

北京生物医药产业基地发展有限公司

**2013 年 6 亿元公司债券
2014 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。



北京生物医药产业基地发展有限公司

2013年6亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

债券剩余规模：6亿元

债券到期日期：2020年07月23日

评级日期：2014年06月04日

首次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

债券规模：6亿元

评级日期：2013年07月09日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对北京生物医药产业基地发展有限公司（以下简称“生物医药基地发展公司”或“公司”）及其2013年7月23日发行的6亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014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。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年
总资产（万元）	745,555.84	722,519.46
归属于母公司所有者权益（万元）	229,037.81	228,923.31
资产负债率	69.27%	68.31%
流动比率	3.78	3.06
速动比率	1.02	0.96
营业收入（万元）	20,266.78	55,128.85
营业利润（万元）	-7,685.10	-7,928.01
补贴收入（万元）	9,786.77	15,358.29
利润总额（万元）	144.19	5,857.59
综合毛利率	0.63%	-0.56%
EBITDA（万元）	1,502.09	7,196.01
EBITDA 利息保障倍数	0.07	0.45
经营活动净现金流净额（万元）	-18,181.90	7,568.75

资料来源：公司提供

正面：

- 跟踪期内，大兴区经济继续保持稳定增长，财政实力稳步增强；
- 公司在财政补贴等方面继续得到大兴区政府的有力支持；
- 跟踪期内担保方兴展国资担保效力未发生重大变化，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能够保障本期债券的偿还。

关注：

- 大兴区财政收入对上级补助存在一定的依赖性，且国有土地使用权出让金收入易受政策与土地市场等影响，未来存在一定不确定性；
- 受当地土地出让政策与医药基地招商进度的影响，公司土地出让面积有所减少，土地一级开发收入下滑较大，且盈利能力较弱，该项业务收入的实现易受土地市场等因素影响而存在一定不稳定性；
- 公司资产主要集中于土地开发成本等存货，整体资产流动性一般；
- 公司应收账款与其他应收款规模较大，应收单位主要是当地政府机构，回收速度易受政府资金调剂的影响，存在一定不确定性；
- 跟踪期内，公司收入与利润均出现较大下滑，期间费用率快速增长，利润水平仍对政府补贴存在较大的依赖性；
- 跟踪期内，公司经营活动现金流状况变差，现金及现金等价物有所减少；
- 公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力；
- 公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

分析师

姓名：王晨 李飞宾

电话：010-66216006

邮箱：wangch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《国家发展改革委关于北京生物医药产业基地发展有限公司发行2013年公司债券核准的批复》（发改财金[2013]604号文件）批准，公司于2013年7月23日发行6亿元公司债券，票面利率为6.35%。

本期债券计息期限为2013年7月23日至2020年7月22日，采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息。本期债券附设提前还本条款，即在债券存续期的第3、4、5、6、7年末分别按照债券发行总额20%偿还债券本金。截至2014年3月31日，本期债券未到首次付息日，本息未开始兑付。

截至2013年12月31日，本期债券募集资金使用情况如表1所示。

表1 截至2013年12月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	计划		实施进度	
	总投资	拟使用募集资金额度	已投资	已使用募集资金
大兴区北臧村镇居住及配套用地项目	205,521.00	49,000.00	182,999.11	40,332.00
补充营运资金	-	11,000.00	-	11,000.00
合计	205,521.00	60,000.00	182,999.11	51,332.00

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本及实收资本均为5亿元，未发生变更；公司控股股东与实际控制人未发生变更，均为北京市大兴区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“大兴区国资委”），持有公司100%的股权。跟踪期内，公司新增1家纳入合并范围内的子公司，为北京联港市政园林绿化有限公司。

表2 截至2013年末，公司纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

企业名称	简称	经营范围	注册资本	持股比例
北京联港物业管理有限责任公司	联港物业	物业管理	500	80%
北京联港高科置业有限公司	联港高科	房地产开发	5,000	100%
北京联港市政园林绿化有限公司	联港园林	园林绿化	500	100%

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，公司资产总额为745,555.84万元，归属于母公司所有者权益为229,037.81万元，资产负债率为69.27%。2013年度，公司实现营业收入20,266.78万元，实现利润总额144.19万元，经营活动产生的现金流量净额-18,181.90万元。

三、地方经济与财政实力

➤ 区域经济

大兴区经济继续保持稳定增长，现代制造业对工业增长拉动作用明显，然而房地产业受国家楼市调控政策影响较大，导致全区第三产业收入与利润双双下滑

2013年，北京市大兴区经济继续保持稳定增长，全年实现地区生产总值431.6亿元，同比增长10.2%，三次产业比重为5.4:39.3:55.3；全区规模以上工业总产值达到629.1亿元，同比增长10.8%，实现销售产值596.5亿元，同比增长9.7%；全年完成固定资产投资506.2亿元，同比增长5.4%；实现社会消费品零售总额233.0亿元，增长16.0%。

表3 2012-2013年北京市大兴区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

主要指标	2013年		2012年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	431.6	10.2%	391.7	11.7%
规模以上工业总产值	629.1	10.8%	560.1	11.1%
全社会固定资产投资	506.2	5.4%	480.5	3.2%
社会消费品零售额	233.0	16.0%	200.9	16.0%
存款余额	1,155.0	11.0%	1,021.3	8.3%
贷款余额	512.4	11.8%	453.4	9.0%

资料来源：大兴统计信息网

整体来看，2013年大兴区工业生产总体运行情况良好，其中现代制造业对工业增长拉动作用明显。截至2013年末，大兴区有126家规模以上现代制造业企业，企业个数占规模以上工业企业的26.3%，全年现代制造业完成工业总产值204.1亿元，同比增长24.7%，高于大兴区规模以上工业总产值增速13.9个百分点，拉动规模以上工业增长7.1个百分点。汽车制造业是大兴区现代制造业的重要增长点，2013年汽车制造业完成工业产值98.1亿元，同比增长45.5%，产值占规模以上工业15.6%，汽车制造业对规模工业的贡献率达49.9%，拉动规模工业增长5.4个百分点。此外，亿元企业对全区工业生产增长拉动作用明显，截至2013年末，大兴区产值达到亿元企业有133家，完成工业总产值487亿元，占规模以上工业77.4%。

然而，2013年大兴区第三产业收入与利润双双出现下滑，全年规模以上第三产业单位数

量为691家，实现收入773.7亿元，同比下降2.3%，主要原因是房地产业、批发和零售业、交通运输、仓储和邮政业发展减缓，其中受国家楼市调控政策影响，房地产业实现收入78.3亿元，同比下降28.3%。2013年规模以上第三产业企业实现利润总额31.3亿元，同比下降17.1%，其中受政策环境以及结算周期的影响，房地产业实现利润7.4亿元，同比下降61.8%，所占比重由去年的51.6%下降至23.8%，成为影响第三产业利润下滑的最大因素。

从大兴生物医药基地（以下简称“医药基地”）总体情况来看，整体发展情况保持稳定，2013年医药基地内企业完成总收入128.7亿元，同比增长11%；完成工业总产值100.3亿元，同比增长20.5%；税收7.28亿元，同比增长11.8%；完成固定资产投资21.7亿元。截至2013年末，医药基地完成费森尤斯卡比、中发展、斯利安药业等6个项目的签约，完成费森尤斯卡比、斯利安药业等14个项目的挂牌，同仁堂股份、双鹭药业、河南依生等14个项目开工，协和、康美等10个项目建成，其中6个项目进入试生产阶段。未来，随着区域整合不断深化，依托中关村和亦庄产业政策等资源优势，大兴区将不断加强对大项目的引进力度，逐渐将生物医药基地打造成专业化与现代化的生物医药产业园区。

➤ 财政实力

大兴区财政收入保持较快增长，但财政收入对上级补助存在一定的依赖性，且国有土地使用权出让金收入易受政策与土地市场等影响，未来存在一定不确定性

在经济增长的带动下，2013年大兴区财政收入保持较快增长，地方综合财力达到289.09亿元，较2012年增长28.08%。从大兴区财政收入结构来看，从大兴区财政收入结构来看，公共财政收入、上级补助收入和政府性基金收入仍然是大兴区财政收入的主要来源。2013年大兴区实现公共财政收入52.39亿元，较2012年增长15.12%。其中，税收收入同比增长19.13%，占公共财政收入的比重为83.43%，显示大兴区公共财政收入的稳定性较强。2013年大兴区上级补助收入为87.55亿元，同比增长49.79%，占地方综合财力的比重为30.28%，大兴区财政收入对上级补助存在一定的依赖性；上级补助收入中一般性转移支付收入和专项转移支付分别同比增长62.84%和30.83%，其中一般性转移支付收入增长较快主要系结算补助收入增长所致。2013年大兴区政府性基金收入达到130.57亿元，较2012年增长30.70%，占大兴区地方综合财力的比重达到48.71%；大兴区国有土地使用权出让金收入是政府性基金收入的重要来源，2013年占比达到92.73%。由于土地出让收入受国家宏观政策、土地出让计划及土地市场的影响很大，因而未来该项收入存在一定的不确定性，从而影响大兴区财政收入的稳定性。

表4 2013年大兴区财政收入情况（单位：万元）

项目	2013年	2012年
财政收入		
（一）公共财政收入	523,927	455,108
其中：税收收入	489,508	410,904
非税收收入	34,419	44,204
（二）上级补助收入	875,466	584,451
其中：返还性收入	0	0
一般性转移支付收入	563,876	346,278
专项转移支付	311,590	238,173
（三）政府基金收入	1,408,049	1,077,299
其中：国有土地使用权出让收入	1,305,735	974,640
（四）预算外财政专户收入	83,419	140,281
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	2,890,861	2,257,139
财政支出		
（一）公共财政支出	1,352,479	1,013,590
（二）政府基金支出	1,393,105	1,326,832
（三）预算外支出	94,430	56,552
合计	2,840,014	2,396,974

资料来源：大兴区财政局

财政支出方面，2013年大兴区公共财政支出达到135.25亿元，较2012年增长33.43%，其中教育、农林水事务、城乡社区事务、社会保障和就业以及医疗卫生等刚性支出占比超过60%。整体来看，2013年大兴区地方综合财力相较于本年支出略有结余。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司营业收入主要来源于土地一级开发、供热供暖及物业管理等业务，营业收入总额较2012年下降63.24%，主要系土地一级开发收入下降较大所致；尽管公司综合毛利率由负转正，但整体盈利能力仍偏弱，公司营业收入及毛利率情况如下所示。

表5 2012-2013年公司营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	13,494.36	0.02%	51,999.82	4.56%
供热供暖	3,438.20	12.12%	1,756.22	-37.60%
物业管理	3,033.47	7.63%	1,105.09	-131.90%
主营业务小计	19,966.03	3.26%	54,863.88	0.47%
房屋租赁	268.17	-207.61%	264.97	-212.48%

其他	32.58	100.00%	-	-
其他业务小计	300.75	-174.29%	264.97	-212.48%
合计	20,266.78	0.63%	55,128.85	-0.56%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司土地出让面积较少，相关业务收入下滑较大，且盈利能力较弱；目前公司存量土地丰富，但土地开发收入的实现易受土地市场等因素影响而存在一定不稳定性

公司作为生物医药基地的土地开发和基础设施投资建设主体，主要从事医药基地内项目的招商引资、土地开发及道路等基础设施项目的投资建设。目前，公司主要的业务模式为：公司将道路等基础设施建成本全部计入土地一级开发成本中，同时对整理出的地块进行招商引资，待招商引资完成后，对相关地块通过大兴区土地储备中心进行挂牌出让，土地出让后，大兴区政府将土地出让收益可支配部分返还公司，公司依据出让土地的土地估价报告及成本测算报告由此确认土地一级开发收入，并结转相关成本。跟踪期内，公司共完成4个地块的开发出让，出让面积为253.02亩，均为工业用地，较2012年大幅下降，实现土地一级开发收入13,494.36万元，较2012年下降74.05%，主要系土地出让情况受当地土地出让政策与医药基地招商进度的影响所致。盈利方面，公司所开发的土地大多为工业用地，盈利能力较弱，2013年公司土地一级开发业务的毛利率仅为0.02%。

表6 2012-2013年公司土地一级开发情况

项 目	2013 年	2012 年
出让面积（亩）	253.02	1,243.83
其中：出让工业用地（亩）	253.02	1,191
土地一级开发收入（万元）	13,494.36	51,999.82

资料来源：公司提供

截至2013年末，生物医药基地内产业用地的开发已基本完成，目前公司拥有约3,000余亩的土地存货，生物医药基地内土地一级开发成本45.19亿元，未来有望为公司带来较大规模的业务收入，但盈利水平预计较差。

但值得关注的是，公司土地大部分是工业用地，从公司之前土地出让情况来看，盈利能力较弱。同时，土地出让进度及价格受用地需求、土地指标、土地交易市场及当地政府招商引资进度等因素影响，具有一定不稳定性，从而使未来公司土地开发收入的实现存在不稳定性。

供热供暖、物业管理及房屋租赁业务可拓宽公司收入来源，但盈利水平有限，随着未来业务规模的扩大，上述业务收入及盈利水平有望得到提升

公司负责生物医药基地内企业的供热与供暖业务。截至2013年末，公司热水锅炉8.4兆瓦，蒸汽110吨，供热能力95吨/小时，供热管网长度15公里，供热覆盖面积3.55平方公里，供热用户数目46家，均为工业用户。2013年12月25日之前，供热收费标准为每吨275元，2013年12月26日之后，收费标准上调至每吨313元。随着生物医药基地内入驻企业的增加，公司供热量逐年提高，2013年公司实际供热量为10吨，取得供热供暖业务收入3,438.20万元，较2012年增长95.77%；由于客户数量的提升，供热供暖业务单位成本有所下降，整体业务由亏转盈，毛利率为12.12%。

公司还负责生物医药基地内企业的物业管理，随着生物医药基地内入驻企业的不断增长，公司物业管理业务规模不断扩大，收入水平增长较快，2013年公司实现物业管理3,033.47万元，较2012年增长174.50%，同时由于客户数量增加所带来的规模效应，公司物业管理业务由亏转盈，2013年毛利率为7.63%。此外，公司还经营房屋租赁业务，2013年公司取得房屋租赁收入268.17万元，但该业务仍处于亏损状态。

未来公司计划在生物医药基地内建设标准厂房、孵化器等自持物业，用以扩大公司自身租赁与物业管理业务规模。2014年初，公司已取得一块约为30亩的土地，用以开展上述业务。未来随着自持物业的投入使用，预计公司租赁与物业管理业务收入及盈利水平将有所提高。

整体来看，目前供热供暖、物业管理及房屋租赁业务可拓宽公司收入来源，但盈利水平有限。随着未来业务规模的扩大，上述业务收入及盈利水平有望得到提升。

为保证生物医药基地基础设施项目的顺利实施及公司的可持续发展，跟踪期内大兴区政府在财政补贴等方面继续给予公司有力支持

跟踪期内，公司继续推进道路、管网工程建设，全年基础设施建设投入5亿元，宝参南路已具备通车条件，庆丰西路、扁鹊路、景弘大街开始路面施工，上述道路的建成通车，将提升园区的交通功能，改善投资环境。

目前，公司正在建设的有景弘大街道路及给排水管线工程、扁鹊路道路及给排水管线工程和规划一路、五路绿化工程，预计总投资2,941万元，截至2013年末已投资1,887万元，未来尚需投资1,054万元，全部工程预计2014年底前完成。

表7 截至2013年末公司重点在建项目情况¹（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资	预计工期
------	-------	-----	------	------

¹ 不包含本期债券募投项目大兴区北臧村镇居住及配套用地项目，该项目建设主体为北京联港置业有限公司，公司持股40%。

景弘大街道路及给排水管线工程	1,834	1,055	779	2013.04-2014.12
扁鹊路道路及给排水管线工程	836	669	167	2013.04-2014.12
规划一路、五路绿化工程	271	163	108	2013.09-2014.06
合计	2,941	1,887	1,054	-

资料来源：公司提供

由于公司主要从事土地开发、基础设施项目建设等公益性项目经营，盈利能力较差，为保证生物医药基地基础设施项目的顺利实施及公司的可持续发展，跟踪期内大兴区政府继续在财政补贴等方面给予公司有力支持。2013年公司共获得基础设施补助、道路补贴等各类政府补助9,786.77万元，提高了公司的盈利水平。

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中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2013年审计报告，公司会计报表按照新会计准则编制。2013年公司投资设立联港园林，并将其纳入合并报表范围。2013年公司对报表前期重大差错进行了更正。

财务综合分析

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，主要集中于土地开发成本等存货，整体资产流动性一般

截止2013年末，公司总资产为745,555.84万元，较2012年增长3.19%。从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，截止2013年末，流动资产占总资产的比重为91.80%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款与存货。截止2013年末，公司货币资金为27,058.60万元，全部为银行存款。公司应收账款主要为应收土地开发款与2011年度市政工程回购款，截至2013年末为89,642.10万元，较2012年末下降11.94%，占公司资产总额的比重为12.02%，其中规模较大的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“生物医药基地管委会”）52,198.58万元与应收北京市大兴区财政局31,172.20万元，上述款项账龄均为1-2年，公司对应收生物医药基地管委会未计提坏账准备。其他应收款主要为往来款，截至2013年末为67,306.10万元，占公司资产总额的比重为9.03%，

其中规模较大的为应收生物医药基地管委会35,350.95万元、应收北京大兴工业开发区开发经营总公司（以下简称“开发区总公司”）22,359.95万元与应收北京市大兴区财政局7,833.56万元，公司对应收生物医药基地管委会未计提坏账准备。整体来看，公司应收账款与其他应收款占公司总资产的比重达到21.05%，其中主要为应收生物医药基地管委会与北京市大兴区财政局等政府部门款项，该部分款项规模较大，回收速度受政府资金调剂的影响，存在一定不确定性。截至2013年末，公司存货为499,643.91万元，主要包括开发成本454,221.08万元与开发产品45,390.48万元，其中开发成本主要为生物医药基地内的土地开发，开发产品主要为罗奇营一期项目以及二期项目²的前期的开发投入。

表8 2012-2013年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	27,058.60	3.63%	40,569.31	5.61%
应收账款	89,642.10	12.02%	101,790.91	14.09%
其他应收款	67,306.10	9.03%	64,850.02	8.98%
存货	499,643.91	67.02%	457,581.12	63.33%
流动资产合计	684,388.46	91.80%	665,472.13	92.10%
长期股权投资	35,186.07	4.72%	33,822.89	4.68%
固定资产	9,703.24	1.30%	10,080.28	1.40%
在建工程	13,732.40	1.84%	11,248.35	1.56%
非流动资产合计	61,167.38	8.20%	57,047.33	7.90%
资产总计	745,555.84	100.00%	722,519.46	100.00%

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产与在建工程构成。长期股权投资主要是公司对北京联港置业有限公司（以下简称“联港置业”）的投资，联港置业注册资金8.5亿元，主要目的是推进罗奇营二期项目的建设，截至2013年末，公司对联港置业投资金额3.38亿元，持有联港置业40%股权。固定资产主要为房屋建筑物等。在建工程主要为北臧村学校工程和生物医药孵化器，其中北臧村学校工程已基本完工并投入使用，但尚未结算。

总体来看，跟踪期内公司资产小幅增长，主要集中于土地开发成本等存货，且应收账款与其他应收款规模较大，回收时间存在一定不确定性，整体资产流动性一般。

盈利能力

² 罗奇营二期项目即为本期债券募投项目。

跟踪期内，公司收入与利润均出现较大下滑，期间费用率快速增长，利润水平仍对政府补贴存在较大的依赖性

收入方面，跟踪期内公司收入水平出现较大幅度下滑，营业收入为20,266.78万元，较2012年下降63.24%，主要系土地开发业务收入规模大幅下降所致。截至2013年末，公司生物医药基地内土地开发成本为45.19亿元，预计将为公司带来较大规模的业务收入。但土地出让进度及价格具有一定不稳定性，从而使未来公司土地开发收入的实现存在不稳定性。此外，受生物医药基地内企业数量增加的推动，跟踪期内公司供热供暖与物业管理业务收入规模均实现较快增长。

盈利方面，受益于供热供暖与物业管理业务毛利率的上升，公司综合毛利率由负转正，但水平仍偏低。然而，公司期间费用率快速增长，主要系管理费用存在一定刚性，故2013年公司营业利润亏损额与2012年相差不大。补贴收入则继续对利润总额保持较高的贡献度，2013年公司获得政府补贴9,786.77万元，为公司利润总额的67.87倍。2013年公司利润总额仅为144.19万元，较2012年下降97.54%，下滑幅度较大。

表9 2012-2013年公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013年	2012年
营业收入	20,266.78	55,128.85
营业利润	-7,685.10	-7,928.01
补贴收入	9,786.77	15,358.29
利润总额	144.19	5,857.59
净利润	144.19	5,857.59
综合毛利率	0.63%	-0.56%
期间费用率	26.37%	10.40%

资料来源：公司提供

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流状况变差，现金及现金等价物有所减少

跟踪期内，公司经营活动现金流状况变差。受业务规模下降影响，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金为31,103.72万元，较2012年下降39.91%，然而公司购买商品、接收劳务支付的现金规模则较2012年增长33.97%。同时，公司收到与支付其他与经营活动有关的现金规模较大，该部分现金流主要由往来款及政府补贴构成，规模较大，发生时间存在一定的不确定性，从而使公司经营活动现金流量产生一定的波动性。

2013年公司投资活动现金净流出规模有所扩大，主要系购建固定资产、无形资产和其他

长期资产所支付的现金规模增长及投资北京大兴华夏村镇银行所致。2013年公司筹资活动表现为现金净流入，主要系发行本期债券使筹资活动现金流入规模增大所致。然而，受经营活动现金净流出规模较大的影响，公司现金及现金等价物有所减少。

表10 2012-2013年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2013年	2012年
经营活动现金流入	92,407.48	82,834.02
经营活动现金流出	110,589.39	75,265.26
经营活动产生的现金流量净额	-18,181.90	7,568.75
投资活动现金流入	114.42	739.64
投资活动现金流出	3,968.72	980.75
投资活动产生的现金流量净额	-3,854.31	-241.11
筹资活动现金流入	101,290.62	65,000.00
筹资活动现金流出	92,765.11	108,218.38
筹资活动产生的现金流量净额	8,525.50	-43,218.38
现金及现金等价物净增加额	-13,510.71	-35,890.74

资料来源：公司提供

资本结构和财务安全性

公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力

跟踪期内，公司负债规模继续保持增长，截至2013年末达到516,462.82万元，较2012年末增长4.64%，主要系发行本期债券所致，其中，非流动负债占负债总额的比重增长8.92个百分点至64.91%。截至2013年末，公司所有者权益为229,093.03万元，与2012年末基本持平。截至2013年末，公司产权比率为225.44%，所有者权益对负债的保障程度进一步下降。

表11 2012-2013年公司资本结构（单位：万元）

项目	2013年	2012年
负债合计	516,462.82	493,570.63
其中：流动负债	181,219.78	217,217.44
非流动负债	335,243.04	276,353.19
所有者权益合计	229,093.03	228,948.83
产权比率	225.44%	215.58%

资料来源：公司提供

公司流动负债主要由应付账款、预收款项、应付利息、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司应付账款主要为应付在建工程款，截止2013年末为5,909.47万元；预收款项主要为预收土地款，截至2013年末为31,104.89万元。公司应付利息规模较大，截至2013

年末为76,902.48万元,全部为分期付息到期还本的长期借款利息。其他应付款主要为往来款,截至2013年末为19,651.86万元,其中主要为应付北京市大兴城镇建设综合开发集团公司5,200万元、应付北京同仁堂健康药业股份有限公司2,000万元与应付华润医药控股有限公司2,000万元。截至2013年末,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,其中包括质押借款4,400万元和保证借款37,600万元。

表12 2012-2013年公司主要负债构成情况(单位:万元)

项目	2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比
应付账款	5,909.47	1.14%	4,058.48	0.82%
预收款项	31,104.89	6.02%	34,514.74	6.99%
应付利息	76,902.48	14.89%	63,710.29	12.91%
其他应付款	19,651.86	3.81%	30,527.01	6.18%
一年内到期的非流动负债	42,000.00	8.13%	78,815.96	15.97%
流动负债合计	181,219.78	35.09%	217,217.44	44.01%
长期借款	87,160.62	16.88%	103,900.00	21.05%
应付债券	61,691.01	11.94%	-	-
长期应付款	178,408.11	34.54%	165,592.15	33.55%
非流动负债合计	335,243.04	64.91%	276,353.19	55.99%
负债合计	516,462.82	100.00%	493,570.63	100.00%

资料来源:公司提供

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券与长期应付款构成。公司长期借款规模较大,截至2013年末为87,160.62万元,其中包括质押借款37,600万元和保证借款49,560.62万元。应付债券为本期债券。截至2013年末,公司长期应付款178,408.11万元,占公司负债总额的比重为34.54%,规模较大,其中主要包括应付担保方北京兴展国有资产经营公司(以下简称“兴展国资”)128,765.55万元与应付砖楼村、中藏村、北臧村等款项,其中应付兴展国资款项为长期借款,需公司承担还本付息。

随着公司负债规模的持续增长,2013年公司资产负债率上升至69.27%,总体水平较高。同时公司负债以有息负债为主,主要包含即将到期的长期借款等短期有息负债和长期借款、应付债券及长期应付款等长期有息负债,截至2013年末为369,259.74万元,规模较大,占公司负债总额的比重为71.50%。跟踪期内,受公司利润的大幅下滑影响,公司EBITDA较2012年下降79.13%,同时EBITDA利息保障倍数下滑较大,目前水平较低,整体而言,公司面临较大的偿债压力。

表13 2012-2013年公司偿债能力指标

项目	2013年	2012年
资产负债率	69.27%	68.31%
流动比率	3.78	3.06
速动比率	1.02	0.96
EBITDA (万元)	1,502.09	7,196.01
EBITDA 利息保障倍数	0.07	0.45

资料来源：公司提供

六、债券偿还保障分析

兴展国资提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能够进一步保障本期债券的偿还

1.担保条款

本期债券由兴展国资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、实现债权的费用和其他应支付的费用。兴展国资承担保证责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

2.担保人情况

跟踪期内，兴展国资注册资本仍是2.2亿元，未发生变更；控股股东仍为北京市大兴区财政局，持股比例100%；主营业务未发生变更。2013年，兴展国资实现主营业务收入293,970.85万元，较2012年下降10.23%，主营业务毛利率11.31%，较2012年增长7.57个百分点。

表14 2012-2013年兴展国资主营业务收入情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
土地一级开发	241,813.81	1.27%	197,021.46	0.85%
房屋销售	45,762.77	53.73%	123,383.39	3.61%
其他	6,394.27	87.44%	7,061.70	86.97%
主营业务合计	293,970.85	11.31%	327,466.54	3.75%

资料来源：兴展国资提供

2013年，兴展国资完成征地5,370亩，完成拆迁面积111万平方米，提供上市土地面积789亩，实现土地一级开发收入241,813.81万元，较2012年增长22.73%。在土地一级开发过程中，北京市土地整理储备中心根据合同约定的一级开发总成本支出的2%向兴展盛业支付收益，因此土地一级开发收入规模很大但毛利率很低。

目前，兴展国资主要在建项目包括土地一级开发和安置房建设项目，预计总投资145.26亿元，截至2013年末已投资62.41亿元，未来尚需投资82.85亿元，存在较大的资金压力。

表15 截至2013年末兴展国资主要在建项目（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资
庞各庄镇镇区改造土地一级开发项目	577,636.62	314,336.00	263,300.62
榆垓土地一级开发项目	538,502.00	136,307.00	402,195.00
青云店镇垓上产业园土地一级开发	55,000.00	13,082.00	41,918.00
庞各庄镇安置房项目	159,100.00	105,159.58	53,940.42
榆垓镇安置房项目	122,400.00	55,238.69	67,161.31
合计	1,452,638.62	624,123.27	828,515.35

资料来源：兴展国资提供

截至2013年12月31日，兴展国资总资产为3,443,385.94万元，股东权益为1,178,168.47万元，资产负债率为75.78%；2013年度实现营业收入296,591.99万元，利润总额47,545.83万元，经营活动产生的现金流量净额-100,482.67万元。

表16 2012-2013年兴展国资主要财务指标

项目	2013年	2012年
资产总计（万元）	3,443,385.94	3,160,705.15
股东权益（万元）	1,178,168.47	1,066,881.99
资产负债率	65.78%	66.25%
流动比率	2.17	3.40
营业收入（万元）	296,591.99	328,969.62
营业利润（万元）	25,716.80	-6,525.09
补贴收入（万元）	23,015.95	62,680.24
利润总额（万元）	47,545.83	54,917.27
综合毛利率	11.98%	4.07%
经营活动现金流净额（万元）	-100,482.67	-199,345.66

资料来源：兴展国资提供

总体来看，跟踪期内兴展国资未发生影响其担保效力的重大变化，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能够进一步保障本期债券的偿还。

七、或有事项

截至2014年4月末，公司共为北京联港置业有限公司与兴展国资等公司提供4.88亿元的担保，担保总额占公司2013年末净资产的比重为21.30%，面临一定的或有负债风险。

八、评级结论

跟踪期内，大兴区经济继续保持稳定增长，财政实力稳步增强；公司继续在财政补贴等

方面得到大兴区政府的有力支持；担保方兴展国资未发生影响其担保效力的重大变化，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能够进一步保障本期债券的偿还。

同时值得关注的是，大兴区财政收入对上级补助存在一定的依赖性，且国有土地使用权出让金收入易受政策与土地市场等影响，未来存在一定不确定性；公司资产主要集中于土地开发成本等存货，且应收账款与其他应收款规模较大，应收单位主要是当地政府机构，回收速度易受政府资金调剂的影响，存在一定不确定性，整体资产流动性一般；受土地出让面积减少影响，公司土地一级开发收入下滑较大，且盈利能力较弱，导致公司收入与利润均出现较大下滑，未来该项业务收入的实现易受土地市场等因素影响而存在一定不稳定性，同时，公司期间费用率快速增长，利润水平仍对政府补贴存在较大的依赖性；公司经营活动现金流状况变差，现金及现金等价物有所减少，有息债务规模较大，面临较大的偿债压力；公司对外担保金额较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，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（万元）

项目	2013年	2012年
流动资产：		
货币资金	27,058.60	40,569.31
应收账款	89,642.10	101,790.91
预付款项	647.72	590.73
应收股利	90.04	90.04
其他应收款	67,306.10	64,850.02
存货	499,643.91	457,581.12
流动资产合计	684,388.46	665,472.13
非流动资产：		
长期股权投资	35,186.07	33,822.89
固定资产原值	25,638.71	25,714.20
减：累计折旧	15,935.47	15,633.91
固定资产净值	9,703.24	10,080.28
固定资产净额	9,703.24	10,080.28
在建工程	13,732.40	11,248.35
无形资产	1,376.53	1,408.49
长期待摊费用	1,160.01	478.19
其他非流动资产	9.13	9.13
非流动资产合计	61,167.38	57,047.33
资产总计	745,555.84	722,519.46
流动负债：		
应付账款	5,909.47	4,058.48
预收款项	31,104.89	34,514.74
应付职工薪酬	364.90	297.78
应交税费	5,286.19	5,226.31
其中：应交税金	5,135.56	5,077.69
应付利息	76,902.48	63,710.29
其他应付款	19,651.86	30,527.01
一年内到期的非流动负债	42,000.00	78,815.96
其他流动负债	-	66.88
流动负债合计	181,219.78	217,217.44
非流动负债：		
长期借款	87,160.62	103,900.00
应付债券	61,691.01	-
长期应付款	178,408.11	165,592.15
专项应付款	7,983.30	6,861.04

非流动负债合计	335,243.04	276,353.19
负 债 合 计	516,462.82	493,570.63
所有者权益（或股东权益）：		
实收资本	50,000.00	50,000.00
实收资本（或股本）净额	50,000.00	50,000.00
资本公积	160,572.12	160,572.12
盈余公积	2,201.37	2,201.37
未分配利润	16,264.32	16,149.82
归属于母公司所有者权益合计	229,037.81	228,923.31
少数股东权益	55.22	25.52
所有者权益合计	229,093.03	228,948.83
负债和所有者权益总计	745,555.84	722,519.46

附录二 合并利润表（万元）

项目	2013年	2012年
一、营业总收入	20,266.78	55,128.85
其中：营业收入	20,266.78	55,128.85
其中：主营业务收入	19,966.03	54,863.88
其他业务收入	300.75	264.97
二、营业总成本	28,002.56	63,059.84
其中：营业成本	20,139.78	55,436.24
其中：主营业务成本	19,314.84	54,608.26
其他业务成本	824.94	827.97
营业税金及附加	207.60	-41.36
销售费用	421.91	456.51
管理费用	5,321.44	5,804.05
财务费用	-398.95	-524.89
资产减值损失	2,310.77	1,929.30
加：投资收益（损失以“-”号填列）	50.68	2.99
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	50.68	2.99
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-7,685.10	-7,928.01
加：营业外收入	9,786.77	15,829.47
其中：非流动资产处置利得	-	2.95
政府补助	9,786.77	15,358.29
减：营业外支出	1,957.48	2,043.87
其中：非流动资产处置损失	541.25	13.08
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	144.19	5,857.59
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	144.19	5,857.59
归属于母公司所有者的净利润	114.50	5,766.82
少数股东损益	29.70	90.77

附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：		
销售商品、提供劳务收到的现金	31,103.72	51,763.46
收到其他与经营活动有关的现金	61,303.76	31,070.56
经营活动现金流入小计	92,407.48	82,834.02
购买商品、接收劳务支付的现金	35,544.42	26,531.07
支付给职工以及为职工支付的现金	4,850.96	4,397.88
支付的各项税费	463.36	505.33
支付其他与经营活动有关的现金	69,730.65	43,830.98
经营活动现金流出小计	110,589.39	75,265.26
经营活动产生的现金流量净额	-18,181.90	7,568.75
二、投资活动产生的现金流量：		
收回投资收到的现金	-	738.74
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	81.45	0.90
收到其他与投资活动有关的现金	32.97	-
投资活动现金流入小计	114.42	739.64
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	2,656.22	980.75
投资支付的现金	1,312.50	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	0.01
投资活动现金流出小计	3,968.72	980.75
投资活动产生的现金流量净额	-3,854.31	-241.11
三、筹资活动产生的现金流量：		
取得借款所收到的现金	41,290.62	65,000.00
发行债券收到的现金	60,000.00	-
筹资活动现金流入小计	101,290.62	65,000.00
偿还债务所支付的现金	82,030.00	96,084.04
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	10,735.11	12,134.34
筹资活动现金流出小计	92,765.11	108,218.38
筹资活动产生的现金流量净额	8,525.50	-43,218.38
四、现金及现金等价物净增加额	-13,510.71	-35,890.74
加：期初现金及现金等价物余额	40,569.31	76,460.05
五、期末现金及现金等价物余额	27,058.60	40,569.31

附录三-2 现金流量表补充资料（万元）

项目	2013年	2012年
净利润	144.19	5,857.59
加：资产减值准备	2,310.77	1,929.30
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,267.23	1,250.71
无形资产摊销	34.19	33.83
长期待摊费用摊销	56.48	53.87
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）	541.25	10.13
投资损失（收益以“-”号填列）	-50.68	-2.99
存货的减少（增加以“-”号填列）	-42,062.79	13,828.57
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	10,030.65	-48,102.58
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	9,546.81	32,710.32
经营活动产生的现金流量净额	-18,181.90	7,568.75

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	流动资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2]$
	存货周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率 (次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2]$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构 及财务安 全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。