信用评级公告

联合〔2022〕3669 号

联合资信评估股份有限公司通过对北京兆泰集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京兆泰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“20 兆泰 MTN001”“21 兆泰集团 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

北京兆泰集团股份有限公司
2022 年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京兆泰集团股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
20 兆泰 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 兆泰集团 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 兆泰 MTN001	12.00 亿元	12.00 亿元	2025/11/16
21 兆泰集团 MTN001	8.70 亿元	8.70 亿元	2026/12/10

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 7 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“兆泰集团”或“公司”）自持物业项目主要位于北京市金融街及东二环区域，地理位置优越。2021 年，公司写字楼的经营情况保持良好，出租率高，租金收入稳定；公司债务负担处于合理水平。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司商业物业区域集中度高，利润继续下滑、财务费用对公司利润侵蚀较大，营业利润对公允价值变动收益依赖度大幅提升，其他应收款对资金占用明显的同时，现金类资产消耗较快，短期流动性压力加大，导致短期偿债压力大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将加速储备项目的开发建设进度，储备项目投入运营后公司收入有望实现较大增长；同时，公司根据市场情况或将部分自持物业出售，届时公司现金流状况将得以改善。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，维持“20 兆泰 MTN001”和“21 兆泰集团 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **公司自持物业区位优势明显。**公司持有物业项目主要集中于北京金融街及东二环核心商圈，区域发展较成熟，运营环境良好，未来增值潜力较大。
2. **公司自持物业可提供较为稳定的现金流。**2021 年，公司自持物业项目总体经营情况较好，写字楼出租率和单位租金处于较高水平，为公司提供了较为稳定的现金流。

关注

1. **公司商业物业区域集中度高。**公司营业收入主要来源于物业租赁业务，且物业项目主要集中在北京，易受宏观经济、区域经济及区域规划等因素影响。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	4
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司所持物业区位优势明显				+1
公司未来有较大项目投入运营				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：曹梦茹　张　超

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **2021 年，公司利润继续下滑，财务费用对利润侵蚀较大，且受大额土地增值税缴纳影响，营业利润依赖非经常性损益程度大幅提升。**2021 年，公司财务费用为 6.72 亿元，费用化支出较高；公允价值变动收益 3.64 亿元，占营业利润的比例为 135.38%；受计提大额土地增值税影响，若剔除投资性房地产评估增值，公司核心利润为负。
3. **公司现金短债比指标较弱，短期偿债压力大。**截至 2021 年底，公司现金短期债务比 0.36 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度较低，存在集中兑付压力。
4. **公司其他应收款对运营资金占用明显并存在坏账风险，鑫福海项目的不确定性形成资金沉淀，在建项目投资规模较大，且资金回收预计较慢，资产受限比例较高，公司资产流动性一般。**截至 2021 年底，公司其他应收款 16.92 亿元，规模较大且集中度较高，存在坏账风险，对运营资金占用明显。鑫福海项目受当地政府政策不确定性影响较大，经营效率较低，产生资金沉淀。此外，新兴盛项目投资规模较大，且公司拟自持，资金回收预计较慢。截至 2021 年底，公司受限资产占总资产比重为 54.14%，受限比例较高。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.29	25.02	10.25	11.75
资产总额(亿元)	275.55	337.10	333.13	337.92
所有者权益(亿元)	125.29	144.07	152.60	146.10
短期债务(亿元)	13.01	29.50	28.17	34.53
长期债务(亿元)	95.30	118.17	104.96	100.89
全部债务(亿元)	108.31	147.67	133.12	135.42
营业收入(亿元)	13.68	11.98	13.86	3.24
利润总额(亿元)	6.93	4.20	2.57	-0.13
EBITDA(亿元)	13.32	10.83	9.94	--
经营性净现金流(亿元)	0.05	2.44	4.77	7.45
营业利润率(%)	66.37	76.37	54.47	62.89
净资产收益率(%)	4.76	2.10	1.01	--
资产负债率(%)	54.53	57.26	54.19	56.76
全部债务资本化比率(%)	46.37	50.62	46.59	48.10
流动比率(%)	359.37	311.61	275.49	210.03
经营现金流动负债比(%)	0.18	5.47	11.39	--
现金短期债务比(倍)	0.87	0.85	0.36	0.34
全部债务/EBITDA(倍)	8.13	13.63	13.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.88	1.32	1.21	--
公司本部（母公司）口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	167.07	211.79	221.59	234.67
所有者权益(亿元)	80.69	93.14	100.50	99.76
全部债务(亿元)	50.21	82.21	72.33	74.65
营业收入(亿元)	5.88	4.81	6.82	1.49
利润总额(亿元)	4.90	-0.99	0.22	-0.74
资产负债率(%)	51.70	56.03	54.64	57.49
全部债务资本化比率(%)	38.36	46.88	41.85	42.80
流动比率(%)	267.82	168.92	130.92	115.64
经营现金流动负债比(%)	-1.32	-39.92	3.28	--
现金短期债务比(倍)	6.33	0.78	0.42	0.35

注：1. 本报告财务数据及指标计算均采用合并口径，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 无债务调整项 ；3.公司 2022 年一季度财务报告未经审计
资料来源：公司审计报告及财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 兆泰集团 MTN001	AA+	AA+	稳定	2021/08/30	曹梦茹 张　超	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
20兆泰MTN001	AA+	AA+	稳定	2021/06/16	曹梦茹 韩家麒		阅读原文
20兆泰MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/09/11	韩家麒 蔡伊静		阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

北京兆泰集团股份有限公司
2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为北京兆泰房地产开发公司（以下简称“开发公司”），开发公司系经北京市城乡建设委员会（92）京建开字第 492 号文件批复，由北京青年实业集团公司投资成立的全民所有制企业，初始注册资本 8000 万元。1997 年 2 月开发公司改制为北京兆泰房地产开发有限责任公司。2007 年 11 月，公司以发起设立的方式由有限责任公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 6.20 亿元。后经多次转股增资，截至 2022 年 3 月底，公司注册资本 7.05 亿元，控股股东为北京兆泰控股有限公司（以下简称“兆泰控股”），实际控制人为穆麒茹。

截至 2022 年 3 月底，公司内设财务管理部、法律合约部、规划设计部、商业管理部、楼宇管理部等部门；公司纳入合并范围内子公司共 11 家。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 333.13 亿元，所有者权益 152.60 亿元（含少数股东权益 15.87 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 13.86 亿元，利润总额 2.57 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 337.92 亿元，所有者权益 146.10 亿元（含少数股东权益 9.75 亿元）；2022 年 1－3 月，公司实现营业总收入 3.24 亿元，利润总额-0.13 亿元。

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

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息（除尚未到付息日的 21 兆泰集团 MTN001 外）。

表 1　截至 2021 年底公司存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 兆泰 01	6.10	6.10	2021/02/03	2
20 兆泰 01	16.30	16.30	2020/09/24	2
20 兆泰 MTN001	12.00	12.00	2020/11/16	2+2+1
21 兆泰集团 MTN001	8.70	8.70	2021/12/10	2+2+1

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主

要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业及区域经济环境

1. 商业地产行业分析

（1）行业概况

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展受国民经济整体发展速度等宏观因素的影响，在开发模式和经营模式方面与住宅型物业、生产性物业开发有明显差异。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等。狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。商业地产作为经营性物业，主要受国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，

也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如资产证券化产品的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业统一管理，能够实现更好的物业定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现资金快速回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

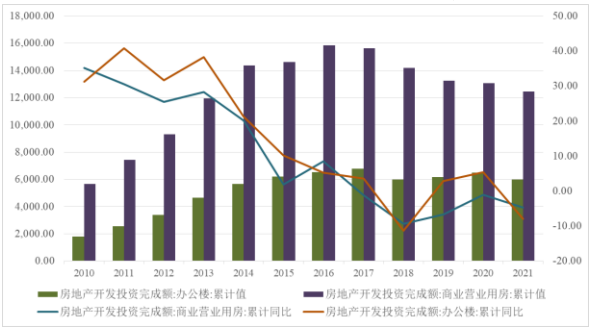
（2）市场供需

2021 年上半年，商业地产开发投资和销售端景气度虽较上年同期有所复苏，但下半年受地产行业融资端收紧影响较大。从 2010 年以来的累计竣工销售比来看，商业营业用房供应过剩的状况有所缓解但仍属过剩，办公楼供求关系有小幅扭转，但考虑到未来宏观经济增速下行压力，办公楼供大于求的状况可能再次出现。

2014年以来随着国内经济增速放缓、居民消费方式变化，商业地产行业持续面临去库存和转型压力，开发投资增速显著下滑；2019年起，受新一线城市商用土地放量、个税改革和减税降费等政策提振消费、传统零售商销售方式和渠道更新、电商线下门店拓展、品牌商户布局下沉等因素影响，商业地产开发投资出现复苏，在疫情后也延续良好的恢复态势。2020年，虽有新冠肺炎疫情的冲击，全国商业地产开发投资增速仍实现了较显著的回升。2021年上半年，随着国内疫情防控工作持续推进、经济企稳修复，商业地产开发投资增速进一步反弹，但下半年受房地产融资趋紧影响，整体商业地产开发投资端景气度较弱。2021年，全国商业营业用房开发投资完成额为12444.76亿元，同比下降1.1%；办公楼开发投资完成额为5974.90亿元，同比下降8.00%。同受上述因素影响，2021年，商业营业用房和办公楼的销售额同比增速分别为-2.00%和-6.90%，景气度仍显著低于疫情前水平。

图1　2010年以来全国商业地产开发投资情况

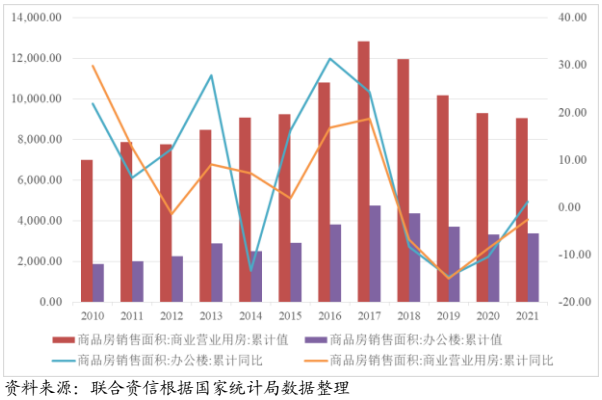
（单位：亿元）

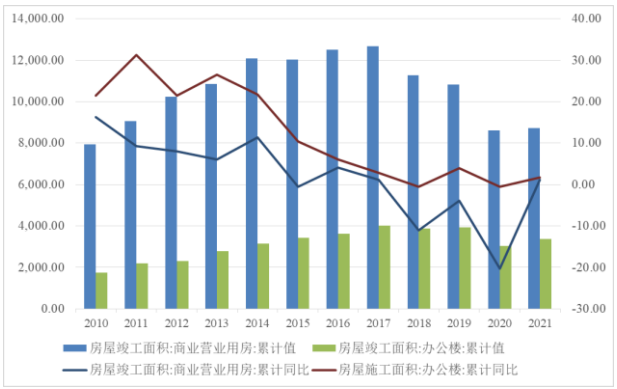


资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

从供求情况来看，2021年，全国商业营业用房和办公楼的竣工销售比分别为0.96倍和1.00倍，较2020年小幅提升。从更长时间数据来看，2010年至2021年，全国商业营业用房和办公楼累计竣工销售比分别为1.12倍和0.99倍，商业营业用房仍存在供给过剩，办公楼整体供求关系已有小幅扭转。

图2　2010年以来全国商业地产竣工及销售情况（单位：亿元）





资料来源：联合资信根据国家统计局数据整理

根据中国房地产指数系统数据统计，2021年上半年，我国主要商业街商铺租金水平整体下跌，但跌幅收窄，重点商圈（购物中心）商铺租金水平整体止跌回升；下半年主要商业街商铺租金水平整体继续下跌，且跌幅较上半年有所扩大；重点商圈（购物中心）商铺租金水平整体继续回升，涨幅与上半年基本持平。2021年上半年，百街商铺平均租金为24.90元/平方米·天，环比下跌0.24%，跌幅收窄；百MALL商铺平均租金为26.84元/平方米·天，环比上涨0.31%。2021年下半年，百街商铺平均租金为24.82元/平方米/天，环比下跌0.32%，跌幅较上半年扩大0.08个百分点；百MALL商铺平均租金为26.93元/平方米/天，环比上涨0.32%，涨幅与上半年基本持平。

写字楼方面，2021年，重点城市主要商圈写字楼平均租金在有限范围内小幅波动，市场整体处于平稳运行的状态。2021年上半年，写字楼租金指数环比微跌，第二季度全国重点城市主要商圈写字楼平均租金为4.75元/平方米·天，环比微跌0.10%，较2019年二季度下跌4.57%，整体依旧未恢复至疫情前水平，其中97.5%的商圈租金水平依旧低于疫情前。2021年下半年，重点城市写字楼市场租赁需求有序释放，带动写字楼租金连续两个季度环比上涨，第四季度全国重点城市主要商圈写字楼平均租金为4.77元/平方米·天，环比上涨0.16%。

2020年以来，新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响，大量商业街和商圈购物中心业主向租户提供不同幅度的租金减免政策，造成一定租金损失。随着疫情的延续，部分项目出现租户退租、租金收缴率下降以及租金支付延期等问题，本次疫情或将对自持商业物业的出租率以及出售项目的销售进度造成一定影响。

（3）行业关注

商业地产行业竞争激烈，行业集中度持续上升。

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产限购政策和景气度下滑等因素共同影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业

物业形态如购物中心、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较大。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升。

投资回报期长，现金回笼慢。

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

2. 区域经济

公司项目多数位于北京，项目业态以写字楼为主，北京的写字楼市场对公司经营有很大影响。

（1）北京市区域经济

2021 年，北京市经济呈现稳步回升向好态势，但北京市商业地产投资规模继续下降，新开工投资意愿下降明显。

2021年，北京市全年实现地区生产总值40269.6亿元，按不变价格计算，比上年增长8.5%。其中，第一产业增加值111.3亿元，增长2.7%；第二产业增加值7268.6亿元，增长23.2%；第三产业增加值32889.6亿元，增长5.7%。三次产业构成为0.3:18.0:81.7。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为18.4万元。2021年，北京市全年实现工业增加值5692.5亿元，按不变价格计算，比上年增长31.0%。其中，规模以上工业增加值增长31.0%。在规模以上工业中，国有控股企业增加值增长23.0%，股份制企业增长26.1%，外商及港澳台商企业增长40.8%。规模以上工业实现销售产值23853.8亿元，增长19.1%。其中，内销产值21060.7亿元，增长14.1%；出口交货值2793.1亿元，增长78.8%。

商业地产投资方面，2021年，受严格的商业地产调控政策影响，北京市商业地产投资继续降温，其中办公楼投资下降7.6%，商业营业用房投资下降13.7%。2021年，北京市办公楼和商业营业用房新开工面积分别为74.6万平方米和107.63万平方米，竣工面积分别为142.9万平方米和191.61万平方米，新开工面积大幅低于竣工面积，新开工投资意愿下降明显。

（2）北京市写字楼市场和零售物业市场

受疫情和供应量因素影响，北京市优质写字楼、优质零售物业空置率大幅攀升，租金水平下降；2021 年，北京市优质写字楼及优质零售物业空置率较上年略有好转；租金水平整体仍呈下降趋势。

办公物业运营方面，受疫情和供应量等因素影响，2020年以来，北京市优质写字楼空置率大幅攀升，租金水平下降。2021年前三季度，北京市优质写字楼空置率持续下降，第三季度已降低至16.10%，第四季度又提升至17.10%。北京市优质写字楼平均租金保持下降趋势，2021年第四季度降至390.2元/平方米·月，同比下降5.18%。

零售物业方面，2021 年北京优质零售物业空置率持续下降，首层租金水平小幅下降。2021 年第四季度，北京市优质零售物业空置率为 6.80%；北京市优质零售物业首层租金35.70 元/平方米·天，同比下降 1.38%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本7.05亿元，控股股东为兆泰控股，实际控制人为穆麒茹。

2. 企业规模及竞争力

公司物业运营经验丰富，所持项目区位优势较为明显，具有较强的竞争力和升值空间。

公司自持物业主要包括写字楼、商业综合体、酒店，公寓，集中于北京金融街和朝阳门等核心区域。截至 2021 年底，公司自持物业可租面积 65.21 万平方米，账面价值合计

213.45 亿元，整体评估单价仅为 3.23 万元/平方米，考虑到公司物业区位，仍有较大升值空间。

物业管理方面，公司引入第一太平戴维斯物业管理、洲际酒店管理公司，保证其物业优质的管理运营水平。同时，公司拥有一支来自多个国家和地区、多种语言的专业化员工队伍，涵盖企业战略、地产开发、商业运营、法律、物业、金融、能源等专业领域，可有效提升公司的经营管理水平、战略执行力和抗风险能力，促进公司价值的持续提升。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91110000633798454S），截至 2022 年 4 月 12 日，公司已结清和未结清信贷中均无关注类、不良类信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 5 月 18 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理与管理情况较为稳定。

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员未发生变更。公司高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。公司股权结构未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，随着疫情缓解及雅宝路 A2 项目投入运营，公司营业收入同比有所增长。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。

2021 年公司实现主营业务收入 13.62 亿元，同比增长 16.21%，其中房屋出租板块仍为公司最主要的收入来源，同比增长 22.84%，主要系疫情缓解及雅宝路 A2 项目投入运营所致。公司房屋销售收入规模较小，主要为麒麟公馆的销售结转，该项目的建筑面积约 1.92 万平方米，公司预计未来 2~3 年内将其剩余部分全部售出，以实现现金回流。酒店服务收入主要为公司经营的悠唐皇冠假日酒店产生的客房及其他收入，因疫情影响 2020 年收入同比下降 61.21%，2021 年恢复至疫情前的约 50%；其他板块主要包括物业费收入、水电费收入等，收入占比较小。

表 3　公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年			2020 年			2021 年			2022 年 1—3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房屋销售[1]	0.29	2.31%	-759.92%	1.21	10.31%	86.14%	0.79	5.80%	27.00%	--	--	--
房屋出租	10.57	82.90%	90.64%	9.59	81.82%	91.29%	11.78	86.50%	92.42%	3.04	94.36%	92.30%
酒店服务	1.65	12.96%	92.54%	0.64	5.45%	90.14%	0.83	6.09%	90.54%	0.13	4.14%	87.92%
其他服务	0.23	1.83%	28.50%	0.28	2.42%	39.01%	0.22	1.61%	24.37%	0.05	1.50%	76.10%
合计	**12.75**	**100.00%**	**70.09%**	**11.72**	**100.00%**	**89.43%**	**13.62**	**100.00%**	**87.42%**	**3.04**	**100.00%**	**91.88%**

资料来源：公司提供

2021 年，公司房屋出租业务毛利率仍维持高位；房屋销售毛利率水平大幅下降主要系当年房屋结转主要为车位所致。

2022 年一季度，公司实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 15.45%；主营业务毛利率 91.88%，较上年有一定提高。

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

2. 自持物业租赁业务

2021 年，公司写字楼经营稳定，能够获得持续稳定的收益及现金流；商业和酒店受换租和疫情影响，仍未恢复至疫情前水平，公司整体自持物业出租情况良好。公司自持物业资产质量高，项目评估值较为合理，但鑫福海大厦项目沉淀资金规模较大。为回笼资金，公司处置了部分资产且有进一步处置的计划。

跟踪期内，公司无新增自持物业。截至 2022 年 3 月底，公司自持物业可租面积 65.21 万平方米，账面价值合计 213.35 亿元，从评估单价来看，公司自持物业评估单价在 1.13~5.42 万元/平方米之间，考虑到公司自持物业区位优势明显，评估单价合理。

2020 年新增的雅宝路 A2 项目位于北京市东二环东侧，南邻司法部南街，是东二环临街最后一块建设用地，公司对该地块定位为超 5A 级品质标准的 21 世纪复合经济业态写字楼。截至 2021 年底，有大型律所和金融机构签约入驻，整体出租率已达到 88.00%，单位租金为 10.66 元/天·平方米，该项目 2021 年确认租金收入 1.90 亿元。2021 年 4 月，公司向北京凯韦诚投资管理有限责任公司的控股子公司出售该项目 B 座，协议价格为 20.02 亿元，按评估公允价值计算，出售收益为 0.30 亿元（若基于原始成本计算，出售收益则为约 11 亿元），已于 2022 年 4 月完成交割并收到 50%价款，剩余款项将在 10 月前收到。公司自持的项目 A 座截至 2021 年底出租率为 81.36%，满租情况下年租金收入约 3 亿元。

鑫福海大厦因需等待政府统一规划，尚未开始运营，沉淀资金规模较大。截至 2021 年底，该项目账面价值低于投资成本主要系合并抵消集团内借款利息所致，故未计提跌价准备。公司拟将其整体出售以回笼资金，目前处于与意向投资者接洽过程中，预计出售后扣除相关税费等款项净回笼资金约 15 亿元。此外，公司未来拟出售水璟唐 C 区股权回笼资金。

表 4 截至 2022 年 3 月底公司自持物业情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目名称	区域	建筑面积	可租面积	物业概况	投资成本	账面价值	评估单价
丰汇时代大厦	北京金融街	2.00	2.00	商业及办公	1.57	9.86	4.93
丰汇园 21 号楼	北京金融街	0.67	0.67	商业及办公	0.24	3.60	5.38
麒麟公馆	北京朝阳门	1.92	1.05	住宅	4.13	3.06	1.59
悠唐国际 A 座	北京朝阳门	1.44	1.44	写字楼	3.20	2.37	1.65
丰融国际大厦	北京金融街	7.29	7.29	写字楼	6.35	36.37	4.99
丰铭国际大厦	北京金融街	6.22	6.22	写字楼	7.24	29.64	4.77
丰侨大厦（北丰 C1）	北京金融街	0.34	0.34	写字楼	0.38	1.84	5.42
后海北沿	北京后海	0.37	0.37	商业	0.48	0.42	1.13
悠唐商业（一期、二期）	北京朝阳门	11.85	11.85	商业	12.40	45.07	3.8
悠唐酒店	北京朝阳门	3.59	3.59	酒店	6.30	4.36	1.21
丰侨公寓	北京金融街	0.93	0.93	商业及住宅	0.53	1.06	1.14
珠江帝景	北京广渠路	0.40	0.4	商业	0.84	1.32	3.29
水璟唐 C 区	成都水井坊	2.98	2.98	商业	6.75	6.24	2.09
鑫福海大厦	北京海户屯	9.51	9.51	商业	17.04	16.56	1.74
雅宝路 A2	北京朝阳门	16.57	16.57	商业及办公	17.99	51.58	3.11
合计	--	**66.08**	**65.21**	--	**85.44**	**213.35**	**3.23**

注：1.建筑面积和投资成本不含已销售部分，只含自持物业经营部分；2.账面价值与报表中投资性房地产金额不等主要系部分项目核算在存货和固定资产中所致

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司自持物业的运营管理模式并未发生变化。

出租率方面，2021 年，除受疫情影响较大的悠唐酒店外，公司自持物业出租率整体保持较高水平。其中悠唐国际 A 座于 2020 年底有一户租户退租，公司对原办公区域进行更新改造，空置部分暂时用于自用办公，故出租率偏低；悠唐商业（一期、二期）出租率下降，主要系悠唐商业正处于分区域、分阶段进行改造升级阶段，部分租户进行业态调整所致。水璟唐 C 区项目出租率由 60.00%上升至 91.00%，主要系配合当地政府改善项目所在地商业环境所致。截至 2021 年底，悠唐酒店的出租率仍未恢复至疫情前水平，受疫情反复等因素影响较为严重，需保持关注。

从租金水平来看，2021 年，除悠唐酒店和悠唐商业外，公司自持物业项目整体租金水平较为稳定。

2022 年一季度，公司自持物业出租率及租金水平整体稳定，较上年无重大变化。

表 5　公司自持物业经营情况（单位：%、元/天·平方米、元/间·夜）

项目名称	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 1—3 月	
	出租率	单位租金	出租率	单位租金	出租率	单位租金	出租率	单位租金
丰汇时代大厦	91.00	17.19	91.00	17.23	91.00	17.04	97.00	17.38
丰汇园 21 号楼	100.00	10.37	100.00	10.37	100.00	10.37	100.00	10.37
麒麟公馆	100.00	3.45	100.00	3.45	100.00	2.89	100.00	3.14
悠唐国际 A 座	90.00	8.88	74.00	9.10	74.00	8.78	74.00	8.78
丰融国际大厦	92.00	19.56	91.00	20.02	90.00	20.12	90.00	20.12
丰铭国际大厦	92.00	20.45	91.00	20.91	91.00	20.06	94.00	20.74
丰侨大厦（北丰 C1）	100.00	16.57	100.00	18.90	100.00	19.72	100.00	19.72
珠江帝景	100.00	8.04	100.00	8.04	100.00	8.06	100.00	8.06
后海北沿	100.00	5.55	100.00	5.55	100.00	6.47	100.00	6.99
悠唐商业（一期、二期）	89.00	10.10	90.00	9.99	85.00	9.53	88.00	9.35
悠唐酒店	87.00	913.00	37.20	739.00	55.00	754.00	44.00	696.00
丰侨公寓底商	100.00	10.39	100.00	10.39	100.00	10.46	100.00	10.46
水璟唐 C 区	60.00	4.26	67.00	3.67	91.00	4.13	92.00	3.98
鑫福海大厦	--	--	--	--	--	--	--	--
雅宝路 A2	--	--	21.00	10.64	88.00	10.66	88.00	10.66

资料来源：公司提供

3.　公司在建项目情况

公司在建项目获取时间早，地理位置优势突出，投入运营后公司收入有望实现较大增长；但尚需投资规模大，公司面临资本支出压力，成都项目拟引入合作方或出售项目股权。

2021 年，公司无新增土地储备。截至 2021 年底，公司在建项目占地面积 7.17 万平方米，规划建筑面积尚未确定。其中，北京的在建项目位于核心地段，属稀缺资源，且由于取得时间较早，获取成本较低。

表 6　截至 2021 年底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	获取时间	股权占比	物业类型	占地面积	规划建筑面积	获取成本	已完成投资	尚需投资	开工时间
成都水井坊历史文化街区保护整治工程项目	2009 年	89.74%	商业	3.99	容积率调整中	7.67	14.98	7.15	2012 年
北京商业金融（新兴盛危改小区）项目	2004 年	66.67%	写字楼	3.18	容积率调整中	20.50	27.39	17.61	2020 年
合计	--	--	--	**7.17**	--	**28.17**	**42.37**	**24.76**	--

资料来源：公司提供

截至2021年底，公司在建项目共2个，尚需投资24.76亿元，存在一定的资金压力。水井坊历史文化街区保护整治工程项目位于成都市城市核心区，总占地面积约3.99万平方米。项目计划完工时间为2023年下半年，公司或引入合作方共同开发，且存在出售项目股权的可能。

4. 酒店服务业务

公司酒店服务业务经营受疫情影响有所波动，截至 2021 年底，仍未恢复至疫情前水平。

公司酒店服务业务收入主要来自于朝阳悠唐皇冠假日酒店。2021 年，公司酒店服务业务收入受疫情影响较大，2021 年酒店平均入住率恢复至 55%，但距离疫情前水平（2019 年为 87%）仍有较大差距。

5. 经营效率

公司整体经营效率一般。

2021 年，公司流动资产周转次数和总资产周转次数分别为 0.11 次和 0.04 次，较上年变动不大，在行业中处于一般水平。

表 7 同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

企业简称	时间	流动资产周转次数	总资产周转次数
凯华地产	2020年	0.28	0.05
星河实业	2020年	0.14	0.04
兆泰集团	2021年	**0.11**	**0.04**

注：为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

6. 未来发展

公司发展目标清晰，实施路径具体可行。

公司确立了产品战略、区域战略、企业文化战略等未来发展战略。公司对未来发展提出了目标：在规模方面实现总资产 500 亿元，自持物业体量达到 100 万平方米；区域布局继续聚焦北京，立足金融商务区，形成合理布局；质量上要保证写字楼产品的品质成为行业、区域的标杆；财务角度要实现持有物业收入 5 年复合增长率不低于 20%。

公司同时设立了轻资产运营的战略目标，拟将部分非核心资产以股权转让的方式出售，并拟通过输出管理、招商运营服务等方式参与不需公司投入大量资金的城市更新业务。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2022 年一季度财务报告未经审计。

截至2021年底，公司合并资产总额333.13亿元，所有者权益152.60亿元（含少数股东权益15.87亿元）；2021年，公司实现营业收入13.86亿元，利润总额2.57亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额337.92亿元，所有者权益146.10亿元（含少数股东权益9.75亿元）；2022年1－3月，公司实现营业收入3.24亿元，利润总额-0.13亿元。

2. 资产质量

公司资产以投资性房地产、存货和其他应收款为主，投资性房地产和存货主要位于北京的核心区域，存货中鑫福海大厦由于尚需等待政府统一规划而尚未运营，其他应收款对资金占用明显。公司现金类资产消耗较快，短期流动性压力加大。公司受限资产比例高，资产流动性较弱；但考虑到投资性房地产和存货的区位分布，资产质量尚可。

截至 2021 年底，公司合并资产总额较上年底减少 1.18%。其中，非流动资产较上年底占比上升较快。

表 8　公司资产主要构成（单位：亿元、%）

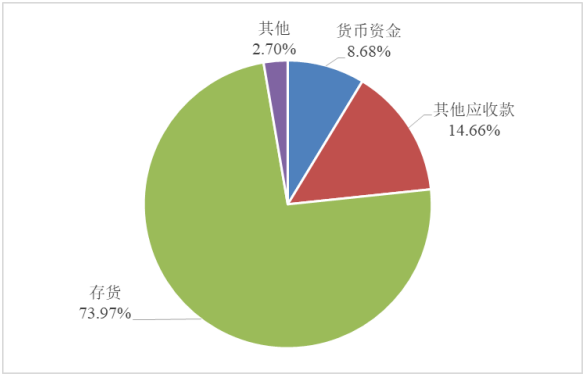
科目	2019 年底		2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**106.45**	**38.63**	**138.83**	**41.18**	**115.39**	**34.64**	**120.22**	**35.58**
货币资金	11.29	4.10	25.02	7.42	10.01	3.01	11.71	3.47
其他应收款	40.84	14.82	13.82	4.10	16.92	5.08	19.27	5.70
存货	52.74	19.14	92.18	27.35	85.35	25.62	86.24	25.52
非流动资产	**169.10**	**61.37**	**198.27**	**58.82**	**217.74**	**65.36**	**217.70**	**64.42**
投资性房地产	131.72	47.80	161.85	48.01	184.60	55.41	184.60	54.63
资产总额	**275.55**	**100.00**	**337.10**	**100.00**	**333.13**	**100.00**	**337.92**	**100.00**

注：占比指该科目在资产总额中的占比
数据来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产较上年底下降 16.88%，主要系偿还债务导致货币资金减少所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 3　截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年底，公司货币资金较上年底下降59.98%，主要系偿还债务所致。货币资金中0.11亿元受限资金，受限比例为1.10%，主要为房屋按揭贷款保证金户存款、贷款监管户存款以及共管账户存款，受限比例低。

截至2021年底，公司存货较上年底下降7.41%，主要系雅宝路A2项目南塔转入投资性房地产所致。存货主要由开发产品（占22.28%）、开发成本（占65.77%）和出租开发产品（占11.93%）构成。开发产品主要为鑫福海大厦，该物业目前已建成，尚需等待政府确定统一规划后才可运营，后续公司将视具体情况拟整体出售；开发成本主要为新兴盛危改小区，建成后预计自持，该项目地段优越，未来出租前景较好。公司未对存货计提跌价准备。账面价值4.98亿元的存货已被用于贷款抵押，占比5.83%。

表 9　截至 2021 年底前五大其他应收款及占比情况（单位：亿元）

公司名称	金额	占比	备注
北京禹源资产管理有限公司（以下简称“禹源公司”）	10.74	59.17%	该款项为借款性质，借款利率为 7%，禹源公司将该款项用于投资。公司不参与禹源公司投资决策，禹源公司定期向公司汇报投资项目情况。公司董事（同时为实控人亲属）尤泽翰持有禹源公司 5%股权
北京凯韦诚投资管理有限责任公司（以下简称“凯韦诚”）	3.03	16.71%	凯韦诚系公司新兴盛危改项目合作方及雅宝路 A2 项目 B 座购买方
ZTC PETRO INVESTMENTS LP	1.86	10.25%	--
天津铭通诚企业管理有限公司（以下简称“天津铭通诚”）	1.70	9.36%	天津铭通诚为凯韦诚下属企业，该款项系公司向其出售项目股权所致。公司已于 2022 年 3 月收到该款项
北京丰汇物业管理有限责任公司（以下简称“丰汇物业”）	0.27	1.51%	丰汇物业负责公司开发的各项目的物业管理，往来款主要系公司垫付的供暖费和物业公司的短暂资金周转，公司预计 2022 年上半年可收回
合计	**17.60**	**97.00%**	--

资料来源：公司提供

截至2021年底，公司其他应收款较上年底增长22.39%，主要系借款及利息大幅增长所致。其他应收款主要由借款及利息（占30.84%）、往来款（占59.17%）和股权转让款（占9.69%）构成。从账龄看，公司其他应收款账龄在1年以内的占61.02%，账龄在1~2年的

占23.66%，集中在2年以内。公司累计计提坏账准备1.24亿元，计提比例6.83%，考虑到公司应收禹源公司款项被用于项目投资，若发生投资亏损，公司将面临很大的坏账风险。公司其他应收款前五大欠款方占其他应收款比例为97.00%，集中度很高。公司其他应收款规模较大，对营运资金占用明显。

（2）非流动资产

截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长9.82%，公司非流动资产主要由投资性房地产（占84.78%）构成。

截至 2021 年底，公司投资性房地产较上年底增长 14.05%，主要系存货转入及雅宝路A2 项目公允价值增值所致。公司投资性房地产主要分布在北京，累计增值率为 269.78%，从评估单价来看较为合理，考虑到公司自持物业区位优势明显，未来仍有一定增值空间；截至 2021 年底，公司投资性房地产受限账面价值 169.86 亿元，占 92.02%，受限比例很高，再融资空间较小。

截至 2022 年 3 月底，公司受限资产比例高。具体受限情况如下表所示。

表10　截至2022年3月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

受限资产	金额	占总资产比重
货币资金	0.11	0.03%
存货	4.94	1.46%
长期股权投资	0.35	0.10%
固定资产	5.00	1.48%
投资性房地产	173.46	51.33%
合计	**183.86**	**54.41%**

资料来源：公司提供

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 1.44%，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至 2021 年底，公司所有者权益有所增长，归属于母公司的所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性一般。

截至 2021 年底，公司所有者权益 152.60 亿元，较上年底增长 5.92%，主要系部分存货转入以公允价值计量的投资性房地产导致其他综合收益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 89.60%，少数股东权益占比为 10.40%。在所有者权益中，实收资本、其他综合收益和未分配利润分别占 4.62%、19.02%和 63.55%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 146.10 亿元，较上年底下降 4.26%，主要系分配股利致使少数股东权益下降所致。所有者权益结构较上年底变动不大。

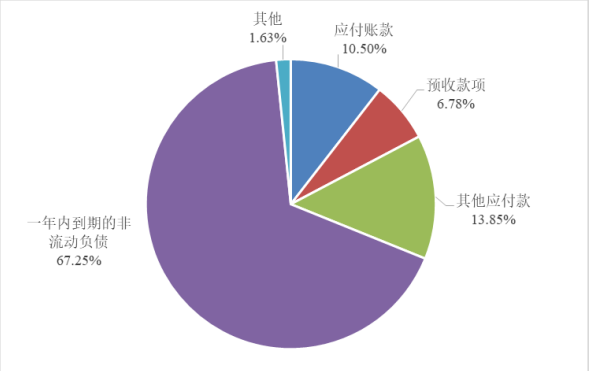
（2）负债

截至 2021 年底，公司负债规模有所下降。截至 2021 年底，公司债务以长期债务为主，债务负担较上年底有所下降，处于合理水平，但考虑到公司的流动性状况，公司短期偿债压力大。

截至2021年底，公司负债总额180.53亿元，较上年底下降6.47%。其中，流动负债占23.20%，负债结构较上年底变化不大。

截至2021年底，公司流动负债41.88亿元，较上年底下降5.99%，主要系偿还到期债务所致。公司流动负债构成如下图所示。

图 4　截至 2021 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司应付账款 4.40 亿元，较上年底下降 8.31%，主要系预提费用（即尚未支付的工程款）减少所致。

截至 2021 年底，公司剔除应付股利和应付利息后的其他应付款 5.80 亿元，较上年底增长 21.74%，主要系房租押金增长所致。

截至 2021 年底，公司预收款项 2.84 亿元，较上年底增长 22.28%，主要系雅宝路 A2 项目租赁预收款项增加所致。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 28.17 亿元，较上年底下降 4.52%，变动不大，其中债券占比 60.82%。

截至 2021 年底，公司非流动负债 138.65 亿元，较上年底下降 6.62%，主要系长期借款转入一年内到期所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 56.41%）、应付债券（占 19.29%）和递延所得税负债（占 24.26%）构成。

截至 2021 年底，公司长期借款 78.21 亿元，较上年底下降 13.06%，主要系偿还借款及部分借款转入一年内到期所致；长期借款主要由汇富-中金悠唐广场资产支持专项计划（余额 25.20 亿元，其中一年内到期 0.39 亿元）、子公司北京荟宏城市更新物业管理有限公司与浦发银行签订的经营性物业贷款合同（余额 41.57 亿元，其中一年内到期 4.17 亿元），及北京建铭房地产开发有限公司针对新兴盛危改小区项目的拆迁贷款（余额 19.23 亿元，其中一年内到期 3.23 亿元）构成。

截至 2021 年底，公司应付债券 26.75 亿元，较上年底下降 5.17%。

截至 2021 年底，公司递延所得税负债 33.63 亿元，较上年底增长 11.19%，主要系投资性房地产公允价值变动致其账面价值与计税基础差额扩大所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 191.82 亿元，较上年底增长 6.25%。其中，流动负债占 29.84%，非流动负债占 70.16%。公司以非流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2021 年底，公司全部债务较上年底下降 9.85%，以长期债务为主；债务指标均有所下降。公司整体债务负担处于合理水平。

表11　公司债务情况

（单位：亿元）

	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期债务	13.01	29.50	28.17	34.53
长期债务	95.30	118.17	104.96	100.89
全部债务	108.31	147.67	133.12	135.42
资产负债率	54.53%	57.26%	54.19%	56.76%
全部债务资本化比率	46.37%	50.62%	46.59%	48.10%
长期债务资本化比率	43.20%	45.06%	40.75%	40.85%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司一年内到期债务 34.53 亿元，规模较大。公司现金类资产对其覆盖程度较低，现金短期债务比下降至 0.34 倍。公司还款来源包括丰融国际大厦的经营性物业贷置换和雅宝路项目 B 座的出售价款及 A 座融资（发行 CMBS 或申请经营性物业贷），其中丰融国际大厦经营性物业贷置换的贷款合同已签署完毕，已于 2022 年 5 月放款，带来增量资金 8 亿元；若 A 座融资顺利，预计可获得 22 亿元至 27 亿元资金。B 座项目剩余出售价款将于 2022 年 10 月收到，A 座融资可能存在一定不确定性风险。整体看，公司短期偿债压力大。

表 12　截至 2022 年 3 月底公司债务期限情况（单位：亿元）

到期时间	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
2022 年	34.53	0.05	--	**34.58**
2023 年	--	21.16	--	**21.16**
2024 年	--	5.54	--	**5.54**
2025 年及以后	--	53.47	20.67	**74.14**
合计	**34.53**	**80.22**	**20.67**	**135.42**

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司全部债务135.42亿元，较上年底增长1.72%，债务规模和结构均较上年底变化不大。

3. 盈利能力

2021 年，公司营业收入同比有所增长；随着自持物业评估增值的波动、财务费用对利润侵蚀的增加及土地增值税的缴纳，公司利润及盈利指标继续下降；公司整体盈利能力一般。

公司营业收入、成本和利润规模等情况分析详见经营概况。2021 年，公司营业利润率为54.47%，同比下降 21.90 个百分点，主要系税务机关要求公司统一缴纳雅宝路区域的土地增值税，且公司此前未预提税款所致，受该事项影响，若剔除投资性房地产评估增值，公司核心利润为负。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额 9.32 亿元，同比增长 21.23%，期间费用率也随之持续增长，2021 年增长至 67.28%，同比提高 3.09 个百分点。2021 年，公司财务费用占比为 72.11%，同比增长 21.40%，带动期间费用总额增长，主要系在建项目竣工致使费用化利息增加、利息收入减少及融资成本有所提高所致。财务费用对公司利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，受投资性房地产评估增值影响，2021 年公司公允价值变动收益同比增长 90.08%至 3.64 亿元；其占营业利润的比例大幅增长增至 135.38%。公司营业利润对公允价值变动收益依赖程度较高，其余非经常损益对公司盈利能力影响不大。

受税金及附加大幅增长及财务费用增长影响，2021 年公司利润总额 2.57 亿元，同比下降 38.79%。

盈利指标方面，2021 年，公司总资本收益率及净资产收益率均继续下降，公司整体盈利能力一般。

表13 公司与同类公司盈利指标比较

（单位：%）

公司简称	时间	净资产收益率	总资产报酬率	毛利率
凯华地产	2020 年	6.03	4.14	90.78
星河实业	2021 年	2.64	3.03	63.55
兆泰集团	2021 年	0.96	2.76	87.60

注：1.为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据；2.截至报告出具日凯华地产未披露 2021 年数据，故采用 2020 年数据
资料来源：Wind

2022 年 1－3 月，公司实现营业收入 3.24 亿元，同比增长 15.45%；利润总额-0.13 亿元，利润总额为负主要系公司通常在一季度计提半年的房产税和土地税所致；营业利润率 62.89%。

4. 现金流

2021 年，公司经营活动及投资活动现金流均保持净流入态势；受融资及还款影响，筹资活动现金流转为净流出。考虑到公司未来的到期债务及在建项目投资支出，公司存在一定的筹资压力。

表 14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	17.32	15.99	22.40	16.34
经营活动现金流出小计	17.27	13.55	17.63	8.89
经营活动现金流量净额	**0.05**	**2.44**	**4.77**	**7.45**
投资活动现金流入小计	55.71	10.60	10.49	0.20
投资活动现金流出小计	36.58	10.11	5.84	0.01
投资活动现金流量净额	**19.13**	**0.49**	**4.66**	**0.19**
筹资活动前现金流	**19.18**	**2.92**	**9.43**	**7.64**
筹资活动现金流入小计	1.73	32.52	14.80	2.00
筹资活动现金流出小计	17.38	21.68	39.31	7.94
筹资活动现金流量净额	**-15.65**	**10.84**	**-24.51**	**-5.94**
现金收入比	**102.91**	**109.44**	**108.16**	**415.65**

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2021 年公司经营活动现金保持现金净流入状态，净流入规模同比增长 95.74%，公司租金收现已基本恢复至疫情前水平。2021 年公司现金收入比小幅下降，收入实现质量尚可。

公司投资活动主要是对理财产品的购买和赎回，流入和流出受理财产品交易频次影响较大，2021 年公司投资活动现金呈净流入状态。

从筹资活动来看，2020 年公司发行公司债及中期票据募集资金 28.30 亿元，导致当年的筹资活动现金流入大幅增加，2021 年公司筹资活动现金流入较上年有所下降；2021 年公司偿还部分债务，筹资活动现金流出同比有所增长，公司筹资活动现金呈净流出状态。

2022 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流入 7.45 亿元，同比增长 6.75 亿元，主要系往来款流入增加所致；投资活动现金净流入 0.19 亿元，同比下降 96.83%；筹资活动现金净流出 5.94 亿元，净流出规模同比下降 71.36%，主要系上年同期偿还公司债所致。

5. 偿债指标

公司短期偿债指标和长期偿债指标均较弱，考虑到公司所持物业地理位置优越且规模较大，能为公司带来持续稳定的现金流，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，截至 2021 年底，公司流动比率和速动比率均继续下降，但保持在较高水平，公司流动资产对流动负债的保障程度较好；由于偿还债务，公司现金类资产较上年底大幅下降，现金类资产对短期债务的覆盖程度较弱。

从长期偿债指标看，2021年受利润总额下降影响，公司EBITDA、EBITDA利息倍数均有所下降，全部债务/EBITDA因债务负担减轻而有所下降。EBITDA对债务的覆盖程度较弱，对利息覆盖程度尚可。

表 15　公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	359.37	311.61	275.49	210.03
	速动比率（%）	181.32	104.70	71.72	59.37
	经营现金流动负债比（%）	0.18	5.47	11.39	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.87	0.85	0.36	0.34
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	13.32	10.83	9.94	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.13	13.63	13.40	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	1.32	1.21	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司共获得银行授信总额 90.50 亿元，已使用 86.30 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2022 年 3 月底，公司对外担保合计 17.99 亿元，占公司净资产的 12.31%，存在一定的或有负债风险。被担保企业北京麒麟物业管理发展有限责任公司（实际担保金额 13.99 亿元）为公司联营公司，该公司主营物业管理业务，目前自持经营兆泰国际中心 C、D、E 座项目。

公司因在建的宏庙危改小区项目（非并表项目）的开发主体北京承乾房地产开发有限责任公司（以下简称“承乾公司”）的融资事项，与境外股东存在争议，境外股东上诉至北京市高级人民法院请求解散承乾公司，截至 2022 年 3 月底，该案诉讼流程仍在进行中，公司对该项目投入资金约 13 亿元，项目长期未能推进对公司资金形成一定占用。除上述案件外，公司无将会实质性影响自身经营及财务状况等的重大未决诉讼、仲裁或行政处罚。

6. 母公司财务分析

截至 2021 年底，母公司资产主要由对子公司投资和投资性房地产构成，收入和利润主要来自租金收入及投资收益；母公司层面债务负担尚可，母公司对下属子公司统一管理，控制力较强。

截至 2021 年底，母公司资产总额 221.59 亿元，较上年底增长 4.63%。其中，流动资产占比 29.27%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成；非流动资产占 70.73%，主要由长期股权投资、投资性房地产构成。

截至2021年底，母公司负债总额121.09亿元，较上年底增长2.05%。其中，流动负债占40.92%，主要由其他应付款、一年内到期的非流动负债构成；非流动负债占59.08%，主要由

长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。截至2021年底，母公司全部债务72.33亿元，其中长期债务占71.29%。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率41.85%，较上年底有所下降，债务负担尚可。

截至2021年底，母公司所有者权益为100.50亿元，较上年底增长7.91%，主要由未分配利润（占60.59%）构成，权益稳定性一般。

2021年，母公司营业收入为6.82亿元，利润总额为0.22亿元。同期，母公司投资收益为0.15亿元。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为1.62亿元，投资活动现金流净额3.15亿元，筹资活动现金流净额-16.12亿元。

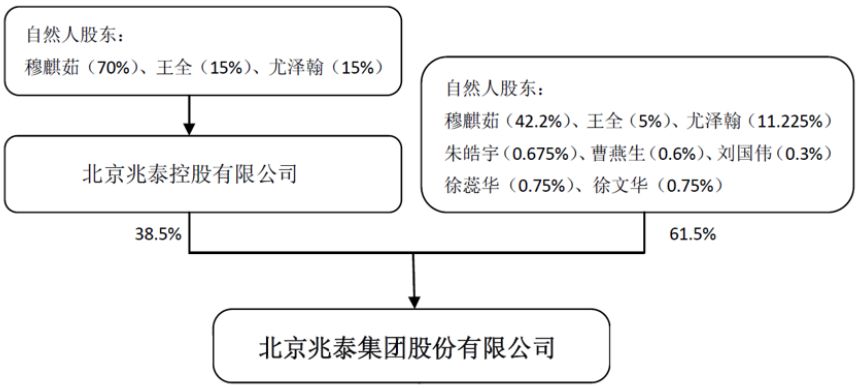
截至2021年底，母公司货币资金8.60亿元，较上年底下降56.87%，主要系偿还债务所致。

截至2022年3月底，母公司资产总额234.67亿元，所有者权益为99.76亿元，负债总额134.91亿元；母公司资产负债率57.49%；全部债务74.65亿元，全部债务资本化比率42.80%。2022年1－3月，母公司营业收入1.49亿元，利润总额-0.74亿元，投资收益0.00亿元。同期，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为0.94亿元、-1.18亿元和1.09亿元。

十、结论

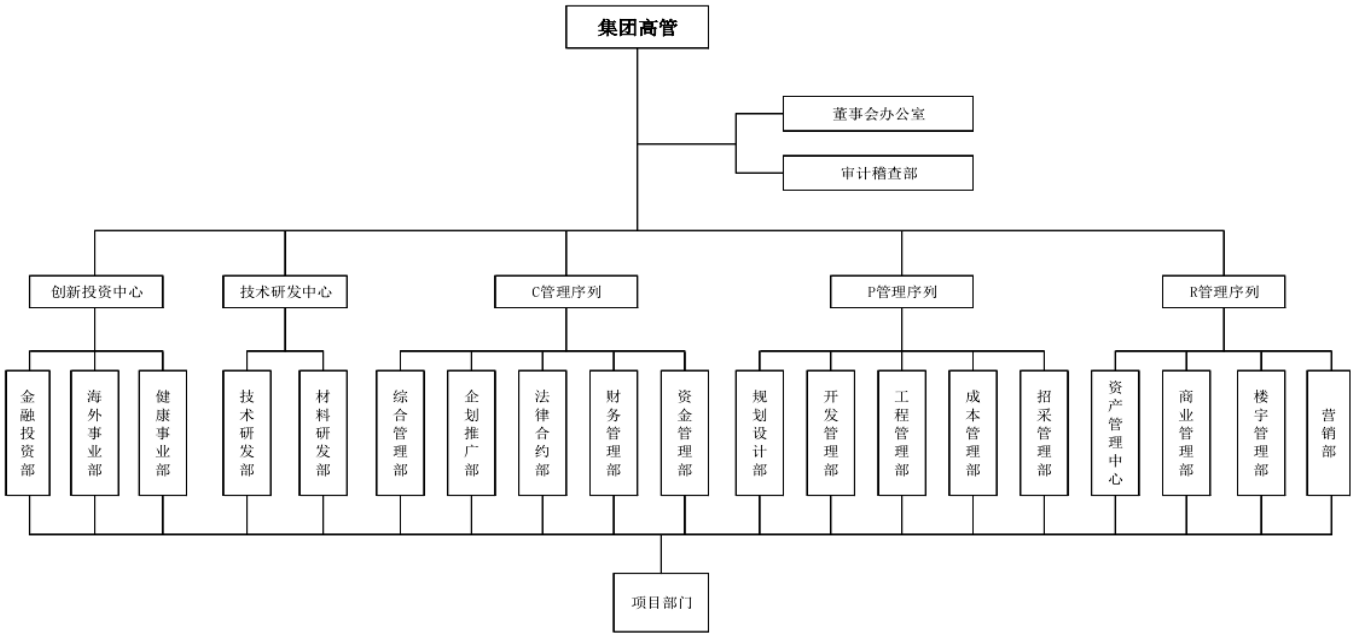
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，维持“20兆泰MTN001”和“21兆泰集团MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2022年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2　截至2022年3月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2022 年 3 月底公司纳入合并范围的子公司情况

子公司全称	注册资本	持股比例	业务性质
兆泰石油能源投资有限公司	5001.00 万元	100.00%	项目投资、资产管理
兆泰地产顾问（香港）有限公司	1 万港币	100.00%	咨询、项目投资
北京兆泽房地产开发有限责任公司	5000.00 万元	90.00%	房地产开发
成都文锦建设投资有限责任公司	29230.00 万元	89.74%	房地产开发
北京荟宏城市更新物业管理有限公司	5000.00 万元	80.00%	房地产开发
北京丰瑀房地产经营管理有限公司	1000.00 万元	80.00%	物业管理
北京丰铭置业有限公司	55000.00 万元	51.00%	房地产开发
北京兆泰城市更新科技发展有限公司	1000.00 万元	100.00%	技术服务
保铭（北京）生物技术有限公司	5000.00 万元	90.00%	技术服务
北京建铭房地产开发有限公司	90000.00 万元	66.67%	房地产开发
信铭冠嘉商务咨询（北京）有限公司	100.00 万元	61.00%	咨询

注：上表为公司合并报表范围内子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.29	25.02	10.25	11.75
资产总额（亿元）	275.55	337.10	333.13	337.92
所有者权益合计（亿元）	125.29	144.07	152.60	146.10
短期债务（亿元）	13.01	29.50	28.17	34.53
长期债务（亿元）	95.30	118.17	104.96	100.89
全部债务（亿元）	108.31	147.67	133.12	135.42
营业收入（亿元）	13.68	11.98	13.86	3.24
利润总额（亿元）	6.93	4.20	2.57	-0.13
EBITDA（亿元）	13.32	10.83	9.94	--
经营性净现金流（亿元）	0.05	2.44	4.77	7.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	14.47	11.64	12.16	--
存货周转次数（次）	0.07	0.02	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比（%）	102.91	109.44	108.16	415.65
营业利润率（%）	66.37	76.37	54.47	62.89
总资本收益率（%）	5.18	3.23	3.04	--
净资产收益率（%）	4.76	2.10	1.01	--
长期债务资本化比率（%）	43.20	45.06	40.75	40.85
全部债务资本化比率（%）	46.37	50.62	46.59	48.10
资产负债率（%）	54.53	57.26	54.19	56.76
流动比率（%）	359.37	311.61	275.49	210.03
速动比率（%）	181.32	104.70	71.72	59.37
经营现金流动负债比（%）	0.18	5.47	11.39	--
现金短期债务比（倍）	0.87	0.85	0.36	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	1.88	1.32	1.21	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.13	13.63	13.40	--

注：1. 无债务调整项；2.公司 2022 年一季度财务报表未经审计；3. “--”表示指标不适用

资料来源：公司财务报告，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.60	19.94	8.80	9.45
资产总额（亿元）	167.07	211.79	221.59	234.67
所有者权益（亿元）	80.69	93.14	100.50	99.76
短期债务（亿元）	0.41	25.50	20.77	27.16
长期债务（亿元）	49.80	56.71	51.56	47.49
全部债务（亿元）	50.21	82.21	72.33	74.65
营业收入（亿元）	5.88	4.81	6.82	1.49
利润总额（亿元）	4.90	-0.99	0.22	-0.74
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-0.32	-18.05	1.62	0.94
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.76	8.38	8.70	--
存货周转次数（次）	0.05	0.05	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.03	0.03	--
现金收入比（%）	102.52	104.35	112.08	792.08
营业利润率（%）	72.83	68.77	26.07	53.06
总资本收益率（%）	5.19	1.43	2.68	--
净资产收益率（%）	4.93	-0.94	0.11	--
长期债务资本化比率（%）	38.16	37.84	33.91	32.25
全部债务资本化比率（%）	38.36	46.88	41.85	42.80
资产负债率（%）	51.70	56.03	54.64	57.49
流动比率（%）	267.82	168.92	130.92	115.64
速动比率（%）	186.66	139.79	120.29	107.91
经营现金流动负债比（%）	-1.32	-39.92	3.28	--
现金短期债务比（倍）	6.33	0.78	0.42	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.“/”表示数据无法获取；2.“--”表示指标不适用

资料来源：公司财务报告，联合资信搜集整理

附件 3　主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
全部债务=短期债务+长期债务
EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持