

信用等级公告

联合〔2019〕2537号

联合资信评估有限公司通过对北京世园投资发展有限责任公司及其拟发行的2019年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定北京世园投资发展有限责任公司主体长期信用等级为AA，北京世园投资发展有限责任公司2019年度第一期中期票据的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告



北京世园投资发展有限责任公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模 3 亿元，发行规模上限 5 亿元

本期中期票据期限：2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于项目建设

评级时间：2019 年 8 月 21 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- | 评级结果 | AA |
|---------|------|------|------|
| 评价内容 | 评价结果 | 评价要素 | 评价结果 |
| 经营风险 | B | 经营环境 | 2 |
| | | 基础素质 | 2 |
| | | 企业管理 | 1 |
| | | 经营分析 | 3 |
| 财务风险 | F3 | 资产质量 | 4 |
| | | 资本结构 | 2 |
| | | 盈利能力 | 3 |
| | | 现金流量 | 1 |
| | | 偿债能力 | 3 |
| 调整因素和理由 | | | 调整子级 |
| 未来发展 | | | 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”）是 2019 年中国北京世界园艺博览会（以下简称“北京世园会”或“世园会”）的土地一级开发主体及经营性配套项目建设运营主体，在经营环境、区域地位、外部支持等方面优势突出。近年来，北京市及延庆区经济保持平稳较快发展，目前，公司的土地整理已基本完成并出让完毕，公司的债务负担较轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司二级开发项目受房地产市场行情、世园会招商引资情况等影响大，存在一定的不确定性。

北京世园会是近十年来在中国举办的级别最高、规模最大的一次专业类展会，影响力大且获得地方政府支持力度大。未来随着公司房地产项目的出售及经营性项目的开展，公司收入、利润及现金流情况有望增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. 作为世园会、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。
2. 北京世园会是近十年来在中国举办的级别最高、规模最大的一次专业类展会，影响力大且获得地方政府支持力度大。
3. 公司作为北京世园会的土地一级开发主体及经营性配套项目的建设运营主体，土地一级开发业务在世园会围栏区内具有重要地位。
4. 公司二级开发项目主要包括酒店、住宅等，酒店定位较高，弥补了延庆区中高端酒店的空缺，同时受益于延庆区丰富的旅游资源及世园会开展对客流的带动，未来将成为公司重要的收入来源。

分析师：薛琳霞 车兆麒

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

关注

1. 公司已完工土地整理项目已完成出让，未来以二级开发项目和世园会运营为主。但公司二级开发项目受房地产市场行情、世园会招商引资情况、后期运营情况等因素影响大，收入实现存在不确定性。
2. 公司在建二级开发项目为世园会的配套经营性项目，投资规模较大且资金回收周期较长。
3. 本期中期票据发行上限对公司债务规模有一定影响，未来本息偿还需依赖项目预期收益及公司自有资金；募投项目预期收入实现受世园会运营情况、世园会后延庆区旅游市场开发及公司经营情况等因素影响，预期房价及入住率等实现或与预测存在差异。

主要财务数据：

| 合并口径 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------------|
| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
| 现金类资产(亿元) | 17.64 | 23.69 | 4.86 | 3.60 |
| 资产总额(亿元) | 65.72 | 109.86 | 73.60 | 74.03 |
| 所有者权益(亿元) | 30.05 | 51.25 | 52.43 | 52.30 |
| 短期债务(亿元) | 9.00 | 33.00 | 10.00 | 10.00 |
| 长期债务(亿元) | -- | 19.00 | 1.35 | 4.08 |
| 全部债务(亿元) | 9.00 | 52.00 | 11.35 | 14.08 |
| 营业收入(亿元) | -- | 29.20 | 25.14 | 0.14 |
| 利润总额(亿元) | -- | 1.60 | 1.61 | -0.13 |
| EBITDA(亿元) | -- | 2.02 | 1.93 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -16.92 | -9.86 | 20.40 | -1.16 |
| 营业利润率(%) | -- | 7.56 | 9.55 | 74.43 |
| 净资产收益率(%) | -- | 2.34 | 2.26 | -- |
| 资产负债率(%) | 54.28 | 53.35 | 28.76 | 29.35 |
| 全部债务资本化比率(%) | 23.05 | 50.36 | 17.80 | 21.21 |
| 流动比率(%) | 183.72 | 212.39 | 160.09 | 179.82 |
| 经营现金流动负债比(%) | -47.43 | -24.89 | 102.96 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -- | 0.79 | 0.98 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -- | 25.69 | 5.87 | -- |

公司本部

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|--------------|--------|--------|--------|---------------|
| 资产总额(亿元) | 65.67 | 109.86 | 73.57 | 74.06 |
| 所有者权益(亿元) | 30.00 | 51.19 | 52.37 | 52.37 |
| 全部债务(亿元) | 9.00 | 52.00 | 11.35 | 14.08 |
| 营业收入(亿元) | -- | 29.20 | 25.14 | 0.13 |
| 利润总额(亿元) | -- | 1.59 | 1.57 | -- |
| 资产负债率(%) | 54.32 | 53.40 | 28.82 | 29.29 |
| 全部债务资本化比率(%) | 23.08 | 50.39 | 17.82 | 21.19 |

| | | | | |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 流动比率(%) | 183.44 | 211.99 | 156.48 | 173.97 |
| 经营现金流动负债比(%) | -47.43 | -24.74 | 103.65 | -- |

注：2019 年一季度财务数据未经审计

主体评级历史：

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间 | 项目小组 | 评级方法/模型 | 评级报告 |
|------|------|------|------|---------|------|
| -- | -- | -- | -- | -- | -- |

联合资信评估有限公司

二〇一九年八月二十一日

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

北京世园投资发展有限责任公司（以下简称“世园公司”或“公司”）系根据北京市人民政府 2015 年第 47 号会议纪要、《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”）¹于 2015 年 4 月出资成立的有限责任公司。公司初始注册资本 30 亿元，已由世园局于 2015 年 7 月底之前缴齐。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 30 亿元，世园局持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司是为推进 2019 年中国北京世界园艺博览会（以下简称“北京世园会”或“世园会”）举办而成立，主要负责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任务。公司经营范围：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 2019 年 3 月底，公司合并范围拥有 3 家子公司。公司本部内设综合办公室、人力资源部、财务管理部、经营策划部、置地开发部等

11 个职能部门。

截至 2018 年底，公司资产总额 73.60 亿元，所有者权益 52.43 亿元（其中少数股东权益 623.32 万元）；2018 年公司实现营业收入 25.14 亿元，利润总额 1.61 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 74.03 亿元，所有者权益 52.30 亿元（其中少数股东权益 490.38 万元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 1363.31 万元，利润总额 -1287.68 万元。

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：张兰年。

二、本期中期票据及募投项目概况

1. 本期中期票据概况

公司已于 2019 年注册了额度为 8.00 亿元的中期票据，本期拟在注册额度内发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模 3 亿元，发行规模上限 5 亿元，期限为 2+1 年，在存续期的第 2 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期中期票据每年付息一次，到期一次还本。

2. 本期中期票据募集资金及募投项目情况

本期中期票据拟募集资金基础 3 亿元，上限 5 亿元，若发行规模为 5 亿元，用于下属凯悦酒店²、温泉酒店³以及园艺小镇接待服务中心酒店项目建设资金安排情况见表 1。

表 1 本次中期票据募集资金用途（单位：亿元、%）

| 项目名称 | 总投资 | 拟使用募集资金 | 募集资金占项目总投资比例 |
|------|-----|---------|--------------|
|------|-----|---------|--------------|

² 2018 年 7 月 12 日，更名为北京世园资产运营管理有限责任公司国际酒店。

³ 2018 年 7 月 12 日，更名为北京世园资产运营管理有限责任公司商务酒店。

¹ 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），设立北京世界园艺博览会事务协调局。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，待世园会结束后即转为经济实体。世园会结束后，公司股东存在变更的可能性。

| | | 金 | |
|--------------|-------|------|-------|
| 凯悦酒店 | 7.44 | 2.50 | 33.60 |
| 温泉酒店 | 3.58 | 1.00 | 27.93 |
| 园艺小镇接待服务中心酒店 | 3.93 | 1.50 | 38.17 |
| 合计 | 14.94 | 5.00 | -- |

资料来源：公司提供

凯悦酒店项目

(1) 募投项目概况

凯悦酒店项目用地位于北京世界园艺博览会园区旁边，面向世园会2号门，距离八达岭等知名景点行车路程较短，有较好的景观资源。凯悦酒店由酒店建筑、园林景观及配套地下停车场组成，项目总投资7.44亿元，酒店建筑面积约52995.65平方米。酒店共设计建造284间客房，截至2019年6月底，凯悦酒店主体已完工，已投资3.75亿元。

(2) 资金来源

凯悦酒店项目计划总投资7.44亿元，其中自筹30%，约2.23亿元；外部融资70%，约5.21亿元，拟通过本期中期票据筹集资金2.50亿元。

(3) 项目审批情况

截至2019年3月，凯悦酒店项目获得相关主管部门的批复文件见下表。

表2 凯悦酒店项目政府批文情况

| 发文部门 | 文件名称 | 批复文号 |
|-----------------|-----------|---|
| 北京市规划委员会 | 详细规划的批复 | 市规函〔2016〕663号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 详细规划的批复 | 市规划国土函〔2016〕1027号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 国有土地使用权证 | 京〔2018〕延不动产第0000005号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 建设用地规划许可证 | 地字第110229201800006号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 建筑工程规划许可证 | 建字第110229201800004号 |
| 北京市城乡建设委员会 | 施工许可证 | 〔2018〕施〔延〕建字0018号 110229201808080101 |
| 北京市环境保护局 | 环境影响报告书 | 201811022900000202 |

资料来源：公司提供

(4) 项目经济收益

根据浩华管理顾问公司出具的《2019年北京世园会拟建世园酒店和温泉酒店项目开发战略、市场研究及财务可行性报告》（以下简称“可行性报告”），凯悦酒店已于2019年4月开始营业，开业后酒店需要一定时间建立口碑、积累客户群，预计2023年达到经营稳定，届时凯悦酒店客源中58%由旅游散客构成，41%由会议客户构成。在进行现金流预测时，假设酒店住宿率为59%，整体渗透水平⁴为0.96，平均房价为1247元/晚。在本期中期票据的存续期内，该酒店可产生收入2.96亿元（3年）或1.91亿元（2年）。

温泉酒店项目

(1) 募投项目概况

温泉酒店项目用地位于北京世界园艺博览会园区旁边，面向世园会2号门，距离八达岭等知名景点行车路程较短，有较好的景观资源。温泉酒店由酒店建筑、温泉中心、园林景观及配套地下停车场组成，项目总投资3.58亿元，酒店建筑面积约28559.35平方米。酒店共设计建造109间客房。截至2019年6月底，温泉酒店主体已完工，酒店建设均按照合同协议执行，但部分款项尚未支付，仍存在一定的资金缺口。

(2) 资金来源

温泉酒店项目计划总投资3.58亿元，其中自筹30%，约1.07亿元；外部融资70%，约2.51亿元，拟通过本期中期票据筹集资金1.00亿元。

(3) 项目审批情况

截至2019年3月，温泉酒店项目获得相关主管部门的批复文件见下表。

表3 温泉酒店项目政府批文情况

| 发文部门 | 文件名称 | 批复文号 |
|----------|-------|--------------|
| 北京市规划委员会 | 详细规划的 | 市规函〔2016〕663 |

⁴市场渗透率指数(MPI)=拟建项目实际获取的房晚需求量/(市场房晚需求总量/市场可供房晚总量×拟建项目可供出租的房晚数)，100%（或1.0）的渗透率=获取了平等市场份额的房晚需求。

| | 批复 | 号 |
|-----------------|-----------|---------------------------------------|
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 详细规划的批复 | 市规划国土函(2016)1027号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 国有土地使用权证 | 京(2018)延不动字第0000005号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 建设用地规划许可证 | 地字第110229201800006号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 建筑工程规划许可证 | 建字第110229201800004号 |
| 北京市城乡建设委员会 | 施工许可证 | (2018)施(延)建字0018号 1102292018080101 |
| 北京市环境保护局 | 环境影响报告书 | 201811022900000202 |

注：凯悦酒店和温泉酒店一起进行立项审批

资料来源：公司提供

(4) 项目经济收益

根据《可行性报告》，温泉酒店已于2019年4月开始营业，开业后酒店需要一定时间建立口碑、积累客户群，预计2023年达到经营稳定，届时酒店客源中77%由旅游散客构成，17%由会议客户构成，5%由旅游团队构成。在进行现金流预测时，假设酒店住宿率为59%，整体渗透水平为0.94，平均房价为971元/晚。在本期中期票据的存续期内，该酒店可产生收入2.00亿元（3年）或1.28亿元（2年）。

园艺小镇接待服务中心酒店

(1) 募投项目概况

园艺小镇接待服务中心酒店（以下简称“接待中心酒店”）位于世园会园艺小镇中，地处世园会围栏区园艺小镇地块内最北侧，北临环湖南路，南邻小镇商业街和艺术馆，项目用地贯穿小镇东西。项目用地面积18610平方米，总建筑面积23896平方米，其中酒店建筑面积20396平方米，地下车库建筑面积3500平方米。共设计建造79间客房。截至2019年6月底，接待中心酒店已投资1.28亿元，目前尚未正式开业。

(2) 资金来源

接待中心酒店项目计划总投资3.93亿元，其中自筹30%，由公司自有资金投资，外部融资70%，约2.75亿元，拟通过本期中期票据筹集资金1.50亿元。

(3) 项目审批情况

截至2019年3月，接待中心酒店项目获得相关主管部门的批复文件见下表：

表4 接待中心酒店项目政府批文情况

| 发文部门 | 文件名称 | 批复文号 |
|---------------------------|-----------|----------------------|
| 北京市发展和改革委员会、北京市住房和城乡建设委员会 | 项目核准的批复 | 京发改(核)(2018)27号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 国有土地使用权证 | 京(2018)延不动字第0000017号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 建设用地规划许可证 | 地字第110229201800005号 |
| 北京市规划和国土资源管理委员会 | 建筑工程规划许可证 | 建字第110229201800008号 |
| 延庆区住房和城乡建设委员会 | 施工许可证 | (2018)施(延)建字0008号 |
| 北京市发展和改革委员会 | 节能审查意见 | 京发改(能评)(2018)9号 |

资料来源：公司提供

(4) 项目经济收益

根据浩华酒店管理顾问公司出具的《拟建园艺小镇接待服务中心开发战略、市场及财务可行性研究报告》，接待中心酒店定位为奢华小型精品酒店，计划于2019年开始营业，预计2023年达到经营稳定，届时酒店客源中76%由旅游散客构成，24%由会议客户构成。在进行现金流预测时，假设酒店住宿率为51%，整体渗透水平为0.83，平均房价为1364元/晚。在本期中期票据的存续期内，该酒店可产生收入1.61亿元（3年）或1.07亿元（2年）。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，我国

国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增

长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快

增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较

上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年我国GDP增

速在 6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是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的基础设施建设，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，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性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〕043号，以下简称“《43号

文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

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清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2014〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，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。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。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等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也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。2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表 1 2018 年以来与城投债券相关的主要政策

| 发布时间 | 文件名称 | 主要内容 |
|-------------|---|--|
| 2018 年 2 月 | 《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194 号 | 城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩 |
| 2018 年 3 月 | 《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 | 在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还 |
| 2018 年 9 月 | 《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》 | 首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险” |
| 2018 年 10 月 | 《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 | 提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求 |
| 2019 年 2 月 | 《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2018〕6 号 | 政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信 |
| 2019 年 3 月 | 《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〔2018〕10 号) | 严格按照要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在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。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。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 |
| 2019 年 3 月 | 《2019 政府工作报告》 | 合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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 |
| 2019 年 5 月 | 《政府投资条例》 | 明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金 |

资料来源：联合资信综合整理

行业发展

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、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至

2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

北京世园会于 2019 年 4 月 28 日至 10 月 7 日

在延庆区举办。作为世园会的土地一级开发主体及经营性项目建设运营主体，公司发展受北京市及延庆区的经济水平、发展规划等影响大，并与世园会的成功举办密切相关。

北京市

北京市作为中国首都、全国政治中心和文化中心，近年来区域经济保持平稳较快发展，全社会固定资产投资规模有所波动，外部环境向好。

根据 2016—2018 年《北京市国民经济和社会发展统计公报》，近三年，北京市分别实现地区生产总值 24899.3 亿元、28000.4 亿元和 30320.0 亿元，按可比价格计算，分别增长 6.7%、6.7% 和 6.6%。三次产业构成由 2016 年的 0.5:19.2: 80.3 调整为 2018 年的 0.4: 18.6: 81.0。按常住人口计算，北京市人均地区生产总值由 2016 年的 11.5 万元上升至 2018 年的 14.0 万元。

2016—2017 年，北京市完成全社会固定资产投资分别为 8461.7 亿元和 8948.1 亿元，其中交通运输领域投资分别为 973.0 亿元和 1327.0 亿元。2018 年，北京市全社会固定资产投资同比下降 9.9%，基础设施投资下降 10.7%，其中，交通运输领域投资增长 1.1%。分产业看，第一产业投资比上年增长 8.9%；第二产业投资下降 43.2%；第三产业投资下降 6.3%。

根据《2016—2018 年北京市预算执行情况》，2016—2018 年，北京市一般公共预算收入分别为 5081.3 亿元、5430.8 亿元和 5785.9 亿元；同期，一般公共预算支出分别为 6161.4 亿元、6540.5 亿元和 7175.9 亿元。2016—2018 年，北京市政府性基金收入分别为 1316.5 亿元、3132.8 亿元和 2009.3 亿元。

延庆区

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 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，全区实现地区生产总值 151.90 亿元，按不变价计算同比增长 8.5%，其中第一产业实现增加值 7.68 亿元，增长 11.6%；第二产业实现增加值 52.53 亿元，增长 17.2%；第三产业实现增加值 91.69 亿元，增长 4.0%。三次产业结构由上年的 5.0:31.5:63.5 调整为 2018 年的 5.0:34.6:60.4。

2018 年，延庆区全社会固定资产投资完成 283.63 亿元，同比增长 77.1%。其中，房地产开发投资完成 97.73 亿元，增长 4.7 倍。2018 年，全区 A 级及主要旅游景区实现旅游收入 3.94 亿元，下降 1.1%，接待游人 1607.5 万人次，比上年增长 2.2%。

2018 年，延庆区实现财政收入 72.70 亿元，同比增长 10.3%，完成一般公共预算收入 19.17 亿元，同比增长 18.6%。一般公共预算支出 140.12 亿元，同比增长 15.2%。

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、世园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。

北京世园会

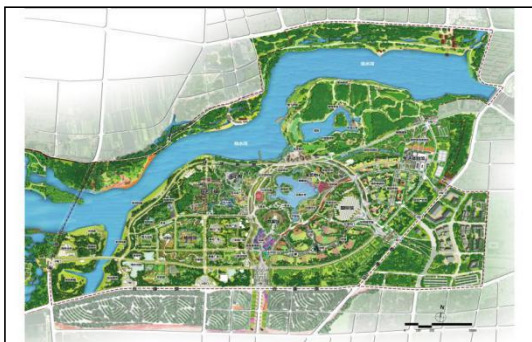
北京世园会是由国际园艺生产者协会（AIPH）批准并经国际展览局（BIE）认可，由中国政府主办、北京市承办的 A1 类大型世界园艺博览会，是继 1999 年昆明世园会和 2010 年上海世博会之后，近十年在中国举办的级别最高、规模最大的一次专业类世界园艺博览会。北京世园会于 2019 年 4 月 28 日在北京市延庆区妫水河畔举行开幕式，习近平总书记出席开幕式并发表重要讲话。世园会举办期限

为2019年4月20日至2019年10月7日，会期162天，办会主题是“绿色生活，美丽家园”。为推进世园会开展，中国政府专门成立了北京世园会组委会作为最高决策机构，北京市成立了世园执委会并下设世园局，承担筹备和举办世园会过程中的各项日常工作。

地理位置上，世园会会址位于延庆区西南部，东部紧邻延庆新城，西部紧邻官厅水库，横跨妫水河两岸，距离八达岭长城和海坨山约10公里，距离北京市区约74公里，距离昌平新城以及河北怀来、赤城县约35公里。

世园会园区规划面积共960万平方米，划分为围栏区和非围栏区。围栏区总面积约503万平方米，世园会期间对围栏区实行封闭管理。非围栏区总面积约457万平方米。园区内规划建设内容包括中国馆、国际馆、生活体验馆、植物馆、演艺广场等。

图1 世园会围栏区及周边平面图



注：上图主要为世园会围栏区平面图，上图中右下角四边形为围栏区外世园村范围，下方近似长方形为G地块区域
资料来源：公司提供

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本30.00亿元，实收资本30.00亿元，世园局为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司主要承担：(1)世园会范围内A~I共9个地块、面积合计375.52万平方米的土地一级

开发（开发范围见图2），(2)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（参见图1及图2的对比），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）。

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、植物馆、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。

自2015年成立以来，为推进世园会建设，北京市财政局通过世园局累计向公司注资50亿元支持公司项目建设，其中30亿元计入实收资本，20亿元计入资本公积。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给予一定利润空间。

总体看，世园会是北京市政府、延庆区政府大力推进的展会项目，公司作为其主要开发

建设主体，区域地位突出。

3. 人员素质

截至2019年3月底，公司拥有高管人员6名，其中董事长兼总经理1名，副总经理4名，总会计师1名，均具有丰富的行业及管理经验。

公司董事长兼总经理张兰年，出生于1969年，高级工程师。曾任北京市园林绿化集团公司副董事长、总经理、党委副书记，北京市花木公司董事、副总经理、董事长(法定代表人)、党委书记等；现任公司董事长、总经理(法定代表人)，世园局总工程师。

公司副总经理刘建明，出生于1960年，高级经济师，曾任北京城建投资发展股份有限公司北京惠明置业有限公司副总经理，北京城建投资发展股份有限公司销售部经理，北京城建北苑宾馆有限公司总经理，北京城建集团北苑项目开发部总经理；现任公司副总经理。

公司副总经理赵海江，出生于1967年，高级经济师，曾任延庆区财政局局长兼党委书记，延庆区财政局副局长等；现任公司副总经理。

公司副总经理沈立峰，出生于1972年，高级经济师，曾任北京城建集团北苑项目开发部副经理，北京城建北苑宾馆有限公司副经理，公司总经理助理兼置地开发部经理等；现任公司副总经理。

公司副总经理雷蕾，出生于1973年，经济师、房地产评估师，曾任北京市土地储备中心市场交易部副部长、市场交易部部长、综合办公室主任，世园局综合计划部副部长等；现任公司副总经理。

公司总会计师杨永洁，出生于1979年，高级会计师，曾任北京城建置地公司财务经理、北京城建北苑项目开发部总会计师、公司副总会计师兼财务部长，2018年4月至今任公司总会计师。

截至2019年3月底，公司拥有员工837人；从年龄分布看，30岁以下员工占39.55%，30至50岁占58.42%，50岁以上占2.03%；从文化程度看，本科及以上学历员工占29.03%，大专及

以下学历占70.97%；从职称看，初级职称人员89名，中级职称人员42名，高级职称人员20名。

总体看，公司高层管理人员具有丰富的行业管理经验；公司员工结构能够满足目前经营需要。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告(银行版)(机构信用代码：G1011022915541320V)，截至2019年7月1日，公司本部无未结清或已结清不良及关注类信贷信息记录，企业信用记录良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了由股东、董事会、监事会和高级管理层组成的公司治理结构。

公司不设立股东会，由世园局行使股东权利，包括决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工担任的董事、监事，审议批准董事会及监事会的报告、公司的年度财务预算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设董事会，成员为七人，其中董事长一人，由股东书面决定产生。董事任期为三年，任期届满后，可连选连任。公司设监事会，成员为三人，由股东书面决定产生，任期为三年，任期届满后，可连选连任，监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或建议。公司董事、监事均已按章程约定到位。

公司设总经理一名，由董事会决定聘任或者解聘；总经理为公司法定代表人，任期为三年，由股东以书面决定方式产生，任期届满，可连选连任。总经理对董事会负责，行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案、拟订公司内部管理机构设置方案、提请聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人、决定聘任或者解聘除应由董事会决定聘任或者解聘以外的负责管理

人员等职权。

总体看，公司法人治理结构完善，股东、董事会、监事会和管理层职权划分明晰，各机构运作较为独立规范、有序。

2. 管理水平

公司根据自身定位、业务特点及业务需求，内设综合办公室、人力资源部、财务管理部、置地开发部、经营策划部、总工办、第一项目部、第二项目部、第三项目部、行政保卫部和销售事业部共 11 个部门，并建立了财务管理、资金管理、项目管理、人事管理等内部管理制度，覆盖了公司经营和管理的主要环节。

财务管理方面，公司制定了《货币资金管理办法》《会计基础工作规范管理规定》《会计核算办法》等相关制度，健全并完善各种项目资金审批程序及手续，理顺资金拨付渠道，规范了公司成本、费用、收入、利润等方面的会计基础核算工作，发挥了会计监督的职能。资金管理方面，公司制定了严格的货币资金管理制度，严格执行中国人民银行关于现金收付、库存管理的相关规定，同时对于公司银行存款账户的开立、使用、建账等做了详细的规定，确保货币资金的安全、银行账户的独立；预算管理方面，制定了预算的编制、审批、执行、控制、调整及监督制度。

投资管理方面，公司制定了《投资管理暂行办法》，规范和加强了公司的投资管理，提升投资决策效率和合规性，优化公司资本布局和结构，加强投资风险防范和控制，确保国有资产的保值增值。

招标采购方面，公司制定了《招标采购管理办法（试行）》，规范了公司招标采购管理

工作，维护公司的合法权益，控制项目成本和保证工程质量，同时对招标范围、招标工作进行规范的管理。

工程管理方向，公司制定了《建设项目工程管理办法（试行）》和《建造项目成本管理办法（试行）》，加强了建设项目工程管理和成本控制力度，降低成本费用，提高市场竞争力。

总体来看，公司已建立了一整套管理制度，管理风险可控。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是北京世园会的土地一级开发主体及二级经营性配套项目建设运营主体。自 2015 年成立至 2017 年，公司主要进行世园会范围内的土地一级开发，2016 年无收入主要系所整理土地未达到出让条件；2017 年，公司通过招拍挂形式出让部分整理土地，并将延庆土储中心返还的土地开发建设补偿费确认为收入，实现土地一级开发收入 29.05 亿元，毛利率为 7.21%。2018 年，公司土地一级开发收入实现 23.92 亿元，毛利率为 7.41%。公司二级开发项目尚处于建设期末产生收入。公司其他收入主要为赞助收入，2017 年规模小，2018 年同比大幅增长至 1.23 亿元，为公司取得赞助费等，对公司营业收入进行补充。2018 年综合毛利率为 9.65%，同比增加 2.04 个百分点，主要原因是毛利率较高的其他收入占比上升所致。

2019 年 1—3 月，公司未实现土地一级开发收入，实现其他收入 0.14 亿元，主要包括赞助收入等。毛利率大幅增长至 78.61%。

表 5 2016—2018 年及 2019 年 1—3 月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016 年 | | | 2018 年 | | | 2019 年 1—3 月 | | |
|----------|--------|----|-----|--------|--------|-------|--------------|--------|-------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 土地一级开发收入 | -- | -- | -- | 23.92 | 95.12 | 7.41 | -- | -- | -- |
| 其他收入 | -- | -- | -- | 1.23 | 4.88 | 53.40 | 0.14 | 100.00 | 78.61 |
| 合计 | -- | -- | -- | 25.14 | 100.00 | 9.65 | 0.14 | 100.00 | 78.61 |

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

土地一级开发

公司主要承担世园会围栏区范围内、世园村及 G 地块共 375.52 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），总面积为 375.52 万平方米，其中规划建设用地 64.23 万平方米，代征道路 23.36 万平方米，代征公园绿地 145.18 万平方米，其他 142.74 万平方米。公司土地一级开发计划总投资（不含利润、财务费用等，详见下表）63.43 亿元，资金来源为公司自筹；项目达到协议约定的施工标准后交予土储延庆中心结案验收，验收合格后，对于 1）纳入储备的项目，3 个月内土储延庆中心负责与公司签订土地储备补偿协议，并按土地储备补偿协议对公司进行补偿工作；2）直接供地项目，土储延庆中心完成入市交易工作后，按《开发建设补充协议》对公司进行补偿工作。

表6 公司土地一级开发业务投资概况（单位：万元）

| 序号 | 科目 | 审定额 | 其中 | |
|----|------------|-----------|-----------|----------|
| | | | 实际发生额 | 预计未来发生额 |
| 1 | 前期费用 | 9109.17 | 3541.37 | 5567.80 |
| 2 | 征地补偿及相关税费 | 261412.18 | 253197.77 | 8214.41 |
| 3 | 拆迁补偿及相关费用 | 332885.04 | 240782.33 | 92102.71 |
| 4 | 市政基础设施建设费用 | 26920.39 | 121.17 | 26799.22 |
| 5 | 其他费用 | 4009.72 | 2033.25 | 1976.47 |

表7 公司近年土地一级开发业务实际开展情况

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 1—3 月 | 合计 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------|
| 当年进行的土地整理面积（万平方米） | 120.91 | 175.33 | 46.57 | -- | -- | 342.81 |

| 小计 | | 634336.50 | 499675.89 | 134660.61 |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 6 | 财务费用 | 28009.23 | 1924.75 | 26084.48 |
| 7 | 利润 | 82463.75 | -- | 82463.75 |
| 8 | 审计费 | 577.67 | 577.67 | -- |
| 9 | 委托入市交易服务费 | 270.27 | -- | 270.27 |
| 合计 | | 745657.42 | 502178.31 | 243479.11 |

注：上述审计报告出具日期为 2017 年 6 月 30 日，公司部分土地整理投入尚未开展，为预估数

资料来源：北京京隆会计师事务所有限责任公司出具的《2019 年中国北京世界园艺博览会土地一级开发项目成本审计报告》

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。经北京市地价联审会审议通过的公司土地一级开发利润率水平按 13%估算。实际执行过程中，因公司土地一级开发项目尚未完全竣工决算，公司暂按 8%的最低利润水平确认 2017 年收入，待未来完工后进行最终决算。

截至 2019 年 3 月底，公司已完成 342.81 万平方米的土地整理任务（剩余待整理土地为 G 地块），累计投入 55.09 亿元，预计未来仍需投入约 11.23 亿元（主要为部分尚未支付的拆迁补偿费、世园村市政建设费、G 地块开发费用等）。

| | | | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|------|-------|
| 当年土地整理投入（亿元） | 3.70 | 29.15 | 21.81 | 0.01 | 0.42 | 55.09 |
| 当年出让土地面积（万平方米） | -- | -- | 41.91 | 12.37 | -- | 54.28 |
| 当年出让土地成交价款（亿元） | -- | -- | 39.00 | 33.20 | -- | 72.20 |
| 当年结转土地整理成本（万元） | -- | -- | 26.96 | 22.15 | -- | 49.11 |
| 当年结转土地整理收入（万元） | -- | -- | 29.05 | 23.87 | -- | 52.92 |
| 当年获得返还金额（万元） | -- | -- | 29.12 | 23.92 | -- | 53.04 |

注：1.当年土地整理投入金额与现金流不完全匹配系部分投入反应在“应付账款”；2.当年结转土地整理收入为不含税收入

资料来源：公司提供

公司将整理完毕的土地交予土储延庆中心挂牌出让，剔除园林绿化、道路等不可出让面积后，截至2019年3月底除G地块外，公司已无可供地面积。2017年9月，公司整理的世园会一期（YQ00-0300-0004等24个地块，面积41.91万平方米，全部为建设用地，建筑规模40.76万平方米）用地通过挂牌方式完成入市交易，以39亿元入市价成交，土地竞得人为世园公司自身。

世园会一期土地成交后，根据公司与土储延庆中心签订的《土地开发建设补偿协议》，土储延庆中心将支付给公司306475.60万元的土地开发建设补偿费，利润率为8%。因政府需预留5%的保证金，公司实际获得返还金额为29.12亿元，扣除税费影响，公司2017年确认29.05亿元的土地一级开发收入，毛利率为7.21%。

2018年4月，公司整理的世园会二期土地（延庆新城YQ00-0300-0058等地块，土地面

积12.37万平方米）开始挂牌竞价，并于4月20日完成出让，成交价款为33.20亿元，土地竞得人为北京新碧房地产开发有限公司和中铁房地产集团创新产业投资有限公司联合体。公司于2018年6月获得土地出让收入返还23.92亿元。

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，主要建设园艺小镇、产业带、配套商服、世园会植物园、世园酒店、参展人员公寓、安保中心、数字中心等世园会经营性配套项目。除植物园项目外，公司二级开发资金来源全部为公司自筹，计划总投资为70.56亿元（含土地成本39亿元及相关税费1.17亿元），截至2019年3月底，累计投入57.11亿元（含土地费用），2019年4—12月及2020年计划投资额分别为5.41亿元和8.04亿元，公司仍存在一定的资本支出压力。

表8 公司二级开发项目概况（单位：亿元）

| 项目 | 建设内容及建筑指标 | 计划总投资（不含土地费用） | 截至2019年3月底已投资（不含土地费用） | 截至2019年3月底项目进度 | 未来投资计划 | |
|-----------|--|---------------|-----------------------|----------------|------------|-------|
| | | | | | 2019年4—12月 | 2020年 |
| 凯悦酒店和温泉酒店 | 于世园村A地块建设2栋酒店，总建筑面积78348平方米 | 11.02 | 5.76 | 内部装修 | 1.32 | 3.94 |
| A地块住宅 | 于世园村A地块建设3栋住宅楼，总建筑面积41910.54平方米 | 3.52 | 3.03 | 内部装修 | 0.13 | 0.36 |
| B地块住宅+幼儿园 | 于世园村B地块建设5栋多层住宅楼及4栋配套公建；总建筑面积61021平方米 | 4.03 | 1.02 | 内部装修 | 1.04 | 1.97 |
| 数字中心 | 于世园村B地块建设1栋办公楼，会时作为世园会的数字中心，会后转为办公楼，建筑面积13864.66平方米 | 1.52 | 0.78 | 内部装修 | 0.35 | 0.39 |
| 安保中心 | 位于世园村B地块，会时作为安保中心，会后改造为酒店，建筑面积29790平方米 | 2.45 | 1.25 | 内部装修 | 0.57 | 0.63 |
| 接待服务中心 | 位于园艺小镇地块北侧，用地18610平方米，总建筑面积23896平方米，其中酒店建筑面积20396平方米，地下车库建筑面积3500平方米 | 3.93 | 2.68 | 内部装修 | 1.25 | -- |

| | | | | | | |
|-----------|---|--------------|--------------|-----------|-------------|-------------|
| 园艺小镇一期 | 位于园艺小镇地块南侧，包括商业街、大师工坊、原乡民居体验馆、主题艺术馆和文创中心，总建筑面积 8590 平方米 | 1.51 | 1.16 | 内部装修 | 0.35 | -- |
| WF 地块设施建筑 | 位于围档区内，总建面 17416.5 平米，建设内容包括餐饮、备勤等 | 1.31 | 0.60 | 内部装修 | 0.22 | 0.49 |
| 产业带 7#地一期 | 位于世园会 1 号门东侧，总建面：10000 平方米，建设内容花卉商超、餐饮等 | 1.10 | 0.66 | 内部装修 | 0.18 | 0.26 |
| 合计 | | 30.39 | 16.94 | -- | 5.41 | 8.04 |

注：1、园艺小镇位于世园会围档区内，世园村位于围档区外，与围档区相隔一条马路（即图 2 中的 I 地块）；2、表中总投资额和已投资额不含土地成本及相关税费；3、世园会植物园项目规划总建筑面积 2.32 万平方米，会时建设一期“万花筒”项目总面积 0.97 万平方米，不含土地成本的计划总投资规模为 1.80 亿元，公司与万科合作，公司出土地，剩余建设资金由万科筹集，万科享有 15 年的运营期（自世园会结束后的 2020 年 1 月 1 日起开始计算），因建设资金不需公司筹集，故不在上表中列示

资料来源：公司提供

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销售收入等。

酒店方面，公司共建设 3 个酒店，采用委托经营的模式，与凯悦等公司合作。延庆区丰富的旅游资源和世园会、冬奥会的开展有望为公司带来丰富的客源；此外，延庆目前住宿产品以经济型酒店、民宿等为主，仅 1 家四星级酒店，公司酒店项目建设完毕后将填补中高端酒店的需求空白。针对凯悦酒店及温泉酒店（即表 8 中第一个项目），根据浩华管理顾问公司出具的《可行性报告》：凯悦酒店及温泉酒店 2019—2028 年 10 年运营期（暂以 10 年估算）可获得收入合计 21.03 亿元⁵，营业利润合计 7.39 亿元；项目回收期为 19 年。针对接待服务中心的酒店，根据浩华管理顾问公司出具的《可行性报告》：酒店定位为奢华小型精品酒店，可提供客房 79 间，另有餐厅、多功能厅、会议厅、康体设施等，2019—2028 年 10 年运营期可获得收入合计 6.64 亿元⁶，营业利润合计 2.50 亿元；项目回收期 20 年。

住宅方面，公司拍地时商品住房销售价格已经限定（商品住房销售均价不超过 28380 元/平方米，且最高销售单价不得超过 29800 元/平方米）。针对 A 地块公寓，根据北京大地盛业房地产土地评估有限公司出具的《A 地块公

寓项目经济可行性分析》，A 地块公寓可售面积约 2.89 万平方米，另有部分地下库房和车位，按照整体销售均价 28380 元/平方米上浮 5%（即按 29773 元/平方米）进行测算，若 2019 年 7 月之前全部销售完毕，项目可产生收入 8.83 亿元（住宅部分销售额 8.59 亿元），其中 2018 年回款 2.89 亿元，2019 年回款 5.71 亿元。若将土地成本考虑在内，项目动态投资回收期 1.67 年，税后利润 1.77 亿元。实际情况是，A 地块公寓计划于 2019 年 8 月开始销售。公司 B 地块住宅项目尚处于建设中，目前 B 住宅项目已于 2019 年 4 月开始预售，截至目前已销售回款 6698 万元。若以建筑面积大致估算，A、B 住宅项目未来预计可产生 16 亿元销售收入。

针对产业带 7#地块一期项目，根据北京大地盛业房地产土地评估有限公司出具的《世园会产业带 7#地块一期会时保障项目经济可行性分析》，项目会时作为园区内重要的商业服务配套，主要建设内容包括商超、餐厅、厨房、设备辅助用房等，按 40 年自持，2057 年底前收入主要来自租金收入，测算 40 年总收益为 5.49 亿元，净收益 3.57 亿元，每年收入规模介于 0.10~0.18 亿元之间；考虑土地成本后的静态回收期为 17.03 年。

总体看，公司完工的土地整理项目均已实现出让，未来土地一级开发项目投资规模较小；二级开发项目为应对世园会开园要求，已在 2019 年 3 月前完成大规模投资，未来仍存在一定的资本支出需求。此外，公司房地产收入实现情况受项目开发进度、房地产市场行情等因素影响大，酒店及物业出租收入受招商引资、

⁵ 《可行性报告》中预估凯悦酒店房价介于 1194~1554 元/晚，入住率介于 47%~74%之间；温泉酒店房价介于 926~1206 元/晚，入住率介于 45%~69%之间。截至 2019 年 6 月底，凯悦酒店房价均价为 1771 元/晚左右，入住率为 56.01%；温泉酒店房价均价为 1442 元/晚左右，入住率为 54.99%。

⁶ 《可行性报告》中预估接待服务中心酒店平均房价介于 2254~2934 元/晚，入住率介于 40%~65%之间。

世园会开展及运营情况、世园会后延庆区旅游市场开发及公司经营情况等因素影响大。

3. 未来发展

2019年，公司主要任务是世园会的会时保障，世园会结束后，将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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报表，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财

务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2019年一季度财务数据未经审计。

截至2019年3月底，公司纳入合并范围的子公司共计3家。其中2家是由公司于2018年投资设立的子公司。整体看，合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至2018年底，公司资产总额73.60亿元，所有者权益52.43亿元（其中少数股东权益623.32万元）；2018年公司实现营业收入25.14亿元，利润总额1.61亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额74.03亿元，所有者权益52.30亿元（其中少数股东权益490.38万元）。2019年1—3月，公司实现营业收入1363.31万元，利润总额-1287.68万元。

2. 资产质量

2016—2018年，公司资产规模波动增长，年均复合增长5.82%。2018年底，公司资产总额73.60亿元，同比下降33.01%，主要系货币资金、存货及其他流动资产减少所致。从资产结构来看，近三年，公司非流动资产比重不断上升，2018年底公司流动资产和非流动资产分别占43.10%和56.90%。

表9 2016—2018年及2019年1—3月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

| 科目 | 2016年 | | 2017年 | | 2018年 | | 2019年1—3月 | |
|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 17.64 | 26.84 | 23.69 | 21.57 | 4.86 | 6.60 | 3.60 | 4.87 |
| 预付款项 | 9.05 | 13.77 | 0.60 | 0.54 | 1.00 | 1.36 | 1.83 | 2.47 |
| 存货 | 32.90 | 50.06 | 40.39 | 36.77 | 23.79 | 32.33 | 24.10 | 32.56 |
| 其他流动资产 | 5.01 | 7.63 | 18.43 | 16.78 | 1.76 | 2.39 | 1.83 | 2.47 |
| 流动资产 | 65.54 | 99.72 | 84.13 | 76.58 | 31.72 | 43.10 | 31.73 | 42.87 |
| 在建工程 | -- | -- | -- | -- | 16.56 | 22.51 | 17.10 | 23.10 |
| 无形资产 | 0.00 | 0.00 | 25.61 | 23.31 | 25.20 | 34.24 | 25.07 | 33.87 |
| 非流动资产 | 0.18 | 0.28 | 25.73 | 23.42 | 41.88 | 56.90 | 42.29 | 57.13 |
| 合计 | 65.72 | 100.00 | 109.86 | 100.00 | 73.60 | 100.00 | 74.03 | 100.00 |

注：2016年，公司无形资产为2.72万元，占资产总额的比重为0.0004%

资料来源：公司审计报告及财务报表

2016—2018年，公司货币资金波动下降，年均复合下降47.52%。2018年底，公司货币

资金 4.86 亿元，同比下降 79.50%，主要系偿还债务所致。2018 年底，公司受限货币资金为存入的土地监管资金 0.49 亿元，受限比例低。

2016—2018 年，公司预付款项波动下降，年均复合下降 66.77%，分别为 9.05 亿元、0.60 亿元和 1.00 亿元。2017 年底公司预付款项同比下降 93.42%，主要系公司预付的征地拆迁款结转成本所致。

2016—2018 年，公司存货波动中有所下降，年均复合下降 14.97%。公司存货主要为世园会一、二级开发成本。2018 年底，公司存货 23.79 亿元，同比下降 41.10%，主要系完工的土地整理项目出让所致。存货中二级开发成本全部为住宅项目开发成本，公司自持的经营性二级开发项目用地放在无形资产科目核算。

表 10 公司存货主要构成（单位：亿元）

| 名称 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 世园会土地一级开发 | 32.87 | 24.94 | 6.15 |
| 世园会土地二级开发 | 0.03 | 15.45 | 17.64 |
| 合计 | 32.90 | 40.39 | 23.79 |

资料来源：公司审计报告及公司提供

受公司持有的理财产品新增和到期的影响，2016—2018 年，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 40.72%，2018 年底为 1.76 亿元，主要为待抵扣进项税 1.60 亿元。

2018 年底，公司新增在建工程 16.56 亿元，主要为凯悦酒店、温泉酒店、小镇接待中心、植物园和安保中心等世园会配套项目的建设投资。

2016—2018 年，公司无形资产波动增长，分别为 2.72 万元、25.61 亿元和 25.20 亿元。2017 年底，公司新增无形资产 25.61 亿元，主要为除住宅用地外公司自持的经营性二级开发项目土地使用权；2018 年底，公司无形资产较上年底下降 1.59%，主要系摊销所致。

2019 年 3 月底，公司资产合计 74.03 亿元，资产规模及构成较 2018 年底变化不大。

2019 年 3 月底，公司受限资产合计 14.45

亿元，其中作为土地监管资金的货币资金 0.49 亿元、用于抵押借款的土地使用权 13.96 亿元。

总体看，公司资产规模波动中有所增长；受在建工程 and 无形资产大幅增长的影响，非流动资产比重逐年上升，公司资产流动性较弱，整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 32.09%。2018 年底，公司所有者权益 52.43 亿元，同比增长 2.31%，其中实收资本占 57.22%，资本公积占 38.15%。

2017 年底，公司新增资本公积 20.00 亿元，系公司根据北京市财政局京财农〔2017〕1311 号文件指示，取得的专项用于增加项目资本金、用于土地一级开发及公益性项目投入的专款专用资金。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 52.30 亿元，较上年底变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本及资本公积占比大，所有者权益稳定性好。

负债

2016—2018 年，公司负债规模波动下降，年均复合下降 22.97%。2018 年底，公司负债为 21.17 亿元，同比下降 63.89%，主要系偿还债务所致；从构成来看，流动负债占 93.60%，非流动负债占 6.40%，公司负债以流动负债为主。

2016—2017 年，公司短期借款分别为 9.00 亿元和 33.00 亿元；2018 年底，公司短期借款已经全部偿还完毕。

2016—2018 年，公司应付账款波动下降，年均复合下降 47.98%。2018 年底，公司应付账款 7.17 亿元，同比增长 23.18%，主要由应付拆迁补偿款、应付工程款和应付前期开发设计及咨询费用构成；超过一年的重要应付账款系北京市广厦房地产开发公司拆迁补偿款、北京城建集团有限责任公司前期开发费用、亚太

区凯悦酒店咨询服务有限公司设计咨询费，合计 1.05 亿元。

2016—2018 年，公司预收款项快速增长，年均复合增长 490.50%。2016—2017 年，公司预收款项均为 0.05 亿元，系公司预收世园会服务项目的围栏工程款；2018 年底，公司预收款项为 1.73 亿元，较上年底增加 1.68 亿元，主要系新增预收赞助款和万科预付租金。

2018 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 10.00 亿元，主要为将于 2019 年 8 月到期的长期借款。

2017—2018 年，公司长期借款分别为 19.00 亿元和 1.35 亿元。2018 年底，公司长期借款全部为抵押借款。

2019 年 3 月底，公司负债总额 21.73 亿元，较上年底增长 2.64%，主要系长期借款增加所致。从构成看，流动负债占比下降 12.38 个百分点至 81.23%，负债结构仍以流动负债为主。

有息债务方面，2016—2018 年，公司全部债务波动中有所增长，年均复合增长 12.32%，2018 年底为 11.35 亿元，同比下降 78.17%，其中短期债务占 88.07%，长期债务占 11.93%。2016—2018 年，公司资产负债率持续下降，全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率波动增长，2018 年底上述指标分别为 28.76%、17.80%和 2.52%。2019 年 3 月底，公司全部债务 14.08 亿元，较上年底增长 24.00%，其中短期债务占 71.03%，长期债务占 28.97%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所增长，分别为 29.35%、21.21%和 7.23%。

表 11 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年3月 |
|-----------|-------|-------|-------|---------|
| 短期债务 | 9.00 | 33.00 | 10.00 | 10.00 |
| 长期债务 | 0.00 | 19.00 | 1.35 | 4.08 |
| 全部债务 | 9.00 | 52.00 | 11.35 | 14.08 |
| 长期债务资本化比率 | 0.00 | 27.05 | 2.52 | 7.23 |
| 全部债务资本化比率 | 23.05 | 50.36 | 17.80 | 21.21 |

| 资产负债率 | 54.28 | 53.35 | 28.76 | 29.35 |
|-------|-------|-------|-------|-------|
|-------|-------|-------|-------|-------|

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

总体看，近年来，公司债务规模波动较大，整体债务负担较轻。未来，随着公司二级开发项目的推进，公司仍存在一定的筹资需求。

4. 盈利能力

公司营业收入主要由土地一级开发收入和其他收入构成。2016 年由于项目尚处于施工建设期未产生收入；2017—2018 年，公司分别实现营业收入 29.20 亿元和 25.14 亿元，营业成本分别为 26.98 亿元和 22.72 亿元，营业利润率为 7.56%和 9.55%。

2017—2018 年，公司期间费用分别为 0.61 亿元和 0.80 亿元，主要为管理费用。2017—2018 年，公司期间费用占营业收入比重分别为 2.09%和 3.16%，公司期间费用控制能力强。2017—2018 年，公司分别实现利润总额 1.60 亿元和 1.61 亿元。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率同比增长 0.72 个百分点至 2.11%，净资产收益率同比下降 0.08 个百分点至 2.26%，整体盈利能力一般。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.14 亿元，利润总额-0.13 亿元；同期，公司营业利润率为 74.43%。

表 12 公司盈利情况（单位：万元、%）

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|--------|-------|-----------|-----------|
| 营业收入 | -- | 292009.51 | 251439.52 |
| 其他收益 | -- | -- | 0.27 |
| 投资收益 | -- | 5.74 | 35.28 |
| 营业利润 | -- | 15952.18 | 16085.40 |
| 营业外收入 | -- | -- | 9.56 |
| 利润总额 | -- | 15952.06 | 16094.96 |
| 营业利润率 | -- | 7.56 | 9.55 |
| 总资本收益率 | -- | 1.39 | 2.11 |
| 净资产收益率 | -- | 2.34 | 2.26 |

资料来源：根据公司审计报告整理

总体看，公司营业收入主要为土地一级开

发收入，收入来源较为单一。未来，公司已完工土地整理项目已完成出让，未来以二级开发项目和世园会运营业务为主。但公司二级开发项目受房地产市场行情、世园会招商引资、后期运营情况等因素影响大，收入实现存在不确定性。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入波动增长，分别为0.09亿元、30.02亿元和28.44亿元。2017—2018年公司经营活动现金流入大幅增长主要系公司当年土地上市后获得财政的返还收入所致。2018年，公司收到其他与经营活动有关的现金2.85亿元，较上年增加2.03亿元，主要为收到的租金、信托保证金和工程款。2017—2018年，公司现金收入分别比为100.00%和101.78%，公司收入实现质量较好。2016—2018年，公司经营活动现金流出波动下降，年均复合下降31.22%。2018年，公司经营活动现金流出8.05亿元，主要系支出的土地一级及部分二级开发成本。2016年支付其他与经营有关的现金规模较大系根据协议支付给土储延庆中心的监管资金。2016—2018年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-16.92亿元、-9.86亿元和20.40亿元。2018年，公司经营活动现金流量净额由负转正，主要系当年土地整理业务回款规模较大但资金支出较少。

表 13 2016—2018 年公司现金流情况

(单位：亿元、%)

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流入量 | 0.09 | 30.02 | 28.44 |
| 经营活动现金流出量 | 17.01 | 39.88 | 8.05 |
| 经营活动净现金流量 | -16.92 | -9.86 | 20.40 |
| 投资活动净现金流量 | -2.33 | -39.06 | 3.68 |
| 筹资活动净现金流量 | 9.05 | 60.85 | -42.61 |
| 现金收入比 | -- | 100.00 | 101.78 |

资料来源：公司审计报告

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入波动增长，分别为0.18亿元、0.09亿元和18.93亿元。2018年，公司投资活动现

金流入较上年增长18.84亿元，主要系公司投资的理财产品到期收回所致。2016—2018年，公司投资活动现金流出波动增长，分别为2.50亿元、39.15亿元和15.25亿元。2017年公司投资活动现金流出同比大幅增长，主要系世园会二级开发项目摘牌土地（反映在“购建固定资产、无形资产等支付的现金”）以及购买理财产品（反映在“支付其他与投资活动有关的现金”）所致；2018年公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2016—2018年，公司投资活动现金流量净额分别为-2.33亿元、-39.06亿元和3.68亿元。受理财产品到期赎回及二级开发投入规模下降的影响，2018年，公司投资活动现金流量净额由负转正。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入波动下降，分别为9.05亿元、101.00亿元和1.35亿元，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资收到的现金（股东注资）和取得借款收到的现金。2017—2018年，公司筹资活动现金流出主要系偿还债务本息支付的现金。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为9.05亿元、60.85亿元和-42.61亿元。受偿还债务影响，公司筹资活动产生的现金流量净额由正转负。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.16亿元，主要为支出的土地一级及部分二级开发成本；同期，受购建固定资产、无形资产等支付的现金规模较大的影响，公司投资活动现金流量净额为-2.63亿元，呈现净流出状态；同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为2.54亿元。

总体看，受益于土地整理业务不断回款及土地一、二级成本投入减少的影响，公司经营活动现金流的情况有所好转；公司投资活动现金流受理财产品的购买与赎回以及购建固定资产、无形资产等支付的现金的影响较大；随着公司二级开发项目的逐步推进，公司仍存在一定的筹资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2016—2018年, 公司流动比率和速动比率波动下降, 2018年底分别为160.09%和40.01%, 较上年底分别下降52.31个和70.41个百分点。2019年3月底, 上述指标分别为179.82%和43.24%, 较上年底有所增长。2016—2018年, 公司经营现金流负债比分别为-47.43%、-24.89%和102.96%。2016—2018年, 公司现金类资产分别为17.64亿元、23.69亿元和4.86亿元, 分别相当于同期短期债务的1.96倍、0.72倍和0.49倍, 公司面临一定的短期偿债压力。

从长期偿债能力看, 2017—2018年, 公司EBITDA分别为2.02亿元和1.93亿元; 全部债务/EBITDA分别为25.69倍和5.87倍; EBITDA利息倍数分别为0.79倍和0.98倍。公司长期偿债能力指标尚可。

截至2019年3月底, 公司无对外担保。

截至2019年3月底, 公司共获得各家银行授信额度合计40.00亿元, 已使用额度15.00亿元, 未使用额度25.00亿元, 公司间接融资渠道尚可。

考虑到北京世园会的重要性、公司在世园会建设中所处的重要地位以及随着公司二级开发项目建设逐步完工, 公司整体收入水平有望增强, 公司整体偿债能力很强。

7. 母公司财务分析

2018年底, 母公司资产总额为73.57亿元, 同比下降33.03%, 其中, 流动资产占42.22%, 非流动资产占57.78%。从构成看, 流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产构成; 非流动资产主要由在建工程和无形资产构成。

2018年底, 母公司所有者权益为52.37亿元, 同比变化不大。其中, 实收资本占57.29%, 母公司所有者权益较为稳定。

2018年底, 母公司负债规模为21.21亿元, 同比下降63.85%, 主要由流动负债构成。其中, 流动负债主要由应付账款、预收款项和一年内

到期的非流动负债构成。母公司2018年资产负债率为28.82%, 同比下降24.58个百分点。

2018年, 母公司营业收入为25.14亿元, 营业成本为22.90亿元; 净利润为1.17亿元, 同比下降1.66%。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

本期中期票据基础发行规模3亿元, 发行规模上限5亿元, 以发行规模上限5亿元测算, 相当于2019年3月底公司长期债务的122.58%、全部债务的35.51%, 对公司现有债务规模有一定的影响。

2019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为29.35%、21.21%和7.23%, 以公司2019年3月底报表财务数据为基础, 预计本期中期票据发行后, 不考虑其他因素, 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上升至33.82%、26.73%和14.79%, 公司债务负担将有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为0.09亿元、30.02亿元和28.44亿元, 分别为本期中期票据拟发行规模上限的0.02倍、6.00倍和5.69倍。2017—2018年, 公司EBITDA分别为2.02亿元和1.93亿元, 分别为本期中期票据拟发行规模上限的0.40倍和0.39倍。

总体看, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行上限的保障能力较强, EBITDA对本期中期票据发行上限的保障能力弱。考虑到公司是北京世园会的土地一级开发主体及经营性配套项目的建设运营主体, 区域地位突出, 股东对公司支持力度大。随着公司二级开发项目的推进, 公司收入、利润和现金流水平有望改善, 有利于保障本期中期票据的偿付。

3. 募投项目收益还款能力分析

本期中期票据募集资金经投入到凯悦酒店、温泉酒店和接待服务中心酒店项目建设。偿债资金主要来源于项目未来收益以及自有资金。

上述三个酒店项目位于世园会园区内外，享有较好的景观资源，对于旅游客源和追求品质的会议客源将具有较好的吸引力。同时，募投项目处于延庆区，内部有包括野鸭湖湿地公园、玉渡山景区等优质旅游资源；此外酒店位于2022年冬奥会场馆和八达岭长城的中间位置，未来有望吸引冬奥会及长城的过夜客源（距离冬奥会场址45公里，八达岭长城15公

里）。

凯悦酒店、温泉酒店、接待服务中心酒店建成后可分别提供客房284间、109间、79间，面向追求高端休闲体验的旅游散客及企业会议会展。根据《可行性报告》，由于2019年世园会和2022年冬奥会的开展，募投酒店凭借其优越的地理位置，加之延庆中高端以上产品供给有限，住宿率预计在2019年和2022年将有明显增长。房价方面，可研报告预测凯悦酒店平均房价为1247元/晚，温泉酒店平均房价971元/晚，接待服务中心酒店平均房价为1364元/晚。未来五年考虑通胀率后的收益预测如下表所示。

表 14 凯悦酒店整体业绩预测（单位：间、元/晚、万元）

| 年份 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|---------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 客房数 | 284 | 284 | 284 | 284 | 284 |
| 住宿率 | 65% | 47% | 53% | 74% | 59% |
| 平均房价 | 1366.00 | 1194.00 | 1285.00 | 1518.00 | 1408.00 |
| 收入 | | | | | |
| 客房 | 6928.10 | 5860.40 | 7063.20 | 11617.50 | 8681.90 |
| 餐饮 | 3236.60 | 2938.20 | 3354.80 | 4816.80 | 3917.40 |
| 其他收益 | 52.80 | 52.10 | 59.50 | 84.50 | 69.50 |
| 租金及其他收入 | 34.60 | 29.30 | 35.30 | 58.10 | 43.40 |
| 小计 1 | 10252.20 | 8880.00 | 10512.80 | 16576.90 | 12712.20 |
| 成本 | | | | | |
| 营业成本 | 3207.00 | 3469.80 | 3776.20 | 4754.40 | 4211.60 |
| 其他成本 | 3471.20 | 3992.60 | 4433.10 | 5758.70 | 5067.30 |
| 小计 2 | 6678.2 | 7462.4 | 8209.3 | 10513.1 | 9278.9 |
| EBITDA | 3574.00 | 1417.60 | 2303.50 | 6063.80 | 3433.20 |

注：平均房价考虑通胀率，假设通胀率为2%

资料来源：可行性报告

表 15 温泉酒店整体业绩预测（单位：间、元/晚、万元）

| 年份 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 客房数 | 109 | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 住宿率 | 66% | 45% | 52% | 69% | 59% |
| 平均房价 | 1060.00 | 926.00 | 997.00 | 1178.00 | 1092.00 |
| 收入 | | | | | |
| 客房 | 2108.40 | 1646.40 | 2070.20 | 3246.00 | 2543.50 |
| 餐饮 | 1690.90 | 1377.60 | 1641.10 | 2382.60 | 1915.50 |
| SPA/健身部门 | 2986.50 | 2955.50 | 3472.50 | 4601.70 | 4009.80 |
| 其他收益 | 10.40 | 9.40 | 11.20 | 15.20 | 13.10 |

| | | | | | |
|---------|---------|---------|---------|----------|---------|
| 租金及其他收入 | 10.50 | 8.20 | 10.40 | 16.20 | 12.70 |
| 小计 1 | 6806.70 | 5997.20 | 7205.40 | 10261.80 | 8494.60 |
| 成本 | | | | | |
| 营业成本 | 2857.20 | 2943.70 | 3292.30 | 4089.10 | 3680.40 |
| 其他成本 | 2101.00 | 2389.30 | 2698.60 | 3372.80 | 3074.90 |
| 小计 2 | 4958.20 | 5333.00 | 5990.90 | 7461.90 | 6755.30 |
| EBITDA | 1848.50 | 664.20 | 1214.60 | 2799.90 | 1739.30 |

注：平均房价考虑通胀率，假设通胀率为 2%

资料来源：可行性报告

表 16 接待服务中心酒店整体业绩预测（单位：间、元/晚、万元）

| 年份 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 客房数 | 79 | 79 | 79 | 79 | 79 |
| 住宿率 | 55% | 40% | 46% | 65% | 51% |
| 平均房价 | 2578.00 | 2254.00 | 2426.00 | 2866.00 | 2658.00 |
| 收入 | | | | | |
| 客房 | 2720.7 | 2575.0 | 3203.6 | 5361.5 | 3934.0 |
| 餐饮 | 3108.0 | 1497.4 | 1764.8 | 3032.5 | 2058.5 |
| SPA/健身部门 | 179.0 | 197.6 | 232.9 | 336.7 | 271.7 |
| 其他收益 | 164.7 | 181.9 | 214.4 | 309.8 | 250.0 |
| 租金及其他收入 | 13.6 | 12.9 | 16.0 | 26.8 | 19.7 |
| 小计 1 | 6186.0 | 4464.8 | 5431.8 | 9067.4 | 6533.9 |
| 成本 | | | | | |
| 营业成本 | 2696.2 | 1920.9 | 2142.4 | 3178.4 | 2400.4 |
| 其他成本 | 1539.9 | 1830.6 | 2068.1 | 2770.1 | 2371.6 |
| 小计 2 | 4236.1 | 3751.5 | 4210.5 | 5948.5 | 4772.0 |
| EBITDA | 1949.9 | 713.3 | 1221.2 | 3118.9 | 1761.8 |

注：1. 平均房价考虑通胀率，假设通胀率为 2%。2. 接待服务中心酒店截至 2019 年 6 月底尚未开业

资料来源：可行性报告

根据预测，凯悦酒店在 2019—2023 年可产生收入 5.89 亿元，息税前利润 1.68 亿元。温泉酒店在 2019—2023 年可产生收入 3.88 亿元，息税前利润 0.83 亿元。接待服务中心酒店在 2019—2023 年可产生收入 3.17 亿元，息税前利润 0.88 亿元。

根据公司提供的预测数据：若投资者于第

2 年末选择不赎回并继续持有本期中期票据，本期中期票据存续期内，3 个募投项目预计可产生总收入 6.57 亿元。若投资者于第 2 年末选择全部赎回本期中期票据，本期中期票据存续期内，3 个募投项目预计可产生总收入 4.26 亿元。

表 17 本期中期票据存续期内（2 年或 3 年）募投项目总收入测算表（单位：万元）

| 项目 | 未来收入预测 | | | 合计 | |
|----------|---------|--------|---------|---------|---------|
| | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2 年 | 3 年 |
| 凯悦酒店项目 | 10252.2 | 8880.0 | 10512.8 | 19132.2 | 29645.0 |
| 温泉酒店项目 | 6806.7 | 5997.2 | 7205.4 | 12803.9 | 20009.3 |
| 接待服务中心酒店 | 6186.0 | 4464.8 | 5431.8 | 10650.8 | 16082.6 |
| 合计 | 23244.9 | 19342 | 23150 | 42586.9 | 65736.9 |

注：假设本期中期票据于 2019 年发行

资料来源：公司提供

本期中期票据存续期内募投项目总收入对本期中期票据发行上限金额5亿元的覆盖倍数为0.85倍（存续期2年）、1.31倍（存续期3年）。本期中期票据募投项目在债券存续期2年的情况下总收入不能覆盖本期中期票据本金上限，需依靠公司自有资金进行偿还。此外，募投项目以酒店项目为主，需要一定时间建立口碑和积累客户群，项目预期收入实现受世园会开展及运营情况、世园会后延庆区旅游市场开发及公司经营情况等因素影响大，预期房价及入住率等实现或与预测存在差异，未来收入实现存在不确定性。

总体看，本期中期票据发行上限对公司债务影响大，到期一次还本将给公司带来一定集中偿付压力；本期中期票据存续期内募投项目预期总收入对本期中期票据覆盖程度弱，需依赖公司自有资金及综合经营收益进行偿还；此外募投项目未来收益具有不确定性。

十、结论

北京世园会是近十年来在中国举办的级别最高、规模最大的一次专业类世博会，影响力大且获得地方政府支持力度大。作为北京世园会的土地一级开发主体及经营性配套项目的建设运营主体，公司地位重要且获得股东的有力支持。

随着公司世园会一、二级开发项目的持续推进，公司资产规模波动增长，资产构成以土地一二级开发成本为主，整体资产质量一般。2017年、2018年实现了土地出让收入，但未来收入将以房地产销售、出租、酒店经营等为主，且上述收入受房地产市场行情、世园会招商引资成效、后期开展情况等因素影响大，收入规模或出现波动。近年来，公司所有者权益规模快速增长，权益结构较为稳定。公司债务负担减轻，未来随着公司二级开发项目的逐步推进，公司仍存在一定的筹资压力。

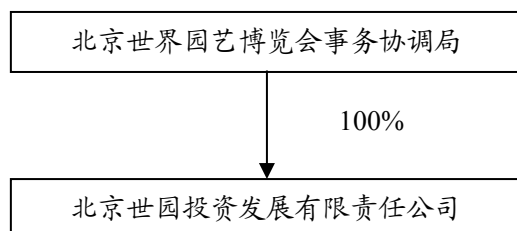
考虑到北京世园会的重要性、公司在世园

会建设中所处的重要地位，及随着公司二级开发项目建设完工，公司整体收入水平有望增强，有利于提升其整体偿债能力。

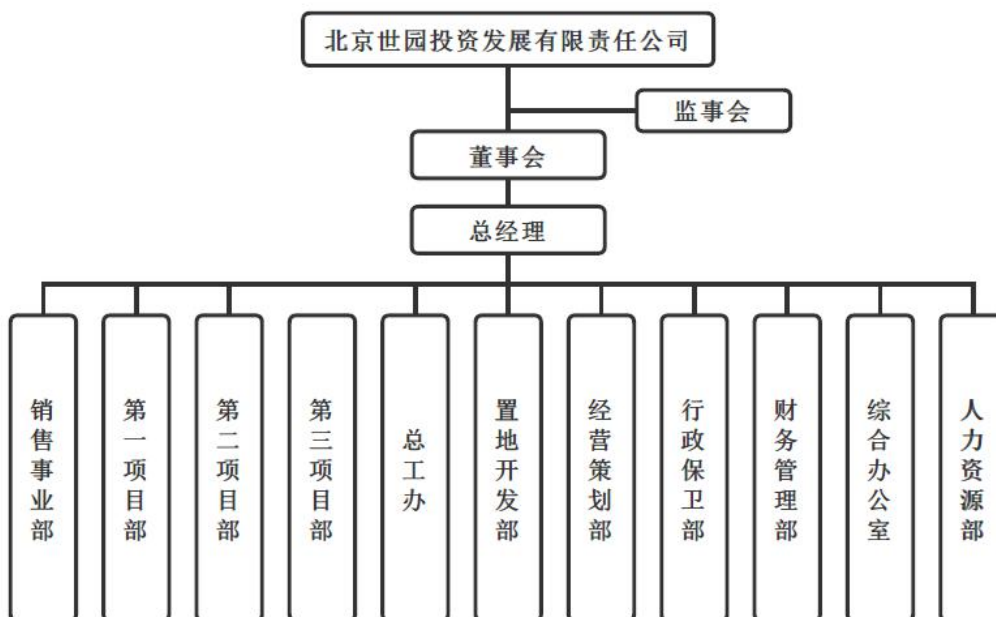
本期中期票据发行上限对公司债务有一定影响，偿债资金来源为募投项目预期收入及公司自有资金。本期中期票据存续期内募投项目预期总收入对本期中期票据本金覆盖程度弱，需依赖公司自有资金及综合经营收益进行偿还。同时募投项目预期收入实现受世园会开展及运营情况、世园会后延庆区旅游市场开发及公司经营情况等因素影响，预期房价及入住率等实现或与预测存在差异。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 3 月底公司纳入合并范围子公司情况

| 序号 | 公司名称 | 持股比例 (%) | 业务性质 |
|----|------------------|----------|-------------|
| 1 | 世园置业 (北京有限责任公司) | 100.00 | 房地产开发、物业管理等 |
| 2 | 北京世园会商业管理有限公司 | 51.00 | 设计、代理、咨询等 |
| 3 | 北京世园资产运营管理有限责任公司 | 100.00 | 投资管理、资产管理等 |

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 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 17.64 | 23.69 | 4.86 | 3.60 |
| 资产总额(亿元) | 65.72 | 109.86 | 73.60 | 74.03 |
| 所有者权益(亿元) | 30.05 | 51.25 | 52.43 | 52.30 |
| 短期债务(亿元) | 9.00 | 33.00 | 10.00 | 10.00 |
| 长期债务(亿元) | 0.00 | 19.00 | 1.35 | 4.08 |
| 全部债务(亿元) | 9.00 | 52.00 | 11.35 | 14.08 |
| 营业收入(亿元) | 0.00 | 29.20 | 25.14 | 0.14 |
| 利润总额(亿元) | 0.00 | 1.60 | 1.61 | -0.13 |
| EBITDA(亿元) | 0.00 | 2.02 | 1.93 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -16.92 | -9.86 | 20.40 | -1.16 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | -- | -- | -- | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.00 | 0.74 | 0.71 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.00 | 0.33 | 0.27 | -- |
| 现金收入比(%) | -- | 100.00 | 101.78 | 54.55 |
| 营业利润率(%) | -- | 7.56 | 9.55 | 74.43 |
| 总资本收益率(%) | 0.00 | 1.39 | 2.11 | -- |
| 净资产收益率(%) | 0.00 | 2.34 | 2.26 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 0.00 | 27.05 | 2.52 | 7.23 |
| 全部债务资本化比率(%) | 23.05 | 50.36 | 17.80 | 21.21 |
| 资产负债率(%) | 54.28 | 53.35 | 28.76 | 29.35 |
| 流动比率(%) | 183.72 | 212.39 | 160.09 | 179.82 |
| 速动比率(%) | 91.49 | 110.42 | 40.01 | 43.24 |
| 经营现金流流动负债比(%) | -47.43 | -24.89 | 102.96 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.00 | 0.79 | 0.98 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -- | 25.69 | 5.87 | -- |

注：2019 年一季度财务数据未经审计

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部）

| 项 目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 财务数据 | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 17.54 | 23.64 | 4.49 | 2.99 |
| 资产总额(亿元) | 65.67 | 109.86 | 73.57 | 74.06 |
| 所有者权益(亿元) | 30.00 | 51.19 | 52.37 | 52.37 |
| 短期债务(亿元) | 9.00 | 33.00 | 10.00 | 10.00 |
| 长期债务(亿元) | 0.00 | 19.00 | 1.35 | 4.08 |
| 全部债务(亿元) | 9.00 | 52.00 | 11.35 | 14.08 |
| 营业收入(亿元) | 0.00 | 29.20 | 25.14 | 0.13 |
| 利润总额(亿元) | 0.00 | 1.59 | 1.57 | 0.00 |
| EBITDA(亿元) | -- | -- | -- | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -16.92 | -9.81 | 20.58 | -0.81 |
| 财务指标 | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | -- | -- | -- | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.00 | 0.74 | 0.71 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.00 | 0.33 | 0.27 | -- |
| 现金收入比(%) | -- | 100.00 | 100.55 | 43.17 |
| 营业利润率(%) | -- | 7.17 | 8.84 | 91.30 |
| 总资本收益率(%) | 0.00 | 1.16 | 1.84 | -- |
| 净资产收益率(%) | 0.00 | 2.33 | 2.24 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 0.00 | 27.07 | 2.52 | 7.23 |
| 全部债务资本化比率(%) | 23.08 | 50.39 | 17.82 | 21.19 |
| 资产负债率(%) | 54.32 | 53.40 | 28.82 | 29.29 |
| 流动比率(%) | 183.44 | 211.99 | 156.48 | 173.97 |
| 速动比率(%) | 91.20 | 110.14 | 36.64 | 37.28 |
| 经营现金流流动负债比(%) | -47.43 | -24.74 | 103.65 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -- | -- | -- | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -- | -- | -- | -- |

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计； 2. 未获取公司本部折旧摊销数据，故无法计算 EBITDA

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 | |
| 净资产年复合增长率 | (1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100% |
| 营业收入年复合增长率 | (2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))]-1]×100% |
| 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 | |
| 总资本收益率 | (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-营业税金及附加)/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% |
| 经营现金流动负债比 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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 |

联合资信评估有限公司关于 北京世园投资发展有限责任公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京世园投资发展有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京世园投资发展有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京世园投资发展有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京世园投资发展有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京世园投资发展有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京世园投资发展有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京世园投资发展有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京世园投资发展有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对北京世园投资发展有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京世园投资发展有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。