

2019 年银川高新技术产业开发区总公司
企业债券 2020 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇



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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【180】号 01

债券简称：19 银开债
增信方式：保证担保
担保主体：西部（银川）
担保有限公司
债券剩余规模：7.00 亿
元

债券到期日期：2026 年
9 月 26 日
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%

分析师

姓名：
郇宇鸿 何卫平

电话：
0755-82872028

邮箱：
hewp@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897
网址：

www.cspengyuan.com

2019 年银川高新技术产业开发区总公司 企业债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2020 年 6 月 15 日	2019 年 7 月 12 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”）及其 2019 年 9 月 26 日发行的企业债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该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，工程建设业务具有较好可持续性，且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”）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 2019 年盈利能力有所下滑，资产流动性较弱，偿债压力进一步加大，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：

- 公司工程建设业务具有较好可持续性。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 2019 年末，公司主要在建项目总投资为 52.91 亿元，尚需投资 32.34 亿元，业务量较为充足，未来工程建设业务持续性较好。
- 公司获得的外部支持力度较大。2019 年公司收到政府补助合计 1.75 亿元，获得的外部支持力度较大。
- 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+，其提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。

关注:

- **公司 2019 年盈利能力有所下滑。**2019 年公司综合毛利率由 2018 年的 14.58% 大幅下降 12.03 个百分点至 2.55%，且项目转让、物业和其他的毛利率均为负数，盈利能力有所下降。
- **公司资产以道路、厂房等开发产品为主，流动性较弱。**2019 年末公司存货中开发产品为 60.98 亿元，占总资产的 66.38%，开发产品以道路、厂房等为主，其中 1.97 亿元土地用于抵押，变现能力不佳，资产流动性较弱。
- **公司有息债务大幅增加，偿债压力进一步加大。**2019 年末公司有息债务 26.21 亿元，同比大幅上升 245.78%，资产负债率上升至 64.30%，EBITDA 利息保障倍数下滑至 0.94，公司偿债压力进一步加大。
- **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 2019 年末公司主要在建项目合计尚需投资 32.34 亿元，存在较大的资金支出压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额合计为 10,977.08 万元，占 2019 年末净资产的 3.35%，对外担保对象均为民营企业，且均未设置反担保措施，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	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	918,633.10	732,191.79	641,383.57
所有者权益	327,974.21	324,534.01	249,335.44
有息债务	262,093.82	75,798.02	120,916.15
资产负债率	64.30%	55.68%	61.13%
现金短期债务比	2.62	12.56	2.13
营业总收入	65,972.92	45,608.29	56,107.48
营业利润	3,921.51	8,181.12	6,554.65
其他收益	17,509.00	9,766.26	5,067.06
利润总额	3,579.61	7,969.60	5,601.94
综合毛利率	2.55%	14.58%	12.97%
EBITDA	7,280.88	8,900.68	6,533.58
EBITDA 利息保障倍数	0.94	1.01	0.75
经营活动现金流净额	-165,420.74	7,953.51	-34,333.08
收现比	1.17	1.38	0.08

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，中证鹏元整理

西部担保主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	611,244.89	678,844.92	592,515.54
所有者权益	528,608.12	513,082.61	439,076.36
融资担保责任余额	-	278,323.73	375,841.73
当期担保发生额	-	98,302.00	344,191.73
准备金覆盖率	-	7.55%	4.69%
融资担保业务放大倍数	-	0.54	0.86
当期担保代偿率	-	0.00%	0.44%

注：“-”表示该数据尚未取得。

资料来源：西部担保 2017-2019 年审计报告及西部担保提供，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2019年9月26日发行7年期7.00亿元企业债券，募集资金原计划用于银川高新技术产业基地项目¹（银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程、银川经济技术开发区中轴小镇一期工程项目、银川经济技术开发区长江精工宁夏装配式建筑产业基地厂房建设项目、银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程东地块项目、天通银厦新材料有限公司三期建设项目（F+EPC））。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为127.6万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东和实际控制人均未发生变化。控股股东和实际控制人均为银川经济技术开发区管理委员会（以下简称“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。

2019 年纳入公司合并报表范围内子公司无变化。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019 年全年国内生产总值（GDP）99.09 万亿元，比上年增长 6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.4%，高于同期工业增加值增速 2.7 个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长 12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019 年末爆发的 COVID-19 疫情，进一步加大了经济下行压力。2020 年，

¹ 本期募投项目于 2019 年 12 月 18 日发生变动，新增银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程和银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程东地块项目。

积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019 年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的 2020 年新增地方政府债务限额 1.85 万亿元，同比增长 32.95%；其中专项债新增限额 1.29 万亿元，同比增长 59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的 25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由 25% 调整为 20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020 年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019 年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019 年以来，延续 2018 年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019 年 3 月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号），切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院

办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

（二）区域环境

2019 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。2019 年银川市经济总量保持增长，地区生产总值同比增长 6.3%，增速略有下滑。其中第一产业同比增长 2.0%；第二产业同比增长 6.4%；第三产业同比增长 6.5%，三次产业结构由 2018 年的 3.6:45.6:50.8 的调整为 2019 年 3.4:43.7:52.9，第三产业占比有所提升，并以第三产业为主。2019 年末常住人口达 229.31 万人。

2019 年银川市继续发展轻纺工业、机械、化工、建材工业等，2019 年规模以上工业增加值增速为 6.0%，其中电力、热力的生产和供应业增加值比上年增长 4.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业增加值同比下降 2.8%，煤炭采选业同比下降 6.3%，化学原料及化学制品制造业同比增长 31.2%，纺织业同比下降 8.9%。固定资产投资方面，2019 年银川市固定资产投资比上年下降 6.2%，全年完成房地产开发投资 275.35 亿元，比上年下降 6.7%，其中，住宅开发投资 191.88 亿元，下降 3.2%。受国际贸易形势不佳影响，2019 年银川市进出口总额为 185.65 亿美元，增速较上年下降 15.2%。2019 年银川市社会消费品零售总额同比增长 6.2%，保持稳定增长态势。

表1 2018-2019年银川市经济发展概况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值	-	6.3%	1,901.48	7.2%
第一产业增加值	-	2.0%	67.31	3.6%
第二产业增加值	-	6.4%	867.33	5.5%
第三产业增加值	-	6.5%	966.84	9.2%
规模以上工业增加值	-	6.0%	-	7.5%
全年固定资产投资	-	-6.2%	-	-21.9%
社会消费品零售总额	-	6.2%	552.73	4.8%
进出口总额（亿美元）	185.65	-15.2%	168.83	37.6%
存款余额	4,013.77	8.4%	3,704.56	3.3%
贷款余额	5,150.67	7.4%	4,797.87	7.6%
人均GDP（元）	-	-	-	84,964
人均GDP/全国人均GDP	-	-	-	131.43%

资料来源：2018-2019年银川市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年银川市实现公共财政收入154.70亿元，同比下降10.7%，其中税收收入105.70亿元，占公共财政收入比重68.3%；同期银川市公共财政支出为346.60亿元，同比下降4.6%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为44.63%。

经开区着力发展互联网+现代服务业，经济呈现平稳增长趋势

银川经济技术开发区是2001年在原银川高新技术产业开发区（1992年成立）基础上经国务院批准设立的国家级开发区。其面积约44.89平方公里，建成区面积约30平方公里。

开发区现有规模以上工业企业89家，国家和自治区科技型中小企业278家，国家高新技术企业71家，自治区级以上各类企业研发平台86个。开发区着力发展战略新材料、高端装备制造、大健康三大主导产业及互联网+现代服高端装备制造产业，其中战略新材料产业现有规上企业14家，高端装备制造产业现有规上企业44家，入园各类企业400余家，从业人员8,000余人。

受益于相对较好的工业基础，2019年，经开区完成工业总产值297亿元，同比增长11.7%；规上工业增加值同比增长13.9%；固定资产投资113.6亿元，同比增长32.7%；招商引资到位资金148亿元，同比增长24%。

根据经开区管委会2019年财政预算执行情况和2020年财政预算安排，2019年经开区完成本级一般公共预算收入14.00亿元，较上年无变化，其中税收收入11.92亿元，占公共财政收入比重85.14%，政府性基金预算收入完成5.09亿元，同比增长167.4%，同期一般公共预算支出18.55亿元，同比增长8.1%，财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为75.47%。

四、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。2019 年公司实现营业总收入 65,972.92 万元，同比增长 44.65%，主要系项目转让收入同比大幅增加。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率由 2018 年的 14.58% 大幅下降 12.03 个百分点至 2.55%，主要系项目转让及物业毛利率均大幅下降至负数，且项目转让收入占比大幅提高所致，项目转让毛利率为负系经开区管委会加大招商引资力度，以优惠的价格转让资产给入园企业所致。

表 2 2018-2019 年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
工程建设收入	28,730.28	9.30%	40,155.45	9.91%
项目转让收入	33,467.13	-5.95%	1,009.73	27.70%
租赁收入	2,603.01	63.50%	3,313.56	74.32%
物业收入	716.27	-35.85%	586.61	4.68%
其他	456.23	-85.87%	542.95	-18.18%
合计	65,972.92	2.55%	45,608.29	14.58%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司工程建设业务持续性较好，但 2019 年公司工程建设收入下降幅度较大，同时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，出租收入确认在租赁收入中，出售收入确认在项目转让收入中。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建设收入。

2019 年公司确认工程建设收入 28,730.28 万元，同比下降 28.45%，原因系 2019 年项目结转规模有所减少；毛利率方面，2019 年为 9.30%，较上年小幅下降。

表 3 2018-2019 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
2019 年	银川隆基硅年 500WM 单晶硅棒项目厂房及附属设施建设项目	12,732.53	11,071.76
	新大地厂房项目土地	5,817.44	5,817.44
	新大地厂房项目及后续改造维修工程	5,074.43	4,412.55
	废旧油管再制造及陶瓷复合钢管制造项目	2,660.87	2,313.80

	银川隆基硅年500WM单晶硅棒项目土地	1,577.96	1,577.96
	废旧油管再制造及陶瓷复合钢管制造项目土地	840.48	840.48
	银川经济技术开发区创新园设施维修项目	26.57	23.10
	合计	28,730.28	26,057.09
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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年底，公司主要在建的代建项目有银川经济技术开发区晶体材料产业发展基地项目、生命健康产业园及银川经济技术开发区半导体材料生产基地项目，总投资为14.17亿元，已投资8.65亿元。

表 4 截至 2019 年 12 月 31 日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
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	3.20	1.10
银川经济技术开发区半导体材料生产基地项目	1.48	1.26	0.22
合计	14.17	8.65	5.52

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要在建的自建项目有银川经济技术开发区7GW单晶电池厂房及相关配套建设项目（F+EPC）、银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程及银川经济技术开发区中轴小镇一期工程项目等，总投资为38.74亿元，已投资11.92亿元，尚需投资26.82亿元，公司存在较大的资金支出压力。

表 5 2019 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
银川经济技术开发区7GW单晶电池厂房及相关配套建设项目（F+EPC）	11.21	5.88	5.33
银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程*	10.05	0.00	10.05
银川经济技术开发区中轴小镇一期工程项目*	9.66	3.16	6.50
银川经济技术开发区长江精工宁夏装配式建筑产业基地厂房建设项目*	3.50	2.15	1.35
银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程东地块项目*	3.33	0.00	3.33
天通银厦新材料有限公司三期建设项目（F+EPC）*	0.99	0.73	0.26
合计	38.74	11.92	26.82

注：银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程和银川经济技术开发区智能终端产业园一期工程东地块项目尚未投入资金，但已处于在建项目中；表*为本期债券募投项目，。

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司主要在建项目总投资为 52.91 亿元，尚需投资 32.34 亿元，业务量较为充足，未来仍可取得较好的工程建设业务持续性较好。

公司收入较为多元化，项目转让收入大幅增加但其毛利率为负，租赁收入、物业服务等收入是公司收入的有益补充

公司 2019 年项目转让收入为 3.35 亿元，主要系向北京同仁堂健康药业（宁夏）有限公司转让统一厂房及土地资产和向宁夏巨源新材料科技有限公司转让舟舰厂房土地、设备等资产，转让资产规模较上年大幅增加，但毛利率为-5.95%，较上年下降 33.65 个百分点，原因系经开区管委会加大招商引资力度，对入区企业的政策扶持力度加大所致。

公司出租业务主要是将自建工业厂房、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。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逐渐减少优惠或者全额收取租金。

截至 2019 年末，公司厂房等可出租面积、实际出租面积分别为 114.17 万平方米、100.24 万平方米，实际出租面积同比增加 59.01%，2019 年出租率为 87.79%，较上年增加 9.23 个百分点。2019 年公司取得租赁收入 2,603.01 万元，同比下降 21.44%，实际出租面积增加但租赁收入降低的原因系公司通过诉讼追缴以前年度拖欠的租金，使得 2018 年租赁收入规模较大。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 6 2018-2019 年公司租赁收入情况（单位：万元，万平方米）

项目	2019 年	2018 年
租赁收入	2,603.01	3,313.56
可出租面积	114.17	80.25
实际出租面积	100.24	63.04
出租率	87.79%	78.56%

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。2019 年公司实现物业收入 716.27 万元，毛利率为-35.85%，原因系公司对入园企业物业收费较低，不足以覆盖物业维护成本。公司其他收入主要是对外出租园区的水电费收入、供暖制冷收入。

2019 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，公司获得经开区管委会在政府补助方面较大的支持力度，2019 年公司收到的政府补助为 1.75 亿元。

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及 2019 年审计报告，报告采用新会计准则编制。

资产结构与质量

2019 年公司资产规模有所增长，但以在建项目和土地为主，资产流动性较弱

公司资产规模保持增长，2019 年末达到 91.86 亿元，同比增长 25.46%，其中流动资产占比 96.43%。

2019 年末公司货币资金 7.96 亿元，同比增长 68.49%，主要是银行存款和其他货币资金，其他货币资金均为银行承兑汇票保证金，金额为 1.25 亿元，使用受限。2019 年末公司应收账款账面价值 3.13 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。2019 年末公司预付款项为 3.27 亿元，较上年末有所下降，主要是预付银川市工程项目代理建设局的工程款（2.97 亿元）。

公司存货主要是开发产品和土地，随着代建及自建项目投入的增加和土地的增加，存货规模持续增长。2019 年末开发产品账面价值为 60.98 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 305.87 万平方米，土地性质为出让和划拨，均位于银川市，账面价值合计 10.03 亿元，截至 2019 年末尚未办理不动产权证的土地金额为 2.53 亿元。

公司固定资产主要是房屋建筑物、电子设备等，2019 年末账面价值 0.60 亿元，近年随着折旧账面价值有所减少。2019 年末在建工程账面价值 0.85 亿元，主要系银川高新技术产业开发区软件动漫园建设项目。

整体来看，2019 年公司资产规模有所增长，其中货币资金、土地及房产中账面价值合计 19.55 亿元资产用于银行承兑汇票保证金及抵押融资，占 2019 年末总资产的 21.28%，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7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	79,616.33	8.67%	47,253.72	6.45%
应收账款	31,261.56	3.40%	49,682.93	6.79%
预付款项	32,727.23	3.56%	42,124.79	5.75%
存货	710,116.85	77.30%	548,799.78	74.95%
流动资产合计	885,868.17	96.43%	705,154.56	96.31%
固定资产	5,995.17	0.65%	7,486.28	1.02%
在建工程	8,541.46	0.93%	8,006.43	1.09%
非流动资产合计	32,764.93	3.57%	27,037.24	3.69%
资产总计	918,633.10	100.00%	732,191.79	100.00%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2019 年公司综合毛利率大幅下降，盈利能力下滑，利润主要来源于政府补贴

受益于项目转让，2019 年公司营业总收入同比增长 44.65% 至 6.60 亿元。值得注意的是，2019 年综合毛利率为 2.55%，较上年大幅下降 12.03 个百分点，主要原因系项目转让业务毛利率为负且其占营业总收入比重大幅提高所致。2019 年公司营业利润较上年下降 52.07% 至 3,921.51 万元，主要原因系 2019 年公司项目转让业务处于亏损状态。2019 年公司收到政府补助 1.75 亿元，是利润总额的 4.89 倍，是公司利润的主要来源。

表8 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业总收入	65,972.92	45,608.29
营业利润	3,921.51	8,181.12
营业外收入	159.44	13.65

其他收益	17,509.00	9,766.26
利润总额	3,579.61	7,969.60
综合毛利率	2.55%	14.58%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流大幅流出，主要在建项目尚需投资规模较大，存在较大的资金支出压力

2019 年公司收现比为 1.17，表现较好。2019 年公司工程投入量较大，当期购买商品、接受劳务支付的现金大幅增加至 23.78 亿元，受此影响，2019 年公司经营活动现金净流出 16.54 亿元。

公司投资活动规模整体较小，2019 年公司处置可供出售金融资产宁夏舟舰科技发展有限公司股权，使得投资活动现金净流入 991.80 万元。2019 年，公司依然保持较大力度的筹资活动，当年通过银行借款和发行债券募集资金规模 20.13 亿元，受此影响，2019 年筹资活动现金净流入规模达 18.43 亿元。考虑到截至 2019 年末公司主要在建项目合计尚需投资 32.34 亿元，公司依然存在较大的资金支出压力。

表 9 公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.17	1.38
销售商品、提供劳务收到的现金	77,182.61	63,073.85
收到的其他与经营活动有关的现金	17,999.71	9,848.87
经营活动现金流入小计	95,182.31	72,922.72
购买商品、接受劳务支付的现金	237,840.71	57,417.42
支付的其他与经营活动有关的现金	14,490.24	1,665.99
经营活动现金流出小计	260,603.05	64,969.21
经营活动产生的现金流量净额	-165,420.74	7,953.51
投资活动产生的现金流量净额	991.80	-62.48
筹资活动产生的现金流量净额	184,291.55	11,280.60
现金及现金等价物净增加额	19,862.62	19,171.63

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模大幅增加，偿债压力加大

公司负债规模大幅增加，2019年末达到59.07亿元，同比增长44.89%；受益于利润累积，2019年末公司所有者权益增至32.80亿元。综合影响下，2019年末公司产权比率为

180.09%，所有者权益对负债的覆盖程度进一步降低。

表10 公司资本构成情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	590,658.89	407,657.78
所有者权益	327,974.21	324,534.01
产权比率	180.09%	125.61%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款0.20亿元，系向国家开发银行宁夏回族自治区分行公司取得的保证借款。2019年末公司新增1.25亿元应付票据，为银行承兑汇票。公司预收款项2019年末降至0.23亿元，原因系已确认资产转让款1.16亿元。截至2019年末，公司其他应付款同比下降5.26%至28.67亿元，主要包括应付银川经济技术开发区管理委员会财政局的往来款及工程款27.89亿元。2019年末，公司一年内到期的非流动负债大幅升至1.58亿元，原因系新增融资租赁、抵押借款和保证借款一年内到期所致。

2019年末公司长期借款较上年末大幅增长125.97%至16.24亿元，主要是公司取得的抵押借款、保证借款等，贷款单位主要为中国农业发展银行银川市西夏支行（3.80亿元）、中国农业发展银行银川市西夏支行（3.00亿元）、交通银行银川西塔支行（2.20亿元）、国家开发银行宁夏回族自治区分行（2.00亿元）及宁夏银行开发区支行（1.38亿元）等，借款利率在4.90%-6.90%之间，抵/质物为公司的房产、土地等。2019年末公司应付债券6.93亿元，即本期债券。

表11 公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2,000.00	0.34%	0.00	0.00%
应付票据	12,500.00	2.12%	0.00	0.00%
预收款项	2,288.89	0.39%	13,723.27	3.37%
其他应付款	286,674.10	48.53%	302,578.42	74.22%
一年内到期的非流动负债	15,847.80	2.68%	3,920.00	0.96%
流动负债合计	339,634.64	57.50%	335,779.76	82.37%
长期借款	162,421.02	27.50%	71,878.02	17.63%
应付债券	69,325.00	11.74%	0.00	0.00%
非流动负债合计	251,024.25	42.50%	71,878.02	17.63%
负债合计	590,658.89	100.00%	407,657.78	100.00%
其中：有息债务	262,093.82	44.37%	75,798.02	18.59%

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年底，公司有息债务规模为 26.21 亿元，同比大幅上升 245.78%，占负债总

额的 44.37%。从有息债务期限分布来看，2020-2022 年公司到期债务分别为 3.03 亿元、2.64 亿元和 1.91 亿元公司短期偿债压力有所加大。总的来看，公司有息债务规模大幅上升，公司偿债压力加大。

表 12 截至 2019 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
短期借款	2,000.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	12,500.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	15,847.80	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	26,441.00	19,083.00	116,897.02
应付债券	0.00	0.00	0.00	69,325.00
合计	30,347.80	26,441.00	19,083.00	186,222.02

资料来源：公司提供

从偿债能力指标来看，2019 年末公司资产负债率为 64.30%，较 2018 年末上升 8.62 个百分点，负债水平有所升高。2019 年末公司现金短期债务比为 2.62，货币资金对短期债务覆盖程度因短期有息债务规模的大幅增加而有所削弱，但表现仍较好。受有息债务增长及利润减少叠加影响，2019 年公司 EBITDA 对有债务本息保障程度均下降，偿债压力加大。

表 13 公司主要偿债能力指标

项目	2019 年	2018 年
资产负债率	64.30%	55.68%
现金短期债务比	2.62	12.56
EBITDA 利息保障倍数	0.94	1.01
有息债务/EBITDA	36.00	8.52

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

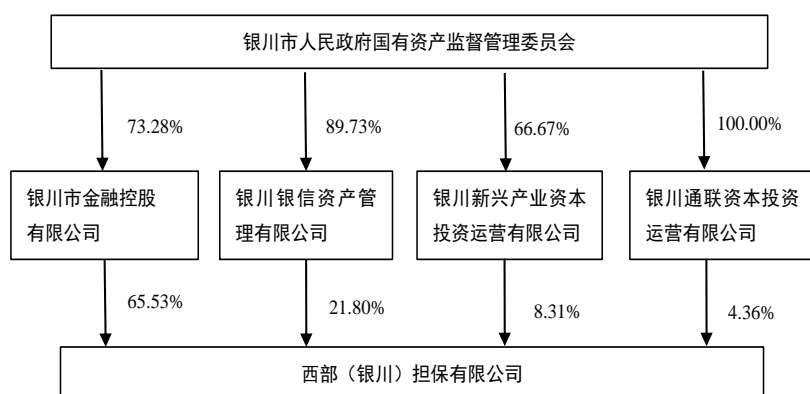
六、本期债券偿还保障分析

第三方担保

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

西部担保成立于 2014 年 7 月，由银川市金融控股有限公司独资设立，设立时注册资本为 15.90 亿元。经多次增资及股权转让后，截至 2019 年末，西部担保注册资本及实收资本均为 45.87 亿元，控股股东为银川市金融控股有限公司，实际控制人为银川市人民政府国有资产监督管理委员会，具体产权及控制关系如图 1 所示。

图 1 截至 2019 年末西部担保产权及控制关系



资料来源：西部担保 2019 年审计报告及公开资料，中证鹏元整理

从营业收入结构看，2019年西部担保担保业务收入占营业收入比重为19.03%，均为融资性担保保费，西部担保主要经营贷款担保、债券担保等融资性担保业务，业务主要集中于宁夏回族自治区内，区域及客户集中度较高。投资净收益为西部担保重要的收入来源，包括债券投资收益、股权投资收益和委托理财收益。其他业务收入主要为西部担保向银川市国有企业拆借资金而收取的资金占用费收入，2019年其他业务收入占营业收入比重为54.10%。

表 14 2018-2019 年西部担保营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
担保业务收入	5,792.36	19.03%	4,469.72	19.38%
其中：融资性担保保费	5,792.36	-	4,323.72	-
非融资性担保保费	0.00	-	146.00	-
减：提取未到期责任准备金	380.46	-	-1,493.28	-
投资净收益	8,560.56	28.12%	8,364.62	27.19%
其他业务收入	16,468.69	54.10%	16,438.03	53.43%
合计	30,441.15	100.00%	30,765.65	100.00%

资料来源：西部担保 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，西部担保资产总额为61.12亿元，所有者权益合计为52.86亿元；2019年，西部担保实现营业收入3.04亿元，净利润1.55亿元。

表 15 2017-2019 年西部担保主要财务数据（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	611,244.89	678,844.92	592,515.54
所有者权益合计	528,608.12	513,082.61	439,076.36
营业收入	30,441.15	30,765.65	40,434.29
已赚保费	5,411.90	5,962.99	9,539.84
投资收益	8,560.56	8,364.62	20,587.39
净利润	15,525.51	17,406.25	24,646.41
净资产收益率	2.98%	3.66%	5.71%
融资担保责任余额	-	278,323.73	375,841.73
当期担保发生额	-	98,302.00	344,191.73
准备金覆盖率	-	7.55%	4.69%
融资担保业务放大倍数	-	0.54	0.86
当期担保代偿率	-	0.00%	0.44%

注：“-”表示该数据尚未取得。

资料来源：西部担保 2017-2019 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+**，其提供的无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的安全性。

七、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2017年1月1日至报告查询日（2020年6月2日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年12月31日，公司对外担保金额合计为10,977.08万元，占当年末净资产的3.35%。公司对外担保对象均为民营企业，均未设置反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 16 截至 2019 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
宁夏广天夏电子科技有限公司	500.00	保证担保	2020.7.23	否
宁夏广天夏电子科技有限公司	500.00	保证担保	2020.8.23	否
宁夏汉尧石墨烯储能材料科技有限公司	537.08	保证担保	2020.3.10	否
银川中节能联合电力有限公司	9,440.00	保证担保	2037.12.9	否
合计	10,977.08	-	-	-

资料来源：公司提供

八、评级观点

公司工程建设业务具有较好可持续性，且获得外部支持力度较大，同时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 2019 年公司盈利能力有所下滑，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。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	79,616.33	47,253.72	28,082.09
应收账款	31,261.56	49,682.93	53,652.21
预付款项	32,727.23	42,124.79	33,459.18
存货	710,116.85	548,799.78	486,980.12
总资产	918,633.10	732,191.79	641,383.57
其他应付款	286,674.10	302,578.42	248,092.73
一年内到期的非流动负债	15,847.80	3,920.00	13,200.00
长期借款	162,421.02	71,878.02	52,098.02
应付债券	69,325.00	0.00	55,618.13
总负债	590,658.89	407,657.78	392,048.13
有息债务	262,093.82	75,798.02	120,916.15
所有者权益	327,974.21	324,534.01	249,335.44
营业总收入	65,972.92	45,608.29	56,107.48
营业利润	3,921.51	8,181.12	6,554.65
营业外收入	159.44	13.65	29.65
其他收益	17,509.00	9,766.26	5,067.06
净利润	3,440.20	7,198.58	4,965.85
经营活动产生的现金流量净额	-165,420.74	7,953.51	-34,333.08
投资活动产生的现金流量净额	991.80	-62.48	55.50
筹资活动产生的现金流量净额	184,291.55	11,280.60	26,102.01
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	2.55%	14.58%	12.97%
收现比	1.17	1.38	0.08
产权比率	180.09%	125.61%	157.24%
资产负债率	64.30%	55.68%	61.13%
现金短期债务比	2.62	12.56	2.13
EBITDA（万元）	7,280.88	8,900.68	6,533.58
EBITDA 利息保障倍数	0.94	1.01	0.75
有息债务/EBITDA	36.00	8.52	18.51

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019 年审计报告，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
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
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	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	货币资金+应收票据
有息债务	短期借款+应付票据+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券

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。