信用等级公告

联合〔2020〕1532号

联合资信评估有限公司通过对天津市北辰区建设开发公司及其相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天津市北辰区建设开发公司主体长期信用等级为AA^{+}，“19北辰建设CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

天津市北辰区建设开发公司 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
19 北辰建设 CP001	A-1	稳定	A-1	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 北辰建设 CP001	2.50 亿元	2.50 亿元	2020/12/18

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短期融资券

跟踪评级时间：2020 年 6 月 10 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	bbb	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	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	盈利能力	4
			现金流量	6
			资产质量	4
		资本结构		3
		偿债能力		5
调整因素和理由				调整子级
政府支持				5
股东支持				2

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

天津市北辰区建设开发公司（以下简称“公司”）是天津市北辰区人民政府国有资产监督管理委员会下辖的全民所有制企业，是天津市北辰区重要的保障房和基础设施建设主体。跟踪期内，北辰区经济平稳发展，公司得到了政府在资产注入方面的支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司债务规模较快上升、短期偿付压力较大及未来投资规模较大等因素可能对其信用水平产生不利影响。

未来，随着北辰区城市化建设的不断推进，公司的保障性住房和城市基础设施建设业务仍具有一定的发展空间。

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 北辰建设 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，北辰区经济平稳发展。2019 年，北辰区地区生产总值预计同比增长 3%；完成一般预算收入 59.2 亿元，同比增长 3.5%。
2. 公司是北辰区重要的保障房和基础设施建设主体，跟踪期内继续得到了政府在资产注入方面的支持。

关注

1. 公司建设项目尚需投资规模较大，面临较大的资本支出压力；部分项目资金平衡模式尚未明确，未来资金回收存在不确定性。
2. 公司资产中存货、其他应收款和其他非流动资产占比较高，公司的资产流动性弱，整体资产质量一般。
3. 跟踪期内，公司债务规模增长较快，债务负担有所加重，存在较大的短期偿付压力。

分析师：许狄龙　李　坤
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

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)	18.85	11.92	21.68	20.58
资产总额(亿元)	221.96	217.77	238.00	237.79
所有者权益(亿元)	70.45	70.93	72.32	72.18
短期债务(亿元)	25.92	20.00	28.55	32.91
长期债务(亿元)	47.84	43.01	49.26	45.89
全部债务(亿元)	73.76	63.01	77.81	78.80
营业收入(亿元)	6.72	9.43	10.59	0.30
利润总额(亿元)	0.92	0.79	1.57	-0.14
EBITDA(亿元)	1.94	1.49	2.30	--
经营性净现金流(亿元)	-2.97	7.34	0.70	-0.56
现金收入比(%)	50.55	17.30	26.57	49.33
营业利润率(%)	27.26	16.38	19.54	-3.91
净资产收益率(%)	1.02	0.68	1.67	--
资产负债率(%)	68.26	67.43	69.61	69.65
全部债务资本化比率(%)	51.15	47.04	51.83	52.19
流动比率(%)	164.03	159.15	159.05	153.83
速动比率(%)	45.33	37.64	46.97	44.76
经营现金流动负债比(%)	-3.07	7.56	0.63	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.60	0.76	0.63
全部债务/EBITDA(倍)	37.92	42.34	33.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	0.44	0.33	--
公司本部（母公司）				
资产总额（亿元）	157.75	158.24	179.84	179.95
所有者权益（亿元）	69.24	68.89	69.41	69.29
全部债务(亿元)	50.25	41.98	55.44	56.42
营业收入(亿元)	3.27	1.70	2.56	0.09
利润总额(亿元)	0.64	-0.35	0.30	-0.12
资产负债率（%）	56.11	56.47	61.40	61.49
全部债务资本化比率(%)	42.05	37.86	44.40	44.88
流动比率（%）	156.27	152.19	150.70	147.23
经营现金流动负债比(%)	3.25	16.51	-2.13	--

注：1. 2020 年一季度财务报表未经审计；2. 已将长期应付款有息部分纳入长期债务计算

评级历史：

债项名称	债项级别	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
19 北辰建设 CP001	A-1	AA+	稳定	2019.08.30	孙宏辰 李坤	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	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由天津市北辰区建设开发公司（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、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用征信股份有限公司（以下简称“联合征信”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合征信之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、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。

五、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。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、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。

天津市北辰区建设开发公司 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”）关于天津市北辰区建设开发公司（以下简称“公司”）及其存续债券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，公司的股权结构和经营范围未发生变化。截至2020年3月底，公司注册资本42.33亿元，实收资本42.43亿元，尚未办理工商变更登记；天津辰融投资控股有限公司（以下简称“辰融投控”）是公司的唯一股东，天津市北辰区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北辰区国资委”）持有辰融投控100%股权，是公司的实际控制人。

截至 2019 年底，公司资产总额 238.00 亿元，所有者权益 72.32 亿元（其中少数股东权益 1.18 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.59 亿元，利润总额 1.57 亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额237.79亿元，所有者权益72.18亿元（其中少数股东权益1.18亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入0.30亿元，利润总额-0.14亿元。

公司注册地址：天津市北辰区北仓镇京津路西北辰大厦3号楼25层2501号；法定代表人：郭洪赞。

三、债券概况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 北辰建设 CP001”，债券余额 2.50 亿元，起息日为 2019 年 12 月 18 日，期限 1 年，到期一次还本付息；募集资金用于偿还公司本部的金融机构借款，目前公司已按计划使用完毕。

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。

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 1　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

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
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. 增速及增幅均为较上年底增长情况；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
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时间内快速恢复；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为继，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

（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。

（2）行业监管与政策

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设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

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 2　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合规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

资源来源：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

公司作为天津市北辰区保障性住房和基础设施建设的重要主体，北辰区的经济发展水平和财政实力等对公司经营活动影响较大；跟踪期内，北辰区经济增速放缓，财政实力有所增强，债务负担较重。

北辰区是天津市下辖的市辖区，是天津环城四区之一，位于中心城区北部，旧称北郊；现辖九镇七街，全区总面积 478.48 平方公里。

根据北辰区《2020 年政府工作报告》，2019 年北辰区地区生产总值预计增长 3%，全社会固定资产投资增长 20%，居民人均可支配收入增长 7.1%，内资到位 217.5 亿元，外资到位 1.86 亿美元。

根据《关于北辰区2019年财政预算执行情况和2020年预算草案的报告》，2019年北辰区完成一般公共预算收入59.2亿元，同比增长3.5%。其中，税收收入46.0亿元，占一般公共预算收入比重为77.8%。同期，北辰区政府性基金收入为102.18亿元；转移性收入23.82亿元。截至2019年底，北辰区政府债务余额165.79亿元，其中一般债务余额44.21亿元，专项债务余额121.58亿元，政府债务负担较重。

六、基础素质分析

公司是天津市北辰区保障性住房和基础设施建设的重要主体，跟踪期内，公司继续得到北辰区政府在资产注入方面的支持。

根据天津市北辰区人民政府第 49 次常务会议纪要《研究关于辰宇实业公司清算注销前资产及人员划转至开发公司事宜》，公司无偿获得天津市辰宇实业公司全部股权，增加资本公积 0.19 亿元。

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：1201160000121370），截至2020年5月13日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清的信贷信息中，有3笔关注类贷款。根据公司出具的情况说明，公司曾在农业银行北辰支行贷款5000万元，期限为2003年9月至2005年7月，由于项目进度发生延后，公司向农业银行申请了展期，期限延长至2006年7月，该笔贷款已经还清。由于1笔贷款申请展期，农业银行将公司其他2笔贷款都列为关注类。

根据中国人民银行《企业信用报告》（中征码：1201010000469557），截至 2020 年 5 月 14 日，天津市宏佳安居建设有限公司（以下简称“宏佳安居”）本部无未结清不良信贷信息记录。

七、管理分析

2020 年 6 月，公司发布《天津市北辰区建设开发公司关于总经理办公会成员发生变动的公告》（以下简称“《公告》”），陈洪春不再担任公司总经理办公会成员和副总经理职务。根据《公告》，上述人事变动对公司日常管理、生产

经营和偿债能力不会产生重大不利影响。

除上述人事变动外，跟踪期内，公司的法人治理结构、管理体制和内部管理制度等均未发生其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入主要来源于房屋出售收入和房屋出租收入；跟踪期内，公司营业收入持续增长，综合毛利率小幅下降。

2019 年，公司实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 12.25%，主要源于房屋销售收入和土地整理收入的增加。从收入构成看，房屋销售收入为公司最主要的收入来源，2019 年为 8.51 亿元，占比 80.41%；房屋出租收入 0.96 亿元，同比增长 8.57%；土地整理收入 0.68 亿元，主要来源于天津市鼓风机总厂地块的出让；代建管理收入 0.16 亿元，同比增加 0.09 亿元。

毛利率方面，2019 年公司房屋销售业务毛利率为 23.74%，同比下降 2.50 个百分点；房屋出租业务毛利率为 56.15%，同比下降 9.51 个百分点，主要由于公司对部分租户免租以及房产折旧增加；土地整理业务毛利率为-4.43%，亏损原因主要是持有该地块的时间较长，资金成本较高。2019 年，公司综合毛利率为 25.77%，同比下降 3.27 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 0.30 亿元，相当于 2019 年全年的 2.83%；其中房屋销售收入 0.21 亿元，占比 70.61%。同期，公司综合毛利率为 3.50%。

表 3　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
房屋销售	8.11	86.00	26.24	8.51	80.41	23.74	0.21	70.61	29.07
房屋出租	0.89	9.40	65.66	0.96	9.09	56.15	0.06	19.26	-66.97
代建管理费	0.07	0.74	100.00	0.16	1.51	100.00	0.00	0.00	--
代建项目	0.22	2.38	0.10	0.05	0.43	5.05	0.00	0.00	--
土地整理	0.00	0.00	--	0.68	6.42	-4.43	0.00	0.00	--
其他	0.14	1.48	-30.41	0.23	2.14	15.49	0.03	10.13	-40.74
合计	**9.43**	**100.00**	**29.04**	**10.59**	**100.00**	**25.77**	**0.30**	**100.00**	**3.50**

注：其他业务包括地库使用权、物业服务、酒店及婚庆业务等
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设

公司基础设施建设主要包括项目回购及委托代建两种模式，目前建设项目已经基本投资完毕，部分未进行回购且无明确回购计划，资金平衡存在一定不确定性；此外，基础设施建设业务暂无拟建项目，未来该业务板块持续性有待关注。

项目回购模式：2009年，公司与北辰区政府签订《天津市北辰区京津路周边基础设施改造工程项目承建及回购协议》《天津市北辰区建设开发公司京津路周边基础设施改造一期工程建设项目委托代建协议》《天津市北辰区建设开发公司京津路周边基础设施改造二期工程建设项目委托代建协议》（以下简称“《回购协议》”），《回购协议》约定京津路周边基础设施改造工程项目由公司负责建设，计划总投资45.93亿元，北辰区政府按时向公司拨付回购资金，项目回购资金=工程款+工程建设其他费+投资款利息+投资收益（投资收益率为8%）。2015年，根据北辰政函〔2015〕415号文件，北辰区政府同意在《回购协议》的基础上，按照项目发生的实际支出对该项目进行决算并调整回购资金。截至2019年底，项目累计确认收入并收到

回购款24.00亿元，剩余未回购部分34.08亿元计入“其他非流动资产”科目，目前没有明确的回购计划，未来资金平衡具有一定的不确定性。

委托代建模式：公司与北辰区政府（或政府部门）就具体项目签订项目代建协议或工程协议，组织资金实施工程建设。随着项目建设的推进，公司根据工程进度确认为“代建项目收入”。目前，公司采用该模式建设的基础设施项目已基本投资完毕，无拟建项目。

2019年，公司实现代建项目收入0.05亿元，规模较小；业务毛利率5.05%。

（2）房地产开发

公司房地产开发包括保障房开发、商品房开发和示范小镇开发，其中自建销售的保障房和商品房已全部竣工并基本销售完毕；委托代建的保障房正在建设中，公司仅收取代建管理费；示范小镇建设投资规模较大，公司存在资本支出压力。

保障房开发

公司保障房开发业务由控股子公司宏佳安居负责，分为自建销售及委托代建两种模式。

自建销售模式：宏佳安居接受北辰区政府下达建设任务，自筹资金建设保障房；待项目建成或达到预售条件后向还迁居民进行出售，在开具发票后确认“房屋销售收入”。

截至2020年3月底，公司采用自建销售方式开发的保障房项目总投资规模25.10亿元，已全部竣工。2019年及2020年1－3月，公司分别确认保障房销售收入7.67亿元和0.18亿元。

表 4　截至 2020 年 3 月底公司自建销售保障房情况（单位：亿元）

项目名称	总投资额	竣工日期	已售金额	预收款项	结转收入		
					2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
蓝岸森林（机床厂）	10.00	2014.04	8.64	4.91	3.23	3.52	0.00
富锦华庭（大中华）	6.00	2014.07	5.12	1.07	1.57	2.14	0.00
辰发花园（散热器）	4.10	2013.11	3.74	1.14	1.04	0.91	0.15
普东新苑	3.50	2012.01	4.12	0.64	1.83	1.11	0.02
瑞景 3#保障房部分	1.50	2018.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	**25.10**	--	**21.62**	**7.76**	**7.66**	**7.67**	**0.18**

注：公司保障房业务预收款项规模大于合并报表的预收款项，主要系合并抵消所致
资料来源：公司提供

委托代建模式：宏佳安居作为项目建设方，与天津市保障住房建设投资有限公司（以下简称“保障房公司”）及天津市北辰区城中村改造工程指挥部就具体项目签订《定向安置经济适用房建设协议》，协议中约定项目由保障房公司负责投资，公司计入“其他应付款”；宏佳安居负责项目建设的组织、协调、管理和控制，办理建设审批和工程保险等手续，保证工程进度、质量和安全，确保按期交付使用；天津市北辰区城中村改造工程指挥部负责接管和分配。建设费用方面，宏佳安居根据工程进度提出用款申请并附相关合同（协议）等资料，待保障房公司审核确认后拨付予宏佳安居。收入确认及利润获取方面，协议中规定公司按照施工进度收取代建服务费（包括代建管理费及利润）作为项目收益；其中，代建管理费=建设费用单价*规划总建筑面积*2%；利润总额=建设费用单价*住宅登记测量面积*3%。宏佳安居将获得的代建服务费计为“代建管理费收入”。

2019年，公司确认代建管理费收入0.16亿元，其中闫马项目0.14亿元，工农新村项目0.02亿元；业务毛利率100.00%。2020年1－3月，公司暂未确认代建管理费收入。

截至2020年3月底，公司以委托代建模式运作的保障房项目总投资规模为67.83亿元，已

投资20.97亿元，未来尚需投资46.86亿元。

表 5　截至 2020 年 3 月底公司委托代建保障房情况

（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
闫马项目	9.77	7.20	2.57
工农新村项目	15.80	9.91	5.89
天穆项目（A、B 地块和阳光卡蒂尔）	42.26	3.86	38.40
合计	**67.83**	**20.97**	**46.86**

资料来源：公司提供

商品房开发

公司商品房开发项目为江南春色花园项目（瑞景3#商品房部分），由公司本部与天津华辰投资发展有限公司（以下简称“华辰投资”）按3:7的比例投入建设资金，并按该比例分配收益。

截至2020年3月底，江南春色花园项目（瑞景3#商品房项目）总投资额15.96亿元，已于2017年3月竣工，已基本销售完毕，累计销售额19.54亿元。2019年，公司确认房屋销售收入0.84亿元，业务毛利率29.26%。

示范小城镇

公司示范小城镇建设分别由子公司天津市津辰投资发展有限公司（以下简称“津辰投资”）及天津市津辰仕佳投资发展有限公司（以下简称“津辰仕佳”）负责。

示范小城镇建设内容包括规划新区内的土地整理、基础设施和还迁住宅及配套公建建设，建设模式为公司与政府合作开发，公司主要负责土地一级开发、还迁区建设和配套设施建设。资金来源方面，示范小城镇项目由北辰区政府负责足额筹集资本金，公司通过自有资金及银行贷款等形式获取资金并负责项目后续建设资金安排。资金平衡方面，镇政府按照项目实际移交情况及项目建设成本向公司支付项目有关价款。截至2020年3月底，公司投资建设的示范小城镇项目包括青光示范小城镇韩家墅项目及双口示范小城镇项目，其中青光示范小城镇韩家墅项目计划总投资83.28亿元，已完成投资43.23亿元；双口示范小城镇项目计划总投资4.48亿元，已完成投资1.40亿元；上述项目暂未实现相关收入，项目未来尚需投资规模较大，公司存在资本支出压力。

（3）土地整理

2012年之前，公司与北辰区土地整理中心合署办公，经授权承担土地整理中心部分职能，负责北辰区内大部分土地的一级整理开发业务。2012年6月，根据北辰政纪〔2012〕15号文件，公司此后不再从事新增土地整理业务。

2019年，北辰区出让公司整理的位于天津市鼓风机总厂地块，面积为32.6亩，公司确认土地整理收入0.68亿元，毛利率为-4.43%，亏损原因主要是持有该地块的时间较长，资金成本较高。截至2019年底，公司有存量地块账面价值39.39亿元，存量规模较大；公司已加紧落实存量地块的后续处理事宜，未来拟通过土地整理中心的收购或土地使用权转让实现收益。

（4）房屋租赁

公司房屋出租业务的运营主体为公司本部，租赁标的物包括北辰大厦A、C座及裙房、瑞景13#地商业项目，可出租面积分别为4.20万平方米和4.90万平方米，租期一般在10年及以上，租金每半年收取一次。截至2019年底，上述两项目已出租面积分别为2.24万平方米和4.64万平方米，出租率分别为53.33%和94.69%。

2019年及2020年1－3月，公司分别实现房屋出租收入0.96亿元和0.06亿元，其中2020年一季度房屋出租收入较少的主要原因系受新冠肺炎疫情影响，公司根据相关政策对部分商户免租或减租。

3. 未来发展

自成立以来，公司充分发挥融资职能，承接了京津公路、保障性住房、市政工程项目等基础设施建设业务，为北辰区的经济发展做出了重要贡献。未来公司将根据北辰区政府规

划，在保障性住房建设和基础设施建设等领域发挥重要作用。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 年度合并财务报表，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，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 2019 年底，公司拥有纳入合并范围内的子公司 9 家，较上年底新增 1 家子公司，系无偿划转；2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生变化。跟踪期内，公司新增子公司规模较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 238.00 亿元，所有者权益 72.32 亿元（其中少数股东权益 1.18 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 10.59 亿元，利润总额 1.57 亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额237.79亿元，所有者权益72.18亿元（其中少数股东权益1.18亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入0.30亿元，利润总额-0.14亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产小幅增长，构成仍以其他应收款、存货和其他非流动资产为主，资产流动性弱，资产质量一般。

2019 年底，公司资产总额 238.00 亿元，较上年底增长 9.29%，主要来自货币资金及存货的增长。其中流动资产和非流动资产分别占 73.37%和 26.63%，以流动资产为主。

表 6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**154.69**	**71.03**	**174.62**	**73.37**	**173.97**	**73.16**
货币资金	11.92	5.47	21.68	9.11	20.58	8.66
其他应收款	20.25	9.30	23.10	9.71	23.54	9.90
存货	118.11	54.23	123.05	51.70	123.35	51.87
非流动资产	**63.08**	**28.97**	**63.38**	**26.63**	**63.82**	**26.84**
可供出售金融资产	14.80	6.80	14.80	6.22	14.80	6.22
投资性房地产	9.72	4.46	12.41	5.21	12.31	5.18
其他非流动资产	34.62	15.90	35.13	14.76	35.67	15.00
资产总额	**217.77**	**100.00**	**238.00**	**100.00**	**237.79**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2019年底，公司流动资产174.62亿元，较上年底增长12.88%。其中，货币资金21.68亿元，较上年底增长81.93%，主要系对外融资导致，以银行存款为主（占99.99%）。应收账款4.07亿元，同比增加2.10亿元，主要由于应收保障房款和租金的增加。其他应收款较上年底增长14.07%至23.10亿元，主要由于增加与辰融投控的往来款，公司其他应收款应收方主要为政府部门或政府控股企业，回收风险较小，但回款时间存在较大不确定性，对资金形成明显占用。存货123.05亿元，较上年底增长4.19%，主要由于开发成本增加；主要由80.59亿元开发成本（主要为示范小城镇及保障房项目的建设成本）和39.39亿元土地开发成本构成。

表 7　2019 年底公司其他应收款前 5 名情况

（单位：亿元、%）

名称	金额	占比	性质
天津辰融投资控股有限公司	6.00	25.90	往来款
天津市辰悦建设投资公司-大张庄	2.87	12.41	代建款

示范镇项目			
北辰区财政局	2.80	12.09	往来款
天津市北辰区土地整理中心	2.53	10.90	往来款
天津市双益投资发展有限公司	1.19	5.15	往来款
合计	**15.39**	**66.45**	--

资料来源：公司审计报告

非流动资产

2019 年底，公司非流动资产 63.38 亿元，较上年底变化不大。其中，可供出售金融资产 14.80 亿元，较上年底未发生变化，主要包括对天津永阳财信投资有限公司的投资 10.00 亿元以及对天津市辰寰工业园区管理有限公司的投资 4.08 亿元。投资性房地产 12.41 亿元，较上年底增长 27.73%，主要由于房屋、建筑物从固定资产转入该科目。其他非流动资产 35.13 亿元，较上年底变化不大，其中京津公路项目成本 34.08 亿元，其余为预缴税款。

2020 年 3 月底，公司资产总额 237.79 亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占 73.16%，非流动资产占 26.84%。

2020 年 3 月底，公司受限资产总额 20.98 亿元，包括货币资金 10.93 亿元和投资性房地产 10.04 亿元，占资产总额的 8.82%。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益变化不大，债务规模增长较快，短期债务占比上升，整体债务负担有所加重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 72.32 亿元，较上年底增长 1.97%。其中，实收资本 42.43 亿元，较上年底未发生变化；资本公积 17.60 亿元，较上年底增长 1.10%，主要由于无偿获得天津市辰宇实业公司全部股权；少数股东权益 1.18 亿元，为少数股东对宏佳安居的投入。2020 年 3 月底，公司所有者权益 72.18 亿元，较上年底变化不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 165.68 亿元，较上年底增长 12.83%。其中流动负债占 66.26%，非流动负债占 33.74%。

2019 年底，公司流动负债 109.79 亿元，较上年底增长 12.95%。其中，短期借款 7.05 亿元，较上年底增长 105.66%，包括信用借款 2.23 亿元、质押借款 4.82 亿元；预收款项 7.54 亿元，较上年底下降 42.69%，主要系预收售房款结转收入所致；其他应付款 71.24 亿元，较上年底增长 16.05%，主要系往来款增加，应付方主要为天津市北辰区建设开发服务中心、保障房公司、天津市北辰城市基础设施建设投资有限责任公司、华辰投资和小淀村民委员会，合计占 67.56%；一年内到期的非流动负债为 21.50 亿元，其中一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款分别为 6.40 亿元、9.10 亿元和 6.00 亿元。

2019 年底，公司非流动负债 55.89 亿元，较上年底增长 12.59%。其中，长期借款 14.61 亿元，较上年底下降 26.23%，主要由信用借款（占 4.34%）、保证及质押借款（占 20.53%）、质押借款（占 73.83%）以及抵押借款（占 1.30%）构成；应付债券 34.65 亿元，较上年底增长 49.34%，主要由于新增 4.05 亿元政府债券转贷、6.00 亿元“19 北辰建设 MTN001”和 8.00 亿元“19 北辰 01”；专项应付款 6.62 亿元，较 2018 年底无变化，主要包括公安北辰分局-应急指挥中心项目拨款 2.87 亿元和安居项目资金 2.88 亿元。

2020 年 3 月底，公司负债总额 165.61 亿元，规模和结构较上年底变化不大。

表 8　公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	20.00	28.55	32.91
长期债务	43.01	49.26	45.89
全部债务	63.01	77.81	78.80
长期债务资本化比率	37.75	40.52	38.87
全部债务资本化比率	47.04	51.83	52.19
资产负债率	67.43	69.61	69.65

资料来源：联合资信公司审计报告和财务报表整理

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 77.81 亿元，较上年底增长 23.50%。其中，短期债务占 36.69%，长期债务占 63.31%。2020 年 3 月底，公司全部债务 78.80 亿元，较上年底略有增长，其中长期债务占比下降至 58.24%。

债务指标方面，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较 2018 年底分别上升 2.18 个、4.78 个和 2.77 个百分点，分别为 69.61%、51.83%和 40.52%；2020 年 3 月底，上述指标分别为 69.65%、52.19%和 38.87%。

从有息债务期限结构看，2020 年 4—12 月、2021 年和 2022 年，公司需偿还的有息债务分别为 21.21 亿元、28.64 亿元和 7.82 亿元，2020 年 4—12 月和 2021 年存在一定的集中兑付压力。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，营业利润率有所提升，但盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 10.59 亿元，同比增长 12.25%；营业成本 7.86 亿元，同比增长 17.41%，增幅高于营业收入。由于税金及附加同比大幅下降，2019 年公司营业利润率上升 3.16 个百分点至 19.54%。

从期间费用来看，2019 年，公司期间费用 0.63 亿元，同比下降 5.93%。其中，管理费用 0.43 亿元，同比下降 44.77%；财务费用 0.20 亿元，同比增加 0.33 亿元，主要系利息收入减少导致。2019 年，公司期间费用率为 5.99%，同比下滑 1.16 个百分点。

表 9　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年
营业收入	9.43	10.59
营业成本	6.69	7.86
期间费用	0.67	0.63
利润总额	0.79	1.57
营业利润率	16.38	19.54
总资本收益率	0.56	1.00
净资产收益率	0.68	1.67

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2019 年，公司利润总额为 1.57 亿元，同比大幅增长 98.34%。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率及净资产收益率同比分别上升0.44个及0.99个百分点至1.00%及1.67%。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.30 亿元，利润总额-0.14 亿元，营业利润率为-3.91%。

5. 现金流分析

跟踪期内，受往来款波动影响，公司经营活动产生的现金流量净额同比降幅较大，但仍保持净流入态势；收入实现质量差，但考虑到部分收入为之前年度预收款，实际收现质量好于指标值；考虑到公司在建项目尚需投资规模较大及债务的陆续到期，公司存在较大的融资需求。

经营活动方面，2019 年公司经营活动现金流入量 26.71 亿元，同比增长 27.51%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 2.81 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 23.90 亿元，主要为收到的往来款。同期，经营活动现金流出量 26.01 亿元，同比增长 91.23%。其中，购买商品、接受劳务支付的现金 7.80 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 17.20 亿元，主要为支付的往来款。2019 年，受往来款波动影响，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 90.51%至 0.70 亿元。

从收现质量看，2019 年公司现金收入比为 26.57%，收入实现质量差；考虑到公司部分收入为来自于之前年度预收款，实际收现质量好于指标值。

表 10　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	20.95	26.71
经营活动现金流出量	13.60	26.01
经营活动现金净流量	7.34	0.70
现金收入比	17.30	26.57
投资活动现金净流量	-0.06	0.04
筹资活动现金净流量	-14.55	4.56

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，公司进行的投资活动较少，投资活动现金净流量为 0.04 亿元。

筹资活动方面，2019 年，公司筹资活动现金流入 30.12 亿元，全部为取得借款收到的现金；同期，公司筹资活动现金流出 25.56 亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.56 亿元。

2020年1－3月，公司经营活动现金流量净额-0.56亿元；投资活动现金流量净额-23.87万元；筹资活动现金流量净额-0.53亿元。

6. 偿债能力

公司存在较大的短期偿债压力，长期偿债能力指标很弱；考虑到公司的区域地位，并能持续得到政府的有力支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率较上年底变动不大，分别为 159.05%和 46.97%；2020 年 3 月底，上述指标分别为 153.83%和 44.76%。2019 年，公司经营现金流动负债比为 0.63%，经营活动现金流对流动负债的保障能力弱。2020 年 3 月底，公司现金短期债务比为 0.63 倍，短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司全部债务/EBITDA 为 33.78 倍，EBITDA 利息倍数为 0.33 倍，长期偿债能力指标很弱。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行授信额度合计 34.46 亿元，尚未使用 5.37 亿元，间接融资渠道亟待拓宽。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 7.80 亿元，担保比率为 10.81%，被担保单位均为天津市北辰区国有企业，考虑到对外担保规模较大，公司存在一定的或有负债风险。

表 11　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保企业	担保余额	到期日
天津市辰悦建设投资有限公司	0.23	2023.02.15
	1.98	2023.06.08
	3.80	2024.03.19
天津市北辰城市基础设施建设投资有限责任公司	1.80	2022.09.18
合计	**7.80**	--

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

跟踪期内，母公司资产规模有所增长，负债水平较高，盈利能力较弱。

截至2019年底，母公司资产规模为179.84亿元，较上年底增长13.65%。其中，流动资产占59.03%。从构成看，流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，非流动资产主要由可供出售金融资产和其他非流动资产构成。

截至2019年底，母公司所有者权益为69.41亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本和资本公积分别为42.43亿元和15.83亿元，母公司所有者权益较为稳定。

截至2019年底，母公司负债规模110.42亿元，主要由流动负债构成。母公司2019年底资产负债率为61.40%，负债水平较高。

2019年，母公司实现营业收入2.56亿元，营业成本为1.72亿元，净利润为0.28亿元。

十、存续债券偿还能力分析

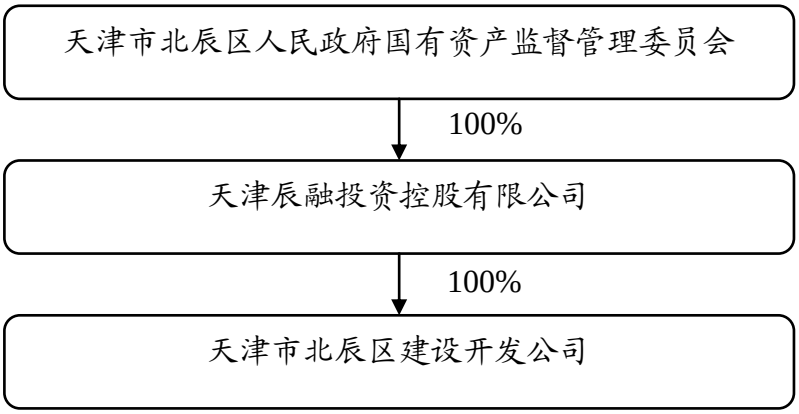
截至 2020 年 3 月底，公司存续债券“19 北辰建设 CP001”债券余额为 2.50 亿元。2019 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额分别为“19 北辰建设 CP001”余额的 0.92 倍、10.68 倍及 0.28 倍。2020 年 3 月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产对“19 北辰建设 CP001”债券余额

的覆盖倍数为 3.86 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“19 北辰建设 CP001”的覆盖程度高。

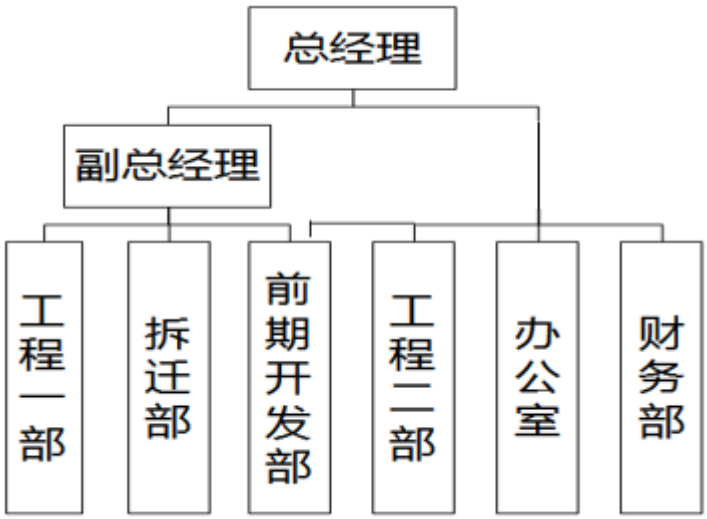
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，“19北辰建设CP001”的信用等级为A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
1	天津市津辰投资发展有限公司	房地产开发	100.00%	--	投资设立
2	天津辰旺物业管理有限公司	物业管理	40.00%.	60.00%	投资设立
3	天津环辰建材有限公司	建筑材料销售	40.00%	60.00%	投资设立
4	天津市津辰市政工程建设有限公司	市政基础设施建设	100.00%	--	投资设立
5	天下一喜婚庆有限公司	婚庆服务	100.00%	--	投资设立
6	天津市津辰仕佳投资发展有限公司	房地产开发	54.37%	--	投资设立
7	天津市宏佳安居建设有限公司	定向安置用房建设	60.00%	--	投资设立
8	天津市辰宇实业公司	租赁	100.00%	--	无偿划转
9	天津市天下一喜大酒店有限公司	餐饮服务	--	100.00%	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 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
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.85	11.92	21.68	20.58
资产总额(亿元)	221.96	217.77	238.00	237.79
所有者权益(亿元)	70.45	70.93	72.32	72.18
短期债务(亿元)	25.92	20.00	28.55	32.91
长期债务(亿元)	47.84	43.01	49.26	45.89
全部债务(亿元)	73.76	63.01	77.81	78.80
营业收入(亿元)	6.72	9.43	10.59	0.30
利润总额(亿元)	0.92	0.79	1.57	-0.14
EBITDA(亿元)	1.94	1.49	2.30	--
经营性净现金流(亿元)	-2.97	7.34	0.70	-0.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.16	5.28	3.51	--
存货周转次数(次)	0.04	0.06	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	50.55	17.30	26.57	49.33
营业利润率(%)	27.26	16.38	19.54	-3.91
总资本收益率(%)	0.91	0.56	1.00	--
净资产收益率(%)	1.02	0.68	1.67	--
长期债务资本化比率(%)	40.44	37.75	40.52	38.87
全部债务资本化比率(%)	51.15	47.04	51.83	52.19
资产负债率(%)	68.26	67.43	69.61	69.65
流动比率(%)	164.03	159.15	159.05	153.83
速动比率(%)	45.33	37.64	46.97	44.76
经营现金流动负债比(%)	-3.07	7.56	0.63	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.60	0.76	0.63
全部债务/EBITDA(倍)	37.92	42.34	33.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.46	0.44	0.33	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；已将长期应付款有息部分纳入长期债务计算

附件 2-2　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
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.36	4.68	11.77	11.03
资产总额(亿元)	157.75	158.24	179.84	179.95
所有者权益(亿元)	69.24	68.89	69.41	69.29
短期债务(亿元)	23.44	12.59	19.21	21.62
长期债务(亿元)	26.81	29.39	36.23	34.81
全部债务(亿元)	50.25	41.98	55.44	56.42
营业收入(亿元)	3.27	1.70	2.56	0.09
利润总额(亿元)	0.64	-0.35	0.30	-0.12
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	1.87	9.28	-1.50	-0.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.04	7.16	4.22	--
存货周转次数(次)	0.04	0.02	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.02	0.01	0.02	--
现金收入比(%)	86.66	71.59	92.60	101.82
营业利润率(%)	34.50	-1.04	24.83	-25.28
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	0.83	-0.50	0.40	--
长期债务资本化比率(%)	27.91	29.90	34.30	33.44
全部债务资本化比率(%)	42.05	37.86	44.40	44.88
资产负债率(%)	56.11	56.47	61.40	61.49
流动比率(%)	156.27	152.19	150.70	147.23
速动比率(%)	75.10	66.35	82.93	81.04
经营现金流动负债比(%)	3.25	16.51	-2.13	--
现金短期债务比	0.27	0.37	0.61	0.51
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；未对母公司的有息债务规模进行调整；公司未提供母公司折旧、摊销和利息支出情况，相关指标无法计算，用“/”标示

附件 3　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)^（1/(n－1)）－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	营业利润/营业收入净额×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/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

附件 4-1　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 4-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 4-3　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