

信用等级公告

联合[2016]897 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公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券（第二期）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发行的 2016 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年七月八日

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

2016年公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：本次债券发行规模为不超过
13.00 亿元，拟分期发行，本
期发行规模为 4.00 亿元。

本期债券期限：5 年

还本付息方式：分期付息，到期一次还本

担保方：中合中小企业融资担保股份有限公司

担保方式：无条件不可撤销连带责任保证担保

评级时间：2016 年 07 月 08 日

主要财务数据：

发行人

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	89.94	179.47	229.15
所有者权益（亿元）	18.71	47.29	56.23
长期债务（亿元）	21.96	34.75	39.53
全部债务（亿元）	25.06	54.42	69.64
营业收入（亿元）	21.88	28.16	49.08
净利润（亿元）	5.72	5.28	10.10
EBITDA（亿元）	7.43	7.33	13.83
经营性净现金流（亿元）	-13.79	-20.91	-2.69
营业利润率（%）	46.51	46.09	39.09
净资产收益率（%）	36.14	15.99	19.51
资产负债率（%）	79.20	73.65	75.46
全部债务资本化比率（%）	57.25	53.50	55.33
流动比率（倍）	1.80	1.51	1.47
EBITDA 利息倍数（倍）	0.30	0.13	0.20
EBITDA 全部债务比（倍）	6.47	1.69	2.37
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.86	1.83	3.46

担保方

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	56.66	63.24	77.06
所有者权益合计（亿元）	53.23	54.31	57.98
营业收入（亿元）	3.04	5.60	10.68
净利润（亿元）	1.61	2.67	4.45
净资产担保责任余额倍数	2.27	5.58	8.42

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。

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区域内知名的房地产开发企业，在综合实力、开发规模、经营模式、品牌影响力、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在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大、土地获取难度较大等不利因素对公司信用水平造成的不利影响。

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”。

本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保作为国务院利用外资设立担保公司的试点项目，股东具有强大的背景和实力。同时，中合担保资产质量整体较好，净资产规模较大，净资本充足率适中，整体代偿能力强，其担保对于有效提升本期债券的信用水平具有积极的作用。

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

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，同时，2015 年房地产行业回暖也为公司提供了较好的行业环境。

2. 公司在北京地区从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高，具有一定的竞争力。公司目前业务区域主要分布

在北京及北京“大七环”，与国家级战略布局保持一致，未来面临较好发展机遇。

3. 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。

4. 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。

关注

1. 房地产作为周期性行业受宏观调控等多重因素影响，同时房地产项目开发时间较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 公司战略规划要求公司实现高速运转并持续扩大公司经营规模，经营规模的增长对公司的管理、资金运作带来较大压力。

3. 按照公司规划，公司经营规模将保持持续高速增长，公司项目建设支出和土地支出规模将持续增长，公司存在一定资金压力。

4. 公司现有土地能满足目前发展需要，随着北京市区可供出让土地数量的减少及北京周边地区土地市场回暖，公司新增土地储备存在一定压力。

5. 公司在售项目较多，存货增长较快，未来仍存在一定的去库存压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@unitedratings.com.cn

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：

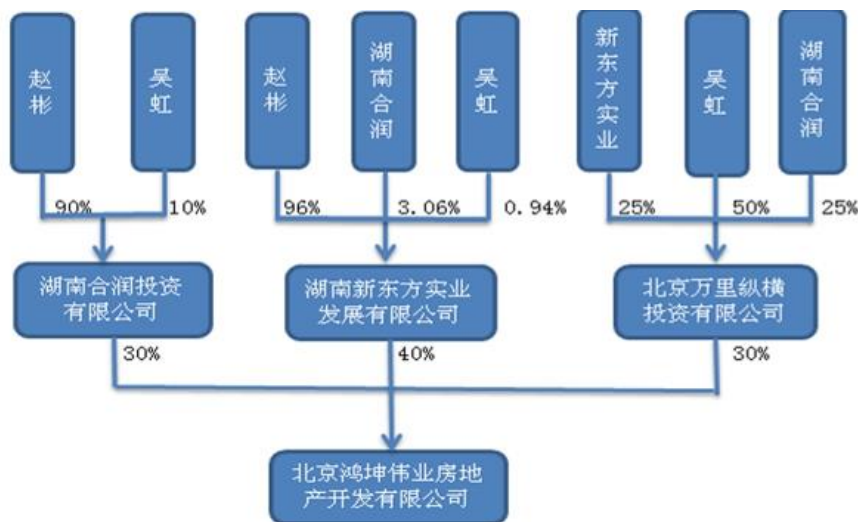


联合信用评级有限公司

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和北京万里纵横投资有限公司共同出资设立，注册资本为2,999万元，初始持股比例分别为30%、25%、25%和20%。2003年4月，长沙金海林置业有限公司将其所持鸿坤伟业股份转让给张家界旅游开发股份有限公司；2004年2月，张家界旅游开发股份有限公司将其所持鸿坤伟业股份转让给湖南新东方实业发展有限公司；2004年7月，湖南电广传媒有限公司将其所持鸿坤伟业股份转让给北京万里纵横投资有限公司。2004年8月，北京万里纵横投资有限公司以货币资金1万元增加注册资本至3,000万元，2005年10月，湖南银杏投资管理有限公司增资30万元，湖南新东方实业发展有限公司增资1,970万元，至此鸿坤伟业注册资本增至5,000万元，其中湖南新东方实业发展有限公司出资2,500万元，持股比例为40.00%；北京万里纵横投资有限公司持股1,500万元，持股比例为30.00%；湖南合润投资管理有限公司出资1,500万元，持股比例为30.00%；公司实际控制人为赵彬、吴虹夫妇。截至2015年底，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2015年底公司股权结构图



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。

截至2015年底，公司设立住宅事业部、商业地产事业部和物业集团，其中住宅事业部下设审计与风险控制部、总部战略发展中心、总部运营管理中心、总部财务管理中心、总部人力资源中心、总部研发设计中心、总部工程采购中心、总部品牌与营销中心、北京直属区域、京东区域和海南区域等11个职能部门；商业地产事业部下设研究策划部、拓展部、设计管理部、商业管理部、人力资源部、工程代建部等6个职能部门。截至2015年底，公司拥有纳入合并报表范围的子公司共34家，拥有在职员工1,004人。

截至2015年底，公司合并资产总计229.15亿元，负债合计172.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.23亿元，其中归属母公司所有者权益51.35亿元。2015年，公司实现营业收入49.08亿元，净利润（含少数股东损益）10.10亿元，其中归属母公司净利润9.38亿元；公司经营活动现金流量净额为-2.69亿元，现金及现金等价物净增加额10.63亿元。

公司注册地址：北京市大兴区西红门镇欣荣北大街45号院1号楼108室；法定代表人：朱灿。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“北京鸿坤伟业房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）”。本次债券发行规模为13亿元，拟分期发行，本期发行规模为4.00亿元；期限为5年，附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券面向合格投资者公开发行；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。本期债券由中合中小企业融资担保股份有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

公司拟将本期债券募集资金扣除发行费用后，用于偿还银行借款和补充营运资金。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济规划、经济发展实力紧密相关。

1. 行业状况

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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一

二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，较上年增长9.2%，住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，同比名义增长1%（扣除价格因素实际增长2.80%）。其中，住宅投资29,506亿元，较上年同期增长0.40%，增速回落0.30个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.30%。2015年，房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方米，同比增长1.30%。其中，住宅施工面积511,570万平方米，较上年同期增长0.7%。房屋新开工面积154,454万平方米，较上年同期下降14%，降幅收窄0.70个百分点。其中，住宅新开工面积106,651万平方米，较上年同期下降14.60%。房屋竣工面积100,039万平方米，较上年同期下降6.90%，降幅扩大3.40个百分点。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，较上年同期下降8.80%。

总的来看，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，2015年以来，中国经济增速持续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了一定增长，但目前房地产市场存量仍然较大，面临的去库存任务依然较重。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。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能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业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。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着

三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，全国40个大中城市土地出让溢价率为9.55%，较上年末（为16.71%）下降近7.16个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

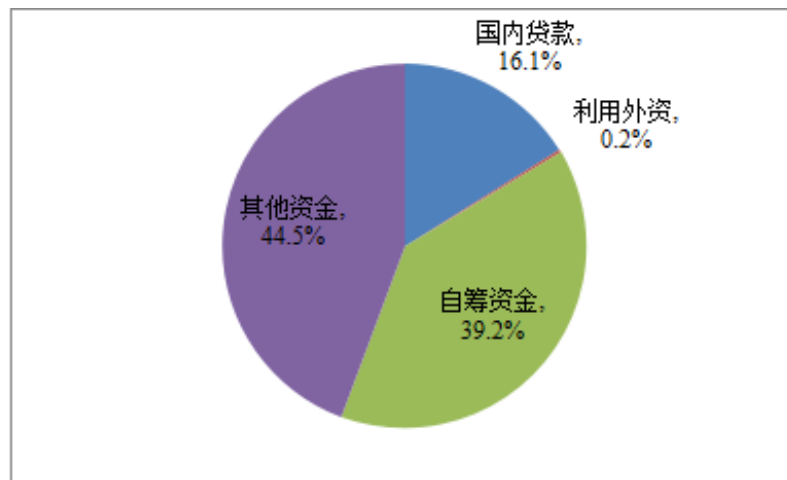
2015年，全国300个城市共成交土地23,924宗，较上年下降18%；成交面积85,671万平方米，较上年下降21%；土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点，平均溢价率有所回升；成交楼面均价为1384元/平方米，较上年增长14%。虽然土地供应及成交有所下降，但得益于房地产市场回暖，土地平均收益率有所上升。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，房企拿地速度明显放缓，土地供求出现较大下滑，但土地溢价率上涨明显。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，较2013年增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，同比增长8.0%；利用外资639亿元，同比增长19.7%；自筹资金50,420亿元，同比增长6.3%；其他资金49,690亿元，同比下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，同比下降12.4%；个人按揭贷款13,665亿元，同比下降2.6%。

图 2 2015 年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

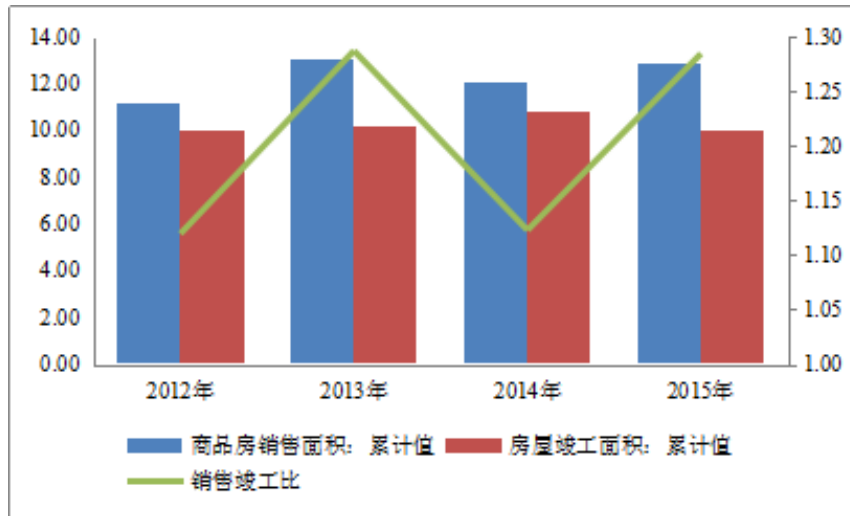
2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，同比增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，较上年同期下降 4.8%；利用外资 297 亿元，较上年同期下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，较上年同期下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，较上年同期增长 12%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，较上年同期增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，较上年同期增长 21.9%。

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产的资金来源更为紧张；但在央行“930 新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012 年，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 11.13 亿平方米，比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

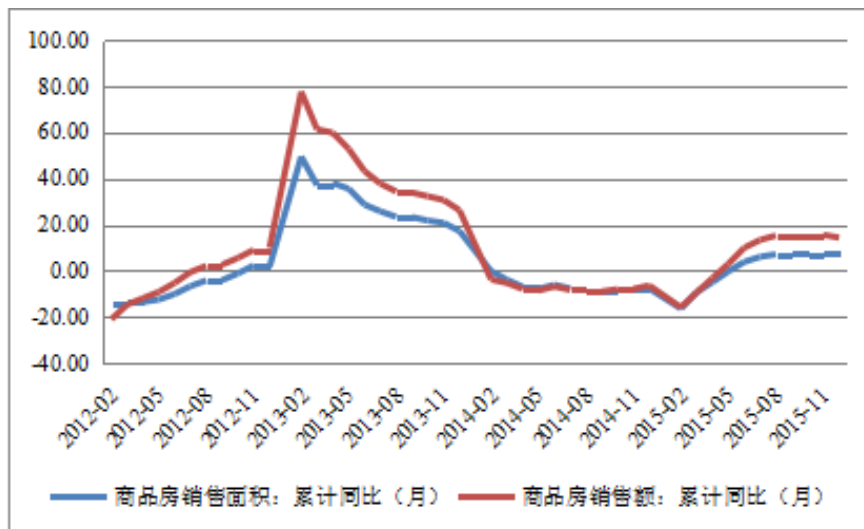
图3 2012~2015年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



资料来源：wind 资讯

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，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.5%，增速比1-11月份回落0.9个百分点；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，增速回落1.2个百分点。其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。从供给方面看，2015年新建房屋竣工面积为100,039万平方米，同比下降6.9%，降幅扩大3.4个百分点。其中，住宅竣工面积73,777万平方米，下降8.8%。

图4 2012~2015年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



资料来源：wind 资讯

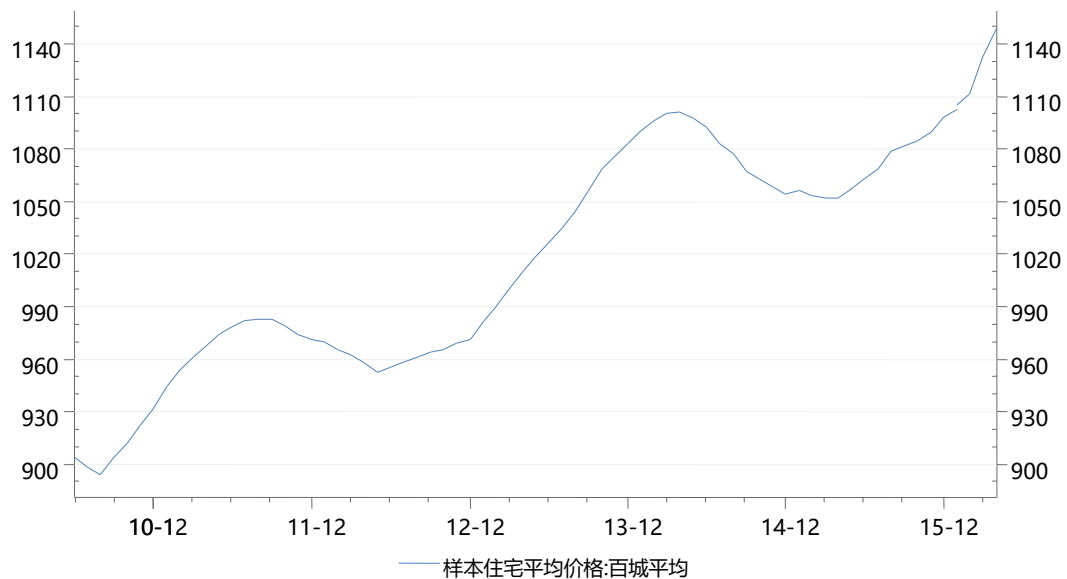
总体看，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一

定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 5 近年来年全国百城住宅平均价格情况（单位：万/平方米）



资料来源：wind 资讯

2015年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，百城住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增长4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点；环比增长0.74%。2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，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，未来房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

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。

进入 2015 年，行业集中度进一步提升。2015 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，分别较 2013 年提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，分别较 2013 年提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表 1 2013~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	13.27	16.92	17.49
前 20 大企业销售额占比	18.25	22.79	23.49
前 10 大企业销售面积占比	8.37	8.79	10.26
前 20 大企业销售面积占比	11.12	13.65	13.51

资料来源：联合评级搜集整理

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，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策

2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门

的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2013 年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
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 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
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》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2015 年 10 月	全面二孩政策
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 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

2015年8月，住建部、商务部、发改委、央行、工商总局和外汇局等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，文件在一定程度上放宽了外资投资房地产和购房的限制。

2015年10月，住建部、财政部和央行联合发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》，提出了全面推行异地贷款业务的要求，对于缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公

公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人贷款。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

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。其中，首次购买普通住房的商业性贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点；对拥有1套住房且购房贷款未结清的，为改善居住条件再次贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。

2016年2月，国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》，（i）对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税；（ii）对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税；（iii）个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税，个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。其中以上第二、三条政策不在北京、上海、广州和深圳实施。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

（1）商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

（2）发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，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。百亿房企把握政策机遇，积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式，获得长期稳定的优质资本，渠道进一步拓宽，融资结构持续优化，资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升，特别是6月交易所对公司债开始放量以来，公司债呈爆发式增长，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

（3）市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级

¹ Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存不太乐观。2016年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

（4）房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（5）中小房企面临被整合风险

高库存状态下的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。万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等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方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

（1）调控政策去行政化和长期化

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。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

（2）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，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，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长点。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。

（3）转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企2015年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

（4）兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，

开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势。

7. 北京市房地产市场发展情况

2015年，北京市经济运行总体呈现平稳态势，产业结构得到优化，质量效益逐步提升，为房地产市场提供了一个稳定的宏观经济环境。2015年全市实现地区生产总值（以下简称GDP）22,968.60亿元，比2014年增长6.90%。按常住人口计算，全市人均GDP为10,6284元。2015年实现一般公共预算收入4,723.90亿元，比2014年增长12.30%，一般公共预算支出5,751.40亿元，增长27.10%。

2013~2015年全市完成房地产投资分别为3,483.40亿元、3,911.30亿元和4,226.30亿元，2013~2014年分别同比增长10.5%、12.3%和8.1%；2013~2015年商品房销售面积分别为1,903.10万平方米、1,459.00万平方米和1,554.70万平方米，2014年同比下降23.3%，2015年同比增长6.6%，2015年商品房销售面积中，住宅销售面积1127.3万平方米，下降1.2%。

在经历了2014年商品房销售低迷之后，随着中央多轮降准降息、降首付比例、减免税费降低购房成本等利好政策，2015年北京楼市得以快速回暖，市场成交量节节攀升，商品房销售面积从2014年的1,459.00万平方米增加到2015年的1,554.70万平方米，同比增长6.6%。一方面房地产投资从2013年以来逐年增加，另一方面商品房销售面积实现由降至升，反映出北京市房地产市场回暖迹象明显。

总体看，北京市经济运行平稳，居民收入水平较高，为房地产市场发展提供了稳定的行业发展环境。同时，中央和地方出台的一系列调控政策，使得北京市房地产市场逐步回暖。

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、东方等大中型城市，经过多年发展现已完成“京津冀+海南”的重点区域战略布局。截至2015年底，公司开发住宅面积超700万平方米，商业面积超100万平方米，土地储备超350万平方米。公司具备国家房地产一级开发资质，近三年公司蝉联中国房地产开发企业品牌价值100强、中国房地产开发企业100强（中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心联合颁发），连

续两年获得中国房地产开发企业创新能力10强，获得区域运营10强和中国房地产开发企业华北品牌价值10强。

总体看，公司作为国内房地产行业较为知名的企业，开发规模较大，在华北地区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2015年底，公司董事、监事及高层管理人员共11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、总经理。

公司副总裁王玉然女士，1966年生，本科学历；历任北方设计院分院总工程师，北京元亨房地产开发有限公司设计总监、总工程师，北京林河兴业房地产开发有限公司总工程师，公司常务副总，中骏骏业投资有限公司总经理；现任公司副总裁。

截至2015年底，公司拥有在职员工1,004人，其中生产人员占比11.06%，销售人员占比41.33%，技术人员占比5.88%，财务人员占比8.17%，行政人员占比8.76%，物业及其他人员占比24.80%；从人员学历结构看，研究生及以上学历占比6.08%，大学本科学历占比54.08%，大专及以下学历占比39.84%。

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。

公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘；经理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

公司设立住宅事业部、商业地产事业部和物业集团，其中住宅事业部下设审计与风险控制部、总部战略发展中心、总部运营管理中心、总部财务管理中心、总部人力资源中心、总部研发设计中心、总部工程采购中心、北京直属区域、京东区域和海南区域等职能部门；商业地产事业部下设研究策划部、拓展部、设计管理部、商业管理部、人力资源部、工程代建部等职能部门。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《财务管理制度》，对财务机构及财务岗位、会计凭证与账簿管理和现金管理等方面做出了详细规定。公司财务管理工作实行统一管理、分级负责原则，在集团财务管理中心按照本指引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；公司会计人员统一要求持有会计从业资格证，未取得证书人员不得从事会计工作。

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。

项目质量管理方面，公司在每个项目配备1个工程管理人员，同时根据项目施工面积配备相应数量的工程师。在施工单位选择方面，公司综合考虑施工单位经营业绩、施工经验、参与重点项目、与行业内标杆企业合作经历等因素，建立战略合作库，并根据项目具体情况选择相应施工单位进行施工；在采购管理方面，公司针对所有勘察、设计、监理及其他专业条线制定了《采购管理制度》，规范公司采购管理人员在采购过程中的责任，有效控制工程采购成本，各级部门的采购行为以“集中采购，归口管理”为原则执行，坚持透明“公正原则，全面、整体招标原则，四定（设计定样、采购定商、成本定价、项目定货）分离原则，集体决策原则，工程量清单招标原则，资质审查原则，充分竞争原则”等；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，在施工过程中，公司工程部建立包括监控体系、实测实量、奖惩措施在内的工程质量管控标准，同时工程部管理团队每周到对各项目进行现场检查，严格执行相关质量标准，防范出现质量问题。

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。总部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。房地产开发涵盖住宅地产、商业地产、产业地产等，其中以住宅地产为主；商业物业即公司开发楼盘所附商业配套运营；物业管理为公司对所开发楼盘的配套物业管理业务。

从营业收入看，2013~2015年，公司实现营业收入分别为21.88亿元、28.16亿元和49.08亿元，

年均复合增长率为49.75%，主营业务收入在营业收入占比分别为99.31%、99.28%和98.70%，主要为出售房地产开发产品收入和物业经营收入，公司其他业务收入占比较小，主要为物业出租收入；实现净利润分别为5.72亿元、5.28亿元和10.10亿元，年均复合增长率为32.85%。公司营业收入及净利润大幅增长主要系公司2015年结转收入较上年增加20.92亿元所致。

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水平对公司盈利规模的影响较大。近年来，随着公司开发规模扩大，公司房地产开发板块营业收入稳步增长，虽然公司“语墅系”高端住宅销售收入占比持续上升，但受销售均价下跌影响，公司房产销售毛利率波动下降，但仍维持较高水平，近三年分别为55.18%、55.94%和49.48%；受房地产开发项目毛利率下降影响，2013~2015年，公司主营业务收入综合毛利率也呈波动下降态势，分别为54.31%、54.83%和48.99%；公司物业经营主要为住宅配套商业物业经营及住宅物业管理，物业经营毛利率呈波动上升趋势，近三年分别为12.68%、8.60%和22.86%，主要系公司2015年物业经营项目增多、物业经营收入增加所致。

表4 2013~2015年公司主营业务收入、毛利及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	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	21.25	97.79	55.18	27.02	97.65	55.94	47.55	98.16	49.48
物业经营	0.45	2.07	12.68	0.65	2.35	8.60	0.90	1.84	22.86
其他	0.03	0.14	73.32	--	--	--	--	--	--
合计	21.73	100.00	54.31	27.67	100.00	54.83	48.44	100.00	48.99

资料来源：公司提供

由于公司根据当年交房情况结转收入，2015 年理想湾、山海墅及花语墅等项目集中交房，加上公司当年及以前年度预收房款大幅增长，导致当年房地产开发收入较上年大幅增加。2015 年公司实现营业收入 49.08 亿元，实现净利润 10.10 亿元，其中房地产开发板块实现营业收入 47.55 亿元，收入占比 96.88%，较上年上升 0.93 个百分点；物业经营板块实现营业收入 0.90 亿元，较上年上升 71.91%，主要系公司新增加物业项目所致。2015 年公司毛利率为 48.99%，较上年下降 5.84 个百分点，主要系受到房地产销售毛利率下降所致；物业经营板块毛利率 22.86%，较上年大幅上升。

总体看，公司房地产开发业务经营规模中等且受政策影响波动性较大；房地产开发业务收入占比很高，毛利率维持在较高水平；商业物业收入稳步增长，预期未来能为公司带来稳定的现金流补充。

2. 业务运营

公司业务运营包括房地产开发及销售和物业经营两大板块。房地产开发业务经营时间较长，是公司收入的主要来源，但房地产开发业务受房地产政策影响较大，经营业绩存在较大波动性；物业经营为对公司房地产开发项目的商业配套及物业运营，随着公司房地产开发规模增长，物业经营收入规模也保持稳定增长。

（1）住宅地产

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、海南等多个地区。公司住宅地产板块坚持北京“大七环”的战略，未来将围绕该战略和国家层面的“京津冀一体化”布局进行产品的开发工作。

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，如公司理想湾项目2013年8月开工，目前去化率达94.14%，果岭墅2014年6月开工，目前去化率达91.00%。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监控；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实现。2013~2015年公司主要开发数据如下表所示。

表5 2013~2015年公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米、亿元）

项目	2013年	2014年	2015年
建设项目	15	18	15
施工面积	145.00	202.88	211.98
新开工项目	9	5	6
新开工面积	87.20	103.00	46.90
实现预售项目	7	10	13
实现预售金额	44.86	42.54	67.57
完成交付项目	10	5	4
完成交付面积	21.50	42.61	37.80
房地产开发完成投资	43.26	63.17	49.60
房屋竣工面积	21.50	45.12	37.80

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较稳定。2013~2015年，公司施工面积有所增长，新开工面积降幅较大，竣工面积波动增长。2013年，公司开始实施大七环战略，年内新开工建设项目9个，全年施工面积145.00万平方米，较上年有较大幅度上涨，年内竣工面积21.50万平方米，交付使用面积21.50万平方米；2014年，公司建设规模持续增长，新开工项目5个，年内新开工面积103.00万平方米，施工面积合计202.88万平方米，分布于18个项目，年内竣工面积45.12万平方米，交付使用面积42.61万平方米，开发规模较2013年大幅增长；2015年，公司建设规模有所减小，新开工项目6个，新开工面积46.90万平方米，施工面积211.98万平方米，分布于15个项目，年内竣工面积37.80万平方米，交付使用面积37.80万平方米。

2013~2015年，公司房地产开发完成投资分别为43.26亿元、63.17亿元和49.60亿元，投资规模随着项目的推进有所增长；同期，公司实现预售金额分别为44.86亿元、42.54亿元和67.57亿元，除2014年，公司预售金额尚能覆盖投资支出，2014年公司投资支出大于预售金额，存在一定资金需求，但2015年预售金额超出投资支出较大，弥补了前期投资资金缺口，降低了未来融资压力。由于项目投资较大，未来随着公司业务规模的扩张，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。

项目风险管理方面，公司运营管理条线负责项目开发过程中的风险管控，重点关注项目计划偏离、经营指标偏离、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，要求项目开发过程中的重大信息及时上报。同时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。

总体看，公司开发产品结构比较完善；随着一二线城市房地产市场回暖，公司去库存步伐加快，销售收入大幅增加。

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。公司项目主要由各项目公司组建自行销售团队，同时由外聘专业团队进行代理销售，此外公司积极尝试分销模式，将部分项目的整个销售渠道交给分销商进行分销。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、销售策略确定等主要由总部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、区划、客户构成、产品区间等分析，历史数据对比，并进行客户描摹后，初步拟定项目前期定位、产品定位，经公司投资决策委员会²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，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。

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、东方等多个大中型城市，从近三年营业收入实现情况来看，来自北京的收入占比最大，河北地区收入占比波动较大，海南地区收入占比逐年提高。公司营业收入主要来源于北京地区。如下表所示。

表 6 2013~2015 年公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京	13.55	61.93	22.23	78.97	32.92	67.07
河北	5.72	26.14	2.12	7.53	8.04	16.38
海南	2.61	11.93	3.80	13.50	8.12	16.55
合计	21.88	100.00	28.15	100.00	49.08	100.00

资料来源：公司提供

从销售数据来看，2013~2015 年，随着房地产市场回暖及公司战略规划得当，公司协议销售金额波动增长，协议销售面积呈持续增长态势。2013 年公司实现协议销售金额 44.86 亿元、协议销售面积 34.54 万平方米，协议销售均价 1.30 万元/平方米；2014 年，公司实现协议销售金额 42.54 亿元、协议销售面积 37.98 万平方米，协议销售均价 1.12 万元/平方米，较 2013 年有所下降；2015 年，公司实现协议销售金额 67.57 亿元、协议销售面积 61.91 万平方米，协议销售均价 1.09 万元/平方米，较 2014 年有所下降，主要系售价较高的北京地区房地产物业销量减少、售价较低的北京周边及外阜房地产物业销量增加所致。

²由公司董事会成员、公司实际控制人赵彬、公司执行董事毛大庆和公司股东构成。

表 7 2013~2015 年公司房地产销售数据（单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米）

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
实现预售项目（个）	7	10	13
实现预售金额（亿元）	44.86	42.54	67.57
协议销售面积（万平方米）	34.54	37.98	61.91
协议销售金额（亿元）	44.86	42.54	67.57
协议销售均价（万元/平方米）	1.30	1.12	1.09
结转收入面积（万平方米）	19.84	16.92	25.86
结转收入（亿元）	21.25	27.02	47.55

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司主要销售项目包括林语墅、花语墅、理想湾、高铁新干线、原乡半岛、山海墅、原乡郡、理想海岸、果岭墅、金融谷、原乡溪谷及理想澜湾，根据公司两年内实现项目清盘的销售策略来看，公司所有 12 个在售项目中 5 个开盘时间已经超过两年，其中花语墅和理想海岸开盘时间甚至接近五年，2014 年新开盘的高铁新干线和 2015 年新开盘的原乡半岛、金融谷、原乡溪谷及理想澜湾按照目前的销售进度，实现两年内清盘的压力仍然较大。

从结转情况来看，2013 年公司结转面积 19.84 万平方米，结转收入 21.25 亿元；2014 年公司结转面积 16.92 万平方米，较 2013 年下降 14.72%，结转收入 27.02 亿元，较 2013 年增长 27.19%，主要系公司 2013 年销售高端住宅项目较多、均价较高，导致公司 2014 年结转收入较高；2015 年公司结转面积 25.86 万平方米，较 2014 年增长 52.86%，结转收入 47.55 亿元，较 2014 年增长 75.94%，主要系 2015 年理想湾、山海墅及花语墅等项目集中交房导致结转收入大幅增加。

总体看，公司房屋销售面积持续增长，房屋销售金额波动增长，但按照目前销售进度来看，未来仍存在一定的去库存压力。

土地获取和拟建、在建项目

公司开发用地基本通过“招、拍、挂”方式获得，公司所取得土地以独立拿地，独立开发，独立操盘为主。2015 年，公司获取 3 宗土地，其中两宗采取合作开发模式，另外 1 宗土地为公司独立获取。公司项目全部由公司独立开发，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，公司将京津冀作为重点甄选和持续开发区域，公司具有明确的战略规划，开发项目坚持“大北京”战略，提出产业“大五环”、住宅“大七环”的战略布局。目前，公司已初步完成在天津、廊坊、涿州、香河等北京周边区域城市的战略布局，未来随着“京津冀一体化”的推进和深入发展，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。在决策过程中，公司实际控制人具有一票否决权，以保证公司土地储备政策的相对理性。公司土地成本控制措施为公司盈利空间提供了一定保障。公司 2013~2016 年 3 月取得土地情况如下表所示。

表8 2013~2016年3月取得土地情况(单位:万平方米、%)

序号	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
1	2013年3月	2013年4月	11.56	北京市大兴区	100.00	城镇住宅
2	2013年3月	2013年9月	2.87	北京市大兴区	100.00	住宅、商业、地下车库
3	2012年8月	2012年9月	2.71	北京市朝阳区	85.00	住宅、商业、综合
4	2013年8月	2013年8月	20.39	河北涿州新兴产业示范区	95.00	城镇住宅
5	2014年7月	2014年7月	15.65	涿州市高铁新区	100.00	商住混合
6	2012年1月	2012年11月	0.89	北京市门头沟区	100.00	商业、综合
7	2013年3月	2013年9月	9.67	海南省三亚市河东区	59.00	城镇混合住宅用地
8	2014年4月	2014年4月	13.34	天津市武清区黄庄街	100.00	城镇住宅
9	2014年5月	2015年5月	18.88	天津市武清区	65.20	城镇住宅
10	2013年5月	2014年4月	25.86	天津市宝坻区	100.00	城镇住宅
11	2013年10月	2014年6月	9.90	香河县经济技术开发区	100.00	城镇住宅
12	2013年5月	2013年8月	12.50	西红门镇政府	100.00	产业园区
13	2014年6月	2014年9月	9.14	香河县	60.00	住宅用地
14	2014年12月	2015年7月	11.86	廊坊市安次区	100.00	商品住房
15	2015年8月	2016年5月	9.45	天津市武清区	60.00	住宅
16	2015年3月	2016年8月	9.10	河北承德	90.00	住宅
17	2015年9月	2016年3月	8.67	河北涿州	52.50	住宅
18	2015年12月	2017年7月	3.19	河北涿州	50.00	住宅
19	2016年2月	2012年6月	7.72	北京经济技术开发区	100.00	工业用地
20	2016年2月	2016年10月	23.40	廊坊市开发区	90.00	住宅、商业
21	2016年3月	待定	5.23	天津市武清区	60.00	住宅

资料来源:公司提供

注:以上数据已按公司所拥有权益折算

近几年,为配合公司项目建设推进,公司积极开展土地获取工作。2013年,公司新增开发用地7宗,2014年新增开发用地5宗,2015年新增4宗,2016年1~3月新增3宗,公司目前土地储备基本能满足当前的开发进度。公司2015年获取土地对应规划建筑面积67.66万平方米,同期,公司施工面积211.98万平方米;截至2015年底,公司拟建和在建项目未开工部分规划建筑面积总计244.38万平方米,但随着房地产限购、限贷政策的放宽,及北京市区可供出让土地数量的逐步减少,未来随着北京周边地区土地市场逐步回暖,公司新增土地储备可能面临一定压力。

表9 截至2015年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	项目名称	总建筑面积	未开工部分 建筑建面	未开工部分 占地	楼面地价	享有 权益	土地用途	所在区域
1	林语墅	0.15	0.58	0.12	1,942	100	城镇住宅	北京
2	鸿坤·花语墅	6.50	0.00	0.00	3,303	85	住宅、商业、 综合	北京
3	理想湾	68.73	0.00	0.00	1,033	95	城镇住宅	河北涿州
4	高铁新干线	48.71	23.26	8.22	1,692	100	商住混合	河北涿州
5	七星长安	5.74	0.00	0.00	4,059	100	商业、综合	北京
6	鸿坤·山海墅	23.52	--	--	718	59	城镇混合住 宅用地	海南
7	原乡郡	28.34	10.48	4.92	1,738	100	城镇住宅	天津武清
8	原乡半岛	25.79	17.11	12.37	2,174	65.2	城镇住宅	天津武清
9	原乡小镇	35.89	18.50	13.33	922	100	城镇住宅	天津宝坻
10	果岭墅	21.91	2.02	0.92	2,103	100	城镇住宅	河北香河

11	金融谷	32.38	26.27	10.14	224	100	产业园区	北京
12	原乡溪谷	46.64	31.37	10.25	1,500	100	城镇住宅	河北香河
13	理想澜湾	31.78	23.47	8.76	1,329	100	城镇住宅	河北廊坊
14	理想海岸	55.02	23.65	12.00	1,373	90	城镇住宅	海南
15	武清 9 号地	15.02	15.02	9.45	1,928	60	城镇住宅	天津武清
16	承德山语墅	24.46	24.46	9.10	1,154	90	城镇住宅	河北承德
17	涿州码头地块	28.18	28.18	8.67	2,508	52.50	城镇住宅	河北涿州
合计		513.59	244.38	108.25	--	--	--	--

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 2015 年底，公司在建项目总建筑面积 445.93 万平方米，计划总投资 336.73 亿元，已投资 144.25 亿元，尚需投资 192.49 亿元，公司拟通过自筹和外部市场融资来解决资金问题。根据公司销售计划及测算的销售价格，预计 2016~2018 年能为公司带来 222 亿元收入。公司在建项目总建筑面积较大，未来可售面积较大，预期可以为公司带来较为可观的销售收入³。同时，联合评级也注意到，从公司在建项目投资计划及公司土地获取计划来看，公司存在一定的资金压力。

表 10 截至 2015 年底公司在建项目投资情况（单位：万元、万平方米）

项目名称	开工时间	总投资	已投资	可售面积	占地面积	已售面积	总建筑面积	预计销售收入		
								2016 年	2017 年	2018 年
林语墅	2013 年 5 月	44.81	17.23	15.00	11.56	6.71	15.00	9.50	11.50	12.22
鸿坤·花语墅	2010 年 7 月	23.54	17.81	5.23	2.71	3.94	6.50	6.00	--	--
理想湾	2013 年 8 月	27.65	18.77	48.98	20.39	45.15	68.73	3.13	--	--
高铁新干线	2014 年 7 月	26.06	14.69	38.52	15.24	15.13	48.71	8.41	9.61	8.71
七星长安	2012 年 11 月	11.55	9.93	5.74	0.89	0.14	5.74	--	4.82	5.62
鸿坤·山海墅	2013 年 9 月	15.33	8.53	18.39	9.67	3.90	23.52	5.00	4.34	5.79
原乡郡	2014 年 2 月	17.91	10.17	23.59	13.34	11.28	28.34	5.15	5.76	--
原乡半岛	2015 年 6 月	21.85	6.83	20.47	18.88	4.03	25.79	9.25	9.98	1.65
原乡小镇	2013 年 9 月	22.86	5.42	34.11	25.86	--	35.89	0.41	2.07	--
鸿坤理想海岸	2011 年 7 月	23.53	13.04	48.49	26.12	18.42	55.02	5.29	5.60	4.16
果岭墅	2014 年 6 月	14.67	8.13	13.32	9.90	12.59	21.91	4.54	--	--
金融谷	2013 年 8 月	42.02	1.82	24.28	12.50	0.28	32.38	3.77	5.64	12.64
原乡溪谷	2014 年 9 月	29.94	7.54	36.76	15.24	3.45	46.64	7.34	13.38	12.46
理想澜湾	2015 年 9 月	15.03	4.33	21.61	11.86	--	31.78	8.01	7.68	2.58
总计		336.73	144.25	354.49	194.17	125.01	445.93	75.80	80.35	65.83

资料来源：公司提供

注：以上数据已按公司所拥有权益折算，小数点后差异由四舍五入造成。

总体看，公司土地获取成本管控较为严格，能保证一定的盈利空间。公司未来销售、建设规模的增长，对公司未来的土地获取的质量和数量均提出了更高的要求。随着公司土地获取规模的增长和项目的持续开发，公司面临着一定的资金压力。

³北京区域：林语墅项目和花语墅项目；北京大七环区域：河北涿州理想湾项目、高铁新干线项目、河北香河原乡溪谷项目、果岭墅项目；天津武清原乡郡项目、原乡半岛项目，上述项目目前销售速度较快，回款速度均比较快，具有较好的销售前景。

（2）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年年底开业。

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，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，具有明显的成本优势。

“鸿坤·金融谷”项目房产全部为写字楼，收入分为销售和租赁两个部分，拟用销售收入来支持整个项目的开发建设，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多万平方米同性质土地待公司开发。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。

总体看，公司房地产开发的规模持续扩大，公司建设项目逐年增长；近年来，公司年度施工面积持续增长，竣工面积波动较大。公司开发项目以住宅地产为主、商业地产和产业地产为辅，且产品结构较为完善，有助于公司提高市场份额和客户粘性，有助于提高公司抵抗市场风险的能力。

（3）物业运营

公司物业运营包括商业物业运营和住宅地产配套的物业管理。公司持有的商业物业主要系公司住宅开发过程中配套的商业物业。

商业物业运营

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 11 截至 2015 年底公司主要持有物业情况（单位：%、万平方米、亿元）

项目名称	出租率	建筑面积	租金收入			
			2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
购物中心	98	14.00	--	--	--	0.25
新都荟	73	4.45	0.08	0.0	0.23	0.38
合计	--	18.45	0.08	0.12	0.23	0.63

资料来源：公司提供

目前公司自持商业物业包括“鸿坤·购物中心”和“鸿坤·新都荟”，其中购物中心位于北京南四环西红门地区，新都荟则分布在公司主要项目所在地大兴、承德、涿州、东方、香河等地。从出租率来看，公司购物中心于 2014 年 12 月开业，2015 年 1~3 月为免租期，截至 2015 年底，出租率已达 98%，出租率较高。“鸿坤·新都荟”于 2012 年陆续开业，截至 2015 年底，“鸿坤·新都荟”出租率为 73%，未来随着经营的日益提升，出租率有望进一步提升。

随着公司自持商业物业的逐步开业，公司商业物业营业收入逐年增长。2013~2015 年，公司商业物业分别实现营业收入 1,161.50 万元、2,348.00 万元和 6,334.87 万元，年均复合增长率达 133.54%，保持较好的增长态势。公司对商业物业相关流程予以模式化，提升商业物业运营效率。

总体看，公司商业物业板块运营时间较短，未来随着商业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。

物业管理

公司物业管理主要系公司所开发的住宅地产配套的物业管理，目前公司物业管理项目规模为 156.40 万平方米。公司物业收入逐年稳定增长，2013~2015 年分别实现物业收入 4,585.90 万元、6503.95 万元和 8958.15 万元，年均复合增长 39.76%，2015 年较上年大幅增长 37.73%，主要系 2015 年物业费收缴率提高及新增项目所致。公司物业费收缴率总体维持在较高水平，如下表所示。

表 12 公司物业管理收入情况（万平方米、万元、%）

项目名称	项目规模	收费模式	物业收入			物业费收缴率		
			2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
瑞海家园	53.91	业主负担	931.61	821.46	857.29	70.76	74.65	81.24
理想家园	22.92	业主负担	449.67	519.73	593.38	81.96	87.89	87.84
派郡	4.73	业主负担	667.52	442.25	331.59	88.28	93.71	96.37
大满贯	5.50	业主负担	247.75	275.45	375.11	82.10	87.08	93.40
礼域府	30.54	业主负担	906.04	1,020.04	1,052.80	89.01	88.20	94.73
理想阳光	12.91	业主负担	97.17	362.20	431.88	94.09	95.26	90.17
理想海岸	12.70	业主负担	338.80	371.37	469.72	--	93.11	83.74
花语墅	3.71	业主负担	385.45	663.07	729.32	--	97.32	100.00
曦望山	9.48	业主负担	0.01	252.84	259.96	--	95.63	99.14
林语墅	--	业主负担	234.98	469.83	1,310.58	--	--	本年入住
AB 栋	--	业主负担	-	--	145.88	--	--	本年入住
金融谷	--	业主负担	-	91.95	164.11	--	--	本年入住

理想湾	--	业主负担	119.23	273.77	427.97	--	--	本年入住
山海墅	--	业主负担	25.46	233.29	259.85	--	--	本年入住
七星长安	--	业主负担	-	215.96	305.96	--	--	本年入住
果岭墅	--	业主负担	182.20	187.37	270.15	--	--	本年入住
原乡溪谷	--	业主负担	-	6.30	257.71	--	--	本年入住
原乡小镇	--	业主负担	-	134.93	213.52	--	--	本年入住
原乡郡	--	业主负担	-	162.15	352.31	--	--	本年入住
理想澜湾	--	业主负担	-	-	149.06	--	--	本年入住
合计	156.40	--	4,585.90	6,503.95	8,958.15	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司物业运营包括商业物业和物业管理，其中商业物业运营时间较短，随着运营时间的增长，盈利能力有望进一步提升；物业管理板块收入稳定增长，物业费收缴率维持在较高水平。

3. 经营效率

2013~2015 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 59.62%和 73.34%，资产总额增长主要得益于货币资金、存货和投资性房地产的大幅增长，所有者权益规模主要得益于利润留存；2013~2015 年营业收入年均复合增长率 49.75%，其中 2015 年同比增长 74.29%，主要系公司 2014 年协议销售面积较大导致 2015 年结转收入大幅增加所致。

2013~2015 年，公司项目结转规模增幅较大，公司成本持续上升，公司存货规模逐年增长，但受房地产市场有所回暖影响，公司存货周转率有所增长，2013~2015 年存货周转率分别为 0.23 次、0.18 次和 0.24 次；因营业收入增幅超过总资产增幅，2014~2015 年公司总资产周转率分别为 0.21 次和 0.24 次，有所上升。

表 13 2015 年主要房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.41	0.33
招商蛇口	0.28	0.23
华夏幸福	0.28	0.25
陆家嘴	0.10	0.23
保利地产	0.30	0.29
绿地控股	0.88	0.65
鸿坤伟业	0.24	0.24

资料来源：可比上市公司数据来自 WIND 资讯，鸿坤伟业数据为联合评级测算。

从同行业比较来看，公司存货周转率、总资产周转率指标在行业内属中等偏下水平。

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仍处于中等偏下水平，经营效率有待进一步提高。

4. 经营关注

（1）政策和行业风险有所增加，对公司提出了更高的要求

由于 2015 年全国新房开工数和土地销量下降，房地产行业供过于求的局面依然存在，市场面临系统性风险。房地产将由价格竞争转向质量、品质、差异化等的价值竞争。从当前的市场需求

层面来看，消费者的观念正在从简单的居住空间，上升为精神享受、生活方式的转变。从当前的市场的供给层面来看库存高企，去化压力以及房企之间的竞争迫使企业开始转向以质量、品质、差异化等的价值竞争。对公司的地产项目质量及去化速度，提出了更高的要求。

（2）资金压力大

按照公司规划，公司经营规模将保持持续高速增长，公司项目建设支出和土地支出规模将维持较高水平，公司存在一定资金压力。

（3）土地成本上升，获取难度加大

根据公司“大北京”发展战略，需在北京及周边地区获取土地以保证经营规模的不断发展，而北京土地市场竞争激烈，土地成本增速高于房价增速，部分地块溢价率超 100%。公司未来土地获取存在一定压力。

（4）经营效率有待进一步提高

随着房地产市场回暖，公司近两年经营效率有所提高，但与同行业相比，公司的经营效率仍然处于较低水平，经营效率仍有待提高。

5. 未来发展

（1）聚焦物业配套服务建设，实现差异化

公司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。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公司更快更好地发展。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。经简单估算，未来京津冀都市圈大七环市场容量较大，公司将以此为契机，实现快速发展。

总体看，公司坚持“大北京”发展战略，同时致力于实现产品差异化，并采用都市圈运营模式充分利用协同效应，整体战略规划可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 年财务报告已经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司以 2014 年 7 月最新会计政策为基础编制财务报表，并对相应科目进行了追溯调整。

截至 2015 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共 34 家，较 2014 年增加 5 家；总体看合并范围有所扩大，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 2015 年底，公司合并资产总计 229.15 亿元，负债合计 172.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 51.35 亿元。2015 年公司实现营业收入 49.08 亿元，净利润（含少数股东损益）10.10 亿元，其中归属于母公司净利润 9.38 亿元，2015 年公司经营活动现金流量净额为-2.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.63 亿元。

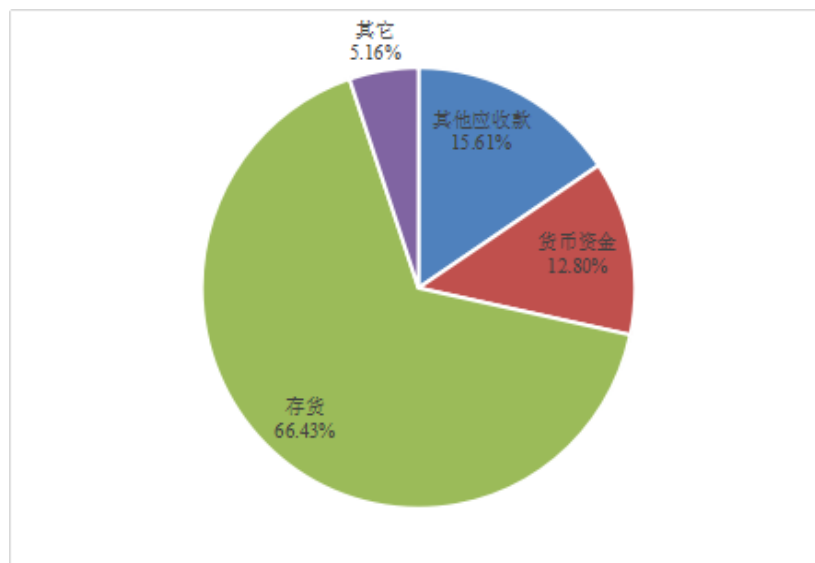
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长率达 59.62%，流动资产与非流动资产均大幅增长。公司资产构成以流动资产为主，流动资产三年占比分别为 97.57%、76.03%和 81.31%，流动资产占比较高符合房地产开发企业特征。截至 2015 年底，公司资产规模达 229.15 亿元，同比大幅增长 27.69%，其中流动资产 186.33 亿元，同比增长 36.57%，非流动资产 42.82 亿元，同比下降 0.47%。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产规模逐年增加，年均复合增长率为 45.71%，主要系货币资金、其他应收款及存货大幅增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产 186.33 亿元，主要由货币资金（占比 12.80%）、其他应收款（占比 15.61%）和存货（占比 66.43%）构成。如下图所示。

图 6 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长率 53.46%，主要系公司经营规模扩大，预收房款等经营回款和长短期借款增加所致。截至 2015 年底，公司货币资金为 23.84 亿元，同比增长 95.27%，货币资金构成以银行存款为主，占比 95.14%，其中受限货币资金主要为按揭保证金，受限货币资金在货币资金总额中占比 1.29%。整体看，公司货币资金规模较大，使用受限的货币资金占比较低。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 8.05 亿元，较上年底增长 5.39%，主要系公司委托贷款和预缴的各项税费增加所致；其中，预缴的各项税费占 66.46%，委托贷款占 18.64%，短期理财占 14.91%。

随着公司经营规模的扩大，2013~2015 年，公司其他应收款持续增长，年均复合增长率达 46.18%。公司其他应收款以往来款和保证金为主，截至 2015 年底，其他应收款账面余额 30.03 亿元，计提坏账准备 0.94 亿元，占比最高欠款方为北京亿润创业投资有限公司，达总余额的 14.14%，期末余额前五名的欠款方合计占比 39.54%。公司其他应收款规模较大，形成对公司的资金占用，存在无法回收的风险。

2013~2015 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 55.95%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，近三年合计占比均在 99%以上。截至 2015

年底，公司存货账面价值为 123.79 亿元，其中开发成本和开发产品分别占比 83.77%和 16.21 %，存货规模同比增长 42.95%，增长主要来自对公司在建项目的建设投入，包括理想澜湾、原乡半岛、高铁新干线及果岭墅等。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模显著上升，年均复合增长率为 342.46%，系投资性房产大幅增加所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 42.82 亿元，构成以投资性房地产为主，占 93.29%。

截至 2014 年底，公司共持有鸿坤商业购物中心、礼御府大满贯（0402、0605 地块）底商、曦望山（0902 地块）商底、理想家园（1102 地块）商底和瑞海家园 1 区 1 号楼五处投资性房地产，合计 40.14 亿元，在非流动性资产中占比为 93.30%，主要是由 2014 年开发产品和固定资产转入，其中开发产品转入 39.31 亿元，固定资产转入 0.83 亿元。截至 2015 年底，公司投资性房地产转换日账面价值、公允价值分别为 11.90 亿元和 39.96 亿元，其他综合收益为 28.06 亿元，系投资性房地产公允价值大于账面价值部分。转换日公允价值远大与账面价值主要系公司拿地时间较早成本较低及北京市房价近年来大幅上涨所致。由于公司投资性房地产公允价值受市场价格波动影响，可能存在价格下跌的风险。

表 14 公司投资性房地产明细情况（单位：亿元）

项目	转换日	账面价值	公允价值	其他综合收益
鸿坤商业购物中心	2014 年 12 月 31 日	9.58	25.78	16.20
瑞海家园 1 区 1 号楼 1-2 层	2014 年 12 月 31 日	0.06	0.88	0.82
理想家园（1102 地块）底商	2014 年 12 月 31 日	0.19	2.06	1.87
礼御府大满贯（0402、0605 地块）底商	2014 年 12 月 31 日	1.76	9.58	7.82
曦望山（0902 地块）底商	2014 年 12 月 31 日	0.31	1.66	1.35
合计	--	11.90	39.96	28.06

资料来源：公司提供

总体看，公司资产规模较大，增幅较大，主要以流动资产为主，资产构成比较稳定。流动资产中存货占比较大；非流动资产以 2014 年开始自持的投资性房地产为主。公司现金类资产较为充足，整体资产质量较好。

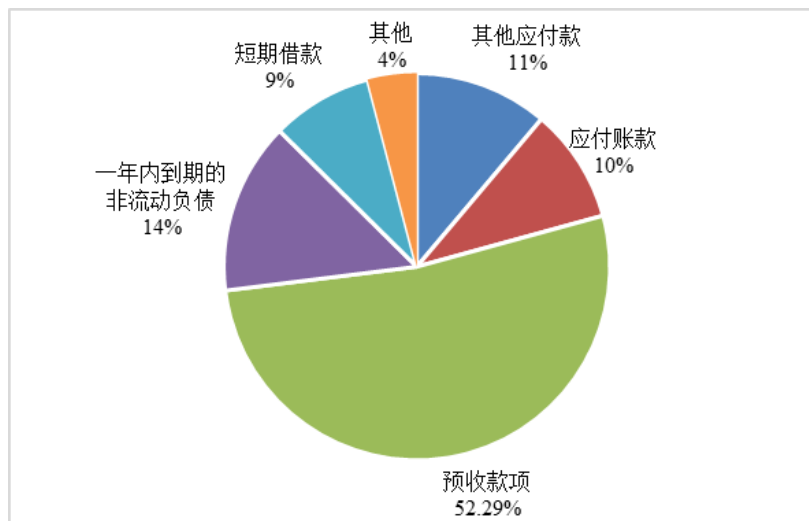
3. 负债及所有者权益

2013~2015 年，公司负债规模逐年递增，年均复合增长率 55.81%。截至 2015 年底，公司负债合计 172.93 亿元，较上年底大幅增长了 30.84%，主要是公司经营规模扩大，应收账款、预收款项及长期借款增加所致。债务结构方面，近三年公司负债以流动负债为主，占比呈上升趋势。截至 2015 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 73.14%和 26.86%。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债规模逐年上升，年均复合增长率 61.26%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 126.48 亿元，较上年底增长 39.82%。公司流动负债以短期借款（占比 8.50%）、应付账款（占比 9.57%）、预收款项（占比 52.29%）、其他应付款（占比 11.17%）和一年内到期的非流动负债（占比 14.37%）为主。

图 7 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司短期借款年均复合增长 86.22%，主要系公司项目开发规模扩大所致。截至 2015 年底，公司短期借款为 10.75 亿元，其中质押借款 7.00 亿元，抵押借款 3.50 亿元，质押加抵押借款 4 亿元，信用借款 0.25 亿元。

2013~2015 年，公司应付账款年均复合增长 198.47%，主要是公司经营规模扩大，项目增多导致的应付工程款增加所致。截至 2015 年底，公司应付账款为 12.10 亿元，以应付工程款为主，账龄超过一年的应付账款为 0.12 亿元。

公司预收款项主要为对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户购房款。2013~2015 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 48.02%。截至 2015 年底，公司预收款项合计 66.13 亿元，同比增加 35.32%，其中售房款为 65.64 亿元。预收款项也包括已竣工但未达到收入确认条件的预售房款，账龄超过一年的重要预收款项为尚未结算的预收房款。预收款项大部分在满足结算条件时结转为公司营业收入，因此公司不存在实际的偿付压力。

2013~2015 年，公司其他应付款年均复合增长率 6.39%，以合作款、押金及保证金、代收款项等为主。截至 2015 年底，公司其他应付款合计 14.13 亿元，其中账龄超过一年的重要其他应付款为 2.82 亿元。

2014~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 7.97 亿元和 18.17 亿元，全部为一年内将到期的长期借款，2015 年较上年增长 127.98%。

非流动负债

公司非流动负债近三年年均复合增长 43.38%，主要系长期借款增加所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 46.45 亿元，同比增长了 11.36%，公司非流动负债主要由长期借款（占比 85.11%）和递延所得税负债（占比 14.89%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款年均复合增长 34.18%，主要系公司开发规模逐步扩大对长期资金需求增加所致。截至 2015 年底，公司长期借款合计 39.53 亿元，其中抵押借款为 29.83 亿元（占比 75.46%），质押借款为 6.7 亿元（占比 16.95%），保证借款为 3 亿元（占比 7.59%）。公司长期借款中 2016 年需要偿还的借款规模较大，存在一定的集中偿付风险。

2013~2015 年，随公司借款的逐步到位，公司全部债务年均复合增长 64.62%。截至 2015 年底，公司全部债务合计 69.64 亿元，其中长期债务占比 56.77%，短期债务占比 43.23%；公司资产

负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 75.46%、55.33%和 41.28%。

近三年公司规模高速扩张,总资产年均复合增长 59.62%,项目施工面积年均复合增长 16.19%。一方面,根据《企业会计准则》的规定和行业收入确认的惯例,房地产开发公司通常于房屋交付时点确认收入,加之期间房地产行业整体销售情况不佳,公司规模的扩张使得资产中占比较大的存货与负债中占比较大的预收款项同时大幅上升,年均分别增长 55.95%和 48.02%;另一方面,公司规模的扩张增加了公司的融资需求,2013~2015 年公司全部债务年均复合增长 64.62%。总体看,行业现状、公司发展规划,以及公司开发、销售、融资等多方面原因的共同作用,使得公司近几年资产负债率等指标维持在较高水平。截至 2016 年 3 月底,公司未来几年全部债务偿还期限在 2017~2018 年相对集中,其中,2018 年集中偿还额度最高。如下表所示。

表 15 截至 2016 年 3 月底公司全部债务未来需偿还情况(单位:万元)

偿还期限	需偿还额度
2017 年	129,974.34
2018 年	177,112.10
2019 年	16,007.00
2020 年	15,076.00
合计	338,169.44

数据来源:公司提供

所有者权益

2013~2015 年,公司所有者权益年均复合增长 73.34%,主要来自于公司未分配利润的增加。截至 2015 年底,所有者权益 56.23 亿元,其中归属于母公司所有者权益 51.35 亿元;公司所有者权益中股本为 0.50 亿元,资本公积 0.11 亿元,其他综合收益为 19.28 亿元,盈余公积为 1.49 亿元,未分配利润为 29.97 亿元,所有者权益中未分配利润和其他综合收益规模较大,公司所有者权益结构的稳定性一般。

总体看,公司负债结构以流动负债为主,整体债务规模逐年增长,但仍处于合理水平;公司所有者权益逐年增长,未分配利润占比较大,所有者权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年,公司收入规模呈上升趋势。2013~2015 年公司分别实现营业收入 21.88 亿元、28.16 亿元和 49.08 亿元;公司营业利润呈波动上升趋势,三年年均复合上升 31.62%,主要系公司营业收入大幅增加所致。2015 年,受益于房地产市场回暖,尤其是一二线城市较好行情,公司分别实现营业利润和利润总额 12.83 亿元和 12.89 亿元,分别由 2014 年的负增长到 2015 年分别实现同比增长 76.59%和 78.58%,盈利能力有较大提高。

从期间费用来看,2013~2015 年,公司费用收入比呈波动下降,分别 12.38%、20.33%和 15.62%。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成,2015 年,公司销售费用和管理费用支出分别为 3.82 亿元和 3.07 亿元。公司 2015 年费用收入比较上年有所下降,主要是公司经营规模扩大,营业收入增幅大于费用增幅所致。

从利润构成情况来看,公司利润主要来自于出售房产开发产品和物业经营等主营业务。2015 年,公司实现利润总额 12.89 亿元,其中主营业务收入占营业收入的 98.70%,公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

从各项盈利指标来看,2013~2015 年,公司营业利润率呈下降趋势,三年分别为 46.51%、46.09%

和 39.09%，主要系公司房地产开发规模扩大、营业成本增长所致；2015 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 9.55%、6.69%和 19.51%，同比分别上升 2.33 个百分点、1.33 个百分点和 3.52 个百分点，主要系公司收入及利润大幅增长所致。根据万德资讯的数据，2015 年房地产管理和开发行业的净资产收益率（ROE）和总资产报酬率（ROA）的中位值分别是 14.75% 和 5.93%，公司的相关指标跟行业中位值可比，盈利能力处于行业中等水平。

2015 年公司实现营业收入 49.08 亿元；实现营业利润 12.83 亿元；公司实现净利润 10.10 亿元，主要是公司 2015 年交房集中度较高，结转收入规模较大。

总体看，受房地产市场回暖影响，公司营业收入规模逐年增大，主营业务盈利能力有所增强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-13.79 亿元、-20.91 亿元和-2.69 亿元。其中，2015 年度经营活动产生的现金流量净额净流出较小，主要系销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加和购买商品、接受劳务支付的现金较上年有所减少所致。近三年，公司经营活动现金流入年复合增长 50.83%。公司近三年现金收入比分别为 132.18%、157.98% 和 136.39%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2013~ 2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.41 亿元、3.63 亿元和 0.29 亿元，公司投资活动现金流量规模较小，呈波动变化趋势。2015 年，公司投资活动现金流量净额为正，系公司取得投资收益所致。

从筹资活动情况来看，2013~ 2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 18.08 亿元、19.34 亿元和 13.04 亿元，筹资规模呈下降趋势。公司筹资活动现金流入主要系取得银行借款，筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款。

总体看，自 2013 年来公司经营活动现金呈净流出态，且 2013 年以来现金流出净额有所减少，但现金收入实现质量较好。随着公司借款的逐步到期、在建项目的进一步投入，公司筹资活动将进一步增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年公司流动比率以及速动比率都逐年下降，主要系预收款项和应付账款大幅增加而资产未同比增长所致。2015 年末，流动比率和速动比率分别为 1.47 倍和 0.49 倍，公司现金短期债务比为 0.79 倍，经营活动现金流净额为负，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力不强。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尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015 年末公司资产负债率为 75.46%，较上年末有所上升。2013 年以来，房地产行业经历低迷后于 2015 年企稳回暖，公司 EBITDA 也呈现波动上升趋势。2015 年，公司 EBITDA 为 13.83 亿元，其中折旧、摊销、计入财务费用利息收入分别为 0.14 亿元、0.02 亿元、0.77 亿元；EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较差；EBITDA 利息保障倍数为 2.37 倍，对利息的保障程度较强。同时，考虑到公司存货、土地等资产价值较高，且土地资产未来存在一定增值空间，公司长期偿债能力提供了较好的保障。

截至 2015 年底，除客户按揭担保外，公司无其他对外担保，无重大未决诉讼。

截至 2015 年底，公司获得授信总额 68.46 亿元，已使用 68.46 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：201603310126881955），截至 2016

年3月底，公司无不良类贷款记录，存在一笔已结清的关注类贷款和七笔未结清正常类贷款，根据相关银行出具的证明，上述一笔关注类贷款为对固定资产贷款的关注。

总体看，公司目前债务规模可控，现金类资产较为充足，房产开发存货、土地等资产有一定的保值增值空间，整体偿债能力较强。考虑到公司在建项目前景良好和预收款项规模较高等因素，未来公司偿债能力有望得到提升。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年底，公司债务总额为172.93亿元，本期拟发行债券规模为4.00亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度适中，对公司负债结构影响不大。

以2015年底财务数据为基础，假设募集资金净额为4.00亿元，本期债券发行后，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77.21%、56.70%和43.64%，债务负担有所增加。

2. 本期债券偿债能力分析

以2015年底的相关财务数据为基础，公司2015年EBITDA为13.83亿元，为本期公司债券发行额度（4.00亿元）的3.46倍，EBITDA能完全覆盖本期债券；2015年经营活动产生的现金流入105.81亿元，为本期公司债券发行额度（4.00亿元）的26.45倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高；现金类资产23.84亿元，为本期债券发行额度（4.00亿元）的5.96倍，现金类资产对本期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，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为本期债券向债券持有人出具的《担保函》，中合担保为公司本期发行的不超过13亿元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券存续期及本期债券的到期之日起两年内，如公司不能按期兑付债券本金及到期利息，担保人保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他依法应支付的费用，划入债券登记机构或主承销商指定的账户。

2. 担保人信用分析

（1）中合担保概况

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）是国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其成立宗旨是支持中小企业发展，促进多层次中小企业金融服务体系的完善。中合担保成立于2012年7月19日，由中国进出口银行、JPMorgan China Investment Company Limited（实际控制人为美国摩根大通集团）、海航资本集团有限公司、宝钢集团有限公司、海宁宏达股权投资管理有限公司、西门子（中国）有限公司及内蒙古鑫泰投资有限公司共同发起设立。

中合担保自成立至 2015 年末，注册资本与股权结构均未发生变更。截至 2015 年末，中合担保注册资本 51.26 亿元，股东持股情况分别为：中国进出口银行出资 5.00 亿元，持股 9.75%；JPMorgan China Investment Company Limited 出资 12.76 亿元，持股 24.89%；海航资本集团有限公司出资 12.00 亿元，持股 23.41%；宝钢集团有限公司出资 10.50 亿元，持股 20.48%；海宁宏达股权投资管理有限公司出资 6.00 亿元，持股 11.71%；西门子（中国）有限公司出资 3.50 亿元，持股 6.83%；内蒙古鑫泰投资有限公司出资 1.50 亿元，持股 2.93%。

（2）业务运营

中合担保成立于 2012 年 7 月，并于 2013 年正式开展担保业务。中合担保主要担保业务品种包括贷款担保、金融担保等，目前，已与多家银行、小贷公司、信托公司、证券公司等金融机构开展了担保业务合作。

2015 年，中合担保业务规模继续大幅增长，全年担保业务发生额和新增担保责任额分别为 303.05 亿元和 288.70 亿元，增长率分别达 31.48%和 31.11%；截至 2015 年末，期末担保责任余额分别为 488.18 亿元，增长率达 61.05%。随着业务规模的增长，代偿额也有了较大的增加，2015 年，中合担保发生代偿额为 1.37 亿元，同比增加 146.72%。截至 2015 年末，中合担保净资产担保责任余额倍数为 8.42 倍，较 2014 年末有了较大提高。中合担保于 2015 年 12 月 2 日获得北京市金融局的批准，对担保业务进行风险分级管理，按照《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》的规定，截至 2015 年底，中合担保风险调整担保责任余额 227.18 亿元，其中融资性风险调整担保责任余额 213.49 亿元，非融资性风险调整担保责任余额 13.7 亿元，截至 2015 年底，中合担保净资产 57.9 亿元，融资性风险调整担保责任余额的净资产放大倍数为 3.68 倍，按照此指标，中合担保未来业务规模仍有较大增长空间

2015 年，中合担保实现担保业务净收入 5.12 亿元，已赚保费 5.00 亿元，分别较 2014 年大幅增加 62.75%和 70.86%。总体看，2015 年，中合担保业务规模继续较大增长，收入水平不断提高。

表 16 中合担保担保业务发展数据（单位：户、亿元）

项目	2014 年/2014 年末	2015 年/2015 年末
当年担保发生额	230.49	303.05
分出担保责任	10.3	14.35
新增担保责任额	220.19	288.70
解保额	37.84	103.63
个案业务	19.50	88.68
批量业务	18.34	14.96
期末担保责任余额	303.12	488.18
个案业务	289.42	485.64
批量业务	13.70	2.54
当年担保代偿额	0.55	1.37
当年担保追偿额	0.006	0.23
净资产担保责任余额倍数	5.58	8.42
担保业务净收入	3.14	5.12
已赚保费	2.93	5.00

资料来源：中合担保提供注：中合担保对合作机构所发放（或担保）、符合条件的中小企业贷款客户最终风险承担相应比例的代偿责任，而不直接针对最终客户逐一办理担保事项。这类业务内部统计口径称为“批量业务”，而其他针对单一客户承担保证责任的业务，内部统计口径称为“个案业务”。

（3）金融担保业务

金融担保是中合担保主要业务品种，截至 2015 年末，中合担保金融担保责任余额为 467.03 亿元，较 2014 年末大幅增长 75.73%，占当期期末担保责任余额的比重分别为 95.57%，较上年有所上升，对金融产品的担保为中合担保主要的担保业务。

中合担保与信托公司、证券公司、区域交易市场等非银行金融机构建立了合作关系，承做的金融担保品种包括债券发行担保、信托产品担保、资产管理计划担保、金融租赁担保以及 2015 年新增的对保本基金、资产证券化产品和境外债券担保等。截至 2015 年末，中合担保对债券类产品的担保余额（含区域交易市场私募债、资产证券化产品和境外债券）为 302.53 亿元，占金融担保责任余额的比例为 64.78%；中合担保对保本基金的担保余额为 41.50 亿元，占金融担保责任余额的比例为 8.89%；信托计划、专项资产管理计划以及债权（收益权）转让融资产品的担保余额为 96.65 亿元，占金融担保责任余额的比例为 20.69%，其余为对租赁融资项目的担保为 2.84 亿元。中合担保担保业务中债券类担保占比较大。截至 2015 年末，中合担保最大的担保项目为对招商基金管理有限公司旗下保本基金的担保，额度为 41.50 亿元，占期末担保责任余额的 8.50%，前 10 大金融担保客户担保余额占期末担保责任余额的 35.12%，客户集中度较大。

表 17 截至 2015 年末中合担保金额前十大金融担保项目情况（单位：亿元、%）

担保对象	担保品种	在保余额	占期末担保责任余额比例
招商基金管理有限公司	保本基金	41.50	8.50
天津市东丽城市基础设施投资集团有限公司	企业债	16.00	3.28
浏阳市工业新城建设开发有限公司	企业债	15.00	3.07
南平市武夷新区投资开发有限公司	企业债	15.00	3.07
天津东方财信投资集团有限公司	企业债	15.00	3.07
天津津南城市建设投资有限公司	企业债	15.00	3.07
镇江市城市建设投资集团有限公司	企业债	15.00	3.07
重庆市万州三峡平湖有限公司	企业债	15.00	3.07
青岛城阳开发投资有限公司	企业债	14.00	2.87
吉林市铁路投资开发有限公司	企业债	10.00	2.05
合计	—	171.50	35.12

资料来源：中合担保提供

（4）非金融担保业务

中合担保非金融担保业务主要业务品种包括贷款担保、票据承兑担保，目前在保非金融担保业务均为贷款担保业务。截至 2015 年末，中合担保直接承保的贷款担保责任余额 18.61 亿元，批量合作的贷款担保责任余额 2.54 亿元。

目前，中合担保已与中信银行、工商银行、建设银行、中国银行、民生银行、北京银行等十余家银行开展担保业务合作，共计获得担保业务授信额度 826.00 亿元。

总体看，中合担保业务品种丰富，担保业务规模快速增长，经营情况良好。

（5）风险管理分析

风险管理制度方面，中合担保确立了较为稳健的风险偏好，初步搭建了全面风险管理框架，为开展业务模式创新、精细化经营和管理各类风险奠定了良好基础。业务流程方面，中合担保制定了调查、审批、落实、代偿、追偿等各项职能相互分离、相互制约的操作方法。

2015 年，中合担保当年代偿金额为 1.37 亿元，同比增加 146.72%，代偿项目多为批量合作的贷款担保项目，受宏观经济增速下滑等不利因素影响，中小企业违约风险上升。中合担保通过诉

讼、处置担保物等多种途径回收代偿款，降低代偿损失，2015 年追偿金额为 0.23 亿元。截至 2015 年末，中合担保累计担保发生额 658.92 亿元，累计解保额 143.89 亿元，累计代偿金额 1.94 亿元，累计代偿率为 1.35%，累计追偿金额 0.24 亿元，累计代偿回收率为 12.15%。中合担保还通过按项目风险水平计提相应的准备金以及提高业务准入门槛等措施抵御和降低客户违约风险，增强自身抵御风险的能力，截至 2015 年末，中合担保递延收益 6.56 亿元，担保合同准备金 3.53 亿元，一般风险准备金 0.91 亿元，应收代偿款减值准备 0.78 亿元，代偿准备金比为 11.26%，拨备覆盖率为 888.40%，其抵御代偿风险冲击的能力较强。

表18 中合担保风险管理水平（单位：户、万元）

项目	2015 年底	项目	2015 年底
累计担保户数	5,433	累计担保额	658.92
累计代偿户数	66	累计担保追偿额	0.24
累计代偿金额	1.94	累计解保额	143.89

资料来源：中合担保提供

总体看，随着中合担保业务规模的增长，代偿规模也有较大增长，但目前中合担保累计代偿率仍属较低，风险管理水平较高。联合评级将持续关注后续代偿反担保执行及追偿的落实情况。

（6）担保资产信用质量分析

承保组合风险是担保公司业务运营中最常见的风险，即担保业务品种、客户、行业、区域、期限过于集中，从而导致违约风险的相关性过高，加大整体担保风险。在核心承保组合风险管理方面，中合担保按照《融资性担保公司管理暂行办法》的规定执行客户集中度控制，分散承保组合风险。

从额度控制情况来看，截至 2015 年末，中合担保个案担保笔数为 115 笔，个案平均单笔担保责任余额为 4.22 亿元；中合担保贷款担保的期末单户最大担保责任余额为 5.00 亿元，单一客户集中度 8.62%，符合监管要求（单个被担保人提供的融资性担保责任余额不能超过净资产的 10%）；债项担保期末单户最大担保责任余额为 16.00 亿元，单一客户集中度 27.60%，符合监管要求（对单个被担保人债券发行提供的担保责任余额不能超过净资产的 30%），另外，中合担保 2015 年新增了保本基金担保业务，由于其不属于融资性担保业务，所以不受监管的规模限制；期末前五大客户担保责任余额为 102.50 亿元，占期末担保责任余额的 21.00%，前五大客户集中度较高。

从区域、行业集中度看，截至 2015 年末，中合担保担保客户区域分散在华北、华东、东北、西南等地区，其中较大的省份为山东省（占比 15.4%）、广东省（占比 12.40%）、江苏省（占比 11.90%）和北京市（占比 10.30%），其余的省份均不足 10.00%，区域集中度低；中合担保客户行业涉及地方政府融资平台类、产业类、金融业等，其中城投类客户期末担保责任余额为 300.17 亿元，占同期担保责任余额的比重为 61.49%，其余行业均不足 20.00%，整体行业集中度较高。在地方政府融资平台类企业的选择上，中合担保首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，关注该企业的当地市场地位，同时要求企业提供相应的反担保措施。整体看，中合担保担保业务区域集中度较低、行业风险集中度较高。

从担保期限看，截至 2015 年末，中合担保债券发行担保业务的担保期限多为 2 年以上，信托产品担保业务和资产管理计划担保业务的担保期限多为 1~2 年，贷款担保业务和收益权担保业务的担保期限多在 1 年以内。

从担保存续期看，在未来 12 个月内，到期的担保责任余额占比为 29.35%，12~24 个月为 12.43%，24 个月以上的占比为 58.22%，中合担保代偿压力集中度适中。

表 19 担保资产质量情况（单位：亿元、月、%）

组合特征	项目	2015 年末	项目	2015 年末
	个案平均单笔担保责任余额	4.22	单户最大担保责任余额	41.50
	单笔最长担保期限	180	单户及关联方最大担保责任余额	41.50
	存续期限（月）	个案担保笔数（笔）	个案在保责任余额	责任余额占比
	3 个月以内	7	9.32	1.92
	3~6 个月	11	29.58	6.09
	6~9 个月	13	30.26	6.23
	9~12 个月	30	73.37	15.11
	12~24 个月	21	60.37	12.43
	24 个月以上	33	282.74	58.22
	行业集中特征	担保责任余额	地域集中特征	担保责任余额
	地方政府融资平台类	300.17	区域分散	—

资料来源：中合担保提供

总体看，中合担保通过对客户的区域分布、单笔额度大小等方面的控制，在一定程度上降低了承保组合的风险。中合担保担保客户区域集中度较低、行业风险集中度较高，代偿压力集中度适中。

3. 财务分析

（1）财务概况

中合担保根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务会计报告条例》、《企业会计准则》和《金融企业财务规则》、《融资性担保公司管理暂行办法》等法律法规及相关规定的要求，制订了财务管理基本制度和会计核算方法。中合担保提供了经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计的 2015 年度财务报表，并出具了无保留的审计意见。2015 年，中合担保合并范围新增 2 家子公司。截至 2015 年末，中合担保子公司业务规模不大，财务报表合并范围的变化对中合担保财务数据的可比性影响较小。

截至 2015 年末，中合担保合并资产总额 77.06 亿元，所有者权益合计 57.98 亿元，中合担保递延收益余额 6.56 亿元，担保合同准备金余额 3.53 亿元；2015 年，中合担保实现营业收入 10.68 亿元，其中已赚保费 5.00 亿元，投资收益 4.21 亿元，实现净利润 4.45 亿元。

（2）资金来源

2015 年，中合担保可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的净现金流。2015 年，中合担保股东权益规模保持稳定，截至 2015 年末，中合担保股东权益 57.98 亿元，其中股本 51.26 亿元，占比为 88.41%，较上年末下降了 5.97 个百分点，但中合担保资本稳定性仍属较好；2015 年末中合担保未分配利润 4.63 亿元，占中合担保股东权益的 7.98%。截至 2015 年末，中合担保权益负债比为 303.90%，较上年末的 608.35%下降较大，主要系中合担保发行债券等导致负债增加较大所致。利润分红方面，2015 年，中合担保进行了现金分红为 1.07 亿元，是当期净利润的 24.01%，分配力度较大。

负债方面，截至 2015 年末，中合担保负债合计 19.08 亿元，以应付债券（占比 36.40%）、递延收益（占比 34.39%）和担保合同准备金（占比 18.49%）为主，其中，应付债券为中合担保 2015 年 12 月发行的公司债券；递延收益主要系中合担保计提剩余期间尚未赚取的担保费，即未到期责任准备金；担保合同准备金为 3.53 亿元，较上年末大幅增加 132.44%，主要系中合担保业务规模增加所致。截至 2015 年末，中合担保资产负债率为 24.76%，较 2014 年末提高 10.64 个百分点，

但整体负债规模不大，负债水平仍属不高。

总体看，中合担保资金主要来源于自有资金，2015 年，中合担保杠杆率有较大提升，但整体仍属较低水平。

（3）资金运用

2015 年，中合担保资产总额保持稳步增长，截至 2015 年末，中合担保总资产 77.06 亿元，较 2014 年末增长 21.84%。在资金运用上，中合担保延续了安全性、流动性、收益性的原则，制定各类风险资产的投资限额，审慎选择投资标的，较好实现了中合担保本金的保值增值。在产品风险控制方面，中合担保继续采用穿透原则，对基础资产对应的风险进行判断。截至 2015 年末，中合担保投资资产合计 73.59 亿元，较 2014 年末增长 20.34%，中合担保的资金运用包括定期存款、应收款项类投资、可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和长期股权投资，截至 2015 年末，五类投资资产在总投资资产的占比分别为：7.02%、11.51%、68.15%、9.79%和 3.53%，结构变化来看，较 2014 年末，中合担保定期存款的占比明显下降，应收款项类投资的占比大幅增长，新增了长期股权投资和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；具体来看，截至 2015 年末，中合担保定期存款为 5.17 亿元，较 2014 年末大幅减少 58.47%，全部为美元存款；应收款项类投资为 8.47 亿元，较 2014 年末大幅增长 6.66 倍，主要为委托贷款；可供出售金融资产中主要包括基金投资、信托计划投资、银行理财产品和资产管理计划投资，分别为 21.38 亿元、19.64 亿元、4.81 亿元和 3.90 亿元；长期股权投资为 2.59 亿元。从投资产品期限分布看，中合担保投资以中短期投资为主，截至 2015 年末，中合担保投资产品剩余期限在 1 年（含）以内的占比达 71.73%，其中剩余期限在半年及以内的投资产品占比达 57.74%，投资组合保持了较强流动性。

总体看，中合担保投资规模结构变化较大，整体流动性较强；中合担保投资主要配置于委托贷款、基金、信托和资产管理计划，面临一定的信用风险，鉴于中合担保拥有较为严格的管理制度和风险评判标准，投资风险总体可控。

（4）现金流

2015 年，随着担保业务规模的进一步增长，中合担保收到担保合同保费取得的现金进一步增加，使得中合担保经营活动现金流入同比 35.24%；但受支付担保代偿款、员工薪酬以及支付税费增加的影响，中合担保经营活动现金流量净额较 2014 年减少 9.10%，为净流入 2.31 亿元；投资活动现金流仍表现为净流出，且规模增加较大，主要是中合担保投资规模的扩大所致，全年投资活动现金流为净流出 7.29 亿元，流出规模同比扩大 199.41%；2015 年中合担保成功发行公司债券，筹资活动现金流表现为净流入，为 4.68 亿元。总体看，2015 年，中合担保现金流正常。

表 20 中合担保现金流情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年
经营性现金流量净额	2.54	2.31
投资性现金流量净额	-2.44	-7.29
筹资性现金流量净额	-0.38	4.68
现金及现金等价物净增加额	-0.28	-0.28
现金及现金等价物余额	0.38	0.10

资料来源：中合担保审计报告

（5）盈利能力

2015 年，中合担保主营业务依然突出，营业收入主要来源于保费收入和投资收益。2015，随

随着中合担保担保业务的快速发展，中合担保担保业务收入显著增加。2015 年实现担保业务净收入 5.12 亿元，较上年增长 62.75%，剔除分担保费及收入返还后，已赚保费 5.00 亿元，较上年增长 70.86%，已赚保费对营业收入的贡献率为 46.83%，较 2014 年增加了 4.69 个百分点，对营业收入的贡献有所提升；投资收益 4.21 亿元，较上年增长 6.76%，其占营业收入的 39.36%，中合担保投资收益占比较大，相关投资风险需要保持关注。2015 年，中合担保实现营业收入和净利润分别为 10.68 亿元和 4.45 亿元，同比大幅 53.76%和 66.59%，取得了较好的经营业绩。

2015 年，中合担保平均净资产收益率为 7.92%，较 2014 年增长了 2.95 个百分点，盈利水平提升明显；同期，收入利润率为 54.60%，较 2014 年提升了 4.99 个百分点，处于较高水平；2015 年，中合担保担保赔付率为 26.72%，较 2014 年明显提升，主要系中合担保代偿规模的增加；同期，成本收入比为 45.74%，较 2014 年有所下降，处于一般水平。

表 21 中合担保 2014~2015 年盈利能力相关指标（亿元、%）

项目	2014 年	2015 年
营业收入	6.95	10.68
担保业务净收入	3.14	5.12
已赚保费	2.93	5.00
投资收益	3.94	4.21
汇兑收益/（损失）	0.05	0.68
其他业务收入	0.04	0.75
营业支出	3.51	4.89
营业利润	3.44	5.80
利润总额	3.45	5.83
净利润	2.67	4.45
平均净资产收益率	4.97	7.92
收入利润率	49.61	54.60
已赚保费对收入的贡献率	42.14	46.83
累计代偿率	1.42	1.36
成本收入比	50.51	45.74

资料来源：中合担保提供，联合评级整理。

总体看，2015 年，随着中合担保担保业务规模的增长，中合担保担保业务收入增长快速，投资业务运营稳健，中合担保整体盈利能力强。

4. 代偿能力

（1）流动性压力分析

根据中合担保 2015 年末主要资产与负债的状况，联合评级以流动性为基准，着重考察了中合担保的即期支付能力。通过净资本指标来考察担保机构的资产流动性和快速变现能力。净资本指标反映了担保机构净资产中的高流动性部分，是根据担保机构的业务范围和资产的流动性特点，在净资产的基础上对资产项进行风险调整。其中，考虑到资产流动性，联合评级对中合担保固定资产等非流动投资进行扣除处理；评估应收款项和对外投资等回收期限及风险状况，按一定比例进行折扣；最后加上中合担保已提准备金，核算出 2015 年末中合担保净资本为 41.81 亿元，较 2014 年末减少 12.69%，主要系中合担保投资结构的变化所致，受此影响，净资本比率由 2014 年末的 88.16%下降至 2015 年末的 72.11%，但整体看，中合担保资产即期支付能力仍属较好。

总体看，2015 年，受投资结构变化的影响，中合担保净资本规模有所下降，但即期支付能力

仍属较好。

（2）代偿能力

受中合担保业务规模的大幅增长，截至 2015 年末，中合担保净资产担保倍数 11.68 倍，净资产担保倍数 8.42 倍，均较 2014 年末有所提升，担保放大倍数处于较高水平。

截至 2015 年末，中合担保代偿保障率 1.08%，较 2014 年末有所减少，主要系当年担保业务规模的增加所致，处于低水平；净资产充足率 8.56%，较 2014 年末下降了 7.24 个百分点，处于较低水平；代偿准备金比 11.26%、代偿净资产比 3.35%，均较上年有所提升。中合担保整体代偿能力强。

表 22 中合担保资本充足性及代偿能力（亿元、%、倍）

项目	2014 年	2015 年
净资产	54.31	57.98
净资本	47.89	41.81
净资本比率	88.16	72.11
代偿保障率	4.23	1.08
净资产充足率	15.80	8.56
代偿准备金比	7.51	11.26
代偿净资产比	1.05	3.35
净资产担保倍数	5.58	8.42
净资本担保倍数	6.33	11.68

资料来源：中合担保提供，联合评级整理。

总体看，2015 年，中合担保净资产充足率有所下降，考虑到中合担保资产质量较好，整体代偿能力强。

5. 债权保护效果

以 2015 年底财务数据测算，本期公司债券发行规模（4.00 亿元）占担保方中合担保资产总额的 5.19%、所有者权益总额的 6.90%，整体占比较小，中合担保资产和所有者权益对债券保护程度较好；本期公司债券发行规模（4.00 亿元）占经营活动流量净额的 173.16%，经营活动流量净额不能完全覆盖本期债券。

综合来看，中合担保资产质量较好，净资产规模较大，担保实力较强，该担保对本期债券信用状况具有明显积极的提升作用。

十、综合评价

房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，预期房地产行业将会继续稳健发展。同时，政府对房地产行业的整体调控环境仍将长期持续。

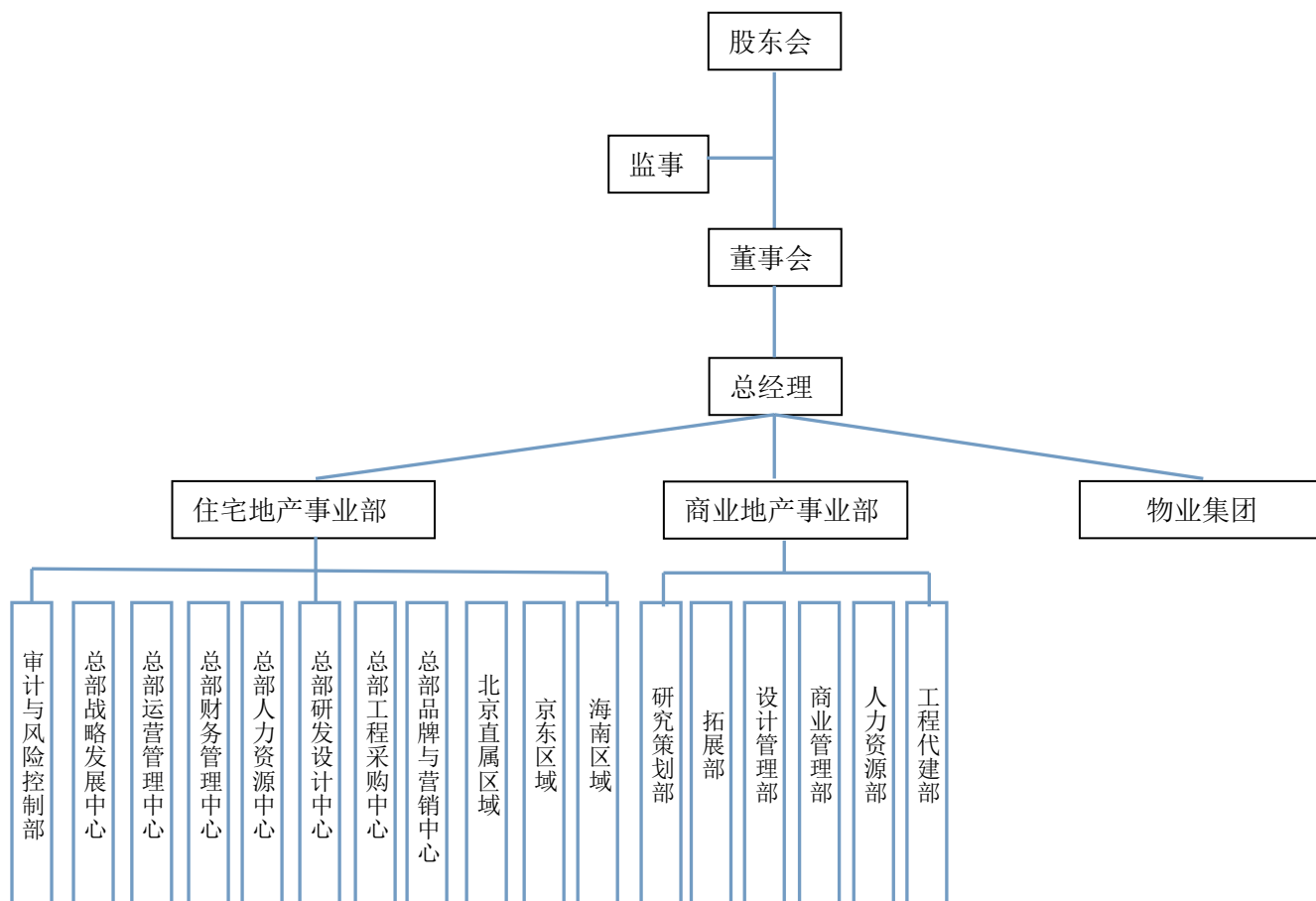
公司作为区域内知名的房地产开发企业，在综合实力、开发规模、经营模式、品牌影响力、产业创新等方面具有一定的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大、土地获取难度较大等不利因素对公司信用水平造成的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续竣工，预计未来公司收入规模有望持续增长，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”。

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保作为国务院利用外资设立担保公司的试点项目，股东具有强大的背景和实力。同时，中合担保资产质量整体较好，净资产规模较大，净资本充足率适中，整体代偿能力强，其担保对于有效提升本期债券的信用水平具有明显积极的作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	89.94	179.47	229.15
所有者权益（亿元）	18.71	47.29	56.23
短期债务（亿元）	3.10	19.68	30.10
长期债务（亿元）	21.96	34.75	39.53
全部债务（亿元）	25.06	54.42	69.64
营业收入（亿元）	21.88	28.16	49.08
净利润（亿元）	5.72	5.28	10.10
EBITDA（亿元）	7.43	7.33	13.83
经营性净现金流（亿元）	-13.79	-20.91	-2.69
应收账款周转次数（次）	740.27	767.44	819.71
存货周转次数（次）	0.23	0.18	0.24
总资产周转次数（次）	0.30	0.21	0.24
现金收入比率（%）	132.18	157.98	136.39
总资本收益率（%）	25.77	7.22	9.55
总资产报酬率（%）	10.17	5.36	6.69
净资产收益率（%）	36.14	15.99	19.51
营业利润率（%）	46.51	46.09	39.09
费用收入比（%）	12.38	20.33	15.62
资产负债率（%）	79.20	73.65	75.46
全部债务资本化比率（%）	57.25	53.50	55.33
长期债务资本化比率（%）	54.70	42.35	41.28
EBITDA 利息倍数（倍）	6.47	1.69	2.37
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.13	0.20
流动比率（倍）	1.80	1.51	1.47
速动比率（倍）	0.76	0.55	0.49
现金短期债务比（倍）	3.27	0.62	0.79
经营现金流动负债比率（%）	-28.36	-23.11	-2.13
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.86	1.83	3.46

附件 3 中合中小企业融资担保股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	63.24	77.06
所有者权益合计（亿元）	54.31	57.98
负债合计（亿元）	8.92	19.08
净资本（亿元）	47.89	41.81
期末责任担保余额（亿元）	303.12	488.18
净资产担保责任余额倍数	5.58	8.42
净资本担保责任余额倍数	6.33	11.68
净资本比率（%）	88.16	72.11
营业收入（亿元）	6.95	10.68
净利润（亿元）	2.67	4.45
已赚保费（亿元）	2.93	5.00
收入利润率（%）	49.61	54.60
投资收益（亿元）	3.94	4.21
平均净资产收益率（%）	4.97	7.92
代偿准备金比（%）	7.51	11.26

附件 4 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	
总资产收益率	(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
 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 5 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
单一最大客户集中度	单一最大客户在保责任余额/净资产余额
前五大客户集中度	前五大客户在保责任余额/净资产余额
代偿保障率	$[(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{存出保证金} - \text{存入保证金}) / \text{期末担保责任余额}] \times 100\%$
净资产覆盖比例	净资产/融资性担保责任余额 $\times 100\%$
代偿准备金率	$\text{当期代偿额} / (\text{年初各项风险准备金余额} + \text{当期计提的各项风险准备金}) \times 100\%$
实际担保费率	$\text{担保费收入} / \text{期末担保责任余额} \times 100\%$
担保赔付率	$\text{当年代偿额} / \text{当年担保业务收入} \times 100\%$
资本充足率	净资产 / 担保风险资产 $\times 100\%$
净资产充足率	净资产 / 担保风险资产 $\times 100\%$
不良担保率	不良担保额/担保余额
不良担保拨备覆盖率	$(\text{未到期责任准备金} + \text{担保赔偿准备金}) / \text{不良担保额}$
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
累计代偿回收率	累计代偿金额/累计担保代偿额
平均资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额})$
平均净资产收益率	$\text{净利润} \times 2 / (\text{期初净资产总额} + \text{期末净资产总额})$
净资产	经调整的资产—经调整的负债
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
融资性担保放大倍数	$(\text{担保责任余额} - \text{非融资性担保责任余额}) / \text{净资产}$
净资产比率	净资产/净资产

附件 6 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 北京鸿坤伟业房地产开发有限公司

2016 年公司债券（第二期）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度审计报告出具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。

联合信用评级有限公司

二零一六年七月八日