跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1947 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”“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”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”“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”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：

二〇二〇年六月二十四日

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

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级
跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定
债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	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	2019.6.21
16 鸿坤 02	4.00 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2019.6.21
18 鸿坤 01	1.00 亿元	4 年（2+2）	AA	AA	2019.6.21
18 鸿坤 03	5.50 亿元	4 年（2+2）	AA	AA	2019.6.21
19 鸿坤 01	3.44 亿元	4 年（2+1+1）	AA	AA	2019.10.25

“16 鸿坤 01”和“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：2020 年 6 月 24 日
主要财务数据：
发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	506.21	578.42	646.20
所有者权益（亿元）	105.68	119.26	127.55
长期债务（亿元）	150.85	99.76	124.79
全部债务（亿元）	192.05	214.46	182.40
营业收入（亿元）	93.06	81.75	96.66
净利润（亿元）	6.02	11.73	9.05
EBITDA（亿元）	13.87	21.99	20.18
经营性净现金流（亿元）	-14.07	31.33	58.03
营业利润率（%）	24.24	30.93	30.81
净资产收益率（%）	6.82	10.43	7.33
资产负债率（%）	79.12	79.38	80.26
全部债务资本化比率（%）	64.50	64.26	58.85
流动比率（倍）	1.64	1.11	1.16
EBITDA 利息倍数（倍）	2.10	1.82	1.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.10	0.11
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.60	0.96	0.88

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	122.48	116.50	101.94
所有者权益（亿元）	86.33	83.60	80.79
营业收入（亿元）	15.46	11.57	10.22
净利润（亿元）	6.11	0.71	0.29
资产负债率（%）	29.52	28.24	20.75

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

跟踪期内，北京鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“公司”）继续深耕京津冀地区，土地成本较合理，待售面积较充足。2019 年，公司债务规模和债务杠杆均有所下降、债务结构良好、预收款项规模较大、经营活动现金流保持净流入。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到京津冀地区限购政策、公司部分项目去化较慢、在建和拟建项目尚需投资规模较大、土地一级投入较大、应收账款对公司资金形成一定占用、债务负担仍较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目规模较大，随着在建项目逐步销售和竣工，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，具有较强行业竞争力；截至 2019 年末，中合担保资产流动性较好，净资产规模较大，负债率较低，整体代偿能力极强，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，担保新规出台对中合担保业务开展影响较大，业务增长受限，投资结构调整导致收益率有所下降，未来收入稳定性存在一定的不确定性；2019 年，中合担保代偿规模增长较大，投资资产出现违约，需对违约贷款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”“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．**拿地成本较合理。**公司部分土地拿地时间较早，拿地成本相对合理。

2.**结转规模增加，预收款项规模较大。**2019年，公司结转收入和面积均有所增长，经营活动现金流保持净流入，且盈利水平有所提升；同时，公司预收款项规模较大，对公司收入结转形成一定支撑。

3.**公司债务规模下降，结构转好。**2019年，公司有息债务规模和全部债务资本化比率均有所下降，债务结构以长期债务为主，结构较好。

4．**中合担保对“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。**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．**公司项目集中在京津冀地区，受调控政策影响较大，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，受京津冀地区调控政策影响较大。同时，部分北京项目分别受别墅尾盘和商住政策影响，存在一定去化压力。

2．**存在一定资本支出压力和融资需求。**截至2019年底，公司在建和拟建项目尚需投资金额较大，未来面临一定的资金支出压力和融资需求。

3．**公司土地一级开发和应收账款对资金形成占用。**截至2019年底，公司仍有一定规模的土地一级开发业务且投入资金较大；此外，公司应收账款规模较大，为政府回迁房项目的房款，均对公司资金有一定的占用。

4．**公司2020年和2021年有一定集中偿付压力。**公司有息债务规模有所减少，但在2020年和2021年有一定集中偿付压力。

分析师

罗星驰 登记编号（R0040218050005）
卢　瑞 登记编号（R0040219010003）

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

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

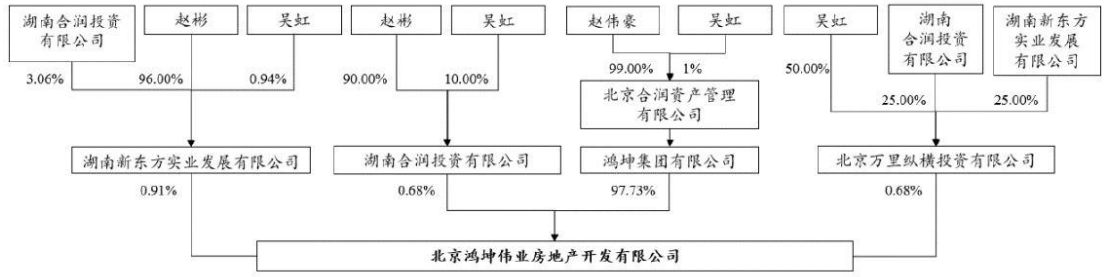
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“公司”）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2019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，赵彬和吴虹系夫妇，赵伟豪为其子。截至2019年底，公司不存在股权被股东或实际控制人质押的情况。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织架构较上年无变化；截至 2019 年底，公司拥有纳入合并报表范围的子公司共 101 家，拥有在职员工 1,351 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 646.20 亿元，负债合计 518.64 亿元，所有者权益 127.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益 110.75 亿元。2019 年，公司实现营业收入 96.66 亿元，净利润 9.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 58.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.76 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

经中国证券监督管理委员会于2016年3月17日签发的“证监许可〔2016〕547号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币13亿元（含13亿元）的公司债券。经中国证券监督管理委员会于2018年2月11日签发的“证监许可〔2018〕326号”文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过人民币12亿元（含12亿元）的公司债券。跟踪期内，公司“16鸿坤01”“16鸿坤02”“18鸿坤01”“18鸿坤03”和“19鸿坤01”已合计发行规模22.94亿元，募集资金全部按照募集说明书约定用途使用。具体发行情况如下表所示。

表1 公司公开发行公司债券基本情况（单位：亿元、年）

债券简称	债券代码	发行规模	发行期限	起息日	增信措施
16鸿坤01	136521.SH	9.00	5（3+2）	2016-7-8	中合担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保
16鸿坤02	136556.SH	4.00	5（3+2）	2016-7-18	中合担保提供无条件不可撤销连带责任保证担保
18鸿坤01	143857.SH	1.00	4（2+2）	2018-10-12	--
18鸿坤03	155117.SH	5.50	4（2+2）	2018-12-18	--
19鸿坤01	163023.SH	3.44	4（2+1+1）	2019-11-22	--

资料来源：Wind

截至本报告出具日，“16鸿坤01”“16鸿坤02”“18鸿坤01”和“18鸿坤03”均已按时付息；“19鸿坤01”尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

1．行业概况

2019年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下行明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019年，全国房地产开发投资132,194.26亿元，同比增长9.90%，增速较上年上升0.40个百分点，总体仍维持高位，但从2019年4月开始已连续8个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.1%，较上年下降1.4个百分点，全国房地产销售金额159,725.12亿元，同比增长6.50%，增速较上年同期回落5.70个百分点。2019年，百城住宅价格指数上涨3.34%，涨幅较上年同期收窄1.75个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自2018年末触底回升，二三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020年1－3月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就2020年3月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资21,962.61亿元，同比下降7.70%，降幅较前两月收窄8.60个百分点；房地产销售面积21,978.32万平方米，同比下降26.30%，降幅较前两月收窄13.60个百分点；房地产销售金额20,364.86亿元，同比下降24.70%，降幅较前两月收窄11.20个百分点。

2019年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低

首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2．行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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。

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，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”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。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

3．未来发展

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。

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

四、公司管理

公司管理层发生较大变动，需持续关注管理层大规模变动对企业经营和发展的影响。

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，刘清华和杨君会分别因个人原因不再担任公司董事兼董事会秘书和公司董事，陈西和赵伟豪于 2019 年 8 月起担任公司董事。袁春因个人原因不再担任公司总经理职务，朱灿于 2019 年 11 月起担任公司总经理职务；董事会同意选举欧立志于 2019 年 11 月起担任公司运营管理部总经理职务。

公司新任董事陈西先生，1977 年出生，本科。历任长沙金海林置业有限公司会计、北京鸿发房地产开发有限公司财务经理、北京城市公司财务负责人；自 2019 年 1 月至今，担任公司财务管理部总经理；2019 年 8 月起，担任公司董事。

公司新任董事赵伟豪先生，1993 年出生，本科。历任公司上海片区总经理，现任公司董事兼副总经理，兼任鸿坤集团有限公司执行董事、经理。

公司新任总经理朱灿先生，1979年出生，硕士。曾任湖南省双峰县教育局教师，北京鸿坤伟业房地产开发有限公司总经理助理、财务总监、副总经理。现任公司董事长、总经理。

公司新任运营管理部总经理欧立志先生，1978 年出生，硕士。曾任北京中民信房地产开发有限公司工程部项目经理、北京鸿坤伟业房地产开发有限公司工程管理部总经理、海南公司总经理。现任公司运营管理部总经理。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，受结转收入增加的影响，公司营业收入有所上升；公司毛利率因结转的回迁房占比较大有所下降，但仍处于较高水平。

2019年，公司主营业务仍为房地产开发业务。2019年，公司实现营业收入96.66亿元，同比增长18.24%，主要系房地产结转收入上升所致；实现营业利润14.62亿元，同比下降15.32%，主要系公允价值变动收益和投资收益减少所致；实现净利润9.05亿元，同比下降22.87%。

表2　2017－2019年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	89.68	96.37	34.89	79.97	97.82	42.80	94.16	97.41	39.15
物业经营	1.05	1.13	40.78	--	--	--	--	--	--
其他业务	2.32	2.50	71.22	1.78	2.18	76.92	2.50	2.59	77.38
合计	**93.06**	**100.00**	**35.87**	**81.75**	**100.00**	**43.54**	**96.66**	**100.00**	**40.14**

资料来源：公司提供

从收入构成来看，房地产开发销售仍为公司最重要的收入来源，近两年占比保持97%以上。2019年，公司房产开发收入同比增长17.74%，主要系结转规模上升所致。公司其他业务收入主要为自持商业物业租金收入以及处置部分投资性房地产产生的收入。2019年，公司其他业务收入同比增长40.45%，主要系2019年处置部分投资性房地产所致。

从毛利率水平来看，2019 年，公司房地产开发业务毛利率较上年有所下降，主要系当年公司结转的西红门地区回迁房占比较大所致；受房地产开发业务毛利率下降的影响，公司综合毛利率下降 3.40 个百分点至 40.14%，但仍处于较高水平。

2．业务运营

（1）土地储备情况

公司 2019 年拿地规模仍较小，土地储备可满足一年半左右的开工需求，整体土地成本较低；公司土地储备中，商业类项目目前尚未有销售计划，同时别墅类项目占比较高，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。

2019 年，公司土地购置进度有所提升，但考虑到房地产市场风险，整体拿地规模较小。2019 年，公司主要通过并购方式在滁州、宿州和唐山共获取三块土地。从拿地成本看，2019 年，公司在三地获取的楼面地价分别为 1,220.32 元/平方米、1,486.86 元/平方米和 1,462.79 元/平方米，公司整体拿地成本处于较为合理水平。

表 3　2017－2019 年公司取得土地情况（单位：万平方米、%）

项目名称	土地面积	规划建筑面积	所处区域	取得时间	开工/预计开工时间	权益占比	土地使用性质
鸿坤·花语墅（蓟州）一期中翔	2.54	17.09	天津蓟县	2017 年 1 月	2017 年 8 月	100.00	城镇住宅
	2.75		天津蓟县	2017 年 1 月	2017 年 8 月	100.00	城镇住宅
	3.53		天津蓟县	2017 年 1 月	2017 年 8 月	100.00	城镇住宅
鸿坤·理想城（滁州）	12.29	30.84	安徽滁州	2017 年 2 月	2018 年 3 月	100.00	城镇住宅
鸿坤·花语墅（蓟州）一期	3.91	13.60	天津蓟县	2017 年 3 月	2018 年 3 月	100.00	城镇住宅
	3.11		天津蓟县	2017 年 3 月	2018 年 3 月	100.00	城镇住宅
鸿坤·鹿隐半岛	15.91	16.70	三亚	2017 年 3 月	2018 年 3 月	51.00	城镇住宅
鸿坤·创智天地	1.40	9.89	广东佛山	2017 年 4 月	2018 年 4 月	70.00	商住混合、城镇住宅
鸿坤·理想湾（无锡）	12.76	26.97	江苏无锡	2017 年 4 月	2017 年 9 月	100.00	城镇住宅
鸿坤·花语墅（宜昌）	34.19	41.86	湖北宜昌	2017 年 5 月	2018 年 4 月	50.00	城镇住宅
鸿坤·理想城（滁州）	7.36	19.51	安徽滁州	2017 年 7 月	2018 年 6 月	75.00	城镇住宅
鸿坤·理想湾（蓟州）	5.75	11.08	天津蓟县	2017 年 7 月	2018 年 4 月	100.00	城镇住宅
小计	**105.50**	**187.54**	--	--	--	--	--
鸿坤·山语墅（承德）一期	8.79	19.66	河北承德	2018 年 2 月	2018 年 7 月	100.00	城镇住宅
小计	**8.79**	**19.66**	--	--	--	--	--
鸿坤·长江院子（全椒）	5.40	11.49	安徽滁州	2019 年 8 月	2019 年 7 月	51.00	住宅
宿州院子	1.88	5.02	安徽宿州	2019 年 11 月	2019 年 8 月	51.00	住宅
唐山丰南项目	11.76	39.99	河北唐山	2019 年 11 月	2020 年 3 月	80.00	住宅
小计	**19.04**	**56.50**	--	--	--	--	--

注：1. 以上数据已按公司所拥有权益折算；2. 2019 年公司获取的安徽滁州和宿州的土地，在并购时已经开工
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司土地储备权益规划建筑面积 249.36 万平方米，按照近两年平均新开工面积（161.07 万平方米）计算，可满足公司一年半左右的开发需求。从城市布局看，公司土地储备主要集中在天津远郊、环京及部分三线及以下城市，整体区域分布一般，且部分环京区域执行限购政策，公司或将面临一定去化压力。从业态来看，公司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；同时，公司别墅类型项目占比较高，未来需关注去化情况。从土地成本看，受部分项目拿地较早及项目所处区域的影响，公司整体土地成本较低。

表 4　截至 2019 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	所在区域	土地面积	规划建筑面积	拿地时间	土地使用性质	楼面均价
鸿坤·金融谷（大兴）	北京大兴	1.57	4.54	2015/10/7	商业、办公	1,765.95
鸿坤·朵唯（亦庄）	北京亦庄	4.96	9.93	2017/8/1	办公楼	896.01
鸿坤·国际生物医药园（亦庄）	北京亦庄	7.83	11.75	2018/12/20	办公楼	2,793.53
鸿坤·理想城（团泊）	天津静海	16.89	33.00	2016/12/29	联排、洋房、高层	4,088.94
鸿坤·花语墅（蓟州）一期中翔	天津蓟县	8.82	17.16	2017/2/7	叠拼、洋房	5,785.45
鸿坤·理想湾（蓟州）	天津蓟县	3.60	5.15	2017/7/20	洋房	5,089.93
鸿坤·原乡小镇	天津宝坻	4.84	9.20	2013/9/6	高层、联排、叠拼、洋房、类独栋	737.28
鸿坤·原乡半岛二至五期	天津武清	13.85	15.23	2016/3/17	洋房、别墅	1,513.99

鸿坤·原乡溪谷	河北香河	1.28	3.10	2014/6/20	高层、叠拼别墅	1,395.34
鸿坤·理想城（廊坊）	河北廊坊	6.65	8.77	2016/2/29	高层、联排别墅、商业	601.66
鸿坤·悦山湖	河北张家口	19.20	26.30	2016/5/24	公寓、洋房、叠拼、联排别墅	951.56
鸿坤·山语墅（承德鑫都）	河北承德	13.47	24.46	2015/1/28	高层、花园洋房、叠拼别墅	63.37
唐山丰南项目	河北唐山	14.71	49.99	2019/8/29	高层、花园洋房、商业	1,462.79
鸿坤·理想海岸	海南东方	7.62	11.72	2011/6/15	高层、商铺	213.80
鸿坤·鹿隐半岛	海南三亚	16.77	19.06	2017/1/24	独栋别墅	1,964.91
合计	--	**142.06**	**249.36**	--	--	--

注：统计口径为尚未开工项目
资料来源：公司提供

（2）项目开发

受2018年新拓展项目减少的影响，公司2019年新开工面积有所下降；受前期项目集中竣工的影响，2019年公司竣工面积有所增长；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和融资需求。

从项目开发数据来看，2019年，公司新开工面积较上年减少57.90%，主要系2018年公司新拓展项目较少所致；公司新开工项目主要为“鸿坤·长江院子（全椒）”“唐山丰南项目”等。2019年，公司房屋竣工面积较上年上升19.66%，主要系公司2016年和2017年开工的项目集中竣工所致；主要竣工项目包括“鸿坤·理想城（滁州）”“鸿坤·花语墅（宜昌）”等。2019年，公司房地产开发完成投资52.96亿元；公司期末在建面积较大，未来随着业务规模的扩张，公司仍存在一定资金支出压力和融资需求。

表5　2017－2019年公司主要开发数据情况（单位：个、万平方米、亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
建设项目	25	34	44
新开工项目	11	9	10
新开工面积	171.93	226.69	95.44
房地产开发完成投资	117.60	78.10	52.96
房屋竣工面积	99.39	62.78	75.12
期末在建面积	313.56	477.47	470.22

注：1. 表格数据统计口径为并表口径；2. 2018年期末在建面积+2019年新开工面积-2019年竣工面积≠2019年期末在建面积，主要系2019年新并购项目本身已有一部分处于在建状态
资料来源：公司提供

从公司在建项目来看，开工较早的项目如“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·悦山湖”“鸿坤·原乡半岛二至五期”等项目投资占比不高，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。截至2019年底，公司在建项目总投资规模为503.06亿元，尚需投资221.78亿元，规模仍较大。

表6　截至2019年底公司在建项目投资开发情况（单位：年、亿元）

项目名称	所在区域	开工时间	总投资	已投资
鸿坤·原乡小镇	天津宝坻	2013	21.54	10.36
鸿坤·理想城（团泊）一期	天津静海	2017	29.03	16.34
鸿坤·理想城（团泊）二期	天津静海	2017	34.42	19.49

鸿坤·山语墅（蓟州）	天津蓟县	2017	13.61	8.45
鸿坤·花语墅（蓟州）一期	天津蓟县	2017	15.37	11.23
鸿坤·理想湾（蓟州）	天津蓟县	2019	11.32	6.25
鸿坤·原乡半岛一期	天津武清	2014	27.41	16.28
鸿坤·原乡半岛二至五期	天津武清	2015	44.97	14.48
鸿坤·理想湾（涿州）	河北涿州	2014	26.88	25.90
鸿坤·高铁新干线	河北涿州	2014	31.50	25.11
鸿坤·理想尔湾一期	河北涿州	2016	16.40	10.69
鸿坤·理想尔湾二期	河北涿州	2018	9.61	3.87
鸿坤·原乡溪谷	河北香河	2015	27.29	15.51
鸿坤·理想澜湾	河北廊坊	2015	18.01	13.02
鸿坤·理想城（廊坊）	河北廊坊	2018	27.25	13.20
鸿坤·悦山湖	河北张家口	2018	25.42	5.12
鸿坤·山语墅（承德）一期	河北承德	2018	13.62	7.93
唐山丰南项目	河北唐山	2019	21.78	3.58
鸿坤·理想城（滁州）	安徽滁州	2017	24.78	16.32
鸿坤·长江院子（全椒）	安徽滁州	2019	9.53	--
鸿坤·理想湾（无锡）	江苏无锡	2017	15.18	10.17
鸿坤·花语墅（宜昌）	湖北宜昌	2017	21.83	12.20
鸿坤·山海墅	海南三亚	2013	16.32	15.78
合计			**503.06**	**281.28**

注：以上数据已按公司所拥有权益折算
资料来源：公司提供

（3）房屋销售

2019 年公司销售规模变化不大，结转规模有所增加。受环京区域执行限购政策的影响，公司在北京及天津等环京地区项目未来去化情况需持续关注；按照目前销售进度来看，部分北京项目受别墅尾盘和商住政策影响，存在一定去化压力。

2019 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。从销售数据来看，2019 年，公司实现协议销售金额 172.20 亿元，协议销售面积 126.09 万平方米，均较 2018 年变化不大；2019 年公司销售回款率为 71.30%，回款率不高主要系受到按揭和分期付款等政策影响所致。从结转情况来看，2019 年公司结转收入和结转面积均较 2018 年有所增长；结转均价较 2018 年下降 5.51%，主要系结转的西红门地区回迁房占比较高所致。

表 7　2017－2019 年公司房地产销售数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
实现预售项目（个）	25	34	34
协议销售面积（万平方米）	99.13	126.29	126.09
协议销售金额（亿元）	147.13	170.50	172.20
协议销售均价（万元/平方米）	1.48	1.35	1.37
销售回款率（%）	84.00	71.00	71.30
结转收入（亿元）	89.68	79.97	94.16
结转面积（万平方米）	99.39	62.78	78.15
结转均价（万元/平方米）	0.90	1.27	1.20

注：表格数据统计口径为全口径
资料来源：公司提供

从可售项目销售情况来看，截至 2019 年底，公司总可售面积为 865.85 万平方米，其中已取得预售证面积为 561.42 万平方米，已售面积为 503.11 万平方米，剩余可售面积为 362.74 万平方米；公司剩余可售项目主要集中在环京区域和湖北宜昌、安徽滁州等地；按 2019 年销售面积计算，公司剩余可售面积能够满足公司未来两年左右的销售需求。

表8　截至2019年底公司销售情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

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
鸿坤 跃界	北京大兴	2018/11/30	100	1.33	1.34	1.09	81.60	15,652.67
鸿坤 七星长安	北京门头沟	2014/8/8	100	4.46	3.68	0.35	9.51	26,206.59
鸿坤 原乡小镇	天津宝坻	2016/7/24	100	27.60	27.60	20.90	75.70	11,127.35
鸿坤 理想城（团泊）一期	天津静海	2017/11/25	100	29.66	16.55	13.87	83.80	9,230.46
鸿坤 理想城（团泊）二期	天津静海	2017/9/24	100	28.76	8.55	6.29	73.57	9,199.23
鸿坤 花语墅（蓟州）一期中翔	天津蓟县	2020/4/20	100	16.83	--	--	--	--
鸿坤 山语墅（蓟州）	天津蓟县	2017/10/19	100	15.97	15.97	13.62	85.30	14,326.14
鸿坤 花语墅（蓟州）一期	天津蓟县	2017/12/9	100	13.45	13.45	12.39	92.10	13,141.20
鸿坤 理想湾（蓟州）	天津蓟县	2018/12/30	100	10.07	3.25	3.23	99.20	12,043.14
鸿坤 原乡半岛一期	天津武清	2015/8/16	100	25.26	25.26	21.00	83.10	18,205.25
鸿坤 原乡半岛二至五期	天津武清	2015/8/16	60	54.38	18.30	16.98	92.80	17,029.60
鸿坤 果岭墅	河北香河	2013/11/1	100	13.96	13.96	13.91	99.70	9,847.65
鸿坤 原乡溪谷	河北香河	2015/9/26	100	36.95	26.73	22.12	82.78	7,096.01
鸿坤 理想湾（涿州）	河北涿州	2013/8/31	100	59.14	59.14	54.68	92.50	5,234.13
鸿坤 高铁新干线	河北涿州	2014/8/31	100	53.27	54.19	49.19	90.80	4,738.82
鸿坤 理想尔湾一期	河北涿州	2017/4/20	100	25.29	25.29	24.69	97.60	14,143.57
鸿坤 理想尔湾二期	河北涿州	2018/5/18	100	14.66	14.66	11.18	76.20	11,859.59
鸿坤 理想澜湾	河北廊坊	2016/3/19	100	24.12	21.86	21.22	97.00	17,848.84
鸿坤 理想城（廊坊）	河北廊坊	2016/5/6	100	61.75	32.59	31.72	97.30	12,408.32
鸿坤 山语墅（承德）一期	河北承德	2018/9/22	80	15.30	14.18	12.14	85.60	12,809.87
鸿坤 山语墅（承德鑫都）	河北承德	2022/6/20	90	24.46	--	--	--	--
鸿坤 悦山湖	河北张家口	2018/9/15	65	41.54	11.60	11.45	98.70	14,476.14
唐山丰南项目	河北唐山	--	80	44.92	--	--	--	--
鸿坤 理想城（滁州）	安徽滁州	2017/9/30	75	46.44	43.42	42.79	98.50	9,967.34
鸿坤 长江院子（全椒）	安徽滁州	2019/10/12	51	21.06	4.52	1.91	42.30	6,061.34
宿州院子	安徽宿州	--	51	9.19	--	--	--	--
鸿坤 理想湾（无锡）	江苏无锡	2017/11/16	100	24.06	24.06	20.15	83.80	12,763.53
鸿坤 花语墅（宜昌）	湖北宜昌	2018/6/16	50	43.69	25.45	25.37	99.70	11,195.06
鸿坤 创智天地	广东佛山	2019/11/10	70	7.93	3.37	0.11	3.30	13,285.35
鸿坤 理想海岸	海南东方	2012/1/8	90	43.11	32.84	31.45	95.80	13,745.18
鸿坤 山海墅	海南三亚	2013/11/30	59	18.82	18.82	18.65	99.10	46,992.54

鸿坤·鹿隐半岛	海南三亚	2021/5/18	51	7.63	--	--	--	--
鸿坤·理想假日	海南三亚	2019/12/1	100	0.79	0.79	0.66	83.30	22,231.44
合计				**865.85**	**561.42**	**503.11**	**89.61**	--

注：去化率=已售面积/已取得预售证面积
资料来源：公司提供

从整体去化率来看，截至 2019 年底，京津冀地区整体去化率为 74.34%；受别墅项目尾盘，去化较慢的影响，北京项目去化率为 51.68%；天津和河北项目去化率分别为 70.38%和 76.51%。截至 2019 年底，长三角地区和海南整体去化率分别为 75.74%和 90.95%。从具体项目的去化率来看，位于北京的“鸿坤·七星长安”去化率为 9.51%，主要系受北京商住政策影响所致，现公司已制定多种营销方案促进销售；位于广东的“鸿坤·创智天地”、位于安徽的“鸿坤·长江院子（全椒）”去化率较低，主要系 2019 年底开盘时间较短所致。总体看，公司销售进度较好，部分北京项目受别墅尾盘和商住政策影响，去化较慢，未来仍需关注公司北京及天津等环京地区去化情况。

3．土地一级开发

公司有一定规模的土地一级开发业务，有利于公司未来获取土地，但对资金形成占用。

截至 2019 年底，公司土地一级开发项目包括张家口纬一中路两侧城中村改造项目（以下简称“张家口项目”）、天津武清兰海泉州水城（天津）项目（以下简称“天津项目”）和北京西红门一号地、B 地块项目（以下简称“北京西红门项目”）；其中张家口项目预计投资 40 亿元；北京西红门项目预计投资 280 亿元，投资金额较大，主要系拆迁腾退费用高所致；天津项目预计投资金额暂无统计。公司土地一级开发资金来源为自有资金投入（占 20%）和其他融资（占 80%）；其中自有资金已在前期投入完毕，剩余部分政府平台通过银行贷款投入，还款来源为土地卖出后的回款。公司土地一级开发按照合同约定，实现固定的年化收益；其中张家口项目年化收益为 8%、天津项目年化收益按四六分成计算、西红门项目年化收益按比例计算。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。截至 2019 年底，公司土地一级开发投资金额合计 48.28 亿元，如下表所示。

表9　截至2019年底公司土地一级开发项目情况（单位：亿元）

项目	投资金额	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	20.85	2016－2018 年	纬一中路两侧城中村改造项目	部分地块于 2020 年 5 月 15 日上市，其余地块正在整理	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	12.50	2017－2018 年	西红门一号地、B 地块	B1 两块土地于 2020 年 4 月 29 日上市，其余地块正在办理手续	预计在 2020 年底回款部分，其余地块陆续挂地
合计	**48.28**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

4．经营关注

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且

北京、天津等地调控政策较为严格，公司房地产业务存在一定的区域集中风险；部分北京项目分别受别墅尾盘和商住政策影响，存在一定去化压力。

土地储备规模一般，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 2019 年拿地规模仍较小，目前土地储备规模一般；加之公司在建规模较大，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和融资需求。

一级开发对资金有一定占用

截至 2019 年底，公司仍有一定规模的土地一级开发业务；虽有利于公司未来获取土地，但土地一级开发业务所需资金规模大，资金沉淀周期长，对资金有一定占用。

5．未来发展

公司发展战略较稳健，符合公司发展需要。

公司在 2017 年正式提出全国化布局，执行“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，实现业绩和效益的持续增长。

六、财务分析

1．财务概况

公司2019年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所（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》。

2019 年，公司新增子公司 12 家，非同一控制下企业合并共 4 家，减少 3 家；截至 2019 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共 101 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 2019 年底，公司合并资产总额 646.20 亿元，负债合计 518.64 亿元，所有者权益 127.55 亿元，其中归属于母公司所有者权益 110.75 亿元。2019 年，公司实现营业收入 96.66 亿元，净利润 9.05 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额 58.03 亿元，现金及现金等价物净增加额-10.76 亿元。

2．资产质量

2019年，公司资产规模继续增长，以流动资产为主；其中货币资金规模一般，公司应收账款规模较大，对公司资金形成一定的占用；其他应收款主要为项目合作资金；公司存货主要位于环京区域，部分项目面临一定去化压力；公司受限资产规模一般，公司整体资产质量尚可。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 646.20 亿元，较年初增长 11.72%，主要系流动资产增加所致。从资产构成看，公司资产中流动资产占 68.38%，非流动资产占 31.62%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产441.88亿元，较年初增长14.74%，主要系存货增加所致。公司流动资产以货币资金（占10.12%）、应付账款（占7.08%）、其他应收款（占9.18%）、存货（占66.14%）

和其他流动资产（占6.45%）为主。

截至2019年底，公司货币资金为44.72亿元，较年初下降11.74%，主要系偿还前期贷款所致；公司货币资金由银行存款（占77.54%）和其他货币资金（占22.45%）构成；公司货币资金中受限货币资金为其他货币资金（为10.04亿元），系贷款、按揭等保证金，受限比例为22.45%，公司货币资金受限比例一般。

截至2019年底，公司应收账款为31.28亿元，较年初大幅增长14.36倍，主要系增加回迁房项目的房款[1]所致。公司应收账款按信用风险特征组合计提坏账准备，其中账龄分析组合占5.07%、低风险信用组合占94.93%。截至2019年底，公司应收账款计提坏账准备0.10亿元，计提比例为0.32%，计提比例低。从账龄来看，1年以内的应收账款占65.13%，1~2年的占33.24%，账龄较短。公司应收账款规模较大，对资金形成一定占用。

截至2019年底，公司其他应收款40.56亿元，较年初下降49.34%，主要系项目合作资金减少所致。从构成来看，公司其他应收款由项目合作资金（占50.41%）、往来款（占28.68%）和备用金保证金及押金（占18.47%）等组成。公司其他应收款累计计提坏账准备0.98亿元，计提比例为2.41%。截至2019年底，公司其他应收款余额前五名合计16.20亿元，占39.82%，集中度较高。

表10　截至2019年底公司其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否为关联方	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额的比例
三亚兆宏实业有限公司	是	项目合作资金	5.66	1~2年	13.91
天津鸿盛投资集团有限公司	是	项目合作资金	3.77	1年以内	9.26
天津龙湖睿沣置业有限公司	是	项目合作资金	3.33	1~2年	8.18
东方果蔬保鲜加工有限公司	否	项目合作资金	1.90	1~2年	4.67
北京北方国建控股集团有限公司	是	项目合作资金	1.55	1~2年	3.80
合计	--	--	**16.20**	--	**39.82**

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货账面价值 292.24 亿元，较年初增长 24.66%，主要系开发项目增加所致。公司存货主要由开发成本（占 90.78%）和开发产品（占 9.21%）构成；公司未计提存货减值准备，由于开发项目所在区域主要为北京、天津及环京区域，受环京区域执行较严的限购政策的影响，公司部分项目面临一定去化压力。

截至 2019 年底，公司其他流动资产 28.51 亿元，较年初增长 128.04%，主要系委托贷款和预交税费增加所致；其中委托贷款为公司以委托贷款形式支付给项目公司合作开发使用。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 204.32 亿元，较年初增长 5.69%，主要系投资性房地产增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 7.22%）、投资性房地产（占 53.78%）和其他非流动资产（占 25.25%）构成。

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2019年底，公司可供出售金融资产14.76亿元，较年初下降31.36%，主要系投资到期收回所致；其中主要减少对吉林金塔投资股份有限公司（以下简称“吉林金塔”）的投资理财产品，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；截至2019年底已赎回5.73亿元，剩下的4.27亿元陆续赎回中，预计最晚

[1] 2009 年公司与大兴区西红门镇政府签订协议，西红门镇政府购买公司 12.40 万平方米的商品房作为拆迁安置用房。公司负债建设 12.40 万平方米的住宅及其他配套等，达到入住标准并已交房；根据公司与西红门镇政府以及北京欣业城镇建设投资管理有限公司达成的协议，回迁房项目的房款合计 29.40 亿元

将于2021年10月全部赎回。

公司投资性房地产按公允价值计量。截至2019年底，公司投资性房地产账面价值109.89亿元，较年初增长37.91%，主要系在建工程、固定资产转入和公允价值变动所致。公司本期新转入上海动力时代、西曼一期和西曼二期项目（业态均为工业办公写字楼），处置西红门智谷项目（主要系处置子公司德信智能手机技术（北京）有限公司所致）。公司投资性房地产位于北京经济技术开发区、通州区、大兴区以及上海闵行区，业态涵盖办公、写字楼和商业，整体出租情况良好；2019年公司投资性房地产增值率为199.24%。

截至 2019 年底，公司其他非流动资产合计 51.58 亿元，较年初增长 3.21%，较年初变化不大。公司其他非流动资产由土地一级开发[2]（48.28 亿元）和委托贷款（3.30 亿元）构成。土地一级开发周期长，对公司资金形成占压。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 201.85 亿元，占资产总额比重为 31.24%，受限规模一般。

表 11　截至 2019 年底公司所有权或使用权受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	占比资产总额的比重	受限原因
货币资金	10.04	1.55	贷款保证金、按揭保证金、履约保证金
存货	102.13	15.81	借款抵押
投资性房地产	79.68	12.33	借款及债券反担保抵押
可供出售金融资产	10.00	1.55	保函质押反担保
合计	**201.85**	**31.24**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司不存在股权被股东或实际控制人质押的情况；子公司存在股权被公司质押的情况，原因为融资担保，具体情况如下表所示。

表 12　截至 2019 年底公司子公司股权质押情况（单位：%）

股权受限子公司名称	所持子公司股权受限比例	抵质押原因
上海火睿企业管理咨询有限公司	100	融资担保
张家口艾伦房地产开发有限责任公司	100	融资担保
广东银桐科技投资管理有限公司	100	融资担保
天津中翔新中房地产开发有限公司	100	融资担保
香河理想嘉业房地产开发有限公司	100	融资担保
天津鸿坤团泊房地产开发有限公司	100	融资担保
承德市鸿坤房地产开发有限公司	100	融资担保
天津新鸿房地产投资有限公司	100	融资担保
天津鸿展投资有限公司	100	融资担保
北京亦庄京芯园投资发展有限公司	100	融资担保
天津鸿坤伟业房地产开发有限公司	100	融资担保

资料来源：公司提供

[2] 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

3．负债及所有者权益

（1）负债

公司负债以流动负债为主，全部债务规模有所减少，债务结构合理，但整体债务负担仍较重；公司在2020年和2021年存在一定到期集中偿付压力。

截至2019年底，公司负债合计518.64亿元，较年初增长12.95%，主要系流动负债增长所致；公司流动负债占73.56%，非流动负债占26.44%。

截至2019年底，公司流动负债381.52亿元，较年初增长9.51%，主要系应付账款和预收款项增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占5.89%）、应付票据（占5.10%）、应付账款（占13.54%）、其他应付款（占9.02%）、预收款项（占53.88%）和应交税费（占8.18%）构成。

截至2019年底，公司短期借款22.45亿元，较年初增长100.41%，主要系公司2019年在金融资产交易所发行产品进行融资所致。公司短期借款由信用借款（占6.89%）、抵押借款（占50.28%）和保证借款（占42.83%）构成。

截至2019年底，公司应付票据为19.47亿元，较年初增长68.52%，主要系公司增加商业承兑汇票所致。

截至2019年底，公司应付账款账面余额为51.67亿元，较年初增长71.23%，主要系开发规模增加，应付工程款增加所致。

截至2019年底，公司预收款项账面余额205.55亿元，较年初增长37.21%，主要系廊坊凤凰城项目、原乡半岛项目和山语墅·承德等项目预售房款增加所致。公司预收账款规模较大，可为公司未来收入提供支撑。

截至2019年底，公司其他应付款账面余额34.43亿元，较年初增长7.73%，主要系其他往来款[3]增加所致；公司其他应付款主要由押金、保证金及意向金（占17.96%）、项目合作资金（占10.63%）、预提土地增值税（占25.90%）和其他往来款（占34.64%）构成。

截至2019年底，公司非流动负债137.12亿元，较年初增长23.79%，主要系应付债券增加所致。公司非流动负债由长期借款（占56.77%）、应付债券（占34.23%）和递延所得税负债（占9.00%）构成。

截至2019年底，公司长期借款账面余额77.84亿元，较年初增长16.64%，主要系融资需求增加所致；按期限分布来看，2021年到期的长期借款金额45.36亿元（占58.27%）、2022年到期的长期借款金额21.13亿元（占27.15%）、2023年及以后到期的长期借款金额11.35亿元（占14.58%），长期借款主要集中于2021年到期，存在一定到期集中偿付压力。

截至2019年底，公司应付债券46.94亿元，较年初增长42.16%，主要系公司于2019年新发行“19鸿坤01”和两笔境外美元债[4]所致。公司存续债券具体情况如下表所示。

表13　截至2019年底公司应付债券情况（单位：亿元、亿美元）

债券简称	证券代码	发行规模	债券余额	发行时间	下一行权日	到期时间
16鸿坤01	136521.SH	9.00	9.00	2016-7-5	--	2021-7-8
16鸿坤02	136556.SH	4.00	4.00	2016-7-13	--	2021-7-18
18鸿坤01	143857.SH	1.00	1.00	2018-10-11	2020-10-12	2022-10-12
18鸿坤02	150815.SH	14.00	14.00	2018-10-30	2020-11-2	2021-11-1
18鸿坤03	155117.SH	5.50	5.50	2018-12-17	2020-12-18	2022-12-18

[3] 根据经营需要，公司将云狐产业园出表，实际控制权不变，产业园融资款给股东计入该科目

[4] 公司于2019年10月8日和11月13日，在香港联交所分别发行债券代码为“40019HKIINVN2210”“40019HKIINVN2210”的两期美元债券，发行金额分别为1.10美元和0.40美元，期限均为3年，公募，票面利率为14.75%；其中，后发行的0.40亿美元债券已与2019年10月8日发行的债券合并，并于2020年4月15日在香港联交所挂牌上市，合并后债券规模为1.50亿美元

19 鸿坤 01	163023.SH	3.44	3.44	2019-11-20	2021-11-22	2023-11-22
40019HKIINVN2210	--	1.10	8.09	2019-10-8	--	2022-10-8
40019HKIINVN2210	--	0.40	2.95	2019-11-13	--	2022-11-13

注：公司发行的两笔美元债的发行规模以亿美元为单位，国内公司债券余额以亿元为单位
资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司全部债务 182.40 亿元，较年初下降 14.95%，主要系偿还部分借款所致；其中短期债务占 31.59%，长期债务占 68.41%，债务结构较好。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.26%、58.85%和 49.45%，较年初分别提高 0.88 个百分点、下降 5.42 个百分点和提高 3.90 个百分点；公司债务负担仍较重。从债务期限分布来看，假设债券全部回售的情况下，2020 年到期金额合计 77.97 亿元，2021 年到期金额合计 60.90 亿元，2022 年到期金额合计 32.18 亿元，2023 年及以后到期金额合计 11.35 亿元，公司于 2020 年和 2021 年面临偿付压力较大。

表 14　截至 2019 年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
2020 年	22.45	19.47	15.69	--	--	**57.61**
2021 年	--	--	--	45.36	17.57	**62.93**
2022 年	--	--	--	21.13	25.93	**47.06**
2023 年及以后	--	--	--	11.35	3.44	**14.79**
合计	**22.45**	**19.47**	**15.69**	**77.84**	**46.94**	**182.39**
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**
2020 年	22.45	19.47	15.69	--	20.36	**77.97**
2021 年	--	--	--	45.36	15.54	**60.90**
2022 年	--	--	--	21.13	11.05	**32.18**
2023 年及以后	--	--	--	11.35	--	**11.35**
合计	**22.45**	**19.47**	**15.69**	**77.84**	**46.94**	**182.39**

资料来源：公司提供

（2）所有者权益

2019 年公司所有者权益继续增长，但其他综合收益和未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 127.55 亿元，较年初增长 6.95%，主要系按公允价值计量的投资性房地产计入其他综合收益增加所致；其中归属于母公司所有者权益占比为 86.82%，少数股东权益占比为 13.18%。归属于母公司所有者权益合计 110.75 亿元，其中实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占 19.87%、31.48%和 45.33%。公司所有者权益中，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。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入有所增长，但受公允价值变动收益和投资收益减少影响，利润同比下降；公司整体盈利能力尚可。

2019 年，公司实现营业收入 96.66 亿元，同比增长 18.24%，主要系房地产结转收入上升所致；实现营业利润 14.62 亿元，同比下降 15.32%，主要系公允价值变动收益和投资收益减少所致；实现净利润 9.05 亿元，同比下降 22.87%。

从期间费用来看，2019 年，公司发生期间费用 16.04 亿元，同比增长 15.30%，主要系管理费用增加所致；其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 37.65%、34.11%和 28.25%。2019 年，公司销售费用 6.04 亿元，同比增长 8.79%，主要系公司宣传展览费和职工薪酬有所增加所致；管理费用 5.47 亿元，同比增长 25.52%，主要系咨询审计费用增加所致；财务费用 4.53 亿元，同比增长 13.19%，其中利息支出 5.09 亿元。

从利润构成情况来看，2019 年，公司实现投资收益-0.14 亿元，由正转负，主要系对合营企业投资收益减少所致。2019 年，公司实现公允价值变动收益 0.94 亿元，同比下降 50.17%，主要系投资性房地产评估增值下降所致。整体上看，公司公允价值变动收益对公司利润水平影响不大。

从各项盈利指标来看，2019 年公司营业利润率为 30.81%，较上年下降 0.12 个百分点，变化不大。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别为 4.39%、3.18%和 7.33%，较上年分别下降 0.78 个百分点、下降 0.80 个百分点和下降 3.10 个百分点，主要系利润规模减小所致。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，投资活动现金流持续净流出；随着公司偿还借款的影响，筹资活动现金流量净额持续净流出；随着在建项目的进一步投入，公司未来存在一定融资需求。

从经营活动情况来看，2019 年，公司经营活动现金流入 178.08 亿元，同比增长 10.80%，主要系往来款增加所致。2019 年，公司经营活动现金流出 120.05 亿元，同比下降 7.22%，主要系支付合作项目资金有所减少所致。2019 年，公司经营活动现金流净额为 58.03 亿元，同比增长 85.23%，继续保持净流入状态。

从投资活动情况来看，2019 年，公司投资活动现金流入 14.80 亿元，同比下降 20.56%，主要系收回理财产品减少所致。2019 年受投资和理财减少的影响，公司投资活动现金流出 31.02 亿元，同比下降 29.85%。2019 年，公司投资活动现金流量净额为-16.23 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，2019 年，受融资需求扩大和借款增加的影响，公司筹资活动现金流入为 118.67 亿元，同比增长 71.52%。2019 年，受偿还借款增加的影响，公司筹资活动现金流出为 171.24 亿元，同比增长 109.16%。2019 年，公司筹资活动现金流量净额为-52.57 亿元，持续净流出；随着在建项目的进一步投入，公司未来存在一定融资需求。

6．偿债能力

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力均偏弱；考虑到目前公司保持较大的在建规模，待售项目较充裕，未来随着公司在建项目的销售，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2019 年底，公司流动比率从年初的 1.11 倍上升至 1.16 倍，主要系存货增加所致；速动比率从年初的 0.43 倍下降至 0.39 倍。公司现金短期债务比由年初的 0.44 倍上升至 0.78 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，2019 年，公司 EBITDA 为 20.18 亿元，较上年下降 8.21%，主要系利润总额减少所致。从构成看，公司 EBITDA 由计入财务费用的利息支出（占

25.23%）和利润总额（占 71.24%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 1.82 倍下降至 1.20 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；EBITDA 全部债务比由上年的 0.10 倍小幅提高至 0.11 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 4.91 亿元，占净资产比重的 3.85%。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15　截至2020年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日	与公司关系（是否为关联企业）
深圳市海岸兴泰置业有限公司	31,875	2018/8/17	2023/8/17	是
北京鸿泰天工涿州分公司	4,700	2018/12/14	2021/12/12	是
天津龙湖睿沣置业有限公司	12,500	2019/1/14	2022/1/13	是
合计	**49,075**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司不存在 1,000 万以上的未决诉讼。

截至 2020 年 3 月底，公司获得银行等金融机构综合授信 124.53 亿元，已使用 95.94 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 2020 年 5 月 11 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。

7．母公司财务分析

母公司层面收入来源主要为房地产业务，资产主要为其他应收款和长期股权投资，母公司层面债务负担较轻。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 339.75 亿元，较年初增长 11.45%，主要系流动资产增加所致。从资产结构来看，母公司资产主要由其他应收款（140.81 亿元）和长期股权投资（82.89 亿元）构成。

截至 2019 年底，母公司负债合计 250.14 亿元，较年初增长 7.87%，主要系非流动负债增加所致。从负债结构来看，母公司负债主要由其他应付款（171.85 亿元）和应付债券（35.90 亿元）构成。截至 2019 年底，母公司全部债务 49.83 亿元，其中短期债务占 10.17%、长期债务占 89.83%，债务结构较好；母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 73.63%和 35.74%，债务负担较轻。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 89.61 亿元，较年初增长 22.83%；母公司所有者权益主要由未分配利润（48.41 亿元）、其他综合收益（14.70 亿元）和实收资本（22.00 亿元）构成。

2019 年，母公司实现营业收入 51.58 亿元，同比增长 4.09 倍，主要系政府批量购买安置房，价款已于 2019 年 4 月确认，房地产结转收入增加所致；实现净利润为 17.72 亿元，同比增长 3.88 倍。

2019 年，母公司经营活动现金流净额 13.30 亿元，投资活动现金流净额-2.44 亿元，筹资活动现金流净额-14.31 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

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”“18鸿坤03”和“19鸿坤01”债券的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至2019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44.73亿元，约为“16鸿坤01”“16鸿坤02”“18鸿坤01”“18鸿坤03”“19鸿坤01”债券待偿本金合计（22.94亿元）的1.95倍，公司现金类资产对上述债券的覆盖程度较高；净资产达127.55亿元，约为上述债券待偿本金合计（22.94亿元）的5.56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，2019年，公司EBITDA为20.18亿元，约为上述债券待偿本金合计（22.94亿元）的0.88倍，公司EBITDA对上述债券的覆盖程度较弱。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入178.08亿元，约为上述债券待偿本金合计（22.94亿元）的7.76倍，公司经营活动现金流入量对上述债券的覆盖程度高。

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[5]（以下简称“海航科技”），新老股东增发股份 20.50 亿股，截至 2019 年末，中合担保注册资本 71.76 亿元，其中海航科技持股 26.62%，为中合担保第一大股东，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公司 43.34%的股权（股权结构如下图），中合担保无控股股东及实际控制人。

截至 2019 年末，中合担保不存在股东股权质押的情况。

表 16　截至 2019 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

[1] 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

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 2019 末，中合担保合并报表的子公司包括中合共赢资产管理有限公司、中合投资控股有限公司、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、非融资担保业务部、新金融事业部和投资部；中台部门包括风险管理部、业务审核部、法律合规部和资产保全部；后台部门包括办公室、人力资源部、财务资金部、信息管理部和审计部等职能部门。截至 2019 末，中合担保合并口径拥有员工 153 人。

截至 2019 年末，中合担保合并资产总额 101.94 亿元，所有者权益合计 80.79 亿元，全部系归属于母公司的所有者权益，负债合计 21.15 亿元，递延收益余额 4.28 亿元，担保合同准备金余额 6.00 亿元；2019 年，中合担保实现营业收入 10.22 亿元，其中已赚保费 7.40 亿元，投资收益 3.63 亿元，实现净利润 0.29 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 21 层；法定代表人：黄焱。

（2）担保业务

2019 年，中合担保担保业务到期解保规模较大，新增担保业务规模较小，导致在保余额有所下降，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，中合担保仍有待进行业务转型。同时联合评级关注到，中合担保担保业务出现较大金额代偿，业务资产质量存在下行压力，需关注后续代偿回收情况。

2019 年中合担保担保业务到期解保规模较大，中合担保对项目审核更加审慎并主动降低增速，因此导致在保余额规模下降，中合担保当年担保发生额同比大幅下降 54.38%至 43.46 亿元。截至 2019 年末，中合担保期末在保余额 837.04 亿元，较上年末下降 16.71%；截至 2019 年末，中合担保融资性担保责任余额为 681.45 亿元，较上年末下降 15.97%，融资性担保放大倍数方面，2019 年末中合担保融资性担保放大倍数为 8.28 倍，较上年有所下降，但仍接近监管要求的 10 倍上限，业务空间开展一般。

表 17　中合担保担保业务发展数据（单位：亿元、倍）

项目	2018 年/2018 年末	2019 年/2019 年末
当年担保发生额	95.26	43.46

分出担保责任	6.00	4.00
新增担保额（分保后）	89.26	39.46
期末在保余额	1,004.98	837.04
融资性担保责任余额	810.97	681.45
融资性担保放大倍数	9.54	8.28

注：2018 年和 2019 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
资料来源：中合担保提供

中合担保担保业务根据担保业务品种分为企业债、公司债和银行贷款等。从担保业务品种占比情况来看，2019 年中合担保担保业务仍以企业债担保业务为主，业务占比 86.05%，较上年末上升 4.53 个百分点，在保余额为 720.24 亿元，较上年末下降 12.08%，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，2019 年末已全部到期解保，除贸易信用保证担保和非公开定向债务融资工具担保外，剩余品种均出现一定规模的下降。

表 18　中合担保担保业务种类情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末	
	在保余额	占比	在保余额	占比
企业债	819.21	81.52	720.24	86.05
公司债	57.00	5.67	36.44	4.35
银行贷款	34.27	3.41	33.53	4.01
小微企业增信集合债	25.13	2.50	21.47	2.56
信托计划	15.19	1.51	5.56	0.66
金融债	17.00	1.69	--	--
预付款担保	11.68	1.16	--	--
资产证券化	12.86	1.28	10.61	1.27
其他金融产品	0.38	0.04	--	--
非公开定向债务融资工具	6.00	0.60	6.00	0.72
超短期融资券	3.00	0.30	--	--
贸易信用保证	3.26	0.32	3.20	0.38
合计	**1,004.98**	**100.00**	**837.04**	**100.00**

资料来源：中合担保提供

截至 2019 年末，中合担保前十大在保客户主要为企业债项目，在保余额合计 160.90 亿元，占期末在保余额的 19.22%，集中度一般；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%，中合担保新项目均按照最新的监管规定开展，反担保措施以应收账款质押为主。

表 19　截至 2019 年末中合担保融资性担保业务在保余额前十大客户情况（单位：亿元、%）

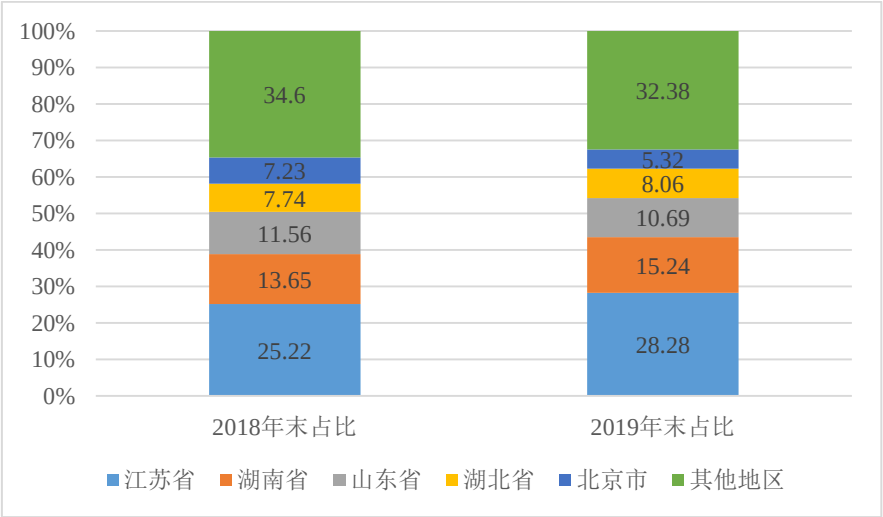
客户名称	被担保企业所属行业	在保余额	发行人主体信用等级	调整后的担保责任余额占净资产比例	期限	反担保措施
客户一	城投	18.00	AA	18.96	7 年、3 年	应收账款质押
客户二	城投	17.30	AA	21.03	7 年	应收账款质押
客户三	城投	17.30	AA	21.03	7 年	应收账款质押
客户四	城投	16.00	AA	19.45	7 年	应收账款质押
客户五	城投	16.00	AA	11.67	7 年	应收账款质押
客户六	城投	16.00	AA	19.45	7 年	应收账款质押

客户七	城投	15.30	AA	18.60	7 年	应收账款质押
客户八	城投	15.00	AA+	18.23	7 年	应收账款质押
客户九	城投	15.00	AA	18.23	7 年	应收账款质押
客户十	城投	15.00	AA	18.23	7 年	应收账款质押

注：上表中融资性担保责任余额为公司依据《融资担保责任余额计量办法》银保监发〔2018〕1 号文计算而得
资料来源：公司提供

从区域分布来看，截至 2019 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 28.28%、15.24%和 10.69%，其余占比不足 10%，中合担保担保业务存在一定区域集中度风险。

图 2　中合担保在保余额区域分布情况（单位：%）



资料来源：中合担保提供，联合评级整理

从行业分布来看，截至 2019 年末，中合担保担保业务主要集中在城投行业，占比达 88.55%，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及相应的利息，截至 2019 年末，中合担保累计代偿本金 7.04 亿元，目前中合担保已启动司法诉讼程序，提起强制执行程序，目前案件已移交至武汉市中级人民法院执行。除上述项目外，中合担保代偿项目涉及信托计划、产业债等，2019 年当期代偿规模为 16.91 亿元，2019 年单一最大项目代偿规模为 5.01 亿元，为信托计划担保业务，截至目前，前五大代偿项目代偿规模 22.61 亿元，占代偿余额比重为 75.73%，集中度很高，反担保措施以房产抵押、股权质押和实际控制人连带责任担保为主，中合担保代偿回收压力较大，中合担保针对每笔代偿均制定了追偿方案。2019 年初至 2020 年 2 月末，中合担保累计追偿金额 0.74 亿元。

（3）投资业务

中合担保投资业务仍以短期为主，2019 年末投资结构有所变化，受市场及政策调整影响，中合担保投资收益规模亦有所下降。同时，联合评级也关注到中合担保投资资产出现违约风险，需对投资资产回收情况保持持续关注。

投资业务尽调中基金、债券、股权、非标债权和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、债券、信托管理计划投资、委托贷款和资产管理计划投资等。截至 2019 年末，中合担保投资余额为 77.32 亿元，较去年末下降 23.91%，占期末资产总额的 75.85%。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，2019 年中合担保基金投资、信托计划投资、委托贷款、定期存款、股权类投资和债券，占投资资产比重分别为 47.52%、8.59%、6.50%、12.53%、11.86%和 7.10%，基金投资占比下降了 10.23 个百分点，信托计划投资占比下降了 8.50 个百分点，定期存款上升了 12.22 个百分点。截至 2019 年末，除定期存款外，中合担保各类投资资产均较上年末下降，中合担保投资基金以货币基金为主，基金投资规模为 36.74 亿元，较去年末大幅下降 37.40%，信托计划投资规模 6.64 亿元，同比下降 61.77%，资产管理计划投资规模 1.71 亿元，较上年末大幅下降 49.56%，定期存款 9.69 亿元，较上年末大幅增加 9.37 亿元，主要是可供出售金融资产约 9 亿元到期后存入定期存款所致。收入方面，2019 年中合担保实现投资收益 3.63 亿元，同比下降 25.02%，主要是受市场环境影响，以及中合担保应监管要求，调整流动性高的投资资产配置，受上述因素综合影响，中合担保投资收益规模有所下降。

表 20　中合担保投资业务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比
基金投资	58.69	57.75	36.74	47.52
信托计划投资	17.37	17.09	6.64	8.59
委托贷款	6.25	6.15	5.03	6.50
资产管理计划	3.39	3.34	1.71	2.21
定期存款	0.32	0.31	9.69	12.53
银行理财产品	5.10	5.02	2.84	3.68
股权类投资	10.30	10.14	9.17	11.86
小贷公司收益权	0.19	0.19	--	--
债券	--	--	5.49	7.10
合计	**101.62**	**100.00**	**77.32**	**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 2019 年末，中合担保投资产品剩余期内在 1 年以内的占比达 66.58%，整体投资组合流动性较强。

投资业务风险方面，截至 2019 年末，中合担保委托贷款合计 4 笔，贷款余额为 7.89 亿元，均已违约，已计提减值准备 2.86 亿元，净额 5.03 亿元，风险缓释措施包括房产抵押、股权质押等，除委托贷款以外的投资业务方面，中合担保有 3 笔超过 1.00 亿元的投资风险项目，余额合计 5.07 亿元，风险缓释措施以股权质押、融资方提供差额补足义务等。

（4）新金融事业部

2016 年 4 月，中合担保成立新金融事业部，在消费金融和供应链金融领域，基于小额分散的数据类型资产，开展创新资产支持证券、权益类融资、银行助贷、信托助贷业务等。截至 2019 年末，中合担保累计管理资产规模 153.60 亿元，其中中合担保提供担保业务资产累计规模 113.50 亿元。

（5）关联方业务往来

截至 2019 年末，中合担保委托贷款中包含一笔与股东海航资本的业务往来，现已违约，另有一笔对海航资本控制企业聚宝汇的投资，截至 2019 年底账面余额 0.70 亿元。除此以外中合担保投资的资产管理计划和信托产品底层无与股东相关项目，存续担保业务无与股东业务往来。

（6）风险管理与担保资产信用质量分析

①风险管理分析

2019 年，中合担保代偿规模增长较大，代偿项目数量增加，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。

2019 年，中合担保代偿规模增长较大，当期担保代偿金额为 16.91 亿元，同比增长 116.24%，主要是产业债担保客户代偿增加所致，当期担保代偿率为 8.15%，较上年上升 3.63 个百分点，截至 2019 年末，中合担保累计担保代偿额为 35.63 亿元，同比大幅增长 90.33%，累计担保代偿率为 4.08%，较上年上升 1.27 个百分点。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，2019 年累计代偿回收额为 5.71 亿元，当期代偿回收率为 4.24%，与上年相比大幅下降，清收力度有所下降，累计代偿回收率为 16.02%，累计代偿回收水平一般。

表 21　中合担保担保业务代偿情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末
当期担保代偿额	7.82	16.91
累计担保代偿额	18.72	35.63
当期担保代偿率	4.52	8.15
累计担保代偿率	2.81	4.08
累计代偿回收额	4.99	5.71
当期代偿回收率	36.45	4.24
累计代偿回收率	26.72	16.02
期末代偿余额	13.08	29.05

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 2019 年末，中合担保各项准备金之和 8.33 亿元，较上年末下降 24.83%，主要是计提准备金项目发生代偿，准备金转入应收代偿款减值准备金所致。

②反担保措施

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，需对中合担保反担保措施后续执行有效性保持关注。

中合担保采取了多种风险缓释措施：一是在融资结构上尽量设置分期发行或分期还款，逐步缩小风险敞口；二是中合担保反担保措施有土地房产抵押、高信用等级第三方企业保证反担保、股权质押、存单质押、保证金、连带责任保证等。

（7）财务概况

中合担保提供了经毕马威会计师事务所审计的 2018 年度和 2019 年度财务报表，均出具了无保留的审计意见。2019 年合并范围子公司无变化，因此 2018－2019 年中合担保数据可比性较强。

①资金来源

2019 年中合担保所有者权益稳定性仍属较好，利润留存对资本补充能力一般；2019 年受准备金以及预收担保费转收入和偿还债券的综合影响，中合担保负债规模及负债水平有所下降，负债水平仍属不高。

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 2019 年末，中合担保股东权益 80.79 亿元，较上年末下降 3.36%，主要是 2019 年支付分红约 3 亿元所致，其中股本占比 88.83%，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，2019

年中合担保对 2018 年利润进行了分红，现金分红金额为 3.00 亿元，为 2018 年净利润的 4.22 倍，分配力度较大，利润留存对中合担保资本补充能力一般。

负债方面，截至 2019 年末，中合担保负债总额 21.15 亿元，主要是计提担保赔偿准备金项目发生代偿，转入应收代偿款减值准备金，存续期内递延收益转入担保业务收入导致递延收益规模下降以及 2019 年中合担保偿还到期债券等，导致负债规模大幅下降 35.71%。中合担保负债以递延收益（占比为 20.25%）、担保合同准备金（占比为 28.38%）和应付债券（占比为 33.06%）为主，其中，递延收益 4.28 亿元，较上年末下降 23.40%；担保合同准备金 4.28 亿元，较上年末下降 24.83%；应付债券 6.99 亿元，较上年末下降 53.30%。截至 2019 年末，中合担保实际资产负债率为 14.86%，较上年末下降 6.53 个百分点，负债水平仍属不高。

表 22　中合担保负债构成情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末
负债总额	**32.90**	**21.15**
其中：递延收益	5.59	4.28
担保合同准备金	7.99	6.00
应付债券	14.97	6.99

资料来源：中合担保审计报告，联合评级整理

②资金运用

2019 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。中合担保应收代位追偿款规模增长较大，需关注后续代偿项目回收情况。

截至 2019 年末，中合担保总资产 101.94 亿元，较上年末下降 12.50%。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 2019 年末，中合担保投资资产合计 77.32 亿元，较上年末下降 23.91%，主要是基金和信托计划投资规模下降所致，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、持有至到期投资、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，2019 年中合担保新增持有至到期投资，截至 2019 年末，六类投资资产在总投资资产的占比分别为：12.53%、6.50%、44.90%、7.10%、22.51%和 6.45%；从结构变化来看，定期存款占比上升至 12.53%，可供出售金融资产占比下降 22.65 个百分点。具体来看，截至 2019 年末，中合担保定期存款为 9.69 亿元，较上年末大幅增加 9.37 亿元，主要是可供出售金融资产约 9.00 亿元到期转入定期存款所致，期限全部为 3 个月~1 年；应收款项类投资为 5.03 亿元，较上年末下降 19.57%，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 2.86 亿元；可供出售金融资产 34.72 亿元，较上年末下降 49.24%，主要系投资资产中基金产品、信托计划和银行理财产品规模下降所致；其中主要包括基金投资，占比为 72.55 %，剩余投资为信托计划、银行理财产品和资产管理计划等。中合担保基金产品主要投向货币基金、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 0.49 亿元；2019 年中合担保新增持有至到期投资 5.49 亿元，主要投向国债和企业债；金额分别为 2.82 亿元和 2.67 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 17.41 亿元，较上年末下降 17.50%，主要是投资产品到期减少所致；长期股权投资 4.98 亿元，较上年末下降 10.11%，主要系上海骏合租

赁企业股份有限公司实控人无法按合同约定履行差额补足义务，中合担保计提减值准备增加所致，中合担保长期股权投资计提减值准备 1.49 亿元。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 2019 年末，中合担保货币资金 1.21 亿元，较上年末增长 10.93%；截至 2019 年末，中合担保应收代位追偿款账面价值 12.99 亿元，较上年末大幅增长 141.45%，主要是代偿规模增长较大所致，计提减值准备余额 16.08 亿元，较上年末大幅增长 108.82%，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 55.77%，1~2 年（含）应收代位追偿款占比 26.92%，期限较短，代偿回收压力较大。

表 23　中合担保资产情况（单位：亿元）

项目	2018 年末	2019 年末
资产总额	**116.50**	**101.94**
其中：货币资金	**1.09**	**1.21**
应收代位追偿款	**5.38**	**12.99**
投资资产：	**101.62**	**77.32**
定期存款	0.32	9.69
应收款项类投资	6.25	5.03
可供出售金融资产	68.40	34.72
持有至到期投资	--	5.49
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	21.10	17.41
长期股权投资	5.55	4.98

资料来源：中合担保审计报告，联合评级整理

③盈利能力

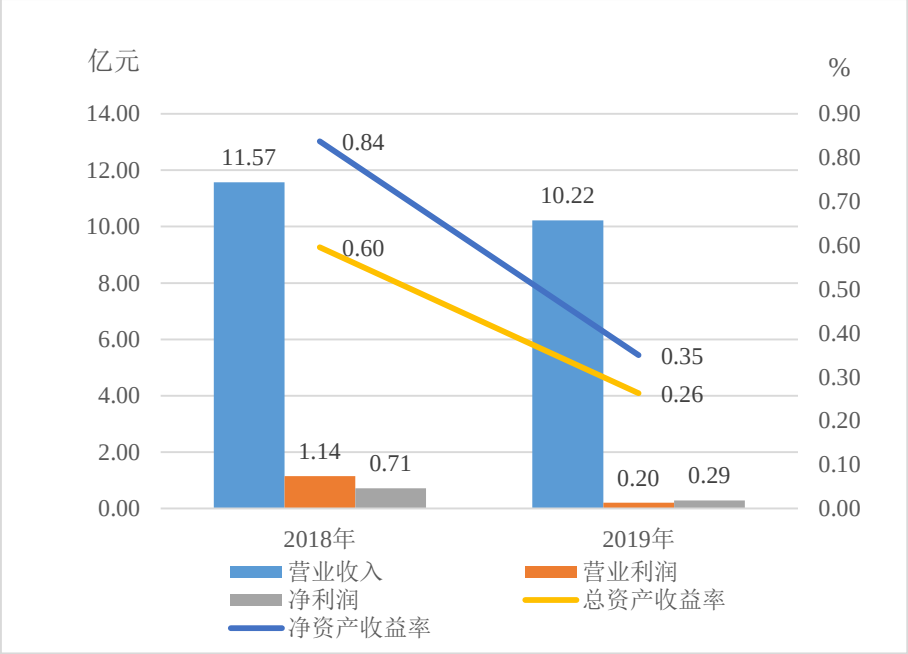
2019 年，中合担保营业收入有所下降，利润方面受资产计提减值损失增长较大影响，净利润规模大幅下降，中合担保整体盈利能力偏弱。

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，2019 年，中合担保实现营业收入 10.22 亿元，同比下降 11.66%。从收入构成来看，2019 年实现已赚保费 7.40 亿元，同比下降 13.80%，已赚保费对营业收入的贡献率为 72.39%；2019 年中合担保实现投资收益 3.63 亿元，同比下降 25.02%，公允价值变动损益为-1.11 亿元，主要是 2019 年证券市场波动，中合担保投资资产估值减少导致浮亏，与上年相比，浮亏规模有所下降。

营业支出方面，中合担保营业支出以赔付支出、提取担保合同准备金、业务及管理费和资产减值损失为主，2019 年中合担保赔付支出 0.27 亿元；转回担保合同准备金 1.98 亿元，主要是代偿项目担保合同准备金重分类至资产减值；业务及管理费 1.17 亿元，同比下降 29.86%，主要是职工薪酬的减少所致；资产减值损失 10.01 亿元，同比大幅增长 47.06%，主要是担保业务代偿增长较大所致，其中应收代位追偿款减值损失 8.38 亿元；担保赔付率为 223.21%，受当期代偿规模大幅增加影响，代偿赔付率大幅上升。

从盈利能力方面来看，2019 年中合担保实现净利润 0.29 亿元，同比大幅下降 59.64%，主要是营业收入下降及资产减值损失大幅增加所致。2019 年，中合担保营业利润率为 1.94%，大幅下降，总资产收益率为 0.26%，净资产收益率为 0.35%，较上年分别下降 0.33 个百分点和 0.49 个百分点，中合担保盈利能力大幅下降。

图 3　中合担保盈利能力情况



资料来源：中合担保提供，联合评级整理

从同行业对比来看，可对比的担保公司中，中合担保盈利能力低于样本企业平均值，整体盈利能力偏弱。

表 24　截至 2019 年末中合担保与同业近似企业对比情况（单位：亿元、%）

企业	营业总收入	净利润	营业利润率	净资产收益率	总资产收益率
中国投融资担保有限公司	22.97	8.31	42.25	7.99	3.54
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	11.11	2.85	28.65	4.13	2.33
江苏省信用再担保集团有限公司	18.26	4.81	35.17	5.35	3.04
中债信用增进投资股份有限公司	13.51	6.61	63.02	7.25	4.64
平均值	**16.46**	**5.65**	**42.27**	**6.18**	**3.39**
中合担保	10.22	0.29	1.94	0.35	0.26

资料来源：公开资料、中合担保审计报告，联合评级整理

④资本充足性及代偿能力

2019 年，中合担保代偿规模增长较大，拨备覆盖水平一般，整体代偿能力极强。

截至2019年末，中合担保所有者权益合计80.79亿元，较上年末下降3.36%，所有者权益规模保持稳定，可快速变现资产63.03亿元，较上年末大幅下降30.67%，主要系中合担保偿还债务及进行股东分红所致，可快速变现资产/期末在保余额7.53%，较上年末下降1.52个百分点。从代偿指标来看，截至2019年末，中合担保拨备覆盖率为28.68%，较上年末下降49.88个百分点，拨备覆盖水平较低，代偿准备金率为202.96%，较上年大幅上升，准备金覆盖率较低，但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（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
净资产	83.60	80.79
可快速变现资产	90.91	63.06

可快速变现资产/期末在保余额	9.05	7.53
拨备覆盖率	78.56	28.68
代偿准备金比率	76.10	202.96

资料来源：中合担保提供，联合评级整理

截至 2019 年末，中合担保于 2020 年、2021 年和 2022 年到期解保规模分别为 216.55 亿元、214.35 亿元和 167.49 亿元，占比分别为 25.87%、25.61%和 20.02%，到期规模无明显集中，但考虑到到期解保规模较大，对中合担保收入规模造成一定的不利影响，其中 2020 年和 2021 年民营企业非城投项目到期规模分别为 16.60 亿元和 35.14 亿元，占当期到期总规模的 7.67%和 16.39%，占比较高，需关注中合担保代偿风险情况。

表 26　截至 2019 年末中合担保担保业务到期解保分布情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年到期解保规模	2021 年到期解保规模	2022 年到期解保规模	2023 年到期解保规模	2024 年及以后到期解保规模	合计
金额	216.55	214.35	167.49	140.06	98.59	**837.04**
占比	25.87	25.61	20.01	16.73	11.78	**100.00**

资料来源：中合担保提供

从偿债能力指标来看，2019 年，中合担保 EBITDA 为 0.68 亿元，同比下降 60.71%，主要系利润总额规模下降所致，EBITDA 利息倍数为 1.51 倍，EBITDA 全部债务比为 0.10 倍，较上年均有所下降，EBITDA 对利息保障能力较好，对债务保障能力一般，考虑到中合担保持有大规模流动性较好的资产，整体偿债能力极强。

根据人民银行征信报告，截至2020年3月31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。

截至2019年末，中合担保无作为被诉人的重大未决诉讼。

3．债权保护效果

考虑到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“16鸿坤01”和“16鸿坤02”信用状况具有明显积极的提升作用。

以2019年底财务数据测算，“16鸿坤01”和“16鸿坤02” 债券待偿本金合计（13.00亿元）占担保方中合担保资产总额的12.75%、占所有者权益总额的16.09%，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2019年经营活动产生的现金流量净额为-14.29亿元，无法覆盖“16鸿坤01”和“16鸿坤02”债券待偿本金合计（13.00亿元）。

九、综合评价

跟踪期内，公司继续深耕京津冀地区，土地成本较合理，待售面积较充足。2019 年，公司债务规模和债务杠杆均有所下降、债务结构良好、预收款项规模较大、经营活动现金流保持净流入。同时，联合评级也关注到京津冀地区限购政策、公司部分项目去化较慢、在建和拟建项目尚需投资规模较大、土地一级投入较大、应收账款对公司资金形成一定占用、债务负担仍较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目规模较大，随着在建项目逐步销售和竣工，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，具有较强行

业竞争力；截至 2019 年末，中合担保资产流动性较好，净资产规模较大，负债率较低，整体代偿能力极强，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，担保新规出台对中合担保业务开展影响较大，业务增长受限，投资结构调整导致收益率有所下降，未来收入稳定性存在一定的不确定性；2019 年，中合担保代偿规模增长较大，投资资产出现违约，需对违约贷款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”“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”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	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	506.21	578.42	646.20
所有者权益（亿元）	105.68	119.26	127.55
短期债务（亿元）	41.20	114.70	57.62
长期债务（亿元）	150.85	99.76	124.79
全部债务（亿元）	192.05	214.46	182.40
营业收入（亿元）	93.06	81.75	96.66
净利润（亿元）	6.02	11.73	9.05
EBITDA（亿元）	13.87	21.99	20.18
经营性净现金流（亿元）	-14.07	31.33	58.03
流动资产周转次数(次)	0.29	0.21	0.23
存货周转次数（次）	0.32	0.20	0.22
总资产周转次数（次）	0.22	0.15	0.16
现金收入比率（%）	139.45	145.55	117.93
总资本收益率（%）	3.91	5.17	4.39
总资产报酬率（%）	3.25	3.98	3.18
净资产收益率（%）	6.82	10.43	7.33
营业利润率（%）	24.24	30.93	30.81
费用收入比（%）	14.91	17.02	16.60
资产负债率（%）	79.12	79.38	80.26
全部债务资本化比率（%）	64.50	64.26	58.85
长期债务资本化比率（%）	58.80	45.55	49.45
EBITDA 利息倍数（倍）	2.10	1.82	1.20
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.10	0.11
流动比率（倍）	1.64	1.11	1.16
速动比率（倍）	0.68	0.43	0.39
现金短期债务比（倍）	1.36	0.44	0.78
经营现金流动负债比率（%）	-5.86	8.99	15.21
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.60	0.96	0.88

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	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	116.50	101.94
可快速变现资产（亿元）	90.91	63.03
可快速变现资产/期末在保余额（%）	9.05	7.53
所有者权益合计（亿元）	83.60	80.79
负债合计（亿元）	32.90	21.25
实际资产负债率 （%）	21.39	14.86
期末在保余额（亿元）	1,004.98	837.04
融资性担保放大倍数（倍）	9.54	8.28
营业收入（亿元）	11.57	10.22
已赚保费（亿元）	8.58	7.40
投资收益（亿元）	4.83	3.63
净利润（亿元）	0.71	0.29
营业利润率（%）	9.89	1.94
净资产收益率（%）	0.84	0.35
累计担保代偿率(%)	2.81	4.08
担保赔付率（%）	89.07	223.21
拨备覆盖率（%）	78.56	28.68
代偿准备金比率（%）	76.10	202.96
EBITDA（亿元）	1.74	0.68
EBITDA 利息倍数（倍）	3.18	1.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.10

注：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% （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-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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。