

2014 年天津广成投资集团有限公司
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



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【585】号 01

债券简称：14 津广成债
/PR 津广投

债券剩余规模：6 亿元

债券到期日期：2021 年
7 月 24 日

债券偿还方式：每年付
息一次，在债券存续期
的第 3-7 年末，分别按照
债券发行总额 20% 的比
例偿还债券本金，最后
五年每年的应付利息随
当年兑付的本金部分一
起支付

分析师

姓名：
陈勇阳 刘志强

电话：
0755-82872897

邮箱：
chenyy@cspengyuan.co
m

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

2014 年天津广成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 6 月 28 日	2019 年 6 月 25 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”）对天津广成投资集团有限公司（以下简称“广成集团”或“公司”）及其 2014 年 7 月 24 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。该评级结果是考虑到：公司未来收入来源较有保障，获得的外部支持力度仍较大；同时中证鹏元也关注到，公司整体资产流动性较弱、存在较大资金压力及偿债压力、具有一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司未来收入来源较有保障。截至 2019 年末，公司土地储备中达到可出让条件的土地面积为 14,427.60 亩，待售安置房面积为 28.67 万平方米，拟建安置房面积为 59.53 万平方米，未来收入来源较有保障。
- 公司获得的外部支持力度仍较大。2019 年，天津市蓟州区国有资产监督管理委员会将天津市蓟州区自来水供水有限公司、天津津淼水处理有限公司划入公司，公司资本公积净增 6,847.69 万元，上述公司主要经营自来水工程及供水业务，2019 年合计为公司贡献收入 5,568.82 万元，丰富了公司的业务结构。另外，公司收到融资补贴共计 3.30 亿元，提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**2019 年末，公司资产仍以存货、其他非流动资产及应收款项为主，三者合计占总资产的比重为 81.32%；公司受限资产共计 233.01 亿元，占总资产的比重达 25.95%，资产流动性较弱。
- **公司经营性现金生成能力仍然较弱，公司在建项目较多，存在较大的资金压力。**2019 年公司收现比为 0.58，业务收现能力仍较弱，截至 2019 年末，公司主要在建及拟建项目后续尚需投入资金 153.95 亿元，资金压力较大。
- **公司面临较大的偿债压力。**2019 年末公司有息债务余额为 506.83 亿元，占总负债的比重为 82.00%，同时公司 2019 年末短期债务比较低且继续下滑至 0.09，EBITDA 利息保障倍数仅为 0.39，债务偿付压力较大。
- **公司对外担保存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额合计 20.21 亿元，与净资产的比值为 7.22%，且均未设置反担保措施，面临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	8,980,123.75	8,708,200.47	8,347,803.51
所有者权益	2,799,320.55	2,777,187.55	2,654,925.02
有息债务	5,068,344.44	5,241,869.48	5,325,722.31
资产负债率	68.83%	68.11%	68.20%
现金短期债务比	0.09	0.15	0.72
营业收入	375,029.87	674,699.67	575,392.84
其他收益	34.05	690.50	2,955.00
利润总额	29,334.17	90,720.27	42,577.19
综合毛利率	28.63%	26.83%	16.37%
EBITDA	137,165.47	208,154.07	138,987.45
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.66	0.41
经营活动现金流净额	520,210.87	74,880.62	-1,053,005.77
收现比	0.58	0.39	0.35

资料来源：公司 2017 年-2019 年审计报告，中证鹏元整理

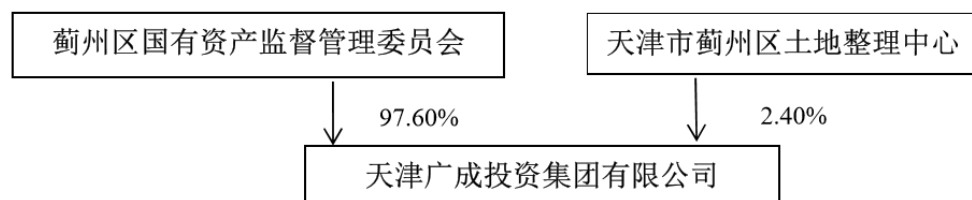
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年7月24日发行7年期15亿元公司债券，票面利率为7.45%。募集资金计划用于天津市蓟州区矿山地质环境综合治理示范工程项目。截至2019年末，本期债券募集资金专项账户余额为2,599.54元。

二、发行主体概况

2019年，公司名称、注册资本、业务范围、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年末，公司注册资本仍为50.00亿元，蓟州区国有资产监督管理委员会（以下简称“蓟州区国资委”）及天津市蓟州区土地整理中心分别持股97.60%和2.40%，蓟州区人民政府仍为公司实际控制人。

图1 截至2019年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

作为天津市蓟州区基础设施建设重要主体之一，公司业务涉及安置房、土地整理、项目工程建设等，其中安置房建设和土地整理是公司最主要收入来源。2019年，公司合并报表范围内新增2家子公司，系天津市蓟州区自来水供水有限公司和天津津淼水处理有限公司。具体变化情况如表1所示。截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共12家（详见附录二）。

表1 2019年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2019年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	取得方式
天津市蓟州区自来水供水有限公司	100.00%	127	自来水供应；管道安装；普通货运服务；机电设备安装；房屋建筑工程、消防工程施工；水费预付卡发行、受理。（国家有专项专营规定的按规定执行；涉及前置审批项目的以批准件及经营时限为准。）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	划拨
天津津淼	100.00%	100	污水的收集；污水的处理与深度净化；排污工程、管道工程、	划拨

水处理有
限公司

清淤工程施工。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司提供

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，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，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

天津市为我国直辖市之一，中国北方最大的港口城市，整体经济实力较强，2019 年固

定资产投资实现较快增长

天津市是中国四大直辖市之一，现辖16个区，是中国北方最大的港口城市，全市土地总面积11,966.45平方公里，2019年末常住人口为1,561.83万人，城镇化率高达83.48%，居全国第三；经济方面，天津市第三产业较为发达，近年服务业在全市经济中占比均在60%左右，其中金融、科技服务、信息服务、商务租赁等资本、技术密集型行业占服务业的比重在40%左右。2019年天津市实现地区生产总值14,104.28亿元¹，按可比价格计算，同比增长4.8%，地区经济保持增长，但增速仍低于全国水平。从产业结构来看，第一产业增加值185.23亿元，同比增长0.2%；第二产业增加值4,969.18亿元，同比增长3.2%；第三产业增加值8,949.87亿元，同比增长5.9%。三次产业结构由2018年的0.9：40.5：58.6调整为2019年的1.3：35.2：63.5，第三产业占比进一步增加，全市经济增长主要依靠第三产业带动。按常住人口计算，2019年天津市人均生产总值为9.03万元，为同期全国人均生产总值的127.39%，人均GDP水平较高。

工业方面，2019年天津市工业增加值同比增长3.6%，其中规模以上工业增加值同比增长3.4%。从细分行业看，汽车制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、电气机械和器材制造业等产业实现较快增速，同比分别增长13.7%、18.6%、10.9%。近年来天津市工业结构调整逐步深入，2019年规模以上工业中战略性新兴产业增加值增长3.8%，高技术产业和战略性新兴产业增加值占规模以上工业增加值的比重分别达到14.0%和20.8%。

从经济增长要素方面看，2019年天津市固定资产投资（不含农户）为同比增长13.9%，分产业看，第一产业投资同比增长10.3%，第二产业投资同比增长17.4%，第三产业投资同比增长12.8%，三大产业投资增速均转负为正，对经济增长的带动作用比较显著。房地产开发方面，2019年，天津市房地产开发投资增长12.5%，商品房销售面积1,478.68万平方米，同比增长18.3%；销售额2,274.14亿元，同比增长13.3%。消费方面，2019年批发和零售业商品销售额增长2.2%，增速一般。进出口方面，2019年天津市全年外贸进出口总额7,346.03亿元，同比下降9.1%，受海外COVID-19疫情影响，预计短期内外贸进出口总额将会下降。

2019年末，天津市金融机构（含外资）存款余额为31,788.78亿元，同比增长2.6%；贷款余额为36,141.27亿元，同比增长6.0%，全市金融机构存贷款余额规模继续扩大。

表 2 天津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	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	14,104.28	4.8%	18,809.64	3.6%

¹ 受全国第四次经济普查影响，2019 年天津市地区生产总值总量较 2018 年下降较多。

第一产业增加值	185.23	0.2%	172.71	0.1%
第二产业增加值	4,969.18	3.2%	7,609.81	1.0%
第三产业增加值	8,949.87	5.9%	11,027.12	5.9%
工业增加值	-	3.6%	6962.71	2.6%
固定资产投资	-	13.9%	-	-5.6%
社会消费品零售总额	-	-	5,533.04	1.7%
进出口总额	7,346.03	-9.1%	8,077.01	5.6%
存款余额	31,788.78	2.6%	30,983.17	0.1%
贷款余额	36,141.27	6.0%	34,084.90	7.9%
人均 GDP（万元）	9.03		12.06	
人均 GDP/全国人均 GDP	127.39%		186.57%	

注：“-”代表未有公开披露数据；人均 GDP=地方生产总值/常住人口；固定资产投资数据不含农户。
资料来源：2018-2019 年天津市国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年天津市实现一般公共预算收入2,410亿元，同比增长14.4%；实现政府性基金收入1,431亿元，同比增长23.3%；实现上级补助收入525亿元，同比下降4.6%。

2019年1-9月蓟州区经济运行较为平稳

2019年1-9月蓟州区实现地区生产总值292.45亿元，按可比口径同比增长0.9%，增速较低，其中第一产业实现增加值18.6亿元，同比下降5.5%；第二产业实现增加值90.77亿元，同比下降1.7%；第三产业实现增加值183.08亿元，同比增长3.4%。三次产业结构由2018年的6.9:31.7:61.4调整为2019年前三季度的6.4:31.0:62.6，第三产业占比较高。

2019年1-9月蓟州区工业增加值同比下降4.6%，为63.91亿元；固定资产投资同比下滑22.9%；实现社会消费品零售总额136.77亿元，同比增长1.3%。

表2 蓟州区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年 1-9 月		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	292.45	0.9%	381.66	4.2%
第一产业增加值	18.6	-5.5%	26.17	-1.3%
第二产业增加值	90.77	-1.7%	121.17	0.9%
第三产业增加值	183.08	3.4%	234.32	7.3%
工业增加值	63.91	4.6%	-	9.3%
全年固定资产投资	-	-22.9%	-	-7.5%
社会消费品零售总额	136.77	1.3%	-	7.8%
存款余额	-	-	-	-
贷款余额	-	-	-	-

资料来源：蓟州区人民政府网站，2018 年蓟州区国民经济与社会发展统计公报，中证鹏元整理

2019年蓟州区实现一般公共预算收入25.09亿元，同比增长9.75%；实现政府性基金收

入23.15亿元，同比增长10.96%；实现上级补助收入46.09亿元。

四、经营与竞争

公司业务涉及安置房、土地整理、项目工程建设等，其中安置房建设和土地整理是公司最主要收入来源，2019年两项业务合计贡献收入31.65亿元，占营业收入的比重为84.40%，另外，2019年公司获得其他业务收入1.89亿元，主要系租赁及砂石销售业务。因安置房项目收入大幅下滑，公司2019年总收入规模缩减。从毛利率来看，在毛利率较高的土地整理业务占比提高的带动下，2019年公司综合毛利率较上年提升。

表3 公司营业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
土地整理	224,366.79	22.59%	195,030.02	24.86%
安置房项目	92,154.68	17.23%	409,792.39	17.91%
项目工程建设	20,844.36	100.00%	22,588.69	100.00%
基础设施运营管	5,990.57	74.96%	5,990.57	74.96%
物业费及租金	4,670.26	-106.32%	2,654.54	12.17%
自来水工程	3,805.04	13.20%	0.00	-
土地看管及服务	2,009.27	100.00%	16,806.88	98.71%
水费收入	1,763.78	49.05%	0.00	-
餐饮	405.97	-25.17%	538.26	-51.27%
农产品	167.64	-42.48%	24.31	35.02%
委托代建	0.00	-	17.24	100.00%
主营业务小计	356,178.35	25.31%	653,442.89	25.34%
其他业务	18,851.53	91.39%	21,256.78	72.65%
合计	375,029.87	28.63%	674,699.67	26.83%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司土地储备较为丰富，未来土地整理收入仍较有保障，考虑到该业务易受土地市场行情及政府土地出让计划影响，能否按预期实现存在一定不确定性

根据蓟州区人民政府《关于授权天津广成投资集团有限公司进行土地前期开发相关问题的通知》，公司所收储土地进行拍卖后，蓟州区财政局将公司土地前期开发成本全额返还给公司（开发成本包括征地和拆迁补偿费用、前期开发整理的建设费用、银行及其他金融机构贷款或融资的利息支出以及经区财政局同意的与土地储备相关的费用），同时将土地出让收益地方留存部分的按一定比例拨付给公司（开发收益指土地出让收入扣除开发成本及相关税费后剩余的部分）。公司土地整理收入核算的是公司整理土地出让后的财政返

还收入，其成本按照公司土地收储实际投资成本确认。蓟州区财政局将土地出让金返还部分先行返还蓟州区土地整理中心，再由蓟州区土地整理中心返还公司。

目前蓟州区的土地整理工作主要集中于蓟州区新城，由子公司天津蓟州新城建设投资有限公司（以下简称“新城公司”）具体负责。2019年公司出让土地1,377.80亩，确认土地整理业务收入22.44亿元。

公司现有土地储备较为丰富，截至2019年末，公司土地储备中达到可出让状态的土地面积为14,427.60亩，未来土地出让收入较有保障。但根据国土资源部办公厅关于印发《土地储备机构名录（第二批）》（国土资厅函[2016]2152号文），蓟州区具备土地储备资格的机构只有蓟州区土地整理中心，公司及子公司已不具备土地收储职能，目前公司只能委托土地整理中心完成土地收储任务。考虑到土地市场易受国家调控及政府土地出让计划影响，未来该收入能否按预期实现存在一定不确定性。

表4 公司土地收储、出让情况（单位：亩、万元）

项目	2019 年	2018 年
当年收储面积	0.00	0.00
当年出让面积	1,377.80	1,033.39
当年划拨转出面积	0.00	0.00
年末土地储备面积	19,823.04	21,200.84
土地出让金额返还收入	224,366.79	195,030.02

资料来源：公司提供

除土地整理收入外，根据公司与蓟州区土地整理中心签署的托管协议，蓟州区土地整理中心委托公司对已收购土地进行看管，并根据《天津市土地整理中心收购土地看护管理办法》每年支付公司一定的土地看管费用，目前公司土地看管费用暂按下表标准执行，此标准较上年无变化。因公司受托看管的土地减少，2019年公司获得土地看管及服务费0.20亿元，较上年大幅下滑。

表5 公司土地收储看管费用收取标准

序号	面积（亩）	费用标准（元/平方米，月）
1	1-50	0.08-0.10
2	50-100	0.07-0.08
3	100-500	0.06-0.07
4	500 以上	0.05

资料来源：公司提供

2019年公司安置房业务规模大幅下滑，考虑到公司待售安置房面积及在建项目规模较大，未来收入来源有一定保障，但后续仍面临较大的资金压力

2019年公司安置房业务及工程施工业务全部来自子公司新城公司。新城公司主要负责的项目为天津市蓟州区新城示范小城镇（一期）及于桥水库环境治理建设项目（以下简称“新城示范小镇项目（一期）”）。该项目涉及蓟州库区和新城65个村，12,167户，42,588人，建设内容包括农民还迁安置房建设、土地整理及复垦和新区基础设施建设。

2018年前公司安置房业务主要模式为“实物安置”，根据立项文件及拆迁补偿协议，公司对搬迁涉及的村民实行以宅基地换房，按人均40平方米住房还迁标准，进行住房实物还迁安置。公司交付安置房时，安置房的风险报酬转移，以安置房市场评估价确认安置房销售收入，符合销售商品收入确认的条件，同时安置房按建造成本确认相关营业成本。安置房销售置换的资产为被拆迁人的土地，安置房业务换入的土地在财务报表其他非流动资产科目中进行核算，未来随着土地出让，进行相应结转。

2018年，经蓟州区人民政府同意，公司将存量安置房作为安置房源对外销售，公司安置房收入新增“超标准认购”和“对外销售”模式。其中“超标准认购”模式适用于拆迁村民住房需求超出40平方米的情况，定价方面，人均40-45平方米的部分，以成本价格3,800元/平方米进行认购，人均45平方米外的住宅，以经济适用房价格4,500元/平方米进行认购；“对外销售”模式系将项目在满足自身安置需要后的剩余房屋，出售给天津蓟州新城棚改建设投资有限公司棚改项目拆迁范围内的居民作为安置房源，定价方面，安置住宅销售单价为6,500元/平方米，商业部分销售单价10,000元/平方米。

2019年，公司安置房业务收入全部来自新城示范小镇项目（一期），模式均为实物安置。公司交付安置房面积14.98万平方米，确认收入9.22亿元，2019年该业务毛利率为17.23%。截至2019年末，公司待售安置房面积为28.67万平方米，此外，公司尚有拟建项目蓟州新城（二期）示范小城镇建设项目、锦翠园、锦华园安置房建设项目，总投资101.51亿元，总建筑面积达59.53万平方米，未来安置房销售收入来源有一定保障。

需要关注的是，一方面，由于该业务安置任务尚未完成，安置部分不产生现金流，后续置换土地出让才形成现金流，但未来置换土地能否顺利出让尚存在一定不确定性，另一方面，公司安置房项目拟建规模较大，尚需投资101.51亿元，存在较大资金压力。

表6 2019年公司安置房收入明细（单位：元/平方米、万平方米、万元）

项目名称	单价	结转销售面积	待销售面积	确认收入
一期安置房建设	6,500.00	14.98	28.67	92,154.68

注：2019年待销售面积不含项目商业配套。

资料来源：公司提供

表7 截至2019年末公司拟建安置房项目情况表（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	建设期间	建设面积
------	-------	-----	------	------

蓟州新城（二期）示范小城镇建设项目	90.20	0.00	2020-2022	39.23
锦翠园、锦华园安置房建设项目	11.31	0.00	2020-2021	20.30
合计	101.51	0.00	-	59.53

资料来源：公司提供

项目工程建设业务方面，亦由子公司新城公司负责。根据蓟州区人民政府于2011年3月出具的《关于授权天津蓟州新城建设投资有限公司代建工程项目的意见》文件规定：天津蓟州区人民政府授权新城公司代表天津市蓟州区人民政府完成新城示范小镇项目（一期）的建设和管理工作，并同意自工程项目开始日起按每年新增投资额的8%确认工程项目建设收入。新城公司所负责建设项目为新城示范小镇项目（一期），按先前约定，该项目由蓟州区人民政府对其进行回购，总回购价款为42.336亿元，回购期为2013年至2022年。2019年，新城公司对新城示范小镇项目（一期）确认项目工程建设收入2.08亿元。毛利率方面，由于新城公司负责的新城示范小镇项目（一期）确认项目工程建设收入时已扣减成本，2019年公司项目工程建设业务毛利率为100.00%。

截至2019年末，公司主要在建项目预计总投资443.43亿元，已投资390.99亿元，尚需投资52.44亿元，未来资金压力仍较大。

表8 截至 2019 年末公司主要在建项目投资情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	累计已投资额
蓟州新城示范小城镇（一期）及于桥水库环境治理建设项目（公乐园、市政道路工程）	368.8	351.16
天津专用汽车产业园项目（汽车产业园基础设施工程）	16.00	9.05
邦喜公路（津冀界-五龙山大道）改建工程	12.40	4.94
津围公路北二线（喜邦公路-河北兴隆界）工程	9.66	8.89
天津上仓酒业及绿色食品加工区项目（上仓园区基础设施工程）	8.00	7.56
天津市蓟县矿山地质环境综合治理示范工程项目	28.57	9.39
合计	443.43	390.99

注：天津市蓟县矿山地质环境综合治理示范工程项目系本期债券募投项目，完工时间不确定。

资料来源：公司提供

此外，蓟州区人民政府与公司于2009年12月10日签署《托管协议》，委托公司对蓟州区部分基础设施提供运营管服务，该协议规定按基础设施账面价值的4%提取基础设施运营管费，于每年12月20日前由蓟州区财政局全额拨付给公司。2012年，该费用的提取比例由4%提升至10%。2019年，公司获得5,990.57万元的基础设施运营管收入。

公司继续获得较大力度的外部支持

2019年，天津市蓟州区国有资产监督管理委员会将天津市蓟州区自来水供水有限公司、天津津淼水处理有限公司划入公司，公司资本公积净增6,847.69万元，上述公司主要

经营自来水工程及供水业务，2019年合计为公司贡献收入5,568.82万元，丰富了公司的业务结构。另外，公司收到融资补贴共计3.30亿元，计入财务费用，提升了公司的利润水平。

表9 2019 年公司获得的注资及财政补贴明细（单位：万元）

项目	金额	涉及科目
划拨资产		
天津市蓟州区自来水供水有限公司、天津津淼水处理有限公司股权	6,847.69	资本公积
财政补贴		
融资补贴	33,000.00	财务费用

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

以下财务分析基于公司提供的经亚太（集团）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 年度及 2019 年度审计报告，报告采用新会计准则编制。2019 年，公司合并范围新增子公司 2 家。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但以工程项目及应收款项为主，应收款项规模较大，对公司资金形成一定占用，且受限资产规模较大，资产流动性较弱

随着融资规模扩大及日常经营积累，公司资产规模继续增长，截至2019年末，公司总资产为898.01亿元，其中流动资产占比为64.88%。

表10 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	168,406.11	1.88%	280,522.41	3.22%
应收账款	581,326.59	6.47%	475,397.63	5.46%
预付款项	1,062,115.23	11.83%	1,051,208.97	12.07%
其他应收款	1,836,239.45	20.45%	1,842,937.30	21.16%
存货	2,172,752.59	24.20%	2,039,874.79	23.42%
流动资产合计	5,826,110.80	64.88%	5,692,627.92	65.37%
固定资产	420,751.15	4.69%	425,105.00	4.88%
其他非流动资产	2,712,072.51	30.20%	2,566,175.24	29.47%

非流动资产合计	3,154,012.95	35.12%	3,015,572.55	34.63%
资产总计	8,980,123.75	100.00%	8,708,200.47	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着公司持续推进项目建设及偿付到期债务，截至2019年末，公司货币资金规模下滑至16.84亿元，主要为银行存款，其中14.58亿元受限，分别为大额定期存单10.13亿元、银行承兑汇票保证金2.20亿元、非公开定向债务融资工具发展基金2.25亿元。2019年末公司应收账款余额为58.13亿元，其中应收天津市蓟州区财政局26.37亿元，应收天津市蓟州区土地整理中心14.81亿元，应收天津荣威投资发展有限公司7.50亿元，三者合计占公司应收账款的比重为83.74%，较为集中，需关注款项能否及时收回。同期公司预付款项为106.21亿元，主要系预付天津市蓟州区土地整理中心的委托土地收储款。截至2019年末，公司其他应收款余额183.62亿元，前五大欠款方明细见下表，欠款合计139.59亿元，占其他应收款总额的76.02%，主要为应收政府相关部门和国企款项。考虑到公司其他应收款欠款单位主要为政府部门及下属单位，坏账风险较低，但回收时间存在一定的不确定性。

表11 截至2019年底公司其他应收款前五大欠款方情况（单位：万元）

单位名称	与公司的关系	年末余额	账龄	占其他应收款年末余额合计数比例（%）
天津市蓟州区土地整理中心	参股股东	871,128.19	5 年以内	47.44
天津蓟州区鑫源资产投资有限公司	非关联公司	227,000.00	1 年以内	12.36
天津荣威投资发展有限公司	非关联公司	120,142.28	4 年以内	6.54
天津市蓟州区国有资产管理委员会	母公司	112,675.90	3 年以内	6.14
天津市蓟州区农业农村委员会	非关联公司	64,963.51	1 年以内	3.54
合计	—	1,395,909.89	—	76.02

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司存货账面价值合计217.28亿元，占总资产的比重为24.20%，其中开发成本198.97亿元，主要为蓟州新城小城镇建设开发成本及蓟县新型城镇化（棚户区改造），账面价值分别为80.64亿元和54.11亿元，占存货比重达67.72%，其中账面价值27.94亿元的存货已用于抵押，占存货比重为14.04%。

公司固定资产主要为股东划入公司的渔阳宾馆、蓟州区燕山西路二期及西环路、环秀湖水库大坝及附属设施等房屋及建筑物、构筑物及附属设施以及公司融资租入的固定资产等，其中10.35亿元因融资租赁受限。随着公司建设工程投资的继续推进，公司其他非流动资产规模持续增长，其他非流动资产主要由新城建设项目拆迁补偿及征地款、蓟县西翼

路项目、汽车产业园、津围公路北二线（喜邦公路-河北兴隆界）等构成，2019年末其占总资产的比重为30.20%。截至2019年末，公司资产中使用受限的资产共计233.01亿元，受限资产占总资产的比重达25.95%。

总体来看，2019年公司资产规模有所增长，仍以存货、其他非流动资产及应收款项为主，其中非流动资产主要为工程，变现时间受政府回购安排影响；同时，考虑到部分资产使用受限，资产流动性较弱。

盈利能力

2019年公司营业收入规模缩减，未来业务收入具有一定保障，受收入规模减小及投资亏损影响，利润有所下滑

2019年公司实现营业收入37.50亿元，其中安置房建设和土地整理是最主要收入来源，2019年两项业务合计贡献收入31.65亿元，占营业收入的比重为84.40%，另外，2019年公司获得其他业务收入1.89亿元，主要系租赁及砂石销售业务。因安置房项目收入大幅下滑，公司2019年总收入规模缩减。考虑到公司在建项目投资规模较大，公司业务未来具有一定保障。

毛利率方面，在毛利率较高的土地整理业务占比提高的带动下，2019年公司综合毛利率提升至28.63%，但由于收入规模减小，加之公司投资天津兴晟房地产开发有限公司、天津东帝龙山陵园有限公司和天津天乐广成投资咨询有限公司发生亏损，发生投资损失815.71万元，同期公司获得政府补贴34.05万元，低于上年水平，此外，2019年公司收到融资补贴共计3.30亿元，使得财务费用有所降低，综合使得公司实现利润总额2.93亿元，较上年水平大幅下滑。

表12 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	375,029.87	674,699.67
财务费用	50,674.91	78,800.59
投资收益	-815.71	8,014.15
其他收益	34.05	690.50
营业利润	29,449.76	90,974.11
利润总额	29,334.17	90,720.27
综合毛利率	28.63%	26.83%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营性现金生成能力仍然较弱，在建项目较多，筹资活动现金流持续大额净流出，存在较大的资金压力

2019年公司收现比为0.58，较上年略有提升，但业务收现能力仍较弱；经营活动现金流入179.87亿元，主要来自公司收到的部分土地整理业务收入、工程建设收入以及与其他单位的往来款等；公司经营活动现金流出主要是安置房建设、工程建设及与其他单位的往来款项，2019年经营活动现金流出127.85亿元。由于往来净流入现金规模增大，使得2019年公司经营活动净现金流有所好转。

投资活动方面，公司投资活动现金流入和流出主要系短期理财活动及部分工程项目投资。2019年公司收回投资规模下降，同时加大项目投资力度，导致投资活动产生的现金净流出规模增长至8.58亿元。

公司筹资活动现金流入主要来自银行借款、债券融资以及融资租赁款，筹资活动现金流出主要是偿还债务本息支出。2019年公司融资规模增长，债务偿还规模亦较多，综合使得2019年筹资活动现金净流出规模扩大至48.57亿元。截至2019年底，公司主要在建项目尚需投入153.95亿元，后续资金压力仍较大。

表13 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	0.58	0.39
销售商品、提供劳务收到的现金	215,843.36	264,448.71
收到的其他与经营活动有关的现金	1,582,896.43	821,494.20
经营活动现金流入小计	1,798,739.78	1,085,942.92
购买商品、接受劳务支付的现金	195,564.73	156,209.53
支付的其他与经营活动有关的现金	1,043,936.88	817,458.20
经营活动现金流出小计	1,278,528.92	1,011,062.30
经营活动产生的现金流量净额	520,210.87	74,880.62
投资活动产生的现金流量净额	-85,790.78	-21,503.21
筹资活动产生的现金流量净额	-485,668.58	-413,488.14
现金及现金等价物净增加额	-51,230.30	-360,110.73

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，偿债能力指标弱化，存在较大的还本付息压力

随着公司持续融资及经营积累，负债及所有者权益均有所增长。截至2019年末，公司

总负债达到618.08亿元，所有者权益达到279.93亿元；公司产权比率为220.80%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	6,180,803.20	5,931,012.92
所有者权益	2,799,320.55	2,777,187.55
产权比率	220.80%	213.56%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款共计16.87亿元，主要为保证借款。应付票据均为商业承兑汇票，2019年末账面金额为3.24亿元。2019年末公司应付账款主要为应付的各类工程款，截至2019年末为11.60亿元。截至2019年末，公司其他应付款含应付利息6.57亿元，其他应付款主要系往来款，账面金额81.37亿元，较上年大幅增长，主要系新增应付天津市财政局的往来款所致。公司一年内到期的非流动负债规模较大，截至2019年末，金额合计127.42亿元，占总负债比重为20.62%。截至2019年末，公司其他流动负债余额为31.83亿元，主要为短期债券、非金融机构借款及定向融资计划等有息债务，2019年公司新增非金融机构借款，发行各类融资工具，其他流动负债较上年大幅增长。

表15 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	168,671.24	2.73%	34,500.00	0.58%
应付票据	32,370.02	0.52%	10,195.00	0.17%
应付账款	116,035.25	1.88%	132,169.65	2.23%
其他应付款	813,665.68	13.16%	373,462.51	6.30%
一年内到期的非流动负债	1,274,242.71	20.62%	1,657,550.17	27.95%
其他流动负债	318,251.14	5.15%	115,000.00	1.94%
流动负债合计	2,905,610.83	47.01%	2,506,124.93	42.25%
长期借款	1,734,550.87	28.06%	1,599,000.00	26.96%
应付债券	490,289.60	7.93%	711,648.83	12.00%
长期应付款	1,049,968.86	16.99%	1,079,475.47	18.20%
其他非流动负债	0.00	-	34,500.00	0.58%
非流动负债合计	3,275,192.37	52.99%	3,424,887.99	57.75%
负债合计	6,180,803.20	100.00%	5,931,012.92	100.00%
有息债务	5,068,344.44	82.00%	5,241,869.48	88.38%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司长期借款共计173.46亿元，主要包含保证借款和质押借款，质押

借款的质押物为《政府购买服务协议》项下应收账款和定期存单。公司应付债券系公司及子公司发行的公司债券及私募债券等，具体明细如下表所示，随着部分债务的到期，规模有所下降。截至2019年末，公司长期应付款为105.00亿元，占总负债的比重为16.99%，主要为应付融资租赁款。随着公司信托类融资工具陆续到期，公司其他非流动负债规模缩减。

表16 截至2019年末公司应付债券构成（单位：万元）

债券名称	面值	发行日期	债券期限	发行金额	年末余额
16 蓟投债	100	2016/2/3	3 年	100,000.00	-
16 蓟城 01	100	2016/3/4	5 年	100,000.00	30,422.17
16 蓟州 04	100	2016/8/12	5 年	77,000.00	-
16 蓟州新城 PPN001	100	2016/3/3	3 年	80,000.00	-
16 蓟州 03	100	2016/6/22	5 年	100,000.00	-
17 蓟州新城 PPN001	100	2017/4/26	3 年	120,000.00	40,763.18
17 津蓟州建投 ZR001	100	2017/12/12	3 年	20,000.00	19,935.91
美元债	100	2019/7/9	3 年	48,833.40	46,701.86
2019 年公司债	100	2019/11/7	3+2	50,000.00	49,713.80
19 津蓟州建投 ZR001	100	2019/10/17	3 年	100,000.00	98,126.25
19 津蓟州建投 ZR002	100	2019/10/17	3 年	50,000.00	49,063.12
2018 年非公开发行可转换公司债券	100	2019/1/31	24 个月	3,863.00	3,863.00
2013 年公司债券	100	2014/2/22	10 年	150,000.00	89,467.92
2014 年公司债券	100	2015/7/24	7 年	150,000.00	59,706.58
15 广成投资 PPN002	100	2016/11/25	5 年	110,000.00	179,766.29
2016 年公司债券	100	2017/4/20	7 年	180,000.00	87,696.62
2018 年度第一期债权融资券	100	2018/1/25	3 年	50,000.00	50,028.27
小计	-	-	-	1,489,696.40	805,254.98
减：一年内到期部分年末余额	-	-	-	-	314,965.38
合计	-	-	-	1,489,696.40	490,289.60

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司有息债务为506.83亿元，占总负债的比重为82.00%，规模仍较大，考虑到公司2020年内至少需偿还179.35亿元，公司面临较大的债务偿还压力。

偿债能力方面，截至2019年末，公司资产负债率仍处于较高水平，从短期偿债能力来看，公司2019年现金短期债务比较低且继续下滑至0.09，现金对短期债务的保障能力较弱。同期公司利润规模下滑，但利息支出增加，EBITDA利息保障倍数及有息债务/EBITDA表现持续弱化。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
------	--------	--------

资产负债率	68.83%	68.11%
现金短期债务比	0.09	0.15
EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.66
有息债务/EBITDA	36.95	25.19

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，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04月01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。

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04月01日），子公司新城公司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，存在一个关注类账户。除此之外，新城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，公司及子公司对外担保余额合计20.21亿元，与2019年末净资产的比值为7.22%，担保对象主要为蓟州区企事业单位。考虑到对外担保金额较大，且均未设置反担保措施，公司仍面临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）

被担保方	担保金额	担保余额	起始日期	终止日期	反担保情况
蓟州区人民医院	10,000.00	8,400.00	2015.2.25	2020.2.25	否
天津市蓟县城关房地产开发公司	7,000.00	5,500.00	2015.10.26	2030.10.25	否
天津万事兴建工集团有限公司	15,000.00	14,750.00	2017.4.25	2020.4.9	否
蓟州区人民医院	13,100.00	9,170.00	2018.7.13	2023.7.13	否
天津市蓟州城镇基础设施建设投资有限公司	10,000.00	10,000.00	2019.1.16	2020.1.16	否
天津蓟州旅游文化集团有限公司	10,000.00	10,000.00	2019.1.18	2020.1.18	否
天津鑫路桥建设工程有限公司	10,000.00	10,000.00	2019.1.31	2020.1.31	否
天津津农蓟丰农业产业开发有限公司	10,000.00	10,000.00	2019.7.19	2020.7.19	否
天津市久居佳诚房地产投资有限公司	57,000.00	24,951.00	2019.7.29	2022.7.28	否

天津蓟州旅游文化集团有限公司	40,000.00	38,000.00	2019.08.30	2027.11.27	否
蓟州区人民医院	10,000.00	9,199.00	2019.4.1	2024.4.1	否
天津昊辰房地产开发公司	5,500.00	1,200.00	2013.11.6	2021.11.5	否
天津蓟农农业发展有限公司	500.00	500.00	2019.11.12	2020.11.11	否
天津市蓟州区恒源热电有限公司	25,000.00	18,524.00	2017.3.7	2032.3.5	否
天津利群投资有限公司	1,600.00	1,400.00	2017.7.31	2020.7.27	否
天津锦丰置业有限公司	1,400.00	1,200.00	2017.7.31	2020.7.27	否
天津专用汽车产业园投资有限公司	4,000.00	3,600.00	2017.9.27	2020.9.26	否
天津凯祥润园林绿化工程有限公司	1,500.00	1,300.00	2017.11.30	2020.11.20	否
天津凯祥源建筑工程有限公司	1,500.00	1,300.00	2017.11.30	2020.11.20	否
天津市蓟州区经济开发区给排水管理所	7,000.00	7,000.00	2019.1.29	2020.1.28	否
天津云岫园林绿化工程有限公司	2,600.00	2,600.00	2019.3.19	2020.3.5	否
天津润逸基础设施工程有限公司	2,600.00	2,600.00	2019.3.19	2020.3.15	否
天津百事通达商贸有限公司	2,600.00	2,600.00	2019.3.19	2020.3.18	否
天津蓟州绿色食品集团有限公司	990.00	990.00	2019.6.26	2020.6.23	否
天津市宜达建设开发有限公司	1,500.00	1,500.00	2019.11.13	2020.5.12	否
天津市宜嘉建设开发有限公司	1,500.00	1,500.00	2019.10.28	2020.4.27	否
天津华益德科技企业孵化器有限公司	1,100.00	1,100.00	2019.11.8	2020.11.6	否
万事兴建工集团	5,000.00	800.00	2019.12.13	2020.12.12	否
		1,000.00	2019.12.16	2020.12.15	否
		500.00	2019.12.19	2020.12.18	否
		800.00	2019.12.20	2020.12.19	否
		160.00	2019.12.31	2020.12.30	否
合计	257,990.00	202,144.00	-	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2019年公司业务平稳发展，公司业务涉及安置房、土地整理、项目工程建设等，土地储备较为丰富，安置房待售及在建项目面积较大，未来收入来源较有保障；公司收到股权划转和财政补贴，增强了资本实力，提升了利润水平。

但中证鹏元也关注到，公司资产仍以存货、其他非流动资产及应收款项为主，资产流动性较弱；在建项目资金需求较大，对筹资活动依赖程度高；公司有息债务规模较大且持续增长，面临较大债务偿付压力；对外担保存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持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	168,406.11	280,522.41	717,633.14
预付款项	1,062,115.23	1,051,208.97	1,007,201.79
其他应收款	1,836,239.45	1,842,937.30	1,396,189.96
存货	2,172,752.59	2,039,874.79	1,857,423.02
流动资产合计	5,826,110.80	5,692,627.92	5,671,098.80
其他非流动资产	2,712,072.51	2,566,175.24	2,269,589.98
非流动资产合计	3,154,012.95	3,015,572.55	2,676,704.71
资产总计	8,980,123.75	8,708,200.47	8,347,803.51
总资产	8,980,123.75	8,708,200.47	8,347,803.51
短期借款	168,671.24	34,500.00	13,400.00
其他应付款	879,356.32	439,984.47	230,811.21
一年内到期的非流动负债	1,274,242.71	1,657,550.17	898,047.80
流动负债合计	2,905,610.83	2,506,124.93	1,368,858.33
长期借款	1,734,550.87	1,599,000.00	2,239,031.68
应付债券	490,289.60	711,648.83	990,220.63
长期应付款	1,049,968.86	1,079,475.47	997,758.18
非流动负债合计	3,275,192.37	3,424,887.99	4,324,020.16
总负债	6,180,803.20	5,931,012.92	5,692,878.50
有息债务	5,068,344.44	5,241,869.48	5,325,722.31
所有者权益	2,799,320.55	2,777,187.55	2,654,925.02
营业收入	375,029.87	674,699.67	575,392.84
其他收益	34.05	690.50	2,955.00
营业利润	29,449.76	90,974.11	42,694.14
利润总额	29,334.17	90,720.27	42,577.19
经营活动产生的现金流量净额	520,210.87	74,880.62	-1,053,005.77
投资活动产生的现金流量净额	-85,790.78	-21,503.21	-107,241.68
筹资活动产生的现金流量净额	-485,668.58	-413,488.14	685,632.83
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
综合毛利率	28.63%	26.83%	16.37%
收现比	0.58	0.39	0.35
产权比率	220.80%	213.56%	214.43%
资产负债率	68.83%	68.11%	68.20%
现金短期债务比	0.09	0.15	0.72
EBITDA（万元）	137,165.47	208,154.07	138,987.45

EBITDA 利息保障倍数	0.39	0.66	0.41
有息债务/EBITDA	36.95	25.19	38.32

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12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
天津广成宏发投资有限公司	100,000.00	100.00%	法律、法规、国务院决定禁止的，不得经营；应经审批的，未获批准前不得经营；法律、法规、国务院决定未规定审批的，自主经营。
天津广成宏凯园区开发有限公司	232,500.00	94.62%	园区基础设施及配套设施投资、建设；土地收储、整理开发与经营；房地产投资；房地产开发；商品房销售；物业管理。
天津广成宏盛基础设施投资有限公司	200,000.00	100.00%	基础设施及配套设施、城市路网投资、建设；河道治理投资、建设；土地收储、整理、开发与经营；房地产投资。
天津市蓟州区银政通财务咨询服务 有限公司	10.00	100.00%	会计、审计及税务咨询服务（不含代理记账）。
天津捷昌投资有限公司	5,000.00	100.00%	以自有资金对石油化工产业进行投资；房屋工程、土木工程建筑施工。
天津凯骏投资有限公司	30,000.00	100.00%	以自有资金对房地产业、建筑业、市政工程、旅游业进行投资。
天津绿源矿山地质环境治理有限公司	84,500.00	59.17%	矿山环境恢复治理；土（木）石工程、园林（艺）绿化工程、水利工程施工。
天津懿轩投资有限公司	1,000.00	100.00%	以自有资金对房地产业、建筑业、市政工程、旅游业进行投资。
天津蓟州新城建设投资有限公司	121.00	93.39%	城镇建设投资；基础设施建设；房地产开发与经营；房屋买卖，租赁服务；房屋建筑工程施工。
天津元庆投资有限公司	10,000.00	100.00%	以自由资金对房地产业、建筑业、市政工程、旅游业进行投资；房地产开发。
天津市蓟州区自来水供水有限公司	127.00	100.00%	自来水供应；管道安装；普通货运服务；机电设备安装；房屋建筑工程、消防工程施工；水费预付卡发行、受理。（国家有专项专营规定的按规定执行；涉及前置审批项目的以批准件及经营时限为准。）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）
天津津淼水处理有限公司	100.00	100.00%	污水的收集；污水的处理与深度净化；排污工程、管道工程、清淤工程施工。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

资料来源：公司 2019 年审计报告

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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
有息债务	短期借款+应付票据+其他流动负债+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+其他非流动负债+长期应付款

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。