# 跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1588 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“16 鸿坤 01”、“16 鸿坤 02”、“18 鸿坤 01”和“18 鸿坤 03”公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”的债券信用等级为 AAA，“18 鸿坤 01”和“18 鸿坤 03”的债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六 月二十一日

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
# 公司债券 2019 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 | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 16 鸿坤 01 | 9.00 亿元 | 5 年（3+2） | AAA | AAA | 2018 年 6 月 25 日 |
| 16 鸿坤 02 | 4.00 亿元 | 5 年（3+2） | AAA | AAA | 2018 年 6 月 25 日 |
| 18 鸿坤 01 | 1.00 亿元 | 4 年（2+2） | AA | AA | 2018 年 9 月 5 日 |
| 18 鸿坤 03 | 5.50 亿元 | 4 年（2+2） | AA | AA | 2018 年 12 月 5 日 |

**“16 鸿坤 01”、“16 鸿坤 02”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

**跟踪评级时间：**2019 年 6 月 21 日

**主要财务数据：**

发行人

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 327.75 | 506.21 | 578.42 |
| 所有者权益（亿元） | 70.84 | 105.68 | 119.26 |
| 长期债务（亿元） | 79.33 | 150.85 | 99.76 |
| 全部债务（亿元） | 103.07 | 192.05 | 214.46 |
| 营业收入（亿元） | 79.18 | 93.06 | 81.75 |
| 净利润（亿元） | 5.81 | 6.02 | 11.73 |
| EBITDA（亿元） | 12.12 | 13.87 | 21.99 |
| 经营性净现金流（亿元） | 32.46 | -14.07 | 31.33 |
| 营业利润率（%） | 18.03 | 24.24 | 30.93 |
| 净资产收益率（%） | 9.14 | 6.82 | 10.43 |
| 资产负债率（%） | 78.39 | 79.12 | 79.38 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.27 | 64.50 | 64.26 |
| 流动比率（倍） | 1.46 | 1.64 | 1.11 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.73 | 2.10 | 1.82 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.12 | 0.07 | 0.10 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.62 | 0.71 | 1.13 |

担保方

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 121.04 | 122.48 | 116.50 |
| 所有者权益（亿元） | 82.69 | 86.33 | 83.60 |
| 营业收入（亿元） | 14.63 | 15.46 | 11.57 |
| 净利润（亿元） | 5.29 | 6.11 | 0.71 |
| 资产负债率（%） | 31.69 | 29.52 | 28.24 |

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、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

2018 年，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”）继续深耕区域发展，拿地成本较合理，签约销售规模大幅提高，经营活动现金流净额由净流出转为净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业政策调控频繁、环京区域政策不确定、在建和拟建项目规模较大、其他应收款和其他非流动资产规模较大、短期偿债压力大和权益稳定性弱等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。

“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”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，中合担保作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，具有一定的品牌影响力，目前其在国内市场地位排名靠前，2018 年，保费收入保持稳定增长；截至 2018 年末，资产流动性较好，净资产规模较大，整体代偿能力仍保持极强，其担保对于有效提升“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券的信用水平仍具有显著的积极作用。同时联合评级也关注到，2018 年，中合担保代偿规模大幅增长，投资资产计提较大规模减值损失，使得净利润大幅下降，需对违约事件后续回收情况以及存续投资资产的信用风险情况保持关注。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持 “16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”的债项信用等级为“AAA”，维持“18 鸿坤 01”和“18 鸿坤 03”的债项信用等级为“AA”。

## 优势

1．公司部分土地拿地时间较早，拿地成本

相对合理。

2．2018 年，公司房屋销售面积和房屋销售金额均有所增长，经营活动现金流转为净流入，且盈利水平有所提升。

3．2018 年，公司资产规模和预收款项规模较大，未售项目权益计容建筑面积较大，为未来收入持续增长提供了良好基础。

4．中合担保对“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保对于有效提升“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券的信用水平具有显著的积极作用。

## 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；部分环京区域执行限购政策，可能影响公司项目去化和现金流回笼，2018年，公司销售回款率下降明显。

2．2018年，公司土地储备规模一般，面临一定补库存需求；加之在建和拟建项目尚需投资金额较大，存在一定的资本支出压力。

3．2018 年，公司债务负担较重，短期债务大幅增加，集中偿付压力加大。

4．其他应收款和其他非流动资产规模较大，对公司资金有一定的占压。

5．2018 年，中合担保担保业务代偿规模大幅增长，需对担保业务代偿回收情况保持持续关注。

## 分析师

罗星驰
电话：010-85172818
邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

卢　瑞
电话：010-85172818
邮箱：lur@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 10 层（100022）
Http：//www.unitedrating.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它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：

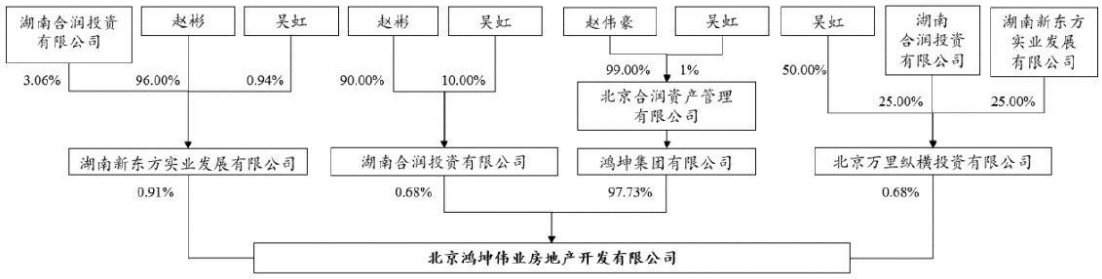
联合信用评级有限公司

## 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，增资后鸿坤集团持有公司90.00%的股权，为公司控股股东。2017年11月，鸿坤集团向公司增资人民币170,000.00万元。截至2018年底，公司注册资本为220,000.00万元，公司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。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图




资料来源：公司提供

公司经营范围和组织架构较上年无变化；公司拥有纳入合并报表范围的子公司共 92 家，拥有在职员工 1,317 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 578.42 亿元，负债合计 459.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）119.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.45 亿元。2018 年，公司实现营业收入 81.75 亿元，净利润（含少数股东损益）11.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.33 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.95 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。

## 二、债券发行概况及募集资金使用情况

1．“16鸿坤01”

公司于 2016 年 7 月 6 日发行“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（第一期）”，共募集资金 9.00 亿元，期限为 5（3+2）年，票面利率为 4.10%，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。债券于 2016 年 7 月 26 日在上海证券交易所上市，债券代码 136521.SH，债券简称“16 鸿坤 01”。截至 2018 年底，“16 鸿坤 01”债券募集资金已使用完毕，其中 8.50 亿元用于偿还银行借款，0.37 亿元用于补充营运资金。“16 鸿坤 01”债券募集资金使用情况与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

公司已回售“16 鸿坤 01”8.30 亿元，并将于 2019 年 7 月 8 日起调整“16 鸿坤 01”债券票面利

率至 6.50%。

付息情况：公司已于2018年7月9日支付“16鸿坤01”自2017年7月8日至2018年7月7日期间的利息。

“16 鸿坤 01” 由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2．“16 鸿坤 02”

公司于 2016 年 7 月 14 日发行“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）”，共募集资金 4.00 亿元，票面利率为 4.00%，期限为 5（3+2）年，附第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。债券于 2016 年 7 月 27 日在上海证券交易所上市，债券代码 136556.SH，债券简称“16 鸿坤 02”。截至 2018 年底，“16 鸿坤 02”债券募集资金已使用完毕，3.93 亿元全部用于补充营运资金。“16 鸿坤 02”债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

付息情况：公司已于 2018 年 7 月 18 日支付“16 鸿坤 02”自 2017 年 7 月 18 日至 2018 年 7 月 17 日期间的利息。

公司已回售“16 鸿坤 02”3.86 亿元，并将于 2019 年 7 月 18 日起调整“16 鸿坤 02”债券票面利率至 6.50%。

“16鸿坤02”由中合担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

3．“18鸿坤01”

公司于 2018 年 10 月 12 日发行“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）”，共募集资金 1.00 亿元，票面利率为 7.50%，期限为 4（2+2）年，附第二年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。债券于 2018 年 10 月 29 日在上海证券交易所上市，债券代码 143857.SH，债券简称“18 鸿坤 01”。截至 2018 年底，“18 鸿坤 01”债券募集资金已使用完毕，募集资金全部用于偿还有息债务。“18 鸿坤 01”债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

截至报告出具日，“18 鸿坤 01”尚未到达第一个付息日，债券起息日为 2018 年 10 月 12 日。

4．“18鸿坤03”

公司于 2018 年 12 月 18 日发行“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（第二期）”，共募集资金 5.50 亿元，票面利率为 7.50%，期限为 4（2+2）年，附第二年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。债券于 2019 年 1 月 7 日在上海证券交易所上市，债券代码 155117.SH，债券简称“18 鸿坤 03”。截至 2018 年底，“18 鸿坤 03”债券募集资金已使用完毕，募集资金全部用于偿还有息债务。“18 鸿坤 03”债券募集资金使用与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

截至报告出具日，“18 鸿坤 03”尚未到达第一个付息日，债券起息日为 2018 年 12 月 18 日。

## 三、行业分析

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产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，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发

展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3．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

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（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。

4．行业发展

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。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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。
总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

## 四、公司管理

跟踪期内，为达成集团经营业绩，发挥集团职能的专业支撑作用，支撑集团战略目标实现，公司管理层进行了调动，朱灿因公司架构调整不再担任公司总经理，袁春于 2018 年 1 月起担任公司总经理；公司新增副总经理一职，赵伟豪于 2018 年 1 月起担任公司副总经理；为强化财务各模块专业化管理，推动各版块资源整合与协同，张冰兵于 2018 年 1 月起担任公司财务管理总经理，但于 2019 年 1 月离职，陈西于 2019 年 1 月起担任公司财务管理部总经理；孙霞因个人原因不再担任市场营销部总经理，张羽晴于 2018 年 4 月起担任公司市场营销部总经理；勒系安因个人原因不再担任公司资金管理部总经理兼任战略投资部总经理，郑健于 2018 年 6 月起担任公司首席财务官并接管资金管理部职责。

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。

张冰兵先生，1983 年出生，本科学历。历任普华永道会计师事务所高级审计师、龙湖地产有限公司财务总监、光大安石（北京）资产管理有限公司财务总监等职；自 2018 年 1 月起担任公司财务管理部总经理。

张羽晴女士，1985 年出生，硕士。历任龙湖集团公司品牌及营销管理部渠道与策划中心负责人、龙湖集团公司品牌及营销管理部副总经理。现任发行人市场营销总经理。

郑健先生，1973 年出生，本科。历任中信房地产集团首席财务官、泰禾集团财务部总经理等职务。自 2018 年 6 月起担任本公司首席财务官。

陈西先生，1977 年出生，本科。历任长沙金海林置业有限公司任会计、北京鸿发房地产开发有限公司任财务经理、北京鸿坤伟业房地产开发有限公司任北京城市公司财务负责人；自 2019 年 1 月起，担任公司财务管理部总经理。

总体看，自 2018 年以来，为实现公司战略目标，公司管理层发生较大变动，新的管理层从业经验丰富，但仍需持续关注管理层大规模变动对企业经营和发展的影响。

## 五、经营分析

### 1．经营概况

2018年，公司实现营业收入81.75亿元，同比减少12.14%；实现营业利润17.27亿元，同比增长63.13%，主要系毛利率大幅提高及公司取得合营公司投资收益和投资性房地产评估增值确认公允价值变动收益增加所致；实现净利润11.73亿元，同比增长94.96%，增长幅度超过营业利润增幅主要系政府补助增加所致。2018年，公司主营业务仍为房地产开发业务。

表1 2016~2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

| 项目 | 2016 年 | | | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 变动情况 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 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 | 收入变动率 | 毛利率 |
| 房地产开发 | 72.03 | 90.97 | 31.43 | 89.68 | 96.37 | 34.89 | 79.97 | 97.82 | 42.80 | -10.83 | 7.91 |
| 物业经营 | 1.08 | 1.36 | 60.09 | 1.05 | 1.13 | 40.78 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 其他业务 | 6.07 | 7.67 | 81.44 | 2.32 | 2.50 | 71.22 | 1.78 | 2.18 | 76.92 | -23.28 | 5.70 |
| **合计** | **79.18** | **100.00** | **35.66** | **93.06** | **100.00** | **35.87** | **81.75** | **100.00** | **43.54** | **-12.15** | **7.67** |

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2018年公司房产销售收入达79.97亿元，较上年减少10.83%，主要系结转规模下降所致；公司房产销售收入占比较上年有所提升；2018年，公司无经营物业业务，主要系2017年鸿坤集团内部战略调整，公司将持有的物业运营公司股权转让，剥离公司物业运营业务板块所致；2018年公司其他收入较上年下降23.28%，主要系公司处置投资性房地产所致，其中租赁费收入为1.74亿元，较上年租赁收入增长21.68%，主要系出租面积和出租单价有所增加所致。

从毛利率水平来看，2018 年，公司房地产开发毛利率较上年有所回升，主要系当年公司结转的毛利率较高的别墅项目占比较大所致；受房地产开发项目毛利率上升影响，公司毛利率处于较高水平。

总体看，2018 年，受结转项目规模减少及剥离物业运营业务所致，公司营业收入有所减少，但综合毛利率上升，处于较高水平。

2．业务运营

（1）土地储备情况

公司拿地方式以“招拍挂”与合作开发模式为主。从土地获取的目标区域来看，2018 年公司仅在河北承德新增土地 1 宗，土地获取面积 8.79 万平方米，规划建筑面积 19.66 万平方米，购地支出 3.95 亿元。2018 年，公司考虑到房地产市场风险，放缓土地购置进度。

表 2 2016~2018 年公司取得土地情况（单位：万平方米、%）

| 取得时间 | 开工/预计开工时间 | 土地面积 | 规划建筑面积 | 所处区域 | 权益占比 | 土地使用性质 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2016 年 2 月 | 2017 年 8 月 | 8.71 | 9.38 | 武清区 | 100.00 | 城镇混合住宅用地 |
| 2016 年 3 月 | 2016 年 4 月 | 29.10 | 59.34 | 廊坊经济技术开发区 | 90.00 | 城镇混合住宅用地 |
| 2016 年 4 月 | 2017 年 8 月 | 10.10 | 15.23 | 武清区 | 60.00 | 城镇混合住宅用地 |
| 2016 年 4 月 | 2017 年 8 月 | 4.31 | 10.49 | 武清区 | 60.00 | 城镇混合住宅用地 |
| 2016 年 6 月 | 2017 年 8 月 | 34.67 | 44.91 | 张家口 | 45.00 | 城镇住宅 |
| 2016 年 11 月 | 2017 年 8 月 | 18.45 | 35.15 | 天津 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2016 年 11 月 | 2017 年 8 月 | 19.83 | 37.84 | 天津 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2016 年 12 月 | 2017 年 8 月 | 12.18 | 17.08 | 天津 | 100.00 | 城镇住宅 |
| **小计** | | **137.35** | **229.42** | -- | -- | -- |
| 2017 年 1 月 | 2017 年 8 月 | 2.54 | 17.09 | 天津蓟县 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 1 月 | 2017 年 8 月 | 2.75 | | 天津蓟县 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 1 月 | 2017 年 8 月 | 3.53 | | 天津蓟县 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 2 月 | 2018 年 3 月 | 12.29 | 30.84 | 安徽滁州 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 3 月 | 2018 年 3 月 | 3.91 | 13.60 | 天津蓟县 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 3 月 | 2018 年 3 月 | 3.11 | | 天津蓟县 | 100.00 | 城镇住宅 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2017 年 3 月 | 2018 年 3 月 | 15.91 | 16.70 | 三亚 | 51.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 4 月 | 2018 年 4 月 | 1.40 | 9.89 | 广东佛山 | 70.00 | 商住混合、城镇住宅 |
| 2017 年 4 月 | 2017 年 9 月 | 12.76 | 26.97 | 江苏无锡 | 100.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 5 月 | 2018 年 4 月 | 34.19 | 41.86 | 湖北宜昌 | 50.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 7 月 | 2018 年 6 月 | 7.36 | 19.51 | 安徽滁州 | 75.00 | 城镇住宅 |
| 2017 年 7 月 | 2018 年 4 月 | 5.75 | 11.08 | 天津蓟县 | 100.00 | 城镇住宅 |
| **小计** | | **105.50** | **187.54** | -- | -- | -- |
| 2018 年 2 月 | 2018 年 7 月 | 8.79 | 19.66 | 河北承德 | 100.00 | 城镇住宅 |
| **小计** | | **8.79** | **19.66** | -- | -- | -- |
| **合计** | | **251.64** | **436.62** | -- | -- | -- |

资料来源：公司提供
注：以上数据已按公司所拥有权益折算

从拿地成本看，2018 年，在河北承德拿地楼面价为 2,011.87 元/平方米。公司整体拿地楼面价格处于较为合理水平。

截至 2018 年底，公司土地储备权益规划建筑面积 262.55 万平方米，较 2017 年末减少 128.06 万平方米，主要系 2018 年拿地规模很小且 2018 年开工规模增加所致，公司面临补库存需求，按照 2018 年销售面积计算，可满足公司两年销售需求。从城市布局看，公司土地储备主要集中京津冀区域，整体区域分布一般，且部分环京区域执行限购政策，公司未来或将面临一定去化压力；位于北京的土地储备为商业和办公性质的用地，目前尚未有销售计划，需关注未来去化情况。从土地成本看，公司整体土地成本较低。公司整体拿地楼面价格处于较为合理水平。

表 3　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

| 项目 | 土地面积 | 规划建筑面积 | 所在区域 | 拿地时间 | 土地使用性质 | 楼面均价 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 鸿坤 理想海岸 | 4.56 | 8.34 | 海南东方 | 2011/6/15 | 高层、商铺 | 227.92 |
| 鸿坤 原乡溪谷 | 4.33 | 13.24 | 河北香河 | 2014/6/20 | 高层、叠拼别墅 | 1,395.34 |
| 鸿坤 高铁新干线 | 1.04 | 3.49 | 河北涿州 | 2014/1/18 | 高层、洋房 | 1,624.29 |
| 鸿坤 原乡小镇 | 3.21 | 6.10 | 天津宝坻 | 2013/9/6 | 高层、联排、叠拼、洋房、类独栋 | 737.28 |
| 鸿坤 理想澜湾 | 0.24 | 0.64 | 河北廊坊 | 2014/12/5 | 高层、花园洋房、叠拼别墅 | 1,286.13 |
| 鸿坤 理想尔湾一期 | 0.55 | 1.67 | 河北涿州 | 2015/9/2 | 高层、叠拼别墅 | 2,242.02 |
| 鸿坤 理想尔湾二期 | 1.10 | 3.35 | 河北涿州 | 2016/1/7 | 高层、叠拼别墅 | 1,402.20 |
| 鸿坤 悦山湖 | 22.90 | 29.66 | 河北张家口 | 2016/5/24 | 公寓、洋房、叠拼、联排别墅 | 951.56 |
| 鸿坤 理想城（团泊）一期 | 7.40 | 14.09 | 天津静海 | 2016/12/26 | 叠拼、洋房、独栋 | 3,642.87 |
| 鸿坤 理想城（团泊）二期 | 5.57 | 10.63 | 天津静海 | 2016/12/29 | 联排、洋房、高层 | 4,503.33 |
| 鸿坤 花语墅（蓟州）一期 | 6.32 | 12.26 | 天津蓟县 | 2017/3/2 | 洋房、叠拼 | 7,442.77 |
| 鸿坤 花语墅（蓟州）二期 | 1.15 | 2.22 | 天津蓟县 | 2017/7/20 | 洋房 | 5,089.93 |
| 鸿坤 花语墅（宜昌） | 7.51 | 8.05 | 湖北宜昌 | 2017/5/1 | 高层、联排、洋房、叠拼 | 557.93 |
| 鸿坤 理想假日 | 0.54 | 0.81 | 海南三亚 | 2017/12/1 | 高层、商铺 | 2,192.77 |
| 鸿坤 山语墅（承德）一期 | 0.44 | 0.98 | 河北承德 | 2018/2/8 | 洋房、叠拼 | 2,011.87 |
| 鸿坤 原乡半岛五期 | 10.12 | 10.88 | 天津武清 | 2016/3/17 | 洋房、别墅 | 1,639.53 |
| 鸿坤 山语墅（承德鑫都） | 13.47 | 24.46 | 河北承德 | 2015/1/28 | 高层、花园洋房、叠拼别墅 | 63.37 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 鸿坤·理想城（廊坊） | 16.44 | 33.51 | 河北廊坊 | 2016/2/29 | 高层、联排别墅、商业 | 626.05 |
| 鸿坤·理想湾（蓟州） | 8.82 | 17.09 | 天津蓟县 | 2017/2/7 | 叠拼、洋房 | 5,785.45 |
| 鸿坤·鹿隐半岛 | 16.77 | 16.70 | 海南三亚 | 2017/1/24 | 独栋别墅 | 2,161.72 |
| 鸿坤·金融谷（大兴） | 5.17 | 10.10 | 北京大兴 | 2015/10/7 | 商业、办公 | 1,765.95 |
| 鸿坤·朵唯（亦庄） | 4.96 | 9.93 | 北京亦庄 | 2017/8/1 | 办公楼 | 896.01 |
| 鸿坤·动力时代（上海） | 2.42 | 9.23 | 上海闵行 | -- | 办公楼 | 2,189.25 |
| 鸿坤·世纪秀（亦庄） | 1.19 | 3.41 | 北京亦庄 | 2017/12/1 | 办公楼 | 371.31 |
| 鸿坤·国际生物医药园（亦庄） | 7.83 | 11.75 | 北京亦庄 | 2018/12/20 | 办公楼 | 2,793.53 |
| **合计** | **154.04** | **262.55** | -- | -- | -- | -- |

资料来源：公司提供
注：统计口径为尚未开工项目。

总体看，2018 年以来，公司放缓拿地速度，拿地规模很小；截至 2018 年底，公司土地储备可满足两年的销售需求，公司面临补库存的需求；位于北京的土地储备目前尚未有销售计划，需关注未来去化情况；公司土地储备主要分布于天津远郊、环京及部分三线及以下城市，区域分布较为一般，或将面临一定去化压力。

（2）项目开发

2016~2018年公司主要开发数据如下表所示。从项目开发数据来看，2018年，公司新开工面积有所增长，主要系加快获取施工证的进度所致；房屋竣工面积有所减少，主要系受到北京举行大型国际会议停工较多，环京的项目施工进度缓于预期所致。2018年，公司房地产完成开发投资78.10亿元，受竣工面积减少影响，同比减少33.59%。

表4　2016~2018年公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米、亿元）

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 建设项目 | 15 | 25 | 34 |
| 新开工项目 | 6 | 11 | 9 |
| 新开工面积 | 108.63 | 171.93 | 226.69 |
| 房地产开发完成投资 | 69.30 | 117.60 | 78.10 |
| 房屋竣工面积 | 83.47 | 99.39 | 62.78 |
| 期末在建面积 | 241.02 | 313.56 | 477.47 |

资料来源：公司提供
注：表格数据统计口径为并表口径。

从公司在建项目来看，开工较早的项目如“鸿坤·理想海岸”和“鸿坤·原乡小镇”，已投资规模不高主要系项目为分期开发所致；同时，“鸿坤·高铁新干线”项目投资占比不高，主要系项目体量较大，分期开发，按照施工进度支付工程款且总投资金额包括后续的土地增值税费，税费会在项目全部交付后清算所致。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工程建设需求。

表 5　截至 2018 年底公司在建项目投资开发情况（单位：年、亿元、万平方米、%）

| 所在区域 | 项目名称 | 开工时间 | 总投资 | 已投资 | 总可售面积 | 已售面积 | 剩余可售面积 | 去化率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 北京朝阳 | 鸿坤·花语墅（北京） | 2010 | 17.39 | 16.16 | 5.08 | 5.03 | 0.05 | 99.02 |
| 海南东方 | 鸿坤·理想海岸 | 2011 | 28.53 | 17.03 | 43.11 | 30.89 | 12.22 | 71.65 |
| 北京大兴 | 鸿坤·跃界 | 2012 | 1.96 | 0.70 | 0.98 | 0.96 | 0.02 | 97.96 |

| | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 海南三亚 | 鸿坤·山海墅 | 2013 | 24.23 | 20.69 | 18.78 | 18.65 | 0.13 | 99.31 |
| 河北涿州 | 理想湾涿州 | 2013 | 32.25 | 29.58 | 48.95 | 48.85 | 0.10 | 99.80 |
| 北京大兴 | 鸿坤·林语墅 | 2013 | 37.14 | 36.21 | 14.97 | 14.40 | 0.57 | 96.19 |
| 天津宝坻 | 鸿坤·原乡小镇 | 2013 | 22.52 | 9.39 | 26.57 | 17.07 | 9.50 | 64.25 |
| 河北涿州 | 鸿坤·高铁新干线 | 2014 | 37.15 | 21.25 | 47.28 | 47.28 | 0.00 | 100.00 |
| 天津武清 | 鸿坤·原乡半岛一期 | 2014 | 22.09 | 13.94 | 20.68 | 18.72 | 1.96 | 90.52 |
| 天津武清 | 鸿坤·原乡郡 | 2014 | 19.58 | 15.35 | 25.59 | 23.43 | 2.16 | 91.56 |
| 河北香河 | 鸿坤·原乡溪谷 | 2015 | 33.66 | 13.92 | 36.78 | 18.72 | 18.06 | 50.90 |
| 河北廊坊 | 鸿坤·理想澜湾 | 2015 | 19.88 | 10.81 | 22.65 | 19.25 | 3.40 | 84.99 |
| 河北涿州 | 鸿坤·理想尔湾一期 | 2016 | 21.64 | 9.43 | 21.83 | 17.01 | 4.82 | 77.92 |
| 天津武清 | 鸿坤·原乡半岛二期 | 2017 | 16.10 | 3.95 | 14.86 | 3.42 | 11.44 | 23.01 |
| 天津武清 | 鸿坤·原乡半岛四期 | 2017 | 7.71 | 1.91 | 7.67 | 2.95 | 4.72 | 38.46 |
| 天津静海 | 鸿坤·理想城（团泊）一期 | 2017 | 30.88 | 14.80 | 27.10 | 8.76 | 18.34 | 32.32 |
| 天津静海 | 鸿坤·理想城（团泊）二期 | 2017 | 37.26 | 18.25 | 28.63 | 2.72 | 25.91 | 9.50 |
| 天津蓟州 | 鸿坤·山语墅（蓟州） | 2017 | 15.22 | 6.06 | 13.44 | 7.25 | 6.19 | 53.94 |
| 安徽滁州 | 鸿坤·理想城（滁州） | 2017 | 26.33 | 10.54 | 40.43 | 31.63 | 8.80 | 78.23 |
| 天津蓟州 | 鸿坤·花语墅（蓟州）一期 | 2017 | 16.03 | 9.64 | 12.39 | 8.28 | 4.11 | 66.83 |
| 江苏无锡 | 鸿坤·理想湾（无锡） | 2017 | 15.82 | 5.67 | 23.15 | 15.10 | 8.05 | 65.23 |
| 湖北宜昌 | 鸿坤·花语墅（宜昌） | 2017 | 24.86 | 5.22 | 24.27 | 11.40 | 12.87 | 46.97 |
| 河北涿州 | 鸿坤·理想尔湾二期 | 2018 | 13.61 | 3.50 | 12.04 | 3.70 | 8.34 | 30.73 |
| 天津武清 | 鸿坤·原乡半岛三期 | 2018 | 11.61 | 2.62 | 9.38 | 0.00 | 9.38 | 0.00 |
| 河北廊坊 | 鸿坤·理想城（廊坊） | 2018 | 42.11 | 7.32 | 46.16 | 8.11 | 38.05 | 17.57 |
| 天津武清 | 鸿坤·原乡半岛五期 | 2018 | 14.43 | 2.53 | 10.85 | 0.00 | 10.85 | 0.00 |
| 河北怀来 | 鸿坤·悦山湖 | 2018 | 32.95 | 5.23 | 38.10 | 5.09 | 33.01 | 13.36 |
| 广东佛山 | 鸿坤·创智天地 | 2018 | 7.74 | 1.61 | 7.93 | 0.00 | 7.93 | 0.00 |
| 天津蓟州 | 鸿坤·花语墅（蓟州）二期 | 2018 | 12.10 | 5.92 | 10.07 | 0.05 | 10.02 | 0.50 |
| 河北承德 | 鸿坤·山语墅（承德）一期 | 2018 | 13.48 | 5.19 | 12.84 | 4.86 | 7.98 | 37.85 |
| **合计** | | | **656.26** | **324.42** | **672.56** | **393.58** | **278.98** | -- |

资料来源：公司提供。
注：1、以上数据已按公司所拥有权益折算；2、去化率按已售面积比上总可售面积计算。

总体看，2018 年，公司加大了开工力度；受北京举行大型国际会议停工较多的影响，环京项目施工进度较慢，2018 年公司竣工面积有所下降；公司期末在建和拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力。

（3）房屋销售

2018 年，公司房地产开发的销售模式仍以自行销售为主、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。

从销售数据来看，2018 年，公司实现协议销售金额 170.50 亿元、协议销售面积 126.29 万平方米，2018 年协议销售均价有所下降，主要系当年北京别墅项目占比下降所致。从回款率来看，受北京举行大型国际会议停工较多，环京的项目施工期进度缓于预期的影响，2018 年，公司结转收入有所下降。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，海南省的三亚和安徽等区域。从 2016~2018 年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、海南地区。具体数据详见下表所示。

表 6　2016~2018 年公司房地产销售数据

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 实现预售项目（个） | 15 | 25 | 34 |
| 协议销售面积（万平方米） | 86.01 | 99.13 | 126.29 |
| 协议销售金额（亿元） | 108.96 | 147.13 | 170.50 |
| 协议销售均价（万元/平方米） | 1.27 | 1.48 | 1.35 |
| 销售回款率（%） | 91.00 | 84.00 | 71.00 |
| 结转收入（亿元） | 72.03 | 89.68 | 79.97 |
| 结转面积（万平方米） | 68.66 | 99.39 | 62.78 |
| 结转均价（元/平方米） | 10,490.82 | 9,023.04 | 12,738.13 |

资料来源：公司提供

表 7　2016~2018 年公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

| 区域 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 | 收入 | 占比 |
| 北京 | 21.36 | 26.98 | 21.73 | 23.36 | 13.41 | 16.40 |
| 河北 | 31.88 | 40.26 | 38.40 | 41.26 | 25.31 | 30.96 |
| 天津 | 16.57 | 20.93 | 13.72 | 14.74 | 20.22 | 24.74 |
| 海南 | 9.37 | 11.83 | 14.22 | 15.28 | 11.25 | 13.76 |
| 湖北 | -- | -- | 4.99 | 5.36 | 1.30 | 1.59 |
| 上海 | -- | -- | -- | -- | 0.08 | 0.10 |
| 安徽 | -- | -- | -- | -- | 10.18 | 12.45 |
| **合计** | **79.18** | **100.00** | **93.06** | **100.00** | **81.75** | **100.00** |

资料来源：公司提供
注：1、公司广东佛山和江苏无锡的房地产项目未列入上表，主要系不符合结转收入的条件所致；2、上海地区的收入为自持物业租赁收入。

从可售项目销售情况来看，截至 2018 年底，公司总可售面积 742.07 万平方米，其中已取得预售证面积 471.67 万平方米，已售面积 416.36 万平方米，剩余可售面积为 325.71 万平方米，按 2018 年销售面积看，能够满足公司未来 2 年左右的销售需求。

表8　截至2018年底公司销售情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

| 序号 | 项目名称 | 所在城市 | 开盘时间 | 权益比例 | 总可售面积 | 已取得预售证面积 | 已售面积 | 去化率 | 销售单价 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 鸿坤 林语墅 | 北京大兴 | 2013/7/1 | 100 | 14.97 | 14.97 | 14.07 | 93.96 | 47,999.38 |
| 2 | 鸿坤 花语墅（北京） | 北京朝阳 | 2011/12/3 | 85 | 5.18 | 5.08 | 4.00 | 78.69 | 71,115.56 |
| 3 | 鸿坤 理想海岸 | 海南东方 | 2012/1/8 | 90 | 43.11 | 31.22 | 30.89 | 98.94 | 7,263.18 |
| 4 | 鸿坤 山海墅 | 海南三亚 | 2013/11/30 | 59 | 18.78 | 18.78 | 18.65 | 99.31 | 17,256.81 |
| 5 | 鸿坤 果岭墅 | 河北香河 | 2013/11/1 | 100 | 47.28 | 47.28 | 47.28 | 100.00 | 10,012.22 |
| 6 | 鸿坤 跃界 | 北京大兴 | 2018/11/30 | 100 | 0.98 | 0.98 | 0.96 | 97.97 | 41,065.49 |
| 7 | 鸿坤 理想湾（涿州） | 河北涿 | 2013/8/31 | 100 | 48.95 | 48.95 | 48.85 | 99.79 | 7,838.21 |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 州 | | | | | | | |
| 8 | 鸿坤 原乡溪谷 | 河北香河 | 2015/9/26 | 100 | 36.78 | 19.69 | 18.72 | 95.07 | 15,725.95 |
| 9 | 鸿坤 高铁新干线 | 河北涿州 | 2014/8/31 | 100 | 47.28 | 47.28 | 47.28 | 100.00 | 10,054.77 |
| 10 | 鸿坤 七星长安 | 北京门头沟 | 2014/8/8 | 100 | 4.46 | 3.68 | 0.30 | 8.10 | 36,598.10 |
| 11 | 鸿坤 原乡半岛一期 | 天津武清 | 2015/8/16 | 65 | 20.68 | 20.68 | 18.72 | 90.54 | 15,634.91 |
| 12 | 鸿坤 原乡小镇 | 天津宝坻 | 2016/7/24 | 100 | 26.57 | 18.71 | 17.07 | 91.25 | 9,032.81 |
| 13 | 鸿坤 理想澜湾 | 河北廊坊 | 2016/3/19 | 100 | 22.65 | 22.65 | 19.25 | 84.97 | 13,031.63 |
| 14 | 鸿坤 理想尔湾一期 | 河北涿州 | 2017/4/20 | 99 | 21.83 | 19.59 | 17.01 | 86.82 | 16,603.15 |
| 15 | 鸿坤 理想尔湾二期 | 河北涿州 | 2018/5/18 | 99 | 12.04 | 3.77 | 3.70 | 98.02 | 16,674.91 |
| 16 | 鸿坤 原乡半岛二期 | 天津武清 | 2017/12/28 | 60 | 14.86 | 3.82 | 3.42 | 89.45 | 16,466.61 |
| 17 | 鸿坤 原乡半岛四期 | 天津武清 | 2017/10/21 | 60 | 7.67 | 3.16 | 2.95 | 93.21 | 15,846.24 |
| 18 | 鸿坤 悦山湖 | 河北张家口 | 2018/9/15 | 65 | 38.10 | 7.10 | 5.09 | 71.68 | 12,544.07 |
| 19 | 鸿坤 理想城（团泊）一期 | 天津静海 | 2017/11/25 | 100 | 27.10 | 13.03 | 8.76 | 67.20 | 16,534.80 |
| 20 | 鸿坤 理想城（团泊）二期 | 天津静海 | 2017/9/24 | 100 | 28.63 | 3.59 | 2.72 | 75.76 | 16,646.59 |
| 21 | 鸿坤 山语墅（蓟州） | 天津蓟县 | 2017/10/19 | 100 | 13.44 | 8.82 | 7.25 | 82.22 | 18,586.52 |
| 22 | 鸿坤 理想城（滁州） | 安徽滁州 | 2017/9/30 | 75 | 40.43 | 39.72 | 31.63 | 79.62 | 7,073.20 |
| 23 | 鸿坤 花语墅（蓟州）一期 | 天津蓟县 | 2017/12/9 | 100 | 12.39 | 10.92 | 8.28 | 75.82 | 14,824.06 |
| 24 | 鸿坤 理想湾（无锡） | 江苏无锡 | 2017/11/16 | 100 | 23.15 | 17.96 | 15.10 | 84.04 | 9,932.98 |
| 25 | 鸿坤 花语墅（蓟州）二期 | 天津蓟县 | 2018/12/30 | 100 | 10.07 | 3.25 | 0.05 | 1.56 | 13,625.84 |
| 26 | 鸿坤 花语墅（宜昌） | 湖北宜昌 | 2018/6/16 | 50 | 24.27 | 16.42 | 11.40 | 69.45 | 10,601.32 |
| 27 | 鸿坤 山语墅（承德）一期 | 河北承德 | 2018/9/22 | 80 | 12.84 | 9.36 | 4.86 | 51.89 | 11,398.25 |
| 28 | 鸿坤 山语墅（承德鑫都） | 河北承德 | 2020/6/20 | 90 | 24.46 | -- | -- | -- | -- |
| 29 | 鸿坤 理想城（廊坊） | 河北廊坊 | 2016/5/6 | 90 | 59.34 | 11.19 | 8.11 | -- | 35,000.00 |
| 30 | 鸿坤 理想湾（蓟州） | 天津蓟县 | 2020/4/20 | 100 | 17.09 | -- | -- | -- | -- |
| 31 | 鸿坤 鹿隐半岛 | 海南三亚 | 2021/5/18 | 51 | 16.70 | -- | -- | -- | -- |
| **合计** | | | | | **742.07** | **471.67** | **416.36** | -- | -- |

资料来源：公司提供

从去化率来看，2018 年京津冀地区整体去化率为 76.58%，其中北京项目去化率为 73.95%，较上年减少 12.69 个百分点，主要系剩余别墅项目占比较大所致；天津项目去化率为 76.95%，较上年增加 6.22 个百分点，主要系天津受人才政策影响所致，去化率回升；河北项目去化率为 76.56%，受

环京政策的影响，较上年下降 0.96 个百分点，变化不大。2018 年，长三角地区和海南整体去化率分别为 88.79%和 79.93%。总体看，公司项目去化率较好。从销售进度来看，河北、天津等区域项目存在一定去化压力。

从具体项目的去化率来看，位于北京的“鸿坤·七星长安”去化率 8.10%，主要系北京商住政策影响所致，现公司销售政策为自持，整体出租给第三方公司；位于天津的“鸿坤·花语墅（蓟州）二期”去化率 1.56%，主要系该项目 2018 年底才开盘所致；位于河北的“鸿坤·山语墅（承德）一期”去化率较低，主要系受限价影响所致。

总体看，2018 年公司销售面积和销售金额均有所增长，但销售回款率下降，按照目前销售进度来看，其中天津和河北地区受取证速度和限购政策影响，存在一定去化压力。

3．土地一级开发

2018 年公司土地一级开发合计 46.68 亿元。公司一级开发按照合同约定，实现固定的年化收益。公司后期参与拍地有一定的优先权，有利于后期土地拓展。但土地一级开发业务所需资金规模大，资金沉淀周期长，对资金占用明显。

表9　截至2018年底公司土地一级开发项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 金额 | 形成时间 | 项目内容 | 项目实施情况 | 预计回款安排 |
|---|---|---|---|---|---|
| 张家口一级开发 | 13.25 | 2016-2018 年 | 纬一中路两侧城中村改造项目 | 征地完成，正在拆迁 | 预计 2020 年拆迁结束。2020-2021 年陆续挂地 |
| 天津武清一级开发 | 14.93 | 2016-2018 年 | 兰海泉州水城（天津）规划中 9.41 平方公里地块 | 土地预审完成，已经立项 | 项目结束后清算，项目周期预计 3-4 年 |
| 北京西红门一级开发 | 18.50 | 2017-2018 年 | 西红门一号地、B 地块 | B2、B3 地块预计 18 年底上市，目前正在办理征地 | 预计在 2019 年回款 |
| **合计** | **46.68** | -- | -- | -- | -- |

资料来源：公司提供

4．经营关注

（1）房地产项目区域集中度高，受区域房地产政策影响较大，部分项目面临一定去化压力

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；天津和河北地区分别受取证速度和限购政策影响，存在一定去化压力。

（2）公司面临一定补库存需求，加之在建项目资金需求量较大，面临资金支出和融资压力

公司 2018 年拿地规模很小，目前土地储备规模一般，面临一定补库存需求；加之公司加快开发节奏，在建规模较大，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）公司销售回款率下降

受到限购限价政策变化的影响，近三年公司销售回款率逐年下降，不利于销售回款。

5．重大事项

**转让物业运营公司的股权**

2018 年，公司无经营物业业务，因鸿坤集团内部战略调整，已将现有的物业运营业务板块进行

股权结构调整，以便于物业运营业务板块进行独立的资本运作。具体调整方式为：公司将其持有的物业运营公司股权转让，其中持有的北京鸿坤瑞邦物业管理有限公司 100.00%股权转让予鸿坤集团，持有的北京鸿坤物业管理有限公司 90.00%股权、东方鸿坤瑞邦物业服务有限公司 90.00%股权和香河鸿坤物业服务有限公司 90.00%股权分别转让予北京鸿坤瑞邦物业管理有限公司；公司子公司宜昌新首钢房地产开发有限公司将其持有的宜昌中翔物业管理有限公司 100.00%的股权转让予北京鸿坤瑞邦物业管理有限公司（北京鸿坤瑞邦物业管理有限公司、北京鸿坤物业管理有限公司、东方鸿坤瑞邦物业服务有限公司、香河鸿坤物业服务有限公司和宜昌新首钢房地产开发有限公司以下合称“物业运营公司”）。截至本报告出具之日，上述股权转让已完成。

**新增北京牵煌项目**

2018 年，公司在建工程中新增北京牵煌项目，该项目位于北京亦庄，为公司通过收购方式获取的投资物业类项目。

6．未来发展

公司在 2017 年正式提出全国化布局，“都市圈”+多元化产业协同“生态圈”的“双圈战略”。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、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。 公司将秉持“善建价值，善见未来”的品牌理念，通过“双圈”战略的践行，实现企业业绩和效益的持续增长。

总体看，公司发展战略较稳健，但需关注公司多元化业务的发展情况。

## 六、财务分析

1．财务概况

公司2018年度合并财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部最新颁布和修订的《企业会计准则》。

2018 年，公司非同一控制下企业合并子公司 2 家，新设立子公司 11 家，处置子公司 1 家，公司新增子公司以项目子公司为主，截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共 92 家。总体看，公司合并范围有所扩大，但多数为项目子公司，财务数据可比性仍较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 578.42 亿元，负债合计 459.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）119.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.45 亿元。2018 年，公司实现营业收入 81.75 亿元，净利润（含少数股东损益）11.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.36 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.33 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.95 亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产总额578.42亿元，较年初增长14.27%，主要系非流动资产大幅增长所致；从资产构成看，公司资产中流动资产占66.58%，非流动资产占33.42%，资产结构以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产385.11亿元，较年初减少1.98%，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产减少所致；流动资产以货币资金（占13.16%）、其他应收款（占20.79%）和存货（占60.87%）为主。

截至2018年底，公司货币资金合计50.67亿元，较年初减少9.41%，主要系偿还前期贷款所致；公司货币资金主要为银行存款，占比89.68%；公司受限货币资金为5.23亿元，系按揭贷款保证金、贷款保证金存款及履约保证金存款，占货币资金总额的10.32%，公司货币资金受限比例较低。

截至2018年底，公司其他应收款80.06亿元，较年初减少5.67%，主要系土地一级开发款计入其他非流动资产科目所致。公司其他应收款主要由关联方往来款（占31.73%）、项目合作资金（占59.62%）以及保证金及押金（占7.16%）构成；公司累计计提坏账准备0.77亿元，计提比例0.96%；公司其他应收款余额前五名合计40.38亿元，占50.44%，集中度较高。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定的占用。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 234.43 亿元，较年初增长 2.33%；公司存货由开发成本（占 85.20%）和开发产品（占 14.80%）构成；由于开发项目所在区域主要为北京、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，公司未计提存货减值准备。但调控政策使项目后续销售面临一定压力，公司存货可能面临减值风险。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 193.31 亿元，较年初增长 70.62%，主要系投资性房地产、在建工程和其他非流动资产大幅增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 11.12%）、投资性房地产（占 41.22%）、在建工程（占 10.10%）和其他非流动资产（占 25.85%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产21.50亿元，较年初增长86.09%，主要系对吉林金塔投资股份有限公司（以下简称“吉林金塔”）投资理财产品增加10.00亿元所致，公司对吉林金塔增加的投资理财产品为公司融资配存的理财产品，目前已赎回5.00亿元，剩下的5.00亿元将于2019年陆续赎回。公司可供出售金融资产均按成本计量，且公司投资单位均未发生减值。

截至2018年底，公司长期股权投资9.55亿元，较年初减少14.26%，主要系对合营及联营企业其他权益变动所致。2018年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益合计1.58亿元，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，合作项目后续销售盈利情况将对公司盈利产生一定影响。

截至2018年底，公司投资性房地产79.68亿元，较年初增长24.88%，主要系固定资产、存货转入及公允价值变动增加所致。新转入的固定资产为公司于2017年并购的“鸿坤·金融谷”项目，并购时为自用产业园，2018年改为出租办公楼，转入投资性房地产符合实际用途。“鸿坤·金融谷”2018年出租率71.00%，租金收入较年初有所增加，预计未来会有进一步增加。公司投资性房地产按公允价值计量。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 0.67 亿元，较年初减少 91.48%，主要系固定资产转入投资性房地产所致。

截至 2018 年底，公司在建工程 19.53 亿元，较年初大幅增长 517.56%，主要系公司新增北京牵煌项目所致。该项目位于北京亦庄，为公司通过收购方式获取的投资物业类项目，因拟转入投资性房地产，故在在建工程核算。

截至 2018 年底，公司无形资产 8.53 亿元，较年初变化不大。公司无形资产主要为土地使用权，账面价值占比 99.35%。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产合计 49.98 亿元，较年初增加 46.68 亿元，主要系土地一级开发增加，因土地一级开发周期较长，会计师将原计入其他应收的土地一级开发款重新分类到其他非流动资产列示所致。土地一级开发周期长，对公司资金形成占压。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 156.60 亿元，占资产总额比重为 27.07%，受限规模一般。

表 10　截至 2018 年底公司所有权或使用权受限资产情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 年末账面价值 | 占比 | 受限原因 |
|---|---|---|---|
| 货币资金 | 5.23 | 0.90 | 贷款保证金、按揭保证金、履约保证金 |
| 存货 | 111.29 | 19.24 | 借款抵押 |
| 投资性房地产 | 39.07 | 6.75 | 债券反担保抵押 |
| 可供出售金融资产 | 1.01 | 0.17 | 保函质押反担保 |
| **合计** | **156.60** | **27.07** | -- |

资料来源：公司提供

总体看，公司资产规模增长较快，以流动资产为主，其中货币资金规模一般，公司其他应收款和其他非流动资产规模较大，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，公司整体资产质量尚可。

3．负债及所有者权益

截至2018年底，公司负债合计459.16亿元，较年初增长14.64%，主要系流动负债增长所致；公司流动负债占75.87%，非流动负债占24.13%，公司负债构成以流动负债为主。

（1）流动负债

截至2018年底，公司流动负债348.39亿元，较年初增长45.21%，主要系预收款项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8.66%）、预收款项（占43.00%）、应交税费（占5.84%）、其他应付款（占8.78%）和一年内到期的非流动负债（占26.39%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款账面余额为 30.18 亿元，较年初减少 1.58%，较年初变化不大。

截至2018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149.81亿元，较年初增长24.11%，主要系售房款增加所致。公司预收账款规模较大，可为公司未来收入提供支撑。

截至2018年底，公司应交税费20.35亿元，较年初增长67.49%，主要系增值税、企业所得税和土地使用税较大所致；其中，增值税占比42.41%，土地增值税占比24.35%。

截至2018年底，公司其他应付款账面余额30.57亿元，较年初减少7.90%，主要系公司对关联方及其他往来资金减少所致；公司其他应付款主要由预提土地增值税（占31.57%）、关联方及其他往来资金（占14.47%）、押金保证金（占15.63%）和项目合作资金（占10.73%）构成。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 91.94 亿元，全部为一年内将到期的长期借款，较年初增长 225.26%，主要系长期借款转入所致，其中截至 2019 年 5 月底，江苏银行北京安定门支行 3.00 亿元、中国金谷国际信托有限责任公司 2.27 亿元、三河蒙银村镇银行股份有限公司 18.12 亿元、中建投信托有限责任公司 8.60 亿元、国投泰康信托有限公司 2.80 亿元和厦门国际金融交易有限公司 1.14 亿元，贷款合计金额 35.93 亿元均已结清。

（2）非流动负债

截至2018年底，公司非流动负债110.78亿元，较年初减少31.03%，主要系长期借款大幅转入一年内到期非流动负债所致。公司非流动负债由长期借款（占60.25%）、应付债券（占29.81%）和递延所得税负债（占9.94%）构成。

截至2018年底，公司长期借款账面余额66.74亿元，较年初减少51.71%，主要系公司将部分长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；按期限分布来看，2020年到期的长期借款金额占38.38%，2021年到期的长期借款金额占54.12%，2022年及以后到期的长期借款金额占7.50%，长期借款主要集中于2020年和2021年到期，存在一定到期集中偿付压力。

截至2018年底，公司应付债券33.02亿元，全部为公司发行的公司债券，具体情况如下表所示。

表 11　截至 2018 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

| 债券简称 | 证券代码 | 发行规模 | 发行时间 | 回售日期 | 到期时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 16 鸿坤 01 | 136521.SH | 9.00 | 2016 年 7 月 6 日 | 2019 年 7 月 8 日 | 2021 年 7 月 8 日 |
| 16 鸿坤 02 | 136556.SH | 4.00 | 2016 年 7 月 14 日 | 2019 年 7 月 18 日 | 2021 年 7 月 18 日 |
| 18 鸿坤 01 | 143857.SH | 1.00 | 2018 年 10 月 12 日 | 2020 年 10 月 12 日 | 2022 年 10 月 12 日 |
| 18 鸿坤 02 | 150815.SH | 14.00 | 2018 年 10 月 31 日 | 2019 年 11 月 1 日和 2020 年 11 月 1 日 | 2021 年 11 月 1 日 |
| 18 鸿坤 03 | 155117.SH | 5.50 | 2018 年 12 月 18 日 | 2020 年 12 月 18 日 | 2022 年 12 月 18 日 |

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司递延所得税负债 11.01 亿元，较年初增长 12.83%，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。

截至 2018 年底，公司全部债务 214.46 亿元，较年初增长 11.67%，主要系发行债券所致；其中，短期债务占 53.48%，长期债务占 46.52%，短期偿债压力大。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.38%、64.26%和 45.55%，资产负债率较年初提高 0.26 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别下降 0.24 个百分点以及 13.26 个百分点。从债务期限分布来看，假设债券全部回售的情况下，2019 年 4~12 月到期金额合计 112.75 亿元，2020 年到期金额合计 43.18 亿元，2021 年到期金额合计 43.16 亿元，2022 年及以后到期金额合计 6.21 亿元，公司于 2019 年面临偿付压力较大。

表 12　截至 2019 年 3 月底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

| 时间 | 假设债券不回售 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 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 |
| 2019 年 4~12 月 | 11.94 | 12.89 | 60.92 | -- | -- | **85.75** |
| 2020 年 | -- | -- | 19.94 | 16.74 | -- | **36.68** |
| 2021 年 | -- | -- | -- | 43.16 | 27.00 | **70.16** |
| 2022 年及以后 | -- | -- | -- | 6.21 | 6.50 | **12.71** |
| **合计** | **11.94** | **12.89** | **80.87** | **66.11** | **33.50** | **205.30** |
| **时间** | **假设债券回售** | | | | | |
| | **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** |
| 2019 年 4~12 月 | 11.94 | 12.89 | 60.92 | -- | 27.00 | **112.75** |
| 2020 年 | -- | -- | 19.94 | 16.74 | 6.50 | **43.18** |
| 2021 年 | -- | -- | -- | 43.16 | -- | **43.16** |
| 2022 年及以后 | -- | -- | -- | 6.21 | -- | **6.21** |
| **合计** | **11.94** | **12.89** | **80.87** | **66.11** | **33.50** | **205.30** |

资料来源：公司提供

从公司 2018 年底统计的还款计划表中可以看出公司对于一年内到期的借款有较清楚和合理的还款安排。

表 13　截至 2018 年底公司统计的还款计划（单位：亿元）

| 到期时间 | 到期金额 | 偿债计划 |
|---|---|---|
| 2019 年 1 月底 | 18.12 | 已结清 |
| 2019 年 4 月底 | 17.40 | 已结清 |
| 2019 年 5 月底 | 1.39 | 已结清 |
| 2019 年 6 月底 | 7.01 | 其中 6.51 亿元已于厦门国际银行总行确认，新增融资，并新增额度至 8.50 亿元以上 |
| 2019 年 7 月底 | 14.58 | 其中 0.98 亿元的借款项目销售情况良好，根据销售进度还款已还 2,830.00 万；13 亿元的借款 2019 年启动经营性物业贷替换，已与中国银行、交通银行、招商银行、等达成合作意向；同时，启动 CMBS 或类 REITs 申报发行；将要回售的“16 鸿坤 01”已回售 8.30 亿元，“16 鸿坤 02”已回售 3.86 亿元，继续持有金额 0.84 亿元。目前与多家投资者沟通，已有多家新投资者合计拟认购 9.16 亿元，另有其他投资者目前正在审批。 |
| 2019 年 8 月底 | 14.27 | 其中 5.00 亿元为新增项目融资替换，已启动替换，预计 7 月完成；3.57 亿元项目销售情况良好，融资正常还款，其中已归还 15,028.20 万元 |
| 2019 年 9 月底 | 3.55 | 融资正常还款 |
| 2019 年 10 月底 | 4.91 | 融资正常还款 |
| 2019 年 11 月底 | 8.99 | 为新增融资，已沟通华融资产启动新增融资 |
| 2019 年 12 月底 | 12.82 | 其中 2.27 亿元已结清；0.80 亿元融资正常还款；6.00 亿元为新增融资，已提前归还贷款 4.50 亿元；3.75 亿元项目销售情况良好，融资正常还款 |
| **合计** | **103.04** | -- |

资料来源：公司提供

总体看，公司负债以流动负债为主，债务规模持续增长，债务负担较重，短期偿债压力大，长期借款主要集中于2020年和2021年到期，存在一定到期集中偿付压力。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 119.26 亿元，较年初增长 12.85%，主要系未分配利润增长所致；归属于母公司所有者权益合计 99.45 亿元（占 83.39%），其中实收资本占 22.12%、资本公积占 0.11%、其他综合收益占 25.44%、盈余公积占 1.92%、未分配利润占 50.41%，其他综合收益和未分配利润占比较大，公司权益稳定性较弱。

总体看，受益于未分配利润增长，公司所有者权益增长较快，其中未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 81.75 亿元，同比减少 12.14%，主要系房地产结转收入下降所致；实现营业利润 17.27 亿元，同比增长 63.13%，主要系毛利率提高、公允价值变动收益和投资收益增加综合影响所致；实现净利润 11.73 亿元，同比增长 94.96%。

从期间费用来看，2018 年，公司发生期间费用 13.91 亿元，同比增长 0.29%，变化不大；其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 39.90%、31.33%和 28.77%。2018 年，公司发生销售费用 5.55 亿元，同比减少 12.63%，主要系公司宣传展览费用减少所致；发生管理费用 4.36 亿元，同比增长 14.85%，主要系租赁费用增加所致；发生财务费用 4.00 亿元，同比增长 7.50%，其中利息支出 4.60 亿元，主要系债务规模增加所致。

从利润构成情况来看，2018 年，公司公允价值变动收益和投资收益占营业利润比重分别为 10.95%和 14.25%，对公司利润水平有一定影响。2018 年，公司实现公允价值变动收益 1.89 亿元，同比增长 94.17%，主要系按公允价值计量的投资性房地产增值所致。公司实现投资收益 2.46 亿元，同比增长 85.50%，主要系对合营公司投资收益增加所致。公司公允价值变动收益和投资收益对公司利润水平有一定影响。

从各项盈利指标来看，2018 年公司营业利润率为 30.93%，较上年提高 6.69 个百分点。2018 年公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率均有所提升，分别为 5.17%、3.98%和 10.43%，较上年分别上升 1.26 个百分点、0.73 个百分点以及 3.61 个百分点，主要系利润规模增长所致。

总体看，2018 年公司营业收入有所减少，但营业利润有所增长，公允价值变动收益和投资收益对公司利润有一定影响，公司盈利能力有所提升。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动现金流入 160.72 亿元，同比减少 7.57%；其中收到其他与经营活动有关的现金 41.69 亿元，同比减少 5.50%，主要系保证金减少所致。2018 年，公司经营活动现金流出 129.39 亿元，同比减少 31.16%，主要系公司 2018 年拿地减少所致。2018 年，公司经营活动现金流净额为 31.33 亿元，由净流出转为净流入。

从投资活动情况来看， 2018 年，公司投资活动现金流入 18.63 亿元，同比大幅增长 100.14%，主要系收回理财产品所致。2018 年受关联方拆出资金减少的影响，公司投资活动现金流出 44.22 亿元，同比减少 62.70%。2018 年，公司投资活动现金流量净额为-25.60 亿元，呈持续净流出状态，但流出规模有所减少。

从筹资活动情况来看，受新增投资和取得借款所收到的现金减少的影响，公司筹资活动现金流入为 69.18 亿元，同比减少 58.74%。2018 年，受偿还债务和支付利息的现金增加的影响，公司筹资活动现金流出为 81.87 亿元，同比增长 139.21%。2018 年，公司筹资活动现金流量净额为-12.69 亿元，由净流入转为净流出状态。

总体看，2018 年，受公司拿地减少的影响，经营活动现金流净额由净流出转为净流入状态；受关联方资金拆借的影响，公司投资活动现金流净额近两年持续为净流出状态；随着公司到期债务规模的增加，筹资活动现金流量净额由净流入转为净流出；随着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来看，截至 2018 年底，公司流动比率从年初的 1.64 倍下降为 1.11 倍，速动比率从年初的 0.68 倍下降为 0.43 倍，主要系预收款项和一年内到期非流动负债增加致使流动负债增加所致。公司现金短期债务比由年初的 1.36 倍下降为 0.44 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标来看，受利润总额增长影响，2018 年，公司 EBITDA 为 21.99 亿元，较上年增长 58.54%；其中利润总额占 77.30%，计入财务费用的利息支出占 20.91%，折旧占 0.89%，摊销占 0.90%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.82 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；EBITDA 全部债务比为 0.10 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司对外担保 12.91 亿元，占净资产比重 10.83%。目前公司对外担保均为合作开发的项目贷款担保，公司持有一部分股份并参与项目运营开发，被担保企业均为经营稳定，若未来被担保企业经营业绩下滑，公司存在或有负债风险。

表14　截至2018年底公司对外担保情况（万元）

| 被担保方 | 担保余额 | 担保起始日 | 担保到期日 |
|---|---|---|---|
| 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 8468.32 万元） | 2017/5/23 | 2019/6/10[1] |
| 北京亿润资产管理有限公司 | 37,400 | 2017/2/14 | 2020/2/14 |
| 合肥蓝光宏景置业有限公司 | 10,000 | 2018/03/22 | 2019/03/19[2] |
| 深圳市海岸兴泰置业有限公司 | 63,750 | 2018/8/17 | 2023/8/17 |
| 涿州鸿涿青源苗木种植有限公司 | 4,800 | 2018/5/29 | 2021/5/14[3] |
| 北京鸿泰天工涿州分公司 | 4,700 | 2018/12/14 | 2021/12/12 |
| **合计** | **129,118.32** | -- | -- |

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司不存在 1,000 万以上的未决诉讼。

截至 2018 年底，公司获得银行等金融机构综合授信 224.39 亿元，已使用 164.62 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 2019 年 4 月 15 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，公司现金类资产较上年有所减少，短期偿债能力指标较弱，长期偿债能力一般。考虑到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，整体偿债能力很强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（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）达50.69亿元，约为“16鸿坤01”、“16鸿坤02”、“18鸿坤01”和“18鸿坤03”债券本金合计（19.50亿元）的2.60倍，公司现金类资产对上述债券的覆盖程度较高；净资产达119.26亿元，约为上述债券本金合计（19.50亿元）的6.12倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对上述债券的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为21.99亿元，约为上述债券本金合计（19.50亿元）的1.13倍，公司EBITDA对上述债券的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入160.72亿元，约为上述债券本金合计（19.50亿元）的8.24倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家区域中型房地产企业，在行业区域深耕等方面具有优势，公司对“16鸿坤01”、“16鸿坤02”、“18鸿坤01”和“18鸿坤03”债券的偿还能力很强。

[1] 截至报告出具日，该担保已结清
[2] 截至报告出具日，该担保已结清
[3] 该担保已于 2019 年 5 月提前结清

## 八、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“16鸿坤01”和“16鸿坤02”债券向债券持有人出具的《担保函》，中合担保为公司发行的不超过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。在上述债券存续期及到期之日起两年内，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（以下简称“海航资本”）、中国宝武钢铁集团有限公司、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，初始注册资本 51.26 亿元。2016 年 5 月，中合担保增加新股东海航科技股份有限公司[4]（以下简称“海航科技”），新老股东增发股份 20.50 亿股，合计增资 23.58 亿元，截至 2018 年末，注册资本 71.76 亿元，其中海航科技持股 26.62%，为第一大股东，其与海航资本为关联方，均为海航集团有限公司（以下简称“海航集团”）旗下企业，海航资本和海航科技合计持有中合担保 43.34%的股权（股权结构如下图），中合担保无实际控制人。

截至 2019 年 6 月 13 日，中合担保不存在股东股权质押的情况。

表 15　截至 2018 年末中合担保股东持股情况（单位：%）

| 股东名称 | 持股比例 |
|---|---|
| 海航科技股份有限公司 | 26.62 |
| JP Morgan China Investment Company Limited | 17.78 |
| 海航资本集团有限公司 | 16.72 |
| 中国宝武钢铁集团有限公司 | 14.63 |
| 海宁宏达股权投资管理有限公司 | 9.47 |
| 中国进出口银行 | 6.97 |
| 西门子（中国）有限公司 | 4.88 |
| 内蒙古鑫泰投资有限公司 | 2.93 |
| **合计** | **100.00** |

资料来源：中合担保提供

中合担保经营范围：贷款担保；债券发行担保；票据承兑担保（在法律法规允许的情况下）；贸易融资担保；项目融资担保；信用证担保；诉讼保全担保；投标担保；预付款担保；工程履约担保，尾付款如约偿付担保，及其他合同履约担保；与担保业务有关的融资咨询、财务顾问及其他中介服务；以自有资金进行投资；为其他融资性担保公司的担保责任提供再担保（在法律法规允许的情况下）；以及符合法律、法规并由有关监管机构批准的其他融资性担保和其他业务。

截至 2018 末，中合担保合并报表的全资子公司包括中合共赢资产管理有限公司、中合投资控股

[4] 2018 年 4 月 19 日，海航科技股份有限公司的公司名称由天津天海投资发展股份有限公司变更为现名。

有限公司、唐山市福佑企业管理有限公司（以下简称“唐山福佑管理公司”）、中合明智商业保理（天津）有限公司（以下简称“中合明智保理”）、西藏中正创业投资管理有限公司、北京中合大方投资管理有限公司和杭州中合明达股权投资管理有限公司，中合担保建立了较为健全的前、中、后台架构。前台部门包括金融产品部、国际业务部、信用保证事业部、新金融事业部和投资部；中台部门包括业务发展部、风险管理部、业务审核部和法律合规部；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部、内部审计部和内部控制部等职能部门。截至 2018 末，中合担保拥有员工 137 人。

截至 2018 年末，中合担保合并资产总额 116.50 亿元，所有者权益合计 83.60 亿元，全部系归属于母公司的所有者权益，递延收益余额 5.59 亿元，担保合同准备金余额 7.99 亿元；2018 年，中合担保实现营业收入 11.57 亿元，其中已赚保费 8.58 亿元，投资收益 4.83 亿元，实现净利润 0.71 亿元；现金及现金等价物净增加额 0.15 亿元。

中合担保注册地址：北京市西城区平安里西大街 28 号楼中海国际中心 12 层；法定代表人：黄焱。

（2）担保业务

2018 年受担保新规出台杠杆倍数受限以及主动收缩业务规模的影响，中合担保当年担保发生额同比大幅减少 280.73 亿元至 95.26 亿元。截至 2018 年末，中合担保期末担保余额 1,004.98 亿元，较上年末减少 7.70%；截至 2018 年末，中合担保融资性担保责任余额为 810.97 亿元。融资性担保放大倍数方面，2018 年末中合担保融资性担保放大倍数为 9.54 倍，接近监管要求的 10 倍上限，业务空间开展受限。

表 16　中合担保担保业务发展数据（单位：亿元，倍）

| 项目 | 2017 年/2017 年末 | 2018 年/2018 年末 |
|---|---|---|
| 当年担保发生额 | 375.99 | 95.26 |
| 分出担保责任 | 13.00 | 6.00 |
| 新增担保额 | 362.99 | 89.26 |
| 期末在保余额 | 1,088.79 | 1,004.98 |
| 融资性担保责任余额 | 399.09 | 810.97 |
| 融资性担保放大倍数 | 4.33 | 9.54 |

资料来源：中合担保提供

注：2017 年融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数为中合担保根据《北京市融资性担保业务风险分级指引》的要求进行调整后的数据；2018 年融资性担保责任余额及融资性担保放大倍数依据《融资担保责任余额计量办法》银保监发〔2018〕1 号文计算。

中合担保担保业务根据担保业务品种分为企业债、公司债、境外债券等。从担保业务品种占比情况来看，2018 年中合担保担保业务仍以企业债担保业务为主，业务占比 81.52%，较上年末上升 5.26 个百分点，担保规模为 819.21 亿元，较上年末减少 1.33%，保本基金履约保证担保业务受政策调整影响，中合担保不再新增保本基金履约保证担保业务规模，2018 年末存续业务到期解保，期末无保本基金履约担保余额，剩余品种整体较上年末变化不大。

表 17　中合担保担保业务在保余额业务种类情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2017 年末 | | 2018 年末 | |
|---|---|---|---|---|
| | 在保余额 | 占比 | 在保余额 | 占比 |
| 企业债 | 830.26 | 76.26 | 819.21 | 81.52 |
| 保本基金履约保证担保 | 65.40 | 6.01 | 0.00 | 0.00 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 公司债 | 54.40 | 5.00 | 57.00 | 5.67 |
| 银行贷款 | 39.75 | 3.65 | 34.27 | 3.41 |
| 小微企业增信集合债 | 29.00 | 2.66 | 25.13 | 2.50 |
| 信托计划 | 22.45 | 2.06 | 15.19 | 1.51 |
| 境外债券 | 12.71 | 1.17 | 0.00 | 0.00 |
| 金融债 | 17.00 | 1.56 | 17.00 | 1.69 |
| 预付款担保 | 11.68 | 1.07 | 11.68 | 1.16 |
| 资产证券化 | 4.36 | 0.40 | 12.86 | 1.28 |
| 信用证 | 0.50 | 0.05 | 0.00 | 0.00 |
| 其他金融产品 | 1.27 | 0.12 | 0.38 | 0.04 |
| 非公开定向债务融资工具 | 0.00 | 0.00 | 6.00 | 0.60 |
| 超短期融资券 | 0.00 | 0.00 | 3.00 | 0.30 |
| 贸易信用保证 | 0.00 | 0.00 | 3.26 | 0.32 |
| **合计** | **1,088.79** | **100.00** | **1,004.98** | **100.00** |

资料来源：中合担保提供

截至 2018 年末，中合担保前十大融资性担保客户主要为企业债项目，在保余额合计 173.60 亿元，占期末在保余额的 17.27%，集中度一般，较上年变化不大；从期限来看，主要为 7 年，期限较长；从单一客户集中度来看，占比均超过了净资产的 10%，但符合项目承做时的监管要求，中合担保新项目均按照最新的监管规定开展。

表 18　截至 2018 年末中合担保前十大融资性担保客户情况（单位：亿元，%，年）

| 客户名称 | 担保类型 | 在保余额 | 占期末在保余额比例 | 融资性担保责任余额 | 占净资产比重 | 期限 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 公司 A | 企业债、非公开定向债务融资工具 | 21.00 | 2.09 | 16.80 | 19.77 | 7、3 |
| 公司 B | 企业债 | 20.00 | 1.99 | 16.00 | 18.83 | 7 |
| 公司 C | 企业债 | 18.00 | 1.79 | 14.40 | 16.94 | 7 |
| 公司 D | 企业债 | 17.30 | 1.72 | 13.84 | 16.29 | 7 |
| 公司 E | 企业债 | 17.30 | 1.72 | 13.84 | 16.29 | 7 |
| 公司 F | 企业债 | 16.00 | 1.59 | 12.80 | 15.06 | 7 |
| 公司 G | 企业债 | 16.00 | 1.59 | 12.08 | 15.06 | 7 |
| 公司 H | 企业债 | 16.00 | 1.59 | 12.80 | 15.06 | 7 |
| 公司 I | 企业债 | 16.00 | 1.59 | 12.80 | 15.06 | 7 |
| 公司 J | 企业债 | 16.00 | 1.59 | 12.80 | 15.06 | 7 |
| **合计** | -- | **173.60** | **17.27** | **138.88** | **163.42** | -- |

资料来源：中合担保提供
注：上表中融资性担保责任余额为中合担保依据《融资担保责任余额计量办法》银保监发〔2018〕1 号文计算而得。

从区域分布来看，截至 2018 年末，中合担保担保业务主要集中在江苏省、湖南省和山东省，占比分别为 25.22%、13.65%和 11.56%，其余占比不足 10%，中合担保担保业务存在一定的集中度风险。

表 19　截至 2018 年末中合担保担保业务区域分布情况（单位：亿元，%）

| 地区 | 在保责任余额 | 在保责任余额占比 |
|---|---|---|
| 江苏省 | 253.48 | 25.22 |
| 湖南省 | 137.20 | 13.65 |
| 山东省 | 116.13 | 11.56 |

| | | |
|---|---|---|
| 湖北省 | 77.80 | 7.74 |
| 北京市 | 72.69 | 7.23 |
| 其他地区 | 347.68 | 34.60 |
| **合计** | **1,004.98** | **100.00** |

资料来源：中合担保提供

从行业分布来看，截至 2018 年末，中合担保担保业务主要集中在城投行业，占比达 83.72%，集中度很高，届时需对城投债信用风险保持关注。

2016 年，中合担保为阳光凯迪新能源集团有限公司（以下简称“阳光凯迪”）发行的“10 凯迪债”项下剩余期限内的债券本金和利息提供连带责任保证，2018 年 8 月，阳光凯迪无法兑付“10 凯迪债”2018 年 8 月到期的债券本金及利息，中合担保支付代偿金额 3.61 亿元及相应的利息及罚息，目前中合担保依法向北京市方圆公证处申领了《执行证书》，并于 2018 年 10 月 30 日向湖北省高级人民法院申请了强制执行，湖北省高级人民法院于同日受理了本案件。

总体看，2018 年，受担保新规以及主动收缩业务规模影响，中合担保担保业务规模增速放缓，存续项目主要集中在城投债行业，需持续关注城投债信用风险情况，中合担保融资性担保放大倍数已接近监管要求上限，业务发展空间有限，中合担保仍有待进行业务转型，拓展新的业务发展模式。同时联合评级关注到，中合担保担保业务出现代偿，代偿规模较大，业务资产质量存在较大下行压力。

（3）投资业务

中合担保投资决策流程较为谨慎。基金中货币基金不需要现场尽调，债券基金不强制要求对管理人现场尽调但一般也需要进行；其他基金以及股权、非标债权、委贷等业务由投资团队对融资人及相关项目进行现场尽调和风险评估，并通过中合担保投资决策会的审核机制决定对每个项目的投资进行决策。中合担保投资业务以金融产品投资为主，具体投资品种包括银行存款、银行理财产品、基金投资、信托管理计划投资、委托贷款、资产管理计划投资等。截至 2018 年末，中合担保投资余额为 101.62 亿元，较去年末减少 6.98%，占期末资产总额的 87.23%，净资产的 121.55%。从投资结构来看，受担保新规影响，中合担保投资结构发生了变化，2018 年中合担保基金投资、信托计划投资和委托贷款，占投资资产比重分别为 57.75%、17.09%和 6.15%，基金投资占比上升了 27.10 个百分点，信托计划投资和委托贷款投资占比分别下降 16.78 个百分点和 4.03 个百分点。截至 2018 年末，中合担保基金投资规模为 58.69 亿元，较去年末大幅增长 75.30%，信托计划投资和委托贷款投资受中合担保调整结构规模均有所下降，同比分别下降 53.07%和 43.85%。中合担保资产管理计划投资规模受资管新规影响，同比大幅减少 47.20%，银行理财产品投资同比大幅增长 72.30%。收入方面，2018 年中合担保实现投资收益 4.83 亿元，同比减少 17.96%，主要是受监管新规的影响，中合担保到期投资产品投向了收益率较低的理财、基金，导致收益下降，2019 年中合担保将持续进行投资资产结构的调整，投资收益仍将保持下降趋势。

表 20　中合担保投资业务情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2017 年末 | | 2018 年末 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 基金投资 | 33.48 | 30.65 | 58.69 | 57.75 |
| 信托计划投资 | 37.01 | 33.87 | 17.37 | 17.09 |
| 委托贷款 | 11.13 | 10.18 | 6.25 | 6.15 |
| 资产管理计划 | 6.42 | 5.87 | 3.39 | 3.34 |
| 定期存款 | 4.83 | 4.42 | 0.32 | 0.31 |

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 银行理财产品 | 2.96 | 2.7 | 5.10 | 5.02 |
| 股权类投资 | 13.28 | 12.15 | 10.30 | 10.14 |
| 小贷公司收益权 | 0.16 | 0.15 | 0.19 | 0.19 |
| **合计** | **109.25** | **100.00** | **101.62** | **100.00** |

资料来源：中合担保提供

从投资产品期限分布看，中合担保投资以短期投资为主，截至 2018 年末，中合担保投资产品剩余期内在 1 年以内的占比达 66.27%，整体投资组合流动性较强。

投资业务风险方面，截至 2018 年末，中合担保委托贷款不良贷款[5]余额 0.49 亿元，较上年大幅增加 0.40 亿元，不良率[6]为 7.88%，除委托贷款以外的投资业务方面，中合担保有 5 笔投资风险项目，余额合计 5.01 亿元，其中 2 笔在 2019 年已收回，涉及金额为 1.23 亿元。

总体看，中合担保投资业务仍以短期为主，投资结构较上年末有所变化，随着投资规模的扩大，投资收益有所增长，整体风险尚可控。同时，联合评级也关注到，投资业务所产生的投资收益对中合担保利润贡献度较高，信托计划产品和委托贷款业务占比较高，需对投资产品的信用风险保持关注。

（4）风险管理与担保资产信用质量分析

**风险管理分析**

2018 年，中合担保代偿规模大幅增长，当期担保代偿金额为 7.82 亿元，同比增长 59.27%，主要是中合担保所担保的产业债及私募债券出现的代偿，中合担保共有 2 笔规模较大的代偿，代偿金额分别为 3.61 亿元和 3.11 亿元，截至 2018 年末，中合担保累计担保代偿额为 18.72 亿元，2018 年当期担保代偿率为 4.52%，累计担保代偿率为 2.81%。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，2018 年累计代偿回收额为 5.00 亿元，当期代偿回收率为 36.45%，较 2017 年有所提升，累计代偿回收率为 26.72%，代偿回收率较高。

表 21　中合担保担保业务代偿情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 当期担保代偿额 | 4.91 | 7.82 |
| 累计担保代偿额 | 10.89 | 18.72 |
| 当期担保代偿率 | 3.42 | 4.52 |
| 累计担保代偿率 | 2.21 | 2.81 |
| 累计代偿回收额 | 2.15 | 5.00 |
| 当期代偿回收率 | 20.77 | 36.45 |
| 累计代偿回收率 | 19.74 | 26.72 |

资料来源：中合担保提供

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 2018 年末，中合担保各项准备金之和 10.28 亿元，较上年末增长 16.21%，主要是由于信用风险增加，个别及组合担保项目增提的担保赔偿准备金。

总体看，2018 年，中合担保代偿规模大幅增加，代偿率水平较高，需关注代偿项目后续回收情况。联合评级关注到中合担保存在较大规模的债券担保，未来随着债券到期解保规模的增加，中合担保存在较大代偿压力。

[5] 委托贷款不良余额为剔除掉减值后的余额。
[6] 不良率计算采用的委托贷款不良余额为剔除掉减值后的余额。

**反担保措施**

中合担保把设定综合反担保措施作为风险控制的重要手段，将反担保物分为硬性、一般两种属性。中合担保目前采取的反担保措施主要包括：应收账款质押、财产抵押、股权质押、存单质押、设备抵押、第三方保证、收费权质押等。

从现场抽样情况来看，所抽取样本中城投类企业融资主体信用等级在 AA-~AA+之间，以 AA 为主，反担保措施主要以应收账款质押及土地抵押为主，反担保措施较为充足。

总体看，中合担保反担保措施主要以应收账款质押及土地抵押等高净值反担保为主，反担保措施较为充足。

（5）财务概况

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 2017 年度财务报表及经毕马威会计师事务所审计的 2018 年度财务报表，均出具了标准无保留的审计意见。2018 年新增纳入合并范围子中合明智保理，考虑到其注册资本较小，对合并范围数据影响较小，因此近两年中合担保数据可比性较强。

截至 2018 年末，中合担保合并资产总额 116.50 亿元，所有者权益合计 83.60 亿元，全部系归属于母公司的所有者权益，递延收益余额 5.59 亿元，担保合同准备金余额 7.99 亿元；2018 年，中合担保实现营业收入 11.57 亿元，其中已赚保费 8.58 亿元，投资收益 4.83 亿元，实现净利润 0.71 亿元；现金及现金等价物净增加额 0.15 亿元。

**资金来源**

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和利润滚存。截至 2018 年末，中合担保股东权益 83.60 亿元，较上年末减少 3.16%，主要是 2018 年新增可供分配利润减少所致，其中股本占比 85.84%，股本占比较高，中合担保所有者权益稳定性仍属较好。利润分红方面，2018 年，中合担保进行了现金分红为 3.49 亿元，占可分配的 50%，分配力度较大。

负债方面，截至 2018 年末，中合担保负债合计 32.90 亿元，以担保合同准备金（占 24.27%）、递延收益（占 16.99%）和应付债券（占 45.51%）为主，其中，担保合同准备金 7.99 亿元，较上年末增长 17.85%，主要是由于外部信用风险增加，中合担保针对个别担保项目计提准备金增加所致；递延收益 5.59 亿元，较上年末减少 19.24%，主要是担保存续期内预收保费转入担保业务收入导致；应付债券 14.97 亿元，与去年基本一致。截至 2018 年末，中合担保实际资产负债率为 21.39%，较上年末下降 2.60 个百分点，负债水平仍属不高。

总体看，中合担保业务运营资金主要来源于自有资金以及收益留存，2018 年末中合担保资本金规模保持稳定；负债水平仍属不高。

**资金运用**

近两年，中合担保资产规模保持稳定，截至 2018 年末，中合担保总资产 116.50 亿元，较上年末减少 4.88%。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资本金的保值增值。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 2018 年末，中合担保投资资产合计 101.62 亿元，较上年末减少 6.99%，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 2018 年末，五类投资资产在总投资资产的占比分别为：0.28%、5.37%、58.71%、18.11%和 4.76%；从结构变化来看，定期存款下降较大，占比下降 3.67 个百分点，应收款项类投资占比下降 3.72 个百分点，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比下降 5.67 个百分点。具体来看，截至 2018 年末，中合担保定期存款为 0.32 亿元，较上年末减少 4.51 亿元，主要是美元定期存款到期所致，期限全部为 3 个月

~1 年；应收款项类投资为 6.25 亿元，较上年末减少 43.81%，主要是委托贷款规模下降所致，中合担保已对应收款项类投资计提减值准备 2.88 亿元，较上年增加 2.13 亿元，主要是应收款项类投资所计提的减值增加所致；可供出售金融资产 68.40 亿元，较上年末增长 18.19%，其中主要包括基金投资和信托计划投资，占比分别为 66.75%和 20.12%，基金投资占比较上年末大幅上升，中合担保投资的基金主要为货币基金、海外基金以及并购基金等，中合担保所持有的信托计划、资管产品以及信贷资产收益权主要投向为发放贷款的债权类投资、不具有控制、共同控制或重大影响的股权类投资以及其他以债券投资为主的混合类信托计划投资，期末可供出售金融资产已计提减值准备 0.64 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 21.10 亿元，较上年末减少 27.55%，主要是投资产品到期所致，中合担保投资品种以资产管理计划为主，期限多为中短期。整体看，中合担保资产以投资资产为主，投资资产以 1 年以内（含）到期的产品为主。

截至 2018 年末，中合担保货币资金 1.09 亿元，较上年末减少 25.35%，主要是客户存入保证金到期归还所致；截至 2018 年末，中合担保应收代位追偿款 5.38 亿元，计提减值准备 7.70 亿元，从期限分布来看，以 1 年以内（含）应收代位追偿款为主，占比为 59.80%，1~2 年（含）应收代位追偿款占比 27.21%，期限较短，代偿回收压力较大；其他资产主要是抵债资产，截至 2018 年末其他资产为 8.41 亿元，较上年末增长 10.08%。

表 22　中合担保资产情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2017 年末 | | 2018 年末 | |
|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 1.46 | 1.19 | 1.09 | 0.94 |
| 应收代位追偿款 | 4.12 | 3.37 | 5.38 | 4.62 |
| 投资资产 | 109.25 | 89.20 | 101.62 | 87.23 |
| 其中：定期存款 | 4.83 | 3.94 | 0.32 | 0.28 |
| 应收款项类投资 | 11.13 | 9.08 | 6.25 | 5.37 |
| 可供出售金融资产 | 57.87 | 47.25 | 68.40 | 58.71 |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 29.12 | 23.78 | 21.10 | 18.11 |
| 长期股权投资 | 6.31 | 5.15 | 5.55 | 4.76 |
| 其他 | 7.64 | 6.24 | 8.41 | 7.21 |
| **资产总额** | **122.48** | **100.00** | **116.50** | **100.00** |

资料来源：中合担保审计报告，联合评级整理。

总体看，2018 年，中合担保投资规模有所下降，考虑到投资资产中货币基金等高流动性资产为主，资产流动性较好，同时中合担保投资配置了一部分委托贷款、信托和资产管理计划，面临一定的市场和信用风险。

**现金流**

2018年，中合担保经营活动净金流仍为净流出状态，流出规模1.58亿元，2018年担保代偿支付的现金4.98亿元，较上年增长27.86%，代偿支出增加；投资活动现金流量净额5.65亿元，转为净流入状态，主要是投资规模下降所致；筹资活动现金流量净额-3.95亿元，仍为净流出状态，筹资活动现金流出金额主要是分配股利或偿付利息所支付的现金，较上年小幅增加，主要是较去年同期向股东分配的股利增加所致。

表 23　中合担保现金流情况　（单位：亿元）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 经营性现金流量净额 | -0.31 | -1.58 |
| 投资性现金流量净额 | -4.15 | 5.65 |
| 筹资性现金流量净额 | -2.57 | -3.95 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -7.03 | 0.15 |
| 现金及现金等价物余额 | 0.35 | 0.50 |

资料来源：中合担保审计报告

总体看，2018 年，中合担保经营活动现金流表现稳定；投资规模的下降导致投资活动现金支出规模下降；筹资活动的现金流出主要系股利支出，中合担保现金流表现正常。

**盈利能力**

中合担保营业收入主要来源于担保业务净收入和投资业务产生的投资收益，2018 年，中合担保实现营业收入 11.57 亿元，同比减少 25.16%。从收入构成来看，2018 年实现担保业务净收入 8.78 亿元，同比增长 2.89%，剔除分担保费及收入返还后，已赚保费 8.58 亿元，同比增长 3.24%，已赚保费对营业收入的贡献率为 74.18%，贡献度大幅上升；2018 年中合担保实现投资收益 4.83 亿元，同比减少 17.96%，公允价值变动损益为-2.55 亿元，主要是 2018 年证券市场波动，中合担保投资资产估值减少导致浮亏。

营业支出方面，中合担保营业支出以提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失为主，2018 年中合担保提取担保合同准备金 1.21 亿元，同比减少 19.63%；业务及管理费 1.67 亿元，同比减少 36.31%，主要是职工薪酬的减少所致；资产减值损失 6.81 亿元，同比大幅增加 4.35 亿元，主要是应收代位追偿款减值损失和委托贷款减值损失增加所致，其中应收代位追偿款减值损失 3.72 亿元，应收款项类投资减值损失 2.13 亿元；担保赔付率为 89.07%，较上年大幅提升，主要是当期代偿增加所致。

从盈利能力方面来看，2018 年中合担保实现净利润 0.71 亿元，同比大幅减少 5.40 亿元，主要是资产减值损失大幅增加所致。2018 年，中合担保营业利润率为 9.89%，大幅下降，净资产收益率为 0.84%，较上年大幅下降 6.40 个百分点，中合担保净利润大幅下降。

表 24　中合担保盈利能力相关指标（亿元，%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| **营业收入** | **15.46** | **11.57** |
| 其中：担保业务净收入 | 8.53 | 8.78 |
| 已赚保费 | 8.31 | 8.58 |
| 投资收益 | 5.89 | 4.83 |
| 公允价值变动收益 | 0.51 | -2.55 |
| 汇兑收益/（损失） | -0.30 | 0.20 |
| 其他业务收入 | 1.03 | 0.49 |
| **营业支出** | **7.37** | **10.43** |
| 其中：提取担保赔偿准备金 | 1.51 | 1.21 |
| 资产减值损失 | 2.44 | 6.81 |
| 业务及管理费 | 2.62 | 1.67 |
| 利润总额 | 8.09 | 1.14 |
| 净利润 | 6.11 | 0.71 |
| 净资产收益率 | 7.24 | 0.84 |

| | | |
|---|---|---|
| 营业利润率 | 52.36 | 9.89 |
| 已赚保费对收入的贡献率 | 53.77 | 74.18 |
| 担保赔付率 | 57.54 | 89.07 |

资料来源：中合担保提供，联合评级整理。

总体看，2018 年，中合担保营业收入有所下降，利润方面受资产计提减值损失大幅增加影响，净利润规模大幅下降，中合担保整体盈利能力大幅下降。

**代偿能力**

截至 2018 年末，中合担保所有者权益合计 83.60 亿元，较上年末减少 3.16%，所有者权益规模保持稳定，可快速变现资产 90.59 亿元，较上年末增长 2.41%，可快速变现资产/期末在保余额 9.01%，较上年末有所上升。从代偿指标来看，截至 2018 年末，中合担保拨备覆盖率[7]为 1.02%，较上年末有所提升，代偿准备金率为 76.10%，较上年大幅上升，主要系当期代偿金额大幅上升所致，考虑到中合担保资产流动性较好，中合担保整体代偿能力极强。

表 25　中合担保资本充足性及代偿能力（亿元，%）

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 净资产 | 86.33 | 83.60 |
| 可快速变现资产 | 88.45 | 90.59 |
| 可快速变现资产/期末在保余额 | 8.12 | 9.01 |
| 拨备覆盖率 | 0.81 | 1.02 |
| 代偿准备金率 | 55.53 | 76.10 |

资料来源：中合担保

总体看，2018 年，中合担保代偿规模大幅增长，但考虑到中合担保资产流动性较好，整体代偿能力极强。

**过往债务履约情况**

根据人民银行征信报告，截至2019年4月17日，中合担保无不良或关注类信贷信息记录，中合担保过往债务履约情况良好。

3．债权保护效果

以2018年底财务数据测算，“16鸿坤01”“16鸿坤02”额度（13.00亿元）占担保方中合担保资产总额的11.16%、所有者权益总额的15.55%，整体占比一般，中合担保资产和所有者权益对债券保护程度较好；中合担保2018年经营活动流量净额为-1.58亿元，无法覆盖“16鸿坤01”“16鸿坤02”额度（13.00亿元）。

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。

## 九、综合评价

2018 年，公司继续深耕区域发展，拿地成本较合理，签约销售规模大幅提高，经营活动现金流净额由净流出转为净流入。同时联合评级也关注到房地产行业政策调控频繁、环京区域政策不确定、在建和拟建项目规模较大、其他应收款和其他非流动资产规模较大、短期偿债压力大和权益稳定性

[7] 由于中合担保无期末担保责任余额，因此该处数据采用期末在保余额。

弱等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。

“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”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，中合担保作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，具有一定的品牌影响力，目前其在国内市场地位排名靠前，2018 年，保费收入保持稳定增长；截至 2018 年末，资产流动性较好，净资产规模较大，整体代偿能力仍保持极强，其担保对于有效提升“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券的信用水平仍具有显著的积极作用。同时联合评级也关注到，2018 年，中合担保代偿规模大幅增长，投资资产计提较大规模减值损失，使得净利润大幅下降，需对违约事件后续回收情况以及存续投资资产的信用风险情况保持关注。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”的债项信用等级为“AAA”，维持“18 鸿坤 01”和“18 鸿坤 03”的债项信用等级为“AA”。

# 附件 1　北京鸿坤伟业房地产开发有限公司
# 主要财务指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 327.75 | 506.21 | 578.42 |
| 所有者权益（亿元） | 70.84 | 105.68 | 119.26 |
| 短期债务（亿元） | 23.74 | 41.20 | 114.70 |
| 长期债务（亿元） | 79.33 | 150.85 | 99.76 |
| 全部债务（亿元） | 103.07 | 192.05 | 214.46 |
| 营业收入（亿元） | 79.18 | 93.06 | 81.75 |
| 净利润（亿元） | 5.81 | 6.02 | 11.73 |
| EBITDA（亿元） | 12.12 | 13.87 | 21.99 |
| 经营性净现金流（亿元） | 32.46 | -14.07 | 31.33 |
| 流动资产周转次数(次) | 0.37 | 0.29 | 0.21 |
| 存货周转次数（次） | 0.37 | 0.32 | 0.20 |
| 总资产周转次数（次） | 0.28 | 0.22 | 0.15 |
| 现金收入比率（%） | 133.35 | 139.45 | 145.55 |
| 总资本收益率（%） | 5.67 | 3.91 | 5.17 |
| 总资产报酬率（%） | 4.14 | 3.25 | 3.98 |
| 净资产收益率（%） | 9.14 | 6.82 | 10.43 |
| 营业利润率（%） | 18.03 | 24.24 | 30.93 |
| 费用收入比（%） | 13.34 | 14.91 | 17.02 |
| 资产负债率（%） | 78.39 | 79.12 | 79.38 |
| 全部债务资本化比率（%） | 59.27 | 64.50 | 64.26 |
| 长期债务资本化比率（%） | 52.83 | 58.80 | 45.55 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 1.73 | 2.10 | 1.82 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.12 | 0.07 | 0.10 |
| 流动比率（倍） | 1.46 | 1.64 | 1.11 |
| 速动比率（倍） | 0.58 | 0.68 | 0.43 |
| 现金短期债务比（倍） | 1.92 | 1.36 | 0.44 |
| 经营现金流动负债比率（%） | 19.34 | -5.86 | 8.99 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.62 | 0.71 | 1.13 |

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、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　中合中小企业融资担保股份有限公司
# 主要财务指标

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 122.48 | 116.50 |
| 所有者权益合计（亿元） | 86.33 | 83.60 |
| 负债合计（亿元） | 36.15 | 32.90 |
| 资产负债率（%） | 29.52 | 28.24 |
| 期末担保责任余额（亿元） | 1,088.79 | 1,004.98 |
| 融资性担保放大倍数（倍） | 4.33 | 9.54 |
| 营业收入（亿元） | 15.46 | 11.57 |
| 投资收益（亿元） | 5.89 | 4.83 |
| 净利润（亿元） | 6.11 | 0.71 |
| 已赚保费（亿元） | 8.31 | 8.58 |
| 营业利润率（%） | 52.36 | 9.89 |
| 净资产收益率（%） | 7.24 | 0.84 |
| 担保赔付率（%） | 57.54 | 89.07 |
| 拨备覆盖率（%） | 0.81 | 1.02 |
| 累计代偿率（%） | 2.21 | 2.81 |

注：1、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。

# 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%<br>（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。