

# 信用评级公告

联合〔2021〕4372号

联合资信评估股份有限公司通过对北京世园投资发展有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京世园投资发展有限责任公司主体长期信用等级为AA，维持“19世园投资MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十九日



# 北京世园投资发展有限责任公司

## 2021 年度跟踪评级报告

### 评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京世园投资发展有限责任公司	AA	稳定	AA	稳定
19 世园投资 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

### 债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 世园投资 MTN001	5.00	5.00	2022-12-10

注：上述债券仅包括由联合资信评级，且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 29 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

### 本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa <sup>-</sup>		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	4
		资本结构	现金流量	4
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
延庆区作为世园会和 2022 年北京冬奥会及冬残奥会的举办地之一，为公司提供了良好的外部发展环境				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

### 评级观点

北京世园投资发展有限责任公司（以下简称“公司”或“世园投资”）作为 2019 年中国北京世界园艺博览会（以下简称“世园会”）的土地一级开发及会后经营性配套项目建设运营主体，在经营环境、区域地位、项目获取、外部支持等方面优势突出。2020 年，公司实际控制人由北京世界园艺博览会事务协调局变更为北京市延庆区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延庆区国资委”），成为延庆区下属一级平台公司。跟踪期内，北京市及延庆区经济保持平稳较快增长，延庆区作为 2022 年北京冬奥会的赛区之一，为公司提供了良好的外部发展环境。公司下属三家酒店与北京冬奥组委会签订合作协议，成为北京冬奥会官方接待酒店，并收到相应补贴款项。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司存量待整理土地规模较小，未来土地整理业务持续性需持续关注、新型冠状病毒疫情对酒店运营行业冲击较大等因素给公司经营与发展可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对存续债券待偿还本金峰值的保障能力一般。

未来，公司将持续参与延庆区基础设施建设工作，随着在建酒店的完工营业和冬奥会的举办，冬奥会引流效应对公司未来业绩形成良好支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 世园投资 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

### 优势

- 跟踪期内，公司外部发展环境良好。作为世园会和 2022 年北京冬奥会及冬残奥会的举办地之一，延庆区经济保持平稳较快增长，为公司提供了良好的外部发展环境。
- 公司下属酒店定位高端，区位优势突出，部分酒店成为冬奥会及冬残奥会官方签约合作酒店。公司下属酒店均位于世园会内部或周边，区位景观资源突出。世园凯悦酒店、世园商务酒店及在建的世园嘉轩酒店成为冬奥会及冬残奥会官方合作酒店，并收到部分专项奖励资金。冬奥会的引

分析师：刘祎焜 杨学慧  
邮箱：lianhe@lhratings.com  
电话：010-85679696  
传真：010-85679228  
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号  
中国人保财险大厦17层（100022）  
网址：www.lhratings.com

流效应将对公司酒店运营业务形成良好支撑。

#### 关注

- 1. 公司土地整理业务持续性有待观察，近年来土地一级整理确认收入波动较大。**世园会土地整理任务已基本完成，公司存量待整理土地较少，未来土地整理业务持续性有待观察。2018—2020年，公司土地一级整理确认收入分别为23.87亿元、2.52亿元和16.16亿元，波动较大。
- 2. 新型冠状病毒肺炎疫情对酒店运营行业冲击较大。**2020年在新冠疫情的影响下，公司下属酒店入住率、房间单价、毛利率等数据均明显下滑。
- 3. 房地产业务易受政策影响，公司房屋销售去化较慢。**公司A、B两个住宅地块房地产项目自2019年底开始销售，截至2020年底去化率分别为8.00%和13.32%。
- 4. 公司受限资产规模较大。**截至2021年3月底，公司受限资产合计29.52亿元，占当期资产总额的31.61%，公司资产受限比例较高。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	4.36	10.33	3.08	2.46
资产总额(亿元)	73.60	93.70	93.72	93.39
所有者权益(亿元)	52.43	53.43	54.99	54.64
短期债务(亿元)	10.00	0.00	10.10	10.28
长期债务(亿元)	1.35	20.27	10.33	12.17
全部债务(亿元)	11.35	20.27	20.43	22.46
营业收入(亿元)	25.14	4.25	17.80	0.28
利润总额(亿元)	1.61	1.34	0.13	-0.36
EBITDA(亿元)	1.93	2.52	1.62	--
经营性净现金流(亿元)	20.40	1.69	-3.71	-0.30
营业利润率(%)	9.55	72.66	5.82	-13.27
净资产收益率(%)	2.26	1.87	0.00	--
资产负债率(%)	28.76	42.97	41.32	41.50
全部债务资本化比率(%)	17.80	27.50	27.09	29.13
流动比率(%)	160.09	236.19	161.61	170.81
经营现金流动负债比(%)	102.96	8.48	-13.28	--
现金短期债务比(倍)	0.44	*	0.30	0.24
EBITDA/利息倍数(倍)	2.37	7.91	3.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.87	8.04	12.64	--

公司本部（母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	73.57	93.16	94.01	93.93
所有者权益（亿元）	52.37	53.33	55.31	55.13
全部债务(亿元)	11.35	20.27	20.43	22.45
营业收入(亿元)	25.14	2.78	16.94	0.16
利润总额(亿元)	1.57	1.29	0.51	-0.17
资产负债率（%）	28.82	42.75	41.17	41.31
全部债务资本化比率(%)	17.82	27.54	26.97	28.94
流动比率（%）	156.48	233.24	159.31	168.46

注：2021 年一季度财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限部分，“\*”表示数据过大  
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债券简称	主体级别	债项级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 世园投资 MTN001	AA	AA	稳定	2020-7-22	薛林霞 马颖	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>
19 世园投资 MTN001	AA	AA	稳定	2019/08/21	薛琳霞 车兆麒	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由北京世园投资发展有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 北京世园投资发展有限责任公司

## 2021 年度跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京世园投资发展有限责任公司（以下简称“公司”或“世园投资”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

### 二、主体概况

公司系根据北京市人民政府 2015 年第 47 号会议纪要和《北京世界园艺博览会事务协调局关于成立北京世园投资发展有限责任公司相关事项的请示》（京世园文〔2015〕22 号）批复，由北京世界园艺博览会事务协调局（以下简称“世园局”）<sup>1</sup>于 2015 年 4 月出资成立的有限责任公司。公司初始注册资本为 30.00 亿元，已由世园局于 2015 年 7 月底之前缴齐。2020 年 6 月，根据公司股东会决议，将公司 20.00 亿元资本公积转增资本，注册资本变更为 50.00 亿元人民币。2020 年 7 月，根据《北京市延庆区人民政府、北京世园局关于变更北京世园投资发展有限责任公司出资人的请示》（延政文〔2020〕15 号），公司原控股股东世园局将持有的公司 100.00% 股权无偿转让给北京市延庆区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“延庆区国资委”）。截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 50.00 亿元，实际控制人为延庆区国资委。

公司业务主要为世园会部分区域的土地一级开发、经营性配套项目的建设运营，承担开发建设、会时保障和会后运营工作。公司经营范围包括：项目投资；项目投资；土地一级

开发；出租商业用房；出租办公用房；承办展览展示；设计、制作、代理、发布广告；会议服务；企业管理；旅游信息咨询；组织文化艺术交流活动（演出除外）；文艺演出票务代理；展览会票务代理；博览会票务代理；餐饮管理；仓储服务；机械设备租赁；销售工艺品、礼品、日用品；房地产开发。

截至 2021 年 5 月底，公司本部内设开发事业部、综合办公室、风控法务部、财务管理部、人力资源部、党群工作部纪委监察部和应急管理部 8 个职能部门。

截至 2020 年底，公司资产总额为 93.72 亿元，所有者权益合计 54.99 亿元（含少数股东权益 0.05 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 17.80 亿元，利润总额 0.13 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 93.39 亿元，所有者权益合计 54.64 亿元（含少数股东权益 0.05 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.28 亿元，利润总额 -0.36 亿元。

公司注册地址：北京市延庆区湖南东路 1 号二层 202 室；法定代表人：王铁林。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券如下表所示。跟踪期内，“19 世园投资 MTN001”正常付息，“21 世园投资 MTN001”未到付息期。

表 1 跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 世园投资 MTN001	5.00	5.00	2019-12-10	3 (2+1) 年
21 世园投资 MTN001	3.00	3.00	2021-05-19	3 (2+1) 年

资料来源：联合资信整理

<sup>1</sup> 为做好 2019 年中国北京世界园艺博览会筹备和举办工作，根据《中央编办关于设立北京世界园艺博览会事务协调局的批复》（中央编办复字〔2014〕2 号），北京世界园艺博览会事务协调局设立。世园局是 2019 年中国北京世界园艺博览会执行委员会的办事机

构，为独立事业法人。世园局根据北京世界园艺博览会执行委员会和北京市政府授权，承担世园会筹备和举办过程中的日常工作。世园局为临时机构，截至本报告出具日世园局已撤销。

#### 四、宏观经济和政策环境

##### 1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

**经济修复有所放缓。**2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

**消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。**从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一

步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常

水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

**居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。**2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

**社融存量增速下降。**截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

**一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。**2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同

比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

**就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。**2021年1—3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**



**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

## 五、行业分析

### 1. 城市基础设施建设行业

#### (1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有

着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动中国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

#### (2) 行业监管与政策

**2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。**

根据2014年《43号文》，财政部发布《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2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，

并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专

项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表3 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展

2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

### （3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，中国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，中国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

## 2. 旅游度假行业

### （1）行业概况

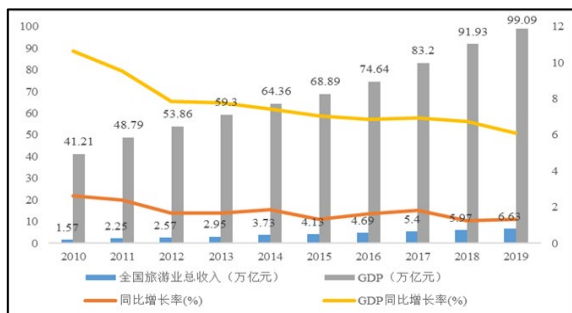
在经济发展新常态下，中国旅游行业呈现平稳较快发展态势。国内游是中国旅游行业中占比最大且发展趋势最好的市场，近年来国内旅游收入和旅游人次均呈现较快增长，短期内在中国旅游细分市场中的支柱地位不会被动摇。出境游市场未来将具备较大的发展空间。

旅游业是以旅游资源为凭借、以旅游设施为条件，专门或者主要从事招徕、接待游客，并为其提供交通、游览、住宿、餐饮、购物、文娱等六个环节服务的综合性行业。从行业特点来看，旅游业的各个环节需要密切协作和配合才能为旅游者提供高质量的服务，具有明显的综合性和整体性；同时，旅游业的生存和发展依赖于国民经济、政治和社会环境、自然条件等因素，具有较强的依赖性，属于敏感型行业。此外，旅游业还具有经济性、文化性、旅游资源稀缺性等特点。

旅游行业作为一项可选消费品，其长期可持续发展主要依赖于宏观经济增长及居民可支配收入的增加。在宏观经济与居民可支配收入持续增长的背景下，人们消费水平不断提高、消费观念逐渐转变、旅游消费日趋大众化。2010—2019年，中国旅游行业呈现快速发展态势，旅游业总收入年均复合增速达到17.36%，2019年全年实现旅游业总收入6.63万亿元，同比增

长 11%，旅游经济持续保持高于 GDP 增速的较快增长。2019 年旅游业对 GDP 的综合贡献为 10.94 万亿元，占 GDP 总量的 11.05%。

图 1 2010 年以来中国国内生产总值  
与全国旅游业总收入情况



数据来源：国家统计局，联合资信整理

国内游是中国旅游市场重要的组成部分，国内出游人数占总出游人数的比例始终保持在 85% 以上。2010—2019 年，国内旅游人数持续上升，年均复合增长率为 12.37%，2020 年受疫情影响，出游人数同比显著下滑；2020 年，国内出游人数为 28.80 亿人次，同比大幅下滑 52.10%。随着生活条件的日益改善，国内居民旅游意愿不断提高，同时中国高人口基数带来庞大的旅游消费需求。

近年来，国内旅游收入占中国旅游行业总收入的比重始终保持在 80% 以上，其 2019 年占旅游总收入的比重为 86.43%。从增速看，国内旅游收入增速长期高于同期 GDP 增速。随着居民可支配收入的增长，国内旅游在居民日常生活中已逐渐成为不可或缺的消费需求，未来仍具备较强的增长动力。

出境游方面，相比于出境游的发展速度，中国入境游人次整体增速缓慢，入境旅游人次由 2010 年的 13376 万人次增长至 2019 年的 14531 万人次，年均复合增长率不足 1%。2020 年以来，受疫情影响，中国出入境游客人次大幅下降。入境游方面，2020 年上半年中国入境游客接待 1454 万人次，同比下降 80.1%。其中，入境过夜游客和外国人入境游客下滑幅度同样超过八成，分别下降 84.1% 和 80.9%。10 月

21 日文化和旅游部办公厅发布《关于进一步加强秋冬季疫情防控工作的通知》，明确暂不恢复旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及“机票+酒店”业务。

### (2) 疫情影响

**新冠肺炎疫情短期内对旅游行业产生较大冲击，一季度旅游收入大幅下降，多数旅游企业呈现亏损；二季度国内游逐步有序恢复，但亏损局面仍未改善；国庆长假期间旅游收入同比恢复近七成，中国旅游经济进入疫情防控常态化下的新阶段。**

2020 年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。旅游行业受疫情冲击影响大，从运行数据看，一季度景区上市企业基本呈现亏损状态，二季度国内游逐步恢复，多数景区收入降幅收窄，个别景区实现盈利，大部分景区仍然亏损。根据中国旅游研究院发布的数据，2020 年中秋、国庆长假期间，全国共接待中国国内游客 6.37 亿人次，按可比口径同比恢复 79.0%；实现中国国内旅游收入 4665.6 亿元，按可比口径同比恢复 69.9%。在铁路、民航发送旅客方面，长假期间，全国铁路日均发送旅客量超 1200 万人次，超出节前预测的 2 成左右；假期民航国内计划执飞的航班量同比增长 15.12%。此外，自驾游成为假日出游首选，全国高速公路日平均车流量 4860.8 万辆，恢复至去年同期的 94.5%。

中国旅游经济已经进入疫情防控常态化下的新阶段，旅游消费需求在不断释放，旅游消费信心已基本恢复。未来随着疫情进一步的有效控制，旅游行业有望从谨慎乐观转向相对乐观。

### (3) 政策环境

**近年来国家政策对旅游行业的支持力度很大，保障旅游产业平稳发展。新冠疫情爆发后，国家和地方政府陆续出台相关补贴和扶持政策。**

中国旅游业作为第三产业的主要支柱行业，其在调整产业结构、节约资源、创造就业机

会、缩小区域发展差距、缩小城乡发展差距等方面具有明显的优势，国家也相应给予了许多实质性的政策支持和积极的政策导向。

2018年3月，国务院办公厅发布《关于促进全域旅游发展的指导意见》（国办发〔2018〕15号），着力推动旅游业从门票经济向产业经济转变，从粗放低效方式向精细高效方式转变，从封闭的旅游自循环向开放的“旅游+”转变，从企业单打独享向社会共建共享转变，从景区内管理向全面依法治理转变，从部门行为向政府统筹推进转变，从单一景点景区建设向综合目的地服务转变。

2019年7月19日，文化和旅游部官网发布公告，宣布新版《旅游民宿基本要求与评价》已经通过批准，其中新版民宿标准中，还首次对民宿建立了评星机制，同时加强了对民宿行业卫生、安全、消防等方面的要求，对于有私设摄像头侵犯游客隐私等行为的，还将取消该旅游民宿的评定星级。

2020年爆发新冠肺炎疫情后，旅游行业遭受冲击，针对行业面临的实际困难，从国家到地方政府都陆续出台了相关补贴和扶持政策。国家层面发布了《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》等政策；各地政府也分别围绕资金支持、金融扶持、税费优惠、社会保障、物业租金等多个方面对旅游企业给予帮助，提振消费，促进旅游市场恢复。

### 3. 区域经济环境

近年来，延庆区经济稳步发展，一般公共预算收入快速增长。作为2019年北京世界园艺博览会、北京2022年冬奥会和冬残奥会部分比赛项目承办地，延庆区的外部发展环境良好。

延庆区地处北京市西北部，地域总面积1993.75平方公里，山区面积占比超过70%，平均海拔500米以上，素有北京“夏都”之称，

且是北京市太阳能资源最丰富的地区。延庆区定位为“首都生态涵养发展区”，区内人居环境优良，旅游资源丰富，近年来大力发展绿色经济，都市型现代生态农业、生态友好型工业和以旅游业为主导的第三产业发展取得长足进步。

根据《延庆区2019年国民经济与社会发展统计公报》，2019年，延庆区实现地区生产总值195.29亿元，按不变价计算，比上年增长7.1%。其中，第一产业实现增加值7.41亿元，下降7.2%；第二产业实现增加值50.97亿元，增长10.0%；第三产业实现增加值136.91亿元，增长6.9%。三大产业结构由上年的4.3:25.7:70.0调整为3.8:26.1:70.1。按常住人口计算，2019年延庆区人均地区生产总值达到54702元。

2019年，延庆区固定资产投资（不含农户）比上年增长7.3%。其中，基础设施投资增长16.1%；建安投资增长16.3%；房地产开发投资下降37.3%。分产业看，第一产业增长31.8%，第二产业增长1.4倍，第三产业下降2.2%。

根据《关于北京市延庆区2019年预算执行情况情况和2020年预算（草案）的报告》，2019年，延庆区完成一般公共预算收入21.18亿元，同比增长10.5%；其中税收收入13.20亿元，同比增长1.6%；非税收入7.98亿元，同比增长29.3%。同期，延庆区一般公共预算支出127.77亿元，同口径增长6.4%。2019年，延庆区完成政府性基金预算收入20.28亿元，上级补助收入105.10亿元。截至2019年底，延庆区政府债务余额55亿元。延庆区政府债务负担较轻。

作为2019年北京世界园艺博览会、北京2022年冬奥会和冬残奥会部分比赛项目承办地，延庆区面临良好的发展机遇。未来，延庆区将大力聚焦冬奥会筹办服务保障工作，加速配套服务设施建设，快速推进城镇化，提升绿色产业质量效益，持续保障改善民生，显著提高延庆的国际知名度和美誉度，带动延庆及周边区域发展。

## 六、基础素质分析

### 1. 股权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本 50.00 亿元，实收资本 50.00 亿元，延庆区国资委为公司唯一股东及实际控制人。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司作为世园会土地一级开发及建设主体，区域地位突出。跟踪期内，公司下属酒店与北京冬奥会及冬残奥会组委会签订服务协议获得资金补贴，未来冬奥会的引流效应将为公司酒店业务发展提供支撑。**

公司作为世园会土地一级开发及建设主体，股东变更为延庆区国资委后，区域地位进一步突出。公司主要承担世园会范围内 A~I 共 9 个地块、面积合计 384.44 万平方米的土地一级开发（开发范围见图 2），及世园会经营性配套项目的投资建设及后期运营。

图 2 公司土地一级开发范围



资料来源：公司提供

土地一级开发方面，公司负责的 A、B、C、D、E、F、H 共 7 个地块位于围栏区内，I 为围栏区外世园村的部分区域，G 为围栏区外区域。公司围栏区内土地一级开发业务区域地位突出，主要系：①公司开发整理范围是世园会主要场馆所在地，②世园村围栏区总规划面积 503 万平方米，公司负责的 A~F 及 H 地块面积合计 293.12 万平方米，除此外的剩余面积主要是 144 万平方米的妫水河和河流北部景观提升工程，

无需进行土地整理（河流北部景观提升工程部分仅需土地流转，无需整理）。此外，针对公司承担的土地一级开发，北京市土地整理储备中心延庆区分中心（以下简称“土储延庆中心”）与公司签订委托协议，在覆盖公司开发成本的基础上按相关规定给予一级开发利润。

园区运营方面，世园会举办中涉及的中国馆、国际馆、景观一期及二期等 6 个公益性项目由世园局负责建设，公司主要承担园艺小镇、产业带、世园酒店、植物园、住宅等经营性配套项目的开发建设及后期运营，会时提供保障，会后自主运营。公司下辖三家星级酒店区位优势突出，世园凯悦酒店（五星级）、世园商务酒店（四星级）和世园隆庆酒店（超五星级标准）均位于世园会园区内部或周边，景观资源突出，业务对象主要为追求高品质休闲体验的旅游散客及企业会议会展。

根据北京市财政局与北京市文化和旅游局联合印发的《北京冬奥会延庆赛区旅游酒店提升转移支付资金管理细则》的通知，采取以奖代补资金方式对延庆区与奥组委签约的 16 家酒店进行资金支持。其中，包括公司下属的世园凯悦酒店、世园商务酒店和建设中的世园嘉轩酒店。奖励标准为五星级酒店每房间十七万元、四星级酒店每房间十万元、三星级每房间五万元及二星级每房间一万五千元。截至 2020 年底，世园凯悦酒店和世园商务酒店已收到奖励金的 80%，分别为 2886.60 万元和 654.00 万元，剩余 20% 将于冬奥会后发放。世园嘉轩酒店 2021 年建设完工后将收到首期 80% 的奖励金（816.00 万元）。

### 3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（中证码：1102290000005077），截至 2021 年 6 月 16 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在人员结构、法人治理、管理体制等方面无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

作为北京世园会土地一级开发主体，跟踪期内，公司主营业务仍以土地整理为主，配套酒店运营及物业运营业务。受土地整理收入确认时点的影响，公司主营业务收入及毛利率波动较大。

跟踪期内，公司主营业务仍由土地整理、酒店运营、房屋销售、物业运营等板块构成。2020年，公司实现营业收入17.80亿元，同比大幅增长。从业务构成来看，公司主营业务以土地整理为主，且波动较大，2020年实现板块收入16.16亿元，占当年营业收入的90.78%，主要为G地块已发生部分的整理收益。2020年，公司酒店业务实现收入0.52亿元。受新型冠状病毒疫情影响，酒店入住率较2019年有所下滑，酒店业务收入同比下降34.18%。同期，公司新增

房屋销售业务，实现收入0.52亿元。

从毛利率来看，2020年，公司综合毛利率为6.19%。土地整理业务作为公司主要利润来源，2020年，公司土地整理业务毛利率为5.61%，较2019年度业务毛利率有所下滑，主要系G地块开发工作尚未全部完成，公司按照G地块分摊开发成本中已实际发生部分及国家规定的最低利润率确认2020年度相关收入与成本。公司2020年物业运营业务毛利率为负，主要系经营性物业折旧成本较高所致。同期，公司酒店运营业务毛利率为62.68%，同比下降2.74个百分点，主要系受新冠疫情影响，公司下属酒店价格有所下调及疫情期间酒店运营成本有所提升所致。同期，房屋销售业务毛利率为26.60%。

2021年1—3月，公司实现营业收入0.28亿元，同比变动不大，当期公司未确认土地整理收入。其中，酒店运营和房屋销售分别实现0.12亿元和0.13亿元。2021年一季度公司综合毛利率为-13.15%，主要系物业运营业务及部分商铺租约到期收入减少，无法覆盖运营成本，导致毛利润亏损所致。

表4 2018—2020年及2021年1—3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
土地整理	23.87	94.92	8.59	2.52	59.29	100.00	16.16	90.78	5.61	--	--	--
物业运营	0.00	0.00	98.48	0.48	11.29	-11.51	0.19	1.05	-33.24	0.00	1.48	-1029.49
酒店运营	--	--	--	0.79	18.59	65.42	0.52	2.90	62.68	0.12	41.79	23.20
房屋销售	--	--	--	--	--	--	0.52	2.92	26.60	0.13	47.23	27.28
其他	1.28	5.08	29.51	0.46	10.82	24.16	0.41	2.35	-32.90	0.03	9.50	-215.84
合计	25.14	100.00	9.65	4.25	100.00	74.00	17.80	100.00	6.19	0.28	100.00	-13.15

注：公司其他业务包括园区运营、文旅服务、租金收入和商业服务等；2018年物业运营收入为9.89万元，2021年一季度物业运营收入为42.12万元。

资料来源：公司提供

### 2. 土地整理业务

公司作为世园会土地整理主体，负责世园会范围内的土地一级开发工作。跟踪期内，公司收入受土地确认时点影响波动较大。目前公司待整理土地规模较小，未来将承接延庆区土地一级开发整理业务职能，需关注业务持续

性。

#### (1) 一级开发

公司主要承担世园会围栏区范围内、世园村及G地块共384.44万平方米的土地一级开发任务。根据公司与土储延庆中心签订的《2019年中国世界园艺博览会土地一级开发项目监

管委托协议》，公司受土储延庆中心委托开展土地一级开发工作，主要包括规划、土地预审、环评、立项等前期手续工作，征地（农转用）及拆迁工作，市政建设工作，市政移交前管理维护工作及配合土储延庆中心进行的结案验收等；开发范围包括A~I共9个地块（分别签订9个协议），除G地块外，其余地块一级开发项目均获得了北京市发展和改革委员会核准的立项批复，总面积为342.81万平方米，其中规划建设用地113.23万平方米，其余为道路、公园绿地等用地。公司土地一级开发计划总投资51.62亿元。截至2020年底，公司已开发完毕的A~I（除G地块外）地块由延庆土储分中心计划出让。

利润补偿方面，根据北京市国土资源局、发改委、财政局等5部门联合下发的《关于印发进一步规范企业投资土地一级开发项目利润管理的通知》（京国土储〔2015〕37号），已经北京市政府批准未供应、市政府新批准的企业投资土地一级开发项目初始取得立项核准后4年全部达到供应条件（现场和成本均通过验收）的，利润率最高为12%；4年内全部达到供应条件的项目，每提前1年（不足1年不计）利润率最多增加1个百分点；4年内未全部达到供应条件的项目，每延期1年（不足1年按1年计算）利润率至少降低2个百分点，最低不低于8%。即根据企业完成土地一级开发项目时间，利润水平从15%到8%进行阶梯递减。在实际执行过程中，根据公司与土地储备中心延庆分中心签订的《土地开发建设补偿协议》，土地储备中心延庆分中心将支付给公司土地开发建设补偿费，同时政府需要预留每一期土地开发建设补偿费中的5%，待未来竣工决算后返还给公司，公司以当年土储延庆中心支付的土地开发建设补偿费扣除预留补偿费及税费之后的金额确认为收入。

截至2020年底，公司完成336.88万平方米的土地整理任务，累计投入58.45亿元，已获得土地出让金返还55.63亿元，预计未来仍需投入约7.40亿元，存量待整理土地60.26万平方米，

主要为G地块剩余待开发部分（47.56万平方米，预计投资5.40亿元）和P2停车场一级开发项目（12.70万平方米，预计投资2.00亿元）。

表5 公司土地整理情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
当年进行的土地整理面积	0.00	0.00	0.00
当年土地整理投入	0.01	1.81	1.44
当年出让土地面积	12.37	0.00	0.00
当年出让土地成交价款	33.20	0.00	0.00
当年结转土地整理成本	22.15	0.00	15.25
当年结转土地整理收入	23.87	2.52	16.16
当年获得返还金额	23.92	2.60	0.00

注：1. 上表中土地整理投入仅为公司现金支出，与存货中一级开发投入的变动额有所不同；2. 2019年公司土地整理投入为对外支付的部分拆迁补偿费、世园村市政建设费等，资料来源：公司提供

截至2020年底，公司G地块开发工作尚未全部完成，目前已完成人员安置、地上物拆迁等工作。经与延庆区土储部门沟通，公司按照G地块分摊开发成本中已实际发生部分及国家规定的最低利润率确认2020年度相关收入与成本。2020年，公司确认土地整理收入16.16亿元，为G地块已发生部分的整理收益返还。截至2020年底，公司除G地块和P2停车场项目外，暂无其他土地整理计划。控股股东变更为延庆区国资委后，公司将成为延庆区土地一级开发主体，联合资信将持续关注公司土地整理业务的持续性。

## （2）二级开发

2017年9月，公司公开竞标以39亿元拍得世园会一期土地，主要建设安保中心、世园隆庆酒店二期、世园凯悦酒店、小镇接待中心、世园村A、B地块住宅等世园会经营性配套项目。公司计划总投资额为28.97亿元（不含土地成本及相关税费），截至2020年底已完成投资21.27亿元，2021年计划投资7.70亿元，公司仍存在一定的资本支出压力。公司二级开发项目收入来源主要为3个酒店的经营性收入、8栋住宅楼的销售收入、园区内经营性项目出租收入等。



表6 公司二级开发项目概况 (单位: 亿元、%)

建设内容及建筑指标	计划总投资 (不含土地费用)	截至 2020 年底已投资 (不含土地费用)	截至 2020 年底项目进度	2021 年投资计划
世园嘉轩酒店 (含提升改造)	1.24	0.34	27.42	0.90
世园隆庆酒店二期	0.74	0.12	16.22	0.62
世园凯悦酒店	7.44	6.36	85.48	1.08
小镇接待中心 (世园隆庆酒店)	3.93	3.76	95.67	0.17
世园商务酒店	3.58	2.95	82.40	0.63
小镇南区	1.87	1.58	84.49	0.29
产业带	1.10	0.90	81.82	0.20
数字中心	1.52	0.85	55.92	0.67
世园村 A 地块住宅	3.52	1.53	43.47	1.99
世园村 B 地块住宅	4.03	2.88	71.46	1.15
合计	28.97	21.27	--	7.70

注: 表中总投资额和已投资额不含土地成本及相关税费。  
资料来源: 公司提供

### 3. 酒店运营

公司旗下酒店定位高端, 区位优势明显, 景观资源优质。受疫情影响, 2020年, 公司酒店入住率及收入规模有所下滑。未来随着疫情得到有效控制及冬奥会举办的引流效应, 公司酒店运营业务收入有望增长。

公司自2019年起开展酒店运营业务, 下辖世园凯悦酒店、世园商务酒店及世园隆庆酒店3家酒店, 酒店位于世园会内部或周边, 具有较好的景观资源。公司酒店定价较高, 业务对象主要为追求高品质休闲体验的旅游散客及企业会议会展。2019年及2020年公司分别实现酒店运营收入7850.33万元和5167.38万元。

下属酒店运营模式跟踪期内无变化。世园凯悦酒店及世园商务酒店均位于世园会周边, 面向世园会2号门, 距离八达岭等知名景点行车路程较短。其中, 世园凯悦酒店 (五星级) 于2019年4月开业, 拥有客房283间, 2019年实现酒店经营收入5339.20万元, 世园商务酒店 (四星级) 于2019年4月开业, 拥有客房108间, 2019年实现酒店经营收入1977.59万元。世园隆庆酒店位于世园会的园艺小镇内, 为超五星级标准酒店, 于2019年7月开业, 拥有客房78间, 2019年实现酒店经营收入595.16万元, 平均房价2318.74元/晚。2020年, 受新型冠状病毒疫情影响,

公司酒店入住率明显下滑, 世园凯悦酒店和世园商务酒店当年入住率分别为22.00%和23.70%。复工复产后公司为吸引游客, 对下辖酒店房价进行下调, 世园凯悦酒店和世园商务酒店平均房价分别下调至821.97元/晚和668.53元/晚, 2020年分别实现收入3297.24万元和899.32万元。

世园隆庆酒店 2020 年疫情期间主要负责政务接待及开展企业会议任务, 未对外营业, 平均房价下调至 1448.98 元/晚, 全年实现收入 1221.04 万元。

表7 公司酒店经营情况 (单位: 元/晚、%、万元)

酒店名称	2019 年			2020 年		
	平均房价	入住率	收入	平均房价	入住率	收入
世园凯悦酒店	1266.84	40.30	5336.27	821.97	22.00	3297.24
世园商务酒店	1002.93	49.00	1977.59	668.53	23.70	899.32
世园隆庆酒店	2318.74	10.54	595.16	1448.98	18.10	1121.04
合计	--	--	7909.02	--	--	5317.60

注: 1. 上表中酒店经营收入合计数与审计报告中的酒店经营收入存在差异, 主要系3家酒店存在少量内部往来; 2. 除住宿费外, 公司酒店经营收入还包括餐饮、娱乐等运营收入

资料来源: 公司提供

安保中心位于世园村B地块，建筑面积29790平方米，目前世园会已结束，公司计划将其改造为世园嘉轩酒店，计划建设总客房数136间，总建筑面积1.53万平方米，总投资约1.24亿元。世园嘉轩酒店预计于2021年7月完成改造并试营业。根据浩华酒店管理顾问公司出具的《2019北京世园会安保中心整体功能定位试产及财务可行性研究测算更新》预测，2021年世园嘉轩酒店将实现收入1312.20万元。

世园凯悦酒店、世园商务酒店及正在建设中的世园嘉轩酒店均与北京冬奥会及冬残奥会组委会签订根据《北京冬奥会延庆赛区旅游酒店提升转移支付资金管理细则》，作为北京冬奥会及冬残奥会签约酒店，北京市延庆区文化和旅游局给予世园凯悦酒店、世园商务酒店和正在建设中的世园嘉轩酒店服务保障补贴。截至2020年底，世园凯悦酒店和世园商务酒店已收到80%的奖励金，分别为2886.60万元和654.00万元，2021年世园嘉轩酒店建设完成后将获得816.00万元的奖励金。未来随着冬奥会的举办，引流效应将对公司酒店业务收入增长形成支撑。

#### 4. 房屋销售

**公司自2020年起开展房屋销售业务，规划投资额较大，销售去化较慢，未来仍需资本支出。**

截至2020年底，公司在售房地产开发项目共2个，分别为A地块住宅及B地块住宅项目。2020年，公司房屋销售收入0.52亿元。

世园村A地块建设内容为3栋住宅楼，总建筑面积41862.92平方米，计划总投资（不含土地费用）3.52亿元，截至2020年底已完成投资1.53亿元。A地块住宅于2019年11月开始现房销售，可售面积约29684.12平方米，截至2020年底已签约销售面积2373.34平方米，去化率8.00%，累计签约销售金额为6685.26万元。

世园村B地块建设内容为5栋多层住宅楼及4栋配套公建，总建筑面积56408.28平方米，计划总投资（不含土地费用）4.03亿元，截至2020年底已完成投资2.88亿元。B地块住宅于2019年4月开始预售，可售面积约28049.35平方米，截至2020年底已签约销售面积3737.10平方米，去化率13.32%，累计签约销售金额为10244.36万元。

表8 2020年底公司在售房地产项目情况（单位：平方米、万元、万元/平方米）

项目名称	开盘时间	可售面积	累计销售面积	剩余可售面积	2020年签约销售面积	累计回笼资金	销售均价
A地块住宅	2019.11	29684.12	2373.34	27310.78	959.13	6685.26	2.84
B地块住宅	2019.04	28049.35	3737.10	24312.25	0.00	10244.36	2.85
合计	--	57733.47	6110.44	51623.03	959.13	16929.62	--

资料来源：公司提供

#### 5. 经营效率

**公司经营效率一般。**

2020年，公司销售债权周转次数为2.05次，同比下滑明显。2020年，公司存货周转次数和总资产周转次数均同比上升，分别为0.64次和0.19次。

#### 6. 未来发展

世园会结束后，公司继续开展经营性项目

的运营。公司将通过精耕细作旗下多板块业务，统筹延庆独特地质遗迹资源、历史人文资源和生态环境资源，加强与八达岭长城、康西草原、野鸭湖等旅游资源的联系，提升区域整体旅游开发管理水平，同时借助冬奥会举办的历史契机，开展市场化运作，提升收入和利润水平。

此外，未来公司将借助北京世园会带来的巨大国际影响力和综合效益，形成集观光旅游、商务会展、科研开发、休闲度假、国际论坛、园

艺产业生产交易等多功能于一体的优质资产，按照《京津冀协同发展纲要》和北京“四个中心”功能定位要求，打造涵盖绿色生态、绿色科技、绿色生产、绿色交易的特色品牌公司，助推绿色产业发展。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年 1—3 月财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司合并范围合计 4 家子公司，较 2019 年底新增 1 家，为北京世园文旅发展有限责任公司。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围较 2020 年底无变化。整体看，公司合并范围变动较小，财务可比性强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 93.72 亿元，所有者权益合计 54.99 亿元（其中少数股东权益为 0.05 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 17.80 亿元，利润总额 0.13 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为 93.39 亿元，所有者权益合计 54.64 亿元（含少数股东权益为 0.05 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.28 亿元，利润总额-0.36 亿元。

### 2. 资产质量

**跟踪期内，受土地一级开发业务模式的影响，公司存货及应收账款规模较大，资产受限比例较高，资产流动性偏弱，整体资产质量一般。**

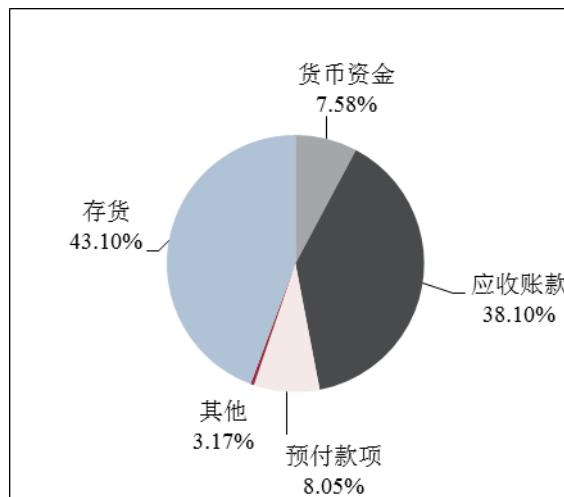
截至 2020 年底，公司资产总额为 93.72 亿元，较上年底变动不大，公司资产总额中流动资产占 48.22%，非流动资产占 51.78%。

#### （1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 45.19 亿元，较上年底减少 4.07%。公司流动资产主要由货币资金 3.42 亿元（占 7.58%）、应收账款 17.22

亿元（占 38.10%）和存货 19.48 亿元（占 43.10%）构成。

图3 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 3.42 亿元，较 2019 年底下降 68.01%，主要系公司确认土地收入尚未回款所致。货币资金中受限部分合计 0.35 亿元，主要为土储监管资金和预售房款监管资金。

截至 2020 年底，公司应收账款为 17.22 亿元，较 2019 年底大幅增长，主要系确认 G 地块部份土地整理收入尚未回款所致。

截至 2020 年底，公司存货账面价值为 19.48 亿元，较 2019 年底下降 40.27%，主要系公司确认 G 地块收入所致。公司存货主要由开发成本（一二级开发）构成，占公司当期存货账面价值的 99.33%。

#### （2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产为 48.53 亿元，较 2019 年底增长 4.16%。公司非流动资产主要由投资性房地产（占 36.19%）、固定资产（合计）（占 39.51%）和无形资产（占 18.64%）构成。

截至 2020 年底，公司新增投资性房地产合计 17.56 亿元，主要系公司将无形资产中部分自用土地评估后转入投资性房地产科目计量。其中，自无形资产中转入 17.55 亿元，公允价值

变动增值 0.01 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产账面价值合计 19.17 亿元，较 2019 年底变动不大。公司固定资产账面原值主要由房屋及建筑物构成（占 93.60%），公司合计计提固定资产累计折旧 0.97 亿元，未计提减值损失。

截至 2020 年底，公司无形资产为 9.05 亿元，较 2019 年底大幅下降 63.44%，主要系部分自用土地转入投资性房地产科目所致。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额合计 93.39 亿元，较 2020 年底变动不大。其中，非流动资产合计 48.71 亿元，流动资产合计 44.68 亿元。资产结构及各资产科目较 2020 年底变动不大。

截至 2021 年 3 月底，公司受限资产合计 29.52 亿元，占资产总额的 31.61%，其中，货币资金受限 0.35 亿元、存货（开发成本）受限 8.55 亿元、固定资产受限 9.75 亿元、无形资产土地使用权受限 3.96 亿元、投资性房地产受限 6.91 亿元。

### 3. 所有者权益及负债

#### （1）所有者权益

**公司所有者权益中实收资本占比大，少数股东权益规模小，权益的稳定性较强。**

截至 2020 年底，公司所有者权益为 54.99 亿元，较上年底变动不大。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计 54.94 亿元，其中，实收资本占 91.01%、资本公积占 0.83%、盈余公积占 0.69%、未分配利润占 5.40%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 99.90%，少数股东权益占 0.10%。截至 2020 年底，公司资本公积合计 0.46 亿元，较 2019 年底大幅下降，主要系公司根据股东决议将 20 亿元资本公积转增资本所致。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计 54.64 亿元，较 2020 年底变动不大。

#### （2）负债

**公司负债以流动负债为主，其中应付账款规模大，账期匹配度尚可。2018 - 2020 年，公**

**司债务规模持续上升，整体债务负担可控。**

截至 2020 年底，公司负债总额为 38.72 亿元，较 2019 年底下降 3.83%。公司负债总额中流动负债占 72.21%，非流动负债占 27.79%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 27.96 亿元，较 2019 年底增长 40.20%。截至 2020 年，公司流动负债主要由应付账款（占 40.66%）、预收款项（占 19.81%）和一年内到期的非流动负债（占 35.76%）构成。

截至 2020 年底，公司应付账款合计 11.37 亿元，较 2019 年底下降 18.06%。按账龄看，公司 1~2 年以内到期的应付账款占总额的 81.79%。主要债权单位为北京市广厦房地产开发公司（5.76 亿元）和北京城建集团有限责任公司（2.68 亿元）。

截至 2020 年底，公司预收账款合计 5.54 亿元，较 2019 年底增长 12.82%。公司预收款项主要为预售房款和万科企业股份有限公司房租款及赞助款等，账龄超过一年的预收账款为 1.10 亿元。

截至 2020 年底，公司新增一年内到期的非流动负债合计 10.00 亿元，主要系公司用于北京世园会项目长期借款 10.00 亿元将于 2021 年 6 月底到期，公司将该笔长期借款调入一年内到期的非流动负债科目计量。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 10.76 亿元，较上年底下降 47.04%。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 49.57%）和应付债券（占 46.46%）构成。

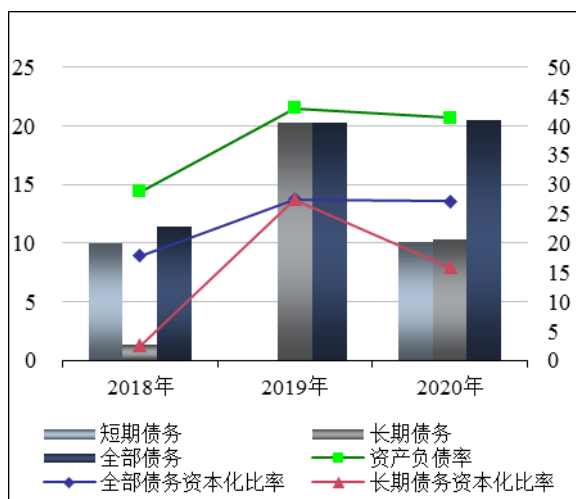
截至 2020 年底，公司长期借款合计为 5.33 亿元，较 2019 年底下降 65.09%，主要系部分长期借款转入一年内到期的非流动负债科目计量所致。截至 2020 年底，公司应付债券合计 5.00 亿元，主要为公司 2019 年发行的中期票据“19 世园投资 MTN001”。

截至 2020 年底，公司全部债务为 20.43 亿元，较上年底变动不大。其中，短期债务占 49.43%，长期债务占 50.57%。截至 2020 年底，

公司短期债务为 10.10 亿元，主要为长期债务转入一年内到期的非流动负债科目所致。同期，公司长期债务为 10.33 亿元，较 2019 年底下降 49.01%。

图4 2018—2020年底公司债务指标情况

(单位：亿元、%)



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

债务指标方面，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底下降至 41.32%、27.09%和 15.82%。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 38.76 亿元，较 2020 年底变动不大，其中非流动负债 12.60 亿元，较 2020 年底增长 17.08%，占比有所提升。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务合计 22.46 亿元，较 2020 年底增长 9.90%，主要系公司增加长期借款融资所致。债务指标方面截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较 2020 年底增长至 41.50%、29.13%和 18.22%。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内，受土地整理业务确认收入影响，公司收入规模波动较大，利润总额有所下降且对非经常性损益的依赖程度逐年增长，公司整体盈利能力有待提升。

受土地整理业务确认收入影响，公司 2020

年营业收入为 17.80 亿元，同比大幅增长，主要系 2020 年公司确认 G 地块部分土地整理收入所致。同期，公司营业成本为 16.70 亿元。营业利润率方面，2020 年为 5.82%，同比大幅下滑，主要系 2019 年确认的土地整理收入为之前年度出让土地的剩余收益返还，无相关成本结转所致。

2020 年，公司期间费用为 1.07 亿元，同比下降 52.18%。公司期间费用主要由管理费用构成，2020 年为 1.32 亿元，主要为职工薪酬及折旧摊销费用。同期，公司财务费用合计-0.42 亿元，其中利息费用和利息收入分别为 0.45 亿元和 0.87 亿元，利息收入主要来自公司一级开发沉淀资金产生的利息收入。

2020 年，公司实现利润总额 0.13 亿元，同比减少 86.77%。非经常性损益方面，2020 年，公司非经常性损益（其他收益+投资收益+营业外收入）为 1899.67 万元，占当期利润总额的 145.56%，公司利润总额对非经常性损益的依赖程度很强。

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 0.60%和 0.005%，均同比明显下滑。

2021 年一季度，受公司未确认土地收入的影响，公司实现收入 0.28 亿元，同比变动不大。2021 年一季度公司营运成本有所增长，以其他收益为主的非经常性损益规模较小，公司当期利润总额为-0.36 亿元。

#### 5. 现金流

跟踪期内，受土地收入确认及回款周期的影响，公司收入实现质量较差，公司经营活动现金流量净额无法覆盖公司净资本支出，公司存在对外融资需求。

经营活动方面，2020 年，公司经营活动现金流入为 3.23 亿元，同比下降 60.82%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 1.44 亿元，同比下降 119.97%，主要系 G 地块确认收入尚未回款所致。2020 年，公司经营活动现金流出为

6.95 亿元，同比增长 5.89%，其中购买商品、接受劳务收到的现金为 2.70 亿元。2020 年，公司经营现金流量净额为-3.71 亿元。从收入实现质量看，2020 年，公司现金收入比为 8.08%，公司现金收入的实现质量较差。

投资活动方面，2020 年公司投资活动现金流入量为 0.42 亿元。2020 年公司投资活动现金流出量为 3.03 亿元，同比减少 30.41%，主要系公司减少二级开发建设投入所致。2020 年，公司经营现金流量净额为-2.61 亿元。公司经营现金流量净额无法覆盖公司净资本支出，公司存在对外融资需求。

2020 年，公司筹资活动现金流入量为 2.21 亿元。同期，公司筹资活动现金流量为 3.15 亿元，主要为偿还债务支付的现金为 1.99 亿元和分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 1.13 亿元。2020 年，公司筹资活动现金流量净额为-0.93 亿元。

2021 年一季度，公司经营现金流量净流出 0.30 亿元，同比变动不大。投资活动现金流净流出 2.27 亿元，筹资活动现金流净流入 1.94 亿元。

#### 6. 偿债能力

**公司现金类资产规模较小，资产流动性较弱，债务规模整体可控，公司长短期偿债指标一般。考虑公司在股东支持及区域地位等方面优势突出，公司整体偿债能力较强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，公司流动比率同比下降至 161.61%，速动比率同比上升至 91.95%，截至 2021 年 3 月底，上述两项指标较 2020 年底分别上升至 170.81%和 96.23%。2020 年底，公司现金短期债务比为 0.30 倍。公司短期偿债指标一般。

从长期偿债指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 1.62 亿元，同期，公司 EBITDA 利息倍数分别和全部债务/EBITDA 倍数分别为 3.26 倍和 12.64 倍。公司长期偿债指标一般。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得各家商业

银行授信额度总量为 43.00 亿元，已使用授信额度为 20.31 亿元，尚未使用的额度为 22.69 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并口径无对外担保。

#### 7. 公司本部财务概况

**公司业务集中于公司本部，有息债务规模可控。公司本部收入主要来自土地整理确认收入。经营活动现金流无法覆盖资本支出，存在对外融资需求。**

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 94.01 亿元，资产结构以非流动资产为主。其中，流动资产 44.51 亿元，非流动资产 49.50 亿元；流动资产主要由应收账款与存货构成，分别为 17.23 亿元和 19.35 亿元；非流动资产主要是投资性房地产与固定资产，分别为 17.56 亿元和 18.74 亿元。

截至 2020 年底，公司本部负债合计 38.70 亿元，其中流动负债 27.94 亿元，非流动负债 10.76 亿元；流动负债以应付账款和一年内到期的非流动负债为主，分别为 11.10 亿元和 10.00 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 5.33 亿元和 5.00 亿元。2020 年底，公司本部有息债务合计 20.43 亿元，其中短期债务 10.10 亿元，资产负债率为 41.17%。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益合计 55.31 亿元，其中实收资本 50.00 亿元，资本公积 0.46 亿元，其他综合收益 1.14 亿元，盈余公积 0.37 亿元，未分配利润 3.34 亿元。

盈利能力方面，2020 年，公司本部实现营业收入 16.94 亿元，营业成本为 16.07 亿元，期间费用为 0.42 亿元。2020 年，公司本部实现利润总额 0.51 亿元。

2020 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-3.07 亿元、-2.62 亿元和-0.96 亿元。

## 十、存续债券偿还能力分析

**公司经营活动现金流入量对公司存续债券待偿还本金峰值保障能力一般。**

截至本报告出具日，公司存续债券余额为8.00亿元，其中，一年内到期的债券（以行权计）合计5.00亿元。2021年3月底，公司现金类资产是公司一年内到期债券余额的0.49倍，保障能力一般。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对存续债券待偿还本金峰值的覆盖倍数分别为0.65倍、-0.74倍和0.32倍。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
一年内到期债券余额	5.00
未来待偿债券本金峰值	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	0.49
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.65
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.74
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.32

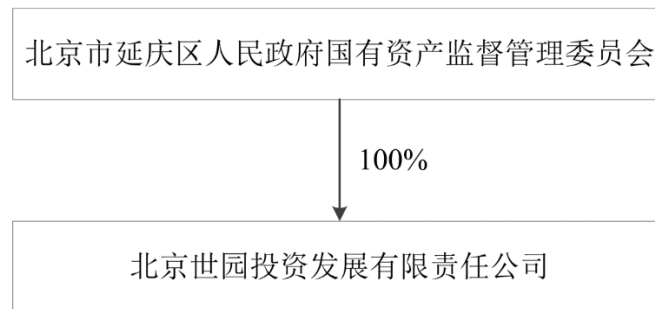
注：现金类资产已剔除受限资金；现金类资产使用最新一期（2021年3月底）财务数据，经营活动现金流入量和净流量、EBITDA使用最新一年（2020年）财务数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

## 十一、结论

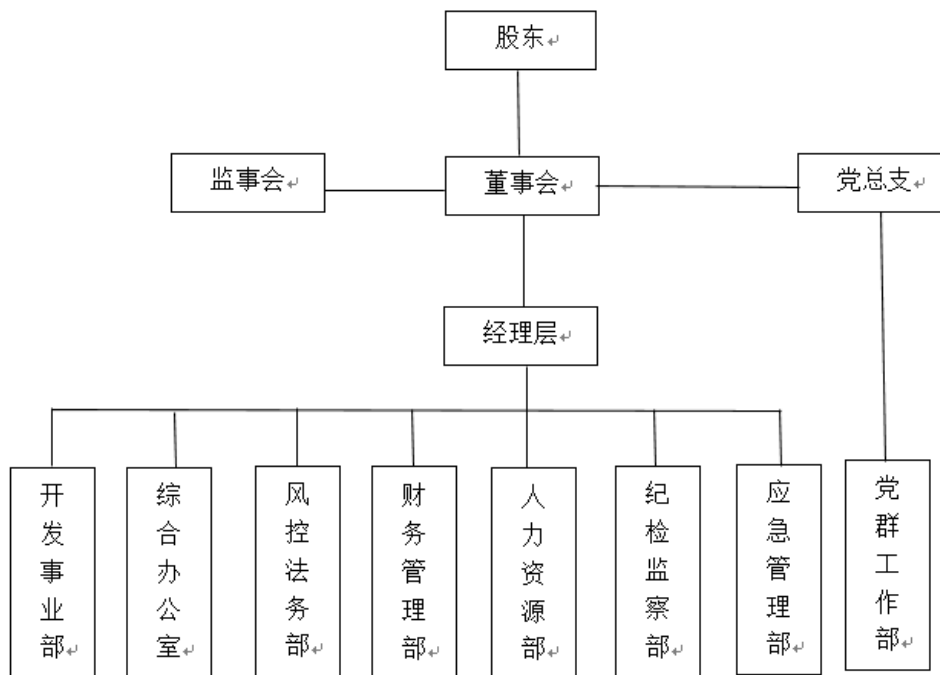
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19世园投资MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2021 年 5 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 截至 2021 年 5 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供



**附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)**

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	4.36	10.33	3.08	2.46
资产总额(亿元)	73.60	93.70	93.72	93.39
所有者权益(亿元)	52.43	53.43	54.99	54.64
短期债务(亿元)	10.00	0.00	10.10	10.28
长期债务(亿元)	1.35	20.27	10.33	12.17
全部债务(亿元)	11.35	20.27	20.43	22.46
营业收入(亿元)	25.14	4.25	17.80	0.28
利润总额(亿元)	1.61	1.34	0.13	-0.36
EBITDA(亿元)	1.93	2.52	1.62	--
经营性净现金流(亿元)	20.40	1.69	-3.71	-0.30
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	--	75.55	2.05	--
存货周转次数(次)	0.71	0.04	0.64	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.05	0.19	--
现金收入比(%)	101.78	128.04	8.08	72.16
营业利润率(%)	9.55	72.66	5.82	-13.27
总资本收益率(%)	2.11	1.75	0.60	--
净资产收益率(%)	2.26	1.87	0.00	--
长期债务资本化比率(%)	2.52	27.50	15.82	18.22
全部债务资本化比率(%)	17.80	27.50	27.09	29.13
资产负债率(%)	28.76	42.97	41.32	41.50
流动比率(%)	160.09	236.19	161.61	170.81
速动比率(%)	40.01	72.68	91.95	96.23
经营现金流流动负债比(%)	102.96	8.48	-13.28	--
现金短期债务比(倍)	0.44	*	0.30	0.24
EBITDA 利息倍数(倍)	2.37	7.91	3.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.87	8.04	12.64	--

注：现金类资产已剔除受限部分，“\*”表示数据过大

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	4.49	9.61	2.93	2.51
资产总额(亿元)	73.57	93.16	94.01	93.93
所有者权益(亿元)	52.37	53.33	55.31	55.13
短期债务(亿元)	10.00	0.00	10.10	10.28
长期债务(亿元)	1.35	20.27	10.33	12.17
全部债务(亿元)	11.35	20.27	20.43	22.45
营业收入(亿元)	25.14	2.78	16.94	0.16
利润总额(亿元)	1.57	1.29	0.51	-0.17
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	20.58	1.67	-3.07	-0.08
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.71	0.01	0.62	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.03	0.18	--
现金收入比(%)	100.55	140.02	3.78	0.00
营业利润率(%)	8.84	87.20	4.78	6.25
总资本收益率(%)	--	--	--	-
净资产收益率(%)	2.24	1.82	0.69	--
长期债务资本化比率(%)	2.52	27.54	15.74	18.08
全部债务资本化比率(%)	17.82	27.54	26.97	28.94
资产负债率(%)	28.82	42.75	41.17	41.31
流动比率(%)	156.48	233.24	159.31	168.46
速动比率(%)	36.64	66.79	90.05	168.46
经营现金流动负债比(%)	103.65	8.57	-10.99	--
现金短期债务比(倍)	0.45	*	0.69	0.24
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：“\*”表示数据过大

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

## 权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。