

2013 年唐山曹妃甸发展投资集团有限公司
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

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【489】号 01

债券简称：13 曹妃甸债
/PR 曹妃甸

债券剩余规模：4 亿元

债券到期日期：2020 年
10 月 15 日

债券偿还方式：债券存
续期内第 3-7 个计息年
度末分别偿还债券发行
总额的 20%

分析师

姓名：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@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

2013 年唐山曹妃甸发展投资集团有限公司公司债券 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	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 06 月 29 日	2019 年 06 月 27 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”）对唐山曹妃甸发展投资集团有限公司（以下简称“曹妃甸发展”或“公司”）及其 2013 年 10 月 15 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA+，发行主体长期信用等级上调为 AA+，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于：2019 年以来股东向公司增资累计 19.60 亿元，当地政府及股东向公司注入资产累计 73.67 亿元，给予补贴累计 7.70 亿元，公司资本实力及利润水平得到显著提升；唐山市经济实力较强，曹妃甸区经济增速较快，为公司发展提供了良好的基础；公司已完工市政设施项目较多，未来收入来源较有保障。同时中证鹏元也关注到，公司资产质量一般且流动性较弱，面临一定资金压力、较大债务压力及一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 唐山市经济实力较强，曹妃甸区经济增速较快，为公司发展提供了良好基础。唐山市是中国重要沿海港口城市和京津冀都市圈的核心城市，依托独特的区位条件、丰富的自然资源和港口等优势，2019 年唐山市经济实力有所增强，地区生产总值为 6,890.0 亿元，增速为 7.3%，全市 GDP 总量居河北省第一，经济实力较强。曹妃甸区是毗邻京津的物流枢纽，2019 年曹妃甸区实现地区生产总值 630.04 亿元，增速为 9.1%，区域经济保持增长且增速较快，2019 年 8 月 31 日中国（河北）自由贸易试验区曹妃甸片区正式挂牌成立，是国家第五批自由贸易试验区，为公司发展提供了良好的基础。

- **公司已完工基础设施项目较多，未来收入来源较有保障。**公司是曹妃甸区疏浚造地、土地开发及基础设施建设的主体，2019年公司基础设施回购业务收入为27.54亿元，同比增长172.67%；截至2019年末，公司已完工但未移交的基础设施账面价值为174.74亿元，未来随着该部分基础设施的移交，公司收入来源较有保障。
- **公司继续得到较大外部支持。**2019年以来公司股东累计向公司货币增资19.60亿元，公司获得政府拨付的资本金、子公司股权及接受股东债转股形式的支持等，增加公司资本公积73.67亿元；补贴方面，公司取得因承担政府公益性项目建设获得的资金补贴、招商引资奖励等补贴收入合计7.70亿元，有效增强了公司的资本实力与盈利水平。

关注：

- **公司资产质量一般且流动性较弱。**截至2019年末，公司应收账款及其他应收款金额合计为324.79亿元，占总资产的37.08%，规模较大，其中应收非政府部门款项已计提坏账准备38.41亿元，应收款项质量一般；公司受限资产总额为61.26亿元，受限资产规模较大，资产流动性较弱。
- **公司在建市政项目尚需投资较多，存在一定资金压力。**截至2019年末，公司在建的主要市政项目计划总投资58.82亿元，已投资49.75亿元，尚需投资9.07亿元，公司存在一定的资金压力。
- **公司有息负债规模较大，现金短期债务比显著降低，仍面临较大的债务压力。**截至2019年末公司有息债务合计247.46亿元，占公司总负债的65.13%，有息债务同比增加且规模较大；2019年末公司现金短期债务比为0.53，同比有所下降；EBITDA利息保障倍数为2.38，公司仍面临较大的债务压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保余额为76.03亿元，占所有者权益的比重为15.33%，担保对象主要为曹妃甸区国有企业，但均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	8,758,115.26	7,262,130.74	8,568,891.92
所有者权益合计	4,958,486.92	4,008,640.86	3,853,912.77
有息债务	2,474,594.16	2,109,471.27	3,600,670.15
资产负债率	43.38%	44.80%	55.02%
现金短期债务比	0.53	1.35	0.96

营业收入	856,942.88	688,020.06	680,830.78
其他收益	62,967.09	21,818.63	30,059.04
营业外收入	15,011.77	14,056.77	15.79
利润总额	101,822.70	84,426.38	73,453.91
综合毛利率	9.39%	21.08%	19.34%
EBITDA	248,977.94	193,562.99	261,987.03
EBITDA 利息保障倍数	2.38	2.18	1.65
经营活动现金流净额	296,797.57	232,708.32	28,955.31
收现比	0.85	1.30	0.89

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金【2013】1798号文件批准，公司于2013年10月15日发行20亿元公司债券，票面利率为7.5%。本期债券募集资金用于滨海公路（曹妃甸新城至汉沽段）改建工程和曹妃甸昌运物流仓储加工基地项目。截至2020年3月21日，公司在交通银行唐山曹妃甸支行的募集资金专户余额117,645.82元；公司在民生银行石家庄分行的募集资金专户余额为43,557.60元¹。

二、发行主体概况

2019年3月、6月、7月，公司控股股东曹妃甸国控投资集团有限公司（以下简称“曹妃甸国控集团”）分别向公司货币增资3.7亿元、2.0亿元及8.4亿元，截至2019年末，公司实收资本增加至76.71亿元。2020年2月，公司股东再次向公司货币增资5.5亿元²，截至2020年3月末，公司实收资本增加至82.21亿元。截至2020年3月末，公司注册资本76.71亿元，实收资本82.21亿元，曹妃甸国控集团持股比例为100%，公司实际控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会。

2019年公司新增纳入合并范围内的子公司23家，不再纳入合并范围内的子公司4家，截至2019年末合并范围内子公司共51家，合并范围变动及子公司情况具体情况见附录二。

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；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

¹ 本期债券募集资金总额共20亿元，分别归入公司设立在上述银行的两个专户中，金额各10亿元。

² 截至报告日该笔增资尚未办理工商变更登记。

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

唐山市是我国重要的沿海港口城市和京津冀都市圈核心城市之一，依托独特的区位条件、丰富的自然资源和港口等优势，2019年唐山市经济保持增长，GDP总量居河北省第一，经济实力较强

唐山市矿产资源丰富，全市探明各类矿产有49种，主要包括煤炭、铁矿、金矿等。唐山市有采矿权矿山共395个，其中铁矿215个、露天非金属矿150个、煤矿17个、金矿8个。唐山市管辖海域面积4,467平方千米，大陆岸线长229.72千米，东起滦河口与秦皇岛市相邻，西与天津市接壤。港口方面，唐山港位于唐山市东南沿海，包含京唐港区、曹妃甸港区和丰南港区三大港区，其中京唐港区东望秦皇岛港、曹妃甸港区西邻天津港，位居天津港、秦皇岛港之间，为国际通航的重要港口。

依托独特的区位条件、丰富的自然资源和港口等优势，2019年唐山市经济实力有所增强，地区生产总值为6,890.0亿元，同比增速为7.3%，且全市GDP总量稳居河北省第一，经济实力强。产业结构方面，唐山市三次产业结构2019年调整为7.7:52.4:39.9，以第二产业为主，第三产业增速较快。2019年唐山市人均GDP为86,667.00元，为全国人均的122.25%。

作为全国重要的能源、原材料工业基地，唐山市已形成以钢铁、能源、装备、化工、建材五大主导产业为主的工业体系，拥有开滦（集团）有限责任公司、唐山钢铁集团有限

责任公司、唐山三友化工股份有限公司、唐山冀东水泥股份有限公司等大型企业。近年唐山市规模以上工业增加值持续增长，2019年同比增速为8.7%。2019年唐山市传统四大支柱产业增加值同比增长5.7%，占规模以上工业增加值的比重为84.7%，其中精品钢铁产业增长6.3%，占规模以上工业增加值的比重为67.2%，工业较依赖钢铁产业。钢铁行业为顺周期行业，受宏观经济周期性波动及环保限产等因素的影响，未来钢铁行业发展面临一定挑战。

投资方面，近年唐山市固定资产投资稳步增长，主要集中在第二产业，为拉动地方经济发展的主要动力。除工业经济外，随着城镇居民生活水平的提高，消费规模持续增长，2019年唐山市社会消费品零售总额同比增速为8.8%。唐山市出口产品主要为钢材、机电等，2019年唐山市进出口同比增长24.9%，钢铁产品出口增加带动全市进出口总额出现回升。唐山市存、贷款余额持续增长，且增速提升。

表1 唐山市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（GDP）	6,890.0	7.3%	6,955.0	7.3%
第一产业增加值	531.2	2.1%	493.2	2.7%
第二产业增加值	3,613.3	8.0%	3,817.8	6.2%
第三产业增加值	2,745.5	7.3%	2,644.0	9.6%
固定资产投资	-	10.0%	-	6.8%
社会消费品零售总额	2,983.6	8.8%	2,743.6	8.7%
进出口总额	760.5	24.9%	600.0	-11.0%
存款余额	10,138.0	8.2%	9,369.8	7.1%
贷款余额	6,084.8	10.0%	5,531.8	6.1%
人均GDP（元）	86,667.00		88,671.02	
人均GDP/全国人均GDP	122.25%		137.17%	

注：表中“-”表示数据未公开。

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

2019年唐山市全市实现一般公共预算收入465.35亿元，同比增长7.6%，政府性基金收入38.20亿元，同比增长22%。

曹妃甸区是毗邻京津的物流枢纽，且曹妃甸港为优良深水港，区位优势明显，区域经济实力稳步增长，且人均GDP水平较高，自由贸易试验区优势明显

曹妃甸地处环渤海、环京津“两环”核心地带，2019年8月21日京唐曹动车成功开通，同时随着京唐城际、环渤海高铁天津滨海至曹妃甸段建设，未来可20分钟抵津、1小时入京，90分钟到达北京新机场，是毗邻京津物流枢纽。2019年曹妃甸区跻身全国综合实力百

强区第88位。

曹妃甸区域内石油储量10亿吨以上，天然气储量780亿立方米以上，原盐年产量200万吨，且拥有540平方公里滨海湿地。曹妃甸水深、港阔、地广，港区可建泊位384个，累计建有矿石、煤炭、原油、LNG、集装箱、木材等生产性泊位100个，通过能力4.8亿吨，目前已开通国内外贸易航线110余条，可直达日、韩、美、英等70多个国家和地区。

2019年8月31日中国（河北）自由贸易试验区曹妃甸片区正式挂牌成立，曹妃甸片区是河北自贸区中面积最大片区也是河北自贸区四个片区中的唯一沿海片区。重点发展国际大宗商品贸易、港航服务、能源储配、高端装备制造等产业，建设东北亚经济合作引领区、临港经济创新示范区。目前，曹妃甸片区已具备整车、肉类、水果、冰鲜、粮食等口岸资质，是国家跨境电商综合试验区、未来的平行车进口试点，拥有中国电煤采购价格曹妃甸指数和曹妃甸铁矿石价格指数，未来还将发布LNG、木材、食糖价格指数，加快建设国际海运快件监管中心、国际船舶备件供船公共平台、国家进口高端装备再制造产业示范园区。

2019年曹妃甸区实现地区生产总值630.04亿元，按可比价格计算，同比增长9.1%。其中第一产业实现增加值30.57亿元，同比增长4.0%，第二产业实现增加值331.53亿元，同比增长9.6%，第三产业实现增加值268.34亿元，同比增长9.1%，三次产业占比依次为4.85:52.59:42.56。人均地区生产总值为203,579.00元，为全国人均的287.17%，水平较高。

从拉动地区经济增长的三大要素来看，投资仍是拉动曹妃甸地区经济增长的主要动力，2019年全区固定资产投资比上年增长11.3%。社会消费品零售总额完成92.7亿元，同比增长9.3%。2019年末曹妃甸区各项存款余额880.6亿元，各项贷款余额1,217.1亿元。

工业方面，2019年曹妃甸区规模以上工业增加值增长11.8%，精品钢铁、现代化工及装备制造三大主导产业产值达到925亿元，同比增长9.8%；五大战略新兴产业产值达到135.8亿元；2019年实现港口货物吞吐量3.7亿吨、集装箱吞吐量65万标箱。

表2 曹妃甸区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019年		2018年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值（GDP）	630.04	9.1%	531.8	8.0%
第一产业增加值	30.57	4.0%	28.0	1.5%
第二产业增加值	331.53	9.6%	347.9	7.4%
第三产业增加值	268.34	9.1%	155.9	10.0%
固定资产投资	649.5	11.3%	-	8.2%
社会消费品零售总额	92.7	9.3%	84.7	9.6%
进出口总额（亿美元）	20.5	78.1%	-	-
存款余额	880.6	-27%	1123.8	-

贷款余额	1,217.1	4.9%	1,160.0	-
人均 GDP (元)		203,579.00		-
人均 GDP/全国人均 GDP		287.17%		-

注：表中“-”表示数据未公开；

资料来源：曹妃甸区 2019 年国民经济和社会发展统计公报、2019 年曹妃甸区政府工作报告，中证鹏元整理

2019年曹妃甸区完成一般公共预算收入71.2亿元，同比增长4.9%，税收收入89.5亿元，同比下降0.5%。

四、经营与竞争

公司业务涉及围海造地及土地开发整理、基础设施回购、大宗商品贸易等多个行业，2019年公司主要收入来源之一的基础设施回购收入仍保持增加；大宗贸易收入规模显著扩大，带动公司当年主营业务收入完成82.95亿元，收入规模整体有所提升；通行费收入与商品房销售等业务的收入为公司收入提供一定补充，但规模仍较小。

毛利率方面，2019年公司主营业务毛利率8.39%，同比有所下滑，系大宗贸易业务毛利率较低，且该业务收入占比显著提高，拉低了公司整体毛利水平。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
围海造地及土地开发	12.77	12.29%	27.85	11.21%
土地资产	0.00	-	15.57	46.33%
基础设施回购	27.54	10.71%	10.10	19.23%
大宗贸易	37.44	0.88%	6.48	2.13%
工程劳务	0.00	-	2.45	1.54%
商品房销售	0.49	16.33%	2.13	31.17%
通行费	2.16	74.54%	0.54	78.63%
其他	2.55	24.06%	1.48	-11.41%
合计	82.95	8.39%	66.59	20.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司造地收入有所减少，在建及规划建设的造地工程仍有一定规模

公司围海造地、土地开发等业务由子公司蓝海曹妃甸有限公司（以下简称“蓝海曹妃甸”）负责运营。根据公司与曹妃甸工业区管理委员会（以下简称“工业区管委会”）签订的《土地一级开发整理协议》，工业区管委会将对公司开发的土地进行验收，公司可根据工程进度分期确认收入，工程验收结算完毕后以实际结算结果予以调整，工业区管委会

根据审计结果进行结算拨付³。公司造地及开发的收入为工业区管委会对土地的回购款—土地收储价格（土地开发整理实际投入）加上8%的固定回报支付给公司作为收益。2019年蓝海曹妃甸造地面积共5.9平方公里，实现造地收入12.77亿元，同比下降，系造地面积减少影响，造地业务毛利率12.29%，基本稳定。

表4 2019年公司造地业务收入明细（单位：万元）

项目	确认收入	确认成本
曹妃甸工业区中小企业园区木材产业园项目地块填方工程	17,169.70	15,061.14
曹妃甸京津冀协同发展示范区唐曹高速连接线东侧、北边路北侧地块陆域回填工程	12,285.07	10,776.37
曹妃甸区集中供热长输管线北边路至十里海南路段回填平整工程	3,311.08	2,904.46
曹妃甸中小企业园区十里海南路南侧、青林公路东侧回填平整工程	2,052.26	1,800.23
曹妃甸中小企业园区装配式钢结构建筑一体化生产基地项目回填平整工程	573.77	503.31
曹妃甸中小企业园区新奥肉牛屠宰项目南侧地块回填平整工程项目	109.32	95.89
曹妃甸港池护岸工程	3,552.72	3,116.42
其他项目	88,631.64	77,747.06
合计	127,685.56	112,004.88

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表5 公司造地业务情况

项目	2019年	2018年
造地及土地整理面积（平方公里）	5.90	7.90
造地收入（亿元）	12.77	27.85
累计完成造地及土地平整面积（平方公里）	248.03	242.13

资料来源：公司提供

截至2019年末，蓝海曹妃甸在建项目主要是青林公路东侧、庙中路南侧地块回填平整工程及曹妃甸装备制造园区十里海中二路东侧、十里海西路北侧回填平整工程，计划总投资分别为1.40亿元、0.48亿元，已投资分别为0.90亿元、0.42亿元。

表6 截至2019年末公司主要造地业务在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
装备制造园区青林公路西侧、庙中路南侧地块回填工程（包含在曹妃甸区青林公路西侧及工业区西通路两侧地块回填工程中）	1.40	0.90	0.50
曹妃甸装备制造园区十里海中二路东侧、十里海西路北侧回填平整工程	0.48	0.42	0.06

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司目前在建及拟建工程规模不大，后期公司将主要以土地开发平整为主，随着京津冀协同发展与大规模的招商引资，土地需求将不断扩大，需要大量的土地平整，公司该板块仍有一定的持续性。

³ 该业务实际进行中主要由唐山曹妃甸区恒石资产管理有限公司与公司进行结算。

公司已完工基础设施建设项目较多，未来收入来源较有保障，但在建项目存在一定资金压力

公司作为曹妃甸区基础设施建设主体，目前承担了较多的基础设施建设工作。公司基础设施项目分为公益性基础设施和非公益性基础设施项目。

基础设施项目采用委托代建模式，根据公司与工业区国资办签订的《财政性投资的公共基础设施项目债权债务关系认定（回购）协议》，工业区国资办作为项目业主，负责项目资金的筹措及代建投资的偿还，公司作为市政基础设施项目的代建人，负责项目现场施工组织和建设指挥协调工作。项目回购款由工程决算审计金额加上12%的固定收益在工程决算审计到回购款支付期间，工业区国资办对回购款中财务决算价值部分按同期银行贷款利率计算利息。对于非公益性基础设施项目，在项目建设完成后，公司将其转入自身资产科目，视具体项目安排其用途。

2019年公司基础设施资产回购收入27.54亿元，为向工业区国资办移交了已经建设完成的武汉道、曹妃甸工业区北外环路西段路基等附属设施，毛利率10.71%。截至2019年末，公司已完工但未移交的市政设施账面价值为174.74亿元，主要体现在其他非流动资产科目。

公司在建的主要市政项目计划总投资58.82亿元，已投资49.75亿元，尚需投资9.07亿元，公司存在一定的资金压力。

表7 截至2019年末公司主要在建市政工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	是否回购
省道滨海公路曹妃甸新城至汉沽段工程	347,910.73	296,503.35	51,407.38	是
曹妃甸湿地旅游文化度假区工程	181,500.00	164,069.43	17,430.57	否
曹妃岛酒店二期	58,800.00	36,897.76	21,902.24	否
合计	588,210.73	497,470.53	90,740.20	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司大宗贸易收入规模显著扩大，但盈利能力较弱，客户较为集中，需关注资金风险

公司大宗商品贸易业务主要由子公司河北港禾实业发展有限公司开展，子公司唐山曹妃甸海乾贸易有限公司也开展少量的贸易业务。

大宗商品贸易业务以现金结算和承兑汇票结算为主，同时也与客户进行现款现货交易，并结合上下游给予一定的支付周期。公司多采取以下盈利模式：下游公司下采购订单，公司根据订单进行专项采购，达到以销定采，实现零库存。公司以代采购的方式替下游采购货物，按照货物交割的时间及下游回款时长收取利点。

公司处于曹妃甸港的核心地带，因地制宜，开展港口贸易业务，2019年公司大宗贸

易业务规模显著扩大，实现贸易收入 37.44 亿元，同比大幅增长，但毛利率下降至 0.88%，毛利率显著下降。公司贸易业务毛利率水平较低，获利空间有限，盈利能力较弱，客户较为集中，且主要客户中部分为民营企业，贸易业务的资金风险仍需关注。

表8 公司大宗贸易业务主要客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	贸易品种	占贸易收入比重
2019年	宁波昆圣钢铁有限公司	66,820.67	钢坯	17.85%
	河北承沃实业有限公司	59,918.00	钢坯	16.00%
	唐山三友盐化有限公司	28,686.90	钢坯	7.66%
	邯郸市仁通交通设施有限公司	27,553.25	带钢、锌合金、锌锭	7.36%
	合计	182,978.82	-	48.87%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表9 公司大宗贸易业务主要供应商情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	贸易品种	占贸易成本比重
2019年	唐山市英莲物资有限公司	173,693.17	钢坯	46.80%
	唐山米尔沃科技发展有限公司	61,960.98	钢坯	16.69%
	河北四诚贸易有限公司	26,131.52	带钢、锌锭、锌合金	7.04%
	大同市军宇嘉和贸易有限公司	22,655.23	焦炭	6.10%
	合计	284,440.90	-	76.64%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

通行费收入、商品房销售等业务收入为公司收入的重要补充，但业务规模相对较小

2018年9月公司将唐山唐曹高速公路有限公司（以下简称“唐曹高速”）纳入合并范围并拥有了唐曹高速的收费权，唐曹高速公路是连接唐山港重要的高速公路，有着稳定的收入来源。公司2019年通行费收入21,601.67万元，同比大幅提高，且该业务毛利率较高。

2019年公司运营的房地产项目仍为蓝海嘉苑项目，该项目总投资约8.5亿元，占地面积13.74万平方米，建筑面积29.46万平方米，可售面积25.56万平方米，可售套数2,372套。2019年公司继续销售该项目房产，取得收入0.49亿元。截至2019年末，该项目已售套数2,221套，销售进度93.64%，考虑到公司蓝海嘉苑项目剩余可售套数较少，未来房地产销售收入来源有限。

2019年以前根据京津冀一体化战略方针，曹妃甸区对区内部分土地进行重新整体规划，对公司摘牌拿到的土地进行收储回购，在回购过程中，公司形成土地转让收入。2019年3月起公司业务结构调整，将原有存货中的土地资产转为无形资产，未来不以土地转让形式实现收益，随着京津冀一体化的发展，公司将自主建设厂房，以承接京津冀周边地区的产业转移。

公司工程劳务业务主要由唐山曹妃甸疏浚有限公司负责运营。2019年公司无该业务收

入，主要是随着曹妃甸的发展，大规模的航道疏浚业务已经萎缩，后续该公司将转型从事土地开发整理业务。

此外，公司还经营供热、汽车租赁、餐饮等业务，其中公司在供热板块中有三个子公司负责曹妃甸区域的供热，随着人口与招商引资的增长，后续将为公司带来可观的收入；汽车租赁、餐饮等业务规模较小，对公司整体收入影响不大。

公司继续在资本注入、财政补贴等方面获得较大外部支持

2019年以来公司股东累计向公司货币增资19.60亿元；公司获得政府拨付的资本金、子公司股权及接受股东债转股形式的支持等，增加公司资本公积73.67亿元；补贴方面，公司取得因承担政府公益性项目建设获得的资金补贴、招商引资奖励等补贴收入合计7.70亿元。

表10 2019年公司获得的资本注入、财政补贴等外部支持情况

依据文件	金额(亿元)	说明
资本注入		
《唐山市曹妃甸区国有资产管理局关于唐山曹妃甸发展投资集团有限公司申请无偿划转唐山曹妃甸旭能建设工程有限公司 100%股权的批复》	53.27	唐山曹妃甸旭能建设工程有限公司 100.00%的股权
《唐山市曹妃甸区国有资产管理局关于整合区域资源提升唐山曹妃甸发展投资集团有限公司发展能力的批复》以及相关股权转让协议		曹妃甸控股 56.02%的股权、曹妃甸区城投 99.75%的股权
《关于向唐山曹妃甸发展投资集团有限公司拨付项目资本金的决定》	0.40	项目资本金
董事会相关决议	20.00	曹妃甸国控集团以债转股的方式向公司增加投资
财政补贴		
《关于对唐山曹妃甸发展投资集团有限公司安排土地收入资金的通知》	6.20	曹妃甸区财政局拨付公司因承担政府公益性项目建设获得的资金补贴
《关于向唐山曹妃甸发展投资集团有限公司拨付补贴的通知》	1.50	招商引资奖励

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2019年三年连审审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司新增纳入合并范围内的子公司23家，不再纳入合并范围内的子公司4家，截至2019年末合并范围内子公司共51家，合并范围变动及子公司情况具体情况见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模进一步上升，但应收款项规模较大，受限资产较多，整体资产质量一般且流动性较弱

2019年由于政府注入子公司股权等，公司资产规模进一步增长，截至2019年末，公司总资产为875.81亿元。从资产构成来看，2019年末非流动资产占比55.09%。

2019年末，公司货币资金为38.99亿元，其中21.23亿元的货币资金使用受限。公司应收账款主要为围海造地业务工程应收的回购款及土地转让款等，截至2019年末为93.19亿元，同比有所增加，系应收唐山曹妃甸区恒石资产管理有限公司（蓝海曹妃甸造地工程的主要回购方）的款项有所增加；截至2019年末，公司对应收账款累计计提坏账准备9.77亿元，计提比例为10.92%，其中对曹妃甸区恒石资产管理有限公司计提8.26亿元。公司其他应收款主要是往来款，截至2019年末为230.75亿元，较上年末显著增加，系往来款、股权转让款及土地收储款均增加；截至2019年末，公司对其他应收款累计计提坏账准备28.64亿元，计提比例为11.04%。截至2019年末，公司存货账面价值23.18亿元，比上年末下降45.91%，主要原因是2019年公司业务调整，土地资产转入无形资产核算；无形资产中账面价值6.03亿元的土地已用于抵押。截至2019年末，公司应收账款与其他应收款中，应收政府部门及应收曹妃甸区下属国有单位款项规模较大，回款金额有一定保障，回款时间有一定不确定性；公司对应收账款及其他应收款的坏账准备计提比例均接近10%，该部分款项整体质量一般。

表11 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	389,912.92	4.45%	409,923.92	5.64%
应收票据	7,445.23	0.09%	4,346.68	0.06%
应收账款	931,860.33	10.64%	781,409.41	10.76%
其他应收款	2,307,496.17	26.35%	1,606,267.11	22.12%
存货	231,760.85	2.65%	428,435.11	5.90%
流动资产合计	3,933,433.53	44.91%	3,244,965.08	44.68%
可供出售金融资产	293,292.59	3.35%	161,994.02	2.23%
长期股权投资	201,924.78	2.31%	214,495.62	2.95%
投资性房地产	310,185.50	3.54%	318,337.61	4.38%
固定资产	836,342.55	9.55%	454,738.58	6.26%
在建工程	625,565.22	7.14%	593,782.04	8.18%
无形资产	383,723.43	4.38%	80,113.82	1.10%

其他非流动资产	2,173,584.62	24.82%	2,193,636.66	30.21%
非流动资产合计	4,824,681.73	55.09%	4,017,165.66	55.32%
资产总计	8,758,115.26	100.00%	7,262,130.74	100.00%

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利；

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

截至 2019 年末，公司可供出售金融资产为 29.33 亿元，较上年末增加，主要系公司增加了对唐山银行股份有限公司及曹妃甸港集团股份有限公司的投资所致。长期股权投资主要是对联营企业的投资，2019 年末为 20.19 亿元，较上年末下降，主要系从唐山曹妃甸曹海茂沣股权投资基金合伙企业（有限合伙）退伙（退伙前账面余额为 1.14 亿元）所致。公司投资性房地产均按成本模式计量，主要是在建工程转固增加，截至 2019 年末为 31.02 亿元，同比变化不大，其中 3.04 亿元房屋正在办理权属证明。截至 2019 年末，公司固定资产为 83.63 亿元，同比大幅增加，部分系合并曹妃甸区域城投公司等企业转入，部分系售后回租调整计入；其中 17.03 亿元房屋正在办理权属证明。截至 2019 年末，公司在建工程为 62.56 亿元，同比规模保持稳定。公司无形资产主要是土地使用权、软件及商标权等，2019 年末为 38.37 亿元，同比大幅增加，部分系存货重分类至无形资产，其他为合并曹妃甸区域城投公司等企业而新增。公司其他非流动资产主要由市政设施、预付股权投资款及委托贷款等构成，2019 年末为 217.36 亿元，本年新增的股权投资款，主要系公司参与区域企业资产重组，预付给唐山曹妃甸渐阑珊实业有限公司的股权投资款，截至目前已办妥相关的股权变更；截至 2019 年末，公司其他非流动资产中待回购市政设施为 174.74 亿元，未来该部分项目将由工业区国资办以决算金额加成 12% 进行回购。截至 2019 年末，公司资产中受限资产合计为 61.26 亿元，规模较大。

表12 截至 2019 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项 目	2019 年末账面价值	受限原因
货币资金	21.23	保证金、质押等
投资性房地产	18.40	抵押
固定资产	15.60	抵押
无形资产	6.03	抵押
合 计	61.26	-

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

整体来看，公司完工基础设施工程项目及应收款项规模较大，应收款项质量一般，受限资产较多，整体资产流动性较弱。

盈利能力

公司营业收入有所增长，但受收入结构调整影响，综合毛利率显著下降，利润对政府补贴的依赖仍较大

公司收入主要来源于围海造地及土地平整、基础设施资产回购、大宗贸易等业务，2019年公司大宗贸易收入大幅增加，实现营业收入85.69亿元，同比有所增长。公司综合毛利率9.39%，同比显著下降，系大宗贸易业务毛利率较低，且该部分业务收入占比显著提高，拉低了公司整体毛利水平。

2019年公司实现投资收益1.23亿元，主要来自委托贷款收益及股权投资收益，当年委托贷款收益0.80亿元；对外股权投资方面，实现可供出售金融资产投资收益0.49亿元，但长期股权投资发生损失0.07亿元。资产减值损失方面，2019年公司资产减值损失5.83亿元，主要是计提对非政府部门应收款项的坏账损失5.19亿元及存货跌价损失0.64亿元，规模仍较大，对公司利润形成一定侵蚀。资产处置收益方面，2019年公司资产处置收益5.71亿元，主要来自处置土地使用权产生的收益。其他收益及营业外收入方面，2019年公司取得因承担政府公益性项目建设获得的资金补贴、招商引资奖励等补贴收入合计7.70亿元，利润对政府补贴的依赖仍较大。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	856,942.88	688,020.06
资产减值损失（损失以“-”填列）	-58,293.27	-48,394.85
投资收益	12,324.44	8,135.81
资产处置收益（损失以“-”填列）	57,068.78	-29.44
其他收益	62,967.09	21,818.63
营业利润	87,357.34	70,601.39
营业外收入	15,011.77	14,056.77
利润总额	101,822.70	84,426.38
综合毛利率	9.39%	21.08%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但仍面临一定的资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金分别为经营围海造地、基础设施建设、大宗贸易等业务发生的现金收付，收到与支付的其他与经营活动有关的现金主要为与其他单位的往来款等。2019年公司大宗商品贸易业务收现情况尚可，但围海造地、基础设施资产回购等主要业务收现情况一般，公司收现比下降至0.85，但受

益于往来款项流出减少，经营活动现金净流入较上年增加，2019年净流入29.68亿元，表现较好。

2019年由于对外股权投资及在建工程项目投入仍较多，公司投资活动现金流出大幅增加，投资活动现金由上年净流入转为净流出42.06亿元。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动流入规模扩大，且偿还债务支付的现金大幅减少，公司筹资活动由上年大幅净流出转为净流入8.41亿元。

整体来看，2019年公司经营活动现金流表现较好，但考虑到公司在建的工程项目未来仍需一定规模的投入，且偿还有息债务的压力仍较大，公司仍面临一定的资金压力。

表14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.85	1.30
销售商品、提供劳务收到的现金	726,693.04	896,644.83
收到的其他与经营活动有关的现金	217,608.62	39,637.30
经营活动现金流入小计	944,301.66	936,282.12
购买商品、接受劳务支付的现金	601,829.91	443,246.39
支付的其他与经营活动有关的现金	10,747.98	235,302.82
经营活动现金流出小计	647,504.09	703,573.80
经营活动产生的现金流量净额	296,797.57	232,708.32
投资活动产生的现金流量净额	-420,585.13	1,445,176.75
筹资活动产生的现金流量净额	84,120.08	-1,720,676.72
现金及现金等价物净增加额	-39,667.48	-42,791.65

资料来源：公司 2017-2019 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

公司有息负债规模仍较大，现金短期债务比显著降低，公司仍面临较大的债务压力。得益于政府的资本注入及利润积累，公司所有者权益大幅增长，截至2019年末为495.85亿元，同比增长23.70%。2019年公司负债总额亦有所增加，截至年末增加至379.96亿元，同比增长16.79%；同期末，公司产权比率下降至76.63%，权益对负债的保障略有提高。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	3,799,628.35	3,253,489.88
所有者权益	4,958,486.92	4,008,640.86
产权比率	76.63%	81.16%

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看,截至 2019 年末,公司负债中流动负债占比有所提高,为 50.32%。

截至 2019 年末,公司短期借款为 12.64 亿元,以保证和信用借款为主。公司应付票据 2.32 亿元,均为银行承兑汇票。公司应付账款主要为应付工程款、运杂费与材料款等,截至 2019 年末为 41.81 亿元,较上年末下降,系应付工程款减少所致。2019 年末,公司其他应付款为 69.64 亿元,同比大幅增加,主要是应付曹妃甸国控集团的往来款大幅增加。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款。

2019 年末公司长期借款 116.26 亿元,抵质押及保证借款居多。公司应付债券为本期债券,及公司发行的 2015 年第一期、2016 年第一期、2017 年第一期、2017 年第二期中期票据,均为 5 年期 10 亿元票据,2019 年末由于本期债券及公司发行的 2015 年第一期中期票据即将到期,调整至一年内到期的非流动负债科目列示。公司长期应付款主要为应付融资租赁款,由于子公司唐曹高速新增较多以其持有的高速公路收费权作为租赁物的售后回租融资,2019 年末公司长期应付款增长至 26.28 亿元。

表16 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
短期借款	126,350.00	3.33%	3,300.00	0.10%
应付票据	23,230.00	0.61%	3,305.00	0.10%
应付账款	418,063.36	11.00%	660,354.44	20.30%
其他应付款	696,350.30	18.33%	386,151.70	11.87%
一年内到期的非流动负债	600,924.20	15.82%	300,565.31	9.24%
流动负债合计	1,911,951.46	50.32%	1,374,248.04	42.24%
长期借款	1,162,636.90	30.60%	1,249,149.70	38.39%
应付债券	298,612.84	7.86%	437,278.63	13.44%
长期应付款	262,840.22	6.92%	115,872.63	3.56%
非流动负债合计	1,887,676.89	49.68%	1,879,241.84	57.76%
负债合计	3,799,628.35	100.00%	3,253,489.88	100.00%
其中:有息债务	2,474,594.16	65.13%	2,109,471.27	64.84%

注:表中其他应付款不含应付股利及应付利息,长期应付款不含专项应付款;

资料来源:公司 2017-2019 年三年连审审计报告,中证鹏元整理

截至 2019 年末,公司有息债务合计 247.46 亿元,同比小幅增加,占公司总负债的 65.13%,其中一年内到期的有息债务为 75.05 亿元,占有息债务的 30.33%。考虑到公司有息债务规模仍较大,仍面临较大的刚性债务压力。

从偿债能力指标来看,由于权益大幅增加,2019 年末公司资产负债率下降至 43.38%,现金短期债务比指标方面,由于货币资金下降,2019 年末该指标显著降低,短期偿债能

力未有改善。由于利润的增加，2019 年公司 EBITDA 增加至 24.90 亿元，EBITDA 利息保障倍数提高至 2.38，但整体来看，公司 EBITDA 保障倍数仍较低，对债务保障能力较弱。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	43.38%	44.80%
现金短期债务比	0.53	1.35
EBITDA（万元）	248,977.94	193,562.99
EBITDA 利息保障倍数	2.38	2.18
有息债务/EBITDA	9.94	10.90

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

六、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11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，公司对外担保余额为 76.03 亿元，占所有者权益的比重为 15.33%，担保对象主要为曹妃甸区国有企业，但对外担保金额较大，且均无反担保措施，公司存在一定的或有负债风险。

表18 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	借款余额	借款日期	还款日期	反担保措施
唐山市曹妃甸环保科技建设投资有限公司	189,000.00	2016/8/31	2021/8/31	无
北京曹妃甸职教城投资有限公司	91,000.00	2016/12/14	2026/12/13	无
唐山曹妃甸畿通实业有限公司	61,170.00	2015/3/25	2025/3/24	无
唐山曹妃甸畿达实业有限公司	60,970.00	2015/3/25	2025/3/24	无
唐山曹妃甸畿东实业有限公司	60,970.00	2015/3/26	2025/3/20	无
唐山曹妃甸畿融实业有限公司	59,970.00	2015/3/25	2025/3/24	无
唐山曹妃甸畿广实业有限公司	58,970.00	2015/3/25	2025/3/24	无
唐山曹妃甸畿得实业有限公司	58,970.00	2015/3/25	2025/3/20	无
曹妃甸国控投资集团有限公司	27,600.00	2019/5/8	2022/5/7	无
唐山曹妃甸区临港供水有限公司	15,000.00	2018/3/14	2020/1/20	无

唐山市大学城开发建设有限公司	13,600.00	2015/1/6	2020/5/8	无
北京曹妃甸职教城投资有限公司	15,000.00	2017/2/10	2022/2/9	无
唐山曹妃甸科威实业有限公司	14,600.00	2017/4/28	2022/4/27	无
唐山市曹妃甸投资有限公司	7,500.00	2018/4/23	2022/4/22	无
唐山曹妃甸基石物流有限公司	8,470.00	2013/10/29	2023/10/20	无
唐山曹妃甸基石物流有限公司	5,970.00	2013/10/29	2023/10/20	无
中冶瑞木新能源科技有限公司	9,000.00	2019/1/11	2025/1/11	无
联银物流（曹妃甸）有限公司	2,500.00	2019/2/1	2020/4/30	无
合 计	760,260.00	-	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

七、评级结论

公司是曹妃甸工业区疏浚造地的最主要力量，肩负着曹妃甸工业区的造地职能，2019年以来公司股东向公司货币增资累计 19.60 亿元，公司获得政府拨付的资本金、子公司股权及接受股东债转股形式的支持等，增加公司资本公积 73.67 亿元；同时公司取得因承担政府公益性项目建设获得的资金补贴、招商引资奖励等补贴收入合计 7.70 亿元，有效增强了公司的资本实力与盈利水平；唐山市经济实力较强，曹妃甸区经济增速较快，2019年 8 月 31 日中国（河北）自由贸易试验区曹妃甸片区正式挂牌成立，是国家第五批自由贸易试验区，为公司发展提供了良好的基础；公司目前已完工但未移交的市政设施较多，未来收入来源较有保障。

同时中证鹏元也关注到，公司应收款项规模较大且计提坏账准备较多，受限资产规模较大，资产质量一般且流动性较弱；公司在建项目面临一定资金压力；公司有息负债规模较大，现金短期债务比下降，仍面临较大的债务压力；公司对外担保余额较大，且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

基于以上分析，中证鹏元上调公司主体长期信用等级为 AA+，上调本期债券信用等级为 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	389,912.92	409,923.92	2,001,857.32
应收票据	7,445.23	4,346.68	1,578.76
应收账款	931,860.33	781,409.41	1,005,533.08
存货	231,760.85	428,435.11	517,964.25
其他应收款	2,307,496.17	1,606,267.11	1,813,395.33
可供出售金融资产	293,292.59	161,994.02	210,444.02
长期股权投资	201,924.78	214,495.62	292,297.39
投资性房地产	310,185.50	318,337.61	198,982.60
固定资产	836,342.55	454,738.58	440,222.10
在建工程	625,565.22	593,782.04	602,916.99
无形资产	383,723.43	80,113.82	52,794.79
其他非流动资产	2,173,584.62	2,193,636.66	1,421,785.14
总资产	8,758,115.26	7,262,130.74	8,568,891.92
短期借款	126,350.00	3,300.00	1,465.00
应付票据	23,230.00	3,305.00	38,160.00
应付账款	418,063.36	660,354.44	570,697.34
其他应付款	696,350.30	386,151.70	422,680.10
一年内到期的非流动负债	600,924.20	300,565.31	2,041,794.73
长期借款	1,162,636.90	1,249,149.70	927,216.61
应付债券	298,612.84	437,278.63	516,257.36
长期应付款	347,819.03	145,872.63	75,776.45
总负债	3,799,628.35	3,253,489.88	4,714,979.16
有息债务	2,474,594.16	2,109,471.27	3,600,670.15
所有者权益	4,958,486.92	4,008,640.86	3,853,912.77
营业收入	856,942.88	688,020.06	680,830.78
营业利润	87,357.34	70,601.39	73,976.39
其他收益	62,967.09	21,818.63	30,059.04
营业外收入	15,011.77	14,056.77	15.79
净利润	99,203.04	82,554.68	71,664.90
经营活动产生的现金流量净额	296,797.57	232,708.32	28,955.31
投资活动产生的现金流量净额	-420,585.13	1,445,176.75	-414,034.39
筹资活动产生的现金流量净额	84,120.08	-1,720,676.72	277,921.90
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	9.39%	21.08%	19.34%
收现比	0.85	1.30	0.89

产权比率	76.63%	81.16%	122.34%
资产负债率	43.38%	44.80%	55.02%
现金短期债务比	0.53	1.35	0.96
EBITDA（万元）	248,977.94	193,562.99	261,987.03
EBITDA 利息保障倍数	2.38	2.18	1.65
有息债务/EBITDA	9.94	10.90	13.74

注：表中其他应收款不含应收利息及应收股利；其他应付款不含应付股利及应付利息。
资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二-1 截至2019年末纳入合并范围的子公司情况

序号	子公司全称	级次	子公司简称	持股比例(%)	
				直接	间接
1	唐山曹妃甸国华置业有限公司	一级	国华置业	100.00%	-
1-1	蓝海曹妃甸有限公司	二级	蓝海曹妃甸	-	91.69%
1-2	唐山曹妃甸太阳城房地产开发有限公司	二级	太阳城房地	-	100.00%
1-3	唐山曹妃甸海欣综合服务有限公司	二级	海欣服务	-	100.00%
1-4	唐山曹妃甸置业有限公司	二级	曹妃甸置业	-	100.00%
2	曹妃甸控股集团有限公司	一级	曹妃甸控股	56.02%	-
2-1	唐山曹妃甸控股广告有限公司	二级	控股广告	-	56.02%
2-2	曹妃甸港口投资有限公司	二级	港口投资	-	56.02%
2-2-1	唐山曹妃甸综合保税区港务有限公司	三级	保税区港务	-	56.02%
2-2-1-1	唐山曹妃甸环亚国际物流有限公司	四级	环亚物流	-	30.81%
2-2-1-2	唐山曹妃甸综合保税区鑫理程理货有限责任公	四级	鑫理程理货	-	22.41%
2-2-1-3	唐山曹妃甸综合保税区诺亚国际物流有限公司	四级	保税区物流	-	56.02%
2-3	唐山曹妃甸临港产业园区工程建设有限公司	二级	临港工程	-	36.41%
2-4	唐山曹妃甸临港产业园区开发有限公司	二级	临港开发	-	33.61%
2-5	唐山曹妃甸佳祥房地产开发有限公司	二级	佳祥房地产	-	56.02%
2-6	曹妃甸担保有限公司	二级	曹妃甸担保	-	56.02%
2-7	唐山曹妃甸佳和盛实业有限公司	二级	佳和盛实业	-	56.02%
3	唐山市曹妃甸区城市建设投资集团有限公司	一级	曹妃甸区城	99.74%	-
3-1	唐山市曹妃甸区暖通热力有限公司	二级	暖通热力	-	99.74%
3-2	唐山市曹妃甸区鸿程地热水开发有限公司	二级	鸿程地热水	-	99.74%
3-3	唐山市曹妃甸区鑫盛房地产开发有限公司	二级	鑫盛房地产	-	99.74%
3-4	唐山曹妃甸中小企业园区开发建设投资有限公	二级	中小企业园	-	99.74%
4	唐山唐曹高速公路有限公司	一级	唐曹高速	100.00%	-
5	唐山曹妃甸疏浚有限公司	一级	疏浚公司	55.00%	-
6	唐山曹妃甸城市开发建设有限公司	一级	城市开发	100.00%	-
6-1	唐山曹妃甸永泰实业有限公司	二级	永泰实业	-	81.52%
6-1-1	唐山曹妃甸博泰污水处理有限公司	三级	博泰污水处	-	48.91%
6-1-2	唐山曹妃甸石泽热电有限公司	三级	石泽热电	-	81.52%
6-2	唐山曹妃甸曹榆建设开发有限公司	二级	曹榆建设	-	51.00%
7	河北港禾实业发展有限公司	一级	港禾实业	100.00%	-
8	河北港济实业有限公司	一级	港济实业	100.00%	-
9	唐山曹妃甸城市公用事业管理有限公司	一级	公用事业	100.00%	-

9-1	唐山曹妃甸新城国泰热力有限公司	二级	国泰热力	-	100.00%
9-1-1	唐山冀东地热能开发有限公司	三级	冀东地热能	-	43.00%
9-2	唐山曹妃甸热力有限公司	二级	热力公司	-	81.24%
9-3	唐山曹妃甸新岛市政工程有限公司	二级	新岛市政	-	100.00%
9-4	唐山曹妃甸城市排水有限公司	二级	排水公司	-	100.00%
10	北京曹妃甸旅游发展有限公司	一级	曹妃甸旅游	100.00%	-
10-1	唐山曹妃甸龙岛建设投资有限公司	二级	龙岛建设	-	100.00%
10-2	唐山曹妃甸龙岛旅游服务管理有限公司	二级	龙岛旅游	-	100.00%
10-3	唐山曹妃甸湿地旅游开发有限公司	二级	湿地旅游	-	100.00%
10-4	唐山曹妃甸蓝色海洋科技有限公司	二级	蓝色海洋	-	100.00%
10-5	唐山曹妃甸龙岛海运有限公司	二级	龙岛海运	-	100.00%
11	唐山曹妃甸新岛化工有限公司	一级	新岛化工	100.00%	-
12	唐山曹妃甸滨海公路开发建设有限公司	一级	滨海公路开	100.00%	-
13	唐山曹妃甸环路实业有限公司	一级	环路实业	100.00%	-
14	唐山曹妃甸汽车零部件制造有限责任公司	一级	汽车零部件	69.00%	-
15	唐山曹妃甸中保智慧城市运营管理有限公司	一级	中保智慧城	51.00%	-
16	唐山曹妃甸海乾贸易有限公司	一级	海乾贸易	100.00%	-
17	唐山建标工程项目管理咨询有限公司	一级	建标咨询	100.00%	-
18	唐山曹妃甸铁路建设有限公司	一级	铁路建设	100.00%	-

资料来源：公司 2017-2019 年三年连审审计报告，中证鹏元整理

附录二-2 2019年合并范围的子公司变动情况

一、新增纳入合并的子公司情况

	子(孙)公司全称	子(孙)公司简称	纳入合并原因
1	唐山曹妃甸铁路建设有限公司	铁路建设	新设
2	唐山曹妃甸龙岛海运有限公司	龙岛海运	新设
3	唐山冀东地热能开发有限公司	冀东地热能	新设
4	唐山曹妃甸石泽热电有限公司	石泽热电	新设
5	唐山曹妃甸曹榆建设开发有限公司	曹榆建设	新设
6	河北港济实业有限公司	港济实业	企业合并
7	曹妃甸控股集团有限公司	曹妃甸控股	企业合并
8	唐山曹妃甸控股广告有限公司	控股广告	企业合并
9	曹妃甸港口投资有限公司	港口投资	企业合并
10	唐山曹妃甸综合保税区港务有限公司	保税区港务	企业合并
11	唐山曹妃甸环亚国际物流有限公司	环亚物流	企业合并
12	唐山曹妃甸综合保税区鑫理程理货有限责任公司	鑫理程理货	企业合并
13	唐山曹妃甸综合保税区诺亚国际物流有限公司	保税区物流	企业合并
14	唐山曹妃甸临港产业园区工程建设有限公司	临港工程	企业合并
15	唐山曹妃甸临港产业园区开发有限公司	临港开发	企业合并
16	唐山曹妃甸佳祥房地产开发有限公司	佳祥房地产	企业合并
17	曹妃甸担保有限公司	曹妃甸担保	企业合并
18	唐山曹妃甸佳和盛实业有限公司	佳和盛实业	企业合并
19	唐山市曹妃甸区城市建设投资集团有限公司	曹妃甸区城投	企业合并
20	唐山市曹妃甸区暖通热力有限公司	暖通热力	企业合并
21	唐山市曹妃甸区鸿程地热水开发有限公司	鸿程地热水	企业合并
22	唐山市曹妃甸区鑫盛房地产开发有限公司	鑫盛房地产	企业合并
23	唐山曹妃甸中小企业园区开发建设投资有限公司	中小企业园区开发	企业合并

二、不再纳入合并的子公司情况

	子(孙)公司全称	子(孙)公司简称	未纳入合并范围原因
1	唐山曹妃甸海博实业有限公司	海博实业	股权转让
2	唐山曹妃甸智城信息技术有限公司	智城信息	注销
3	唐山泰诚房地产开发有限公司	泰诚房地产	注销
4	天津曹投融资租赁有限公司	曹投租赁	股权转让

资料来源：公司2017-2019年三年连审审计报告，中证鹏元整理

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	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金类资产	货币资金+应收票据
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中融资租赁款

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。