

银川高新技术产业开发区总公司

2019 年企业债券 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： 

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【346】号 01

分析师

姓名：
陈洪 林心平

电话：
0755-82872028

邮箱：
chenhong@cspengyuan.com

评级日期：
2019 年 7 月 12 日

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

银川高新技术产业开发区总公司 2019 年企业债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行规模：不超过 7 亿元

债券期限：7 年

担保主体：西部（银川）担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，债券存续期的第 3-7 年末每年偿还债券发行总额的 20%

发行主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

增信方式：保证担保

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”）对银川高新技术产业开发区总公司（以下简称“银川高新”或“公司”）本次拟公开发行总额不超过 7 亿元企业债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司作为银川经济技术开发区（以下简称“经开区”）投融资平台之一，代建收入具有较好持续性，且公司获得外部支持力度较大，同时西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的信用水平；但中证鹏元也关注到公司资产流动性较弱；主要在建项目尚需投资较多，存在较大的资金支出压力和一定或有负债等风险因素。

正面：

- 公司代建收入具有较好持续性。公司主要承担经开区内的基础设施建设、国有资产经营等任务，截至 2018 年末，公司代建项目总投资 31.69 亿元，业务量较为充足，未来仍可取得较好的代建收入。
- 公司获得的外部支持力度较大。2016-2018 年公司收到政府补助合计 2.16 亿元，2017-2018 年股东银川经济技术开发区管理委员会（以下简称“经开区管委会”）对公司分别增加资本性投入 1.83 亿元、6.80 亿元，增强了公司的资本实力和盈利能力。
- 第三方保证担保有效提升了本期债券的信用水平。西部担保为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，经中证鹏元综合评定，西部担保主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。

关注:

- 公司资产以道路、厂房等开发产品为主，资产流动性较弱。2018 年末公司存货中开发产品为 49.01 亿元，占总资产的 66.94%，开发产品以道路、厂房等为主，变现能力不佳，资产流动性较弱。
- 公司主要在建项目尚需投资较多，存在较大的资金支出压力。截至 2018 年末公司主要在建项目（包括本期债券募投项目）合计尚需投资 28.48 亿元，公司存在较大的资金支出压力。
- 公司对外担保存在一定的或有负债风险。截至 2018 年 12 月 31 日，公司对外担保合计为 8,563.75 万元，占 2018 年末净资产的 2.64%，对外担保对象均为民营企业，且均未设置反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	732,191.79	641,383.57	589,459.56
所有者权益	324,534.01	249,335.44	226,031.30
有息债务	75,798.02	120,916.15	116,481.92
资产负债率	55.68%	61.13%	61.65%
流动比率	2.10	2.15	2.11
营业总收入	45,608.29	56,107.48	3,032.62
其他收益	9,766.26	5,067.06	6,741.95
利润总额	7,969.60	5,601.94	3,732.02
综合毛利率	14.58%	12.97%	74.90%
EBITDA	8,900.68	6,533.58	4,456.72
EBITDA 利息保障倍数	1.62	0.81	0.65
经营活动现金流净额	7,953.51	-34,333.08	-29,975.02

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

西部担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	678,844.92	592,515.54	459,529.42
所有者权益	513,082.61	439,076.36	424,429.95
期末在保责任余额	-	596,841.73	804,850.00
其中：融资性担保责任余额	-	375,841.73	371,850.00
担保风险准备金	-	17,617.04	12,617.16
融资担保放大倍数	-	0.86	0.88
当期担保代偿率	-	0.44%	0.00%

注：“-”表示该数据尚未取得。

资料来源：西部担保 2016-2018 年审计报告及西部担保提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司于1994年6月经银川高新技术产业开发区指挥部批准成立，是由银川高新技术产业开发区管理委员会出资设立的全民所有制企业，注册资本为4,205.00万元。2009年12月，银川高新技术产业开发区管理委员会将其持有的公司100%股权无偿划转至经开区管委会。截至2018年12月底，公司注册资本及实收资本均为4,205.00万元，公司控股股东和实际控制人均为经开区管委会，控股股东持股比例为100%。

公司作为经开区管委会下属的国有独资公司之一，主要承担经开区的基础设施建设、厂房及仓库建设、资产经营与租赁等业务。截至2018年底，公司纳入财务报表合并范围内的子公司6家。

表1 截至 2018 年底公司合并范围内子公司情况（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	主营业务
银川经济技术开发区建设开发有限公司	15,000	100%	土地开发、基建
银川高新区投资有限公司	5,000	100%	产业投资、咨询
宁夏高新软件动漫发展有限公司	3,000	100%	动漫投资、软件销售
银川经济技术开发区物业服务中心	50	100%	物业服务
宁夏融通智慧物联产业投资有限公司	60,000	100%	房地产开发、销售
宁夏蓝山高新科技开发有限公司	3,000	100%	软件开发

资料来源：公司提供

二、本期债券概况

债券名称：2019年银川高新技术产业开发区总公司企业债券；

发行总额：不超过7亿元；

债券期限和利率：本期债券期限为7年，采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年偿还债券发行总额的20%，当期利息随本金一起支付；

增信方式：西部担保为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过7亿元，其中4.2亿元用于银川高新技术产业基地项目，

2.8亿元用于补充公司营运资金。

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	总投资规模	拟使用募集资金	募集资金占总投资比例
银川高新技术产业基地项目	138,958.38	42,000.00	30.22%
补充营运资金	-	28,000.00	-
合计	138,958.38	70,000.00	-

资料来源：公司提供

银川高新技术产业基地项目用地约609亩，总建筑面积44.29万平方米，分为A、B、C三个区块，A区位于同心南路和六盘山西路交叉口西南角，B区位于宝湖西路和宏图南路交叉口西南角，C区位于良田渠街西侧；各个场地内标准厂房采用单层和多层钢结构厂房，配套标准化生产设施、配套仓储、生活用房等。目前项目已获批复如表3所示。

表3 募投项目已获批复情况

文件名称	文件编号	审批单位
备案通知	宁银开发备案【2017】80号	银川经济技术开发区管理委员会经济贸易发展局
节能审查备案表	-	银川经济技术开发区管理委员会经济贸易发展局
银川经济技术开发区规划和土地局关于银川高新技术产业基地项目选址的意见	银开规土发【2017】21号	银川经济技术开发区规划和土地局
银川经济技术开发区规划和土地局关于银川高新技术产业基地项目用地的审查意见	银开规土发【2017】22号	银川经济技术开发区规划和土地局
关于《银川高新技术产业基地项目社会稳定风险评估报告》的审查意见	银开党政办发【2018】60号	银川经济技术开发区管理委员会党政办公室
建设项目环境影响登记表备案回执	201864010600000206	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

该项目总投资估算138,958.38万元，其中工程费用98,260.43万元，工程建设其他费用6,453.27万元，预备费10,471.37万元，征地费11,762.64万元。该项目规划建设期两年，于2018年4月开工，截至2018年末，项目已完成前期准备、土地平整、七通一平、勘察设计等工作，并开始土建工程施工，项目已投资金额约14,455.60万元。

募投项目建成后将由公司负责运营。根据宁夏建筑设计研究院有限公司出具的《银川高新技术产业基地项目可行性研究报告》，该项目运营期28年，建成后收入来源包括车间销售以及车间、仓库、办公楼等建筑的出租和物业服务。

该项目销售部分包括区域C的普通生产车间及区域A的精工车间，可售面积分别为79,681.24平方米、75,889.00平方米，从运营期第1年开始销售，按照可销售面积的25%、

20%、20%、20%、15%的比例5年内销售完毕。预计精工车间初始销售单价为3,200元/平方米，普通生产车间初始销售单价3,000元/平方米，之后销售价格均每两年按照2%上浮，运营期第1-5年该项目销售收入合计48,863.50万元。

该项目出租收入来源于生产车间、仓库、办公楼、员工宿舍及停车位的租赁运营，其中可用于出租生产车间274,107.52平方米，仓库约602.40平方米，配建办公楼7,992.22平方米，员工宿舍4,638.45平方米，配套建设停车位合计1,300个。预计运营期第1年生产车间出租价格为20元/m²/月，仓库出租价格为15元/m²/月，办公楼出租价格为30元/m²/月，员工宿舍出租价格为28元/m²/月，之后出租价格按照每两年3%上浮（上浮最高不超过30%）；停车位定价为100元/月/个，且运营期内保持不变。项目建成后，运营期第1年租赁比为40%，运营期第2年上涨至45%，第3年上涨至55%，以此类推以后每年出租率按照10%提高，直至第九年出租率为90%，停车负荷率与项目出租率保持一致。根据以上假设测算，运营期第1-5年该项目出租收入合计20,698.86万元，物业服务收入合计7,032.84万元。

综上，募投项目建设成后，在运营期第1-5年可产生营业收入合计76,595.20万元。

表4 募投项目运营期第 1-5 年收入测算表（单位：平方米、万元）

项目		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	合计
区域 A 精工车间	销售面积	18,972.25	15,177.80	15,177.80	15,177.80	11,383.35	75,889.00
	销售收入	6,071.12	4,856.90	4,954.03	4,954.03	3,788.38	24,624.46
区域 C 生产车间	销售面积	19,920.31	15,936.25	15,936.25	15,936.25	11,952.19	79,681.24
	销售收入	5,976.09	4,780.87	4,876.49	4,876.49	3,729.08	24,239.03
一、销售收入小计		12,047.21	9,637.77	9,830.53	9,830.53	7,517.46	48,863.50
区域 B	生产车间	204.55	230.12	289.70	342.37	406.55	1,473.29
	仓库	4.34	4.88	6.14	7.26	8.62	31.24
	停车位	14.40	16.20	19.80	23.40	27.00	100.80
	小计	223.29	251.20	315.64	373.03	442.17	1,605.33
区域 A	宿舍楼	62.34	70.13	88.29	104.34	123.90	449.01
	办公楼	115.09	129.47	162.99	192.63	228.74	828.92
	停车位	19.20	21.60	26.40	31.20	36.00	134.40
	小计	196.63	221.21	277.68	328.17	388.64	1,412.33
区域 C	生产车间	2,426.88	2,730.24	3,437.07	4,061.99	4,823.42	17,479.60
	停车位	28.80	32.40	39.60	46.80	54.00	201.60
	小计	2,455.68	2,762.64	3,476.67	4,108.79	4,877.42	17,681.20
出租率		0.40	0.45	0.55	0.65	0.75	-
二、出租收入小计		2,875.60	3,235.05	4,069.99	4,809.99	5,708.23	20,698.86
三、物业收入		830.68	1,076.27	1,399.45	1,722.63	2,003.81	7,032.84
合计		15,753.49	13,949.09	15,299.97	16,363.15	15,229.50	76,595.20

资料来源：《银川高新技术产业开发区项目可行性研究报告》，中证鹏元整理

中证鹏元关注到，本期债券募投项目投资规模较大、建设周期较长，如果建设资金不能及时到位或者其他因素导致项目施工进度缓慢，则有可能对项目的按期运营、实现收益产生不利影响；同时，本期债券募投项目收入主要来源于车间的出售和车间及配套设施的出租等，若市场需求不足可能会导致车间及配套设施出售、出租价格下滑以及出售、出租情况不及预期的风险。

四、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，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国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。2016-2018 年，我国国内生产总值(GDP)从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，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积

极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。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。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

2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关

于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号),严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7月,中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号),限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运动,鼓励发展直接融资。

2017年至2018年上半年,随着城投行业监管政策密集发布,国家对城投公司的监管日趋严格,主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能,削弱地方政府对城投公司的支持力度,限制城投公司融资能力并约束其融资行为,推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月,财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号),重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司,不得为融资平台公司提供各种形式的担保,并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月,财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号),严格规范政府购买服务,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资,要求切实做好政府购买服务信息公开,杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年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。

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 5 近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
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327 号）	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016 年 2 月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016 年 7 月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92 号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
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 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 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

近年银川市经济总量保持增长, 但增速略有下滑

银川市位于宁夏平原中部, 是宁夏回族自治区首府, 西北地区重要的中心城市。截至 2018 年末, 银川市行政区划面积达到 9,025.38 平方公里, 建成区面积 166.84 平方公里, 下辖兴庆区、金凤区、西夏区、永宁县、贺兰县和灵武市, 常住人口达 225.06 万人, 其中回族人口 58.26 万人, 占总人口的比重为 25.9%。

银川是全国 17 个区域性物流节点城市之一, 区域交通便利, 7 条国道、4 条省道穿越全境; 银川机场现已开通银川至迪拜等 10 条国际和地区航线、61 条国内航线; 银西高铁、包银高铁也已开工建设。银川土地肥沃, 灌溉条件便利, 素有“塞上江南”之称, 全市耕地保有量达 214 万亩, 湖泊湿地面积 5.31 万公顷, 其中水产养殖面积 0.75 万公顷。此外, 银川拥有镇北堡西部影视城、水洞沟 2 个国家 5A 级旅游景区, 是中国优秀旅游城市之一。

近年银川市以发展轻纺工业为主, 机械、化工、建材工业等协调发展。2016-2018 年银川市规模以上工业增加值增速分别为 8.5%、8.5% 和 7.5%; 其中 2018 年电力、热力的生产和供应业增加值比上年增长 32.9%, 石油加工、炼焦业增加值增长 16.4%, 化学原料及化学制品制造业增长 22.3%。投资方面, 2018 年全社会固定资产投资比上年下降 21.9%, 其中, 基本建设投资下降 27.2%。

银川市主要少数民族为回族, 在加强与阿拉伯国家及世界穆斯林地区文化经贸合

作方面具有得天独厚的优势。目前银川已成为中国与阿拉伯国家及穆斯林地区经贸合作、文化交流的桥头堡，2016-2018年银川市进出口总额分别为24.90亿美元、270.62亿元和168.83亿元。零售方面，2016-2018年银川市社会消费品零售总额分别为514.19亿元、562.31亿元和552.73亿元，分别同比增长7.7%、9.4%和4.8%，保持增长态势。

近年银川市经济总量保持增长，但增速略有下滑。2016-2018年银川市地区生产总值分别为1,617.28亿元、1,803.17亿元和1,901.48亿元，分别同比增长8.1%、8.0%和7.2%；其中2018年第一产业实现增加值67.31亿元，同比增长3.6%；第二产业实现增加值867.33亿元，同比增长5.5%；第三产业实现增加值966.84亿元，同比增长9.2%。三次产业结构由2017年的3.4:50.4:46.2调整为2018年的3.6:45.6:50.8，第三产业占比有所提升，并以第三产业为主。按常住人口计算，2018年银川市人均地区生产总值8.50万元，是全国人均GDP的131.43%。

表6 2016-2018年银川市经济发展概况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,901.48	7.2%	1,803.17	8.0%	1,617.28	8.1%
第一产业增加值	67.31	3.6%	61.38	4.2%	58.61	4.3%
第二产业增加值	867.33	5.5%	908.60	6.5%	825.46	6.6%
第三产业增加值	966.84	9.2%	833.18	10.1%	733.21	10.3%
规模以上工业增加值	-	7.5%	-	8.5%	533.06	8.5%
全年固定资产投资	-	-21.9%	1,719.05	1.4%	1,723.31	11.8%
社会消费品零售总额	552.73	4.8%	562.31	9.4%	514.19	7.7%
进出口总额	168.83	37.6%	270.62	65.6%	24.90	-18.0%
存款余额	3,704.56	3.3%	3,587.23	7.3%	3,343.40	9.7%
贷款余额	4,797.87	7.6%	4,460.31	9.4%	4,076.57	11.6%
人均GDP（元）	84,964		81,656		74,269	
人均GDP/全国人均GDP	131.43%		136.87%		137.59%	

注：2016年进出口总额以亿美元为单位。

资料来源：2016-2018年银川市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018年银川市实现公共财政收入181.17亿元，同比增长8.0%，其中税收收入118.23亿元，占公共财政收入比重65.3%；同期银川市公共财政支出为370.80亿元，同比增长8.5%，财政自给率为48.86%。

2018年经开区经济运行呈现高位平稳运行

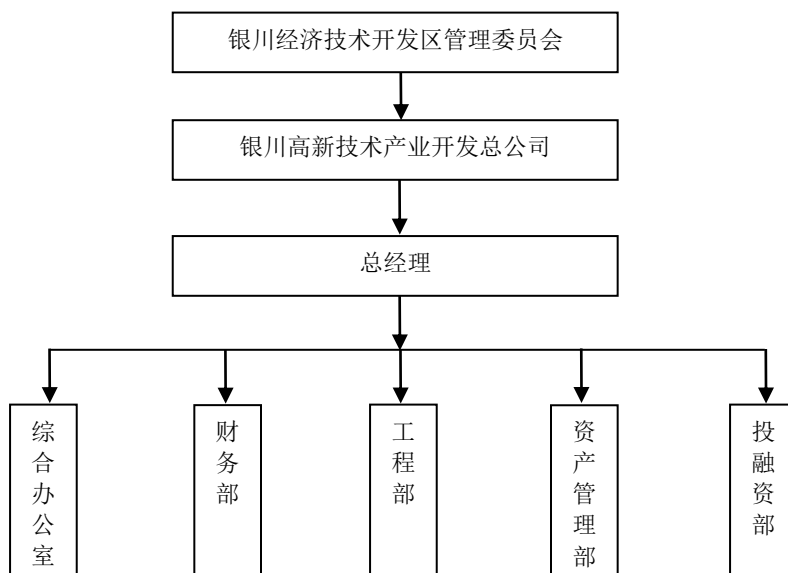
根据银川经济技术开发区管委会2018年财政预算执行情况和2019年财政预算安排，2018年前三季度，经开区实现工业总产值234.67亿元，同比增长21%；规模以上工业增加值48.48亿元，同比增长17.4%；完成固定资产投资67.3亿元，同比增长19.3%。

全年预计完成规模以上工业总产值340亿元，同比增长15%；规模以上工业增加值同比增长10%；完成固定资产投资86亿元，同比增长30%；根据银川经济技术开发区管委会2018年财政预算执行情况和2019年财政预算安排，2018年经开区完成本级一般公共预算收入14.00亿元，同比增长22.7%，其中税收收入12.74亿元，占公共财政收入比重91.00%，同期一般公共预算支出17.16亿元，同比增长47%，财政自给率为81.59%。

五、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国全民所有制企业法》及现代企业制度要求建设了自身治理结构。银川经济技术开发区管理委员会为公司唯一出资人，按照投入公司的资本额享有所有者的资本受益、重大决策和选择管理者的权利，并享有对公司合并、分立、变更公司形式，解散和清算等事项做出决定，修改公司章程等权利。公司实行总经理负责制，总理由出资人委任，总经理行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。公司根据业务特点和需要共设财务部、投融资部、工程部、资产管理部和综合办公室5个部室，组织结构如图1所示。

图1 截至2018年底公司组织结构



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司作为经开区内的投融资平台和国有资产运营主体之一，主要承担经开区的基础设施建设、厂房及仓库建设、资产经营与租赁等业务。2016-2018 年公司分别实现营业收入总收入 3,032.62 万元、56,107.48 万元和 45,608.29 万元，近年营业总收入波动较大，2018 年收入同比下降主要系当年确认较少工程建设收入所致。毛利率方面，2016 年公司综合毛利率较高主要是租赁收入占比较高所致，2017-2018 年工程建设收入占比较高使得综合毛利率较低。

表 7 2016-2018 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	40,155.45	9.91%	51,943.56	9.91%	0.00	0.00%
项目转让收入	1,009.73	27.70%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
租赁收入	3,313.56	74.32%	3,088.24	90.85%	2,419.19	88.28%
物业收入	586.61	4.68%	443.88	-106.61%	236.47	10.26%
其他	542.95	-18.18%	631.79	-31.73%	376.96	29.58%
合计	45,608.29	14.58%	56,107.48	12.97%	3,032.62	74.90%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

近年公司工程建设收入波动较大，但持续性较好，需关注在建项目尚需投资带来的较大资金支出压力

公司作为经开区的重要基础设施建设主体，承担着一一定的工程项目建设任务。公司承担的工程项目分为代建项目和自建项目两类，代建项目未来通过政府回购实现收益，自建项目通过出租或出售实现收益，上述两类收入均确认为工程建设收入。根据公司和经开区管委会2013年11月签订的《委托代建协议》，公司及其子公司对经开区范围内部分基础设施、保障性住房等工程项目进行投资建设，项目验收合格后由经开区管委会接管，并向公司支付委托建设费用，委托建设费包括项目总投资以及按项目总投资4%-15%计收的代建费。公司分别按照项目总投资和委托建设费分别确认工程建设成本和工程代建收入。

2016年公司未确认工程代建收入，2017-2018年分别确认工程代建收入51,943.56万元、40,155.45万元。由于经开区管委会支付款项回款金额每年有所波动，2016-2018年公司收现比波动较大，2018年收到回款较多，收现比与2017年相比提升至1.38。毛利率方面，2017年公司结算的代建项目均按照11%加计代建费，故当年工程建设业务毛利率为9.91%。

表8 2017-2018年公司工程建设收入明细情况（单位：万元）

年份	项目名称	结算收入	结算成本
----	------	------	------

2018 年	同安小区一期安置房	29,068.63	26,187.96
	同心南街	3,304.61	2,977.13
	济民东路	3,009.15	2,710.94
	开元西路	1,867.48	1,682.41
	开元东路	1,616.20	1,456.04
	银川文昌双湖生态治理工程建设项目	607.89	547.65
	中小企业创业基地老机床厂改造项目	142.95	128.79
	宁夏佳晶蓝宝石项目厂房改造工程	131.41	118.38
	银川高新技术产业开发区中心商务区修建性详细规划项目	93.64	84.36
	银川经济技术开发区管委会80#85#90#别墅太阳能示范工程	76.22	68.67
	原西夏区市容局垃圾清理填埋工程	72.55	65.36
	康师傅饮品有限公司10KV箱变工程	49.12	44.25
	银川经济技术开发区一区2008年春季绿化改造工程	44.06	39.69
	创新园道路等零星维修工程	41.75	37.61
	宁夏银宇航空产业基地项目奠基场地平整工程	29.79	26.84
	合计	40,155.45	36,176.08
2017 年	宁东工业园1号路（银青辅道-东任公路）给水污水工程	3,371.59	3,037.47
	宁东工业园区5号路二标段（K2+300—K3+250段）道路、给水、污水工程	2,676.58	2,411.33
	开发区西区道路改造提升工程二标段	2,204.19	1,985.76
	宁东工业园区1号路一标段（K0+000—K1+300段）道路、给水、污水工程	2,073.54	1,868.05
	宁东工业园区3号路二标段（K1+300—K2+711.052段）道路、给水、污水工程	2,062.77	1,858.35
	宁东工业园区5号路三标段（K3+250—K5+181.5段）道路、给水、污水工程	2,049.76	1,846.63
	开发区长城路穿越包兰线立交桥道路及给排水工程（丽子园街-通达南街）二标段	1,940.17	1,747.90
	开发区发祥西路道路及给排水工程	1,799.70	1,621.35
	六盘山路（规划二号路-宏图南街）道路及给排水工程	1,787.41	1,610.28
	宁东工业园区7号路一标段（K3+250—K5+181.7段）道路、给水、污水工程	1,631.73	1,470.02
	宁东工业园区7号路二标段（K2+650—K3+650段）道路、给水、污水及七号路三道沟桥工程	1,624.38	1,463.40
	开发区宁朔南街道路工程	1,318.67	1,187.99
	开发区文昌南街（扩建）道路及给排水工程	1,258.71	1,133.97
	六盘山铁路以东道路及给排水工程	1,201.60	1,082.52
	开发区宏图南街道路及给排水工程	1,127.05	1,015.36
	六盘山路（扩建）铁路以西道路及给排水工程	1,124.60	1,013.15
	开发区开元西路（宏图南街-银巴路）道路及给排水工程	1,081.07	973.94
	开发区市政道路及给排水工程一标段规划二号路（银巴路—	1,001.40	902.16

宝湖西路)工程		
其他	20,608.67	18,566.37
合计	51,943.56	46,796.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年底，公司主要在建的代建项目有道路项目、银川经济技术开发区晶体材料产业发展基地项目、生命健康产业园及同安小区项目等，总投资为31.69亿元，已投资22.62亿元，公司未来仍能取得较好的代建收入。

表 9 2018 年底公司主要在建的代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
道路项目	9.21	8.35	0.86
银川经济技术开发区晶体材料产业发展基地项目	8.39	4.19	4.20
生命健康产业园	4.30	2.93	1.37
同安小区项目	3.80	2.40	1.40
舜天嘉园项目	2.40	1.56	0.84
绿化工程项目	2.11	1.99	0.12
银川经济技术开发区半导体材料生产基地项目	1.48	1.20	0.28
合计	31.69	22.62	9.07

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司主要在建的自建项目有智慧物联科技产业基地项目、进出口加工基地项目、三创工厂及科技孵化基地A1-2号楼项目等，总投资为38.44亿元，已投资19.03亿元。

截至2018年底，包括代建项目及本期募投项目在内的自建项目，公司主要在建项目计划总投资70.13亿元，已投资41.65亿元，合计尚需投资28.48亿元，公司存在较大的资金支出压力。

表 10 2018 年底公司主要在建自建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
银川高新技术产业基地项目	13.90	1.45	12.45
智慧物联科技产业基地项目	5.20	5.12	0.08
进出口加工基地项目	4.00	2.42	1.58
三创工厂	3.95	2.73	1.22
科技孵化基地 A1-2 号楼项目	3.45	2.93	0.52
涝池组安置区	2.90	0.99	1.91
银川经济技术开发区蓝山科技孵化基地 C1-1 楼	2.64	2.23	0.41
隆基硅 500MW 单晶硅项目	2.40	1.16	1.24

合计	38.44	19.03	19.41
----	-------	-------	-------

资料来源：公司提供

公司收入较为多元化，租赁收入增长较快且具有较好持续性，物业服务等收入是公司收入的有益补充

公司出租业务主要是公司将自建工业厂房、办公楼出租给企业，通过收取租金获得一定的收入。近年随着公司自建厂房、办公楼的逐步完工以及经开区内入驻企业的增加，公司可出租面积逐年上升。截至 2018 年末，公司厂房等可出租面积、实际出租面积分别为 80.25 万平方米、63.04 万平方米，实际出租面积较上年有所减少，原因系公司 2018 年出售一栋楼盘，但由于通过诉讼追缴以前年度拖欠的租金，使得租赁收入有所上升。2016-2018 年出租率分别为 71.77%、72.45% 和 78.56%，呈逐年增长态势。

为了扶持企业发展，同时吸引更多的中小企业入驻经开区，公司在经开区管委会的指导下对入驻企业提供一定租金优惠措施，一般在企业初始入驻时给予一定的免租期，后期随着企业的发展进而减半或者全额收取租金。

2016-2018 年公司分别取得租赁收入 2,419.19 万元、3,088.24 万元和 3,313.56 万元，年复合增长率达到 17.03%，增长较为迅速但规模依然不大。未来随着经开区入驻企业的增多和免租期的到期，预计公司的租赁业务收入能够取得稳定增长。

表 11 2016-2018 年公司租赁收入情况（单位：万元，万平方米）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
租赁收入	3,313.56	3,088.24	2,419.19
可出租面积	80.25	93.21	77.07
实际出租面积	63.04	67.54	55.31
出租率	78.56%	72.45%	71.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司物业服务由下属子公司银川经济技术开发区物业服务中心负责，主要服务对象为厂房、办公楼内的入驻企业。2016-2018 年公司分别实现物业收入 236.47 万元、443.88 万元和 586.61 万元。公司其他收入主要是供暖、制冷收入。整体来看，物业服务收入等是公司收入的有益补充。此外，2018 年新增项目转让收入，主要系公司将西夏区宝湖西路和西夏区宏图南街以西，宝湖西路以北土地及地上附着物转让给宁夏巨源新材料科技有限公司。

近年公司获得的外部支持力度较大

作为经开区内重要的基础设施建设主体之一，近年经开区管委会在资产注入、政府补助等方面给予公司较大的支持力度。

根据银开管发【2017】109号文，2017年经开区管委会对公司增加资本性投入1.83

亿元，公司将其全部计入资本公积。根据银开管发（2013）44号文，2014-2021年期间经开区管委会对公司实施银川经济技术开发区厂房及配套设施建设项目给予专项财政补贴，财政补贴标准如下：（1）项目建设期（即2014-2015年）每年补贴金额为5,000万元；（2）项目运营期（即2016-2021年）根据银川经济技术开发区厂房租金及物业、管理费用标准（厂房租金每月50元/平方米，管理费每月10元/平方米，物业费每月6元/平方米）与公司实际收取租金、管理费、物业费价格之差进行补贴，补贴面积以实际出租面积为准。根据银开管发【2018】118号文件，公司股东对公司增加资本性投入6.80亿元，计入资本公积科目。

2016-2018年，公司收到的政府补助分别为6,741.95万元、5,067.06万元和9,766.26万元，近年公司获得的外部支持力度较大。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。截至2018年末公司纳入合并报表范围内子公司情况见表1。

资产结构与质量

近年公司资产规模有所增长，但以存货为主，资产流动性较弱

近年公司资产规模保持增长，2018年末达到73.22亿元，2016-2018年复合增长率为11.45%。公司资产以流动资产为主，2018年末其占比为96.31%。

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、预付款项和存货构成。公司货币资金主要是银行存款，无资金受限情况，近年货币资金先减少再增加，主要系2017年支付工程款较多有所减少，2018年有借款到位使得货币资金有所提升。2018年末公司应收票据及应收账款为5.17亿元，其中应收账款为4.97亿元，主要是应收银川经济技术开发区管理委员会财政局的代建项目款，2018年确认部分工程代建收入使得应收账款有所下降。2018年末公司预付款项为4.21亿元，三年复合增长率为13.12%，主要是预付银川市工程项目代理建设局的工程款（2.96亿元）以及预付的资产转让款等；公司预付款项账龄在三年以上的占比为71.67%，对公司资金造成一定的占用。

公司存货主要是开发产品和土地，2018 年末开发产品为 49.01 亿元，主要是代建的道路工程、银川经济技术开发区晶体材料产业发展基地以及自建的智慧物联科技产业基地项目、三创工厂、进出口加工基地等厂房设施；存货中土地面积合计 186.35 万平方米，均位于银川市，账面价值合计 5.87 亿元。近年随着代建及自建项目投入的增加，公司存货规模持续增长。

公司非流动资产主要由固定资产及在建工程构成。公司固定资产主要是房屋建筑物、电子设备等，2018 年末为 0.75 亿元，近年随着折旧账面价值有所减少。2018 年在建工程为 0.80 亿元，即银川高新技术产业开发区软件动漫园建设项目。

整体来看，近年公司资产规模有所增长，其中土地及房产中账面价值合计 2.15 亿元用于抵押，受限资产较少。由于公司资产以存货为主，存货中开发产品变现能力不佳，整体资产流动性较弱。

表12 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	47,253.72	6.45%	28,082.09	4.38%	36,257.66	6.15%
应收票据及应收账款	51,682.93	7.06%	53,652.21	8.37%	684.89	0.12%
预付款项	42,124.79	5.75%	33,459.18	5.22%	32,921.76	5.59%
存货	548,799.78	74.95%	486,980.12	75.93%	480,743.21	81.56%
流动资产合计	705,154.56	96.31%	612,292.12	95.46%	559,308.57	94.88%
固定资产	7,486.28	1.02%	9,836.24	1.53%	10,312.84	1.75%
在建工程	8,006.43	1.09%	7,189.26	1.12%	7,246.71	1.23%
非流动资产合计	27,037.24	3.69%	29,091.45	4.54%	30,150.99	5.12%
资产总计	732,191.79	100.00%	641,383.57	100.00%	589,459.56	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

近年公司营业总收入和综合毛利率波动较大，利润来源主要依赖政府补贴

近年公司营业总收入波动较大，2016-2018 年分别为 0.30 亿元、5.61 亿元和 4.56 亿元，其中 2016 年规模较小主要系公司未确认工程建设收入所致。2016 年综合毛利率较高的租赁收入占比最高使得当年综合毛利率较高，2017、2018 年毛利率较低的工程建设收入占比较高使得综合毛利率处于较低水平。2016-2018 年公司营业利润呈上升趋势，三年复合增长率为 47.34%。2016-2018 年，公司收到政府补助分别为 6,741.95 万元、5,067.06 万元和 9,766.26 万元，公司利润来源主要依赖政府补贴。

表 13 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
----	--------	--------	--------

营业收入	45,608.29	56,107.48	3,032.62
营业利润	8,181.12	6,554.65	3,768.61
营业外收入	13.65	29.65	239.14
其他收益	9,766.26	5,067.06	6,741.95
利润总额	7,969.60	5,601.94	3,732.02
综合毛利率	14.58%	12.97%	74.90%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营现金流有所好转但表现仍偏弱，目前主要在建项目尚需投资较多，公司存在较大的资金支出压力

由于经开区管委会支付款项回款金额每年有所波动，2016-2018 年公司收现比波动较大，2018 年收到回款较多，收现比与 2017 年相比提升至 1.38。2016-2018 年公司经营活动现金流净额为-29,975.02 万元、-34,333.08 万元和 7,953.51 万元，2018 年由净流出转为净流入主要系收到较多工程项目回款，表现有所好转但仍偏弱，主要包括济民东路、开元西路、文昌南路道路改造工程、长城路良田梁桥工程等项目的现金流入。

投资活动方面，公司购建固定资产、无形资产较少，使得近年投资活动现金流规模较小。

2016-2018年筹资活动现金流入主要为股东投入和银行借款，由于偿还较多债务，近年公司筹资活动现金净流入规模较小，分别为0.37亿元、2.61亿元及1.13亿元。考虑到截至2018年末公司主要在建项目（包括本期债券募投项目）合计尚需投资28.48亿元，公司存在较大的资金支出压力。

表 14 公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.38	0.08	3.36
销售商品、提供劳务收到的现金	63,073.85	4,295.66	10,179.20
收到的其他与经营活动有关的现金	9,848.87	5,300.08	7,298.95
经营活动现金流入小计	72,922.72	9,595.75	17,478.15
购买商品、接受劳务支付的现金	57,417.42	35,875.01	43,594.87
支付的其他与经营活动有关的现金	1,665.99	1,447.73	1,302.33
经营活动现金流出小计	64,969.21	43,928.82	47,453.17
经营活动产生的现金流量净额	7,953.51	-34,333.08	-29,975.02
投资活动产生的现金流量净额	-62.48	55.50	111.85
筹资活动产生的现金流量净额	11,280.60	26,102.01	3,735.89
现金及现金等价物净增加额	19,171.63	-8,175.57	-26,127.28

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司目前负债水平不高，有息债务规模不大，财务安全性较好

近年公司负债规模稳步增长，2018年末达到40.77亿元，近三年复合增长率为5.91%；公司所有者权益也随着资本的注入也有所增长，2018年末达到32.45亿元，近三年复合增长率为19.82%；2018年末公司产权比率为125.61%，较2016年末下降较多，但所有者权益对负债的覆盖程度仍较低。

表15 公司资本构成情况（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
负债总额	407,657.78	392,048.13	363,428.26
所有者权益	324,534.01	249,335.44	226,031.30
产权比率	125.61%	157.24%	160.79%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

公司负债主要由流动负债构成，2018年末其占比为82.37%。公司流动负债主要由预收款项及其他应付款构成。公司2018年末预收款项为1.37亿元，较上年同比大幅增长568.99%，主要系新增与宁夏巨源新材料科技有限公司之间的资产转让款；截至2018年末，公司其他应付款大幅增长至30.26亿元，主要是应付银川经济技术开发区管理委员会财政局的往来款、工程款，其金额达29.70亿元。截至2018年，公司一年内到期的非流动负债大幅降至3,920.00万元，原因系公司已于2018年8月2日提前全额偿还2014年银川高新技术产业开发总公司企业债券（以下简称“14银开发债”）。

公司非流动负债主要是长期借款。2018年长期借款主要是公司取得的抵质押借款，其贷款单位主要为交通银行银川西塔支行（2.50亿元）、宁夏银行开发区支行（1.43亿元）及华夏银行股份有限公司银川分行（1.24亿元）等，抵/质物为公司的房产、土地、《银川经济技术开发区晶体材料产业发展基地项目政府购买服务协议》项下享有的全部权益和收益等。截至2018年末，公司应付债券为0，原因系“14银开发债”已提前全额兑付。

表16 公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
预收款项	13,723.27	3.37%	2,051.33	0.52%	1,979.05	0.54%
其他应付款	302,578.42	74.22%	248,092.73	63.28%	223,412.85	61.47%
一年内到期的非流动负债	3,920.00	0.96%	13,200.00	3.37%	17,810.00	4.90%
流动负债合计	335,779.76	82.37%	284,331.98	72.52%	264,756.33	72.85%

长期借款	71,878.02	17.63%	52,098.02	13.29%	31,141.92	8.57%
应付债券	0.00	0.00%	55,618.13	14.19%	67,530.00	18.58%
非流动负债合计	71,878.02	17.63%	107,716.14	27.48%	98,671.92	27.15%
负债合计	407,657.78	100.00%	392,048.13	100.00%	363,428.26	100.00%
有息债务	75,798.02	18.59%	120,916.15	30.84%	116,481.92	32.05%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年底，公司有息债务规模为 7.58 亿元，较 2016 年末同比下降 34.93%。从有息债务期限分布来看，2019 年、2020 年公司到期债务分别为 3,920.00 万元、7,607.00 万元，公司短期偿债压力较小。总的来看，公司有息债务规模不大，公司偿债压力不大。截至 2018 年末，公司银行授信总额 8.00 亿元，剩余授信额度 5.00 亿元。

表 17 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年及以后
一年内到期的非流动负债	3,920.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	7,607.00	9,441.00	54,830.02

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2018 年末公司资产负债率为 55.68%，较 2016 年下降 5.97 个百分点，负债水平不高；公司流动比率表现一般，但流动资产中存货占比较高，因此速动比率表现较差，且公司存货以开发产品为主，变现能力不佳。近年公司 EBITDA 规模逐年增加，三年复合增长率为 41.43%，2018 年 EBITDA 利息保障倍数较上年提升较大，表现有所好转。

表 18 公司主要偿债能力指标

项目	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	55.68%	61.13%	61.65%
流动比率	2.10	2.15	2.11
速动比率	0.47	0.44	0.30
EBITDA（万元）	8,900.68	6,533.58	4,456.72
EBITDA 利息保障倍数	1.62	0.81	0.65
有息债务/EBITDA	8.52	18.51	26.14

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券本息的偿付资金来源及主要风险包括以下几个方面：

（1）本期债券募投项目产生的收入：根据募投项目可行性研究报告，募投项目在

本期债券存续期内（假设本期债券2019年发行）可实现营业收入合计7.66亿元，对本期债券的本息偿付形成支持。我们关注到，本期债券募投项目投资规模较大、建设周期较长，如果建设资金不能及时到位或者其他因素导致项目施工进度缓慢，则有可能对项目的按期运营、实现收益产生不利影响；同时，本期债券募投项目收入不足以覆盖全部债券本息；此外，若市场需求不足，可能会导致车间及配套设施出售、出租价格下滑以及出售、出租情况不及预期的风险。

（2）公司日常经营业务资金回流：2016-2018年公司分别实现营业收入0.30亿元、5.61亿元和4.56亿元，销售商品、提供劳务收到的现金分别是1.02亿元、0.43亿元和6.31亿元，并且代建业务收入具有较好持续性，自建项目未来仍能获得一定的出租或出售收入。同时中证鹏元关注到，公司近年营业收入规模波动较大，同时代建项目资金回笼情况较差。

（3）资产变现：截至2018年末，公司存货中开发产品49.01亿元，其中自建的智慧物联科技产业基地、进出口加工基地等项目合计已投资在15亿元以上，未抵押的土地资产为在4.87亿元，投资性房地产为0.58亿元，上述资产和土地的变现可为本期债券本息偿付提供一定的支撑。同时我们关注到，存货中开发产品的变现能力不佳且变现金额存在一定不确定性。

（二）本期债券保障措施分析

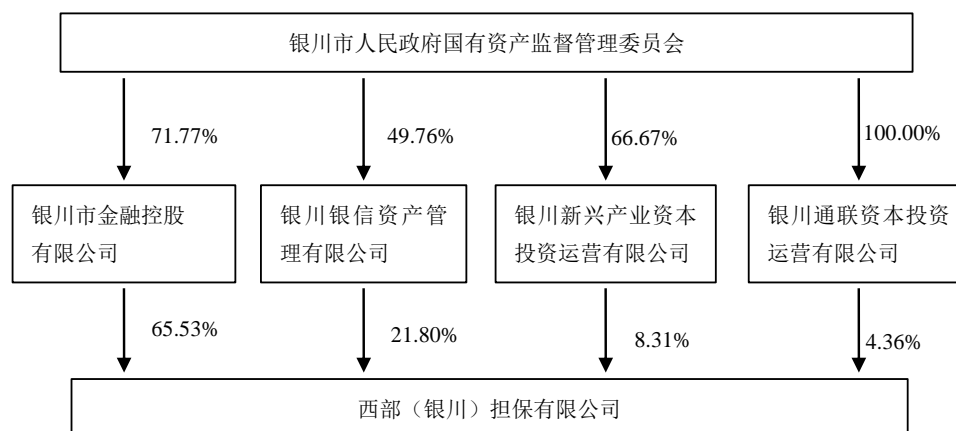
西部担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平

西部担保为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的费用，担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

西部担保成立于2014年7月，由银川市金融控股有限公司（以下简称“银川市金控”）独资设立，初始注册资本为15.9亿元。2015年7月，银川新兴产业资本投资运营有限公司（以下简称“银川新兴产业资本”）对西部担保增资3.7亿元。2016年2月，西部担保新增股东宁夏如意生态纺织有限公司（以下简称“宁夏如意”），同年宁夏如意将12亿元股权全部转让给银川通联资本投资运营有限公司（以下简称“银川通联资本”），同时原股东银川市金控、银川新兴产业资本分别增资8.49亿元和0.11亿元，使得西部担保注册资本增加至40.20亿元。截至2018年12月31日，西部担保注册资本及实收资本均为45.87亿元。西部担保控股股东银川市金控，实

际控制人为银川市人民政府，具体产权及控制关系如图2所示。

图 2 截至 2018 年 12 月 31 日西部担保产权及控制关系



资料来源：中证鹏元整理

西部担保成立时间较短，近年来发展较快，主营业务包括融资担保、非融资担保和委托贷款及债券投资等。2015-2017年西部担保分别实现营业收入12,723.10万元、34,989.46万元和40,434.29万元，其中已赚保费占比分别为23.65%、20.02%和23.59%，占比仍然较低。投资净收益为西部担保主要收入来源，主要包括投资债券取得的利息以及投资参与盛大私有化项目取得的投收益。

2017年以来，受金融去杠杆影响，宁夏地区银行授信整体收紧，且由于债券市场违约风险上升，西部担保对新增债券担保业务采取审慎介入策略，导致当期融资性担保责任余额增幅较小。截至2017年末，西部担保融资性担保责任余额为37.58亿元，较上年末小幅增加1.07%，占期末担保责任余额的62.97%。

西部担保非融资性担保以履约担保为主，承接的履约担保项目大多为银川市政府重点支持、引进的投资项目，业务类型主要包括厂房代建回购担保和工程履约担保等。截至2017年末，西部担保非融资性担保责任余额为22.10亿元，其中第一大客户及关联方履约担保金额合计为22.00亿元，占比为99.55%，集中度很高。

截至2018年12月31日，西部担保资产总额为67.88亿元，所有者权益合计为51.31亿元；2018年度，西部担保实现营业收入3.08亿元，利润总额2.32亿元。

表 19 2016-2018 年西部担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	678,844.92	592,515.54	459,529.42
所有者权益合计	513,082.61	439,076.36	424,429.95

资产负债率	24.42%	25.90%	7.64%
营业收入	30,765.65	40,434.29	34,989.46
利润总额	23,208.33	30,514.97	25,978.66
净资产收益率	3.66%	5.71%	6.20%
当期担保发生额	-	344,191.73	1,288,641.00
期末在保余额	-	596,841.73	804,850.00
担保风险准备金	-	17,617.04	12,617.16
拨备覆盖率	-	1,068.13%	-
当期担保代偿率	-	0.44%	0.00%
融资担保放大倍数	-	0.86	0.88

注：“-”表示该数据尚未取得。

资料来源：西部担保 2016-2018 年审计报告及西部担保提供，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，西部担保主体长期信用等级为AA+，其为本期债提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

（一）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4月8日），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。

（二）或有事项分析

根据公司提供的说明，截至2018年12月31日，公司对外担保金额合计为8,563.75万元，占2018年末净资产的2.64%。公司对外担保对象均为民营企业，均未设置反担保措施，一旦对外担保的债务出现违约导致公司代偿，将对公司自身的经营产生一定不利影响，公司存在一定的或有负债风险。

表 20 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保方式	担保到期日	是否反担保
宁夏银河半导体科技有限公司	5,000.00	保证担保	2019.5.21	否
宁夏汉尧石墨烯储能材料科技有限公司	2,573.75	保证担保	2019.9.26	否
宁夏广天夏电子科技有限公司	990.00	保证担保	2019.7.19	否
合计	8,563.75	-	-	-

资料来源：公司提供

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	47,253.72	28,082.09	36,257.66
应收票据及应收账款	51,682.93	53,652.21	684.89
预付款项	42,124.79	33,459.18	32,921.76
存货	548,799.78	486,980.12	480,743.21
总资产	732,191.79	641,383.57	589,459.56
短期借款	0.00	0.00	0.00
其他应付款	302,578.42	248,092.73	223,412.85
一年内到期的非流动负债	3,920.00	13,200.00	17,810.00
长期借款	71,878.02	52,098.02	31,141.92
应付债券	0.00	55,618.13	67,530.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00
总负债	407,657.78	392,048.13	363,428.26
有息债务	75,798.02	120,916.15	116,481.92
所有者权益	324,534.01	249,335.44	226,031.30
营业总收入	45,608.29	56,107.48	3,032.62
营业利润	8,181.12	6,554.65	3,768.61
营业外收入	13.65	29.65	239.14
其他收益	9,766.26	5,067.06	6,741.95
净利润	7,198.58	4,965.85	3,730.26
经营活动产生的现金流量净额	7,953.51	-34,333.08	-29,975.02
投资活动产生的现金流量净额	-62.48	55.50	111.85
筹资活动产生的现金流量净额	11,280.60	26,102.01	3,735.89
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	14.58%	12.97%	74.90%
收现比	1.38	0.08	3.36
产权比率	125.61%	157.24%	160.79%
资产负债率	55.68%	61.13%	61.65%
流动比率	2.10	2.15	2.11
速动比率	0.47	0.44	0.30
EBITDA（万元）	8,900.68	6,533.58	4,456.72
EBITDA 利息保障倍数	1.62	0.81	0.65
有息债务/EBITDA	8.52	18.51	26.14

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告，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	$(\text{营业总收入} - \text{营业成本}) / \text{营业总收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入
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	长期借款+应付债券+一年内到期的非流动负债

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。