

信用等级公告

联合[2018]1646号

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京鸿坤伟业房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债（第一期）券进行综合分析和评估，确定：

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年九月五日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司

2018 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次债券发行规模：不超过 12 亿元（含 12 亿元）

本期债券发行规模：基础发行规模 1 亿元，超额配售不超过 11 亿元（含 11 亿元）

本期债券期限：4 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：每年付息一次、到期一次还本

评级时间：2018 年 9 月 5 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
资产总额（亿元）	229.15	327.75	506.21	530.37
所有者权益（亿元）	56.23	70.84	105.68	110.40
长期债务（亿元）	39.53	79.33	150.85	143.77
全部债务（亿元）	69.64	103.07	192.05	198.81
营业收入（亿元）	49.08	79.18	93.06	29.51
净利润（亿元）	10.10	5.81	6.02	4.24
EBITDA（亿元）	13.83	12.12	13.87	--
经营性净现金流（亿元）	-2.69	32.46	-14.07	12.38
营业利润率（%）	39.09	18.03	24.24	36.70
净资产收益率（%）	19.51	9.14	6.82	3.92
资产负债率（%）	75.46	78.39	79.12	79.18
全部债务资本化比率（%）	55.33	59.27	64.50	64.30
流动比率（倍）	1.47	1.46	1.64	1.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.12	0.07	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	1.73	2.10	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.15	1.01	1.16	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2016 年财务数据为追溯调整之后的数据；4、2018 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化，其他流动负债已计入短期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“鸿坤伟业”）的评级反映了公司作为京津冀区域内知名的房地产开发企业，在综合实力、拿地规模、开发节奏、经营模式、产业创新等方面所具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所处房地产行业政策调控政策频繁；由于近年北京市区拿地成本高企，公司逐渐收缩北京市区项目，加大在河北、天津、长三角和珠三角等地拿地规模，加快开发节奏，公司项目建设支出和土地支出规模持续增长，存在一定资金压力，债务负担加重，存在一定集中兑付压力，经营性净现金流由正转负，权益稳定性弱，公司盈利能力波动下滑，环北京限购政策的出台导致环京楼市价格下跌，公司存在盈利波动性风险，实际控制间接质押公司股权比例高等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，随着在建项目的陆续竣工，预计未来公司收入规模将持续增长，公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司土地储备规模适中，价格相对合理，未来利润空间有较高保证；2016 年以来受益于河北、天津等区域项目开盘，公司协议销售金额大幅增长。

2. 公司产品结构较为完善，可满足不同收入水平、不同需求的客户，有助于公司提高市场份额和客户粘性，有助于提高公司市场风险抵抗能力。

3. 公司金融谷项目为全国最早探索农村集体用地“房地分离”模式的试点项目，产业创新能力较强，为公司未来发展提供较好机遇。

4. 公司房地产开发业务收入不断增长，房产项目毛利率处于较高水平；公司综合毛利率处于较高水平。

关注

1. 公司房地产业务主要集中于京津冀地区，上述区域房地产景气度对调控政策较为敏感，公司房地产业务存在一定的区域集中风险。近期环北京限购政策的出台导致环京楼市价格下跌，公司存在盈利波动性风险。

2. 由于近年北京市区土地价格高企，公司逐渐收缩北京市区项目，同时加大在河北、天津、长三角和珠三角等地拿地规模，加快开发节奏，公司项目建设支出和土地支出规模持续增长，存在一定资金支出压力。

3. 公司关联方往来款规模较大，对公司资金形成一定的占用；权益稳定性较弱；债务负担较重，存在一定集中兑付压力；存在一定或有负债风险；公司盈利能力波动下降。

4. 截至 2017 年底，公司控股股东为鸿坤集团有限公司（以下简称“鸿坤集团”），持有公司股权比例为 97.73%。截至 2018 年 6 月底，北京合润资产管理有限公司（实际控制人为赵伟豪和吴虹，同时也是公司的实际控制人）将所持有的鸿坤集团 100%质押给中融国际信托，若未来公司业绩下滑，公司将面临实际控制人变更风险。

分析师

刘 薇 liuw@unitedratings.com.cn

李 镭 lil@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“鸿坤伟业”）于2002年8月由湖南电广传媒股份有限公司、长沙金海林置业有限公司、湖南银杏投资管理有限公司（2006年更名为湖南合润投资有限公司）和北京万里纵横投资有限公司（以下简称“万里纵横”）共同出资设立，初始注册资本为2,999万元，初始持股比例分别为30%、25%、25%和20%。经过多次增资和股权转让，截至2015年底，公司注册资本5,000万元，其中湖南新东方实业发展有限公司（以下简称“新东方实业”）持股比例为40.00%；万里纵横持股比例为30.00%；湖南合润投资管理有限公司（以下简称“湖南合润”）持股比例为30.00%，公司控股股东为新东方实业。

2016年11月15日，新东方实业、湖南合润及万里纵横与鸿坤集团有限公司（以下简称“鸿坤集团”）签订增资协议，约定鸿坤集团向公司增资4.5亿元人民币。截至2017年9月底，鸿坤集团增资完毕，公司注册资本增至50,000万元，公司控股股东由新东方实业变更为鸿坤集团；2017年11月，鸿坤集团向公司增资人民币170,000.00万元；截至2018年6月底，公司注册资本220,000.00万元，控股股东为鸿坤集团，持股比例97.73%，实际控制人为赵伟豪、赵彬和吴虹。

表1 截至2018年6月底公司股权结构情况（单位：万元、%）

股东名称	出资额	持股比例
鸿坤集团有限公司 ¹	215,000.00	97.73
湖南新东方实业发展有限公司	2,000.00	0.91
湖南合润投资有限公司	1,500.00	0.68
北京万里纵横投资有限公司	1,500.00	0.68
合计	220,000.00	100.00

资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产开发，销售商品房；房地产信息咨询（中介除外）；出租办公用房。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）截至2018年6月底，公司设立了11个职能部门（详见附件1）；公司拥有纳入合并报表范围的子公司共90家，拥有在职员工1,287人。

截至2017年底，公司合并资产总额506.21亿元，负债合计400.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）105.68亿元，其中归属于母公司所有者权益87.19亿元。2017年，公司实现营业收入93.06亿元，净利润（含少数股东损益）6.02亿元，其中归属于母公司的净利润4.99亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.07亿元，现金及现金等价物净增加额10.13亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额530.37亿元，负债合计419.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.40亿元，其中归属于母公司所有者权益92.03亿元。2018年1~6月，公司实现营业收入29.51亿元，净利润（含少数股东损益）4.24亿元，其中归属于母公司的净利润2.81亿元；经营活动产生的现金流量净额12.38亿元，现金及现金等价物净增加额-18.81亿元。

公司注册地址：北京市大兴区西红门镇寿保庄鸿坤金融谷1号楼201-68；法定代表人：朱灿。

¹ 截至2018年6月底，北京合润资产管理有限公司（实际控制人为赵伟豪和吴虹）将所持有的鸿坤集团股份100%质押给中融国际信托；融资协议拟于2018年9月17日到期。

二、本次（期）债券概况

1. 本次（期）债券概况

本次债券名称为“北京鸿坤伟业房地产开发有限公司2018年公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模为不超过人民币12亿元（含12亿元），拟分期发行。本期债券名称为“北京鸿坤伟业房地产开发有限公司2018年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），基础发行规模为1亿元，超额配售不超过11亿元（含11亿元）；本期债券期限为4年，附第2年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券每张面值为100元，按面值发行；本期债券为固定利率，票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还有息债务。

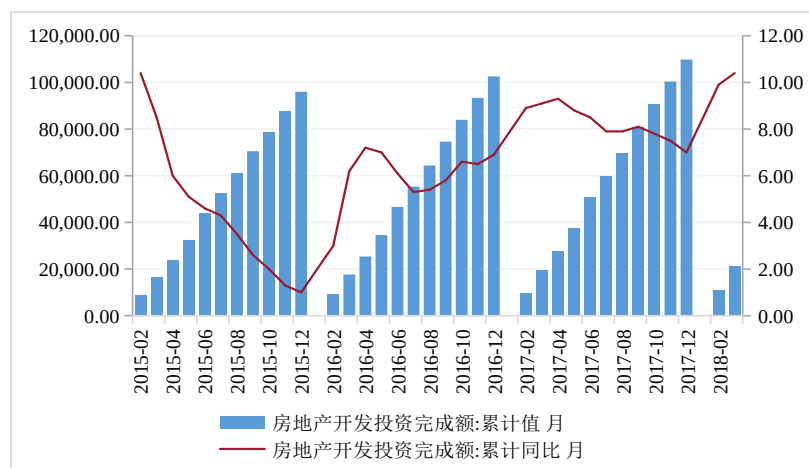
三、行业分析

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015年，我国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.00%，增速继续同比下滑9.50个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房地产开发投资10,2581.00亿元，名义同比增长6.88%；2017年，我国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年同期上升0.16个百分点。其中，住宅投资75,148亿元（占比为68.44%），同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点；办公楼投资6,761亿元（占比6.16%），同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点；商业营业用房投资15,639亿元（占比14.24%），同比减少1.26%。2018年一季度，全国房地产开发投资21,291.29亿元，同比增长10.40%，为近三年最高水平，整体投资热情仍旧较高，主要系房地产企业拿地积极性较高所致。

图2 2015~2018年一季度全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1%外，二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化

表 2 2015~2017 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
推出面积	113,235	103,212	111,907
同比	-18	-9	8
成交面积	85,671	85,885	95,036
同比	-21	-3	8
出让金	21,793	29,047	40,623
同比	-10	31	38
楼面均价	1,384	1,904	2,374
同比	14	40	26
土地平均溢价率	16	43	29
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

（2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年一季度，房地产开发企业到位资金 36,770 亿元，同比增长 3.10%，增速比 1~2 月份回落 1.70 个百分点。其中，国内贷款 6,957 亿元，同比增长 0.90%；利用外资 16 亿元，同比下降 78.40%；自筹资金 11,449 亿元，同比增长 5.10%；定金及预收款 11,130 亿元，同比增长 11.20%；个人按揭贷款 5,160 亿元，同比下降 6.80%。

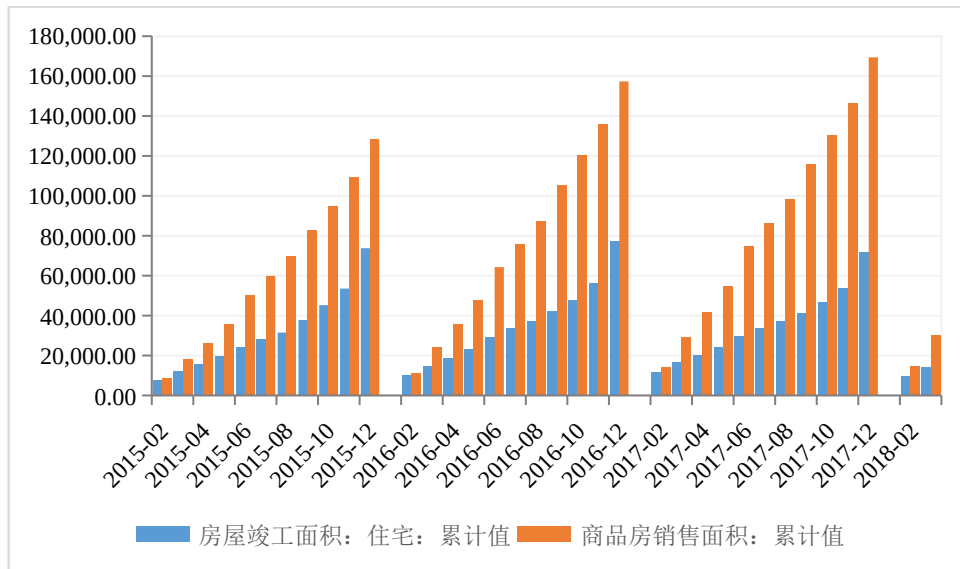
《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》自 2018 年 4 月 27 日发布实施以来，对于规范资产管理市场秩序、防范金融风险发挥了积极作用，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺位问题将凸显。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

（3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

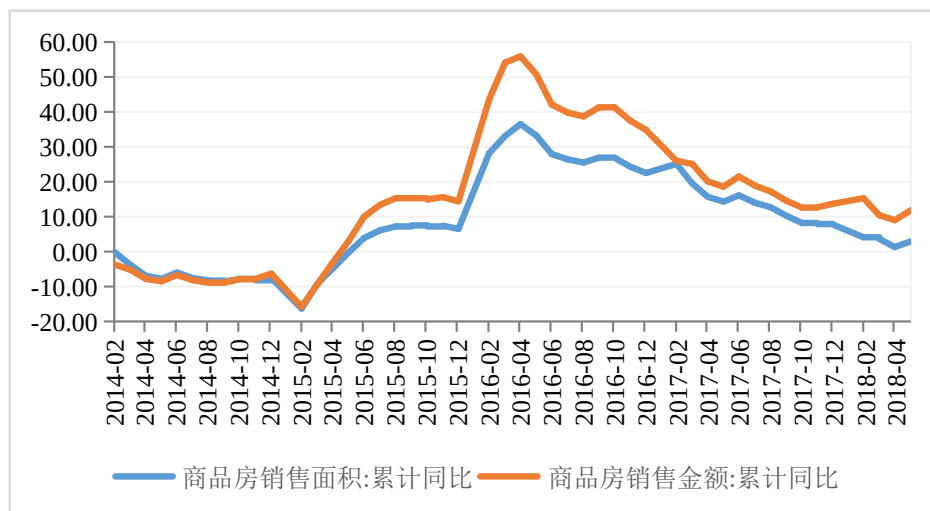
图3 2015~2018年一季度全国商品房供求情况(单位:万平方米)



资料来源: Wind 资讯

2016年,房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程,商品房销售全年高位运行。2016年,全国商品房销售面积157,349.00万平方米,同比增长22.5%。其中,住宅销售面积增长22.4%,办公楼销售面积增长31.4%,商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看,2016年,全国房屋竣工面积106,128.00万平方米,同比增长6.1%。其中,住宅竣工面积77,185.00万平方米,同比增长4.6%。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况(单位:%)



资料来源: Wind资讯

2017年,商品房销售增速有所放缓,全国商品房销售面积169,408万平方米,同比增长7.70%,一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移,二线城市亦呈现明显回落态势,三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中,住宅销售面积增长5.30%,办公楼销售面积增长24.30%,商业营业用房销售面积增长18.70%;住宅销售额增长11.30%,办公楼销售额增长17.50%,商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看,2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米,同比增长3.00%;房屋竣工面积101,486万平方米,同比减少4.40%;商品房待售面积

58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年一季度，全国房地产销售面积 44,721.00 万平方米，同比增长 3.79%，与 1~2 月增速基本持平；全国房地产销售金额 38,051.00 亿元，同比增长 11.95%，较 1~2 月下降 3.3 个百分点。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化，房企整体开工意愿下降，可售房源规模有所下滑。

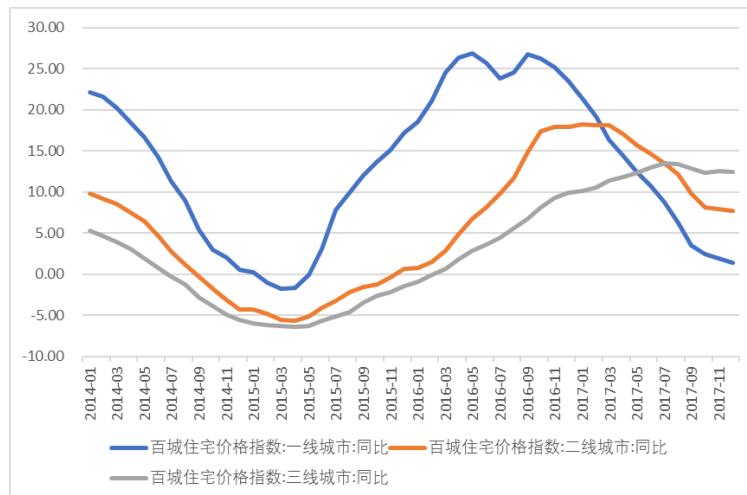
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地

产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 3 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售

表 4 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 5 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。2018年7月，住建部表示，要因地制宜推进棚改货币化改造，对于房价上涨过快和库存不足的地区，调整棚改安置政策，采取新的棚改安置方式；在商品房库存较大的地区，可继续推进棚改货币化安置。考虑到棚改房屋规模的稳定和差异化棚改货币化安置，预计2018年下半年三四线城市房价将会小幅震荡。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再

度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主营业务为房地产开发与销售、商业物业运营和物业管理等，其中住宅地产涵盖“鸿坤·语墅系”、“鸿坤·原乡系”、“鸿坤·理想系”和“鸿坤·都市系”等四大产品系列，分别为城市高端豪宅、城郊别墅、城市普通住宅和城市多功能公寓，对应不同需求和不同的收入群体，产品结构比较完善；公司商业地产包括鸿坤广场和新都荟两大产品系列。公司立足于北京大兴区，目前已成为北京大兴区最大的房地产开发企业。公司坚持产业“大五环”（即产业地产布局在北京五环）、住宅“大七环”（即住宅地产布局在北京郊区）的发展战略，符合国家提出的“京津冀一体化”战略。公司房地产开发与经营项目主要分布在北京、天津、廊坊、涿州、香河、承德、三亚等大中型城市，经过多年发展现已完成“京津冀”的重点区域战略布局。截至2017年底，公司开发住宅面积超700万平方米，商业面积超50万平方米，截至2018年6月底，公司土地储备超过360万平方米。公司具备国家房地产一级开发资质，2015~2017年在中国房地产业协会和中国房地产测评中心联合颁发的中国房地产开发企业500强中，分别位列72、70和67位。

总体看，公司作为国内房地产行业较为知名的企业，开发规模适中，有较高的品牌知名度和影响力，具有一定的竞争力。

2. 人员素质

截至2018年6月底，公司董事、监事及高层管理人员共10名。

公司董事长朱灿先生，1979年生，硕士研究生学历；历任湖南省双峰县教育局教师、北京市国联律师事务所律师助理、公司总经理助理，现任公司董事长、法定代表人。

公司总经理袁春先生，1974年出生，本科学历；历任中海地产集团有限公司青岛公司董事及副总经理、龙湖地产有限公司副总裁等职；自2018年1月起担任公司总经理。

截至2017年底，公司拥有在职员工1,287人，其中销售人员占37%，财务人员占9%，技术人员占24%，行政人员占14%，物业及其他人员占16%；从人员学历结构看，研究生及以上学历占11%，本科学历占61%，大专学历占25%，高中及以下学历占3%；从年龄结构看，30岁以下占34%，30~40岁占55%，40岁以上占11%。

总体看，公司团队从业经验丰富，员工岗位构成符合公司所属行业特点，员工素质及年龄结构能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》和《公司章程》的相关规定，设立股东会、董事会和监事。公司股东会由全体股东组成，为公司权力机构；股东会行使决定公司经营方针和投资计划，审议批准董事会报告，审议批准监事报告，审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案，审议批准公司利润分配方案和弥补亏损的方案等职权。

公司设董事会，董事会成员 3 人，由股东会选举产生；公司设董事长 1 人，由董事会选举产生；董事会行使召集股东会并向股东会报告工作，执行股东会决议，审定公司经营计划和投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案，制定公司利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司不设监事会，设监事 1 名，由股东会选举产生；监事行使检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总经理，由董事会决定聘任或者解聘，负责主持公司生产经营、拟定各项规章制度以及决定聘任出董事会聘任以外的管理人员等工作，经理对董事会负责。

总体看，目前公司治理结构基本健全，能适应公司的发展现状。

2. 管理体制

公司设立流程信息与风险控制部、审计监察部、商业运营管理部、财务运营部、战略地产基金部、综合事务部、地产开发部、产业投资发展部和物业管理部 9 个职能部门。公司内部采用集团—区域—项目三级管控机制，对下属所有项目实行条线管理。

在财务管理方面，公司制定了《会计核算及财务基础管理制度》，公司财务管理工作实行统一管理、分级负责原则，即在集团财务管理中心按照该制度制定对公司范围内财务工作统一管理、统一指导的基础上，财务管理体系中各层级、各岗位按照相应的职责和权限履行财务管理职责，承担相应的责任。

在资金管理方面，公司制定《资金管理制度》，坚持公司所有资金收支必须纳入资金计划；收支两条线，坚持以收定支、量入为出；实行资金集中管理，明确各级资金支付的责任和权限，杜绝越权支付资金的行为等原则。该制度有利于规范公司资金管理业务，明确相关责任人员岗位职责，强化公司资金统一配置与调价功能，提升现金流管理水平，提高公司整体抗风险能力。

在成本管理方面，为提高公司成本管理意识，公司制定了《责任成本管理制度》，建立成本（项目开发成本、财务费用、营销费用）控制责任体系，实现目标成本的精细化管理，明确投资发展部门、项目前期部门、设计管理部门、工程管理部门、采购管理部门、财务管理部门、营销策划部门、成本管理部门及运营管理部门等职能部门的职责，加强各职能部门对责任成本的管控，形成分工负责、有机协调的成本管理体系。

在工程质量、安全与风险管理方面，公司制定了《质量安全拉闸制度》、《工程会议管理制度》、《工程质量安全及风险管理》、《工程信息管理制度》及《工程策划管理制度》等，全面落实公司工程管控体系，促进各项目安全文明施工管理、工程品质管理常态化，持续提升公司产品质量。同时，公司制定了明确的评估考核办法和奖惩机制，确保公司项目质量。

对子公司的管理方面，公司主要子公司均为房地产开发项目公司，公司对房地产开发类子公司实行垂直管理，子公司业务独立性较低。子公司定期向本部上报各类经营信息，对临时重大事项，及时向相关职能部门专项报告。公司对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过实时关注、内部审计、专业检查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务经营主要包括房地产开发及销售、商业物业运营及物业管理（物业经营）。房地产开发涵盖住宅地产、商业地产等，其中以住宅地产为主；商业物业业务即公司开发楼盘所附商业配套运营；物业管理（物业经营）为公司对所开发楼盘的配套物业管理业务。

从营业收入看，伴随武清和涿州项目的陆续结转，公司房地产开发板块营业收入稳步增长，2015~2017年，公司实现营业收入分别为49.08亿元、79.18亿元和93.06亿元，年均复合增长率为37.70%，公司实现净利润分别为10.10亿元、5.81和6.02亿元，年均复合下降22.82%，波动主要系2016年受收入结转项目毛利率较低以及税金清算金额和财务费用对利润侵蚀较大影响，2017年公司出售部分底商产生投资收益所致。

表6 2015~2017年以及2018年1~6月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		2017 年				2018 年 1~6 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	47.55	96.88	49.48	72.03	90.97	31.43	89.68	96.37	34.89	28.54	96.73	--
物业经营	0.90	1.83	22.86	1.08	1.36	60.09	1.05	1.13	40.78	0.00	0.00	--
主营业务	48.44	98.71	48.99	73.11	92.33	31.86	90.73	97.50	34.96	28.54	96.73	48.62
其他业务	0.63	1.29	75.65	6.07	7.67	81.44	2.32	2.50	71.22	0.97	3.27	77.41
合计	49.08	100.00	47.96	79.18	100.00	35.66	93.06	100.00	35.87	29.51	100.00	49.57

资料来源：公司提供

注：2018年公司没有物业收入。

从收入构成来看，2015~2017年，公司主营业务收入在营业收入的比重在90%以上，主营业务十分突出。公司主营业务收入主要为房产销售收入和物业经营收入，其中房产销售收入占比90%以上。2015~2017年公司房产销售收入呈快速增长态势。2017年公司房产销售收入达89.68亿元，较上年增长24.50%，主要系结转规模上升所致；公司房产销售收入占营业收入比重升至96.37%；物业经营收入占比较小，2015~2017年波动增长，对公司整体收入构成影响不大；公司其他收入主要为公司自持商业物业租金收入以及处置部分投资性房地产产生的收入，随着公司自持商业物业项目的增多，2015~2017年波动增长，2016年达6.07亿元，较上年增长858.31%，主要系2016年处置部分投资性房地产产生收入4.88亿元以及可租面积增加所致。

从毛利率水平来看，由于房地产开发业务在公司主营业务中的占比很高，因此房地产开发的毛利率水平对公司毛利率影响较大。2015~2017年，公司房地产销售毛利率波动下降，2016年较低，主要系当期结转的武清、涿州项目体量较大，而其毛利率水平较低影响所致；2017年毛利率有所回升，主要系当年公司结转的毛利率较高的别墅占比较大所致；受房地产开发项目毛利率波动下降影响，2015~2017年公司综合毛利率呈波动下降态势，但仍处于较好水平。

2018年1~6月，公司实现营业收入29.51亿元，较上年同期增长1.14%，基本持平；毛利率为49.57%，较上年增加4.58个百分点，主要系结转河北、海南地区项目较多，这些项目拿地较早，成本较低所致；实现净利润4.24亿元，同比增长2.60%，基本持平；其中归属于母公司净利润2.81亿元，同比下滑31.32%，主要系非全资子公司集中交付所致。

总体看，公司房地产开发业务收入不断增长且占比高，受近年来结转房产项目毛利率波动影响，公司毛利率波动下降，但仍处于较高水平；物业经营收入波动增长，毛利率较高；商业租金收入毛利率较高，增厚公司毛利润。

2. 业务运营

(1) 房地产开发

土地储备情况

公司开发用地主要通过“招、拍、挂”、合作开发方式获得，合作项目的后续收益按双方所占权益分配。

从土地获取的目标区域来看，2015~2017年，公司将京津冀作为重点甄选和持续开发区域，公司具有较为明确的战略规划。目前，公司已经完成在天津、廊坊、涿州、香河等北京周边区域城市的战略布局，随着“京津冀一体化”的深入发展，公司将迎来良好的发展机遇。

土地区域的选择、土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小，公司高度重视土地选取决策。公司土地项目主要由总部战略发展中心、总部运营管理中心和各地区子公司进行土地市场调研，通过预审后上报投资决策委员会审核，同时总部研发设计中心、总部品牌与营销中心、总部财务管理中心、总部工程采购中心等职能部门介入，进行土地定位、项目定位、市场调研、方案拟定等各项工作。在土地选取过程中，投资决策委员会每个成员基于市场数据进行论证，并进行背对背投票，采用多数通过的方式进行决策。2015~2017年以及2018年1~6月，公司取得土地情况如下表所示。

表7 2015~2017年以及2018年1~6月公司取得土地情况（单位：万平方米、%）

取得时间	开工/预计 开工时间	土地面积	所处区域	权益占比	土地使用性质
2015年	2015年12月	11.86	廊坊市安次区	100	城镇住宅
2015年	2015年12月	8.68	涿州码头镇	53	城镇住宅
2015年12月	2015年12月	9.45	武清区	60	城镇混合住宅用地
2015年12月	2015年12月	6.37	涿州码头镇	43	城镇住宅
2016年2月	2017年8月	8.710	武清区	100	城镇混合住宅用地
2016年3月	2016年4月	29.10	廊坊经济技术开发区	90	城镇混合住宅用地
2016年4月	2017年8月	10.10	武清区	60	城镇混合住宅用地
2016年4月	2017年8月	4.31	武清区	60	城镇混合住宅用地
2016年6月	2017年8月	34.67	张家口	45	城镇住宅
2016年11月	2017年8月	18.45	天津	100	城镇住宅
2016年11月	2017年8月	19.83	天津	100	城镇住宅
2016年12月	2017年8月	12.18	天津	100	城镇住宅
2017年1月	2017年8月	2.54	天津蓟县	100	城镇住宅
2017年1月	2017年8月	2.75	天津蓟县	100	城镇住宅
2017年1月	2017年8月	3.53	天津蓟县	100	城镇住宅
2017年2月	2018年3月	12.29	涿州	100	城镇住宅
2017年3月	2018年3月	3.91	天津蓟县	100	城镇住宅
2017年3月	2018年3月	3.11	天津蓟县	100	城镇住宅
2017年3月	2018年3月	15.91	三亚	51	城镇住宅
2017年4月	2018年4月	1.4	广东佛山	70	商住混合、城镇住宅
2017年4月	2017年9月	12.76	江苏无锡	100	城镇住宅
2017年7月	2018年6月	7.36	安徽滁州	75	城镇住宅

2017年7月	2018年4月	5.75	天津蓟县	100	城镇住宅
2017年5月	2018年4月	34.19	湖北宜昌	50	城镇住宅
2018年2月	2018年7月	8.79	河北承德	100	城镇住宅
合计		288.00	--	--	--

资料来源：公司提供

注：以上数据已按公司所拥有权益折算

2015~2017年，受北京市区可供出让土地数量减少影响，北京土地市场价格持续高企，公司近年北京市区土地获取规模逐渐减少，为配合公司项目建设推进，公司在天津、河北等地区积极开展土地获取工作。2015~2016年，公司土地获取面积分别为36.36万平方米和137.36万平方米；购地支出分别为13.03亿元和46.99亿元。2017年，全国各地土地价格仍在高位运行，公司加大在河北、天津、珠三角和长三角等地拿地规模，公司新增土地12宗，地块主要集中在天津、宜昌、三亚、滁州等经济增长较好的地区，购地支出为44.01亿元。2018年1~6月，公司于河北承德获取土地一宗，占地面积8.79万平方米，土地支出3,949万元，处于周边区域正常水平。

从拿地成本看，2015~2016年，河北地区拿地楼面价分别为1,458.47元/平方米和727.56元/平方米；天津地区拿地楼面价分别为1,348.45元/平方米和2,651.70元/平方米。其中，河北省地区2016年拿地价格以及天津地区2015年拿地价格均较低，一方面是所购置土地当地市场行情因素，另一方面是公司拿地策略较好，时间把控合理，拿地价格选取恰当。2017年1月至2018年上半年，公司在三亚地区拿地楼面价为4,237.50元/平方米；天津蓟州拿地楼面价为6,226.47元/平方米；安徽滁州拿地楼面价为1,618.04元/平方米，河北承德拿地楼面价为2,011.87元/平方米；其中天津拿地楼面价格增幅较大，但公司整体拿地楼面价格仍处于较为合理水平。

截至2018年6月底，公司权益土地储备占地总面积276.97万平方米；权益计容建筑面积540.54万平方米，其中一线城市面积占22.49%，拿地楼面均价为2,353.59元/平方米（北京区域土地获取时间为2013年之前，主要位于大兴区西红门，当时土地均价1,700元/平方米）；二线城市面积31.83%，拿地楼面均价3,144.73元/平方米；三线城市占45.69%，拿地楼面均价为1,022.44元/平方米。由于一线城市拿地时间相对较早，因此价格略低于二线城市。整体看，公司土地储备拿地成本合理，公司土地储备充足，能够满足公司2~3年的开发需求。

表8 截至2018年6月底公司土地储备情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

	一线城市	二线城市	三线城市	合计
权益土地储备总面积	55.91	92.55	128.51	276.97
权益计容建筑面积 ²	121.55	172.05	246.95	540.54
权益计容面积占比	22.49%	31.83%	45.69%	--
土地储备楼面均价	2,353.59	3,144.73	1,022.44	--

资料来源：公司提供；以上土地储备均为未销售。

注：一线：北京

二线：天津

三线：滁州 宜昌 东方市 三亚 承德 廊坊 香河 张家口 涿州

从具体区域分布来看，公司土地储备主要集中一线城市北京，二线城市天津（包括蓟县、静海、宝坻和武清）以及三线城市涿州、廊坊、香河、张家口、三亚和滁州，区域分布较好。随着公司全国化的战略调整，后续将在长三角以及珠三角区域增加土地储备。

总体看，2017年，公司加大了在河北、天津、珠三角和长三角等地拿地规模。目前，公司

² 权益计容建筑面积=公司权益占比×规划计容建筑面积

土地储备充足，能够满足公司 2~3 年的开发需求，土地质量较好，土地成本在相对合理范围内。但近期环北京限购政策的出台导致环京楼市价格下跌，公司存在盈利波动性风险。

项目开发

公司房地产开发业务集中于住宅业务，产品分为四大产品线：鸿坤·语墅系，定位为都市高端豪宅，提供城市核心稀缺的、高品质的豪宅，目前开发产品有“鸿坤·花语墅”和“鸿坤·林语墅”；鸿坤·原乡系，定位为城郊低密优雅别墅小镇，目前开发产品有“原乡系·原乡郡”、“原乡系·原乡溪谷”、“原乡半岛”和“原乡小镇”；鸿坤·理想系，定位为城市刚需宜居大盘，目前开发产品有“理想系·理想海岸”、“理想系·理想湾”和“理想系·理想澜湾”；鸿坤·都市系，定位为都市时尚多功能公寓，目前开发产品为“都市系·七星长安”。公司产品结构较为完善，涵盖低端、中端和高端产品，可满足不同收入群体的不同住房需求。

目前，公司房地产开发涉及北京、天津、河北省、海南、长三角等多个地区。

在项目开发方面，公司在项目开发前对项目定位、目标客户、商业配套定位等进行研究，对项目开发严格执行“7812”法则，即获取土地后，项目在7个月内示范区开放，8个月内开盘，1年内实现现金流回正，2年内实现项目清盘。为了实现公司项目高周转运行模式，公司将项目开发过程细分为3级计划，通过各级计划节点对各项目开发进度进行实时掌控；公司工程管理中心通过对项目所在区域房地产市场的去化分析及周边主要竞争者销售情况分析，结合公司项目指标要求，确定每周房源供给数量，并每周对相关计划进行修订，以确保公司产品去化速度及财务指标的的实现。2015~2017年公司主要开发数据如下表所示。

表9 2015~2017年以及2018年1~6月公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
建设项目	15	15	25	33
施工面积	211.98	241.02	313.43	459.21
新开工项目	6	6	11	8
新开工面积	46.90	108.63	171.93	116.47
完成交付项目	4	8	16	0
完成交付面积	37.80	83.47	99.39	20.13
房地产开发完成投资	49.60	69.30	117.60	35.75
房屋竣工面积	37.80	83.47	99.39	20.13
期末在建面积	215.86	241.02	313.56	409.90

资料来源：公司提供

从项目开发数据来看，公司同时处于建设阶段的项目数量逐年增长。2015~2017年，公司施工面积持续增长，新开工面积与竣工面积不断增长，主要系公司房产项目所属区域行业景气度回暖所致。

2015~2016年，公司房地产开发完成投资分别为49.60亿元和69.30亿元，投资规模随着项目的推进波动增长；同期，公司实现预售金额分别为67.57亿元和108.96亿元。公司项目投资规模较大，未来随着业务规模的扩张，公司仍需通过筹资以满足日益增长的土地储备及工程建设需求。

2017年，公司新开工项目主要为“山语墅蓟州”、“理想城团泊G3”、“原乡半岛二、三、四期”、“理想湾无锡”、“理想城滁州一期”、“花语墅蓟州一、二期”、“葡萄酒小镇”及“花语墅蓟州一期中翔”11个项目，新开工面积为171.93万平方米，施工面积313.43万平方米，年内竣工面积99.39万平方米，交付使用面积99.39万平方米。2017年，公司房地产完成开发投资117.60

亿元，同期实现预售金额147.13亿元。公司项目投资规模较大，未来随着业务规模的扩张，公司仍需通过筹资以满足日益增长的土地储备及工程建设需求。

2018上半年，公司新开工项目主要为“理想尔湾二期”、“原乡半岛二四期”、“理想城滁州一二期”、“花语墅蓟州一、二期”、“葡萄酒小镇”及“花语墅宜昌”9个项目，新开工面积为116.47万平方米，施工面积459.21万平方米，分布于18个项目，年内竣工面积20.13万平方米，交付使用面积20.13万平方米。

项目风险管理方面，公司运营管理支线负责项目开发过程中的风险管控，规定项目开发过程中的重大信息及时上报，同时重点关注项目计划偏离、经营指标偏离和项目交付等风险，以及项目开发过程中各项指标的完成情况。另外，公司建立会议管理体系，通过标准化会议模式及时了解各个项目进展情况，从而进行项目风险管理。

表 10 截至 2018 年 6 月底公司在建项目投资开发情况（单位：年、亿元、万平方米）

项目名称	开工时间	总投资	已投资	可售面积	已售面积	2018 年销售金额预测	2019 年销售金额预测	2020 年销售金额预测
鸿坤·林语墅	2003 年 11 月	37.14	36.21	14.99	13.43	5.45	2.70	0.00
鸿坤·花语墅（北京）	2007 年 7 月	17.39	16.16	5.32	4.35	0.40	8.11	0.00
鸿坤·理想海岸	2011 年 7 月	28.53	17.03	42.07	27.49	8.00	7.70	0.41
鸿坤·山海墅	2013 年 12 月	24.23	20.69	18.46	18.44	0.72	0.00	0.00
鸿坤·跃界	2016 年 11 月	1.96	0.70	0.98	0.86	0.83	0.00	0.00
鸿坤·理想湾（涿州）	2013 年 8 月	32.25	29.58	48.82	48.69	0.18	0.00	0.00
鸿坤·原乡溪谷	2015 年 2 月	33.66	13.92	36.78	15.86	9.00	23.53	6.51
鸿坤·高铁新干线	2014 年 7 月	37.15	21.25	49.06	46.35	1.61	0.20	0.00
鸿坤·原乡半岛一期	2014 年 9 月	22.09	13.94	20.68	18.38	1.94	1.94	0.00
鸿坤·原乡郡	2014 年 8 月	19.58	15.35	23.47	23.43	0.08	0.00	0.00
鸿坤·原乡小镇	2014 年 5 月	22.52	9.39	26.97	14.97	5.50	7.78	0.00
鸿坤·理想澜湾	2015 年 8 月	19.88	10.81	21.66	18.52	9.18	0.00	0.00
鸿坤·理想尔湾一期	2017 年 4 月	21.64	9.43	21.83	13.74	9.58	3.74	4.74
鸿坤·理想尔湾二期	2018 年 3 月	13.61	3.50	12.04	1.40	5.12	7.06	7.89
鸿坤·原乡半岛二期	2017 年 11 月	16.10	3.95	14.92	3.78	16.45	6.04	0.00
鸿坤·原乡半岛三期	2018 年 3 月	11.61	2.62	9.38	0.00	4.64	10.23	2.40
鸿坤·凤凰城（廊坊）	2018 年 8 月	42.11	7.32	40.93	5.22	8.00	29.09	22.28
鸿坤·原乡半岛五期	2018 年 4 月	14.43	2.53	10.85	0.00	0.00	11.91	11.37
鸿坤·原乡半岛四期	2017 年 9 月	7.71	1.91	7.67	2.87	6.98	0.32	0.00

鸿坤·葡萄酒小镇	2018年4月	32.95	5.23	37.90	0.00	8.82	20.29	20.21
鸿坤·理想城（团泊）一期	2017年9月	30.88	14.80	26.98	3.92	10.76	2.96	9.29
鸿坤·理想城（团泊）二期	2017年9月	37.26	18.25	28.57	1.73	1.13	18.52	12.54
鸿坤·山语墅（蓟州）	2017年8月	15.22	6.06	13.00	5.18	8.49	9.75	0.00
鸿坤·理想城（滁州）	2017年9月	26.33	10.54	40.13	19.67	14.00	8.39	0.00
鸿坤·花语墅（蓟州）一期	2017年11月	16.03	9.64	10.02	3.01	9.76	3.79	0.00
鸿坤·创智天地	2018年5月	7.74	1.61	6.23	0.00	0.00	8.11	0.55
鸿坤·理想湾（无锡）	2017年9月	15.82	5.67	19.55	11.65	14.00	3.09	0.00
鸿坤·花语墅（蓟州）二期	2018年3月	12.10	5.92	7.99	0.78	4.75	7.92	1.79
鸿坤·花语墅（宜昌）	2018年4月	24.86	5.22	33.15	9.70	12.42	12.66	7.30
合计		642.80	319.22	650.39	333.42	177.81	215.83	107.28

资料来源：公司提供。

注：以上数据已按公司所拥有权益折算。

从公司在建项目来看，截至2018年6月底，公司可供出售建筑面积合计650.39万平方米，计划总投资642.80亿元，已投资319.22亿元，尚需投资323.57亿元，公司拟通过自筹和外部市场融资来解决资金问题。截至2018年6月底，公司按照权益折算后的在建未开发及拟建项目总建筑面积282.42万平方米，按照2017年公司交付面积推算，可满足公司2~3年以开发需求，预期可以为公司带来较为可观的销售收入，根据公司销售计划及测算的销售价格，公司在建项目预计2018~2020年能为公司带来收入合计约500.91亿元。

表11 截至2018年6月底公司拟建和在建项目未开工部分情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

序号	项目新名词	在建总建筑面积	未开工部分建筑面积	未开工部分占地面积	楼面地价	享有权益	土地用途	所在区域
1	鸿坤·林语墅	15.17	-	-	1,942.00	100	叠拼、联排	北京大兴
2	鸿坤·花语墅（北京）	6.50	-	-	3,303.00	85	花园洋房、商铺（自持）	北京朝阳
3	鸿坤·理想海岸	47.79	14.39	7.86	1,373.00	90	高层、商铺	海南东方
4	鸿坤·山海墅	23.65	-	-	718.00	59	高层、类独栋	海南三亚
5	鸿坤·跃界	1.54	-	-	1,962.35	100	商铺（自持）、写字楼	北京大兴
6	鸿坤·原乡溪谷	46.57	2.01	0.66	1,395.34	60	高层、叠拼别墅	河北香河
7	鸿坤·高铁新干线	64.35	-	-	1,692.00	100	高层、洋房	河北涿州
8	鸿坤·原乡半岛一期	25.92	0.64	0.47	2,174.00	65.2	别墅（类独栋、联排、独栋、双拼）	天津武清
9	鸿坤·原乡郡	28.00	-	-	1,738.00	100	高层、联排别墅	天津武清
10	鸿坤·原乡小镇	33.72	6.71	3.53	922.00	100	高层、联排、叠拼、洋房、类独栋	天津宝坻

11	鸿坤·理想澜湾	31.77	-	-	1,329.00	100	高层、花园洋房、叠拼别墅	河北廊坊
12	鸿坤·理想尔湾一期	26.53	-	-	2,508.00	100	高层、叠拼别墅	河北涿州
13	鸿坤·理想尔湾二期	19.36	3.45	1.14	1,402.20	99	高层、叠拼别墅	河北涿州
14	鸿坤·原乡半岛二期	19.71	-	-	1,928.00	60	洋房、联排别墅	天津武清
15	鸿坤·原乡半岛三期	12.65	2.63	1.81	1,724.13	60	洋房、别墅	天津武清
16	鸿坤·凤凰城（廊坊）	59.34	40.93	20.07	660.05	0	高层、联排别墅、商业	河北廊坊
17	鸿坤·原乡半岛五期	15.23	10.85	7.20	1,673.60	60	洋房、别墅	天津武清
18	鸿坤·原乡半岛四期	10.49	-	-	1,158.19	60	高层、洋房、别墅	天津武清
19	鸿坤·理想城（团泊）一期	35.15	25.07	13.16	3,807.55	200	叠拼、洋房、独栋	天津静海
20	鸿坤·理想城（团泊）二期	37.84	13.97	7.32	4,518.82	100	联排、洋房、高层	天津静海
21	鸿坤·山语墅（蓟州）	17.08	-	-	2,726.37	100	叠拼、洋房	天津蓟县
22	鸿坤·鹿隐半岛	16.70	-	-	2,161.72	51	独栋别墅	海南三亚
23	鸿坤·理想城（滁州）	49.65	-	-	1,618.04	75	高层、联排、洋房、别墅	安徽滁州
24	鸿坤·花语墅（蓟州）一期	13.60	-	-	6,370.69	100	叠拼、洋房	天津蓟县
25	鸿坤·创智天地	9.89	-	-	1,323.33	70	高层公寓、裙楼公寓	广东佛山
26	鸿坤·理想湾（无锡）	26.98	-	-	1,578.58	80	高层、洋房、联排	江苏无锡
27	鸿坤·花语墅（蓟州）二期	11.08	-	-	5,310.82	51	洋房	天津蓟县
28	鸿坤·花语墅（宜昌）	35.91	15.68	14.62	591.88	100	高层、联排、洋房、叠拼	湖北宜昌
29	山语墅（承德）一期	19.66	-	-	2,286.67	100	高层、联排、洋房、叠拼	河北承德
合计		761.83	136.33	77.84	--	--	--	--

资料来源：公司提供

注：以上数据已按公司所拥有权益折算。

总体看，公司开发产品结构比较完善；随着国家京津冀一体化的加快实施，公司加大了开工力度，竣工面积逐年增长；公司期末在建和拟建项目规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

房屋销售

目前，公司房地产开发的销售模式采取以自行销售、代理销售和分销相结合的模式，以自行销售为主、代理销售和分销为辅。营销方面，公司品牌运营主要由公司总部品牌与营销中心负责，公司充分利用媒体进行宣传，并通过报纸、网络、平台发布会等多种方式全方位营销，提升公司品牌知名度。

公司产品定价、销售策略的确定主要由总部的品牌与营销中心负责，总部品牌与营销中心在

公司拿地决策时介入，与公司其他相关职能部门合作，通过对市场容量、区域、客户构成、产品区间等进行分析，与历史数据对比，并进行客户描摹后，初步拟定项目前期定位和产品定位，经公司投资决策委员会通过后确定具体方案。公司根据项目产品定位、目标市场分析等确定营销策略，参考项目当地历年成交数据、标杆房产定价、当地二手房定价等，由总部品牌与营销中心、总部财务管理中心、总部研发设计中心等多个职能部门进行综合规划，初步拟定产品价格，最终由董事会决策通过。

表 12 2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月公司房地产销售数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
实现预售项目（个）	13	15	25	20
协议销售面积（万平方米）	61.91	86.01	99.13	49.40
协议销售金额（亿元）	67.57	108.96	147.13	67.39
协议销售均价（万元/平方米）	1.09	1.27	1.48	1.36
结转收入面积（万平方米）	25.86	68.66	99.39	20.13
销售回款率（%）	96.00	91.00	84.00	73.31
结转收入（亿元）	47.55	72.03	89.68	28.54

资料来源：公司提供

从销售数据来看，2015~2017 年，随着房地产市场回暖及公司战略规划得当，公司协议销售面积、协议销售均价、协议销售金额呈持续增长态势。2017 年，公司实现协议销售金额 147.13 亿元、协议销售面积 99.13 万平方米，协议销售均价 1.48 万元/平方米，协议销售均价有所上涨，主要是 2017 年北京和河北地区的房地产销售均价仍有上涨所致。2018 年 1~6 月，公司实现协议销售金额 67.39 亿元、协议销售面积 49.40 万平方米，均未达到 2017 年全年业绩的 50%，协议销售均价 1.36 元/平方米，协议销售均价较上年有所下降，主要是北京别墅项目占比下降所致。从回款率来看，公司回款率逐年下滑，主要是受到按揭正常变化影响所致。

表 13 2015~2017 年公司签约销售数据情况（单位：平方米、万元）

项目	签约销售金额			签约销售面积		
	2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
京津冀	639,790.13	964,033.16	1,110,960.08	570,521.70	758,326.43	676,164.16
长三角	--	--	162,110.18	--	--	213,617.08
海南	35,915.63	125,613.53	198,229.85	48,578.30	101,773.57	101,501.72
合计	675,705.76	1,089,646.69	1,471,300.12	619,100.00	860,100.00	991,282.96

资料来源：公司提供

从上表数据来看，2015~2016 年，公司签约销售金额主要来自京津冀和海南地区。2017 年，公司主要销售项目分布京津冀、长三角和海南地区，其中京津冀签约销售额（占比 75.51%）及签约销售面积（占比 68.21%）比重最大。从去化率来看，2015~2016 年公司在北京地区住宅项目去化率低于 70%，主要原因是公司在北京地区的住宅项目主要以林语墅等高端住宅为主，销售单价较高，相应导致项目整体去化率较低，2017 年去化情况较好主要原因是北京地区房地产市场情况较好，且经过此前一段时间的去化，项目去化周期接近完成，剩余存货不多所致。2015~2016 年，随着项目的陆续完工，天津和海南住宅项目去化率回升并保持在 70%~99%之间；公司在河北地区项目的去化率保持在 75%~97%之间，2017 年公司河北住宅项目去化率较低为 60%，主要原因是

自 2017 年 3 月起，河北省颁布了一系列限购新政，导致当期河北省去化情况较往年相比有所下降，该区域存在去化压力。

根据公司两年内实现项目清盘的销售策略来看，从 2015 年开盘的原乡半岛、金融谷、原乡溪谷及理想澜湾，2016 年新开盘的原乡小镇、理想尔湾 A 区、天地凤凰城项目，2017 年公司销售项目主要为“鸿坤·高铁新干线”、“鸿坤·山海墅”、“鸿坤·理想尔湾一期”、“鸿坤·原乡半岛一期”、“鸿坤·理想城（滁州）”“鸿坤·山语墅（蓟州）”及“鸿坤·理想澜湾”的销售进度来看，除部分河北项目有一定去化压力，公司整体去库存压力不大。

从结转情况来看，2015~2017 年，公司结转收入和结转面积呈持续增长态势。从地区分布来看，经过十多年的发展，公司房地产开发业务已从北京拓展至河北省的廊坊、涿州、香河，天津的武清，海南省的三亚等多个大中型城市。从 2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月公司营业收入实现情况来看，公司营业收入主要来自北京、河北、天津及海南地区。由于北京土地获取成本较高，公司逐渐收缩北京地区项目，增加河北、天津等地区项目开发力度，因此来自北京的收入及占比下降，河北地区收入占逐年增长，海南地区收入占比波动下降，新增的天津地区结转收入及占比较大，新增湖北地区收入占比一般。具体数据详见下表所示。

表 14 2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京	32.92	67.07	21.36	26.98	21.73	23.36	3.10	10.49
河北	8.04	16.38	31.88	40.26	38.40	41.26	11.73	39.70
海南	8.12	16.55	9.37	11.83	14.22	15.28	11.01	37.28
天津	--	--	16.57	20.93	13.72	14.74	2.83	9.59
湖北	--	--	--	--	4.99	5.36	0.87	2.93
合计	49.08	100.00	79.18	100.00	93.06	100.00	29.54	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司房屋销售面积持续增长，房屋销售金额持续增长，但按照目前销售进度来看，未来去库存压力较小；河北区域项目存在去化风险。

3. 自持物业

公司自持物业主要包括商业地产和产业地产。公司商业地产板块围绕满足城市发展需要、提升客户生活品质的宗旨，开发了“一站式参与体验型”的商业综合体“鸿坤广场”，集时尚文化、购物休闲、餐饮娱乐等主题的社区商业“鸿坤·新都荟”以及商业办公“鸿坤中心”。“鸿坤·新都荟”从2012年开始陆续开业，“鸿坤广场”于2014年底开业。

产业地产

公司产业地产板块以实现城市产、学、研、住、商有机结合，推动城市经济活力和产业发展为目标，采用先进的产业综合体模式，建设鸿坤谷系产业园。目前，在建的鸿坤·金融谷产业园为北京四环首座金融产业新城，拥有12项生态智能革新，为区域内首个“三星级”绿色产业园。该项目以产业园为主、辅助商业和配套住宅，为北京市以新金融、新媒体为主的产城联动一体化示范项目。

在产业地产开发方面，公司积极寻求创新模式，“鸿坤·金融谷”项目成为农村土地制度改革

试点。根据《中共北京市大兴区委员会北京市大兴区人民政府关于推进镇统筹下的农村集体建设用地利用试点工作指导意见》，公司2013年与大兴区西红门镇人民政府签订西红门金融谷产业园合作协议，共同进行产业园的建设工作，其中大兴区西红门镇人民政府主要负责项目用地的整理工作，公司负责出资建设产业园内房产。在项目建设期的前三年，公司支付约定金额的土地收益，三年分别支付2,222.20万元、2,777.80万元和3,333.30万元（截至2017年底，公司全部支付完毕）。项目建成后公司将取得地上总建筑面积82.67%的产权。在该模式下，产业园土地成本明显低于其他地产项目，成本优势突出。

“鸿坤·金融谷”项目房产全部为写字楼，公司拟全部自持并租赁，租赁部分在未来近40年内可产生租金收益，也可用于抵押融资和其他形式的融资。“鸿坤·金融谷”项目为全国最早探索农村集体土地“房地分离”模式的试点项目，并且在2015年2月正式被纳入全国农村土地制度改革试点区域。根据协议，西红门镇还有100多万平方米同性土地待公司开发。此外，公司已与房山区政府、三一集团签订协议，借助金融谷产业园模式，开发房山区和三一集团名下产业用地。公司集体建设用地开发模式处于全国领先水平，为公司未来发展提供较好的机会。

截至2017年12月底，公司已产生收入部分的产业地产已完工建筑面积为27万平方米。产业地产预计总建筑面积为107万平方米，已完成预计总建筑面积的30%，其中“鸿坤·金融谷”项目已完工近20%、“云时代”项目已完工38.04%、鸿坤智谷（亦庄）项目已全部完工、鸿坤智谷（马驹桥）项目已完成76.54%。预计鸿坤智谷（马驹桥）项目将于2019年下半年全部完工，预计“鸿坤·金融谷”与“云时代”项目将于2020年下半年全部完工。

总体看，公司目前商业地产和产业地产规模较小，对公司整体经营贡献较小；受益于明显的成本优势，毛利率较高。

商业地产

公司商业地产事业部从公司拿地决策过程中开始介入商业物业策划，公司根据土地部门对商业配套的相关要求作出测算，对商业配套的定位、面积等进行多种方案设计，满足公司盈利要求方参与土地竞拍。公司获得土地储备后，商业地产事业部根据住宅项目定位确定招商标准并开始招商，针对部分项目引进品牌商业，公司给予了一定时间的免租期。租金方面，公司根据设定的目标利润率和相关成本倒推来确定租金水平。

从运营模式来看，公司主张商业地产与住宅地产协同运作，公司商业物业为避免同质化竞争，摒弃了传统的全业态购物中心模式，而是打造并突出单项主题，更好地为社区提供服务。鸿坤购物中心开业以来，创新性引入教育主题，将适用于不同年龄段的各种不同教育引入同一个空间，形成“教育中心”，搭建商业发展的轻资产平台，可为社区内学生和老师提供互动平台及相应教育服务，使客户资源得到高效、重复利用。目前该购物中心内已初步形成了涵盖不同教育阶段的教育中心，未来将教育中心规模将继续扩大。

表 15 截至 2018 年 6 月底公司主要持有物业情况

项目新名称	出租率 (%)	建筑面积 (平方米)	租金收入 (万元)				入账成本 (亿元)	评估值 (亿元)	评估增值率 (%)	评估单价 (元/平方米)
			2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月				
鸿坤商业购物中心	96	101,504.34	2,528.05	3,459.71	--	2,001.99	9.75	28.50	192.32	28,078.63
瑞海家园 1 区 1 号楼	84.34	1,970.01	3,806.82	2,779.49	--	744.47	0.10	0.94	868.40	47,600.00

理想家园 (1102 地 块) 底商		1,798.42					0.08	0.96	1,057.79	53,383.71
礼御府大 满贯 (0402、 0605 地 块) 底商		15,574.58					1.47	7.80	431.15	50,086.93
曦望山 (0902 地 块)		232					0.22	0.13	574.59	55,888.00
回迁房 (0804 地 块)		74.19					0.00	0.04	1,050.89	57,028.00
鸿坤·金融 谷 1 号楼	76	9,207.00	--	234.20	--	332.27	1.21	1.99	63.85	21,600.00
鸿坤·金融 谷 6 号楼	88	2,739.79	--	--	--	104.58	0.35	0.58	64.09	21,199.98
鸿坤·金融 谷 7 号楼	100	2,740.00	--	--	--	123.39	0.36	0.58	63.32	21,200.00
鸿坤·云时 代	76	88,093.00	--	--	--	2,140.63	7.60	16.27	114.02	18,474.15
马驹桥鸿 坤·智谷	79	27,718.25	--	--	--	723.40	2.56	3.02	17.59	10,878.05
亦庄鸿 坤·智谷	70	17,592.71	--	33.50	--	566.66	1.45	2.93	102.12	16,677.56
亦庄鸿 坤·智谷 (生物医 药园)	0	34,087.28	--	--	--	0.00	2.94	4.72	60.50	13,858.43
西红门鸿 坤·智谷	50	46,069.34	--	--	--	574.28	4.13	4.13	0.00	8,959.57
鸿坤·金融 谷 8-11 号 楼	71	14,161.21	--	--	--	356.82	1.86	3.03	63.00	21,400.00
合计		363,562.12	6,334.87	6,506.90	14,338.93	7,668.48	33.89	75.63	123.13	20,801.89

资料来源：公司提供

随着公司自持物业的陆续建成开业,公司租金收入呈现持续增长态势,2015~2017 年以及 2018 年 1~6 月,公司实现租金收入 6,334.87 万元、6,506.90 万元、14,338.93 万元和 7,668.48 万元,整体呈现良好增长态势。未来,随着公司逐步对商业物业相关流程予以模式化,提升商业物业运营效率,以及公司产业地产出租率的进一步提升,公司租金收入有望进一步提升。

公司自持物业多位于北京地区,由于北京房地产景气度较高,商办氛围良好,公司自持物业均采用市场比较法评估,评估价值较高,与初始入账成本相比,溢价率较高,但自持物业评估单价均处于市场合理水平。

总体看,公司自持物业板块运营时间较短,收入规模较小;未来,随着自持物业板块经营规模的增长,有望为公司带来较为稳定的现金流。

4. 经营效率

2015~2017 年,伴随项目结转规模持续增加,公司营业收入和成本持续上升,公司存货周转

率呈波动上升态势，流动资产周转率和总资产周转率呈波动下降态势，2015~2017 年存货周转率分别为 0.24 次、0.37 次和 0.32 次；流动资产周转率分别为 0.30 次、0.37 次和 0.29 次；总资产周转率分别为 0.24 次、0.28 次和 0.22 次。

表16 2017年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
601588.SH	北辰实业	0.18	0.25	0.18
000006.SZ	深振业 A	0.30	0.27	0.26
600823.SH	世茂股份	0.31	0.36	0.19
000029.SZ	深深房 A	0.86	0.42	0.59
--	鸿坤伟业	0.32	0.29	0.22

资料来源：Wind 资讯

注：本表数据除鸿坤伟业外均引自Wind，口径与本报告口径有一定差异。

从同行业比较来看，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率指标在行业内处于中等偏下水平。

总体看，公司资产增速较快，经营效率有所提高，但整体经营效率在同行业中仍处于中等偏下水平，经营效率有待进一步提高。

5. 经营关注

（1）公司房地产业务主要集中于“京津冀”环北京地区，上述区域房地产景气度对房地产调控政策较为敏感，公司房地产业务存在一定的区域集中风险。近期环北京限购政策的出台导致环京楼市价格下跌，公司存在盈利波动性风险；受限购政策影响，河北区域项目存在去化风险。

（2）公司目前持有大量商业物业资产以及在建的商业、住宅等项目，其价值仍受宏观经济景气度、商业物业繁荣度等因素影响，价值波动存在较大的不确定性。同时，政府宏观调控及商业物业发展成熟等因素，可能会对公司未来收益造成不利影响。

（3）公司加大在河北、天津、珠三角和长三角等地拿地规模，加快开发节奏，在建规模较大，公司项目建设支出和土地支出规模持续增长，存在一定资金支出压力。

6. 未来发展

（1）聚焦物业配套服务建设，实现差异化

公司已明确未来与物业配套的健康、医疗、养老产业将成为企业实现可持续发展的方向。具体措施包括：创建独立的文化公司，由其为实施主体，为各个项目搭建泛教育平台；成立独立的益润健康管理公司，搭建以分布式医疗系统、社区医疗站、县市中心医院、顶层医疗资源为主要结构的四级医疗体系；创建“嘉医医疗”医生经纪公司，并与白求恩医学专家委员会合作，搭建医疗移动信息技术平台，通过线上线下的方式，将优质的医疗资源对接给业主。

（2）聚焦都市圈运营模式，充分利用协同效应

都市圈运营模式将是未来主流的房地产运作模式，即通过都市圈中的核心城市和外围城市的有效互动产生协同效应促进经济和社会更快更好地发展。在都市圈模式中，核心城市可以提供优质的经济、医疗、文化、教育资源，外围城市可以提供更加怡人的自然环境和更加个性化的文化休闲配套。在深耕京津冀的同时，公司积极布局长三角、珠三角。目前已经成功进入北京、上海、天津、河北、江苏、安徽、广东及海南等直辖市和省份。公司将凭借自身多元化业务的背景，全

国化布局、国际化发展，构建“创新型城市运营商”的落地，创新无限价值。

总体看，公司未来将围绕都市运营圈涉足健康、医疗、养老等产业，充分利用产业协同效应，公司发展战略与国家级京津冀战略布局保持一致，未来面临较好发展机遇。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2015年财务报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。由于大华会计师事务所（特殊普通合伙）三年审计服务结束，公司为持续提升审计服务质量，经过独立审计服务招标，董事会委任立信会计师事务所（特殊普通合伙）作为公司2016~2017年度审计机构。公司2016~2017年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2018年半年度财务数据未经审计。公司执行财政部最新颁布和修订的《企业会计准则》。

2016年，公司非同一控制下合并子公司3家，分别为北京胜利伟业印刷机械有限公司（取得股权比例90%）、北京中矿华飞科技有限公司（取得股权比例100%）和德信世纪（北京）科技有限公司（取得股权比例100%）；新设子公司11家，多为项目公司。2017年，公司非同一控制下企业合并子公司10家，同一控制下企业合并子公司2家，新设立子公司14家，处置子公司4家，公司新增子公司以项目子公司为主。2018年1~6月，公司新设子公司4家，截至2018年6月底，公司纳入合并报表范围的子公司共90家。

2017年，因同一控制下企业合并北京亿润创智科技有限公司（以下简称“亿润创智”），公司对2017年部分期初数据进行了追溯调整，本报告2016年度数据源自追溯调整之后的财务数据；总体看，公司合并范围有所扩大，但公司下属子公司多数为项目子公司，财务数据可比性仍较强。

截至2017年底，公司合并资产总额506.21亿元，负债合计400.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）105.68亿元，其中归属于母公司所有者权益87.19亿元。2017年，公司实现营业收入93.06亿元，净利润（含少数股东损益）6.02亿元，其中归属于母公司的净利润4.99亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.07亿元，现金及现金等价物净增加额10.13亿元。

截至2018年6月底，公司合并资产总额530.37亿元，负债合计419.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.40亿元，其中归属于母公司所有者权益92.03亿元。2018年1~6月，公司实现营业收入29.51亿元，净利润（含少数股东损益）4.24亿元，其中归属于母公司的净利润2.81亿元；经营活动产生的现金流量净额12.38亿元，现金及现金等价物净增加额-18.81亿元。

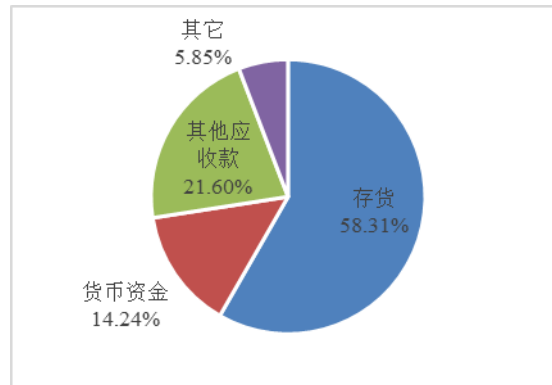
2. 资产质量

2015~2017年，随着公司业务规模扩大，资产规模逐年增长，年均复合增长率达48.63%。截至2017年底，公司资产总额506.21亿元，较年初增长54.45%，流动资产与非流动资产均大幅增长；从资产构成看，公司资产中流动资产占77.62%，非流动资产占22.38%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2015~2017年，公司流动资产规模逐年增加，年均复合增长45.21%，主要系货币资金、其他应收款及存货大幅增长所致。截至2017年底，公司流动资产392.91亿元，较年初增长59.82%；流动资产主要以货币资金（占14.24%）、其他应收款（占21.60%）和存货（占58.31%）为主，具体如下图所示。

图 5 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，受房地产项目签约金额以及融资规模不断扩大影响，公司货币资金逐年增长，年均复合增长率为53.17%。截至2017年底，公司货币资金合计55.93亿元，较年初增长22.97%；公司货币资金主要为银行存款，占比94.57%；公司受限货币资金为3.53亿元，系按揭贷款保证金、贷款保证金存款及履约保证金存款，占货币资金总额6.31%，公司货币资金受限比率较低。

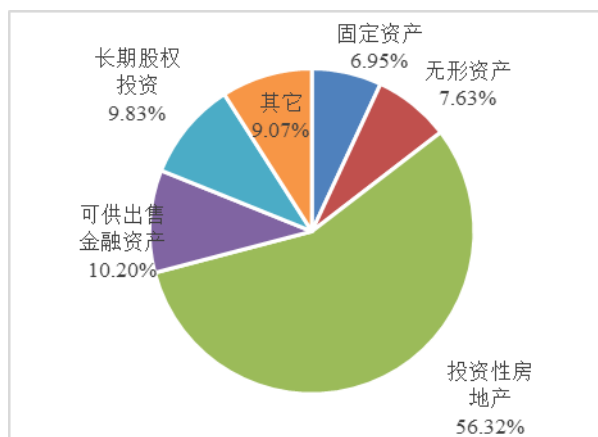
2015~2017年，随着公司业务规模扩大，合作项目增加，往来款及项目合作资金增加拉动公司其他应收款逐年增长，年均复合增长70.80%。截至2017年底，公司其他应收款84.88亿元，较年初增长107.92%；公司其他应收款主要为关联方往来款（占23.24%）、项目合作资金（占32.85%）以及土地一级开发（占34.30%）；公司其他应收款中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收账款余额占50.50%，其中，账龄在一年以内的占89.35%；公司累计计提坏账准备2.10亿元，计提比例2.41%；截至2017年底，公司其他应收款余额前五名合计53.47亿元，占61.48%，集中度较高；公司其他应收款规模较大，对公司的资金形成一定的占用。

2015~2017年，随着公司房地产开发项目的增加，公司存货规模逐年增加，年均复合增长率达36.04%。截至2017年底，公司存货账面价值229.10亿元，较年初增长53.79%，主要系公司在建项目建设投入加大以致开发成本大幅增长所致；公司存货主要由开发成本（占82.55%）和开发产品（占17.45%）构成；由于开发项目所在区域为北京、天津、香河、涿州等“北京大七环区域城市”以及海南等热点旅游城市，公司认为发生减值风险较小，故未计提存货减值准备。但频繁的调控政策使项目后续销售面临一定压力，近期环北京限购政策的出台导致环京楼市价格下跌，公司存货仍面临一定减值风险。

非流动资产

2015~2017年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长率为62.66%。截至2017年底，公司非流动资产合计113.30亿元，较年初增长38.33%，主要系固定资产、长期股权投资和无形资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占10.20%）、长期股权投资（占9.83%）、投资性房地产（占56.32%）、固定资产（占6.95%）和无形资产（占7.63%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2015~2017年，随着公司对外投资规模扩大，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长439.90%。截至2017年底，公司可供出售金融资产11.55亿元，较年初增长10.56%，主要系公司购买长城华西银行理财产品所致。公司可供出售金融资产均按成本计量。

截至2017年底，公司长期股权投资11.14亿元，较年初增长434.00%，主要系对合营及联营企业张家口艾伦房地产开发有限责任公司、张家口鸿坤房地产开发有限公司、合肥蓝光宏景置业有限公司等追加投资所致。2017年，公司长期股权投资权益法下确认的投资损益合计0.05亿元，其中部分合作项目公司由于成立时间较短，尚未开始盈利，出现投资损失，需关注合作项目后续销售盈利情况。

2015~2017年，公司投资性房地产有所波动，年均复合增长26.38%。截至2016年底，公司投资性房地产账面价值63.87亿元，较年初增长59.87%，主要系新增由存货、固定资产和在建工程转入的北京金融基地三块土地使用权、北京鸿坤云时代项目、北京鸿坤智谷项目以及北京经济技术开发区科创十三街项目所致；截至2017年底，公司投资性房地产63.81亿元，较年初变化不大。公司投资性房地产按公允价值计量。

2015~2017年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长313.59%。截至2017年底，公司固定资产账面价值7.88亿元，较年初增长1,982.27%，主要系企业合并导致房屋及建筑物增加所致；公司固定资产以房屋及建筑物为主，占比94.86%，累计计提折旧1.16亿元，固定资产成新率为87.17%，成新率较高。

2015~2017年，公司无形资产有所波动，年均复合增长1,328.68%。截至2017年底，公司无形资产8.64亿元，较年初增长8.61亿元，主要系因企业合并导致土地使用权增长所致。公司无形资产主要为土地使用权，占比99.56%。

截至2017年底，公司所有权或使用权受限资产合计94.63亿元，占资产总额比重为18.69%，受限规模一般。

表 17 截至 2017 年底公司所有权或使用权受限资产情况（单位：元）

项目	年末账面价值	受限原因
货币资金	353,426,678.16	贷款保证金、按揭保证金、履约保证金
存货	5,168,380,852.97	借款抵押
投资性房地产	3,839,937,972.04	债券反担保抵押

项目	年末账面价值	受限原因
可供出售金融资产	100,995,614.70	保函质押反担保
合计	9,462,741,117.87	--

资料来源：公司提供

截至2018年6月底，公司资产总额530.37亿元，较年初增长4.77%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，随着在建项目的持续推进，存货较年初增长12.33%至257.34亿元；受存货、固定资产转入影响，投资性房地产较年初增长18.52%至75.63亿元。公司流动资产和非流动资产占比较年初变化不大，分别为77.10%和22.90%。

总体看，公司资产规模增长较快，以流动资产为主，其中货币资金较充裕，存货减值风险较低，但后续销售面临一定政策压力，关联方往来款规模较大，对公司资金形成一定的占用；随着合作项目的增加，需关注其后续销售情况；公司所有权或使用权受限的资产规模一般，公司整体资产质量一般。

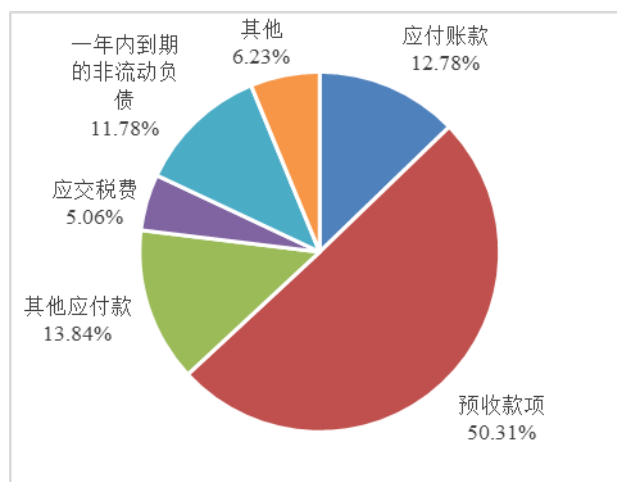
3. 负债及所有者权益

2015~2017年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长52.19%。截至2017年底，公司负债合计400.53亿元，较年初增长55.90%，流动负债和非流动负债均大幅增长；公司流动负债占59.90%，非流动负债占40.10%，公司负债构成以流动负债为主。

流动负债

2015~2017年，随着公司业务规模的扩大及签约销售的大幅增长，公司流动负债逐年增长，年均复合增长37.73%。截至2017年底，公司流动负债239.91亿元，较年初增长42.95%，主要系预收款项、其他应付款以及一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占12.78%）、预收款项（占50.31%）、应交税费（占5.06%）、其他应付款（占13.84%）和一年内到期的非流动负债（占11.78%）构成。

图7 截至2017年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

公司应付账款主要为应付工程款，2015~2017年，受公司经营规模扩大影响，公司应付账款逐年增长，年均复合增长59.17%。截至2017年底，公司应付账款账面余额为30.66亿元，较年初增长5.80%，主要系随着项目的持续推进，公司应付工程款增长所致。

公司预收款项主要为预收房款。2015~2017年，公司开发项目的预售规模持续增长，预收款项年均复合增长35.10%。截至2017年底，受益于房产项目销售情况良好，公司预收款项账面余额120.70亿元，较年初增长36.01%。公司预收账款规模较大，可为公司未来收入提供支撑。

2015~2017年，公司业务规模扩大、拿地节奏加快导致增值税和土地增值税不断提高，拉动公司应交税费逐年增长，年均复合增长102.25%。截至2017年底，公司应交税费12.15亿元，较年初增长42.34%；其中，增值税占比49.15%，土地增值税占比39.02%。

2015~2017年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长率为53.26%，主要系合作项目增加，关联方往来资金增长所致。截至2017年底，公司其他应付款账面余额33.19亿元，较年初增长110.78%；其中，预提土地增值税占17.92%，关联方及其他往来资金占30.91%，押金保证金占23.58%，项目合作资金占13.54%。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债分别为18.17亿元、16.57亿元和28.27亿元，全部为一年内将到期的长期借款。

非流动负债

2015~2017年，受公司融资规模不断扩大影响，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长85.95%。截至2017年底，公司非流动负债160.62亿元，较年初增长80.32%，主要系长期借款大幅增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占86.04%）、应付债券（占7.88%）和递延所得税负债（占6.08%）构成。

2015~2017年，随着公司在建项目投入的增加以及拿地节奏的加快，公司融资需求不断扩大，长期借款逐年增长，年均复合增长86.97%。截至2017年底，公司长期借款账面余额138.20亿元，较年初增长107.15%；从长期借款期限分布集中，2019年到期金额占95.68%，公司长期借款面临一定的集中偿付压力。

截至2017年底，公司应付债券12.65亿元，系公司2016年公开发行两期合计13亿元的公司债券，具体情况如下表所示。

表 18 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

债券简称	证券代码	债券类型	发行规模	发行时间	到期时间
16 鸿坤 01	136521.SH	公司债	9.00	2016 年 7 月	2021 年 7 月
16 鸿坤 02	136556.SH	公司债	4.00	2016 年 7 月	2021 年 7 月

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长18.79%。截至2017年底，公司递延所得税负债9.76亿元，较年初变化不大，主要系投资性房地产公允价值变动引起的应纳税暂时性差异所致。

2015~2017年，随公司经营规模扩大，融资需求增长，公司全部债务年均复合增长66.07%。截至2017年底，公司全部债务192.05亿元，较年初增长86.33%，主要系长期借款增长所致；其中，短期债务占21.45%，长期债务占78.55%，债务结构转为以长期债务为主。2015~2017年，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呈逐年提高态势，截至2017年底分别为79.12%、64.50%和58.80%，较年初分别提高0.74个百分点、5.24个百分点以及5.98个百分点，公司整体债务负担较重。

截至2018年6月底，公司负债合计419.97亿元，较年初增长4.85%，主要系受益于良好的签约销售，预收款项较年初增长12.90%至136.28亿元以及随着银行借款逐步到期，一年内到期的非流动负债较年初增长31.78%至37.25亿元所致。受此影响，公司流动负债占比63.28%（较年初

提高 3.38 个百分点），非流动负债占比 36.72%。

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 198.81 亿元，较年初变动不大；其中，短期债务占比 27.68%，长期债务占比 72.32%。公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 79.18%、64.30%和 56.56%，较年初分别提高 0.06 个百分点、-0.21 个百分点以及-2.24 个百分点，公司债务负担依然较重。

总体看，公司负债以流动负债为主，受长期借款增长影响，公司债务规模增长较快，债务负担有所加重，2019 年存在一定集中偿付压力；整体看，公司债务水平较高，债务负担较重。

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长 37.10%，主要来自于公司未分配利润、少数股东权益以及股东增资。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 105.68 亿元，较年初增长 49.18%，主要系鸿坤集团于 2017 年 11 月对公司增资 17 亿元以及公司收购海南国恒投资有限公司 51% 股权导致少数股东权益大幅增长的共同影响所致；归属于母公司所有者权益合计 87.19 亿元（占比 82.50%），其中实收资本占 25.23%，资本公积占 0.13%，其他综合收益占 26.33%，盈余公积占 1.78%，未分配利润占 46.53%，其中其他综合收益和未分配利润合计占比较大，公司权益稳定性较弱。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益 110.40 亿元，较年初增长 4.47%，主要系未分配利润积累以及投资性房地产公允价值变动导致其他综合收益较年初增长 8.84%至 24.99 亿元所致。其他科目规模及占比变动不大。

总体看，受益于未分配利润、少数股东权益增长以及股东增资，公司所有者权益逐年增长，其中其他综合收益和未分配利润合计占比较大，权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2015~2017 年，受益于业务规模扩大，房地产项目结转项目的增加，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 37.70%；营业成本变动与之趋同，年均复合增长 52.87%。近三年公司营业利润有所波动，2016 年受结转项目毛利率下滑、财务费用和营业税金及附加增长影响，有所减少；2017 年，公司实现营业收入 93.06 亿元，同比增长 17.52%；实现营业利润 10.58 亿元，同比增长 17.06%。

期间费用来看，2015~2017 年，公司期间费用总额呈逐年增长态势，年均复合增长 34.52%。2017 年，公司发生期间费用 13.87 亿元，同比增长 31.36%，主要系销售费用大幅增加所致，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 45.80%、27.36%和 26.84%。近三年，随着公司销售规模逐步扩大，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 28.98%；2017 年，公司发生销售费用 6.35 亿元，同比增长 54.18%。近三年，随着业务规模逐步扩大，公司管理费用呈逐年增长态势，年均复合增长 11.21%；2017 年，公司发生管理费用 3.80 亿元，同比增长 22.09%。近三年，受债务规模扩大影响，公司财务费用呈逐年增长态势，年均复合增长 118.87%；2017 年公司发生财务费用 3.72 亿元，同比增长 11.76%。

从利润构成情况来看，2015~2017 年，公司公允价值变动收益占营业利润比重分别为 11.50%、60.58%和 9.20%；2016 年，公司公允价值变动收益同比增长 271.49%，主要系来自固定资产、存货和在建工程转入，按公允价值计量的投资性房地产较入账成本大幅增长所致。2017 年，随着公允价值变动收益的大幅减少，其对公司利润水平影响不大。

从各项盈利指标来看，受结转项目毛利率影响，公司近三年营业利润率有所波动，2017 年为 24.24%，较上年提高 6.22 个百分点。2015~2017 年，受公司资产总额、净资产以及全部债务规模

不断增长影响，公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率呈持续下滑态势，2017 年分别为 3.91%、3.25%和 6.82%，较上年分别下滑 1.76 个百分点、0.89 个百分点以及 2.32 个百分点。与国内主要房地产上市公司盈利指标比较来看，公司主要盈利指标处于行业中等偏下水平，如下表所示。

表19 2017年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
601588.SH	北辰实业	9.40	3.18	32.88
000006.SZ	深振业 A	15.24	8.15	29.71
600823.SH	世茂股份	10.71	6.27	44.91
000029.SZ	深深房 A	6.76	6.03	28.38
--	鸿坤伟业	6.82	3.25	35.87

资料来源：Wind 资讯

注：本表数据除鸿坤伟业外均引自 Wind，口径与本报告口径有一定差异。

2018年1~6月，公司实现营业收入29.51亿元，较上年同期增长1.14%，基本持平；毛利率为49.57%，较上年增加4.58个百分点，主要系结转河北、海南地区项目较多，这些项目拿地较早，成本较低所致；实现净利润4.24亿元，同比增长2.60%，基本持平；其中归属于母公司净利润2.81亿元，同比下滑31.32%，主要系非全资子公司集中交付所致。

总体看，近三年，公司营业收入规模逐年扩大，营业利润有所波动，公允价值变动收益对公司利润水平影响不大，盈利能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，受益于公司业务规模扩大，销售情况较好，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 28.17%；2017 年，公司经营活动现金流入 173.89 亿元，同比增长 17.80%。2015~2017 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 31.61%；2017 年，公司经营活动现金流出 187.95 亿元，同比增长 63.21%，主要系业务规模扩大，拿地节奏加快以及开发投资增长所致。2015~2017 年，公司经营活动现金流量净额分别为-2.69 亿元、32.46 亿元和-14.07 亿元，2017 年，公司经营活动净现金流由净流入转为净流出。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，受收回银行理财产品现金波动影响，公司投资活动现金流入呈波动减少态势，年均复合减少 22.15%；2017 年，公司投资活动现金流入 9.31 亿元，同比增长 346.74%。2015~2017 年，受支付其他与投资活动有关的现金（关联方资金拆借）逐年大幅增长影响，公司投资活动现金流出逐年增长，年均复合增长 180.49%；2017 年，公司投资活动现金流出 118.58 亿元，同比大幅增长 177.24%。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为 0.29 亿元、-40.69 亿元和-109.27 亿元，近两年呈持续净流出状态。

从筹资活动情况来看，2015~2017 年，受融资规模持续扩大影响，公司筹资活动现金流入逐年增长，年均复合增长 96.82%；2017 年，公司筹资活动现金流入为 167.69 亿元，同比增长 100.60%。2015~2017 年，受偿还债务规模波动影响，公司筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 6.37%；2017 年，筹资活动现金流出为 34.23 亿元，同比减少 38.70%。2015~2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 13.04 亿元、27.76 亿元和 133.46 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营活动现金流量净额 12.38 亿元，由 2017 年的净流出转为净流入，经营活动现金流有所好转；投资活动现金流量净额-40.60 亿元，受较大规模的关联方拆出以及投资意向金影响，公司投资活动现金流持续净流出状态；筹资活动现金流量净额 9.41 亿元。

总体看，受益于公司业务规模扩大，销售情况较好，公司经营活动现金流入逐年增长，进入 2017 年随着在建投入及土地储备规模的增加，现金流转为净流出状态，进入 2018 年经营活动现金流有所好转；受关联方资金拆借影响，公司投资活动净现金流近年持续为净流出状态；随着公司融资规模扩大，筹资活动现金流量净额逐年增长，随着公司借款的逐步到期、在建项目的进一步投入，公司筹资活动规模将进一步增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.47 倍、1.46 倍和 1.64 倍，2017 年上升较大主要系在建项目投入加大，合作项目增加所致；公司速动比率分别为 0.49 倍、0.58 倍和 0.68 倍，亦呈现逐步上升态势；公司现金短期债务比有所波动，2017 年为 1.36 倍，较上年有所下滑，但公司现金类资产对短期债务的覆盖能力仍属较强。考虑到公司存货价值较大且具有一定变现的能力，预收款项规模较大且未来将结转为营业收入，整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，受利润总额波动影响，公司 EBITDA 波动增长，年均复合增长 0.15%；2017 年，公司 EBITDA 为 13.87 亿元，较上年增长 14.41%。其中利润总额占 74.61%，计入财务费用的利息支出占 23.13%，折旧占 1.13%，摊销占 1.13%。近三年，公司 EBITDA 利息倍数波动下滑，分别为 2.37 倍、1.73 倍和 2.10 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.12 倍和 0.07 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 6 月底，公司对外担保 12.59 亿元，全部为关联担保，占净资产比重 11.40%，占比一般。目前被担保企业均正常经营，若未来被担保企业经营不善，公司存在或有负债风险。

表20 截至2018年6月底公司对外担保情况

被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日	担保类型
张家口艾伦房地产开发有限公司	70,000.00万元人民币	2016/11/11	2018/11/11	贷款担保
JOYFUL BUSINESS TRADE CO.,LIMITED (怡合商贸有限公司)	1,296.00万美元(2017年最后一个工作日汇率6.5342,折合人民币8,468.32万元)	2017/5/23	2019/6/10	贷款担保
北京亿润资产管理有限公司	37,400万元人民币	2017/2/14	2020/2/14	贷款担保
合肥蓝光宏景置业有限公司	10,000万元人民币	2018/03/22	2019/03/19	
合计	125,868.32万元人民币	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 6 月底，公司不存在尚未了结的或可预见的对正常经营和财务状况产生实质性不利影响的重大诉讼。

截至 2018 年 6 月底，公司获得银行等金融机构综合授信 245.83 亿元，已使用 191.99 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

根据公司提供的中国人民银行 2018 年 8 月 24 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G1011011503125250H），公司未结清信贷信息中无不良贷款或关注类信贷信息记录；已结清信贷信息中存在两笔欠息，其中一笔系人员流换导致的工作遗漏，已补缴；另外一笔系 2011 年与农行约定，公司用西红门农行拆迁工程款抵 2010 年签订的固定资产贷款利息，后因 2012 年农行上市审计机构要求分开结算，公司于 2012 年 3 月 16 日偿还该笔利息；存在 1 笔关注类贷款，系 2004 年公司出纳离职，工

作交接不及时导致 1 万元贷款未及时结清，公司于 2005 年结清该笔贷款。

总体看，公司现金类资产较为充足，目前房地产项目区域位置较好，未来随着公司在建项目的销售结转，公司收入水平有望增长，整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 6 月底，公司债务总额为 198.81 亿元，本次拟发行债券规模不超过 12.00 亿元（含 12.00 亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度对公司债务结构影响一般。

以 2018 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 12.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 79.64%、65.63% 和 58.52%，较年初分别上升 0.46 个百分点和 1.33 个百分点和 1.96 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本次债券募集资金拟全部用于偿还有息债务，实际指标可能低于上述预测值。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2017 年底的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 13.87 亿元，为本次公司债券发行额度（12.00 亿元）的 1.16 倍，EBITDA 对本次债券覆盖程度尚可；2017 年经营活动产生的现金流入 173.89 亿元，为本次公司债券发行额度（12.00 亿元）的 14.49 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产 55.93 亿元，为本次债券发行额度（12.00 亿元）的 4.66 倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、开发规模、多元化经营模式、品牌影响力、土地储备和投资性房地产增值性等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

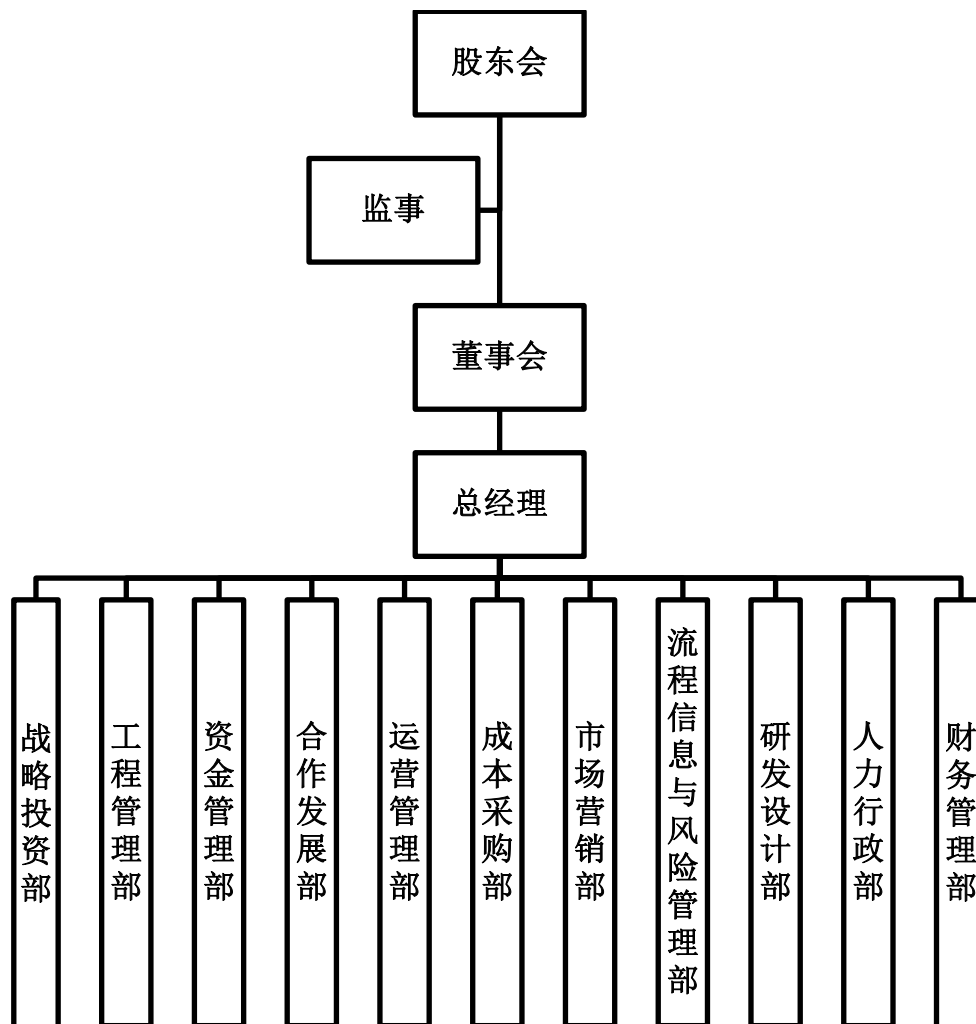
公司作为京津冀区域内知名的房地产开发企业，在综合实力、拿地规模、开发节奏、经营模式和产业创新等方面具有竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所处房地产行业存在政策风险；由于近年北京市区拿地成本高企，公司逐渐收缩北京市区项目，同时加大在河北、天津等地拿地规模，加快开发节奏，公司项目建设支出和土地支出规模持续增长，债务负担加重，存在一定资金压力，权益稳定性弱，公司盈利能力下滑等不利因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，随着在建项目的陆续竣工，预计未来公司收入规模将持续增长，公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 北京鸿坤伟业房地产开发有限公司

组织架构图



附件 2 北京鸿坤伟业房地产开发有限公司

主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
资产总额（亿元）	229.15	327.75	506.21	530.37
所有者权益（亿元）	56.23	70.84	105.68	110.40
短期债务（亿元）	30.10	23.74	41.20	55.04
长期债务（亿元）	39.53	79.33	150.85	143.77
全部债务（亿元）	69.64	103.07	192.05	198.81
营业收入（亿元）	49.08	79.18	93.06	29.51
净利润（亿元）	10.10	5.81	6.02	4.24
EBITDA（亿元）	13.83	12.12	13.87	--
经营性净现金流（亿元）	-2.69	32.46	-14.07	12.38
流动资产周转次数（次）	0.30	0.37	0.29	--
存货周转次数（次）	0.24	0.37	0.32	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.28	0.22	--
现金收入比率（%）	136.39	133.35	139.45	164.22
总资本收益率（%）	9.55	5.67	3.91	--
总资产报酬率（%）	6.69	4.14	3.25	--
净资产收益率（%）	19.51	9.14	6.82	--
营业利润率（%）	39.09	18.03	24.24	36.70
费用收入比（%）	15.62	13.34	14.91	19.33
资产负债率（%）	75.46	78.39	79.12	79.18
全部债务资本化比率（%）	55.33	59.27	64.50	64.30
长期债务资本化比率（%）	41.28	52.83	58.80	56.56
EBITDA 利息倍数（倍）	2.37	1.73	2.10	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.12	0.07	--
流动比率（倍）	1.47	1.46	1.64	1.54
速动比率（倍）	0.49	0.58	0.68	0.57
现金短期债务比（倍）	0.79	1.92	1.36	0.80
经营现金流动负债比率（%）	-2.13	19.34	-5.86	4.66
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.15	1.01	1.16	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3、2016 年财务数据为追溯调整之后的数据；4、2018 年半年度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本次-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / (期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2 × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / (期初总资产 + 期末总资产) / 2 × 100%
净资产收益率	净利润 / (期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2 × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债
 全部债务 = 长期债务 + 短期债务
 EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 2018 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年北京鸿坤伟业房地产开发有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京鸿坤伟业房地产开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京鸿坤伟业房地产开发有限公司的相关状况，如发现北京鸿坤伟业房地产开发有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北京鸿坤伟业房地产开发有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至北京鸿坤伟业房地产开发有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京鸿坤伟业房地产开发有限公司、监管部门等。

