

2013 年北京生物医药产业基地发展有限公司

公司债券 2019 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：

## 2013年北京生物医药产业基地发展有限公司公司债券 2019年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【313】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：2.4亿元

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：  
魏明阳 胡长森

电话：  
010-66216006

邮箱：  
weimy@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。

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)

	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	2019年06月14日	2018年06月22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2019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：公司外部环境仍较好，为其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，同时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；但中证鹏元也关注到，公司营业收入大幅下滑，未来一级土地开发收入存在一定波动性，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：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2018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700.4亿元，同比增长7%，继续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2018年末公司存货中仍有26.10亿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。随着生物医药基地扩区8平方公里，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。**2018 年公司共获得各类政府补贴及税收返还 6,680.34 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：

- **公司营业收入大幅下滑，未来一级土地开发收入存在一定波动性。**2018 年公司未实现一级土地开发收入，受此影响，公司实现营业收入 11,771.20 万元，同比大幅下降 76.48%。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，存在一定波动性。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2018 年末，公司资产中应收款项和存货合计 426,214.86 万元，占总资产的比重合计达 70.73%，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。**2018 年公司经营活动产生的现金净流出 4,489.55 万元，表现较差。截至 2018 年末，公司主要在建项目预计总投资 111,305.24 万元，尚需投资 76,317.85 万元，未来存在一定的资金支出压力。
- **公司面临较大的刚性债务压力。**截至 2018 年末，公司有息债务合计 278,776.10 万元，同比增长 12.07%，占总负债的比重为 83.58%，有息债务规模仍较大，公司 EBITDA 利息保障倍数仅为 0.26，公司仍面临较大的刚性债务压力。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	602,574.00	560,062.54	565,040.22
所有者权益	269,015.64	268,595.43	248,844.47
有息债务	278,776.10	248,752.85	145,359.70
资产负债率	55.36%	52.04%	55.96%
流动比率	6.62	8.87	4.82
营业收入	11,771.20	50,037.19	163,778.00
其他收益	6,680.34	4,296.41	-
营业外收入	-	2.28	12,458.18
利润总额	417.75	155.11	130.66
综合毛利率	8.66%	5.16%	-2.51%

EBITDA	2,055.61	1,907.84	2,871.69
EBITDA 利息保障倍数	0.26	0.22	0.19
经营活动现金流净额	-4,489.55	15,511.83	162,530.77

资料来源：公司 2016 年、2018 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6月12日，本期债券募集资金专项账户余额为74,218.27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保持不变。截至2018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（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。

2018年，公司董事、监事和总经理任职情况发生变动：何建涛、张秀娟、彭旺贤不再任董事，白玉梅、曹忠、宋世明出任董事；顿莫惊、邵玉洁、冯秀美、王冬燕不再任监事，曹威、郭雄宇、贾思博、李海涛出任监事；何建涛不再任总经理，宋世明出任总经理。

2018年6月26日，公司控股子公司北京联港高科置业有限公司决议解散，不再纳入公司合并报表范围。

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	主营业务	不再纳入合并报表的原因
北京联港高科置业有限公司	100%	5,000	房地产开发	注销

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

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018年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，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03万亿元，比上年增长6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业

中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

**2018 年下半年以来，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善**

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。5月，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库[2018]61号），明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”，增加了一般债券和普通专项债券的期限类型，有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018年下半年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

**表 2 2018 年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
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）	发展改革委、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
2018年2月	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》（财预[2018]34号）	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年5月	《关于做好2018年地	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方

	方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61号)		政府一般债券和普通专项债券的期限类型,鼓励地方政府债券投资主体多元化,要求加强债券资金管理
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任

资料来源:各政府部门网站,中证鹏元整理

## (二) 区域环境

### 北京市整体经济实力雄厚, 2018年经济实力继续增强

北京市整体经济实力雄厚,2018年经济实力继续增强,当年实现地区生产总值30,320.0亿元,同比增长6.6%。其中,第一产业增加值118.7亿元,同比下降2.3%;第二产业增加值5,647.7亿元,同比增长4.2%;第三产业增加值24,553.6亿元,同比增长7.3%。三次产业结构由上年的0.4:19.0:80.6调整为0.4:18.6:81.0,第三产业占比提升0.4个百分点,产业结构继续优化。2018年末,北京市常住人口2,154.2万人,按常住人口计算,全市人均GDP为14.0万元,为全国人均GDP的216.57%,远高于全国平均水平。从拉动地区经济增长的要素来看,2018年北京市固定资产投资同比增长下降9.9%;社会消费品零售总额11,747.7亿元,同比增长2.7%,增速较2017年下降2.5个百分点;进出口总额为27,182.5亿元,增速为23.9%。从北京市金融机构(含外资)本外币存款和贷款余额来看,存贷款余额仍保持增长,但贷款增速有所放缓。

2018年北京市固定资产投资比上年下降9.9%,基础设施投资下降10.7%其中,交通运输领域投资增长1.1%。分产业看,第一产业投资比上年增长8.9%;第二产业投资下降43.2%;第三产业投资下降6.3%。其中,信息传输、软件和信息技术服务业投资增长31.2%,文化、体育和娱乐业投资增长11.8%,科学研究和技术服务业投资增长7.7%。

房地产开发方面,2018年北京市房地产投资比上年增长3.4%,其中,住宅投资增长17.4%;办公楼投资下降29.7%;商业营业用房投资下降12.6%。年末全市房屋施工面积12,962.6万平方米,比上年末增长2.8%。其中,本年新开工面积2,321.1万平方米,下降6.2%。全年房屋竣工面积1,557.9万平方米,增长6.2%。

**表 3 北京市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	30,320.0	6.6%	28,000.4	6.7%
第一产业增加值	118.7	-2.3%	120.5	-6.2%
第二产业增加值	5,647.7	4.2%	5,310.6	4.6%
第三产业增加值	24,553.6	7.3%	22,569.3	7.3%
工业增加值	4,464.6	4.5%	4,274.0	5.4%
固定资产投资	-	-9.9%	8,948.1	5.7%
社会消费品零售总额	11,747.7	2.7%	11,575.4	5.2%
进出口总额	27,182.5	23.9%	21,923.9	17.5%
存款余额	157,092.2	9.0%	144,086.0	4.1%
贷款余额	70,483.7	1.3%	69,556.2	9.1%
人均 GDP（万元）	14.0		12.9	
人均 GDP/全国人均 GDP	216.57%		216.08%	

注：“-”表示该数据未公开披露。

资料来源：北京市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年北京市实现公共财政收入5,785.92亿元，同比增长6.5%，其中税收收入4,988.83亿元，占公共财政收入比重为86.22%；实现政府性基金收入2,009.26亿元，同比减少35.9%；同期北京市公共财政支出为7,175.87亿元，同比增长9.7%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为80.63%。

#### 大兴区经济继续保持增长，且固定资产投资增速较快

2018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700.4亿元，同比增长7.0%。其中，第一产业实现增加值13.5亿元，同比下降23.0%；第二产业实现增加值259.4亿元，同比增长4.2%；第三产业实现增加值427.5亿元，同比增长10.1%。2018年末，大兴区常住人口162.9万人，按常住人口计算，人均GDP为4.30万元，为全国人均GDP的66.51%，低于全国平均水平。从拉动地区经济增长的要素来看，2018年大兴区完成固定资产投资1,027.1亿元，同比大幅增加25.4%；实现社会消费品零售总额437.8亿元，同比增长6.0%。2018年末大兴区金融机构本外币各项存款和贷款余额分别为2,518亿元和905亿元，同比分别增长12.1%和32.3%。

**表 4 大兴区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	700.4	7.0%	644.3	7.1%

第一产业增加值	13.5	-23.0%	16.8	-12.8%
第二产业增加值	259.4	4.2%	242.8	1.3%
第三产业增加值	427.5	10.1%	384.7	12.3%
规模以上工业总产值	754.8	0.2%	808.5	3.0%
固定资产投资	1,027.1	25.4%	818.7	-1.0%
社会消费品零售总额	437.8	6.0%	413.7	7.1%
存款余额	2,518	12.1%	2,246	18.8%
贷款余额	905	32.3%	684.3	29.0%
人均 GDP（万元）	4.30		4.03	
人均 GDP/全国人均 GDP	66.51%		67.62%	

资料来源：新区（大兴-开发区）2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年大兴区实现公共财政收入92.35亿元，同比增长9.0%；实现政府性基金收入126.21亿元，同比下降63.8%；同期大兴区公共财政支出为259.92亿元，同比增长13.5%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为35.53%。

#### 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，2018年公司收入主要来源于供热供暖和园区管理等业务。2018年公司未实现一级土地开发收入，受此影响，公司实现营业收入11,771.20万元，同比大幅下降76.48%；2018年公司综合毛利率为8.66%，较2017年上升3.50个百分点。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
供热供暖	5,883.64	14.50%	5,235.62	12.26%
园区管理费	3,738.21	13.07%	2,002.45	34.07%
专项项目	1,054.42	-18.50%	937.88	39.60%
园区物业费	455.14	-57.75%	385.50	-283.77%
一级土地开发	0.00	-	41,243.77	7.52%
入区企业服务	0.00	-	111.59	24.30%
<b>主营业务小计</b>	<b>11,131.42</b>	<b>7.94%</b>	<b>49,916.81</b>	<b>5.97%</b>
房屋租赁	639.68	21.19%	120.37	-329.90%
其他	0.11	100.00%	0.01	100.00%
<b>其他业务小计</b>	<b>639.78</b>	<b>21.21%</b>	<b>120.38</b>	<b>-329.87%</b>

合计	11,771.20	8.66%	50,037.19	5.16%
----	-----------	-------	-----------	-------

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

**2018年公司未实现一级土地开发收入；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，但也存在一定波动性**

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。2018年公司未实现一级土地开发收入。

公司土地储量仍较大，截至2018年末公司存货中仍有26.10亿元的园区土地开发成本，其中全部土地已完成整理，部分计划于近期挂牌出让，且按照北京市和大兴区政府规划，生物医药基地将扩区8平方公里，公司未来一级土地开发收入来源较有保障，但土地性质仍以工业用地为主，预计盈利能力不佳，且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。

**表 6 截至 2018 年末公司已完成整理可用于出让的土地明细（单位：亩）**

地块名称	可用于出让面积	土地性质
0501-023	156	工业
0503-039、040、043、044	135	工业
DX00-0502-6004	99.9	工业
DX00-0502-6016	99.45	工业
DX00-0502-6014-3	16.95	工业
DX00-0502-6009	28	工业
合计	535.3	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**供热供暖和园区管理业务较为稳定，房屋租赁等业务丰富了公司的收入来源，但整体收入规模不大，且部分业务盈利性欠佳**

公司负责大兴生物医药产业基地内企业的供热与供暖业务。2018年公司供热能力维持不变，截至2018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，2018年公司供热用户为55家，较2017年增加1家。2018年公司取得供热供暖业务收入5,883.64万元，同比增长12.38%，毛利率为14.50%，同比上升2.24个百分点，业务运行较为稳定。

**表7 公司供热与供暖业务情况**

项目	2018年	2017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）	55	54
收费标准（元/吨）	410	410
供热供暖业务收入（万元）	5,883.64	5,235.62

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、入区企业服务等工作，近年来收入规模开始逐步体现，2018年公司实现园区管理费收入3,738.21万元，同比大幅增长86.68%，主要系公司代售水业务量大幅上升所致，但毛利率为13.07%，同比下降21个百分点，主要系因代售水业务毛利率较低所致。

2018年公司实现专项项目收入1,054.42万元，同比增长12.43%，毛利率为-18.50%，同比下降58.1个百分点，主要系公司补植园区绿化，成本提升较多。2018年公司实现园区物业费收入455.14万元，同比增长18.07%，毛利率为-57.75%，亏损空间较去年大幅收窄，主要系公司控制物业成本力度加大所致。2018年，公司房屋租赁收入上升至639.68万元，主要为对外出租的厂房和办公室租金收入。

#### 公司继续推进大兴生物医药产业基地内的基础设施建设，未来存在一定的资金压力

2018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、生物医药孵化器以及智慧园区项目等，项目建成后将通过出租孵化器（办公室、标准厂房、实验室等）实现一定收入。截至2018年末，公司主要在建项目预计总投资111,305.24万元，已投资34,987.39万元，尚需投资76,317.85万元，所需款项主要由公司自筹，未来存在一定的资金支出压力。

**表 8 截至 2018 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	1,113.90	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	14,257.30	否
智慧园区项目	2,619.00	1,962.63	否
<b>合计</b>	<b>111,305.24</b>	<b>34,987.39</b>	-

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。2018年，公司共获得各类政府补贴及税收返还6,680.34万元，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

2018年，公司审计机构由中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为大华会计师事务所（特殊普通合伙），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年审计报告，报告均采用新会计准则编制，2017年数据采用2018年审计报告期初数，2018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**

2018年末，公司总资产为602,574.00万元，同比增加7.59%。从资产构成来看，仍以流动资产为主，2018年末流动资产占总资产的比重为75.91%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。公司货币资金全部为银行存款，2018年末共计27,035.61万元，无受限资金。2018年末公司应收票据及应收账款账面价值56,964.17万元，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，账龄为5-6年。2018年末公司其他应收款共计47,071.56万元，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，账龄在1-5年及5年以上。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，坏账风险较小，但整体账龄较长，回款时间存在一定的不确定性。2018年末公司存货为322,179.13万元，占总资产的比重为53.47%，仍是公司最主要的资产，其中园区土地开发成本261,028.53万元，占存货的比重达81.02%。

**表 9 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	27,035.61	4.49%	37,586.51	6.71%
应收票据及应收账款	56,964.17	9.45%	57,091.48	10.19%
其他应收款	47,071.56	7.81%	49,582.60	8.85%
存货	322,179.13	53.47%	290,722.39	51.91%
<b>流动资产合计</b>	<b>457,412.39</b>	<b>75.91%</b>	<b>437,615.16</b>	<b>78.14%</b>
可供出售金融资产	35,285.39	5.86%	40,285.39	7.19%
长期股权投资	25,500.00	4.23%	0.00	0.00%
在建工程	57,450.33	9.53%	51,685.13	9.23%
<b>非流动资产合计</b>	<b>145,161.61</b>	<b>24.09%</b>	<b>122,447.38</b>	<b>21.86%</b>
<b>资产总计</b>	<b>602,574.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>560,062.54</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和在建工程构成。公司可供出售金融资产主要为对北京联港置业有限公司股权投资，公司持股40%，2018年末公司可供出售金融资产35,285.39万元，较2017年末下降5,000.00万元，主要系当年将对北商资本管理（北京）有限公司的投资由可供出售金融资产转至长期股权投资所致。公司长期股权投资主要为2018年公司投资的北京兴产基金管理中心（有限合伙）（以下简称“兴产基金”）股权，投资成本为20,500.00万元。公司在建工程主要包括孵化器（创新园项目）、北臧村工业企业孵化器工程、北臧村学校工程以及天堂河景观工程等项目，随着2018年进一步的投建，2018年末在建工程共计57,450.33万元，较2017年末增加5,765.2万元。

总体来看，2018年末公司资产中应收款项和存货合计426,214.86万元，占总资产的比重合计达70.73%，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。

## 盈利能力

### 公司营业收入大幅下滑，利润规模仍较小，且主要依赖政府补助及税收返还

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，但2018年公司未实现一级土地开发收入，受此影响，公司实现营业收入11,771.20万元，同比大幅下降76.48%。目前公司存量土地丰富，且随着生物医药基地扩区8平方公里，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，2018年公司综合毛利率为8.66%，较2017年上升3.5个百分点。公司期间费用具有一定刚性，由于2018年营业收

入大幅下滑，公司期间费用率大幅上升至53.54%，对利润侵蚀较多。2018年公司共获得政府补贴及税收返还6,680.34万元，实现利润总额417.75万元，公司利润规模仍较小，且对政府补助及税收返还依赖较大。

**表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业收入	11,771.20	50,037.19
其他收益	6,680.34	4,296.41
营业利润	579.55	215.04
营业外收入	-	2.28
利润总额	417.75	155.11
综合毛利率	8.66%	5.16%
期间费用率	53.54%	11.33%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流净额表现较差，且未来仍存在一定的资金支出压力

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。2018年公司未产生一级土地开发收入，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降73.12%，但由于收到与其他单位的往来款增加较多，2018年公司经营活动现金流入规模仅小幅下降1.95%。2018年公司园区土地开发支出规模及公司支出给其他单位往来款规模有所增加，使得经营性活动现金流出规模增加较多，2018年公司经营活动产生的现金净流出4,489.55万元。

投资活动方面，2018年公司无投资活动现金流入，投资活动现金流出主要为对兴产基金的投资，2018年公司投资活动产生的现金净流出26,546.30万元。

筹资活动方面，2018年公司发行4.5亿元3年期中期票据，偿还债务规模同比有所下降，导致2018年公司筹资活动产生的现金净流入20,484.94万元。

2018年公司现金及现金等价物净流出10,550.91万元，截至2018年末，公司主要在建项目预计总投资111,305.24万元，尚需投资76,317.85万元，公司未来面临一定的资金支出压力。

**表 11 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

收现比	1.05	0.92
销售商品、提供劳务收到的现金	12,365.63	45,996.60
收到的其他与经营活动有关的现金	42,687.29	10,149.79
经营活动现金流入小计	55,052.92	56,146.38
购买商品、接受劳务支付的现金	39,524.37	26,799.45
支付的其他与经营活动有关的现金	13,238.71	7,187.51
经营活动现金流出小计	59,542.47	40,634.56
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4,489.55</b>	<b>15,511.83</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-26,546.30</b>	<b>-9,541.40</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>20,484.94</b>	<b>-5,314.99</b>
现金及现金等价物净增加额	-10,550.91	655.44

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务规模仍较大，面临较大的刚性债务压力

截至2018年末，公司负债总额为333,558.36万元，同比增加14.44%。而随着利润积累，公司所有者权益保持增长，2018年末增至269,015.64万元。2018年末，公司产权比率为123.99%，同比上升15.47个百分点，权益对负债的保障程度较弱。

**表 12 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	333,558.36	291,467.11
所有者权益	269,015.64	268,595.43
产权比率	123.99%	108.52%

资料来源：公司 2018 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，2018年末非流动负债占总负债的比重为79.28%，较2017年末下降3.80个百分点。

公司流动负债主要由预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司预收款项主要为预收的土地款，2018年末合计6,656.48万元，账龄主要集中在1年以上。公司其他应付款主要为往来款、保证金及押金，截至2018年末为27,934.75万元，同比大幅增加，主要系公司新增与北京兴福临空产业发展有限公司（以下简称“兴福临空”）往来款2亿元所致。公司与兴福临空属同一控制人控制，互为关联方。公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，2018年末为27,000.00万元，债权人为国民信托有限公司，将于2019年10月18日偿还。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018年末，公司长期

借款为59,706.89万元，同比下降16.38%，债权单位包括中铁信托有限公司（借贷本金3亿元，借款利率6.2%）、中国建设银行大兴支行（借贷本金4,706.89万元，借款利率4.9%）、中海信托股份有限公司（借贷本金2.5亿元，借款利率5.8%（1亿元）和6.5%（1.5亿元））。公司应付债券为本期债券及2018年发行的三年期4.5亿元中期票据，2018年末余额为71,737.86万元，同比增加93.81%。截至2018年末，公司长期应付款为132,991.25万元，占公司负债总额的39.87%，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 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
预收款项	6,656.48	2.00%	6,544.36	2.25%
其他应付款	27,934.75	8.37%	14,363.58	4.93%
一年内到期的非流动负债	27,000.00	8.09%	20,000.00	6.86%
<b>流动负债合计</b>	<b>69,122.35</b>	<b>20.72%</b>	<b>49,324.55</b>	<b>16.92%</b>
长期借款	59,706.89	17.90%	71,406.89	24.50%
应付债券	71,737.86	21.51%	37,014.61	12.70%
长期应付款	132,991.25	39.87%	133,721.05	45.88%
<b>非流动负债合计</b>	<b>264,436.01</b>	<b>79.28%</b>	<b>242,142.56</b>	<b>83.08%</b>
<b>负债合计</b>	<b>333,558.36</b>	<b>100.00%</b>	<b>291,467.11</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	278,776.10	83.58%	248,752.85	85.35%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务合计278,776.10万元，同比增长12.07%，占总负债的比重为83.58%，有息债务规模仍较大，公司仍面临较大的刚性债务压力。

从偿债能力指标来看，截至2018年末公司资产负债率为55.36%，负债水平有所上升。公司资产中流动资产占比较高，但随着2018年流动负债规模增加，公司流动比率和速动比率均有所下降，且公司流动资产以存货为主，速动比率指标表现较弱。2018年公司EBITDA略有增长，但规模仍较小，EBITDA利息保障倍数仍处于较低水平，公司偿债能力指标表现较差，存在较大的偿债压力。

**表 14 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	55.36%	52.04%
流动比率	6.62	8.87
速动比率	1.96	2.98
EBITDA（万元）	2,055.61	1,907.84
EBITDA 利息保障倍数	0.26	0.22

有息债务/EBITDA	135.62	130.38
-------------	--------	--------

资料来源：公司 2018 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的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。跟踪期内兴展投控注册资本未发生变化，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仍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 15 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%
合计	<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 16 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2016年1月1日至报告查询日（2019年5月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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

2018年北京市大兴区实现地区生产总值700.4亿元，同比增长7%，公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础。2018年，公司虽未实现土地一级开发收入，但存货中仍有26.10亿元的园区土地开发成本，全部土地均已完成整理，部分计划于近期挂牌出让，随着生物医药基地扩区8平方公里，公司未来一级土地开发收入来源较有保障。2018年公司获得的各类政府补贴及税收返还合计6,680.34万元，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，公司营业收入大幅下滑，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，存在一定波动性；公司应收款项和存货占比较大，资产流动性较弱，在建项目较多，存在一定的资金支出压力；公司有息债务保持增长且规模较大，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）	2018年	2017年	2016年
货币资金	27,035.61	37,586.51	36,931.07
应收票据及应收账款	56,964.17	57,091.48	57,136.68
存货	322,179.13	290,722.39	303,143.95
在建工程	57,450.33	51,685.13	41,289.49
总资产	602,574.00	560,062.54	565,040.22
一年内到期的非流动负债	27,000.00	20,000.00	58,500.00
长期借款	59,706.89	71,406.89	37,506.89
应付债券	71,737.86	37,014.61	49,352.81
长期应付款	132,991.25	133,721.05	134,530.82
总负债	333,558.36	291,467.11	316,195.75
有息债务	278,776.10	248,752.85	145,359.70
所有者权益	269,015.64	268,595.43	248,844.47
营业收入	11,771.20	50,037.19	163,778.00
营业利润	579.55	215.04	-11,867.38
其他收益	6,680.34	4,296.41	-
营业外收入	-	2.28	12,458.18
净利润	417.75	155.11	130.66
经营活动产生的现金流量净额	-4,489.55	15,511.83	162,530.77
投资活动产生的现金流量净额	-26,546.30	-9,541.40	-8,103.39
筹资活动产生的现金流量净额	20,484.94	-5,314.99	-175,924.36
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	8.66%	5.16%	-2.51%
收现比	1.05	0.92	1.57
产权比率	123.99%	108.52%	127.07%
资产负债率	55.36%	52.04%	55.96%
流动比率	6.62	8.87	4.82
速动比率	1.96	2.98	1.62
EBITDA（万元）	2,055.61	1,907.84	2,871.69
EBITDA 利息保障倍数	0.26	0.22	0.19
有息债务/EBITDA	135.62	130.38	50.62

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司

公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
北京联港物业管理有限责任公司	500.00	80%	物业管理
北京联港市政园林绿化有限公司	500.00	100%	园林绿化
北京东旭宏达科技有限公司	20,000.00	100%	技术开发

资料来源：公司 2018 年审计报告

### 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	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
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+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。