村学校工程、生物医药孵化器以及天堂河景观工程等项目，随着2019年进一步的投建，2019年末在建工程共计79,143.36万元，同比增长了37.76%。公司无形资产主要为土地使用权，2019年末账面价值为11,893.75万元。

总体来看，公司资产以应收款项和建设项目成本为主，应收款项账龄较长，回收时间不确定，对公司资金形成较大占用，整体资产流动性较弱。

## 盈利能力

### 公司2019年营业收入大幅增长，政府补助及税收返还对利润贡献较大

公司营业收入主要来源于一级土地开发、供热供暖和园区管理等业务，2019年公司实现营业收入32,785.58万元，同比增长64.10%，主要系一级土地开发收入大幅上升所致。目前公司存量土地丰富，未来一级土地开发收入来源较有保障，但土地出让进度及价格受用地需求、土地指标、土地交易市场和当地政府招商引资进度等因素影响，存在一定不确定性。毛利率方面，2019年公司综合毛利率为2.37%，较2018年下降6.29个百分点，主要系一级土地开发业务毛利率较低所致。2019年公司共获得政府补贴及税收返还5,662.49万元，对公司利润贡献较大。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	32,785.58	11,771.20

其他收益	5,660.79	6,680.34
营业利润	531.88	579.55
利润总额	458.61	417.75
综合毛利率	2.37%	8.66%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营收现情况较好，但近年来公司投资支出仍然较大，存在一定的资金压力**

公司经营收现情况较好，2019年收现比为1.01。公司经营活动现金流入主要源自经营性业务收入、收到的政府补助以及与其他单位的往来款等，经营活动现金流出主要来自经营性业务支出以及支出的与其他单位的往来款等。2019年公司经营活动现金净流入11,084.62万元，主要系公司本年一级土地开发业务收到的现金增加所致，但由于公司一级土地开发业务收入存在一定不确定性，公司经营活动现金流净额存在一定波动。

投资活动方面，公司2019年投资活动现金流入较少，投资活动现金流出主要为孵化器（创新园项目）等建设项目的投资支出，2019年公司投资活动产生的现金净流出30,272.79万元。筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入108,821.98万元，为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务本息的现金支出，2019年公司筹资活动现金净流入10,297.95万元。2019年公司现金及现金等价物净流出8,890.22万元，2019年末公司孵化器（创新园项目）尚需投资42,506.86万元，仍面临一定的资金支出压力。

**表 10 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年	2018年
收现比	1.01	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	33,205.18	12,365.63
收到的其他与经营活动有关的现金	30,923.00	42,687.29
经营活动现金流入小计	64,128.18	55,052.92
购买商品、接受劳务支付的现金	37,497.24	39,524.37
支付的其他与经营活动有关的现金	9,268.76	13,425.78
经营活动现金流出小计	53,043.57	59,542.47
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>11,084.62</b>	<b>-4,489.55</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-30,272.79</b>	<b>-26,546.30</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>10,297.95</b>	<b>20,484.94</b>
现金及现金等价物净增加额	-8,890.22	-10,550.91

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

### 公司有息债务持续增长且规模较大，面临较大的刚性债务压力

截至2019年末，公司负债总额为373,541.99万元，同比增加10.70%，主要系取得借款增长所致。公司所有者权益较为稳定，2019年末为269,277.05万元。2019年末，公司产权比率上升14.73个百分点至138.72%，权益对负债的保障程度较弱。

**表 11 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	373,541.99	333,558.36
所有者权益	269,277.05	269,015.64
产权比率	138.72%	123.99%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，仍以非流动负债为主，2019年末非流动负债占总负债的比重为72.56%。

流动负债方面，公司预收款项主要为预收的土地款，2019年末合计7,886.57万元，账龄主要集中在1年以上。截至2019年末，公司其他应付款为8,017.09万元，其中应付利息2,192.04万元，剩余款项主要为押金及保证金。2019年末，公司一年内到期的非流动负债为79,074.74万元，其中一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款分别为45,000.00万元、12,338.20万元和21,736.54万元。

非流动负债方面，2019年末公司长期借款为97,128.87万元，同比增长62.68%，其中中铁信托有限责任公司和中海信托股份有限公司（中信银行大兴支行）借款本金余额分别为3.00亿元和2.00亿元。公司应付债券为2018年发行的4.5亿元中期票据，2019年末余额为47,061.46万元。截至2019年末，公司长期应付款为126,851.24万元，主要为应付兴展投控、罗奇营村、天宫院村、北臧村和大臧村借款。

**表 12 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
预收款项	7,886.57	2.11%	6,656.48	2.00%
其他应付款	8,017.09	2.15%	27,934.75	8.37%
一年内到期的非流动负债	79,074.74	21.17%	27,000.00	8.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>102,500.42</b>	<b>27.44%</b>	<b>69,122.35</b>	<b>20.72%</b>
长期借款	97,128.87	26.00%	59,706.89	17.90%
应付债券	47,061.46	12.60%	71,737.86	21.51%
长期应付款	126,851.24	33.96%	132,991.25	39.87%
<b>非流动负债合计</b>	<b>271,041.57</b>	<b>72.56%</b>	<b>264,436.01</b>	<b>79.28%</b>



负债合计	373,541.99	100.00%	333,558.36	100.00%
其中：有息债务	321,859.88	86.16%	278,776.11	83.58%

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321,859.88万元，同比增长15.45%，占总负债的比重为86.16%，有息债务规模仍较大，其中短期有息债务79,074.74万元，同比大幅增长，公司面临较大的刚性债务压力。

从偿债能力指标来看，截至2019年末公司资产负债率为58.11%，负债水平有所上升。随着公司非流动负债进入偿还期，公司短期有息债务规模增加，2019年末现金短期债务比下降至0.23，现金类资产对短期有息债务的保障程度弱。2019年公司EBITDA利息保障倍数、有息债务与EBITDA比值仍表现较弱，分别为0.16和150.82，存在较大的偿债压力。

**表 13 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	58.11%	55.36%
现金短期债务比	0.23	1.00
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.26
有息债务/EBITDA	150.82	135.62

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**兴展投控整体实力较强，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性**

本期债券由兴展投控提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，保证担保的范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债券的费用和其他应支付的费用。兴展投控承担保证责任的期间为债券存续期以及债券到期之日起两年。

2016年6月24日，兴展投控更名为现名。根据大兴区国资委《关于划转北京兴创投资有限公司等10家公司股权至北京市大兴区国有资本投资运营有限公司的决定》（京兴国资发【2017】21号）的相关要求，大兴区国资委将所持有兴展投控股权划转至大兴国投，相关工商变更手续已于2017年5月17日完成。截至2019年5月末，兴展投控注册资本仍为40亿元，大兴国投持有兴展投控100%的股权，为兴展投控控股股东，实际控制人仍为北京市大兴区国资委。

兴展投控业务涉及一级土地开发、房屋销售等其他业务，一级土地开发收入和房屋销售收入是兴展投控收入的主要来源。2018年兴展投控一级土地开发收入和房屋销售收入同

比均有所下降，兴展投控主营业务中其他收入主要为项目资金管理费、评审费和客房收入等，上述收入合计较2017年有所增加。2018年兴展投控实现营业收入32.44亿元，同比下降39.64%。毛利率方面，随着一级土地开发业务以及房屋销售业务毛利率的上升，2018年兴展投控综合毛利率为23.89%，较2017年上升13.93个百分点。

**表 14 兴展投控营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
一级土地开发	22.50	14.93%	33.51	1.31%
房屋销售	6.85	20.73%	17.39	12.77%
其他	3.09	96.12%	2.85	94.74%
<b>合计</b>	<b>32.44</b>	<b>23.89%</b>	<b>53.74</b>	<b>9.96%</b>

资料来源：兴展投控 2017-2018 年审计报告，鹏元整理

截至2018年12月31日，兴展投控资产总额为4,339,492.72万元，所有者权益合计1,339,679.10万元，资产负债率为69.13%；2018年度，兴展投控实现营业收入324,376.09万元，利润总额68,862.27万元，经营活动产生的现金净流出489,005.57万元。

**表 15 兴展投控主要财务指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
总资产	4,339,492.72	3,738,118.68
所有者权益合计	1,339,679.10	1,292,254.33
资产负债率	69.13%	65.43%
流动比率	3.50	2.28
速动比率	2.27	1.84
营业收入	324,376.09	537,445.12
营业利润	66,436.07	41,212.21
利润总额	68,862.27	43,621.34
综合毛利率	23.89%	9.96%
EBITDA	76,547.42	51,847.21
EBITDA 利息保障倍数	-	0.66
经营活动现金流净额	-489,005.57	304,262.00

资料来源：兴展投控 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，兴展投控实力较强，经中证鹏元综合评定，兴展投控主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

## 七、其他事项分析

## 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月8日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

## 八、评级结论

2019年北京市大兴区实现地区生产总值907.6亿元，同比增长6.5%，公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础。2019年末公司存货中仍有28.10亿元的园区土地开发成本，全部土地均已完成整理，部分计划于2020年挂牌出让，公司未来一级土地开发收入来源较有保障。2019年公司获得的各类政府补贴及税收返还合计5,662.49万元，外部支持力度仍较大，同时兴展投控提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。

但中证鹏元也关注到，公司未来一级土地开发收入受用地需求、土地指标、土地交易市场和当地政府招商引资进度等因素影响，波动性较大；公司应收款项和存货占比较大，资产流动性较弱；存在一定的资金支出压力；公司有息债务持续增长且规模较大，面临较大的刚性债务压力。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	18,145.39	27,035.61	37,586.51
应收账款	57,599.88	56,964.17	57,091.48
存货	343,165.77	322,179.13	290,722.39
在建工程	79,143.36	57,450.33	51,685.13
总资产	642,819.04	602,574.00	560,062.54
一年内到期的非流动负债	79,074.74	27,000.00	20,000.00
长期借款	97,128.87	59,706.89	71,406.89
应付债券	47,061.46	71,737.86	37,014.61
长期应付款	126,851.24	132,991.25	133,721.05
总负债	373,541.99	333,558.36	291,467.11
有息债务	321,859.88	278,776.10	248,752.85
所有者权益	269,277.05	269,015.64	268,595.43
营业收入	32,785.58	11,771.20	50,037.19
其他收益	5,660.79	6,680.34	4,296.41
营业利润	531.88	579.55	215.04
净利润	333.28	417.75	155.11
经营活动产生的现金流量净额	11,084.62	-4,489.55	15,511.83
投资活动产生的现金流量净额	-30,272.79	-26,546.30	-9,541.40
筹资活动产生的现金流量净额	10,297.95	20,484.94	-5,314.99
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	2.37%	8.66%	5.16%
收现比	1.01	1.05	0.92
产权比率	138.72%	123.99%	108.52%
资产负债率	58.11%	55.36%	52.04%
现金短期债务比	0.23	1.00	1.88
EBITDA（万元）	2,134.12	2,055.61	1,907.84
EBITDA 利息保障倍数	0.16	0.26	0.22
有息债务/EBITDA	150.82	135.62	130.38

注：2017年数据采用2018年审计报告期初数。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）	主营业务
北京联港市政园林绿化有限公司	500.00	100.00	园林绿化
北京东旭宏达科技有限公司	20,000.00	100.00	技术开发
北京联港物业管理有限责任公司	500.00	80.00	物业管理
北京联港供热有限公司	1,000.00	100.00	供热服务

资料来源：公司 2019 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

### 附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBITDA} / \text{分配股利、利润或偿付利息支付的现金}$
现金类资产	货币资金
有息债务	$\text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的有息部分}$

## 附录四 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

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

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

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

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

### 三、展望符号及定义

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