

2015 年天津东方财信投资集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2020]100823】

评级对象： 2015 年天津东方财信投资集团有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA ⁺	稳定	AAA	2020 年 6 月 30 日
前次跟踪：	AA ⁺	稳定	AAA	2019 年 6 月 26 日
首次评级：	AA ⁺	稳定	AAA	2014 年 9 月 29 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位：人民币亿元			
发行人母公司数据：			
货币资金	11.97	16.39	9.31
刚性债务	411.35	354.47	300.70
所有者权益	222.24	226.92	227.52
经营性现金净流入量	1.39	-2.35	17.16
发行人合并数据及指标：			
总资产	1077.23	1069.26	1031.61
总负债	817.66	802.75	764.16
刚性债务	678.62	582.50	542.14
所有者权益	259.56	266.51	267.45
营业收入	5.63	4.90	4.39
净利润	9.40	4.19	3.50
经营性现金净流入量	-36.81	22.13	35.29
EBITDA	13.11	9.12	14.14
资产负债率[%]	75.90	75.08	74.07
长短期债务比[%]	128.59	74.22	57.09
营业利润率[%]	-43.69	-122.97	-305.89
短期刚性债务现金覆盖率[%]	21.61	15.67	12.97
营业收入现金率[%]	61.04	151.64	49.22
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.03	4.05	4.14
EBITDA/利息支出[倍]	0.27	0.24	0.35
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.03
担保方数据：			
总资产	122.48	116.50	101.94
所有者权益	86.33	83.60	80.79
期末担保余额	1088.79	1004.98	837.04
担保放大倍数[倍]	12.61	12.02	-

注：发行人数据根据东方财信经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。担保方数据根据中合中小企业融资担保股份有限公司经审计的 2017-2019 年财务数据以及相关期间业务数据整理、计算；担保放大倍数由中合担保计算并提供。

分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com
刘明珠 lmz@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对天津东方财信投资集团有限公司（简称“东方财信”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 15 东方财信债的跟踪评级反映了 2019 年以来东方财信在区域环境、业务地位及第三方担保等方面保持优势，同时也反映了公司在债务偿付、业务资金回笼、占款回收、盈利能力及或有负债等方面面临的压力。

主要优势：

- **区域发展环境较好。**东丽区是天津市环城四区之一，位于天津市中心市区和滨海新区之间，区位优势较明显；跟踪期内东丽区经济运行总体平稳，区域发展环境较好。
- **业务地位突出。**跟踪期内，东方财信在东丽区示范小城镇、保障性住房、园区和东丽湖地区建设等领域仍具备竞争优势，业务地位突出，可得到东丽区政府在资本补充、财政补贴等方面的有力支持。
- **第三方担保。**中合担保为 15 东方财信债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了 15 东方财信债到期偿付安全性。

主要风险：

- **债务偿付压力很大。**东方财信财务杠杆持续处于高位，债务负担重，债务偿付及周转压力大；跟踪期内，短期刚性债务规模进一步扩张，即期债务偿付压力很大。
- **业务资金回笼不确定性。**小城镇及其他基建项目整体建设期较长，后续仍有一定规模投入，且平衡地块受规划及土地市场影响，出让进度缓慢，已完工项目资金回笼速度慢，东方财信中短期内将持续面临较大的资金平衡压力。
- **占款回收风险。**东方财信大额资金被东丽区政

府机关及区属企业长期占用，对公司资产质量形成负面影响，并加大公司资金周转压力。

- **盈利能力较弱。**跟踪期内，东方财信财务费用持续增长，期间费用高企，严重侵蚀营业毛利，盈利的实现依赖于政府补助。
- **或有负债风险。**东方财信对外担保规模较大，虽然担保对象主要为区属企业，但仍有一定的代偿风险。

➤ 未来展望

通过对东方财信及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA⁺ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2015 年天津东方财信投资集团有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2015 年天津东方财信投资集团有限公司公司债券（简称“15 东方财信债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据天津东方财信投资集团有限公司（简称“东方财信”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据，对东方财信的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经国家发展和改革委员会发改财金【2014】2859 号文件批准，该公司于 2015 年 1 月 29 日公开发行了 15 东方财信债，发行金额为 16.00 亿元，期限为 7 年。目前 15 东方财信债尚未到期，付息情况正常。15 东方财信债的募集资金全部用于东丽区军粮城示范小城镇一期农民还迁住宅项目建设。截至 2019 年末，15 东方财信债募集资金已全部投入项目建设。15 东方财信债的偿付由中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可为债券的到期偿付提供有效保障。

截至 2020 年 6 月 15 日，该公司及下属子公司待偿还债券本金余额为 177.39 亿元。公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 1. 截至 2020 年 6 月 15 日公司存续债券概况（单位：亿元、%）

债项名称	起息日	到期日	发行规模	本金余额	当前票面利率
14 东方财信 PPN001	2014-08-01	2024-08-01	20.00	20.00	7.99
15 东方财信债	2015-01-29	2022-01-29	16.00	6.40	5.19
15 东方财信 PPN001	2015-07-10	2025-07-10	25.00	25.00	6.00
16 东方财信 PPN001	2016-01-28	2026-01-28	25.00	25.00	4.90
16 财信 01	2016-09-13	2020-09-13	20.00	20.00	7.99
19 财信 02	2019-12-23	2026-12-23	9.00	9.00	6.90
20 东丽 01	2020-01-20	2023-01-20	2.80	2.80	7.60
20 东丽 02	2020-04-24	2025-04-24	0.99	0.99	7.50
OTC 公司债券	2019-11-11	2020-12-23	1.00	1.00	6.89
东方财信 2017 年第一期债权融资计划	2017-09-20	2022-09-20	10.00	10.00	6.6
东方财信 2017 年第二期债权融资计划	2017-11-28	2020-11-28	2.00	2.00	7.0
东方财信 2018 年第一期债权融资计划	2018-02-01	2021-02-01	2.00	2.00	6.8
东方财信 2018 年第二期债权融资计划	2018-03-23	2021-03-23	3.50	3.50	8.5
东方财信 2018 年第四期债权融资计划	2018-12-28	2021-12-28	4.00	4.00	7.2
东方财信 2019 年第一期债权融资计划	2019-04-25	2022-04-25	9.00	9.00	7.5
东方财信 2020 年第一期债权融资计划	2020-01-17	2023-01-16	4.00	4.00	7.5
滨丽二次	2019-04-17	2022-01-25	1.60	1.60	--
滨丽二 02	2019-04-17	2021-01-25	5.60	5.60	7.00

债项名称	起息日	到期日	发行规模	本金余额	当前票面利率
滨丽二 03	2019-04-17	2022-01-25	7.20	7.20	7.50
滨丽 02	2019-01-15	2021-01-25	5.95	5.95	7.00
滨丽 03	2019-01-15	2022-01-25	7.65	7.65	7.50
滨丽次	2019-01-15	2022-01-25	1.70	1.70	--
东丽湖能源 ABS	2019-08-27	2039-08-26	3.00	3.00	6.3
合计	--	--	186.99	177.39	--

注：根据 Wind、东方财富提供资料计算、整理

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债

券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着

积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理。5 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预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 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），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年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；指出要“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，国务院办公厅下发《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），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时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，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；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。此外，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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出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。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

跟踪期内，东丽区经济运行总体平稳，服务业成为东丽区经济增长的主要动力，金融、科技信息、商贸物流等现代服务业稳步推进；全区出让的土地主要集中于外环线以外的中心城区，成交价格下降，成交总价减少。

东丽区是天津市环城四区之一，位于天津市中心市区和滨海新区之间，总面积约447平方公里，其中225平方公里位于滨海新区功能区范围内，43平方公里位于外环线内中心城区。东丽区地处天津滨海开发带、海河重化工带和京津塘高速公路高新技术开

发带，毗邻天津经济技术开发区、保税区、高新技术产业园区，区位优势明显。同时，区内交通便捷，形成了由公路、铁路、水路、航空共同搭建的立体交通网络。截至 2018 年末，全区常住人口 76.33 万人，比上年增加 0.54 万人；人口城镇化率为 98.76%。

跟踪期内东丽区经济运行总体平稳。2019 年，地区生产总值增速为 4.4%，较上年提升 2.40 个百分点。其中，第三产业增加值占比为 56%，较上年提升 2.00 个百分点，产业结构持续优化。

东丽区工业主导产业包括高端装备、生物医药、新一代信息技术、新能源、新材料，现已集聚了中国中车、平高电器、华为云、北京理工雷科、软通动力、霍尼韦尔、中航装甲、鸿远电气、华利电气、博奥赛斯等知名企业。2019 年全区工业经济质量有所提升，战略性新兴产业、高技术产业产值增速分别高于全部工业增速 1.4 和 3.4 个百分点。东丽区服务业主导产业包括金融、科技信息、商贸物流等，2019 年全区服务业增加值增长 7.5%，联合运输无车承运、英大商务、京东达业等新经济企业带动作用不断增强，现代物流业对服务业增加值贡献率达 20%。

跟踪期内，东丽区重大项目稳步推进。2019 年全区继续完善城市基础设施配套，推动新立示范镇还迁项目、东丽湖区域配套路网建设；完成地铁 11 号线剩余场站用地交接手续和津北路改建工程全部拆迁；华测检测等 23 个重点产业项目开工建设，三五汽车、明日宇航等 37 个重点产业项目竣工投产；固定资产投资同比增长 29.3%。

土地市场方面，2019 年，东丽区继续加快外环线外的住宅用地出让，住宅用地出让面积大幅增长，楼面成交均价整体亦较上年有所增长，带动土地出让总价较 2018 年大幅增长 81.49%。2020 年第一季度，全区出让住宅用地 8.1 万平方米，楼面成交均价为 10600.22 元/平方米，实现土地出让总价 11.18 亿元。

图表 2. 2017 年以来东丽区土地市场交易情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
土地出让总面积（万平方米）	75.07	75.10	122.85	8.10
其中：住宅用地出让面积	25.04	60.42	87.06	8.10
商业/办公用地出让面积	12.19	0.67	3.95	--
工业用地出让面积	37.83	13.67	5.57	--
其他用地出让面积	--	0.33	26.27	--
土地出让总价（亿元）	97.25	63.54	115.32	11.18
其中：住宅用地出让总价	89.70	60.69	107.21	11.18
商业/办公用地出让总价	4.50	1.52	4.43	--
工业用地出让总价	3.05	1.29	0.47	--
其他用地出让总价	--	0.04	3.21	--
楼面成交均价（元/平方米）	7612.78	6390.05	6963.23	10600.22
其中：住宅用地出让均价	19954.50	7683.59	8054.47	10600.22
商业/办公用地出让均价	3021.37	6292.90	3981.70	--
工业用地出让均价	449.54	729.04	863.78	--
其他用地出让均价	--	1271.15	2015.15	--

资料来源：CREIS 中指指数

2. 业务运营

跟踪期内，该公司继续承担东丽区多个示范小城镇和保障性住房项目，以及滨海重机工业园和东丽湖地区市政基建项目的投建和运营职能，各类项目建设稳步推进。考虑到小城镇及其他基建项目整体建设期较长，后续仍有一定规模投入，且平衡地块受规划及土地市场影响，出让进度缓慢，已完工项目资金回笼速度慢，公司中短期内将持续面临较大的资金平衡压力。

跟踪期内，该公司业务定位未发生重大变化，仍主要承担区内多个示范小城镇和保障性住房项目，以及滨海重机工业园和东丽湖地区市政基建项目的投建和运营职能，代建及工程收入是公司营业收入的主要构成。2019 年，公司实现营业收入 4.39 亿元，较上年下降 10.42%；其中代建收入为 1.10 亿元，较上年下降 10.67%，主要系小城镇等项目逐步完工所致；工程收入为 0.74 亿元，较上年下降 58.72%，主要系 2018 年平价转让一处工程导致当年收入确认规模较大所致。此外，供热及租赁业务等对公司收入形成有益补充，零散的地块整理收入及小城镇配套商业出让收入（即房地产业收入）不具有持续性。

图表 3. 2017-2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	5.63	100.00	4.90	100.00	4.39	100.00
代建收入	2.32	41.13	1.23	25.19	1.10	25.12
工程收入	0.02	0.39	1.80	36.66	0.74	16.89
供热收入	0.69	12.25	0.65	13.31	0.68	15.57
土地整理收入	0.72	12.80	0.65	13.26	--	--
房地产业收入	--	--	--	--	0.60	13.68
租赁收入	0.11	2.00	0.26	5.22	0.67	15.23
其他	1.77	31.43	0.31	6.35	0.59	13.51
毛利率	64.22		26.29		46.72	
代建收入	100.00		100.00		100.00	
工程收入	43.60		1.13		59.63	
供热收入	1.21		-21.71		-32.65	
土地整理收入	32.86		3.25		--	
房地产业收入	--		--		31.32	
租赁收入	12.75		16.03		40.26	
其他	58.26		36.41		45.87	

资料来源：东方财信

（1）示范小城镇、园区及东丽湖地区基础设施建设

跟踪期内，该公司仍承担东丽区多个示范小城镇和保障性住房项目，以及滨海重机工业园和东丽湖地区市政基建项目的投建和运营职能。资金平衡模式方面，根据《东丽区财政性资金投资项目代建管理办法》的规定，对于小城镇建设项目、基础设施建设项目、非经营性公建项目、园区建设项目等，政府与建设单位签订代建协议。小城镇项目的建设单位根据《天津市以宅基地换房建设示范小城镇管理办法》的规定，以项目本身

拥有的资产及其收益作为还贷担保，将未来小城镇建设项目的政府土地出让收益权作为质押，向金融机构融资，进行小城镇建设，在收到政府代建资金及代建收益并完成项目结算时，冲减投资成本，归还借款；小城镇项目的最终平衡资金来源于平衡地块的土地出让金收入。其他项目的代建单位自主融资与还款，项目建成后，政府以土地出让金收益、财政基础设施建设预算、基础设施建设行政性收费等资金拨付给代建单位。对于土地整理项目，政府与区内土地整理单位签订整理协议，土地整理单位先行融资整理土地，完成后由土地整理中心挂牌出让，政府以土地出让金支付土地整理成本并支付整理单位合理收益。同时，公司一般按照每年实际完成投资额的 5% 计提代建管理费，2019 年公司确认代建收入 1.10 亿元，较上年下降 10.67%，主要系小城镇等项目逐步完工，公司代建收入有所下降；当期毛利率均为 100.00%，较上年持平。

小城镇项目方面，该公司先后负责投建华明示范小城镇项目（一期、二期）、军粮城示范小城镇（一期、二期）和新立示范镇。截至 2019 年末，上述项目计划总投资 431.01 亿元，已投资 476.14 亿元¹；在建的新立示范镇和军粮城示范小城镇二期项目已进入建设收尾阶段，后续投入规模较小，其中 2020 年计划投资 15 亿元。近年来小城镇项目的相关平衡地块加快出让进度，公司逐步实现资金回笼，截至 2019 年末，小城镇项目累计已收到回款 120.26 亿元，其中 2019 年回笼资金 46.62 亿元。

保障房项目方面，该公司主要投建的保障房项目为无瑕街前四片项目和秀霞片棚改项目。其中，前四片项目为代建模式，已基本完工，截至 2019 年末已投资 16.65 亿元，收到项目回款 16.08 亿元；秀霞片项目为政府购买模式，政府购买服务合同总价款为 16.88 亿元²，截至 2019 年末，该项目已投资 7.36 亿元，已收到项目回款 1.30 亿元；尚需投资 6.69 亿元，其中 2020 年计划投资 1.00 亿元。

园区建设方面，该公司主要承担滨海新区重机工业园的基础设施及配套项目建设任务。园区规划总用地面积为 11.23 平方公里，已基本完成约 8 平方公里的区域开发，入园企业包括中国一重、赛瑞等。截至 2019 年末，公司在滨海新区重机工业园区已累计投资 74.04 亿元，园区内土地七通一平及基建已进入收尾阶段，后续资金投入需求较小；园区可出让土地面积约 1850 亩，以工业用地为主，已累计回笼资金 28.24 亿元，包括土地出让金返还 6.11 亿元、基础设施回购款 0.65 亿元、还迁房回购款 21.07 亿元等。

东丽湖地区建设方面，公司还承担东丽湖地区的部分基础设施建设，目前主要投建项目为东丽湖地区基础设施一期工程、新地河水库浚深改造工程、东丽湖路（湖滨路）工程和总部经济区道路工程项目，均为代建模式。截至 2019 年末，上述项目计已投资 48.71 亿元，尚待投入 7.08 亿元；累计收到回款 22.77 亿元。东丽湖地区拟建项目计划以地方政府债券及财政资金拨付进行投建，公司后续的项目融资压力或将有所减少。

图表 4. 截至 2019 年末示范小城镇及其他代建项目建设情况（单位：亿元）

项目类型	项目名称	规划总投资		已投资额	2020 年预计投资额	累计收到回款	计划建设期间	建设进度
		自有资金	债务融资					
小城镇项目	华明示范小城镇项目一期、二期	23.66	25.00	43.00	--	42.00	2006-2008	已竣工
	军粮城示范小城镇一期	25.44	81.90	173.14	--	40.63	2009-2014	基本完工

¹ 主要受项目建设周期较长影响，已投资额大于计划总投资。

² 2019-2030 年政府每年支付购买服务款 1.30 亿元，2031 年支付剩余的 1.28 亿元。

项目类型	项目名称	规划总投资		已投资额	2020 年 预计投资额	累计收到回款	计划建设期间	建设进度
		自有资金	债务融资					
	新立示范镇	44.74	87.50	120.00	10.00	37.625	2013-2018	在建
	军粮城示范小城镇二期	45.32	97.45	140.00	5.00	--	2013-2018	在建
保障性住房项目	无瑕街前四片项目	6.24	14.56	16.65	--	16.08	2009-2012	基本完工
	无瑕街秀霞片棚改项目	3.67	10.37	7.36	1.00	1.30	2013-2021	在建
园区建设项目	滨海新区重机工业园	27.00	63.00	74.04	--	28.24	2012 年起建	在建
东丽湖地区基础设施建设项目	东丽湖地区基础设施一期工程	2.93	22.01	32.54	--	17.77	2009.6 至今	基本完工
	新地河水库浚深改造工程	1.46	3.40	5.61	--	5.00	2010.2 至今	基本完工
	东丽湖路（湖滨路）工程	13.28		8.03	5.25	--	2013.1 至今	在建
	总部经济区道路工程项目	4.36		2.53	1.83	--	2014.1 至今	在建
合计		603.29		622.90	23.08	188.65	--	--

资料来源：东方财信

整体看，该公司小城镇及其他基建项目整体建设期较长，后续仍有一定规模投入，平衡地块受规划及土地市场影响，出让进度缓慢，已完工项目资金回笼速度慢，公司中短期内将持续面临较大的资金平衡压力。

（2）其他业务

跟踪期内，该公司其他业务主要包括工程业务、供热业务、租赁业务、地块整理及房地产业务。

工程业务运营主体主要为子公司天津市滨海万新投资开发建设有限公司（以下简称“滨海万新”）。滨海万新主要承接东丽区万新街道的基础设施代建业务，一般按工程建设投入的 2%收取管理费。该公司 2019 年确认工程收入 0.74 亿元，较上年下降 58.72%；同期该业务毛利率为 59.63%，较上年提升高 58.50 个百分点；2019 年工程收入规模较小而毛利率较高主要系 2018 年子公司天津东丽湖建设发展有限公司（以下简称“东丽湖建发”）按区里要求平价转让一处工程给天津市东丽湖旅游开发总公司所致。

供热业务运营主体为子公司天津东丽湖能源科技有限公司，对东丽湖区域的民宅和工业企业供热，并承担供热管网建设维护等。该公司 2019 年确认供热收入 0.68 亿元，较上年小幅增长 4.75%，同期该业务毛利率为-32.65%，较上年下降 10.94 个百分点主要系随着区域内新建居住小区交付使用，供热面积有所增加，而管道配套不到位或损坏，需使用液化天然气供热，成本上升导致毛利率为下降。

租赁业务主要为该公司将闲置资产进行出租，2019 年公司确认租赁收入 0.67 亿元，较上年大幅增长 161.17%；同期该业务毛利率为 40.26%，较上年提升 24.23 个百分点，租赁收入及毛利率显著增长主要系可出租物业面积的增加，以及东丽湖建发新增管网租赁收入所致。

此外，2019 年公司实现房地产业收入 0.60 亿元，系军粮城示范小城镇配套商业——中街商业广场的销售收入。公司无在建及拟建的商业地产和商品房项目，中街商业广场项目剩余可售面积约 4 万平方米，预计未来可实现 6 亿元销售收入，但销售进度不确定，

该业务收入亦不具备持续性。

管理

该公司是东丽区国资委控股的国有企业。跟踪期内，公司在法人治理结构、重要管理制度及组织架构等方面未发生重大变化。公司历史偿债记录良好，不存在恶意欠息、欠贷等信用异常情况。

2020 年 1 月该公司收到股东增资款 10.00 亿元，实收资本增至 60.30 亿元，并于 2020 年 4 月完成工商变更，股东持股比例无变化，仍由天津市东丽区人民政府国有资产监督管理委员会（简称“东丽区国资委”）持股 90.00%、天津市东丽区国财国有资本运营有限公司持股 10.00%，公司实际控制人仍为东丽区国资委。股东对公司仍有增资计划，2020 年 3 月 20 日至 2020 年 6 月 16 日公司累计收到东丽区国资委增资款 7.50 亿元。跟踪期内，公司除上述事项外，公司在法人治理结构、重要管理制度及组织架构等方面均无重大变化。

根据该公司提供的本部 2020 年 6 月 1 日、天津市滨丽建设开发投资有限公司 2020 年 5 月 8 日、天津市滨丽小城镇建设开发有限公司 2020 年 3 月 25 日、天津东丽湖建设发展有限公司 2020 年 4 月 23 日的《企业信用报告》，跟踪期内，公司本部及主要举债子公司偿债记录无异常。除上述事项外，经查询国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2020 年 6 月 15 日，未发现公司本部存在重大异常情况。

财务

跟踪期内，该公司财务费用有所增长，期间费用高企，严重侵蚀营业毛利，盈利的实现依赖于政府补助；公司财务杠杆持续处于高位，债务负担重，债务偿付及周转压力大；同时，公司项目开发成本变现周期长，且大额资金被东丽区政府机关及区属企业长期占用，公司资产流动性弱；公司主业现金回笼速度有所提升，经营活动现金流呈现净流入状态，为债务偿付提供一定支撑，但公司短期刚性债务规模进一步扩张，现金存量较少，即期债务偿付压力很大。

1. 公司财务质量

跟踪期内，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 年度的财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定。

跟踪期内，该公司新纳入合并范围的一级子公司 3 家，为股权划拨纳入的天津市东丽区旅游局培训中心和新设立的天津泊丽停车场管理服务有限公司和天津穆园陵寝有限公司；不再纳入合并范围的子公司 2 家，为委托政府机构管理而失去控制权的天津滨海创意投资发展有限公司（以下简称“滨海创意”）和天津市滨海金钟投资开发建设有

限公司（以下简称“滨海金钟”）。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 19 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

近年来，该公司承担了大量代建项目的投融资任务，资金需求量大，负债经营特征凸显。2019 年末，公司负债总额为 764.16 亿元，较上年末下降 4.81%；资产负债率为 74.07%，较上年末下降 1.01 个百分点。整体看，公司负债规模较上年末有所下降，但财务杠杆仍维持在高位。同期末，公司长短期债务比为 57.09%，较上年末下降 17.13 个百分点，随着债务到期及其他应付款增加，公司负债期限结构短期化。

从具体构成看，该公司负债以刚性债务、应付账款和其他应付款为主。2019 年末应付账款余额 34.01 亿元，主要系应付工程款，较上年末减少 20.94%，主要系与中冶建工集团（天津）建设工程有限公司等结算部分工程款所致；其他应付款余额 175.43 亿元，主要系拆借东丽区政府机关和区属企业的资金、收取的施工方工程保证金等，其中对天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司（以下简称“东丽城投”）、土地整理中心、滨海万新街道办事处、天津住宅集团建设工程总承包有限公司、东丽湖温泉度假区管委会、无瑕街道办事处财务科的应付款项分别为 27.57 亿元、16.47 亿元、12.88 亿元、6.00 元、5.44 亿元和 5.38 亿元，较上年末增长 8.18%，主要系与区属企业往来款增加所致。

2019 年末，该公司刚性债务余额为 542.14 亿元，占负债总额比率为 70.95%；同期末股东权益与刚性债务比率为 49.33%。公司刚性债务规模大，面临的债务偿付压力大。且公司短期刚性债务持续增长，公司面临的即期债务偿付压力很大。2019 年末公司短期刚性债务余额为 276.44 亿元，较上年末增加 25.43 亿元；短期刚性债务现金覆盖率为 12.97%，较上年末下降 2.7 个百分点。

从刚性债务具体构成看，2019 年末该公司刚性债务主要由银行借款³、应付债券和长期应付款构成。其中，银行借款余额为 295.54 亿元，较上年末下降 16.54%，包括短期借款 23.52 亿元、长期借款 131.04 亿元（利率区间 5%-12%）和一年内到期的长期借款 140.98 亿元，以抵押和保证借款为主；应付债券为 142.84 亿元，较上年末略有增长，系公司及子公司发行的债券，其中一年内到期的应付债券为 23.02 亿元。长期应付款方面，2019 年末公司长期应付款（含一年内到期的长期应付款）余额为 84.57 亿元，主要包括股权回购和融资租赁款，其中一年内到期的长期应付款为 69.72 亿元；较上年末增加 10.26 亿元，主要系公司当年新增东方资产管理公司 7.00 亿元、天津津融资产管理有限公司 3.00 亿元借款。

从融资渠道及到期分布看，根据该公司统计口径，截至 2019 年末，公司刚性债务主要来源于银行借款 170.48 亿元、信托借款 79.71 亿元、股权融资计划 60.83 亿元、融资租赁借款 23.38 亿元，以及债券（含 ABS）176.10 亿元。根据公司提供的数据，公司

³ 此处指计入“短期借款”、“一年内到期的长期借款”和“长期借款”科目的借款。

综合融资成本约 7.5%，2020 年-2022 年债务分别到期 274.72 亿元、114.86 亿元和 76.34 亿元。

图表 5. 2017-2019 年末公司刚性债务构成（单位：亿元）

科目	2017 年	2018 年	2019 年
短期借款	22.14	29.75	23.52
应付票据	0.50	5.00	12.00
应付利息	4.63	8.40	7.20
一年内到期的非流动负债	205.16	207.86	233.72
其中：一年内到期的长期应付款	27.77	29.94	69.72
短期刚性债务合计	232.43	251.01	276.44
长期借款	248.47	180.43	131.04
应付债券	107.99	106.33	119.82
长期应付款	89.74	44.73	14.85
长期刚性债务合计	446.19	331.49	265.70

资料来源：东方财富

截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 78.36 亿元，担保比率为 29.30%，包括对东丽城投的担保 32.52 亿元、对天津市滨海华明开发建设有限公司⁴的担保 11.45 亿元、对天津市东丽经济技术开发区总公司的担保 8.10 亿元等。公司对外担保规模大，被担保对象主要为区属企业，面临一定代偿风险。

（2）现金流分析

该公司经营活动现金流入主要来自于收到的政府往来款、专项资金、土地补偿费以及保证金等，与公司的代建业务相关性较高。同时，公司经营活动现金流出以代建业务支付的现金和对其他单位的资金拆借款流出现金为主。2019 年公司营业收入现金率为 49.22%，较上年下降 102.42%，当期主营业务资金回笼情况较差；同期经营活动现金流量净额为 35.29 亿元，较上年增长 59.50%，主要系当期往来款净流入规模增加所致。2019 年公司投资性现金流净额为-12.03 亿元，主要系公司收购天津滨丽项目管理有限公司股权导致投资性现金流净额大幅净流出。随着债务偿付压力的增加，公司筹资活动现金净流出规模较大，2019 年筹资活动现金流净流出 43.95 亿元。短期内，公司对刚性债务的偿付能力仍将主要取决于工程项目回款和公司自身融资能力。

该公司 EBITDA 主要由列入财务费用的利息支出和利润总额构成，2019 年 EBITDA 为 14.14 亿元，较上年大幅增长 5.02 亿元，主要系列入财务费用的利息支出增加。整体看，公司刚性债务规模较大，EBITDA 对利息支出的保障程度较弱；公司主业现金回笼速度有所提升，经营活动现金流呈现净流入状态，为债务偿付提供一定支撑，但仍无法对大额刚性债务形成较好保障。

图表 6. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.27	0.24	0.35
EBITDA/刚性债务(倍)	0.02	0.01	0.03

⁴ 由该公司和天津市东丽区华明街企业服务中心全资子公司天津市世纪华明投资发展有限公司分别持股 49.96%和 50.045%。

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-11.12	5.41	7.45
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	-5.53	3.51	6.28
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-12.13	6.24	4.91
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-6.03	4.05	4.14

资料来源：东方财信

(3) 资产质量分析

2019 年末，该公司所有者权益为 267.45 亿元，较上年末略增 0.35%；实收资本和资本公积是所有者权益的重要构成，同期末合计占比 76.40%，公司资本结构较稳健。公司资本公积近年来变动较小，主要系各年间股东无偿划入或划出部分股权和资产；截至 2020 年 6 月 16 日公司实收资本较 2019 年末增加 17.50 亿元，资本实力进一步增强。

2019 年末，该公司资产总额为 1031.61 亿元，较 2018 年末下降 3.52%，以流动资产为主，集中于存货、其他应收款和货币资金。从具体构成看，2019 年末，公司存货余额为 684.03 亿元，较上年末增长 3.70%，主要为代建项目成本，同期末代建项目成本占存货的比重为 99.30%，以军粮城示范小城镇一期、二期、新立示范镇等小城镇项目开发成本为主；其他应收款余额为 280.64 亿元，较上年末下降 16.85%，主要系应收东丽区财政局等政府机关及区属企业的往来款，其中应收东丽区财政局 79.07 亿元，应收天津市东方国润投资有限公司⁵（以下简称“国润公司”）及其子公司天津市滨辅建设开发有限公司和天津市滨新城市建设投资有限公司⁶合计 94.03 亿元，应收天津成茂置业有限公司 12.90 亿元；较上年末下降 16.85%，主要系收回东丽区财政局部分往来款所致。公司其他应收款规模大，回笼时间具有一定不确定性，长期的大额资金占用对公司资产质量和现金流状况形成负面影响。同期末，公司货币资金余额为 35.85 亿元，较上年末下降 8.86%，主要系当年债务偿付规模较大所致。

(4) 流动性/短期因素

2019 年末，该公司流动比率为 206.60%，较上年末下降 19.61 个百分点；因公司代建项目的政府回购款变现周期长，且公司其他应收款规模较大，回笼时间不确定，公司的资产流动性弱于账面所示。同期末公司现金比率为 7.37%，较上年末下降 1.17 个百分点，公司存量货币资金无法对即期债务的偿付提供充分支撑。

此外，根据审计报告披露的数据，截至 2019 年末，该公司货币资金因质押融资受限 17.50 亿元；通过土地、房产、管网等资产抵质押获得的借款余额为 214.93 亿元。

3. 公司盈利能力

跟踪期内，该公司营业毛利主要来源于以净收益入账的代建业务。2019 年，公司实现营业毛利 2.05 亿元，较上年增长大幅 59.18%；同期综合毛利率为 46.72%，较上年提高 20.43 个百分点，2019 年营业毛利及综合毛利率均较上年大幅提高，主要系工程业务

⁵ 由东丽区国资委持股 98.03%。

⁶ 因无实际业务，作为空壳低效公司已注销，相关资产及债务由国润公司承继。

毛利率增长、新增毛利率较高的房地产业务收入，以及租赁业务规模和盈利水平有所提高所致。

该公司期间费用以财务费用和管理费用为主，2019 年公司发生期间费用 10.92 亿元，较上年大幅增长 69.15%，主要为公司新增债务用于偿债，导致费用化利息增长所致。同期，公司期间费用率为 248.91%，高企的期间费用严重侵蚀营业毛利。

非经常性损益方面，该公司 2019 年资产减值损失 7.05 亿元，主要系 2019 年公司对滨海金钟和滨海创意的投资全额计提了减值准备 4.87 亿元⁷，以及对天津恒大地产有限公司 3.81 亿元其他应收款因逾期和诉讼计提坏账准备 1.14 亿元。2019 年公司因处置万象饭店房产及土地实现资产处置收益 1.49 亿元；因对滨海金钟和滨海创意失去控制权而在合并层面确认投资收益 1.17 亿元⁸。

受期间费用持续增长和非经常性损益影响，该公司营业利润亏损额进一步扩大，盈利的实现依赖于政府补助。2019 年，公司获得政府补助收入 17.50 亿元；同期，公司净利润为 3.50 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司继续承担东丽区多个示范小城镇和保障性住房项目，以及滨海重机工业园和东丽湖地区市政基建项目的投建和运营职能，各类项目建设稳步推进。考虑到小城镇及其他基建项目整体建设期较长，后续仍有一定规模投入，且平衡地块受规划及土地市场影响，出让进度缓慢，已完工项目资金回笼速度慢，公司中短期内将持续面临较大的资金平衡压力。

跟踪期内，该公司财务费用有所增长，期间费用高企，严重侵蚀营业毛利，盈利的实现依赖于政府补助；公司财务杠杆持续处于高位，债务负担重，债务偿付及周转压力大；同时，公司项目开发成本变现周期长，且大额资金被东丽区政府机关及区属企业长期占用，公司资产流动性弱；公司主业现金回笼速度有所提升，经营活动现金流呈现净流入状态，为债务偿付提供一定支撑，但公司短期刚性债务规模进一步扩张，现金存量较少，即期债务偿付压力很大。

2. 外部支持因素

作为东丽区示范小城镇和保障性住房项目，以及滨海重机工业园和东丽湖地区市政基建项目的投建和运营主体，该公司业务地位突出，能得到东丽区政府在资本补充、财政补贴等方面的有力支持。2019 年，公司获得政府补助收入 17.50 亿元，为盈利的实现提供支撑。截至 2020 年 6 月 16 日公司实收资本较 2019 年末增加 17.50 亿元，资本实力进一步增强。

⁷ 该公司 2019 年将滨海创意和滨海金钟分别委托政府机构管理，不再纳入合并范围，因滨海创意和滨海金钟净资产为负，公司全额计提了减值准备合计 4.87 亿元。

⁸ 主要系在合并层面对以前年度确认的损失予以冲回。

该公司与多家金融机构保持了良好的合作关系，截至 2019 年末，公司合并口径获得银行授信 273.67 亿元，已使用授信额度 252.41 亿元，未使用额度为 21.26 亿元。

附带特定条款的债项跟踪分析

外部担保

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中合担保成立于 2012 年 7 月，原名为中合中小企业担保股份有限公司，初始注册资本为人民币 51.26 亿元，由中国进出口银行（以下简称“进出口银行”）、JP Morgan China Investment Company Limited（以下简称“摩根大通”）、海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）、宝钢集团有限公司（现用名为中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）⁹）、海宁宏达股权投资管理有限公司（以下简称“海宁宏达”）、西门子（中国）有限公司（以下简称“西门子”）和内蒙古鑫泰投资有限公司（以下简称“内蒙古鑫泰”）共同出资组建，股东均以货币资金出资。2012 年 10 月，中合担保更名为现名。

2015 年 10 月 16 日，中合担保获股东大会批准增资扩股事宜，共计募集人民币 23.58 亿元。海宁宏达、内蒙古鑫泰和天津天海投资发展股份有限公司（现用名为海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）¹⁰）分别认购 0.80 亿股、0.60 亿股和 19.10 亿股。截至 2019 年末，公司注册资本为 71.76 亿元，其中海航资本及其关联方海航科技合计持股比例为 43.34%，为公司第一大股东，但公司无实际控制人。公司股权结构如下图所示：

图表 7. 截至 2019 年末公司股权结构

序号	股东名称	股份数额（万股）	持股比例（%）
1	海航科技股份有限公司	191040	26.62
2	JP Morgan China Investment Company Limited	127600	17.78
3	海航资本集团有限公司	120000	16.72
4	中国宝武钢铁集团有限公司	105000	14.63
5	海宁宏达股权投资管理有限公司	68000	9.47
6	中国进出口银行	50000	6.97
7	西门子（中国）有限公司	35000	4.88
8	内蒙古鑫泰投资有限公司	21000	2.93
合计：		717640	100.00

注：根据中合担保提供资料整理

中合担保是一家中外合资跨区域经营的融资担保机构，是根据国务院“加快推进利用外资设立中小企业担保公司”要求（国发[2010]9 号），由国家发改委牵头设立的试点项目。公司的经营范围包括：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保；贸易融资担保；

⁹ 2016 年 9 月 22 日，根据国务院国有资产监督管理委员会《关于宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）公司重组的通知》，宝钢集团有限公司与武汉钢铁（集团）有限公司实施资产重组，宝钢集团有限公司更名为中国宝武钢铁集团有限公司，该事项已于 2016 年 11 月 17 日完成工商登记。

¹⁰ 2018 年 4 月 19 日，天津天海投资发展股份有限公司名称变更为海航科技股份有限公司，海航科技为海航资本关联企业。

项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保，预付款担保，工程履约担保，尾付款如约偿付担保及其他合同履行担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2019 年末，中合担保经审计的合并口径资产总额为 101.94 元，期末在保余额 837.04 亿元，融资担保责任余额为 681.45 亿元，融资担保责任余额的净资产放大倍数为 8.28 倍，净资产为 80.79 亿元；2019 年度公司实现营业收入 10.22 亿元¹¹，其中担保业务净收入 7.58 亿元，已赚保费 7.40 亿元，投资收益 3.63 亿元，实现净利润 0.29 亿元。

中合担保是国家发展和改革委员会为落实《国务院关于进一步做好利用外资工作的若干意见》（国发【2010】9 号）关于“加快推进利用外资设立中小企业担保公司试点工作”的要求，由国家发改委推动，中国进出口银行、摩根大通等 7 家中外股东共同出资设立，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。2016 年增资事项完成后，公司注册资本增至 71.76 亿元，是国内注册资本最大的担保机构之一，具有良好的背景和雄厚的资本实力。

值得关注的是，2017 年以来，我国《融资担保公司监督管理条例》及其配套政策出台，在规范融资担保业务经营方面均做了细化要求。在强调协调避免监管套利的思路下，对信用增进行业相关监管制度的规范建立具有指导意义，中合担保增信业务结构或将受到影响。此外，在我国债券市场信用风险的逐步释放，信用违约事件频发的背景下，中合担保面临的市场风险、投资风险和流动性风险有所加大，未来对中合担保的信用风险识别能力及投资判断能力均提出更高要求。

整体来看，中合担保提供的担保进一步增强了本期债券的安全性。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司继续承担东丽区多个示范小城镇和保障性住房项目，以及滨海重机工业园和东丽湖地区市政基建项目的投建和运营职能，各类项目建设稳步推进。考虑到小城镇及其他基建项目整体建设期较长，后续仍有一定规模投入，且平衡地块受规划及土地市场影响，出让进度缓慢，已完工项目资金回笼速度慢，公司中短期内将持续面临较大的资金平衡压力。

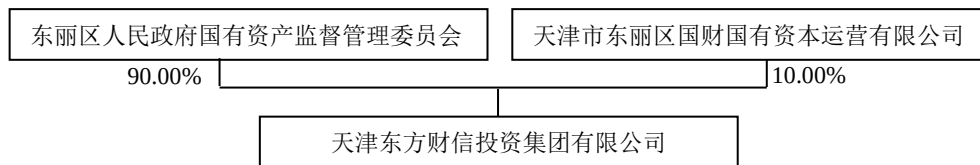
跟踪期内，该公司财务费用有所增长，期间费用高企，严重侵蚀营业毛利，盈利的实现依赖于政府补助；公司财务杠杆持续处于高位，债务负担重，债务偿付及周转压力大；同时，公司项目开发成本变现周期长，且大额资金被东丽区政府机关及区属企业长期占用，公司资产流动性弱；公司主业现金回笼速度有所提升，经营活动现金流呈现净流入状态，为债务偿付提供一定支撑，但公司短期刚性债务规模进一步扩张，现金存量较少，即期债务偿付压力很大。

中合担保提供的担保有效提升了 15 东方财信债的到期偿付安全性。

¹¹ 中合担保营业收入包括已赚保费、投资收益、公允价值变动损益、汇兑损益、其他收益和其他业务收入，其中已赚保费为担保业务收入扣除分出保费和提取未到期责任准备金所得。

附录一：

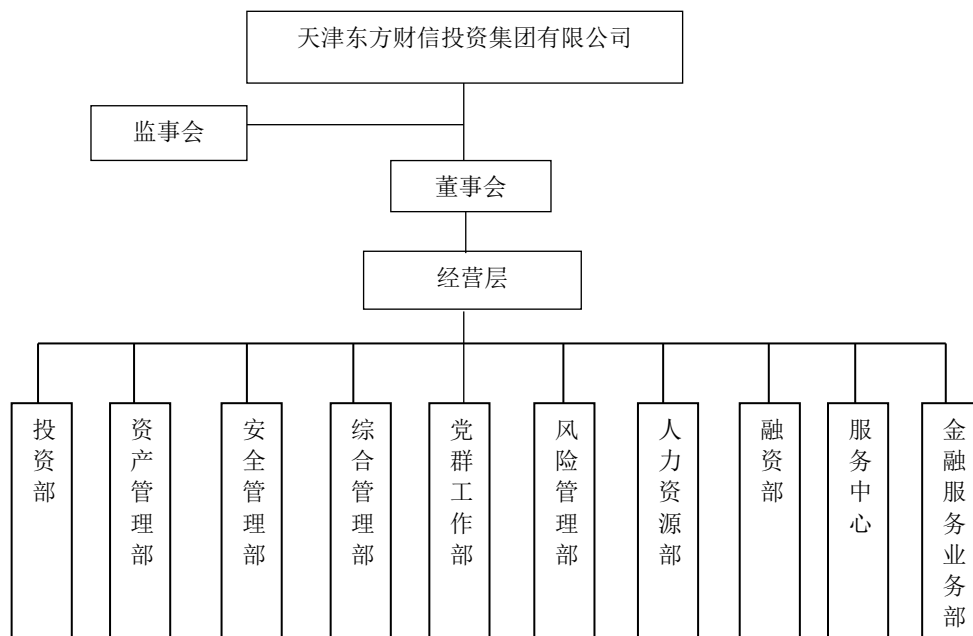
公司股权结构图



注：根据东方财信提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据东方财信提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	1077.23	1069.26	1031.61
货币资金 [亿元]	50.22	39.34	35.85
刚性债务[亿元]	678.62	582.50	542.14
所有者权益 [亿元]	259.56	266.51	267.45
营业收入[亿元]	5.63	4.90	4.39
净利润 [亿元]	9.40	4.19	3.50
EBITDA[亿元]	13.11	9.12	14.14
经营性现金净流入量[亿元]	-36.81	22.13	35.29
投资性现金净流入量[亿元]	-3.33	3.40	-12.03
资产负债率[%]	75.90	75.08	74.07
长短期债务比[%]	128.59	74.22	57.09
权益资本与刚性债务比率[%]	38.25	45.75	49.33
流动比率[%]	285.37	226.21	206.60
速动比率[%]	115.52	82.70	65.44
现金比率[%]	14.04	8.54	7.37
短期刚性债务现金覆盖率[%]	21.61	15.67	12.97
利息保障倍数[倍]	0.25	0.22	0.32
有形净值债务率[%]	315.47	301.62	285.87
担保比率[%]	21.82	19.58	29.30
毛利率[%]	64.22	26.29	46.72
营业利润率[%]	-43.69	-122.97	-305.89
总资产报酬率[%]	1.17	0.78	1.25
净资产收益率[%]	3.71	1.59	1.31
净资产收益率*[%]	3.82	1.72	1.30
营业收入现金率[%]	61.04	151.64	49.22
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-11.12	5.41	7.45
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-5.53	3.51	6.28
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-12.13	6.24	4.91
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-6.03	4.05	4.14
EBITDA/利息支出[倍]	0.27	0.24	0.35
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.01	0.03

注：表中数据依据东方财信经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算。

附录四：
担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标	2017 年	2018 年	2019 年
实收资本（亿元）	71.76	71.76	71.76
股东权益（亿元）	86.33	83.60	80.79
总资产（亿元）	122.48	116.50	101.94
货币资金（亿元）	1.46	1.09	1.21
风险准备金（亿元）	19.74	23.57	28.69
营业收入（亿元）	14.86	10.98	10.22
担保业务收入	8.53	8.78	7.58
营业利润（亿元）	10.51	7.93	0.20
净利润（亿元）	6.11	0.71	0.29
平均资本回报率（%）	7.24	0.84	0.35
风险准备金充足率（%）	1.81	2.34	3.43
担保放大倍数（倍）	12.61	12.02	--
担保责任放大倍数（倍）	--	9.54	8.28
担保发生额（亿元）	362.99	89.26	43.46
期末担保余额(亿元)	1088.79	1004.98	837.04
融资担保责任余额（亿元）	--	810.97	681.45
累计担保代偿率（%）	2.21	2.81	5.66
累计代偿回收率（%）	19.74	26.71	22.85
累计代偿损失率（%）	6.00	3.49	0.74

注：表中根据中合担保经审计的 2017-2019 年财务数据以及相关期间业务数据整理计算；担保放大倍数和担保责任放大倍数由中合担保计算并提供。

各项指标的计算公式

指标名称	计算公式
平均资本回报率	净利润/[（上期末股东权益+本期末股东权益）/2] ×100%
风险准备金充足率	担保风险准备金/期末担保余额×100%
累计担保代偿率	近三年累计代偿金额/近三年累计解除担保金额×100%
累计代偿回收率	近三年累计代偿回收金额/近三年累计代偿金额×100%
累计代偿损失率	近三年累计代偿损失金额/近三年累计代偿金额×100%

注：上述指标计算以担保方合并财务报表数据为准。

附录五：
各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：
评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。