

2017 年第一期、第二期  
包头市保障性住房发展建设投资有限公司  
公司债券 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：

谭璇



报告编号：  
中鹏信评【2020】跟踪第  
【433】号 01

债券简称：  
第一期：17 包头 01/17 包  
头建投债 01  
第二期：17 包头 02/17 包  
头建投债 02

增信方式：保证担保  
担保主体：中证信用增进  
股份有限公司

债券剩余规模：  
第一期：15 亿元  
第二期：15 亿元

债券到期日期：  
第一期：2024 年 7 月 27  
日  
第二期：2024 年 8 月 10  
日

债券偿还方式：每年付息  
一次，存续期内第 3-7 个  
计息年度分别偿还发行总  
额的 20%

分析师  
姓名：  
张颜亭 王硕  
电话：  
010-66216006  
邮箱：  
[zhangyt@cspengyuan.com](mailto:zhangyt@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](http://www.cspengyuan.com)

## 2017 年第一期、第二期包头市保障性住房发展建设投资 有限公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AAA 第二期：AAA	第一期：AAA 第二期：AAA
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 06 月 29 日	2019 年 06 月 26 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”）对包头市保障性住房发展建设投资有限公司（以下简称“包头住建”或“公司”）及其 2017 年 7 月 26 日发行的“17 包头 01/17 包头建投债 01”与 2017 年 8 月 9 日发行的“17 包头 02/17 包头建投债 02”的 2020 年度跟踪评级结果为：“17 包头 01/17 包头建投债 01”及“17 包头 02/17 包头建投债 02”信用等级均维持为 AAA，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：2019 年公司继续获得一定力度的外部支持；中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”或“担保方”）提供的保证担保仍能有效提升上述债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到了 2019 年公司委托代建业务仍未产生收入，未来需关注该业务实际回款时间；公司面临较大的资金压力、偿债压力及或有负债风险等风险因素。

### 正面：

- 公司继续获得一定力度的外部支持。2019 年公司收到北梁棚改项目政府补助款 0.30 亿元，对公司利润形成一定补充。
- 中证信用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上述债券的信用水平。中证信用是由安信证券股份有限公司联合其他证券公司、投资管理公司等成立的定位于资本市场的基础设施和功能性公司。截至 2019 年末，中证信用的实收资本为 45.86 亿元，总资产规模进一步增至 100.00 亿元，2019 年中证信用实现营业收入 11.14 亿元，实现利润总额 4.46 亿元。

### 关注:

- **2019 年公司委托代建业务仍未产生收入，未来需关注实际回款时间。**2019 年公司委托代建业务仍未产生收入，该业务收入规模及资金回流易受项目进度及财政拨付政策影响，且 2015-2017 年公司委托代建业务均未实现回款，2018-2019 年仅实现部分回款，未来仍需关注委托代建收入的实际回款时间。
- **公司在建项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力。**截至 2019 年末，“17 包头 01/17 包头建投债 01”及“17 包头 02/17 包头建投债 02”债券募投项目尚需投资 23.27 亿元，未来公司面临较大的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，未来面临较大的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务规模为 288.87 亿元，其中短期有息债务为 122.87 亿元，未来面临较大的偿债压力。
- **公司对外担保规模较大，面临较大的或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 54.81 亿元，占同期末净资产的 53.15%，对外担保规模较大，未来面临较大的或有负债风险。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,411,085.15	4,490,802.46	4,555,409.69
所有者权益	1,031,292.41	1,021,340.50	1,001,987.61
有息债务	2,888,689.91	2,922,962.17	2,980,998.65
资产负债率	76.62%	77.26%	78.00%
现金短期债务比	0.23	0.37	0.42
营业收入	113,140.88	142,414.90	85,290.63
其他收益	3,000.00	17,300.00	8,000.00
营业利润	15,073.01	19,035.49	-15,764.99
利润总额	15,084.73	18,987.89	-15,774.24
综合毛利率	17.00%	12.55%	14.02%
EBITDA	37,596.15	41,338.02	14,461.26
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.51	0.16
经营活动现金流净额	3,724.10	197,983.68	-436,194.30
收现比	0.60	1.99	0.08

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	1,000,045.33	973,082.80	1,109,093.04
所有者权益	627,157.54	607,955.33	596,839.27
资产负债率	37.29%	37.52%	46.19%
流动比率	7.10	14.30	5.04
营业总收入	111,435.64	115,416.96	79,604.47
利润总额	44,627.88	39,694.78	34,410.68
经营活动现金流净额	-14,124.60	6,391.32	38,889.77

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2017年7月26日发行15亿元17包头01/17包头建投债01，于2017年8月9日发行15亿元17包头02/17包头建投债02。两期债券募集资金拟用于包头市东河区北梁棚户区改造项目，截至2020年4月29日，募集资金专项账户余额1,198.34万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内公司名称、注册资本、控股股东、实际控制人及合并报表范围均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本为15.19亿元，控股股东仍为包头市住房发展建设集团有限公司，实际控制人仍为包头市人民政府国有资产监督管理委员会，2019年末公司纳入合并报表范围的子公司仍为1家，见附录二。

## 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，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

**包头市矿产资源丰富，是华北地区重要的工业城市，依托“五大产业”的支持，2019年经济继续保持增长**

包头市地处环渤海经济圈和沿黄经济带的腹地，位于蒙古高原的南端，华北地区北部、内蒙古中部，南濒黄河，是中国、内蒙古自治区对外开放的重点发展地区和铁路交通枢纽城市之一。包头市总面积27,768平方公里，辖9个旗县区和一个国家级稀土高新技术产业开发区，是华北地区重要的工业城市和内蒙古自治区最大的工业城市，也是国家重要的基础工业基地和全球轻稀土产业的中心，其主要支柱产业为稀土、钢铁、铝业、化工、建材、电力、重型汽车、工程机械和食品饮料等。矿产资源方面，包头市是世界最大的稀土矿床—白云鄂博铁矿所在地，该市的矿产资源具有种类多、储量大、品位高、分布集中、易于开采的特点。交通运输方面，京藏高速、京新高速、包茂高速公路、110国道、210国道等重要线路在包头市交汇。作为中国重要的交通枢纽，京包铁路、包兰铁路、包西铁路、包环铁路、包满铁路、包神铁路和甘泉铁路等亦交汇于包头市。

近年来包头市经济保持增长，2019年地区生产总值2,714.5亿元，增速为6.0%，全市人均生产总值93,835元，同比增长5.6%，是全国人均生产总值的132.36%。其中，第一产业增加值增长1.1%，第二产业增加值增长8.2%，第三产业增加值增长4.8%。包头市经济以第二、第三产业为主，2019年三次产业结构为3.5:39.3:57.2。工业方面，2019年包头市规模以上工业增加值增速为11.2%，其中，钢铁、铝业、装备制造、稀土、电力五大产业对当地工业发展发挥着重要作用，2019年上述五大产业增加值同比增长11.3%，拉动规模以上工业增长5.4个百分点。投资方面，2019年包头市全年500万元以上固定资产投资同比增长2.0%。其中，民间投资下降2.2%，占全市投资的比重为60.2%；



基础设施建设投资增长7.5%。从三次产业看，第一产业投资下降46.6%，第二产业投资下降2.0%，第三产业投资增长7.8%。消费方面，2019年包头市社会消费品零售总额同比增长4.3%。金融方面，2019年包头市金融机构存款余额同比下降12.8%，贷款余额也有所回落。

**表 1 包头市主要经济指标（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（GDP）	2,714.5	6.0%	-	6.8%
第一产业增加值	96.4	1.1%	-	3.8%
第二产业增加值	1,066.5	8.2%	-	8.3%
第三产业增加值	1,551.6	4.8%	-	6.0%
工业增加值	-	11.2%	-	11.0%
500 万元以上项目固定资产投资	-	2.0%	-	-26.2%
社会消费品零售总额	-	4.3%	1,511.0	6.4%
进出口总额	190.7	13.6%	167.9	-2.9%
存款余额	3,292.3	-12.8%	3,773.4	1.3%
贷款余额	2,971.5	-0.9%	2,998.4	6.8%
人均 GDP（元）	93,835	5.6%	-	6.3%
人均 GDP/全国 GDP	132.36%		-	

注：“-”表示统计公报未公布该数据

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

2019年包头市全市实现公共财政收入151.8亿元，同比增长6.4%；实现政府性基金收入95.2亿元，同比增长13%。

## 四、经营与竞争

2019 年公司营业收入仍主要由保障房销售及土地开发整理收入构成，受土地开发整理收入下滑影响，公司主营业务收入同比下降 20.62%至 11.29 亿元；因销售保障房及土地开发整理毛利率均有所提升，公司主营业务毛利率较上年提高 4.43 个百分点至 16.89%。

**表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
销售保障房	50,701.98	18.17%	12,861.51	10.79%

土地开发整理	62,241.26	15.84%	129,417.20	12.63%
<b>合计</b>	<b>112,943.24</b>	<b>16.89%</b>	<b>142,278.71</b>	<b>12.46%</b>

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

### 受北梁土地出让放缓影响，2019 年公司土地开发整理业务收入明显下降

土地开发整理业务由公司本部负责，公司受政府委托，主要对包头市北梁棚户区内存置土地进行开发整理。公司进行土地开发整理的模式为土地开发整理前期资金由公司垫付，整理的土地达到出让条件并由政府挂牌出让后，包头市财政局将土地出让金扣除五项基金后的资金支付公司，公司将整理土地出让后的政府返还收入作为土地开发整理收入，利润率以《包头市人民政府办公室关于印发包头市土地一级开发办法的通知》确定的土地开发成本为基数加成不超过 18% 计算。

2019 年公司出让土地为吾悦广场用地、水泊东岸用地及中铁建设集团房地产有限公司的竞拍宗地，土地性质为住宅用地及商业用地，受北梁土地出让放缓影响，2019 年公司土地开发整理收入同比下降 51.91% 至 6.22 亿元，2019 年公司土地开发整理收入占主营业务收入的比例为 55.11%，仍是公司收入的主要来源。

### 2019 年公司未产生委托代建项目收入，公司未结转委托代建项目较多，业务持续性较好，但需关注该业务的回款时间

截至 2019 年末，公司主要代建项目包括南四区、西一区、西三区及北八区等，计划总投资为 45.96 亿元，委托代建项目规模较大。根据公司 2019 年审计报告，截至 2019 年末，公司存货中已签订回购协议的开发成本为 165.01 亿元，委托代建业务持续性较好。但该业务收入规模及资金回流易受项目进度及财政拨付政策影响，2019 年该业务仍未产生收入，2015-2017 年公司委托代建业务均未实现回款、2018 年该业务实现部分回款、2019 年该业务仅实现回款 4.97 万元，整体看公司委托代建业务回款情况较差，未来需关注委托代建收入实现及实际回款的时间。

### 2019 年公司保障房收入增加，在售项目仍可带来一定收入；募投项目规模较大，需关注其收入和利润的实现时间和方式

公司保障房销售业务全部由公司本部负责。2019 年公司实现保障房销售收入 5.07 亿元，同比大幅增加，主要源于住建风景住宅项目。

截至 2019 年末，公司在售保障房项目均已完工，尚未完全销售，未来仍可形成一定收入。此外，募投项目为北梁棚户区搬迁改造项目，根据《包头市发展和改革委员会关于北梁棚户区搬迁改造项目调整建设内容、投资的批复》，该项目总投资从原来的 219.11 亿元变更为 306.25 亿元，截至 2019 年末，该项目后续尚需投资 23.27 亿元，

需关注其收入和利润的实现时间及实现方式。

### 2019 年公司继续获得一定力度的外部支持

作为包头市棚户区改造的主要建设主体，2019年公司继续获得一定力度的外部支持。2019年公司收到北梁棚改项目政府补助款0.30亿元，对公司利润形成一定补充。

## 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、2019 年审计报告，报告采用新会计准则编制，2019 年公司合并报表范围无变化。

### 资产结构与质量

#### 公司资产主要以应收款项及存货为主，资产流动性较差

截至 2019 年末，公司资产规模为 441.11 亿元，同比减少 1.78%。从资产构成来看，公司资产以应收款项及存货为主，截至 2019 年末，公司应收款项及存货占比合计为 86.91%，资产流动性较差。

表 3 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	281,226.81	6.38%	428,800.06	9.55%
应收账款	526,127.59	11.93%	479,277.96	10.67%
预付款项	108,469.64	2.46%	109,974.14	2.45%
其他应收款	442,373.15	10.03%	435,154.97	9.69%
存货	2,865,088.78	64.95%	2,843,744.70	63.32%
<b>流动资产合计</b>	<b>4,226,334.80</b>	<b>95.81%</b>	<b>4,299,843.96</b>	<b>95.75%</b>
长期股权投资	93,539.71	2.12%	98,489.71	2.19%
<b>非流动资产合计</b>	<b>184,750.35</b>	<b>4.19%</b>	<b>190,958.50</b>	<b>4.25%</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,411,085.15</b>	<b>100.00%</b>	<b>4,490,802.46</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司货币资金为 28.12 亿元，其中按揭贷款保证金 0.28 亿元，使用受到一定限制。截至 2019 年末，公司应收账款为 52.61 亿元，同比增加 9.78%，应

收账款主要是应收包头市财政局、包头市东河区财政局、北梁棚户区改造建设有限公司等单位的委托代建款，规模较大，公司未计提坏账准备，未来需注意实际回款时间。公司预付款项主要是预付的工程款，截至 2019 年末，公司预付款项为 10.85 亿元，主要系工程未结算，主要为预付包头市九原区棚户区（城中村）搬迁改造现场指挥部 3.00 亿元、预付包头市城乡建设发展集团有限公司 3.00 亿元及预付包头市北梁棚户区改造有限责任公司 2.33 亿元。截至 2019 年末，公司其他应收款余额为 44.24 亿元，主要为暂借款和与包头市地方国企等的往来款，公司已计提了坏账准备 4.20 亿元。公司其他应收款规模较大，部分账款账龄较长，面临较大坏账风险，未来需注意实际回款时间。

**表 4 按欠款方归集的截至 2019 年末余额前五名的其他应收款情况（单位：万元）**

单位名称	金额	年限	占其他应收款总额的比例	性质
包头市昆建城市发展有限公司	52,287.84	1 年以内、1-2 年、2-3 年	10.8%	往来款
固阳县发展投资有限责任公司	41,060.94	1-2 年、2-3 年、3-4 年	8.48%	借款
包头市东河区沙尔沁镇人民政府	40,308.35	1 年以内、1-2 年、2-3 年	8.32%	往来款
包头市城乡建设发展集团有限公司	39,524.94	1 年以内	8.16%	往来款
包头市东河区财政局	37,106.40	1 年以内、1-2 年、2-3 年	7.66%	往来款
<b>合计</b>	<b>210,288.47</b>	-	<b>43.42%</b>	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司存货账面价值为 286.51 亿元，其中开发产品为 26.72 亿元，开发成本 259.69 亿元，主要为安置区北区、北梁旧区、北梁地区基础设施等项目。公司存货中部分项目尚未签订回购协议，未来收益实现方式尚未确定。截至 2019 年末，公司长期股权投资余额为 9.35 亿元，主要是对光大兴陇信托有限责任公司的投资 6.00 亿元及对包头市金浦城市发展投资基金合伙企业投资 3.04 亿元。

总体来看，公司资产以应收款项及存货为主，集中变现难度较大，公司资产流动性较差，且公司应收款项合计已计提坏账准备 4.31 亿元，面临较大坏账风险，未来需注意实际回款时间。

## 盈利能力

### 公司营业收入出现较大下滑，但综合毛利率有所提高

受土地开发整理收入下滑影响，2019 年公司营业收入较上年下滑 20.56% 至 11.31 亿



元，下滑规模较大。毛利率方面，在保障房销售业务及土地开发整理业务毛利率均提升影响下，2019年公司综合毛利率增至17.00%。2019年公司实现营业利润1.51亿元，公司同期收到北梁棚改项目财政拨款0.30亿元，占营业利润的比重为19.90%，公司盈利对外部支持的依赖程度有所减弱。

**表 5 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
营业收入	113,140.88	142,414.90
其他收益	3,000.00	17,300.00
营业利润	15,073.01	19,035.49
利润总额	15,084.73	18,987.89
综合毛利率	17.00%	12.55%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流表现较差，且有息负债规模较大，未来面临较大的资金压力**

2019 年公司经营活动现金流入主要来自土地开发整理业务回款和与相关单位的往来款，经营活动现金流出主要用于工程建设支出及往来款项支出。2019 年公司经营活动现金净流入 0.37 亿元，经营活动现金流表现较差。

2019 年公司投资活动现金净流出 8.92 万元，规模较小。同期公司筹资活动现金净流出 14.85 亿元，主要用于偿还债务本息。公司经营活动现金流不足以支撑债务偿还支出，截至 2019 年末，公司有息负债规模为 288.87 亿元，规模较大，未来公司仍面临较大的资金压力。

**表 6 公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.60	1.99
销售商品、提供劳务收到的现金	67,722.35	283,478.89
收到的其他与经营活动有关的现金	222,303.26	212,515.86
经营活动现金流入小计	290,025.61	495,994.76
购买商品、接受劳务支付的现金	88,423.26	94,315.38
支付的其他与经营活动有关的现金	193,132.00	200,062.13
经营活动现金流出小计	286,301.50	298,011.07
经营活动产生的现金流量净额	3,724.10	197,983.68
投资活动产生的现金流量净额	-8.92	-31,716.32
筹资活动产生的现金流量净额	-148,492.31	-216,443.61

现金及现金等价物净增加额	-144,777.12	-50,176.25
--------------	-------------	------------

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息负债规模较大，未来面临较大的偿债压力

截至 2019 年末，公司负债总额为 337.98 亿元，同期末公司所有者权益总额为 103.13 亿元，产权比率为 327.72%，所有者权益对负债的保障程度较差。

表 7 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	3,379,792.74	3,469,461.96
所有者权益	1,031,292.41	1,021,340.50
产权比率	327.72%	339.70%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司流动负债与非流动负债占比基本相当。

截至 2019 年末，公司其他应付款为 161.79 亿元，主要为公司与相关单位的往来款以及暂借款。截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 3.08 亿元，全部为一年内到期的长期应付款。截至 2019 年末，公司长期借款为 113.92 亿元，全部为质押借款，质押物主要为北梁棚户户区改造等项目委托代建协议项下享有的所有权益和收益权益。截至 2019 年末，公司长期应付款为 18.27 亿元，含长期应付款 17.82 亿元和专项应付款 0.44 亿元，长期应付款主要为对国泰租赁有限公司和招银金融租赁有限公司的融资租赁借款。截至 2019 年末，公司应付债券为 30.51 亿元，为公司发行的“17 包头 01/17 包头建投债 01”及“17 包头 02/17 包头建投债 02”。截至 2019 年末，公司其他非流动负债余额为 3.75 亿元，主要为国开行发展基金投资 3.06 亿元及中国农业重点建设基金有限公司投资 0.69 亿元。

表 8 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
其他应付款	1,617,853.24	47.87%	1,617,276.42	46.61%
一年内到期的非流动负债	30,778.39	0.91%	30,526.30	0.88%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,715,348.25</b>	<b>50.75%</b>	<b>1,698,334.77</b>	<b>48.95%</b>
长期借款	1,139,200.00	33.71%	1,206,800.00	34.78%
长期应付款	182,666.97	5.40%	217,233.13	6.26%
应付债券	305,117.52	9.03%	304,794.07	8.79%

其他非流动负债	37,460.00	1.11%	42,300.00	1.22%
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,664,444.49</b>	<b>49.25%</b>	<b>1,771,127.20</b>	<b>51.05%</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,379,792.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,469,461.96</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	2,888,689.91	85.47%	2,922,962.17	84.25%

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司含其他应付款（有息部分）、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、有息的长期应付款及其他非流动负债在内的有息债务为 288.87 亿元，规模较大。其中，含其他应付款（有息部分）及一年内到期的非流动负债在内的短期有息债务为 122.87 亿元，公司面临较大偿债压力。

从偿债指标来看，2019 年末公司资产负债率为 76.62%，仍维持在较高水平。2019 年末公司现金短期债务比为 0.23，公司现金类资产对短期债务的保障能力较弱。2019 年公司 EBITDA 利息保障倍数有所增长，但仍处于较低水平，长期偿债能力较差。

**表 9 公司偿债能力指标**

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	76.62%	77.26%
现金短期债务比	0.23	0.37
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.51
有息债务/EBITDA	76.83	70.71

资料来源：公司 2018 年、2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**中证信用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债券的信用水平**

中证信用作为担保方为“17包头01/17包头建投债01”及“17包头02/17包头建投债02”债券向债券持有人出具了担保函。中证信用在该担保函中承诺，对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。在债券到期时，如公司不能全部兑付本金及利息，中证信用应承担担保责任，将兑付资金及时、足额划入债券受托管理人指定的银行账户。中证信用保证的范围包括：债券到期兑付的本金及利息，以及应支付的违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应支付的费用。

中证信用承担保证责任的期间为：债券存续期及债券到期之日起二年，债券购买人在此期间内未要求中证信用承担保证责任的，中证信用免除保证责任。中证信用是由中国证监会批准设立，于 2015 年 5 月 27 日成立的定位于资本市场的基础设施和功能性公司，纳入证监会统一监管，并加入中国证券业协会接受其自律管理。中证信用初始

注册资本为33.00亿元，经历次增资扩股，截至2019年末，中证信用实收资本为45.86亿元。

中证信用经营范围：各类信用主体及债项产品信用增进；征信业务和信用评级；股权、债券及金融衍生品投资；增信产品的创设和交易；增信基金设立与运行管理；信用受托管理及咨询；其他与信用增进和投资相关的私募业务。目前中证信用以投资业务和信用增进业务为主。

截至2019年末，中证信用资产总额为100.00亿元，所有者权益合计62.72亿元，资产负债率为37.29%；2019年中证信用实现营业收入11.14亿元，利润总额4.46亿元，经营活动现金净流出1.41亿元。

**表 10 中证信用主要财务指标**

项目	2019年	2018年
资产总计（万元）	1,000,045.33	973,082.80
所有者权益合计（万元）	627,157.54	607,955.33
资产负债率	37.29%	37.52%
流动比率	7.10	14.30
营业总收入（万元）	111,435.64	115,416.96
利润总额（万元）	44,627.88	39,694.78
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-14,124.60	6,391.32

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 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4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年末，公司对外担保金额为54.81亿元，占同期末净资产的53.15%，被担保方主要为当地国有企业，考虑到公司对外担保未设置反担保措施，未来面临较大的或有负债风险。

**表 11 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：亿元）**



被担保方	担保金额
包头交通投资集团有限公司	15.40
包头交通投资集团有限公司	11.00
包头市城乡建设发展集团有限公司	4.00
包头市城乡建设发展集团有限公司	4.00
包头市城乡建设发展集团有限公司	1.47
包头市城乡建设发展集团有限公司	1.30
包头新都市建设投资运营管理有限公司	5.00
包头市新都市区建设协调指挥部办公室	4.90
包头市九原城乡发展投资有限公司	0.82
包头市九原城乡发展投资有限公司	0.82
包头正信投资有限公司	6.10
<b>合计</b>	<b>54.81</b>

资料来源：公司提供

## 八、评级结论

2019年公司收到北梁棚改项目政府补助款0.30亿元，继续获得一定力度的外部支持；中证信用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“17包头01/17包头建投债01”、“17包头02/17包头建投债02”的信用水平。同时中证鹏元也关注到了2019年公司委托代建业务仍未产生收入，未来需关注该业务实际回款时间；公司面临较大的资金压力、偿债压力及或有负债风险等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级AA，维持“17包头01/17包头建投债01”、“17包头02/17包头建投债02”信用等级AAA，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	281,226.81	428,800.06	478,283.52
应收账款	526,127.59	479,277.96	537,668.87
存货	2,865,088.78	2,843,744.70	2,652,229.78
总资产	4,411,085.15	4,490,802.46	4,555,409.69
一年内到期的非流动负债	30,778.39	30,526.30	51,046.02
长期借款	1,139,200.00	1,206,800.00	1,251,100.00
应付债券	305,117.52	304,794.07	304,470.62
长期应付款	182,666.97	217,233.13	260,364.77
总负债	3,379,792.74	3,469,461.96	3,553,422.08
有息债务	2,888,689.91	2,922,962.17	2,980,998.65
所有者权益	1,031,292.41	1,021,340.50	1,001,987.61
营业收入	113,140.88	142,414.90	85,290.63
其他收益	3,000.00	17,300.00	8,000.00
营业利润	15,073.01	19,035.49	-15,764.99
利润总额	15,084.73	18,987.89	-15,774.24
净利润	9,951.91	18,749.37	-12,060.23
经营活动产生的现金流量净额	3,724.10	197,983.68	-436,194.30
投资活动产生的现金流量净额	-8.92	-31,716.32	-19.30
筹资活动产生的现金流量净额	-148,492.31	-216,443.61	520,784.76
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	17.00%	12.55%	14.02%
收现比	0.60	1.99	0.08
产权比率	327.72%	339.70%	354.64%
资产负债率	76.62%	77.26%	78.00%
现金短期债务比	0.23	0.37	0.42
EBITDA（万元）	37,596.15	41,338.02	14,461.26
EBITDA 利息保障倍数	0.57	0.51	0.16
有息债务/EBITDA	76.83	70.71	206.14

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 截至2019年末纳入合并范围的子公司（万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	取得方式
包头市东河区城市基础设施投资开发有限公司	164,824.00	100.00%	对城市、农村建设项目进行投资、开发等	股权转让

注：截至本报告出具日，该子公司股权工商变更尚未完成，其控股股东仍为包头市东河区财政局。

资料来源：公司 2019 年审计报告、公开资料

### 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	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
现金类资产	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$
有息债务	$\text{有息的其他应付款} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{有息的长期应付款} + \text{其他非流动负债}$



## 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。