



2013年天津广成投资集团有限公司公司 债券2021年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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：





2013年天津广成投资集团有限公司公司债券 2021年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
债券信用等级	AA	AA
评级日期	2021-6-25	2020-6-28

评级观点

- 中证鹏元对天津广成投资集团有限公司（以下简称“广成集团”或“公司”）及其 2013 年 2 月发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2021 年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司收入来源较有保障，继续获得较大外部支持，资本实力大幅增加；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较弱，资金压力和偿债压力较大，且存在一定或有负债风险。

未来展望

- 预计公司业务具备一定持续性，且将持续获得外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

债券概况

债券简称：13 津广成债/PR 津广成

债券剩余规模：4.50 亿元

债券到期日期：2023-2-22

偿还方式：按年计息，每年付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 6 年末每年分别偿还本金的 10%，在债券存续期的第 7 年至第 10 年末每年分别偿还本金的 15%

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2020	2019	2018
总资产	935.76	898.01	870.82
所有者权益	283.72	279.93	277.72
总债务	562.19	506.83	524.19
资产负债率	69.68%	68.83%	68.11%
现金短期债务比	0.09	0.09	0.15
营业收入	36.82	37.50	67.47
其他收益	9.01	0.00	0.07
利润总额	2.76	2.93	9.07
销售毛利率	-1.74%	28.63%	26.83%
EBITDA	12.93	13.72	20.82
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.39	0.66
经营活动现金流净额	-39.33	52.02	7.49
收现比	0.80	0.58	0.39

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：罗力
luol@cspengyuan.com

项目组成员：万蕾
wanl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **收入来源较有保障。**公司主业包括土地整理、安置房项目建设等，2020年末公司土地储备规模及在建项目规模较大，业务具备一定持续性，收入来源较有保障。
- **继续获得较大外部支持，资本实力大幅增加。**2020年公司获得政府股权和资产注入，年末资本公积净增加超过10亿元，此外，公司获得以政府补贴为主的其他收益9.01亿元，有效提升当年利润水平；2021年5月公司获得股东注资170亿元，月末收到注资资金107.13亿元，资本实力大幅增加。

关注

- **资产流动性较弱。**公司资产以工程资产及应收款项为主，工程资产变现能力较弱，应收款项对营运资金形成占用，且受限资产规模较大，整体资产流动性较弱。
- **存在较大资金压力。**公司在建、拟建项目资金缺口较大，经营活动现金流大幅净流出，资金压力较大。
- **面临较大偿债压力。**公司总债务规模持续增加，资产负债率维持较高水平，2020年末公司现金短期债务比为0.09，EBITDA对利息支出保障性较弱，面临较大偿债压力。
- **存在一定或有负债风险。**截至2020年末，公司对外担保余额20.24亿元，被担保方系国有企业及事业单位，占年末净资产比重为7.14%，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2019V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

二、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年2月22日发行15亿元公司债券。募集资金计划用于天津市蓟州区新城示范小城镇（一期）及于桥水库环境治理建设项目。截至2021年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为5.55万元。

三、发行主体概况

2021年5月天津市蓟州区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“蓟州区国资委”）向公司注资170亿元，月末公司注册资本为220亿元、收到注资资金107.13亿元。截至2021年5月末，蓟州区国资委持有公司99.45%股权，系公司控股股东，蓟州区人民政府为实际控制人。

根据《天津市蓟州区人民政府关于刘乃斌等同志任免职的通知》，公司董事长由杨东升变更为李道。根据公司董事会、股东会决议，公司董事成员由七人变更为五人，免去张涛、赵欣的公司董事职务，变更后的董事分别为李道、田海东、魏海茹、刘士光、曾祥梅。

2020年公司转让天津元庆投资有限公司，截至2020年末，公司合并范围内一级子公司共13家。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内不再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	业务性质	不再纳入的原因
天津元庆投资有限公司	100%	10,000	房地产业	转让

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长

3.2%、4.9%和6.5%，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设（以下简称“‘两新一重’建设”），加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2020年以来受疫情影响，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，新《证券法》实施后公募债券发行实施注册制，使得项目审批更透明、审核速度更快、申报材料精简，极大提高了债券发行效率和发行人债券融资的积极性。

另一方面，2020年监管层针对“两新一重”建设推出了多项支持政策，为城投公司融资提供了丰富的项目增长点。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧

交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

行业及区域经济环境

天津市以第三产业为主导，经济实力较强，2020年经济在基建投资拉动下维系增长，消费下滑明显

天津市是我国四个直辖市之一，位于环渤海经济圈的中心，是我国北方最大的沿海开放城市、我国北方国际航运中心和国际物流中心。天津市现辖和平区、河东区等16区，全市总面积1.19万平方千米。截至2019年末，天津市常住人口1,561.83万人。

2020年天津市实现地区生产总值14,083.73亿元，按可比价格计算，比上年增长1.5%；从三次产业来看，除第一产业经济增加值同比下降外，第二、三产业均维持正增长，且第三产业占比进一步提升，三次产业结构由2019年的1.3:35.2:63.5调整为1.5:34.1:64.4。按2019年末常住人口来看，2020年天津市人均地区生产总值90,175元，为全国人均地区生产总值的124.47%。

2020年天津市工业增加值增速同比放缓，规模以上工业增加值增长1.6%。其中，电气机械和器材制造业增加值增长22.9%，仪器仪表制造业增长16.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长13.5%，此外，汽车制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、医药制造业、石油和天然气开采业均有所增长。服务业方面，邮电业、金融业等行业带动第三产业增长。此外，高技术产业和战略性新兴产业加快发展，信息安全、动力电池入选全国20个先进制造业集群，天津（西青）国家级车联网先导区揭牌，天津经济技术开发区入选首批国家数字服务出口基地。

2020年天津市经济增长主要依托投资，但当年固定资产投资（不含农户）增速同比放缓。分领域看，工业投资增长1.8%；基础设施投资增长20.0%，其中交通运输和邮政投资增长34.6%，信息传输和信息技术服务投资增长33.7%，水利、生态环境和公共设施管理投资增长14.8%；房地产开发投资下降4.4%。外贸方面，全市全年进口额4,265.54亿元，下降1.5%；出口额3,075.12亿元，增长1.9%。全市当年消费同比下滑明显。

表2 天津市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	14,083.73	1.5%	14,104.28	4.8%
第一产业增加值	210.18	-0.6%	185.23	0.2%
第二产业增加值	4,804.08	1.6%	4,969.18	3.2%
第三产业增加值	9,069.47	1.4%	8,949.87	5.9%
工业增加值	4,188.13	1.3%	-	3.6%
固定资产投资（不含农户）	-	3.0%	-	13.9%
社会消费品零售总额	-	-15.1%	-	-
进出口总额	7,340.66	-0.1%	7,346.03	-9.1%
存款余额	34,145.00	7.4%	31,788.78	2.6%
贷款余额	38,859.42	7.5%	36,141.27	6.0%
人均 GDP（元）		90,175		90,306
人均 GDP/全国人均 GDP		124.47%		127.39%

注1. “-”数据未公告；

注2. 2020年人均GDP=当年地区生产总值/2019年末常住人口数×100%；2019年人均GDP=当年地区生产总值/当年末常住人口数×100%。

资料来源：2019-2020年天津市国民经济与社会发展统计公报，国家统计局，中证鹏元整理

2020年天津市实现公共财政收入1,923.05亿元，剔除上年国有企业股权转让、围填海处罚等一次性因素后，按可比口径下降10.2%；其中税收收入1,500.08亿元，下降8.2%，占一般公共预算收入的比重为78.0%。当年天津市全市公共财政支出为3,152.37亿元，下降11.4%。财政收入下降主要因疫情冲击、国际大宗商品价格波动及各项减税降费政策导致相关行业税收收入减少。2020年天津市全市实现政府性基金收入911.93亿元，较上年下降36.3%，主要系土地出让收入下降较多所致。

蓟州区区域经济缓步增长，工业及消费表现均有所下降

蓟州区位于天津市最北部，地处京、津、唐、承四市之腹心，总面积1,590平方公里。蓟州区名胜古迹众多，现已形成盘山、黄崖关长城，翠屏湖、城内古文物、中上元古界、八仙山和九龙山等一批重点旅游景区和度假区。蓟州区以第三产业为主导，2020年蓟州区实现地区生产总值224.6亿元，同比增长0.2%，但绝对值下滑较大，三次产业中第二产业增速下降。2020年蓟州区人均GDP为2.82万元（2020年GDP/2019年末常住人口），为当年全国人均GDP的38.97%。2020年蓟州区实现一般公共预算收入20.5亿元，同比下降18.3%；政府性基金预算收入25.1亿元（主要是土地出让金收入）。

表3 蓟州区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年1-9月	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	224.6	0.2%	292.5	0.9%
第一产业增加值	34.2	3.4%	18.6	-5.5%
第二产业增加值	47.9	-9.2%	90.8	-1.7%

第三产业增加值	142.6	3.7%	183.1	3.4%
规模以上工业增加值	-	-2.4%	-	-5.1%
社会消费品零售总额	53.8	-19.1%	66.5	-

资料来源：蓟州区人民政府网站，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司系天津市蓟州区基础设施建设重要主体，主业包括土地整理、安置房项目建设等，受安置房收入减少影响，2020年公司营业收入合计36.82亿元，同比有所下降，因收入占比最高的土地整理业务亏损，当年销售毛利率为-1.74%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地整理	24.81	-20.86%	22.44	22.59%
安置房项目	7.04	20.14%	9.22	17.23%
项目工程建设	2.18	100.00%	2.08	100.00%
基础设施运营管	0.60	74.96%	0.60	74.96%
自来水工程	0.56	3.47%	0.38	13.20%
物业费及租金	0.50	-59.11%	0.47	-106.32%
水费收入	0.37	47.49%	0.18	49.05%
土地看管及服务	0.23	100.00%	0.20	100.00%
餐饮酒店	0.06	24.69%	0.04	-25.17%
农产品	0.01	-267.97%	0.02	-42.48%
主营业务小计	36.35	-2.82%	35.62	25.31%
其他业务小计	0.47	81.33%	1.89	91.39%
合计	36.82	-1.74%	37.50	28.63%

资料来源：公司提供

2020年公司土地业务亏损，大规模土地储备对业务收入形成保障，但仍需关注政府土地出让计划变动对业务收益的影响

根据蓟州区人民政府《关于授权天津广成投资集团有限公司进行土地前期开发相关问题的通知》，公司所收储土地进行拍卖后，蓟州区财政局将公司土地前期开发成本全额返还给公司（开发成本包括征地和拆迁补偿费用、前期开发整理的建设费用、银行及其他金融机构贷款或融资的利息支出以及经区财政局同意的与土地储备相关的费用），同时将土地出让收益地方留存部分的按一定比例拨付给公司（开发收益指土地出让收入扣除开发成本及相关税费后剩余的部分）。公司土地整理收入核算的是公司整理土地出让后的财政返还收入，其成本按照公司土地收储实际投资成本确认。蓟州区财政局将土地出让金返还蓟州区土地整理中心，再由蓟州区土地整理中心返还公司。

目前蓟州区的土地整理工作主要集中于蓟州区新城，由子公司天津蓟州新城建设投资有限公司（以下简称“新城公司”）具体负责，整理后由土地整理中心完成收储任务。2020年公司出让土地1,225.89亩，确认土地整理业务收入24.81亿元，但业务亏损，对此政府给予公司部分补贴补偿；年末土地储备面积1.07万亩，业务收入较有保障，但仍需关注政府土地出让计划变动对业务收益的影响。

此外，根据公司与蓟州区土地整理中心签署的托管协议，蓟州区土地整理中心委托公司对已收购土地进行看管，2020年公司看管费用无变化，当年实现业务收入0.23亿元。

表5 公司土地收储看管费用收取标准

序号	面积（亩）	费用标准（元/平方米，月）
1	1-50	0.08-0.10
2	50-100	0.07-0.08
3	100-500	0.06-0.07
4	500 以上	0.05

资料来源：公司提供

公司安置房项目在建规模较大，业务具备一定持续性，但项目建设面临较大资金压力；其他业务对公司收入形成补充，整体规模较小

2018年以前公司安置房业务以“实物安置”模式为主，公司交付安置房时，以安置房市场评估价确认安置房销售收入，同时取得被迁人的土地作为置换资产列入其他非流动资产科目核算，未来随着土地出让，进行相应结转。此后经蓟州区人民政府同意，公司将存量安置房作为安置房源对外销售，安置房收入新增“超标准认购”和“对外销售”模式。“超标准认购”模式适用于拆迁村民住房需求超出40平方米的情况，定价方面，人均40-45平方米的部分，以成本价格3,800元/平方米进行认购，人均45平方米外的住宅，以经济适用房价格4,500元/平方米进行认购；“对外销售”模式系将项目在满足自身安置需要后的剩余房屋，出售给天津蓟州新城棚改建设投资有限公司棚改项目拆迁范围内的居民作为安置房源，定价方面，安置住宅销售单价为6,500元/平方米，商业部分销售单价10,000元/平方米。

2020年公司安置房收入来自于蓟州新城示范小城镇（一期）及于桥水库环境治理建设项目，当年交付安置房面积12.15万平方米，确认收入7.04亿元，年末待售面积16.52万平方米。

公司在建、拟建安置房项目为蓟州新城（二期）示范小城镇建设项目和锦翠园、锦华园安置房建设项目，2020年末尚需投资98.15亿元，业务收入具备一定持续性。考虑到实物安置模式下业务回款与土地出让情况相关，在建、拟建项目资金缺口较大，公司面临较大资金压力。

表6 截至 2020 年末公司在建、拟建安置房项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	计划总投资	已投资	建设面积
蓟州新城（二期）示范小城镇建设项目	90.20	0.00	39.23
锦翠园、锦华园安置房建设项目	11.31	3.36	20.30
合计	101.51	3.36	59.53

注：蓟州新城（二期）示范小城镇建设项目仍处于规划阶段，开工时间尚未确定。

资料来源：公司提供

公司工程建设业务亦由新城公司负责，天津蓟州区人民政府授权新城公司代表天津市蓟州区人民政府完成新城示范小镇项目（一期）的建设和管理工作，并同意自工程项目开始日起按每年新增投资额的8%确认工程项目建设收入。2020年公司确认工程建设收入2.18亿元，因确认收入时已扣减成本，故业务毛利率为100%。截至2020年末，公司主要在建工程项目尚需投资48.80亿元。

表7 截至2020年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目	计划总投资	已投资
蓟州新城示范小城镇（一期）及于桥水库环境治理建设项目（公园、市政道路工程）（本期债券募投项目）	368.80	352.00
天津专用汽车产业园项目（汽车产业园基础设施工程）	16.00	9.14
邦喜公路（津冀界-五龙山大道）改建工程	12.40	8.11
天津上仓酒业及绿色食品加工区项目（上仓园区基础设施工程）	8.00	7.60
天津市蓟县矿山地质环境综合治理示范工程项目	28.57	9.83
马营路西延	0.88	0.29
礼明庄公益骨灰堂项目	0.55	0.31
蓟县下营镇21个村庄路网改造工程	1.00	0.12
合计	436.20	387.40

资料来源：公司提供

此外，蓟州区人民政府与公司于2009年12月10日签署《托管协议》，委托公司对蓟州区部分基础设施提供运营管服务，由蓟州区财政局按基础设施账面价值的4%提取基础设施运营管费拨付公司。2012年该费用提取比例提升至10%，2020年公司实现相关收入0.60亿元。

2019年公司新增蓟州城区和新城区域的自来水销售、管网安装和维护业务，截至2020年末，公司有5座水厂，自来水日生产能力为8万吨，供水主管道760.7公里，供水户数10万户，当年实现自来水工程和水费收入合计0.93亿元。

公司继续获得较大外部支持，资本实力大幅增加

2020年公司获得政府划拨的天津蓟州旅游文化集团有限公司和蓟州体育馆资产等，扣除购买子公司少数股东权益部分，年末资本公积净增加14.69亿元。此外，2020年公司获得以政府补贴为主的其他收益9.01亿元，有效提升当年利润水平。2021年5月蓟州区国资委向公司注资170亿元，当月公司收到注资资金107.13亿元，资本实力大幅增加。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经亚太（集团）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2019-2020年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2020年公司转让天津元庆投资有限公司，截至2020年末，公司合并范围内一级子公司共13家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但以工程项目及应收款项为主，且受限资产规模较大，资产流动性较弱

2020年公司资产规模增长，但结构无重大变动。2020年末公司货币资金中9.32亿元系定期存单及保证金，使用受限。公司应收账款欠款方主要系天津市蓟州财政局及天津市蓟州区土地整理中心，2020年末应收上述单位款项余额占应收账款总额的77.65%。公司预付款项主要系预付天津市蓟州区土地整理中心的委托土地收储款；其他应收款主要为应收政府相关部门和国企款项，2020年末两者账面价值均有所提升。预付款项及应收款项对营运资金形成较大占用，需关注回款时间。公司存货主要包括项目及项目开发土地成本，2020年项目成本入账金额增加，年末存货规模有所提升。其他非流动资产以新城建设项目拆迁补偿及征地款为主，此外包括公司作为主体建设的道路等基础设施及公司认购的理财产品。

整体来看，2020年末公司资产规模有所增长，但以工程资产及应收款项为主，工程资产变现能力较弱，应收款项对营运资金形成占用，且年末包括货币资金、存货、其他非流动资产在内的135.77亿元资产及所持有的126.01亿元子公司股权权利受限，整体资产流动性较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	11.41	1.22%	16.84	1.88%
应收账款	66.96	7.16%	58.13	6.47%
预付款项	111.94	11.96%	106.21	11.83%
其他应收款	186.47	19.93%	183.62	20.45%
存货	234.09	25.02%	217.28	24.20%
流动资产合计	613.59	65.57%	582.61	64.88%
其他非流动资产	268.06	28.65%	271.21	30.20%
非流动资产合计	322.17	34.43%	315.40	35.12%
资产总计	935.76	100.00%	898.01	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

2020年公司收入下滑、主业亏损，利润依赖外部支持

公司主业包括土地整理、安置房项目建设等，受安置房收入减少影响，2020年公司营业收入合计36.82亿元，同比有所下降，但主业回款情况优于2019年，因收入占比最高的土地整理业务亏损，当年

销售毛利率为-1.74%。公司主业亏损且财务费用支出较多，对2020年利润影响较大，但政府补贴有效提升当年利润水平。

表9 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2020年	2019年
营业收入	36.82	37.50
收现比	0.80	0.58
营业利润	0.55	2.94
其他收益	9.01	0.00
利润总额	2.76	2.93
销售毛利率	-1.74%	28.63%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

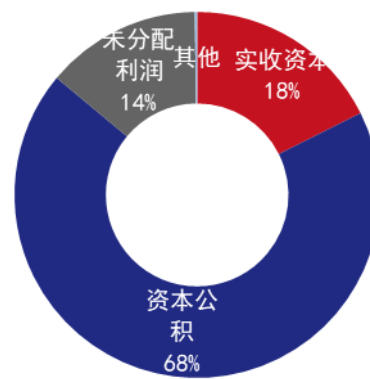
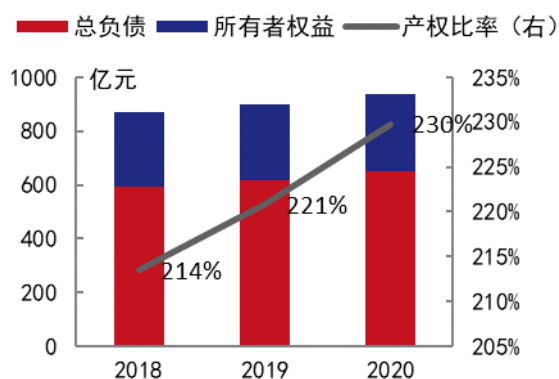
资本结构与偿债能力

公司债务规模增长，偿债指标表现较弱，面临较大偿债压力

2020年末公司负债及所有者权益均有所提升，但负债增速较快，年末所有者权益对负债保障性减弱。

图 1 公司资本结构

图 2 2020 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020 年审计报告，中证鹏元整理

2020年公司支付天津市蓟州区财政局往来款项，年末其他应付款余额下降。公司其他流动负债为短期债券、短期金融产品及非金融机构借款，2020年末账面余额随着公司融资规模增加大幅提升。公司长期借款以保证、质押借款为主；应付债券系公司及子公司发行的公司债券及私募债券等；长期应付款为地方政府债券置换资金及融资租赁款，2020年政府债券资金规模提高，年末长期应付款余额增长。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

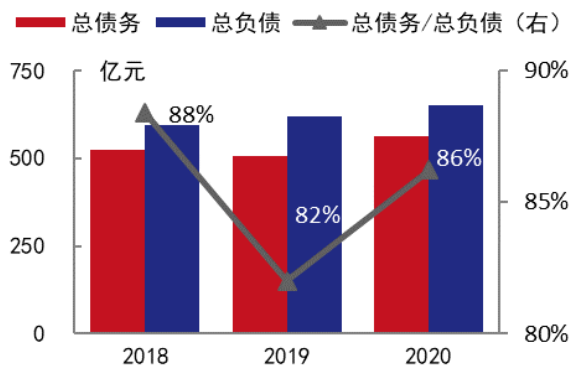
项目	2020年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	51.97	7.97%	81.37	13.16%
一年内到期的非流动负债	90.26	13.84%	127.42	20.62%

其他流动负债	46.92	7.20%	31.83	5.15%
流动负债合计	244.59	37.51%	290.56	47.01%
长期借款	222.54	34.13%	173.46	28.06%
应付债券	42.34	6.49%	49.03	7.93%
长期应付款	142.54	21.86%	105.00	16.99%
非流动负债合计	407.46	62.49%	327.52	52.99%
负债合计	652.04	100.00%	618.08	100.00%

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

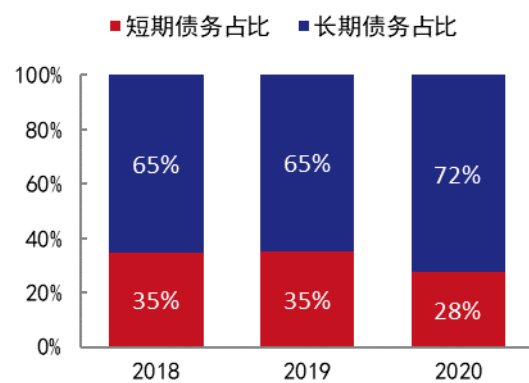
公司总债务占总负债比重较高，债务结构以长期债务为主。2020年末公司现金短期债务比为0.09，当年EBITDA对债务本息保障性较弱，面临较大偿债压力。

图 3 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

图 4 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

表11 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年	2019 年
资产负债率	69.68%	68.83%
现金短期债务比	0.09	0.09
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.39

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

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2018年1月1日至报告查询日，公司本部（查询日期2021年5月28日）和子公司新城公司（查询日期2021年6月8日）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。

或有事项分析

截至2020年末，公司对外担保余额20.24亿元，占年末净资产比重为7.14%，被担保方系国有企业及事业单位，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表12 截至2020年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日
天津市蓟县城关房地产开发公司	5,100.00	2030.10.25
天津荣威投资发展有限公司	10,000.00	2021.2.7
天津市久居佳诚房地产投资有限公司	25,797.00	2022.7.28
天津蓟州旅游文化集团有限公司	9,900.00	2022.12.25
天津市蓟州城镇基础设施建设投资有限公司	9,900.00	2021.5.15
天津蓟州旅游文化集团有限公司	36,000.00	2027.11.27
天津津农蓟丰农业产业开发有限公司	7,000.00	2021.7.6
天津万事兴建工集团有限公司	15,000.00	2021.3.2
天津昊辰房地产开发有限公司	700.00	2021.11.5
天津市津水建筑工程有限公司	1,500.00	2021.1.15
天津市津水建筑工程有限公司	12,000.00	2021.10.28
天津津农蓟丰农业产业开发有限公司	500.00	2021.11.26
天津兴盛园林绿化工程有限公司	1,500.00	2021.1.3
天津津能蓟州热电有限公司	17,306.50	2032.3.5
天津专用汽车产业园投资有限公司	3,500.00	2021.9.2
天津凯祥润园林绿化工程有限公司	1,290.00	2021.11.19
天津凯祥源建筑工程有限公司	1,290.00	2021.11.19
天津华益德科技企业孵化器有限公司	1,100.00	2021.11.5
天津云岫园林绿化工程有限公司	2,300.00	2021.3.3
天津润逸基础设施工程有限公司	2,300.00	2021.3.8
天津百事通达商贸有限公司	2,300.00	2021.3.15
万事兴建工集团	4,955.00	2021.10.22
天津市蓟州区经济开发区给排水管理所	2,000.00	2021.1.2
天津市蓟州区经济开发区给排水管理所	6,300.00	2021.1.7
天津市宜达建设开发有限公司	1,500.00	2021.5.11
天津市宜嘉建设开发有限公司	1,500.00	2021.4.20
天津利群投资有限公司	1,400.00	2021.7.2
天津锦丰置业有限公司	1,200.00	2021.7.7
天津蓟州绿色食品集团有限公司	1,000.00	2021.8.20
天津蓟州津甘农业发展有限公司	1,000.00	2021.8.20
天津盘山旅游有限公司	2,650.00	2021.10.28
天津梨木台旅游有限公司	1,475.00	2021.10.28
天津市蓟州区粮食购销有限公司	380.00	2021.6.9
天津市蓟州区中医医院	2,000.00	2022.12.31



天津市蓟州区人民医院	3,750.00	2022.12.31
天津市蓟州区人民医院	4,000.00	2022.11.1
天津市蓟州区人民医院	5,000.00	2025.3.30
合计	202,393.50	-

资料来源：公司提供

八、结论

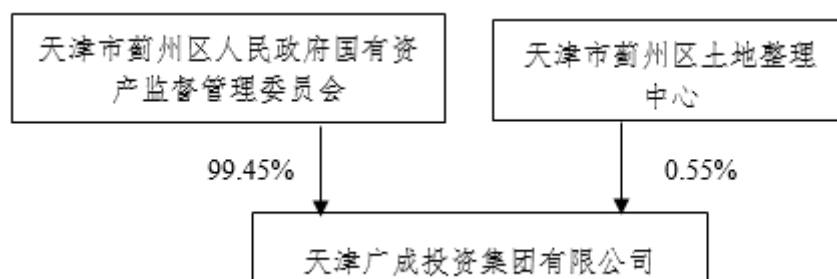
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

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：亿元）	2020年	2019年	2018年
货币资金	11.41	16.84	28.05
预付款项	111.94	106.21	105.12
其他应收款	186.47	183.62	184.29
存货	234.09	217.28	203.99
流动资产合计	613.59	582.61	569.26
其他非流动资产	268.06	271.21	256.62
非流动资产合计	322.17	315.40	301.56
资产总计	935.76	898.01	870.82
短期借款	14.69	16.87	3.45
一年内到期的非流动负债	90.26	127.42	165.76
流动负债合计	244.59	290.56	250.61
长期借款	222.54	173.46	159.90
应付债券	42.34	49.03	71.16
长期应付款	142.54	105.00	107.95
非流动负债合计	407.46	327.52	342.49
负债合计	652.04	618.08	593.10
总债务	562.19	506.83	524.19
所有者权益	283.72	279.93	277.72
营业收入	36.82	37.50	67.47
营业利润	0.55	2.94	9.10
其他收益	9.01	0.00	0.07
利润总额	2.76	2.93	9.07
经营活动产生的现金流量净额	-39.33	52.02	7.49
投资活动产生的现金流量净额	-7.73	-8.58	-2.15
筹资活动产生的现金流量净额	46.90	-48.57	-41.35
财务指标	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	-1.74%	28.63%	26.83%
收现比	0.80	0.58	0.39
资产负债率	69.68%	68.83%	68.11%
现金短期债务比	0.09	0.09	0.15
EBITDA（亿元）	12.93	13.72	20.82
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.39	0.66

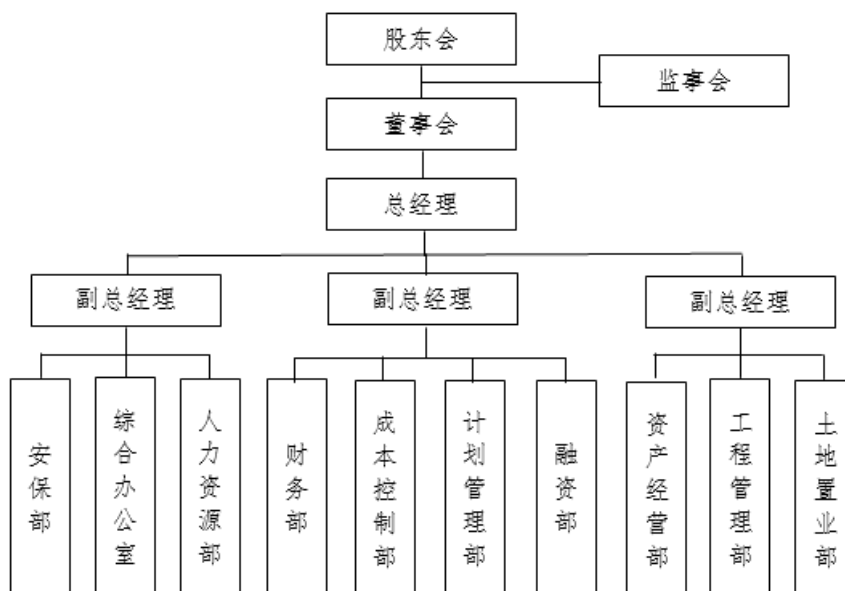
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 5 月）



资料来源：公司提供

附录四 2020 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
天津广成宏发投资有限公司	100,000	100%	商务服务业
天津广成宏凯园区开发有限公司	232,500	100%	房地产业
天津广成宏盛基础设施投资有限公司	200,000	100%	土木工程建筑业
天津市蓟县银政通财务咨询服务有限公司	10	100%	商务服务业
天津凯骏投资有限公司	30,000	100%	商务服务业
天津绿源矿山地质环境治理有限公司	84,500	100%	土木工程建筑业
天津懿轩投资有限公司	1,000	100%	商务服务业
天津蓟州新城建设投资有限公司	2,200,000	100%	房地产业
天津市蓟州区自来水供水有限公司	127	100%	水的生产和供应业
天津津淼水处理有限公司	100	100%	水的生产和供应业
天津逸盛房地产开发有限公司	1,000	100%	房地产业
天津瑞嘉房地产开发有限公司	1,000	100%	房地产业
天津广成宏景生态基础设施建设有限公司	100,000	100%	生态设施建设

注：天津逸盛房地产开发有限公司、天津瑞嘉房地产开发有限公司、天津广成宏景生态基础设施建设有限公司均为 2019 年成立，但上述公司当年账面无发生额，故未列入当年合并范围。

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$
总债务	$\text{短期债务} + \text{长期债务}$

附录六 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。