跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1092 号

北京兆泰集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”进行跟踪评级，确定：

北京兆泰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

北京兆泰集团股份有限公司公开发行的“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

北京兆泰集团股份有限公司
公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
16 兆泰 01	16.34 亿元	5 年（3+2）	AA	AA+	2019.06.21
16 兆泰 02	6.67 亿元	5 年（3+2）	AA	AA+	2019.06.21

跟踪评级时间：2020 年 5 月 28 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	253.48	277.92	275.55
所有者权益（亿元）	105.31	112.83	125.29
长期债务（亿元）	97.87	106.89	95.30
全部债务（亿元）	103.27	117.05	108.31
营业收入（亿元）	12.64	12.77	13.68
净利润（亿元）	4.50	8.96	5.97
EBITDA（亿元）	11.50	18.53	13.32
经营性净现金流（亿元）	3.01	6.62	0.05
营业利润率（%）	79.07	79.01	66.37
净资产收益率（%）	4.41	8.21	5.01
资产负债率（%）	58.45	59.40	54.53
全部债务资本化比率（%）	49.51	50.92	46.37
流动比率（倍）	3.83	3.46	3.59
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.16	0.12
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	3.16	1.88
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.50	0.81	0.58

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“兆泰集团”或“公司”）作为专业从事物业运营的房地产企业，持有物业主要位于北京东二环及金融街商圈，地理位置优越，能为公司带来持续稳定的现金流且未来具备一定的增值空间。2019 年，公司经营情况较好，出租率高，公司物业单位租金稳中有升，主营业务收入随之增长，新增物业或带来收入增长，经营活动现金流持续保持净流入，债务负担仍处于合理水平。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司商业物业区域集中度高，财务费用对公司盈利侵蚀较大，营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高，资产流动性一般，存在一定的集中到期偿付压力及或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司不断对现有商业物业项目进行升级改造，引进高端、稳定的客户入驻，同时，加快储备项目的开发建设及完工项目的招商进度。未来，随着在建及完工项目顺利投入运营，公司收入及现金流将有望得到显著提升。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“16兆泰01”和“16兆泰02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. **公司自持物业区位优势明显，新增物业入市有望带来收入增长。**公司持有及在建物业项目主要集中于北京金融街及东二环核心商圈，区位资源不可复制，未来具备一定的增值空间；公司东二环A2项目已进入招商阶段，预计2020年8月竣工，若该物业顺利开业，公司自持物业租金收入有望进一步增长。

2. **公司自持物业经营状况稳定。**2019年，

随着公司自持物业单位租金稳中有升，公司主营业务收入继续小幅增长。公司通过经营和出租物业能够获得持续稳定的收益及现金流，经营状况保持稳定。

3．**公司债务水平合理且以长期债务为主。**2019年，公司债务负担有所减轻，债务结构合理，仍主要为长期债务；经营活动现金流保持净流入。

关注

1．**公司商业物业区域集中度高。**公司营业收入主要来源于物业租赁业务，考虑到公司自持物业主要集中于北京，未来若区域写字楼租赁市场出现波动，公司自持物业公允价值及租赁业务收入将受到一定影响。此次新冠疫情对公司商场及酒店经营短期内或造成一定影响。

2．**公司资产流动性一般，存在一定的集中到期偿付压力及一定或有负债风险。**2019年，公司受限资产比例较高，关联往来及关联担保规模较大，资产流动性一般；公司债券于2021年到期金额较大，存在一定的集中到期偿付压力。

3．**财务费用对公司利润侵蚀较大，营业利润较依赖非经常性损益。**2019年，公司费用化支出较高，对利润影响较大；公司营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高。公司投资海外基金规模较大，面临一定的政治风险、外汇风险及减值风险。

分析师

曹梦茹　登记编号（R0040218090002）
罗星驰　登记编号（R0040218050005）

邮箱：lh@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 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

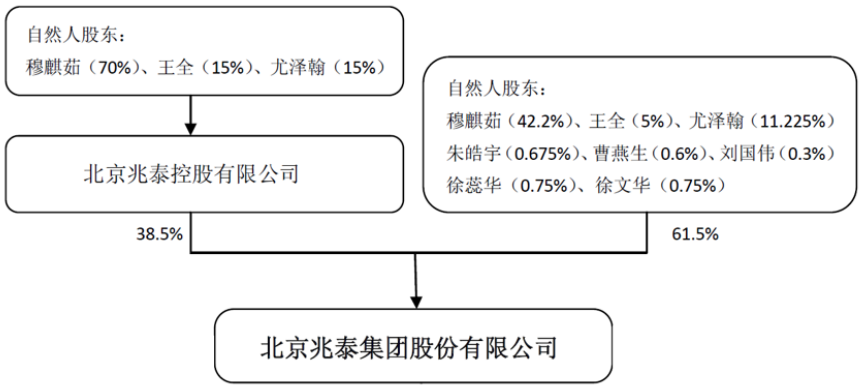
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“兆泰集团”或“公司”）前身为北京兆泰房地产开发公司（以下简称“开发公司”），开发公司系经北京市城乡建设委员会（92）京建开字第 492 号文件批复，由北京青年实业集团公司投资成立的全民所有制企业，初始注册资本 8,000 万元。1997 年 2 月开发公司改制为北京兆泰房地产开发有限责任公司。2007 年 11 月，公司以发起设立的方式由有限责任公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 62,000 万元。后经多次转股增资，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 70,500 万元，控股股东为北京兆泰控股有限公司，实际控制人为穆麒茹。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及组织结构无重大变化。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内包含子公司共计 8 家，本部共有员工 59 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 275.55 亿元，负债合计 150.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.44 亿元。2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，净利润（含少数股东损益）5.97 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.54 亿元。

公司注册地址：北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇大厦东侧楼 19 层；公司法定代表人：穆麒茹。

二、债券发行及募集资金使用情况

经证监会证监许可〔2015〕2715 号文核准，公司获准发行不超过 30 亿元的公司债券。公司分别于 2016 年 1 月 21 日和 2016 年 3 月 16 日发行两期公司债券。北京兆泰集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）发行总额为人民币 20 亿元，债券期限 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行票面利率为 4.93%，按年支付利息，到期一次还本，已于 2016 年 2 月 18 日在上海证券交易所上市，债券简称为“16 兆泰 01”，证券代码为“136178.SH”；北京兆泰集团股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）发行总额为人民币 10 亿元，债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 4.18%，按年支付利息，到期一次还本，已于 2016 年 4 月 7 日在上海证券交易所上市，债券简称为“16 兆泰 02”，证

券代码为“136293.SH”。

截至2019年底，“16兆泰01”募集资金已使用完毕，募集资金使用按计划履行程序。公司于2018年12月20日至2018年12月26日内对“16兆泰01”进行登记回售，回售金额为3.66亿元，债券余额16.34亿元，票面利率上调至7.50%。公司已于2020年1月21日支付“16兆泰01”2019年1月21日至2020年1月20日期间利息。

截至2019年底，“16兆泰02”募集资金已使用完毕，募集资金使用按计划履行程序。公司于2019年2月18日至2019年2月22日内对“16兆泰02”进行登记回售，“16兆泰02”回售金额为3.33亿元，债券余额6.67亿元，票面利率上调至7.50%。公司于2020年3月16日支付“16兆泰02”2019年3月16日至2020年3月15日期间利息。

三、行业分析

1．行业概况

商业地产近年来保持了较高增长，但增速明显下降；2019年以来，随着部分地区市场饱和，投资增速再度放缓；去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。由于受房地产调控政策影响相对较小，近年来我国商业地产发展速度较快。

2019年，商业地产投资增速持续放缓。我国商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.71%；办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.78%。

从办公楼供求情况看，2016年以来，受经济增速放缓影响，办公用房开发增速放缓，供过于求的现象有所缓解。2019年，办公楼竣工面积3,923.39万平方米，同比增长1.01%，增速较上年上升4.07个百分点；办公楼销售面积3,722.76万平方米，同比下降14.68%，增速较上年下降18.94个百分点。

商业地产出租方面，2019年上半年，百街商铺平均租金为25.6元/平米·天，环比上涨0.72%。2019年下半年，百街商铺平均租金为25.9元/平方米·天，环比上涨0.58%。分城市等级来看，2019年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占74.1%，环比下跌的商业街占11.1%，14.8%的商业街租金与上期持平。二线城市中租金环比上涨的商业街占70.0%，环比下跌的商业街占30.0%。二线城市中，南昌主要商业街租金全部下跌，天津、苏州、重庆和海口主要商业街租金涨跌互现，成都、武汉、杭州等6个城市商业街租金较上期均全部上涨。其中，苏州龙湖狮山金街租金环比涨幅为3.24%，位列二线城市各商业街租金涨幅第一位。2019年下半年，百MALL商铺平均租金为27.2元/平方米·天，环比上涨0.44%。写字楼方面，根据中国房地产指数系统写字楼租金指数对全国重点城市主要商圈写字楼租赁样本的调查数据，2019年四季度，全国重点城市主要商圈写字楼租金整体水平环比有所下跌，平均租金为4.9元/平米·天，跌幅为0.67%。从商圈来看，租金环比上涨的商圈占38.8%，租金环比下跌的商圈占56.3%，5.0%的商圈租金与上期持平。

2．竞争格局

商业地产行业竞争激烈，规模优势显著，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

从商业物业价值来看，根据2018年中国房地产企业商业物业价值TOP100排行榜，TOP50集中

度保持稳定，商业价值门槛整体提升。商业地产行业延续强者恒强的趋势，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。另一方面，商业地产行业的集中度仍属较低，行业竞争激烈。

表 1　2019 年中国房地产企业商业物业价值 Top10 排行榜

排名	企业名称	排名	企业名称
1	大连万达集团股份有限公司	6	龙湖集团控股有限公司
2	华润置地有限公司	7	太古地产有限公司
3	大悦城控股集团股份有限公司	8	奥园商业地产集团
4	绿地控股集团股份有限公司	9	九龙仓集团有限公司
5	新鸿基地产发展有限公司	10	世茂商业及主题娱乐

资料来源：亿翰智库

3．行业关注

行业竞争激烈，集中度上升

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑的共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢

商业地产开发过程中预售节点往往较晚，而且由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，投资回报期相对较长，对于开发商的资金周转产生一定的影响，加重其融资压力。

新冠疫情致商业地产复苏进程缓慢

目前，疫情防控进入常态化，工作生活有望恢复。但是国外的疫情发展令人担忧，国际经济风险对中国或将产生一定冲击力。2019年以来，一线城市写字楼和产业园市场进入下行周期，北上广深平均租金水平创三年新低，空置率水平创出三年新高在25%以上。受疫情影响，预计商业地产市场的复苏进程或将缓慢并具不确定性。

4．行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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投入的关键，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目具有更强的竞争实力。目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，随着中国房地产金融进一步

的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

四、管理分析

2019 年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变更。公司高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，随着物业租赁租金的增长，公司主营业务收入小幅增长；主营业务毛利率受房屋出租毛利率下降及房屋销售毛利率为负影响，有所下降，但仍处于较高水平。

公司具备房地产开发四级资质，以自持物业经营为主业。其中，地产开发项目以一线城市核心地段商业地产及写字楼开发建设为主、住宅为辅，开发项目主要包括写字楼、酒店、商业街区、商业综合体、高档住宅、公寓等；自持物业经营主要包括优质写字楼、商业综合体及酒店。

2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，同比增长 7.14%，主要系子公司结转御水苑项目收入所致；实现主营业务收入 12.75 亿元，占营业收入的 93.20%，主营业务仍然突出。从收入构成看，2019 年，公司房屋出租收入 10.57 亿元，变化不大；房屋出租收入占主营业务收入的 82.90%。酒店服务收入为公司经营的悠唐皇冠假日酒店产生的客房及其他收入，2019 年酒店服务收入 1.65 亿元，同比小幅上升；酒店服务收入占主营业务收入的 12.96%。2019 年，公司房屋销售收入 0.29 亿元，主要来源于麒麟公馆零星住宅销售收入，占主营业务的比例不大。其他收入主要包括物业费收入、水电费收入等，占比不大。

表 2　2017－2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	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	0.32	2.58	66.82	0.26	2.08	80.41	0.29	2.31	-759.92
房屋出租	10.30	83.06	92.15	10.35	82.80	92.03	10.57	82.90	90.64
酒店服务	1.51	12.18	91.68	1.62	12.96	92.49	1.65	12.96	92.54
其他服务	0.27	2.18	28.68	0.27	2.16	25.41	0.23	1.83	28.50
合计	**12.40**	**100.00**	**90.06**	**12.50**	**100.00**	**90.41**	**12.75**	**100.00**	**70.09**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，2019 年，公司主营业务毛利率为 70.09%，同比下降 20.32 个百分点，主要系房屋出租毛利率下降以及房屋销售毛利率为负所致。2019 年，公司房屋出租业务毛利率为 90.64%，同比小幅下降，主要系悠唐商业发生部分改造支出，导致租赁成本增加所致。公司其他服务毛利率有所上升，但贡献收入比例较低，对毛利率影响不大。公司房屋销售毛利率大幅下降主要系本期结转销售成本[1]增加所致。

[1] 公司子公司开发的北丰危改小区完工时针对部分未安置的拆迁户预估了拆迁成本，2019 年各方对拆迁补偿方案达成一致，并进行了拆迁成本的最终结算。但因历时较长，房价上涨，最终按市场价格结算的成本较之前预估有所增加，本期将增加的成本在已售面积与未售面积之间按比例分摊，其中已售部分计入当期营业成本 2.38 亿元，未售部分计入自持物业原值。因该项成本属于 2019 年度新增确认事项，以前期间无法预估，故直接计入当期成本。

2．业务运营

（1）自持物业租赁业务

公司自持物业资产质量高，项目评估值较为合理，2019 年单位租金均稳中有升，公司通过经营和出租物业能够获得持续稳定的收益及现金流，经营状况保持稳定。

公司目前自持运营类业务主要有写字楼、商业、酒店及高端公寓。自持物业主要位于北京西城区金融街区域与东二环朝阳门区域，区位优势突出。

2019 年，公司租赁收入主要来自于自持写字楼及少量高端公寓，包括丰汇时代大厦、丰汇园 21 号楼、悠唐国际 A 座、丰融国际大厦、丰铭国际大厦、麒麟公馆等，作为公司经营业态主要组成部分，该业态的保值增值能力较强，盈利能力良好；公司开发并持有的悠唐购物中心与北京朝阳悠唐皇冠假日酒店已经成为北京东二环地带的重要地标。2019 年，公司实现租赁收入 10.57 亿元，与上年基本持平。截至 2019 年底，公司自持物业可租面积 47.88 万平方米，账面价值合计 157.54 亿元。从评估单价来看，公司自持物业评估单价在 0.97~5.54 万元/平方米之间，较为合理。考虑到公司自持物业区位优势明显，未来仍有一定增值空间。

表 3　截至 2019 年底公司自持物业情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目名称	区域	建筑面积	可租面积	物业概况	投资成本	账面价值	评估单价
丰汇时代大厦	北京金融街	2.00	1.63	商业及办公	1.57	9.74	4.87
丰汇园 21 号楼	北京金融街	0.67	0.67	商业及办公	0.24	3.71	5.54
麒麟公馆	北京朝阳门	2.0	1.29	住宅	4.31	3.43	1.72
悠唐国际 A 座	北京朝阳门	1.44	1.07	住宅	3.20	2.57	1.78
丰融国际大厦	北京金融街	7.29	7.17	写字楼	6.35	35.11	4.82
丰铭国际大厦	北京金融街	6.22	6.08	写字楼	7.24	28.19	4.53
丰侨大厦（北丰 C1）	北京金融街	0.34	0.34	写字楼	0.38	1.78	5.23
后海北沿	北京后海	0.37	0.37	商业	0.48	0.45	1.20
悠唐商业（一期、二期）	北京朝阳门	11.85	11.85	商业	12.40	41.43	3.5
悠唐酒店	北京朝阳门	3.59	3.59	酒店	6.30	5.11	1.42
丰侨公寓	北京金融街	1.30	0.93	商业及住宅	0.53	1.26	0.97
珠江帝景	北京广渠路	0.40	0.40	商业	0.84	1.20	3.01
水璟唐 C 区	成都水井坊	2.98	2.98	商业	6.75	6.52	2.19
鑫福海大厦	北京海户屯	9.51	9.51	商业	17.04	17.04	1.79
合计	**--**	**49.96**	**47.88**	**--**	**67.63**	**157.54**	**3.15**

注：建筑面积和投资成本不含已销售部分，只含自持物业经营部分
资料来源：公司提供

公司所开发的项目以在北京核心区域的精品写字楼为主，主要位于西城区金融街区域与东二环朝阳门区域，区位优势明显。租金方面，2019 年，公司自持物业租金水平均稳中有升。

出租率方面，公司自持物业出租率整体保持较高水平；其中，丰汇园 21 号楼、麒麟公馆、丰侨大厦（北丰 C1）、珠江帝景、后海北沿和丰侨公寓底商出租率均为 100.00%；丰汇时代大厦、悠唐国际 A 座和悠唐酒店出租率上升至 91.00%、90.00%和 89.00%；受部分租户到期影响，丰融国际大厦、丰铭国际大厦出租率有所下降；悠唐商业（一期、二期）出租率下降，主要系悠唐商业正处于分区域、分阶段进行改造升级阶段，部分租户进行业态调整所致。水璟唐 C 区出租率由 42.00%上升至 60.00%，但仍处于较低水平，主要系周边 A、B 和 D 区项目仍处于前期平房拆迁阶段，商业氛围不足所致。2020 年初，由于新冠疫情的爆发，公司积极响应国家号召，对悠唐商业

租户实施了减免租金（2020.1.25-2020.3.31）优惠政策，目前随着疫情的减缓，悠唐商业已恢复营业并正常收取租金。

表 4　2017－2019 年公司自持物业经营情况（单位：%、元/日/平方米）

项目名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	出租率	单位租金	出租率	单位租金	出租率	单位租金
丰汇时代大厦	100.00	17.04	89.00	16.77	91.00	17.19
丰汇园 21 号楼	100.00	9.88	100.00	9.88	100.00	10.37
麒麟公馆	77.00	3.54	100.00	3.35	100.00	3.45
悠唐国际 A 座	94.00	9.26	86.00	8.88	90.00	8.88
丰融国际大厦	99.00	17.79	99.00	18.12	92.00	19.56
丰铭国际大厦	100.00	18.97	94.00	19.56	92.00	20.45
丰侨大厦（北丰 C1）	100.00	14.42	100.00	16.57	100.00	16.57
珠江帝景	100.00	7.31	100.00	7.43	100.00	8.04
后海北沿	100.00	4.75	100.00	4.81	100.00	5.55
悠唐商业（一期、二期）	99.08	8.44	93.00	9.76	89.00	10.10
悠唐酒店	84.63	842	86.24	897.00	87.00	913.00
丰侨公寓底商	100.00	10.23	100.00	10.39	100.00	10.39
水璟唐 C 区	46.38	3.16	42.00	3.16	60.00	4.26
鑫福海大厦	--	--	--	--	--	--

注：截至2019年底，鑫福海大厦项目尚未开始运营，后期将根据政府规划出租或整体出售
资料来源：公司提供

（2）房地产开发

公司土地储备规模不大，但地理位置优势突出，升值空间大，待完工投入运营后未来几年内将为公司提供较为充足的收入来源。

从公司土地储备情况来看，2019 年，公司无新增土地储备。截至 2019 年末，公司土地储备占地面积 8.11 万平方米。除水井坊历史文化街区保护整治工程项目位于成都外，其余项目均集中在北京核心地段，属稀缺资源，且由于取得时间较早，获取成本较低。

表 5　截至 2019 年末公司土地储备情况

项目名称	所在地	股权占比（%）	物业类型	占地面积（万平方米）	规划建面（万平方米）	获取成本（亿元）	楼面均价（元/平方米）
雅宝路危改二期 A 区 A2 楼项目	北京	100.00	写字楼	0.94	17.02	10.45	8,572
水井坊历史文化街区保护整治工程项目	成都	89.74	商业	3.99	容积率调整中	7.67	--
商业金融（新兴盛危改小区）项目	北京	20.00	写字楼	3.18	容积率调整中	20.50	--
合计	--	--	--	**8.11**	--	**38.62**	--

注：商业金融（新兴盛危改小区）项目为非并表项目；公司土储口径包括拟建及在建项目
资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司在建项目共 2 个，开发建筑面积 26.24 万平方米，预计总投资约 57.63 亿元，已投资 47.79 亿元，尚需投资 9.84 亿元，资金压力不大。

表 6　截至 2019 年末公司在建项目情况

项目	股权占比（%）	总建筑面积（万平方米）	计划总投资（亿元）	已完成投资（亿元）	未来尚需投资（亿元）	开工时间
雅宝路危改二期 A2 项目	100.00	17.02	35.50	32.99	2.51	2014 年
水井坊历史文化街区保护整治工程项目	89.74	--	22.13	14.80	7.33	2012 年
合计	**--**	**--**	**57.63**	**47.79**	**9.84**	**--**

资料来源：公司提供

水井坊历史文化街区保护整治工程项目位于成都市城市核心区，整个街区位于两江汇合处，项目东起九眼桥西，西至锦江，北到水津街和双槐树街、金泉街，南临滨江东路，总占地面积约 3.99 万平方米。项目所在位置临近未来的金融 CBD 区域；拥有成都最集中、最密集的消费需求。项目计划总投资 22.13 亿元，截至 2019 年底已投入 14.80 亿元。预计完工时间为 2023 年下半年，完工后公司计划自持或部分销售。

公司开发建设的雅宝路危改二期项目，分为 A、B 两区。A 区中，最后一期开发项目为 A2 项目。项目位于北京市东二环东侧，南邻司法部南街，北侧为 A1（中粮福临门）办公楼，东临 A3（麒麟新金山）办公楼，是东二环临街最后一块建设用地，公司对该地块定位为超 5A 级品质标准的 21 世纪复合经济业态写字楼。雅宝路危改二期项目为分期开发，其中 A2 项目于 2014 年开工，北京市政府为了中央政务区安全，启动了在建及未审批项目高度复核，在政府调整规划高度期间，公司无法正常施工，取得政府新的规划后重新开工，现已结构封顶。A2 项目总用地面积为 0.94 万平方米，总建筑面积为 17.02 万平方米，其中地上建筑面积为 12.19 万平方米，地下建筑面积为 4.82 万平方米。A2 项目总投资预计为 35.50 亿元，截至 2019 年末，已投入 32.99 亿元。A2 项目预计将于 2020 年 8 月完工，公司将视情况选择全部自持或部分销售，如全部自持，租赁稳定后每年预计增加租赁收入 5 亿元；如部分销售部分租赁，预计销售可实现回款 30 亿元，每年预计增加租赁收入约 3.5 亿元。公司目前已启动招租规划，预计 2020 年底出租率可达 50%。

公司未来拟开发项目商业金融（新兴盛危改小区）项目坐落于北京中心地段，位于太平桥大街东侧沿街，临近金融街。该地块为一、二级混合地，公司持股比例 20%。规划总用地面积约 7.61 万平方米，商业金融（新兴盛危改小区）项目总用地面积 5.86 万平方米，其中协议出让用地面积 3.18 万平方米，用地性质为商业金融；一级开发用地面积 2.68 万平方米，用地性质为商业金融；目前项目进展良好，一、二级地块居民拆迁已基本完成。该项目为金融街区域最后一块建设用地，极具资源稀缺性，被西城区政府列为金融街拓展工作重点项目。项目建成后公司计划自持或部分销售。

（3）酒店服务业务

2019 年，公司酒店服务业务经营情况保持稳定；此次新冠疫情短期内或对公司酒店经营造成一定影响。

公司酒店服务业务收入主要来自于朝阳区悠唐皇冠假日酒店。

北京朝阳悠唐皇冠假日酒店由洲际酒店集团负责全面运营管理并使用其品牌，其营业收入与毛利率在北京同档次的各大酒店中稳居前列。酒店拥有 360 间客房，房型包括：高级房、豪华房、精品房和套房；酒店 18 至 20 层为皇冠假日行政楼层。酒店的会议设施优良，无柱式皇冠大宴会厅面积达 1,050 平方米，可分割为 3 个宴会厅，可容纳 900 人以上；480 平方米的云霄礼堂，是北京唯一拥有穹顶阳光的礼堂，还有多个 40 平方米至 300 平方米的多功能会议厅。2018 年朝阳悠唐皇冠假日酒店多项经营指标领先行业平均水平，RevPAR（可出租房平均房价）值在北京 6 家皇

冠假日酒店中稳居首位。2019 年，公司实现酒店服务业务收入 1.65 亿元，较上年增长 1.85%，经营状况稳中有升。但 2020 年以来受疫情影响，酒店入住率有所下降，对酒店经营短期内或造成一定影响。

3．经营关注

主营业务区域集中度高

公司目前营业收入主要来源于物业租赁业务，考虑到公司自持物业主要集中于北京，未来若区域写字楼租赁市场出现波动，公司自持物业公允价值及租赁业务收入将受到一定影响，届时将对公司盈利能力及偿债能力带来一定负面影响。

疫情或对酒店及商业的经营产生短期不利影响

2020 年以来受疫情影响，酒店入住率有所下降；悠唐商业则采取疫情期减租或免租的优惠政策。新冠疫情的爆发或短期内对公司商业及酒店经营或造成一定影响。

4．未来发展

公司发展目标清晰，实施路径具体可行

公司明确了“地产+金融；品牌+运营；空间+产投”作为发展的核心方向。公司以城市空间运营管理为基础，以地产金融业务为支撑，打造轻资产运作模式为主导，以商业地产开发运营为龙头的多元化集团公司。公司秉持“守正出新，专注致远”的核心价值观，致力“打造城市核心地段新生活地标，建设最优质物业，创造持续价值”。

公司对未来发展提出了明确的发展目标：在 2025 年资产规模达到 500 亿元，自持物业体量超过 100 万平方米；聚焦北京，立足规划新政，协调发展；打造写字楼行业标杆品质；自持物业收入 5 年复合增长率不低于 20%。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年财务报告已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留的审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制。此外，公司还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 8 户，较年初减少 2 户，新设子公司 1 户，合并范围变动对公司影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 275.55 亿元，负债合计 150.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）125.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益 113.44 亿元。2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，净利润（含少数股东损益）5.97 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 5.64 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.05 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.54 亿元。

2．资产质量

2019 年，公司资产受限比例较高，其他应收款规模较大、占用资金，资产流动性有待提升；但考虑到公司存货和投资性房地产主要位于北京，地理位置优越，未来仍存在一定增值空间，整

体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 275.55 亿元，较年初下降 0.85%，较年初变化不大。其中，流动资产占 38.63%，非流动资产占 61.37%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较年初占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动资产 106.45 亿元，较年初下降 14.39%，主要系其他应收款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.61%）、其他应收款（占 38.37%）、存货（占 49.54%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 11.29 亿元，较年初增长 45.19%，主要系公司收回银行理财产品投资资金所致；货币资金主要由银行存款（占 99.73%）构成，货币资金中有 316.52 万元受限资金，受限比例为 0.28%，主要为房屋按揭贷款保证金户存款、贷款监管户存款以及共管账户存款，受限比例不大。

截至 2019 年末，公司其他应收款 40.84 亿元，较年初下降 18.93%，主要系借款及利息减少所致；其他应收款主要由借款及利息（占 67.21%）、往来款（占 22.37%）和股权转让款（占 10.31%）构成；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 16.41 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 11.19%，账龄在 1~2 年的占比 56.28%，账龄在 2~3 年的占比 8.92%，账龄在 3 年以上的占比 23.61%，主要集中在两年内，账龄较长；累计计提坏账准备 1.79 亿元，计提比例 10.90%，计提较为充分。公司其他应收款前五大占其他应收款比例为 92.15%，集中度很高。公司对北京建铭房地产开发有限公司及北京麒麟物业管理发展有限责任公司的其他应收款主要是用于联营企业项目，北京凯韦诚投资管理有限责任公司的其他应收款主要为非关联方往来借款，公司其他应收款规模较大，对营运资金存在一定占用。

表 7　截至 2019 年末前五大其他应收款及占比情况（单位：亿元、%）

名称	金额	占比	是否为关联方
北京建铭房地产开发有限公司	17.24	40.02	是
北京麒麟物业管理发展有限责任公司	9.11	21.14	是
北京凯韦诚投资管理有限责任公司	6.56	15.24	否
华旭控股有限公司	4.38	10.17	否
北京禹源资产管理有限公司	2.40	5.58	否
合计	**39.69**	**92.15**	

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，存货账面价值 52.74 亿元，较年初下降 0.21%，较年初变化不大；存货主要由开发产品[2]（占 40.18%）、开发成本（占 45.29%）和出租开发产品（占 14.53%）构成，开发产品主要为鑫福海大厦，该物业目前已建成，尚需等待政府统一规划，后续公司将视具体情况拟整体出售或按照政府统一规划招租；账面价值 33.36 亿元的存货已被用于贷款抵押，占比 63.25%，受限比例较高。

截至 2019 年末，公司非流动资产 169.10 亿元，较年初增长 10.11%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 14.24%）和投资性房地产（占 77.89%）构成。

截至 2019 年末，公司可供出售金融资产 24.08 亿元，较年初下降 0.08%，较年初变化不大。公司可供出售金融资产中 25.02 亿元按成本计量，0.38 亿元按公允价值计量。公司可供出售金融

[2] 公司的开发产品主要为公司已建成，暂未销售或暂未投入运营的项目，包括丰侨公寓、水璟唐项目 C 区和鑫福海大厦

资产主要为对兆泰环球能源投资基金公司（以下简称“兆泰环球能源”）、哈尔滨尊和置业有限公司、国开瑞明(北京)投资基金有限公司和长城人寿保险股份有限公司的投资；计提减值准备 1.32 亿元，公司对兆泰环球能源投资基金公司的投资（账面 12.56 亿元）主要为海外基金投资，主要为位于美国的石油项目和地产项目，石油项目位于休斯顿，地产项目位于洛杉矶地区，目前在持的地产项目有 2 个[3]。公司在美国的投资策略是滚动投资，即出售一个项目后，用收到的资金继续投资新的项目，保持每年都 2-3 个项目在建设或拟出售的阶段，实现投资收益。近几年内预计不会新增对海外基金的投资。公司对兆泰环球能源计提减值准备 1.16 亿元，主要系公司投资位于美国的 Petro 公司，Petro 于 2013 年投资了位于美国休斯顿的 ZTC petro（石油公司），后来因石油市场下跌，石油项目出现了较大亏损，2017 年度会计师事务所基于谨慎性原则，对基金计提了 30%的减值所致。公司海外投资规模较大，面临一定的政治风险、外汇风险及减值风险。

截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值 131.72 亿元，较年初增长 13.88%，主要系公允价值变动所致；投资性房地产入账成本 26.79 亿元，累计增值率 391.68%，主要分布在北京；从评估单价来看较为合理，考虑到公司自持物业区位优势明显，未来仍有一定增值空间；截至 2019 年末，公司投资性房地产受限账面价值 115.07 亿元，占比 87.36%，受限比例很高，再融资空间较小。

截至 2019 年末，公司受限资产 153.88 亿元。其中，受限货币资金 316.52 万元，存货 33.36 亿元，固定资产为 5.43 亿元，投资性房地产为 115.07 亿元；受限资产占总资产比重为 55.84%，受限比例较高。

3．负债及所有者权益

跟踪期内，公司负债结构仍以非流动负债为主；债务负担有所下降，处于较合理水平，公司债务仍以长期债务为主，但 2021 年债务集中到期规模较大；所有者权益规模有所增长，权益稳定性依然较弱。

截至 2019 年末，公司负债总额 150.27 亿元，较年初下降 8.98%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 19.71%，非流动负债占 80.29%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债 29.62 亿元，较年初下降 17.61%，主要系应付账款减少所致。公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 20.34%）、其他应付款（占 28.39%）、预收款项（占 5.01%）和一年内到期的非流动负债（占 43.92%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据及应付账款 6.02 亿元，较年初下降 42.94%，主要系预提费用减少所致。预收款项 1.49 亿元，较年初下降 7.55%，主要系地产租赁预收款项减少所致；预收款项主要为地产租赁预收款项。其他应付款 8.41 亿元，较年初下降 3.20%，主要为往来款和租房押金。一年内到期的非流动负债 13.01 亿元，较年初增长 28.03%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 120.65 亿元，较年初下降 6.57%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 59.95%）、应付债券（占 19.04%）和递延所得税负债（占 20.95%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 72.33 亿元，较年初下降 13.83%，主要系转入一年内到期的非

[3] 第一个是位于洛杉矶阿卡迪亚的 57 街项目，该项目是一个商业综合体项目，底层是商业，2-4 层有 38 套可出租公寓，项目 2019 年底建完，正在出租，目前出租率达到了 60%左右。该项目计划 2020 年底整体出售，目前正在积极寻找投资人。第二个项目是位于洛杉矶帕萨迪纳的 399 项目，为住宅项目，共计 55 套公寓，计划 2020 年底建完然后出售。项目的利润率均能高达 15%-20%/年。

流动负债中所致；长期借款主要由发行汇富-中金悠唐广场资产支持专项计划（发行金额 26.01 亿元）构成。应付债券 22.97 亿元，较年初增长 0.14%，较年初变化不大。递延所得税负债 25.28 亿元，较年初增长 13.95%，主要系投资性房地产公允价值变动致其账面价值与计税基础差额扩大所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 108.31 亿元，较年初下降 7.46%，主要系长期债务下降所致。其中，短期债务占 12.01%，长期债务占 87.99%，以长期债务为主。短期债务 13.01 亿元，较年初增长 28.03%，主要系长期借款到期转入一年内到期的非流动负债所致。长期债务 95.30 亿元，较年初下降 10.84%。截至 2019 年末，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 54.53%、46.37%和 43.20%，较年初分别下降 4.87 个百分点、下降 4.55 个百分点和下降 5.44 个百分点，债务负担有所减轻。从债务到期情况来看，公司 2021 年债券到期金额较大，届时将面临一定集中偿付压力。

表 8　截至 2019 年末公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
2020 年	--	--	13.01		--	**13.01**
2021 年	--	--	--	29.90	22.97	**52.87**
2022 年	--	--	--	5.04	--	**5.04**
2023 年及以后			--	37.4	--	**37.4**
合计	--	--	**13.01**	**72.33**	**22.97**	**108.31**

注：应付债券部分考虑回售金额

截至 2019 年末，公司所有者权益为 125.29 亿元，较年初增长 11.04%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.55%，少数股东权益占比为 9.45%。归属于母公司所有者权益 113.44 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.21%、0.03%、8.22%和 82.32%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入规模有所增长，受投资收益及公允价值变动收益减少影响，利润规模随之减少；公司财务费用对公司利润侵蚀较大；营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高。

2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，较上年增长 7.14%，主要系其他业务收入增加所致；营业成本为 3.81 亿元，较上年增长 218.30%，主要系北丰危改小区项目拆迁成本结算所致；实现营业利润 5.80 亿元，较上年下降 53.33%，主要系公允价值收益及投资收益减少所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 7.66 亿元，较上年增长 12.41%，主要系财务费用和管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 8.91%、26.45%和 64.64%，以财务费用为主。其中，销售费用为 0.68 亿元，较上年增长 3.95%，变化不大；管理费用为 2.03 亿元，较上年增长 15.35%，主要系中介机构费和房租、物业及水电费增加所致；财务费用为 4.95 亿元，较上年增长 12.49%，主要系本年度资产支持专项计划利息增加[4]以及“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”分别于 2019 年 1 月和 3 月调整票面利率至 7.50%所致。2019 年，公司费用收入比为 56.02%，较上年提高 2.63 个百分点，财务费用对公司利润侵蚀较大。

从利润构成看，公司投资收益主要为可供出售金融资产持有期间取得的收益，2019 年，实现

[4] 悠唐 CMBS 于 2018 年 9 月设立并计息，2018 年计息期间为 2018 年 9-12 月，2019 年计息期间为全年。

投资收益 1.19 亿元，较上年下降 68.84%，主要系 2018 年公司处置股权投资获得收益规模较大所致；投资收益占营业利润比重为 20.50%。2019 年，受益于投资性房地产增值，公司公允价值变动收益 3.79 亿元，公允价值变动收益占营业利润的比例为 65.36%。公司营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 66.37%，较上年下降 12.64 个百分点，主要系北丰危改小区项目拆迁成本结算所致；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.22%、4.72%和 5.01%，较上年分别下降 1.43 个百分点、下降 2.12 个百分点和下降 3.20 个百分点，主要系利润规模下降所致。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金流延续净流入状态，净流入规模有所减少；投资活动现金流由净流出转为净流入；公司融资金额减少，筹资活动现金流转为净流出。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 17.32 亿元，较上年下降 16.62%，主要系公司收回往来款规模减少所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金 14.08 亿元，同比增长 2.16%；经营活动现金流出 17.27 亿元，较上年增长 22.01%，主要系经营成本以及支付税费增加所致。2019 年，公司经营活动现金净流入 0.05 亿元，较上年下降 99.20%。2019 年，公司现金收入比为 102.91%，较上年下降 5.02 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 55.71 亿元，较上年增长 93.17%，主要系公司收回银行理财产品投资资金等规模较大所致；投资活动现金流出 36.58 亿元，较上年下降 23.39%，主要系购买理财产品支付现金减少所致。2019 年，公司投资活动现金净流入 19.13 亿元，由上年净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 1.73 亿元，较上年下降 93.59%，主要系 2018 年公司发行资产支持专项计划募集资金 26 亿元，本期无此项现金流入所致；筹资活动现金流出 17.38 亿元，较上年下降 3.68%。2019 年，公司筹资活动现金净流出 15.65 亿元，由上年净流入转为净流出。

6．偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般，考虑到公司所持物业地理位置优越且规模较大，能为公司带来持续稳定的现金流等因素，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 3.46 倍和 1.99 倍分别提高至 3.59 倍和下降至 1.81 倍，流动资产对流动负债的保障程度较好。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.77 倍提高至 0.87 倍，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 13.32 亿元，较上年下降 28.12%。从构成看，公司 EBITDA 由计入财务费用的利息支出（占 46.07%）、利润总额（占 52.02%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.16 倍下降至 1.88 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍下降至 0.12 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年底，公司共获得银行授信总额 83.50 亿元，已使用 69.24 亿元，尚未使用 14.26 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 年底，公司对外担保合计 23.96 亿元，占公司净资产的 19.12%，被担保企业北京建

铭房地产开发有限公司（实际担保金额 19.96 亿元）为兆泰集团联营公司，公司持股比例 20%，开发项目为商业金融（新兴盛危改小区）项目。

截至 2019 年底，公司无涉案金额超过 500 万元的重大未决诉讼。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询机构信用代码：G1011010200979350B），截至 2020 年 4 月 10 日，公司已结清和未结清信贷中均无关注类、不良类信息记录，过往履约情况良好。

7．母公司分析

母公司[5]资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成，债务负担较轻，权益稳定性一般，利润主要来自投资收益。

截至 2019 年末，母公司资产总额 167.07 亿元，较年初增长 2.34%。其中，流动资产占 38.82%，主要由其他应收款和存货构成；非流动资产占 61.18%，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 86.38 亿元，较年初下降 7.12%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。其中，流动负债占 28.03%，主要由其他应付款和应付账款构成；非流动负债占 71.97%，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。截至 2019 年末，母公司全部债务 50.21 亿元，其中长期债务占 99.18%。母公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 51.70%和 38.36%，较年初有所下降，债务负担较轻。截至 2019 年底，母公司所有者权益 80.69 亿元，较年初增长 14.87%，主要由未分配利润（占 76.40%）构成，权益稳定性一般。

2019 年，母公司营业收入 5.88 亿元，同比增长 4.99%；净利润为 3.97 亿元，同比下降 65.03%，主要系投资收益大幅下降所致。

2019 年，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量净额分别为-0.32 亿元、8.51 亿元和-9.04 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）11.29 亿元，为“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”本金合计（23.01 亿元）的 0.49 倍，公司现金类资产对“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”的覆盖程度一般；净资产 125.29 亿元，约为“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”本金合计（23.01 亿元）的 5.44 倍，净资产对“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”的覆盖程度较好。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 13.32 亿元，约为“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”本金合计（23.01 亿元）的 0.58 倍，公司 EBITDA 对“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 17.32 亿元，公司经营活动现金流入约为“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”本金合计（23.01 亿元）的 0.75 倍，对“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司所持物业地理位置优越且规模较大等因素，公司对“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”的偿还能力很强。

[5] 此母公司指公司母公司单体报表。

八、综合评价

公司作为专业从事物业运营的房地产企业，持有物业主要位于北京东二环及金融街商圈，地理位置优越，能为公司带来持续稳定的现金流且未来具备一定的增值空间。2019 年，公司经营情况较好，出租率高，公司物业单位租金稳中有升，主营业务收入随之增长，新增物业或带来收入增长，经营活动现金流持续保持净流入，债务负担仍处于合理水平。同时，联合评级也关注到，公司商业物业区域集中度高，财务费用对公司盈利侵蚀较大，营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高，资产流动性一般，存在一定的集中到期偿付压力及或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司不断对现有商业物业项目进行升级改造，引进高端、稳定的客户入驻，同时，加快储备项目的开发建设及完工项目的招商进度。未来，随着在建及完工项目顺利投入运营，公司收入及现金流将有望得到显著提升。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“16兆泰01”和“16兆泰02”的债项信用等级为“AA+”。

附件1 北京兆泰集团股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	253.48	277.92	275.55
所有者权益（亿元）	105.31	112.83	125.29
短期债务（亿元）	5.40	10.16	13.01
长期债务（亿元）	97.87	106.89	95.30
全部债务（亿元）	103.27	117.05	108.31
营业收入（亿元）	12.64	12.77	13.68
净利润（亿元）	4.50	8.96	5.97
EBITDA（亿元）	11.50	18.53	13.32
经营性净现金流（亿元）	3.01	6.62	0.05
流动资产周转次数（次）	0.10	0.11	0.12
存货周转次数（次）	0.02	0.02	0.07
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.05
现金收入比率（%）	101.05	107.93	102.91
总资本收益率（%）	4.69	6.65	5.22
总资产报酬率（%）	4.26	6.84	4.72
净资产收益率（%）	4.41	8.21	5.01
营业利润率（%）	79.07	79.01	66.37
费用收入比（%）	52.52	53.40	56.02
资产负债率（%）	58.45	59.40	54.53
全部债务资本化比率（%）	49.51	50.92	46.37
长期债务资本化比率（%）	48.17	48.65	43.20
EBITDA 利息倍数（倍）	1.99	3.16	1.88
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.16	0.12
流动比率（倍）	3.83	3.46	3.59
速动比率（倍）	1.98	1.99	1.81
现金短期债务比（倍）	2.27	0.77	0.87
经营现金流动负债比率（%）	10.22	18.41	0.18
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.50	0.81	0.58

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2　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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+应付融资租赁款

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+其他流动负债

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 3　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。