

# 信用等级公告

联合〔2020〕2381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，“19世园投资MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司  
二〇二〇年七月二十二日



# 北京世园投资发展有限责任公司 2020 年跟踪评级报告

## 评级结果:

项目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA	稳定	AA	稳定
19 世园投资 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

## 跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 世园投资 MTN001	5 亿元	5 亿元	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

跟踪评级时间: 2020 年 7 月 22 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	C	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	4
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持				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“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。跟踪期内, 公司股东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”), 新增酒店运营、房产销售等业务, 收入实现质量良好, 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”)也关注到公司土地整理业务持续性一般、募投项目实际经营情况未达预期、受限资产规模较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来, 公司将积极参与延庆区基础设施建设工作, 同时做好世园会内经营性项目的运营, 公司经营状况有望保持稳定。

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

## 优势

1. 公司发展的外部环境良好。跟踪期内, 延庆区经济稳步发展, 一般预算收入不断增加, 2019 年, 延庆区实现地区生产总值 195.29 亿元、完成一般公共预算收入 21.18 亿元, 分别增长 7.1%、10.5%。
2. 公司收入来源有所丰富。跟踪期内, 公司新增酒店运营、房产销售等市场化业务, 收入来源日益丰富。

## 关注

1. 公司土地整理业务持续性一般。公司待整理土地规模不大, 业务持续性一般。
2. 募投项目经营情况不及预期。受开业时间

分析师：薛琳霞 马颖

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

晚、收益测算较为乐观等因素影响，跟踪期内公司募投项目实际经营情况不及预期。

3. 公司整体资产质量一般。公司受限资产规模较大，资产流动性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	23.69	4.86	10.71	7.43
资产总额(亿元)	109.86	73.60	93.70	91.95
所有者权益(亿元)	51.25	52.43	53.43	53.05
短期债务(亿元)	33.00	10.00	2.12	2.12
长期债务(亿元)	19.00	1.35	18.15	19.45
全部债务(亿元)	52.00	11.35	20.27	21.57
营业收入(亿元)	29.20	25.14	4.25	0.35
利润总额(亿元)	1.60	1.61	1.34	-0.35
EBITDA(亿元)	2.02	1.93	2.52	--
经营性净现金流(亿元)	-9.86	20.40	1.69	-1.73
营业利润率(%)	7.56	9.55	72.66	25.12
净资产收益率(%)	2.34	2.26	1.87	--
资产负债率(%)	53.35	28.76	42.97	42.31
全部债务资本化比率(%)	50.36	17.80	27.50	28.90
流动比率(%)	212.39	160.09	236.19	261.74
速动比率(%)	110.42	40.01	72.68	71.40
经营现金流动负债比(%)	-24.89	102.96	8.48	--
现金短期债务比(倍)	0.72	0.49	5.05	3.50
EBITDA 利息倍数(倍)	0.79	0.98	2.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.69	5.87	8.04	--

公司本部				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	109.86	73.57	93.16	91.74
所有者权益(亿元)	51.19	52.37	53.33	53.18
全部债务(亿元)	52.00	11.35	20.27	21.57
营业收入(亿元)	29.20	25.14	2.78	0.28
利润总额(亿元)	1.59	1.57	1.29	-0.16
资产负债率(%)	53.40	28.82	42.75	42.04
全部债务资本化比率(%)	50.39	17.82	27.54	28.86
流动比率(%)	211.99	156.48	233.24	260.21
经营现金流动负债比(%)	-24.86	102.75	8.67	--

注：1. 已将长期借款中一年内到期的债务调至短期债务；2. 公司2020年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	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	2019/08/21	薛琳霞 车兆麒	<a href="#">城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">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>	<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 2020 年跟踪评级报告

## 一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（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”）及“19世园投资 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

跟踪期内，公司经营范围暂未发生变化。2020年6月，公司原股东北京世界园艺博览会事务协调局（以下简称“世园局”）将持有公司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”），公司注册资本及实收资本均增加20.00亿元（资本公积转增资本）至50.00亿元。

跟踪期内，公司调整了组织架构，新设风控法务部、党群工作部，同时撤销行政保卫部、经营策划部等部门。截至2020年3月底，公司本部设有人力资源部、风控法务部、财务管理部等6个职能部门；拥有合并范围内子公司4家。

截至2019年底，公司资产总额93.70亿元，所有者权益53.43亿元（其中少数股东权益0.09亿元）；2019年，公司实现营业收入4.25亿元，利润总额1.34亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额91.95亿元，所有者权益53.05亿元（其中少数股东权益0.05亿元）。2020年1—3月，公司实现营业收入0.35亿元，利润总额-0.35亿元。

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：张兰年。

## 三、跟踪评级债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的

存续债券为“19世园投资MTN001”，债券余额5.00亿元，详情见表1。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限	票面利率
19世园投资MTN001	5.00	5.00	2019/12/10	2+1	4.45

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19世园投资MTN001”发行规模5.00亿元，募集资金用于凯悦酒店（2.50亿元，更名为世园凯悦酒店，以下简称“凯悦酒店”）、温泉酒店（1.00亿元，更名为世园海泉湾酒店，以下简称“海泉湾酒店”）以及园艺小镇接待服务中心酒店（1.50亿元，更名为世园隆庆酒店，以下简称“隆庆酒店”）项目建设，截至2020年6月底上述酒店均已完工并投入使用，募集资金已使用1.66亿元<sup>1</sup>，尚未使用的部分系工程款尚未至结算时间或银行贷款尚未至偿还时间。

“19世园投资MTN001”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。跟踪期内，“19世园投资MTN001”尚未至付息日。

募投项目经营情况方面，截至2020年3月底，凯悦酒店、海泉湾酒店及隆庆酒店分别实现经营收入0.58亿元、0.21亿元及0.07亿元。

## 四、宏观经济和政策环境

### 1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

<sup>1</sup> 2020年6月18日，公司发布《北京世园投资发展有限责任公司关于2019年度第一期中期票据募集资金用途变更的公告》，将募集资金中23262.18万元用于偿还3家酒店所涉及的北京银行贷款，截至2020年6月底公司已用募集资金偿还上述银行贷款0.65亿元。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均

为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率(%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速(%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017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

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

**2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。**2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、

14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

**2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。**2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。

2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

**居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。**2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

**财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。**2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

**就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。**

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

## 2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，



并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情影响负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

### 3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短期内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况

会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，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。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

## 五、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我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（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）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，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〕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我国基础设施建设的重要载体。

### 行业政策

**2019年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的**

**力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。**

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，并建立了以一般债券和专项债券为主的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，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019年以来，我国经济下行压力持续增大，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基础上，政府持续加大在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，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10号和财办金〔2019〕40号文，旨在厘清PPP项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以PPP名义增加地方政府隐性债务。2019年6月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城

投企业的偿债压力。值得注意的是,由于信托、融资租赁等非标准化债权(以下简称“非标”)融资用款限制少,可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题,不符合隐性债务置换要求,非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面,2019年9月,国务院印发《交通强国建设纲要》,强调在交通基础设施建设领域补短板,建设现代化高质量综合立体交通网络。2019年11月,中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出,当前扩大有效投资要把水利工程及配套基础设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大项目项目建设。

资金方面,2019年9月,国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》,指出对“短板”领域的基础设施项目,可适当降低资本金最低比例;对基础设施领域,允许

项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金,从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020年新冠疫情爆发以来,国家进一步出台各种政策措施,推动传统基建和新基建投资发展。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。此外,2019年11月、2020年2月及2020年5月,财政部先后下达了2020年部分新增专项债务限额共计2.29万亿元,对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看,上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点,为城投企业提供了一定的项目储备空间,同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力,从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表3 2019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
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	严格规范PPP项目合规性,对于规范合规的PPP项目,纳入财政支出预算;对于不合规的PPP项目,应在限期内进行整改或予以清退
2019年4月	国家发改委	2019年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网,推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019年5月	财政部	关于梳理PPP项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借PPP名义增加地方政府隐性债务风险,增加地方政府隐性债务的项目,应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019年6月	中共中央办公厅 国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时,积极的财政政策要加力提效,充分发挥专项债券作用,支持有一定收益但难以商业化融资的重大公益性项目;金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求;允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019年6月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下,允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019年9月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度,确保明年初即可使用见效,扩大专项债使用范围,明确重点领域和禁止领域,不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位,专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为20%左右
2019年11月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业,鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具,多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例,将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由25%降至20%;对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目,在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下,可适当降低资本金最低比例,下调幅度不超过5个百分点
2020年1月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业,出台信息网络等新型基础设施投资支持政策,推进智能、绿色制造



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2月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
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

资料来源：联合资信整理

## 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影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我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，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。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。

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一定风险，如城投企业非标逾期等。2020年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得

关注。

## 2. 区域经济环境

跟踪期内，延庆区经济稳步发展，一般预算收入快速增长，公司发展的外部环境良好。此外，世园会圆满闭幕，公司未来将做好世园会运营管理工作。

### 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%。三次产业结构由上年的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。

### 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。

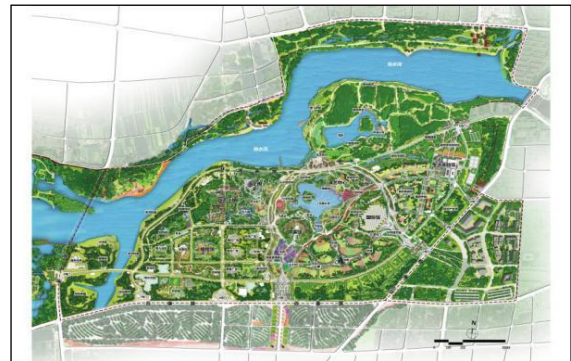
地理位置上，世园会会址位于延庆区西南部，东部紧邻延庆新城，西部紧邻官厅水库，横跨妫水河两岸，距离八达岭长城和海坨山约 10 公里，距离北京市区约 74 公里，距离昌平新城以及河北怀来、赤城县约 35 公里。

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。此次世园会共有全球 110 个国家和国际组织参展，举行了 100 余场国家日和荣誉日、3000 多场民族民间文化活动，吸引了近千万人次参观。

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。目前公司子公司北京世园文旅发展有限责任公司负责世园会的运营以及维护管理。

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

## 六、基础素质分析

**跟踪期内，公司股东变更为延庆区国资委，获得中关村延庆园以及延庆区文化和旅游局给予的资金支持。**

2019 年，公司其他收益 0.12 亿元，主要为中关村延庆园给予入园企业的资金扶持；营业外收入 0.35 亿元，主要为北京市延庆区文化和旅游局给予公司的北京 2022 年冬奥会和冬残奥会酒店奖金。

根据中国人民银行企业信用报告（自助查询版）（统一社会信用代码：91110000339784369E），截至 2020 年 5 月 21 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。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度暂无重大变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务新增酒店运营、物业租赁、房屋销售等市场化业务，但由于土地整理收入大幅下降，2019年公司营业收入下降较快，毛利率水平快速提升。

2019年，公司实现营业收入4.25亿元，同比大幅下降83.08%，主要系土地整理收入快速下降所致。其中，公司土地整理收入同比大幅下降89.46%至2.52亿元，主要系跟踪期内公司

未出让土地，2019年的收入为之前年度出让的世园会一期、二期土地的剩余收益返还<sup>2</sup>；新增租赁收入0.33亿元，主要为经营性物业出租产生的收入；新增酒店运营收入0.79亿元，系凯悦酒店、海泉湾酒店及隆庆酒店经营产生的住宿费、餐饮服务等收入。

2019年，公司综合毛利率为74.00%，同比大幅提升64.35个百分点，主要系土地整理及酒店运营毛利率水平较高所致。其中，土地整理毛利率为100.00%，主要系当期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；租赁业务毛利率为负，主要系经营性物业折旧成本较高所致。由于公司经营的酒店定价水平较高，2019年公司酒店运营毛利率较高，为65.42%。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020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
土地整理	23.87	94.92	8.59	2.52	59.33	100.00	0.00	0.00	--
物业租赁	--	--	--	0.33	7.77	-11.51	0.02	6.55	-4.43
酒店运营	--	--	--	0.79	18.45	65.42	0.06	18.32	41.27
房屋销售	--	--	--	--	--	--	0.26	73.44	26.60
其他	1.28	5.08	29.51	0.61	14.45	24.16	0.01	1.69	7.02
合计	25.14	100.00	9.65	4.25	100.00	74.00	0.35	100.00	26.93

注：1. 其他业务收入包括物业运营、商管服务、赞助等收入；2. 上表中各收入占比以元为单位测算  
资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

2020年1—3月，公司营业收入0.35亿元，同比增长150.00%，主要系新增房屋销售收入0.26亿元。其中，酒店运营收入0.06亿元，相当于2019年全年的7.59%，主要是世园会结束后酒店客流量有所下降，同时新冠疫情期公司酒店暂停营业达1~2个月。同期，公司综合毛利率为26.93%，其中酒店运营毛利率有所下降，租赁毛利率亏损面收窄（主要是因为会时出租的安保中心等资产因改造暂停计提折旧以及旗下3家酒店拟转换为投资性房地产核算暂停计提折旧所致）。

### 2. 业务经营分析

#### （1）土地整理

公司受北京市土地整理储备中心延庆区分中心委托负责世园会范围内的土地一级开发工作，整体收益实现及返还情况较好，但公司未来待整理土地规模不大，需关注业务持续性。

根据公司与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”）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，开发范围包括

<sup>2</sup> 根据北京市政府相关规定，企业完成土地一级开发项目的不同，利润率在8%~15%之间不等。因公司土地一级开发项目尚未完成全部的竣工决算，公司2017—2018年确认土地整理收入时，暂按8%的最低利润水平确认

A~I 共 9 个地块，总面积为 373.64 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 2020 年 3 月底公司整理完毕的建设用地已全部出让。2019 年，公司土地整理收入 2.52 亿元，系世园会土地一二期剩余收益返还，无相关成本，因此土地整理毛利率为 100.00%。

截至 2020 年 3 月底，公司已完成 336.88 万平方米的土地整理任务（剩余待整理土地为 G 地块，面积为 36.76 万平方米），累计投入 56.79 亿元，已获得土地出让金返还 55.44 亿元，预计未来仍需投入约 9.53 亿元（其中，G 地块开发需投资 4.25 亿元，世园会一、二期尚未支付完毕的费用 5.28 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 1—3 月
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	0.38
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	0.00
当年结转土地整理收入	23.87	2.52	0.00
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 年及 2020 年一季度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，公司未开工土地整理项目

资料来源：公司提供

G 地块计划于 2020 年进行开发，2021 年完成土地上市，计划投资额为 4.25 亿元。公司暂无其他土地整理计划，联合资信将持续关注公司土地整理业务的持续性。

## （2）酒店运营

**公司旗下酒店定价较高，具有较好的景观资源。跟踪期内，公司酒店运营情况不及预期。**

公司下辖凯悦酒店、海泉湾酒店及隆庆酒店 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。

凯悦酒店及海泉湾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，凯悦酒店于 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，平均房价约 1266.84 元/晚。海泉湾酒店同时于 2019 年 4 月开业，拥有客房 108 间，2019 年实现酒店经营收入 1977.00 万元，平均房价约 1003.93 元/晚。

隆庆酒店位于世园会的园艺小镇内，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 1—3 月，受新冠疫情影响，上述 3 家酒店经营表现不佳，酒店入住率较 2019 年全年水平出现下滑。

表6 公司酒店经营情况（单位：元/晚、%、万元）

酒店名称	2019 年			2020 年 1—3 月		
	平均房价	入住率	酒店经营收入	平均房价	入住率	酒店经营收入
凯悦酒店	1266.84	40.30	5339.20	689.47	9.10	429.92
海泉湾酒店	1003.93	49.00	1977.00	540.72	13.83	161.19
隆庆酒店	2318.74	10.54	595.16	1301.57	4.19	56.31
合计	--	--	7877.00	--	--	647.42

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

根据浩华酒店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》及《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》，2019 年，凯悦酒店、海泉湾酒店及隆庆酒店预计分别实现营业收入 10252.20 万元、6806.70 万元及 6186.00 万元，受酒店开业时间晚、房价及入住率预期较为乐



观等因素影响，上述 3 家酒店实际经营收入未达预期。

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凯悦嘉轩酒店，总投资约 5300.00 万元，截至 2020 年 3 月底已完成投资约 850.00 万元，项目计划于 2020 年 9 月完工。

### (3) 物业租赁

公司拥有部分经营性物业租赁，受会时商业租约到期、园区部分场馆关闭整体改造转型等影响，出租面积及租赁收入出现下降。

公司在世园会内部建设了部分经营性物业，物业类型涵盖商业门店、办公用房等，截至 2020 年 3 月底，公司经营性物业可出租面积约 26000 平方米，受会时商业租约到期、园区部分场馆关闭整体改造转型以及新冠疫情影响，公司出租面积为 9600.00 平方米。

2019 年，公司实现租赁收入 0.33 亿元，因资产折旧成本较高，租赁业务毛利率为负。2020 年 1—3 月，公司实现租赁收入 0.02 亿元，不及 2019 年全年水平的 10%，主要系数字中心、安保中心等原租赁资产于 2020 年转为自用或改造为酒店，同时受新冠疫情影响，部分租户出现退租情况。

### (4) 房屋销售

公司部分房地产项目销售进度一般，存在一定的去库存压力。

2017 年 9 月，公司以 39.00 亿元竞得所整理的世园会一期土地，土地面积合计 41.91 万平方米，旨在建设酒店、安保中心、住宅等世园会经营性配套项目。截至 2020 年 3 月底，公司共有 23.64 万平方米的土地尚未使用，账面价值 16.38 亿元，体现在“无形资产”科目中，土地用途包括住宅和综合等。

公司目前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 1—3 月，公司新增房屋销售收入 0.26 亿元，均为 A 地块住宅销售收入。

其中，世园村 A 地块建设内容为 3 栋住宅

楼，总建筑面积 41910.54 平方米，计划总投资（不含土地费用）3.52 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 3.25 亿元，项目已完工。A 地块住宅于 2019 年 11 月开始现房销售，可售面积约 2.89 万平方米，截至 2020 年 3 月底已签约销售面积 0.16 万平方米，累计签约销售金额为 4594.00 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 61021 平方米，计划总投资（不含土地费用）4.03 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 1.64 亿元，目前正在内装及外围小市政工程，预计 2020 年 8 月交房。B 地块住宅于 2019 年 4 月开始预售，可售面积约 2.82 万平方米，截至 2020 年 3 月底已签约销售面积 0.42 万平方米，累计签约销售金额为 11924.00 万元。

表 7 2020 年 3 月底公司在售房地产项目情况

(单位：万平方米、万元)

项目名称	开盘时间	可售面积	签约销售面积	累计签约销售金额	确认收入
A 地块住宅	2019.11	2.89	0.16	4594.00	2588.76
B 地块住宅	2019.04	2.82	0.42	11924.00	0.00
合计	--	5.71	0.58	16518.00	2588.76

注：公司拍地时商品房销售价格已经限定（商品房销售价格均不超过 28380 元/平方米，且最高销售单价不得超过 29800 元/平方米）

资料来源：公司提供

### 3. 未来发展

公司股东变更为延庆区国资委，未来公司将在做好世园会经营性项目运营的同时，积极参与延庆区基础设施建设工作。

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2019 年合并财务报表，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。公司提供的 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围



的子公司共计 4 家。跟踪期内，公司新设立 1 家子公司，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 93.70 亿元，所有者权益 53.43 亿元（其中少数股东权益 0.09 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 4.25 亿元，利润总额 1.34 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 91.95 亿元，所有者权益 53.05 亿元（其中少数股东权益 0.05 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.35 亿元，利润总额 -0.35 亿元。

## 2. 资产质量

跟踪期内，公司资产总额快速增长，资产构成仍以世园会一二级开发投入、土地及酒店资产为主，受限资产规模较大，整体资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 93.70 亿元，较上年底增长 27.31%，主要系货币资金、存货和固定资产增加所致。其中，流动资产占 50.28%，非流动资产占 49.72%。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>31.72</b>	<b>43.10</b>	<b>47.11</b>	<b>50.28</b>	<b>45.22</b>	<b>49.18</b>
货币资金	4.86	6.60	10.71	11.43	7.43	8.08
存货	23.79	32.33	32.61	34.81	32.88	35.76
<b>非流动资产</b>	<b>41.88</b>	<b>56.90</b>	<b>46.59</b>	<b>49.72</b>	<b>46.73</b>	<b>50.82</b>
在建工程	16.56	22.51	2.97	3.17	3.09	3.36
固定资产	0.06	0.08	18.85	20.12	18.98	20.64
无形资产	25.20	34.24	24.74	26.41	24.64	26.80
<b>资产合计</b>	<b>73.60</b>	<b>100.00</b>	<b>93.70</b>	<b>100.00</b>	<b>91.95</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年底，公司流动资产为 47.11 亿元，较上年底增长 48.53%，主要来自存货和货币资金的增长。公司流动资产主要由货币资金（占 22.73%）和存货（占 69.23%）构成。

由于扩大融资规模，2019 年底，公司货币资金 10.71 亿元，较上年底增长 120.40%。公司货币资金主要为银行存款，受限资金 0.37 亿元（为土储监管资金及预售房款监管资金）。

2019 年底，公司存货 32.61 亿元，较上年底增长 37.08%，主要系世园会一级开发投入增加所致。公司存货主要为世园会一级开发投入（13.73 亿元）及二级开发投入（18.74 亿元，均为住宅项目开发成本），未计提跌价准备。

2019 年底，公司非流动资产 46.59 亿元，较上年底增长 11.24%，主要来自固定资产的增加。公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。

2019 年底，公司固定资产 18.85 亿元，较

上年底增加 18.79 亿元，主要系世园凯悦酒店、海泉湾酒店、世园隆庆酒店、数字中心等项目完工按照合同额暂估计入固定资产。公司固定资产主要为房屋建筑物（占 97.54%），累计折旧 0.33 亿元，未计提减值准备。

受凯悦酒店等项目完工转入固定资产影响，2019 年底，公司在建工程 2.97 亿元，较上年底大幅下降 82.09%。公司在建工程主要为安保中心等项目。

2019 年底，公司无形资产 24.74 亿元，较上年底下降 1.82%，主要系摊销所致。公司无形资产主要为土地使用权（占 99.75%，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），累计摊销 1.17 亿元，未计提减值准备。

2019 年底，公司受限资产合计 17.76 亿元，占资产总额的 18.95%，除受限货币资金外，存货、固定资产和无形资产中受限资产分别为

8.46 亿元、0.84 亿元和 8.08 亿元，均为用于抵押借款的房屋建筑物及土地。

2020 年 3 月底，公司资产总额 91.95 亿元，较上年底下降 1.87%，主要系货币资金下降所致；资产结构较上年底变动不大，流动资产占 49.18%，非流动资产占 50.82%。

### 3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益基本稳定，主要由实收资本和资本公积构成；债务规模增长较快，以长期债务为主，整体债务负担尚可。

#### 所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 53.43 亿元，较上年底变动不大，仍主要由实收资本和资本公积构成，稳定性较好。

2020 年 3 月底，公司所有者权益规模和构成较上年底变动不大。

#### 负债

2019 年底，公司负债总额 40.27 亿元，较上年底增长 90.23%，主要来自应付账款、长期借款及应付债券的增加。其中，流动负债占 49.53%，非流动负债占 50.47%。

2019 年底，公司流动负债 19.95 亿元，较上年底变动不大。公司流动负债主要由应付账款和预收款项构成。

2019 年底，公司应付账款 13.88 亿元，较上年底增长 93.47%，主要系应付世园会一级开发投入款项增加。公司应付款项主要为应付工程款等，账龄主要集中在 1 年以内（占 83.58%）。

2019 年底，公司预收款项 4.91 亿元，较上年底增长 184.26%，主要系预售房款增加。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（1.14 亿元）、赞助款（2.36 亿元）等。

2019 年底，公司非流动负债 20.32 亿元，较上年底大幅增加 18.97 亿元，主要系长期借款增加及新增应付债券所致。公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。

2019 年底，公司长期借款 15.27 亿元，较

上年底增加 13.91 亿元，主要由抵押借款（占 34.49%）和信用借款（占 65.51%）构成。

2019 年底，公司新增应付债券 5.00 亿元，系当年新发行的“19 世园投资 MTN001”。

2020 年 3 月底，公司负债总额 38.90 亿元，较上年底下降 3.39%，主要系偿还部分应付账款所致；其中，流动负债占 44.42%，非流动负债占 55.58%。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 20.27 亿元，较上年底增长 78.49%，主要系长期借款规模扩大及新发行债券所致，长期债务占比 89.54%。2020 年 3 月底，公司全部债务 21.57 亿元，较上年底增长 6.42%，长期债务占比进一步上升至 90.17%。

表 9 公司债务构成及债务负担（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	10.00	2.12	2.12
长期债务	1.35	18.15	19.45
全部债务	11.35	20.27	21.57
长期债务资本化比率	2.52	25.35	26.83
全部债务资本化比率	17.80	27.50	28.90
资产负债率	28.76	42.97	42.31

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

从债务指标看，由于长期债务规模扩大，2019 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均较上年底明显上升，分别为 42.97%、27.50% 和 25.35%；2020 年 3 月底上述三项指标较上年底均小幅上升，分别为 42.31%、28.90% 和 26.83%。

从有息债务期限分布看，2020—2022 年，公司需偿付的有息债务规模分布为 2.12 亿元、10.60 亿元和 5.00 亿元。公司 2021 年存在集中偿付压力。

### 4. 盈利能力

跟踪期内，受土地整理收入下降影响，公司营业收入大幅下滑，期间费用对公司利润侵蚀明显，公司整体盈利能力尚可。

受土地整理收入大幅下降影响，2019 年，

公司营业收入同比下降 83.08% 至 4.25 亿元。由于土地整理无相关成本，同期，公司营业成本降幅高达 95.13%，营业利润率同比迅速提高至 72.66%。

2019 年，由于资产折旧摊销增加，公司管理费用增长较快，导致期间费用同比大幅增长 180.13% 至 2.23 亿元，期间费用占营业收入的比例快速升高至 52.38%。其中，管理费用 1.73 亿元，同比增长 194.07%，主要系 3 家酒店陆续开业，人员工资及折旧等刚性支出增加所致；销售费用 0.25 亿元，同比增长 366.83%，主要系住宅项目销售所带来的销售人员工资及广告费用等增加所致；财务费用同比增长 63.36% 至 0.25 亿元，主要系费用化利息支出增加所致。

2019 年，公司其他收益 0.12 亿元，主要为中关村延庆园给予入园企业的资金扶持。同期，公司营业外收入 0.35 亿元，主要为北京市延庆区文化和旅游局给予的北京 2022 年冬奥会和冬残奥会酒店奖金。2019 年，公司利润总额 1.34 亿元。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，分别为 1.75%、1.87%。

表 10 公司盈利情况（单位：万元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	251439.52	42546.23
营业成本	227173.62	11062.59
其他收益	0.27	1198.34
营业外收入	9.56	3541.91
利润总额	16094.96	13387.36
营业利润率	9.55	72.66
总资本收益率	2.11	1.75
净资产收益率	2.26	1.87

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.35 亿元，相当于 2019 年的 8.28%；利润总额-0.35 亿元；同期，公司营业利润率为 25.12%。

## 5. 现金流

**2019 年，公司经营活动现金流呈现净流出，**

**收入实现质量良好，投资活动现金流受自持物业项目投入影响呈净流出，公司依靠筹资活动满足投资活动资金需求。随着二级开发项目的逐步推进，公司仍存在一定的筹资需求。**

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入 8.25 亿元，同比下降 70.98%，主要系土地返还款大幅下降所致。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为收回的土储延庆中心的监管资金、政府补助、万科应付款、保证金及押金等。同期，公司经营活动现金流出 6.56 亿元，同比下降 18.45%，主要为支付的二级开发成本。公司支付其他与经营活动有关的现金主要为酒店付现费用、停车场进度款、工程进度款等。2019 年，公司经营活动现金流量净额为 1.69 亿元。

从收入实现质量看，2019 年，公司现金收入比为 128.04%，收入实现质量良好。

表 11 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	28.44	8.25
经营活动现金流出量	8.05	6.56
经营活动现金流量净额	20.40	1.69
投资活动现金流量净额	3.68	-4.32
筹资活动现金流量净额	-42.61	8.60
现金收入比	101.78	128.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入规模不大，投资活动现金流出为 3 个酒店及其他经营性项目投入（反映在“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”科目）。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-4.32 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司通过银行借款和发行债券取得资金，筹资活动现金流入 19.68 亿元；筹资活动现金流出为债务还本付息支出。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 8.60 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为-1.73 亿元、-2.77 亿元和 1.21

亿元。其中，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 2.15 亿元，主要为自持物业项目投入。

#### 6. 偿债能力

**公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可，考虑公司在延庆区基础设施建设领域以及世园会建设运营中的重要地位，公司整体偿债能力很强。**

从短期偿债能力看，2019 年底，公司流动比率和速动比率较上年底有所提高，分别为 236.19%、72.68%，2020 年 3 月底上述两项指标分别为 261.74%、71.40%。2019 年底及 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 5.05 倍和 3.50 倍。

从长期偿债能力看，2019 年，公司 EBITDA 为 2.52 亿元，同比增长 30.38%；全部债务/EBITDA 为 8.04 倍，EBITDA 利息倍数为 2.99 倍。公司长期偿债能力指标尚可。

截至 2019 年底，公司无对外担保。

截至 2019 年底，公司共获得各家银行授信额度合计 40.00 亿元，已使用额度 16.57 亿元，尚未使用额度 23.43 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

#### 7. 母公司财务分析

**公司资产和收入主要来自母公司，母公司债务负担尚可。**

2019 年底，母公司资产总额为 93.16 亿元，较上年底增长 26.63%，其中，流动资产占 48.84%，非流动资产占 51.16%。从构成看，流动资产主要由货币资金和存货构成；非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。

2019 年底，母公司所有者权益为 53.33 亿元，较上年底增长 1.85%，主要来自利润累积。其中，实收资本和资本公积合计占 93.76%，母公司所有者权益稳定性好。

2019 年底，母公司负债总额为 39.83 亿元，较上年底增长 87.81%，主要系应付账款、长期

借款和应付债券增长所致。其中，流动负债占 48.98%，非流动负债占 51.02%。从构成看，流动负债主要由应付账款和预收款项构成，非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2019 年底，母公司资产负债率为 42.75%，较上年底上升 13.93 个百分点。

2019 年，母公司营业收入为 2.78 亿元，营业成本为 0.30 亿元；净利润为 0.97 亿元，同比下降 17.38%。

### 十、跟踪评级债券偿还能力分析

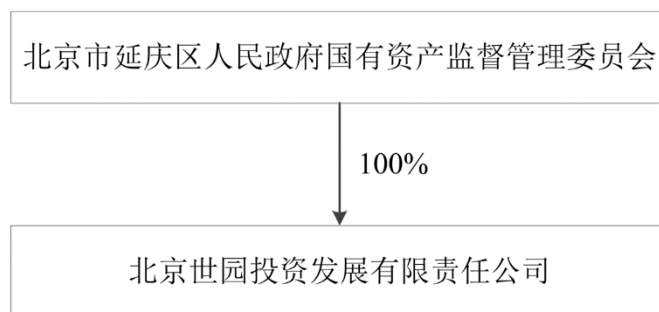
截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续债券“19世园投资MTN001”余额为5.00亿元。2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为2.52亿元、8.25亿元和1.69亿元，对“19世园投资MTN001”本金的覆盖倍数分别为0.50倍、1.65倍和0.34倍；公司经营活动现金流入量对“19世园投资MTN001”的保障程度尚可。

### 十一、 结论

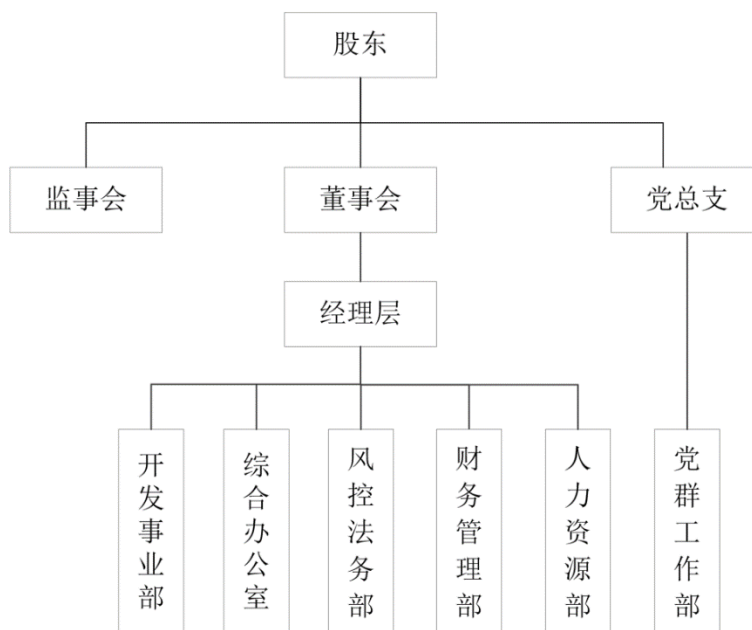
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 世园投资 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。



附件 1-1 截至跟踪评级日公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



### 附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

子公司名称	注册地	主营业务	持股比例
北京世园会商业管理有限公司	北京	商业运营及管理	51.00%
北京世园资产运营管理有限责任公司	北京	资产运营及管理	100.00%
世园置业（北京）有限责任公司	北京	物业服务及管理	100.00%
北京世园文旅发展有限责任公司	北京	园区运营及管理	100.00%

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	23.69	4.86	10.71	7.43
资产总额(亿元)	109.86	73.60	93.70	91.95
所有者权益(亿元)	51.25	52.43	53.43	53.05
短期债务(亿元)	33.00	10.00	2.12	2.12
长期债务(亿元)	19.00	1.35	18.15	19.45
全部债务(亿元)	52.00	11.35	20.27	21.57
营业收入(亿元)	29.20	25.14	4.25	0.35
利润总额(亿元)	1.60	1.61	1.34	-0.35
EBITDA(亿元)	2.02	1.93	2.52	--
经营性净现金流(亿元)	-9.86	20.40	1.69	-1.73
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	*	*	75.55	--
存货周转次数(次)	0.74	0.71	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.27	0.05	--
现金收入比(%)	100.00	101.78	128.04	21.06
营业利润率(%)	7.56	9.55	72.66	25.12
总资本收益率(%)	1.39	2.11	1.75	--
净资产收益率(%)	2.34	2.26	1.87	--
长期债务资本化比率(%)	27.05	2.52	25.35	26.83
全部债务资本化比率(%)	50.36	17.80	27.50	28.90
资产负债率(%)	53.35	28.76	42.97	42.31
流动比率(%)	212.39	160.09	236.19	261.74
速动比率(%)	110.42	40.01	72.68	71.40
经营现金流动负债比(%)	-24.89	102.96	8.48	--
现金短期债务比(倍)	0.72	0.49	5.05	3.50
EBITDA 利息倍数(倍)	0.79	0.98	2.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	25.69	5.87	8.04	--

注：1. 上表中部分指标无穷大，故以\*表示；2. 已将长期借款中一年内到期的债务调至短期债务；3. 公司 2020 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/母公司）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	23.64	4.49	9.61	6.86
资产总额(亿元)	109.86	73.57	93.16	91.74
所有者权益(亿元)	51.19	52.37	53.33	53.18
短期债务(亿元)	33.00	10.00	2.12	2.12
长期债务(亿元)	19.00	1.35	18.15	19.45
全部债务(亿元)	52.00	11.35	20.27	21.57
营业收入(亿元)	29.20	25.14	2.78	0.28
利润总额(亿元)	1.59	1.57	1.29	-0.16
EBITDA(亿元)	2.02	1.90	2.46	--
经营性净现金流(亿元)	-9.86	20.40	1.69	-1.73
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	*	*	*	--
存货周转次数(次)	0.74	0.71	0.01	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.27	0.03	--
现金收入比(%)	100.00	101.78	196.07	26.29
营业利润率(%)	7.17	8.84	87.20	21.89
总资本收益率(%)	1.38	2.09	1.70	--
净资产收益率(%)	2.33	2.24	1.82	--
长期债务资本化比率(%)	27.07	2.52	25.39	26.78
全部债务资本化比率(%)	50.39	17.82	27.54	28.86
资产负债率(%)	53.40	28.82	42.75	42.04
流动比率(%)	211.99	156.48	233.24	260.21
速动比率(%)	110.14	36.64	66.79	66.99
经营现金流动负债比(%)	-24.86	102.75	8.67	--
现金短期债务比(倍)	0.72	0.45	4.53	3.23
全部债务/EBITDA(倍)	25.76	5.98	8.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.76	0.99	2.92	--

注：1. 上表中部分指标无穷大，故以\*表示；2. 将母公司长期借款中一年内到期的债务调至短期债务；3. 2020年一季度财务数据未经审计



## 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-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%
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

## 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