

信用等级公告

联合〔2020〕858号

联合资信评估有限公司通过对北京兆泰集团股份有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定北京兆泰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，北京兆泰集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



北京兆泰集团股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行规模 5 亿元，发行上限 15 亿元

本期中期票据期限：2+2+1 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还公司债务、补充兆泰集团本部流动资金

评级时间：2020 年 9 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.2001907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.2001907

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

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	F1	现金流	资产质量	4
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构	2	
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级
公司为物业租赁类企业，且所持物业区位优势明显				+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

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”）是专业从事物业运营的房地产企业。公司物业运营经验丰富，且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，经营情况较好，出租率高，租金收入稳定，债务负担处于合理水平。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司商业物业区域集中度高，财务费用对公司盈利侵蚀较大，营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高，资产流动性一般，存在一定的集中到期偿付压力及一定或有负债风险等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力一般。

未来，公司将不断对现有商业物业项目进行升级改造，引进高端、稳定的客户入驻。同时，公司将加速储备项目的开发建设进度，若其储备项目能顺利开工建设并投入运营，公司收入及现金流有望得到显著提升。综合评估，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司违约风险很低，本期中期票据到期本息不能全额偿付的风险很低。

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在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稳定现金流。近年来，公司自持物业项目经营情况较好，出租率高，租金收入稳定，为公司提供了较为稳定的现金流。
3. 公司债务水平合理且以长期债务为主。截至 2020 年 6 月底，公司长期债务占全部债务的比例为 68.22%，债务结构以长期债务为主；全部债务资本化比率为 46.12%，债务负担处于合理水平。

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。

分析师：韩家麒 蔡伊静

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

网址：www.lhratings.com

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）

2. 受年初新冠疫情的影响，2020年上半年公司收入同比下降。2020年1—6月，公司实现主营业务收入4.96亿元，同比下降17.92%；其中酒店板块实现收入0.17亿元，同比下降78.56%。
3. 财务费用对公司利润侵蚀较大，营业利润较依赖非经常性损益。2019年，公司财务费用为4.95亿元，费用化支出较高；公允价值变动收益3.79亿元，占营业利润的比例为65.36%，投资收益金额波动较大；对兆泰环球能源投资基金公司的投资存在减值损失。
4. 公司资产流动性一般，存在一定的集中到期偿付压力及一定或有负债风险。公司受限资产比例较高，关联往来款规模较大，资产流动性一般；公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。公司2021年到期债券金额较大，存在一定的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	12.25	7.78	11.29	12.33
资产总额(亿元)	253.48	277.92	275.55	272.30
所有者权益合计(亿元)	105.31	112.83	125.29	125.56
短期债务(亿元)	5.40	10.16	13.01	34.15
长期债务(亿元)	97.87	106.89	95.30	73.32
全部债务(亿元)	103.27	117.05	108.31	107.46
营业收入(亿元)	12.64	12.77	13.68	5.08
利润总额(亿元)	5.63	12.55	6.93	0.55
EBITDA(亿元)	11.50	18.53	13.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.01	6.62	0.05	0.14
营业利润率(%)	79.07	79.01	66.37	77.88
净资产收益率(%)	4.27	7.94	4.76	--
资产负债率(%)	58.45	59.40	54.53	53.89
全部债务资本化比率(%)	49.51	50.92	46.37	46.12
流动比率(%)	382.60	345.85	359.37	214.98
经营现金流流动负债比(%)	10.22	18.41	0.18	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.98	6.32	8.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	3.16	1.88	--
公司本部（母公司）口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	155.36	163.25	167.07	169.68
所有者权益(亿元)	58.98	70.25	80.69	79.64
全部债务(亿元)	39.37	55.79	50.21	51.11
营业收入(亿元)	5.59	5.60	5.88	1.58
利润总额(亿元)	2.45	13.32	4.90	-1.04
资产负债率(%)	62.04	56.97	51.70	53.07
全部债务资本化比率(%)	40.03	44.26	38.36	39.09
流动比率(%)	131.01	214.58	267.82	135.54
经营现金流流动负债比(%)	7.01	-33.57	-1.32	--

注：2020年1—6月财务数据未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京兆泰集团股份有限公司

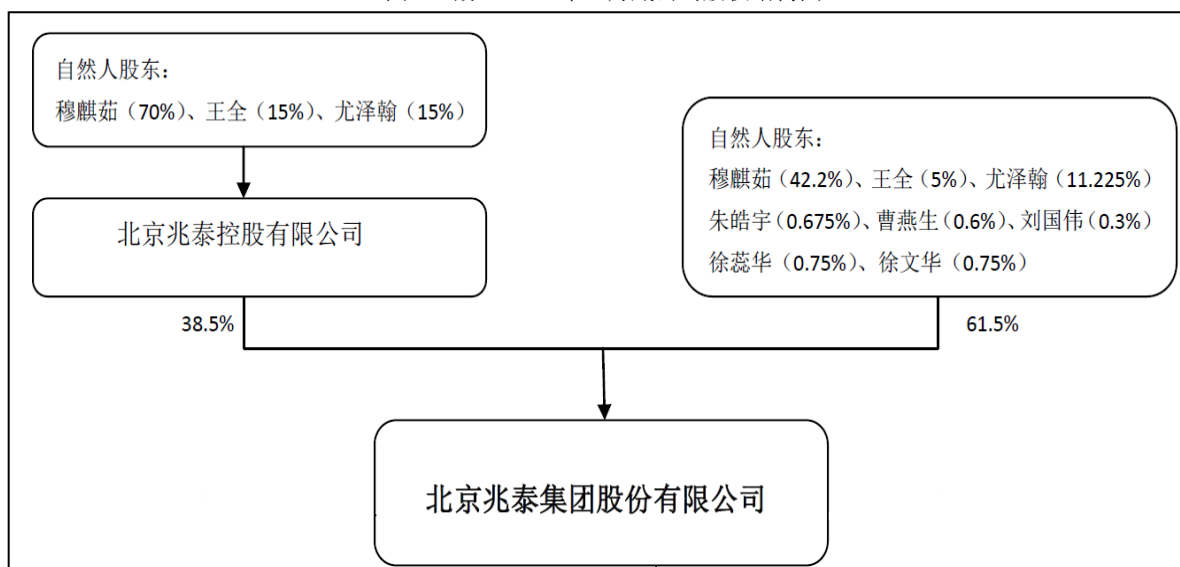
2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、企业基本情况

北京兆泰集团股份有限公司(以下简称“兆泰集团”或“公司”)前身为北京兆泰房地产开发公司(以下简称“开发公司”),开发公司系经北京市城乡建设委员会(92)京建开字第 492 号文件批复,由北京青年实业集团公司投资成立的全民所有制企业,初始注册资本

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 2020 年 6 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,实际控制人为穆麒麟。

图 1 截至 2020 年 6 月底公司股权结构图



资料来源:公司提供

截至 2020 年 6 月底,公司内设财务资金部、法律合约部、规划设计部、开发管理部、招采管理部等 14 个部门;公司拥有 9 家子公司;在职员工 61 人。

截至 2019 年底,公司资产总额 275.55 亿元,所有者权益合计 125.29 亿元(含少数股东权益 11.84 亿元);2019 年,公司实现营业收入 13.68 亿元,利润总额 6.93 亿元。

截至 2020 年 6 月底,公司资产总额 272.30 亿元,所有者权益合计 125.56 亿元(含少数股东权益 11.99 亿元);2020 年 1—6 月,公司实现营业收入 5.08 亿元,利润总额 0.55 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:穆麒麟。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2020 年注册 43 亿元中期票据。本次拟发行 2020 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),本期中期票据基础发行规模 5 亿元,发行上限 15 亿元,发行期限为 2+2+1 年,附第 2 年末、第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权。

票面利率方面，本期中期票据在存续期内前 2 年票面利率根据簿记建档结果确定，存续期内前 2 年固定不变；在存续期的第 2 年末，公司有权选择上调或者下调本期中期票据的票面利率，调整后的票面利率在后 2 个计息年度保持不变；在存续期的第 4 年末，公司有权再次选择上调或者下调本期中期票据的票面利率，调整后的票面利率在后 1 个计息年度保持不变。本期中期票据采用单利按年计息，不计复利。

投资人回售选择权方面，本期中期票据于第 2 个计息年度末和第 4 个计息年度末，投资人可以选择将持有的本期中期票据全部或部分回售给公司，须于公司调整票面利率公告日起 5 个工作日内进行登记，若投资者未做登记，则视为继续持有本期中期票据并接受上述调整。

本期中期票据每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息。本次募集资金计划用于偿还公司债务、补充兆泰集团本部流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017 - 2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP（万亿元）	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速（%）	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速（%）	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速（%）	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速（%）	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速（%）	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅（%）	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅（%）	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率（%）	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速（%）	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速（%）	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度（-19.0%）有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度（-16.1%）明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度（-25.2%）有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度（-19.7%）降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，较一季度（-7.7%）转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度（-6.5%）收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度（993.0 亿元）大幅增加，较上年同期（1.21 万亿元）略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同比增长 5.6%），对美国累计进出口额为 1.64 万亿元（同比增长-6.6%），对日本累计进出口额为 1.03 万亿元（同比增长 0.4%），东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其

中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速（-11.5%）明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和-1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、

5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情负面影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形

势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60%以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15%和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020年7月30日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和PPI回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控和保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将

较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对GDP的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业分析

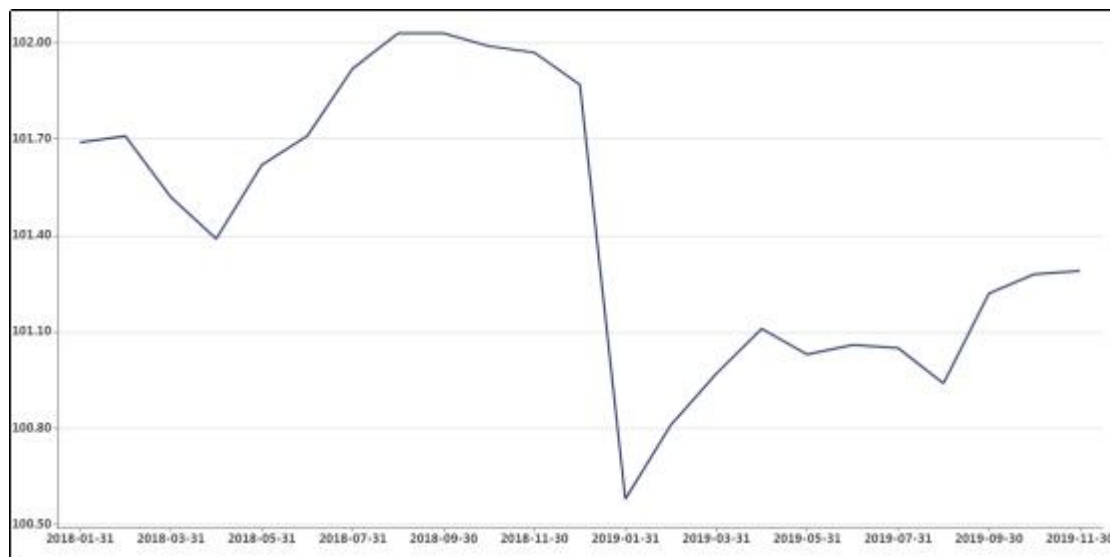
1. 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图2 2018年—2019年11月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较于2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年增速提升10.40个百分点。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值

区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个百分点。进入2019年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产

生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建设项目复工复产产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降

11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的

总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅

强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，

但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体内容见表3）

表3 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年3月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019年4月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险

提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体内容见表4）

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

4. 商业地产行业分析

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。

市场供需

近年来，商业地产投资持续放缓，投资规模有所回落，供求矛盾仍存在；2019年四季度受宏观经济持续下行影响，写字楼市场需求有所下降，租金亦环比下跌。

从商业地产供求情况看，近年来商业营业用房整体上呈现供过于求的态势，2019年以来办公楼供应亦出现供应过剩的现象。2017年，商业营业用房竣工面积12670.26万平方米，销售面积12838.14万平方米，前期供过于求的局面有所改善。2018年，全国商业营业用房竣工面积11258.68万平方米，销售面积11971.33万平方米，供应过剩压力仍存。2019年，全国商业营业用房竣工面积10814.18万平方米，销售面积为10172.87万平方米，供应过剩压力未得到有效缓解。从办公楼供求情况看，2018年办公楼竣工面积3884.04万平方米，销售面积4363.32万平方米；2019年，办公楼竣工面积

3923.39 万平方米,销售面积 3722.76 万平方米,竣工面积超过销售面积。

从全国商业地产的增速来看,近年来由于货币政策逐渐转向稳健,经济增速逐步回落,商业地产行业景气度也波动回落。2017年,随着部分地区市场逐渐饱和,商业地产投资增速有所放缓。全国商业营业用房完成投资额1.56万亿元,同比增长3.5%(较上年下降4.9个百分点),占当期全国房地产行业投资完成总额的14.24%;办公楼开发投资完成额0.68万亿元,同比下降1.2%(较上年下降6.4个百分点),占当期全国房地产行业投资完成总额的6.16%。2018年,商业地产投资规模回落。其中,2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元,同比下降8.97%;写字楼开发投资完成额5996.33亿元,同比下降11.30%。2019年,全国商业开发投资额进一步下降。其中,全国商业营业用房完成投资额1.32万亿元,同比下降6.70%;办公楼开发投资完成额6162.60亿元,同比增长2.80%。

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

环比上涨的商圈占38.8%,租金环比下跌的商圈占56.3%,5.0%的商圈租金与上期持平。

进入2020年,新冠肺炎疫情对商业地产的租售均产生较大影响,大量购物中心春节期间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。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6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,实际控制人为穆麒麟。

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、公寓租赁，集中于北京。住宅类项目方面，公司早期开发住宅项目“四园”，分别为丰汇园、丰融园、宏汇园、宏英园，总建筑面积约 40 余万平方米，地处北京市中心区域黄金地段；商业开发项目主要包括写字楼、购物中心、综合体，目前已建成的项目包括丰汇时代大厦、丰融国际大厦、丰铭国际大厦、丰盛国际大厦、丰侨大厦、悠唐国际写字楼和悠唐综合体等十几个项目，截至 2019 年底，公司自持物业可租面积 47.88 万平方米，账面价值合计 157.54 亿元。

公司物业主要集中在金融街、东二环黄金地段，运营业绩较好，在开发区域和地段的选择上坚持核心城市核心地段的方向，确立了以首都北京为中心的战略格局，目前公司已在金融街商圈和东二环 CBD—朝阳门商圈建设了大量地标性的高端写字楼。金融街商圈是全国最大的国际化金融聚集区，汇集了中国人民银行和中国银监会、中国证监会、中国保监会等金融监管部门及众多国内外大型金融机构和国企总部，是全国资金、技术、知识密集度最高，创造价值增长最快的区域，项目附加值较高，未来发展潜力较大。

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. 人员素质

公司高层管理人员文化水平高，管理经验丰富；公司员工年龄结构合理，能够满足公司运营发展需求。

截至 2020 年 6 月底，公司共有董事、监事及高级管理人员 13 名。

公司董事长穆麒麟女士，1951 年出生，大专学历。第十届全国政协委员，经济师，北京市政协委员，民革北京市妇女工作委员会副主任，民革中央经济委员会委员，中国企业家协会委员，北京市女企业家协会委员，北京市女企业家协会理事，黄埔军校同学会联谊会理事；曾任北京青年旅行社股份有限公司副总经理、北京青年实业集团有限公司副总裁、北京丸博国际商务咨询有限公司总经理。

公司副董事长王全先生，1967 年出生，本科学历。现同时兼任爱步贸易（上海）有限公司（ECCO 大中国区）董事局主席；京东集团首席品牌顾问；北京市第十一、十二、十三届政协委员；上海真爱梦想公益基金会理事。

截至 2020 年 6 月底，公司在职工 61 人。从文化素质来看，硕士及以上学历占 24.59%、大学本科占 50.82%、大专以下学历占 24.59%；从年龄结构看，30 岁以下占 3.28%、30—50 岁占 67.21%、50 岁以上占 29.51%；从岗位来看，管理人员占 36.07%、技术人员占 8.20%、营销人员占 18.03%、行政人员占 22.95%、财务人员占 1.64%、其他业务人员占 13.11%。

六、管理分析

公司法人治理结构和内控机制较为完善，符合相关法律法规要求，管理体制较为健全，能够满足公司日常管理的需要。

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》和《公司登记管理条例》的规定，制定了《公司章程》，并设立股东会、董事会、监事会。

股东会由全体股东组成，为公司最高权力机构。公司设立董事会，为生产经营活动的决策机构，由 7 名董事组成，设董事长 1 人，公司董事会负责执行股东会决议，制定公司基本管理制度，决定公司的经营计划和投资方案和设置内部管理机构等相关事宜。董事每届任期三年，可以连选连任。

公司设监事会，监事会由 3 名监事组成，主要负责对公司财务和高管人员的任职行为进行监督。监事每届任期三年，任期届满，可连选连任。

公司采用总经理负责制，设总经理 1 人，负责主持公司经营管理工作，组织实施公司本年度经营计划和投资方案，拟定公司基本管理制度等事宜。

2. 管理水平

公司根据自身需要建立了涵盖财务管理、资金管理、预算管理及风险控制等方面的内部控制制度。

财务管理方面，公司为规范内部财务行为，促进生产经营活动的顺利规范进行，加强财务管理和经济核算，根据国家相关会计制度，结合公司实际情况，制定财务管理制度。制度适用于公司各级企业及其内部独立核算单位。制度从公司内部财务管理的基础工作、会计核算工作、会计档案的管理、财务报销工作、财务凭证的管理及财务印章的管理等几个方面对公司财务工作进行规范。

资金管理方面，公司规范和强化资金计划管理和融资管理，制定资金管理制度，由财务资金部负责公司及下属各分公司、子公司的融资计划管理与考核、资金筹措管理、贷后管理及资金平衡管理等工作，制定了以财务资金部为核心的内部资金调动审批流程和融资计划制定方针，并对各级资金调度管理制定了严格的授权制度，保障公司整体资金回笼与融资计划的稳定运行。

在预算管理方面，公司规范预算的编制、审批、执行、分析与考核，制定了预算管理制度，以提升公司管理水平、降低经营风险、提高预算管理的效率和质量，促进公司实现各项战略目标。公司将预算贯穿于公司及其下属各分公司、子公司经营管理的各个环节，并设立了逐级分解的分级管理原则。此外，公司为严格控制预算外资金的使用，制定了单独的预算

外资金管理制度，将预算外资金支用提升到董事长审批的层面以实现严控效果。

风险控制方面，公司建立了全流程的风险控制制度，以甄别并控制公司战略风险、财务风险、经营风险与法律风险各方面存在的风险因素。公司的风险控制制度从五个方面对风险进行管理，包括风险管理职责分工、风险管理初始信息收集、风险评估、风险管理解决方案及风险管理的监督和改进，公司针对上述五个方面均设计了具体的工作流程、分工与要求，力求达到对各类风险的全流程控制。

七、经营分析

1. 经营概况

公司以自持物业经营为主业，自持物业主要包括优质写字楼、综合体及酒店。2017—2019年，公司整体经营情况较为稳定，盈利能力强。2020年以来，受新冠疫情影响，酒店入住率大幅下降，导致酒店板块收入同比大幅下降；写字楼和综合体整体运营受影响较小，租金收入小幅下降。

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

2017—2019 年，公司实现主营业务收入分别为 12.40 亿元、12.50 亿元和 12.75 亿元，保持平稳增长态势。从业务构成来看，房屋租赁板块为公司收入的最主要来源，近年来该板块收入占比持续保持在 90%以上，主业突出。2017—2019 年，房屋租赁板块收入分别为 10.30 亿元、10.35 亿元和 10.57 亿元；其他板块收入占比均较小，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，近年来收入规模变化不大，2019 年实现收入 1.65

亿元，收入占比 12.96%；公司房屋销售收入规模较小，主要来源于麒麟公馆零星住宅销售收

入；其他收入主要包括物业费收入、水电费收入等。

表 5 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 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	0.32	2.58	66.82	0.26	2.08	80.41	0.29	2.31	-759.92	0.06	1.19	43.90
房屋出租	10.30	83.06	92.15	10.35	82.80	92.03	10.57	82.90	90.64	4.62	93.25	93.50
酒店服务	1.51	12.18	91.68	1.62	12.96	92.49	1.65	12.96	92.54	0.17	3.44	88.15
其他服务	0.27	2.18	28.68	0.27	2.16	25.41	0.23	1.83	28.50	0.11	2.12	65.47
合计	12.40	100.00	90.06	12.50	100.00	90.41	12.75	100.00	70.09	4.96	100.00	92.13

资料来源：公司提供

毛利率方面，2017 年和 2018 年，公司综合毛利率基本保持稳定且处于很高水平，主要系房屋出租业务毛利率较高所致；2019 年，公司主营业务毛利率为 70.09%，同比下降 20.32 个百分点，主要系房屋出租毛利率下降以及房屋销售毛利率为负所致。2019 年，公司房屋出租业务毛利率为 90.64%，同比小幅下降，主要系悠唐商业发生部分改造支出，导致租赁成本增加所致。公司其他服务毛利率有所上升，但贡献收入比例较低，对毛利率影响不大。公司房屋销售毛利率大幅下降主要系本期结转销售成本¹增加所致。

2020 年 1—6 月，公司实现主营业务收入 4.96 亿元，同比下降 17.92%。其中，房屋出租实现收入为 4.62 亿元，同比下降 4.49%；酒店服务实现收入 0.17 亿元，同比下降 78.56%；房地产销售实现收入 0.06 亿元，同比下降 79.97%。受年初新冠疫情的影响，公司实行部分商业租金减免政策，上半年租金收入同比小幅下降；酒店业务受到较大影响，入住率大幅下降，导致酒店板块收入大幅减少。2020 年 1—6 月，公司实现综合毛利率为 92.13%，物业租赁板块毛利率为 93.50%，较 2019 年提升 2.86

个百分点，主要系疫情期间运营成本减少所致。

2. 自持物业租赁业务

公司自持物业资产质量高，项目评估值较为合理，2017—2019 年，公司大多数物业经营稳定，单位租金整体稳中有升，能够获得持续稳定的收益及现金流；部分项目受换租影响，出租率和租金水平有所下滑，但整体自持物业出租情况仍处于较好水平。

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

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

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补偿成本，2019 年各方对拆迁补偿方案达成一致，并进行了拆迁补偿的最终结算。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。

表 6 截至 2019 年底公司自持物业情况（单位：%、万平方米、亿元、万元/平方米）

项目名称	区域	自持比例	建筑面积	可租面积	物业概况	账面价值	评估单价
丰汇时代大厦	北京金融街	100	2.00	1.63	商业及办公	9.74	4.87
丰汇园 21 号楼	北京金融街	100	0.67	0.67	商业及办公	3.71	5.54
麒麟公馆	北京朝阳门	100	2.0	1.29	住宅	3.43	1.72
悠唐国际 A 座	北京朝阳门	100	1.44	1.07	住宅	2.57	1.78
丰融国际大厦	北京金融街	80	7.29	7.17	写字楼	35.11	4.82
丰铭国际大厦	北京金融街	80	6.22	6.08	写字楼	28.19	4.53
丰侨大厦（北丰 C1）	北京金融街	80	0.34	0.34	写字楼	1.78	5.23
后海北沿	北京后海	100	0.37	0.37	商业	0.45	1.20
悠唐商业（一期、二期）	北京朝阳门	100	11.85	11.85	商业	41.43	3.5
悠唐酒店	北京朝阳门	100	3.59	3.59	酒店	5.11	1.42
丰侨公寓	北京金融街	80	1.30	0.93	商业及住宅	1.26	0.97
珠江帝景	北京广渠路	80	0.40	0.40	商业	1.20	3.01
水璟唐 C 区	成都水井坊	89.74	2.98	2.98	商业	6.52	2.19
鑫福海大厦	北京海户屯	51	9.51	9.51	商业	17.04	1.79
合计	--	--	49.96	47.88	--	157.54	3.15

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

公司运营项目租金平均每年上浮约 2%，运营项目平均租期为 3 年。租金支付方式方面，写字楼绝大部分客户为三个月支付一次租金，少数客户按半年或整年支付，保证金绝大部分客户为三个月租金及物业管理费，如有潜在风险客户公司会提高租赁保证金数额。对新进租户，公司一般会给予一定的免租期（一般为 1—3 个月）以方便租户的装修或试经营，但对于成熟的商区，由于客流较为稳定，一般无免租期。

从出租率上看，公司自持物业出租率整体保持较高水平。其中，2018 年，丰汇时代大厦出租率下降至 89%，主要系个别商户退租，暂时处于空置过渡期，因租赁面积较大，对出租率影响较大所致；受部分商户退租影响，悠唐国际 A 座和丰铭国际大厦出租率有所下降；悠唐商业（一期、二期）出租率有所下降，主要系店铺规划调整所致；水璟唐 C 区出租率仍处于较低水平，主要系周边 A、B 和 D 区项目仍处于前期平房拆迁阶段，商业氛围不足所致。2019 年，丰汇园 21 号楼、麒麟公馆、丰侨大

厦（北丰 C1）、珠江帝景、后海北沿和丰侨公寓底商出租率均为 100.00%；丰汇时代大厦、悠唐国际 A 座和悠唐酒店出租率上升至 91.00%、90.00%和 89.00%；受部分租户到期影响，丰融国际大厦、丰铭国际大厦出租率有所下降；悠唐商业（一期、二期）出租率下降，主要系悠唐商业正处于分区域、分阶段进行改造升级阶段，部分租户进行业态调整所致。水璟唐 C 区出租率由 42.00%上升至 60.00%，但仍处于较低水平，主要系周边 A、B 和 D 区项目仍处于前期平房拆迁阶段，商业氛围不足所致。

从租金水平来看，2018 年，丰汇时代大厦、麒麟公馆、悠唐国际 A 座有小幅下降，主要系公司给予换签租户一定时间的装修免租期，对租金水平产生影响所致；87Scollard 楼有所下降主要系为提升出租率，对新租户的租金水平有小幅调减所致。2019 年，公司运营的自持物业租金水平小幅上涨或持平。整体看，2017—2019 年，公司自持物业项目中除丰汇时代大厦、悠唐国际 A 座、87Scollard 楼和水璟唐 C

区项目租金水平有所波动外，其余项目租金水平整体稳定或稳中有升。2020年初，由于新冠疫情的爆发，公司积极响应国家号召，对运营的悠唐购物中心实施了减免租金（2020.01.25-2020.03.31）优惠政策，对公司租金收入造成一定影响；同时，本次疫情对于公

司运营写字楼的收缴率或将造成一定影响。目前随着疫情的减缓，悠唐购物中心已恢复营业并正常收取租金。2020年上半年，公司自持物业整体经营稳定，出租率和单位租金均较2019年无明显变化。

表7 2017-2019年及2020年1-6月公司自持物业经营情况（单位：%、元/日/平方米）

项目名称	2017年		2018年		2019年		2020年1-6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	100.00	17.04	89.00	16.77	91.00	17.19	91.00	17.23
丰汇园21号楼	100.00	9.88	100.00	9.88	100.00	10.37	100.00	10.37
麒麟公馆	77.00	3.54	100.00	3.35	100.00	3.45	100.00	3.45
悠唐国际A座	94.00	9.26	86.00	8.88	90.00	8.88	89.00	9.44
丰融国际大厦	99.00	17.79	99.00	18.12	92.00	19.56	94.00	19.92
丰铭国际大厦	100.00	18.97	94.00	19.56	92.00	20.45	92.00	20.91
丰侨大厦（北丰C1）	100.00	14.42	100.00	16.57	100.00	16.57	100.00	18.90
珠江帝景	100.00	7.31	100.00	7.43	100.00	8.04	100.00	8.04
后海北沿	100.00	4.75	100.00	4.81	100.00	5.55	100.00	5.55
悠唐商业（一期、二期）	99.08	8.44	93.00	9.76	89.00	10.10	89.00	9.55
悠唐酒店	84.63	842	86.24	897.00	87.00	913.00	21.00	838.00
丰侨公寓底商	100.00	10.23	100.00	10.39	100.00	10.39	100.00	10.39
水璟唐C区	46.38	3.16	42.00	3.16	60.00	4.26	63.00	3.46
鑫福海大厦	--	--	--	--	--	--	--	--

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

3. 房地产开发业务

公司房地产开发业务规模较小，土地储备及开发项目获取时间早，地理位置优势突出，升值空间大。

从土地储备情况来看，2017-2019年，公

司无新增土地储备。截至2020年6月底，公司土地储备占地面积8.11万平方米，其中雅宝路危改二期A区A2楼项目已于8月28日完成竣工备案。公司房地产开发业务规模较小，土地取得时间均较早，获取成本较低。

表8 截至2020年6月底公司土地储备情况（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	所在地	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	楼面均价
雅宝路危改二期A区A2楼项目	北京	2004年	100.00	写字楼	0.94	17.02	10.45	8572
水井坊历史文化街区保护整治工程项目	成都	2009年	89.74	商业	3.99	容积率调整中	7.67	--
商业金融（新兴盛危改小区）项目	北京	2004年	20.00	写字楼	3.18	容积率调整中	20.50	--
合计	--	--	--	--	8.11	--	38.62	--

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

截至2020年6月底，公司在建项目共2个，预计总投资约57.63亿元，已投资49.60

亿元，尚需投资8.03亿元，资金压力不大。雅宝路危改二期A区A2项目已于2020年8月

28 日完成竣工备案，截至报告出具日，公司在建项目仅剩水井坊历史文化街区保护整治工程

项目。

表 9 截至 2020 年 6 月底公司在建项目情况（单位：%、万平方米、亿元）

项目	股权占比	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	未来尚需投资	开工时间
雅宝路危改二期 A 区 A2 项目	100.00	17.02	35.50	34.49	1.01	2014 年
水井坊历史文化街区保护整治工程项目	89.74	--	22.13	15.11	7.02	2012 年
合计	--	--	57.63	49.60	8.03	--

注：雅宝路危改二期 A 区 A2 项目已于 2020 年 8 月 28 日完成竣工备案
资料来源：公司提供

水井坊历史文化街区保护整治工程项目位于成都市城市核心区，整个街区位于两江汇合处，项目东起九眼桥西，西至锦江，北到水津街和双槐树街、金泉街，南临滨江东路，总占地面积约 3.99 万平方米。项目所在位置临近未来的金融 CBD 区域，与商贸中心春熙路遥相呼应，坐拥香格里拉酒店、兰桂坊等高端场所；拥有成都最集中、最密集的消费需求；项目地理环境、区位配套、历史文化资源得天独厚。项目计划总投资 22.13 亿元，截至 2020 年 6 月底已投入 15.11 亿元。预计完工时间为 2023 年下半年，完工后公司计划自持或部分销售。

公司开发建设的雅宝路危改二期项目，分为 A、B 两区。A 区中，最后一期开发项目为 A2 项目。项目位于北京市东二环东侧，南邻司法部南街，北侧为 A1（中粮福临门）办公楼，东临 A3（麒麟新金山）办公楼，是东二环临街最后一块建设用地，公司对该地块定位为超 5A 级品质标准的 21 世纪复合经济业态写字楼。雅宝路危改二期项目为分期开发，其中 A2 项目于 2014 年开工，北京市政府为了中央政务区安全，启动了在建及未审批项目高度复核，在政府调整规划高度期间，公司无法正常施工，取得政府新的规划后重新开工，现已主体结构封顶。A2 项目总用地面积为 0.94 万平方米，总建筑面积为 17.02 万平方米，其中地上建筑面积为 12.19 万平方米，地下建筑面积为 4.82 万平方米。该项目已于 2020 年 8 月 28 日完成竣工备案，计划全部自持，公司目前已

启动招租规划，预计 2020 年底可完成 40%左右的租户签约，租金标准预计在 12~15 元/天/平方米。

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

4. 酒店服务业务

2017—2019 年，公司酒店服务业务经营情况较好，且保持稳定，该业务板块对公司现金流形成一定补充，但本次疫情对入住率产生一定负面影响。

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。

朝阳悠唐皇冠假日酒店由洲际酒店集团负责全面运营管理并使用其品牌，其营业收入与毛利率在北京同档次的各大酒店中稳居前列。酒店拥有 360 间客房，房型包括：高级房、豪华房、精品房和套房；酒店 18 至 20 层为皇冠假日行政楼层。酒店的会议设施优良，无柱式皇冠大宴会厅面积达 1050 平方米，可分割为 3 个宴会厅，可容纳 900 人以上；480 平方

米的云霄礼堂，是北京唯一拥有穹顶阳光的礼堂，还有多个 40 平方米至 300 平方米的多功能会议厅。2019 年，朝阳悠唐皇冠假日酒店 RevPAR 值（可出租房平均房价）在北京 6 家皇冠假日酒店中稳居首位。2017—2019 年，公司分别实现酒店服务业务收入 1.51 亿元、1.62 亿元和 1.65 亿元，经营状况稳中有升；2020 年 1—6 月，实现收入 0.17 亿元，酒店平均入住率由 2019 年的 87% 大幅下降至 21%。联合资信也关注到，本次疫情对公司运营酒店的运营产生一定负面影响。

5. 经营效率

公司整体经营效率一般。

公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三年均值分别为 15.90 次、0.05 次和 0.05 次，2019 年分别为 14.47 次、0.07 次和 0.05 次。

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%。针对公司的核心业务精品写字楼物业开发，公司又进一步确立了未来发展的三大战略，即品牌战略、精细化战略与一体化战略。

对于公司未来的地缘发展，公司利用在北京的业务积累、团队和优势资源，对北京既有资源开发的基础上，逐步向全国热点城市的核心区域滚动发展，以成都作为扩展业务范围的试点城市。公司制定了三年北京区域战略：一方面，写字楼以“兆泰国际金融城”和“兆泰国际商务中心”为 2 大核心，在北京合理布局

“2+X”战略；另一方面，商业/酒店以“悠唐”“鑫福海”等为代表，完成区域战略布局。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2017 年财务报告，中天运会计师事务所（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；同时提供了 2018—2019 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。公司提供的 2020 年上半年财务数据未经审计。

合并范围方面，2019 年，公司纳入合并范围的子公司共 8 家，较上年减少 2 家，新设子公司 1 家，合并范围变动对公司影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司资产总额 275.55 亿元，所有者权益合计 125.29 亿元（含少数股东权益 11.84 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，利润总额 6.93 亿元。

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 272.30 亿元，所有者权益合计 125.56 亿元（含少数股东权益 11.99 亿元）；2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 5.08 亿元，利润总额 0.55 亿元。

1. 资产质量

公司资产规模有所增长，受限资产比例较高，其他应收款规模较大、对资金造成占用，资产流动性有待提升，对兆泰环球能源投资基金公司的投资存在减值损失。考虑到公司存货和投资性房地产主要位于北京，地理位置优越，整体资产质量尚可。

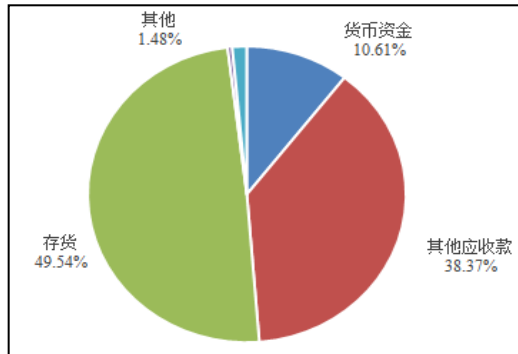
流动资产

2017—2019 年，公司资产规模波动增长，年均复合增长 4.26%。截至 2019 年底，公司资产总额 275.55 亿元，其中，流动资产占 38.63%，非流动资产占 61.37%。

2017—2019 年，公司流动资产规模波动下降，年均复合下降 2.78%。截至 2019 年底，公

司流动资产 106.45 亿元，较 2018 年底下降 14.39%，主要系其他应收款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.61%）、其他应收款（占 38.37%）和存货（占 49.54%）构成。

图3 截至2019年底流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司货币资金波动下降，年均复合下降 3.98%。截至 2019 年底，公司货币资金 11.29 亿元，较 2018 年底增长 45.19%，主要系公司收回银行理财产品投资资金所致；货币资金主要由银行存款（占 99.73%）构成，货币资金中有 316.52 万元受限资金，受限比例为 0.28%，主要为房屋按揭贷款保证金户存款、贷款监管户存款以及共管账户存款，受限比例不大。

2017—2019 年，公司其他应收款波动下降，年均复合下降 2.27%。截至 2019 年底，公司其他应收款 40.84 亿元，较 2018 年底下降 18.93%，主要系借款及利息减少所致；其他应收款主要由借款及利息（占 67.21%）、往来款（占 22.37%）和股权转让款（占 10.31%）构成；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 16.41 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 11.19%，账龄在 1~2 年的占比 56.28%，账龄在 2~3 年的占比 8.92%，账龄在 3 年以上的占比 23.61%，综合账龄较长；累计计提坏账准备 1.79 亿元，计提比例 10.90%，计提较为充分。公司其他应收款前五大占其他应收款比例为 92.15%，集中度很高。公司对北京建铭房地产开发有限公司及北京麒麟物业管理发展有限责任公司的其他应收款主要是用于联营企业

项目，北京凯韦诚投资管理有限责任公司的其他应收款主要为非关联方往来借款，公司其他应收款规模较大，对营运资金存在一定占用。

表 10 截至 2019 年底前五大其他应收款及占比情况
(单位：亿元、%)

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

资料来源：公司提供

2017—2019 年，公司存货连续下降，年均复合下降 1.43%。截至 2019 年底，公司存货 52.74 亿元，较上年底变化不大。存货主要由开发产品²（占 40.18%）、开发成本（占 45.29%）和出租开发产品（占 14.53%）构成，开发产品主要为鑫福海大厦，该物业目前已建成，尚需等待政府统一规划，后续公司将视具体情况拟整体出售或按照政府统一规划招租；账面价值 33.36 亿元的存货已被用于贷款抵押，占比 63.25%，受限比例较高。

非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产规模连续增长，年均复合增长 9.57%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产增长所致。截至 2019 年底，公司非流动资产 169.10 亿元，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 14.24%）和投资性房地产（占 77.89%）构成。

2017—2019 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 24.02%。截至 2019 年底，公司可供出售金融资产 24.08 亿元，其中 25.02 亿元按成本计量，0.38 亿元按公允价值计量。

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

表 11 截至 2019 年底可供出售金融资产情况（单位：万元）

被投资单位	投资额	持股比例	账面价值	2019 年实现投资收益
北京宽街博华二零一一投资中心（有限合伙）宽街博华-高盛人民币基金	6106.89	3.20%	6106.89	782.91
国开瑞明（北京）投资基金有限公司	20000.00	6.80%	20000.00	9806.81
长城人寿保险股份有限公司	13660.02	1.59%	13660.02	--
信托业保障基金	2601.00	100.00%	2601.00	--
兆泰环球能源投资基金公司	125625.20	99.99%	114053.85	--
北京市御水苑房地产开发有限责任公司	200.00	2.48%	200	--
哈尔滨尊和置业有限公司	60000.00	16.67%	60000.00	--
哈尔滨和高置业有限公司	18000.00	19.35%	18000.00	--
汇富-中金悠唐广场资产支持专项计划	100.00	100.00%	100	505.40
中加基金管理有限公司	3227.52	13.89%	2259.27	--
大明投资凯盛基金	5000.00	100.00%	3780.15	--
合计	254520.63	--	240761.18	11095.12

资料来源：公司提供

公司可供出售金融资产主要为对兆泰环球能源投资基金公司（以下简称“兆泰环球能源”）、哈尔滨尊和置业有限公司、国开瑞明（北京）投资基金有限公司和长城人寿保险股份有限公司的投资；计提减值准备 1.32 亿元，公司对兆泰环球能源的投资（账面 12.56 亿元）为海外基金投资，主要为位于美国的石油项目和地产项目，石油项目位于休斯顿，地产项目位于洛杉矶地区，目前在持的地产项目有 2 个³。公司在美国的投资策略是滚动投资，即出售一个项目后，用收到的资金继续投资新的项目，保持每年 2~3 个项目在建设或拟出售的阶段，实现投资收益。近几年内预计不会新增对海外基金的投资。公司于 2017 年对兆泰环球能源计提减值准备 1.16 亿元，主要系公司投资位于美国的 Petro 公司（截至报告出具日，公司对 petro 公司的投资额为 5620 万美元），Petro 于 2013 年投资了位于美国休斯顿的 ZTC petro（石油公司），后来因石油市场下跌，石油项目出现了较大亏损，2017 年度公司基于谨慎性

原则，对基金计提了 30% 的减值所致。公司海外投资规模较大，面临一定的政治风险、外汇风险及减值风险。

2017—2019 年，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长 9.38%，主要系公允价值变动所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产 131.72 亿元，较 2018 年底增长 13.88%。投资性房地产入账成本 26.79 亿元，累计增值率 391.68%，主要分布在北京；从评估单价来看较为合理，考虑到公司自持物业区位优势明显，未来仍有一定增值空间；截至 2019 年底，公司投资性房地产受限账面价值 115.07 亿元，占比 87.36%，受限比例很高，再融资空间较小。

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

截至 2020 年 6 月底，公司资产总额 272.30 亿元，较 2019 年底下降 1.18%，基本保持稳定。其中，流动资产占 37.96%，非流动资产占 62.04%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较 2019 年底变化不大。

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

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2017—2019 年，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，权益稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 9.07%，主要系未分配利润增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 125.29 亿元，较上年底增长 11.04%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.55%，少数股东权益占比为 9.45%。归属于母公司所有者权益 113.44 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.21%、0.03%、8.22%和 82.32%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 6 月底，公司所有者权益合计 125.56 亿元，较 2019 年底增长 0.22%，基本保持稳定。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.45%，少数股东权益占比为 9.55%。归属于母公司所有者权益 113.57 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 6.21%、0.03%、8.20%和 82.35%。

负债

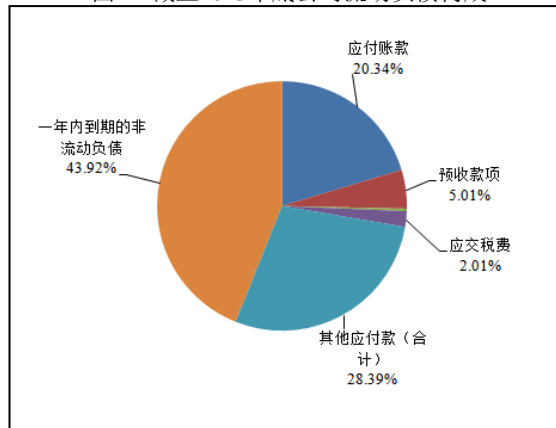
2017—2019 年，公司负债规模波动增长，负债结构仍以非流动负债为主；公司债务以长期债务为主，2021 年债务集中到期规模较大；公司债务处于较合理水平。

2017—2019 年，公司负债规模波动增长，年均复合增长 0.71%。截至 2019 年底，公司负债总额 150.27 亿元，较上年底下降 8.98%，主要系流动负债减少所致。其中，流动负债占 19.71%，非流动负债占 80.29%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2017—2019 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 0.31%。截至 2019 年底，公司流动负债 29.62 亿元，较上年底下降 17.61%，主要系应付账款减少所致。公司流动负债主要由

应付账款（占 20.34%）、其他应付款（占 28.39%）和一年内到期的非流动负债（占 43.92%）构成。

图4 截至2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司应付账款连续下降，年均复合下降 27.29%。截至 2019 年底，公司应付账款 6.02 亿元，较 2018 年底下降 42.94%，主要系预提费用减少所致。

2017—2019 年，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 4.32%。截至 2019 年底，公司其他应付款（合计）8.41 亿元，较上年底下降 3.20%，主要为往来款和租房押金。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债连续增长，年均复合增长 55.21%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.01 亿元，较上年底增长 28.03%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 0.80%。截至 2019 年底，公司非流动负债 120.65 亿元，较 2018 年底下降 6.57%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 59.95%）、应付债券（占 19.04%）和递延所得税负债（占 20.95%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 3.13%。截至 2019 年底，公司长期借款 72.33 亿元，较 2018 年底下降 13.83%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致；长期借款主要由发行汇富-中金悠唐广场资产支

持专项计划（发行金额 26.01 亿元）和经营性物业贷款构成。

2017—2019 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 12.31%。截至 2019 年底，公司应付债券 22.97 亿元，较 2018 年底增长 0.14%，基本保持稳定。

2017—2019 年，公司递延所得税负债连续增长，年均复合增长 10.26%。截至 2019 年底，公司递延所得税负债 25.28 亿元，较 2018 年底增长 13.95%，主要系投资性房地产公允价值变动致其账面价值与计税基础差额扩大所致。

2017—2019 年，公司全部债务波动增长，截至 2019 年底，公司全部债务 108.31 亿元，较 2018 年底下降 7.46%。从构成看，公司短期债务占 12.01%，长期债务占 87.99%，以长期债务为主。2017—2019 年，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均波动下降，截至 2019 年底，以上指标分别为 54.53%、46.37%和 43.20%。总体看，公司债务结构合理，债务负担一般。从债务到期情况来看，公司 2021 年债券到期金额较大，届时将面临一定集中偿付压力。

表 12 截至 2019 年底公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
2020 年	--	--	13.01		--	13.01
2021 年	--	--	--	29.90	22.97	52.87
2022 年	--	--	--	5.04	--	5.04
2023 年及以后			--	37.40	--	37.40
合计	--	--	13.01	72.33	22.97	108.31

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，公司负债总额 146.74 亿元，较 2019 年底下降 2.35%。其中，流动负债占 32.77%，非流动负债占 67.23%，由于公司一年内到期的非流动负债大幅增加，流动负债的占比较 2019 年底增长 13.06 个百分点。截至 2020 年 6 月底，公司全部债务 107.46 亿元，较 2019 年底下降 0.78%，基本保持稳定。其中，短期债务 34.15 亿元，长期债务 73.32 亿元，短期债务的占比为 31.78%，由于一年内到期的非流动负债增加，短期债务的占比上升。截至 2020 年 6 月底，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 53.89%、46.12%和 36.87%，较 2019 年底分别下降 0.64 个百分点、0.25 个百分点和 6.33 个百分点。

3. 盈利能力

公司营业收入规模保持平稳，2018 年受投资收益及公允价值变动收益增加影响，利润规模大幅增加；公司财务费用对公司利润侵蚀较

大，营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度高。

2017—2019 年，公司营业收入连续增长，年均复合增长 4.02%。2019 年，公司实现营业收入 13.68 亿元，同比增长 7.14%；同期营业成本 3.81 亿元，同比增长 218.30%，增幅很大主要系北丰危改小区项目拆迁成本结算所致，2019 年公司营业利润率为 66.37%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司期间费用总额连续增长，年均复合增长 7.44%。2019 年，公司期间费用总额为 7.66 亿元，同比增长 12.41%，主要系财务费用和管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 8.91%、26.45%和 64.64%，以财务费用为主。其中，销售费用为 0.68 亿元，同比增长 3.95%，变化不大；管理费用为 2.03 亿元，同比增长 15.35%，主要系中介机构费和房租、物业及水电费增加所致；财务费用为 4.95 亿元，同比增长 12.49%，主要系本年度资

产支持专项计划利息增加⁴以及“16兆泰 01”和“16兆泰 02”分别于 2019 年 1 月和 3 月调整票面利率至 7.50%所致。2019 年，公司费用收入比为 56.02%，较 2018 年提高 2.63 个百分点，期间费用对公司利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，2019 年，受益于投资性房地产增值，公司公允价值变动收益 3.79 亿元，公允价值变动收益占营业利润的比例为 65.36%。公司投资收益 1.19 亿元，同比下降 68.84%，主要系 2018 年公司处置股权投资获得收益规模较大所致，该收益不可持续，2019 年投资收益占营业利润的 20.50%。公司营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高。

2017—2019 年，公司利润总额波动增长，年均复合增长 10.92%，2019 年公司利润总额 6.93 亿元。

2017—2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动增长，三年均值分别为 5.45%和 5.62%，2019 年分别为 3.04%和 4.93%。与同业企业相比，公司整体盈利能力一般。

表13 2019年公司与同类公司盈利指标比较

(单位: %)

公司名称	净资产收益率	总资产收益率	资产负债率
凯华地产(中国)集团有限公司	4.44	4.78	57.09
星河实业(深圳)有限公司	4.69	4.71	55.08
公司	4.93	3.04	54.53

注：上表数据除公司外，均引自 Wind

资料来源：Wind

2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 5.08 亿元，同比下降 16.31%；利润总额为 0.55 亿元；营业利润率为 77.88%，较 2019 年增长 11.51 个百分点。受年初新冠肺炎影响，公司上半年收入规模有所下降，同时运维费用的支出有所下降，带动营业利润率有所增长。

4. 现金流

公司经营活动现金流持续净流入，2019 年由于收回往来款规模减少，经营活动现金流净流入规模有所减少；投资活动现金流波动较大；2019 年融资规模有所减少，筹资活动现金流转为净流出。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营活动现金流量净额	3.01	6.62	0.05	0.14
投资活动现金流量净额	8.41	-18.92	19.13	7.74
筹资活动现金流量净额	-18.93	8.92	-15.65	-6.83
筹资活动前现金流	11.42	-12.30	19.18	7.88

资料来源：公司财务报告及财务报表

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 22.56 亿元、20.77 亿元和 17.32 亿元，持续下降，年均复合下降 12.39%，主要系公司收回往来款规模减少所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 19.56 亿元、14.15 亿元和 17.27 亿元，年均复合下降 6.03%。2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 3.01 亿元、6.62 亿元和 0.05 亿元，年均复合下降 86.75%。2019 年，公司现金收入比为 102.91%，较上年下降 5.02 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 19.61 亿元、28.84 亿元和 55.71 亿元，年均复合增长 68.55%，主要系公司收回银行理财产品投资资金等规模较大所致；同期，投资活动现金流出分别为 11.20 亿元、47.76 亿元和 36.58 亿元，2019 年较 2018 年下降 23.39%，主要系购买理财产品支付现金减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金净额分别为 8.41 亿元、-18.92 亿元和 19.13 亿元。

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

2017—2019年，公司筹资活动前现金流量净额分别为11.42亿元、-12.30亿元和19.18亿元。2018年，由于购买理财现金支出增加，导致筹资活动前净现金流为负。

从筹资活动来看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为10.22亿元、26.97亿元和1.73亿元，波动下降，年均复合下降58.87%；2018年公司发行资产支持专项计划募集资金26亿元，导致筹资活动现金流入大幅增加。2017—2019年，公司筹资活动现金流出分别为29.15亿元、18.04亿元和17.38亿元，年均复合下降22.79%。2017—2019年，公司筹资活动现金净额分别为-18.93亿元、8.92亿元和-15.65亿元。

2020年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.14亿元；投资活动产生的现金流量净额为7.74亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-6.83亿元。

5. 偿债能力

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

从短期偿债能力看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率均波动下降，2019年底，公司流动比率和速动比率分别为359.37%和181.32%；截至2020年6月底，上述指标分别为214.98%和101.76%。2017—2019年，公司经营现金流动负债比波动下降，2019年公司经营现金流动负债比为0.18%，较2018年下降18.23个百分点。2019年底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数为0.87倍，较2018年底小幅提升。

从长期偿债能力看，2017—2019年，公司EBITDA波动增长，2019年，公司EBITDA合计13.32亿元；2017—2019年，公司EBITDA利息倍数波动下降，2019年为1.88倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；2017—2019年，公司全部债务/EBITDA波动下降，2019年为8.13倍，

EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

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

截至2019年底，公司对外担保合计23.96亿元，占公司净资产的19.12%，被担保企业北京建铭房地产开发有限公司（实际担保金额19.96亿元）为兆泰集团联营公司，公司持股比例20%，开发项目为商业金融（新兴盛危改小区）项目。

截至2019年底，公司无涉案金额超过500万元的重大未决诉讼。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心《企业信用报告》（机构信用代码：G1011010200979350B），截至2020年8月3日，公司已结清和未结清信贷中均无关注类、不良类信息记录，过往履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对房地产业发展趋势的基本判断、公司在财务及经营方面的风险识别，以及公司在项目区位布局、业务结构、运营经验等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

8. 母公司报表分析

母公司权益稳定性较弱，债务负担处于合理水平，营业利润主要来自投资收益；母公司对下属子公司统一管理，控制力较强。

截至2019年底，母公司资产总额167.07亿元，较2018年底增长2.34%。其中，流动资产占38.82%，主要由其他应收款和存货构成；非流动资产占61.18%，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至2019年底，母公司负债合计86.38亿元，较2018年底下降7.12%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致。其中，流动负债占28.03%，主要由其他应付款和应付账款构

成；非流动负债占 71.97%，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。截至 2019 年底，母公司全部债务 50.21 亿元，其中长期债务占 99.18%。母公司资产负债率和全部债务资本化率分别为 51.70%和 38.36%，债务负担较轻。截至 2019 年底，母公司所有者权益 80.69 亿元，较 2018 年底增长 14.87%，主要由未分配利润（占 76.40%）构成，权益稳定性较弱。

2019 年，母公司营业收入 5.88 亿元，同比增长 4.99%；利润总额为 4.90 亿元，同比下降 63.22%，主要系投资收益大幅下降所致。

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

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响；公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力一般。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据基础发行规模5亿元，发行上限15亿元，以最大发行规模15亿元来测算，本期中期票据规模分别占2020年6月底长期债务和全部债务的20.46%和13.96%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响。

截至2020年6月底，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53.89%、46.12%和36.87%；预计本期中期票据发行后，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将分别上升至56.30%、49.38%和41.39%，公司债务负担将有所上升。考虑到本期中期票据募集资金部分将用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行上限为 15 亿元，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行上限的 1.51 倍、1.39 倍和 1.15

倍；经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行上限的 0.20 倍、0.44 倍和 0.003 倍；公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行上限的 0.77 倍、1.24 倍和 0.89 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量及 EBITDA对本期中期票据的保障能力一般。

十一、结论

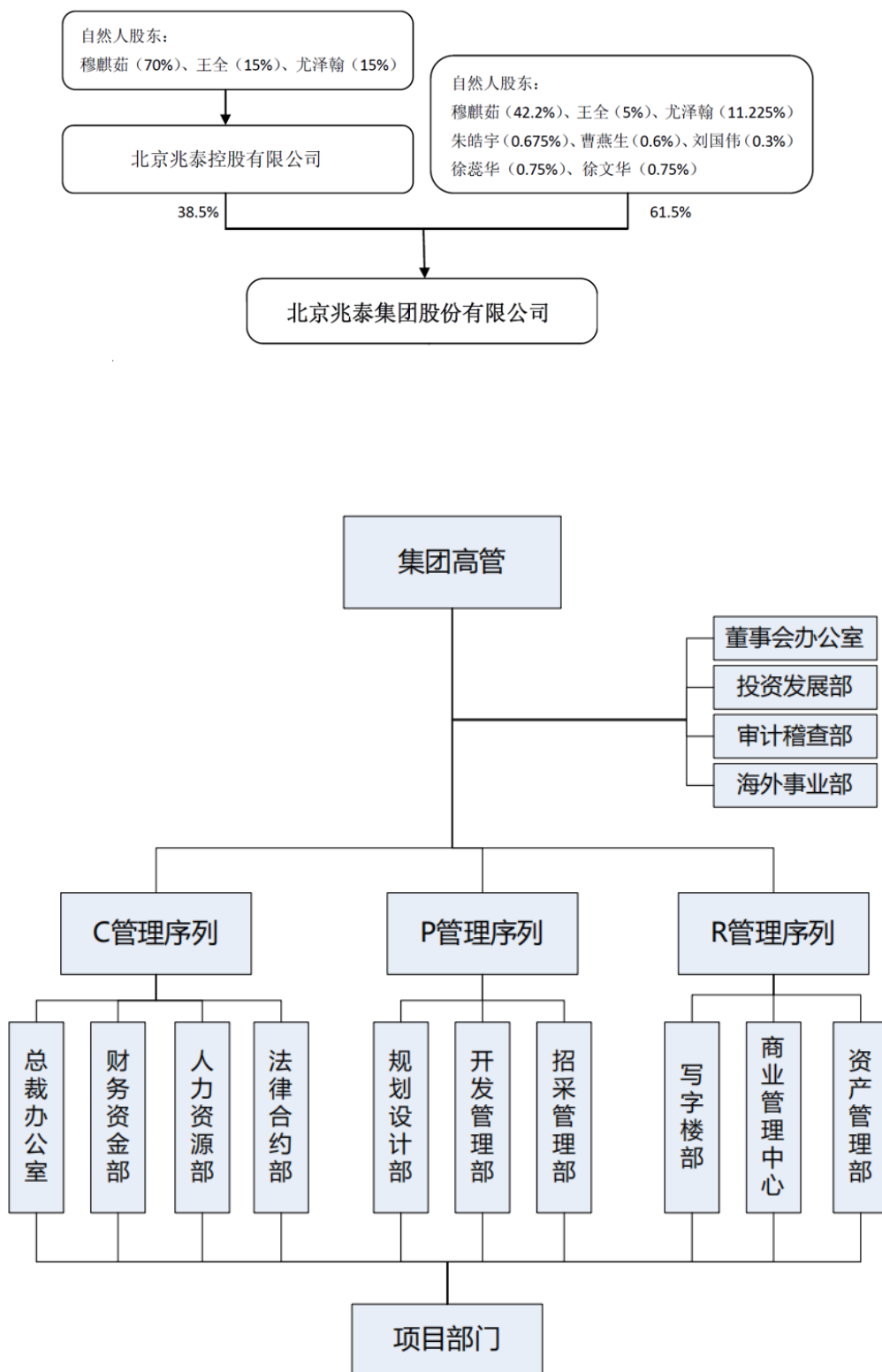
公司作为专业从事物业运营的房地产企业，建立了成熟规范的招商和经营机制，物业运营经验丰富，且自持物业项目主要位于北京市金融街及东二环区域，地理位置优越，经营情况较好，出租率高，租金收入稳定，债务负担处于合理水平。但公司商业物业区域集中度高，财务费用对公司盈利侵蚀较大，营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高，资产流动性一般，存在一定的集中偿付压力及一定或有负债风险。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的保障能力一般。

未来，公司将不断对现有商业物业项目进行升级改造，引进高端、稳定的客户入驻。同时，公司将加速储备项目的开发建设进度，若其储备项目能顺利开工建设并投入运营，公司收入及现金流将有望得到显著提升。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司违约风险很低，本期中期票据到期本息不能全额偿付的风险很低。

附件1-1 截至2020年6月底公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 截至 2020 年 6 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
北京荟宏房地产开发有限责任公司	5000.00 万元	80.00%	房地产开发
北京丰珞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

附件 2-1 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.25	7.78	11.29	12.33
资产总额(亿元)	253.48	277.92	275.55	272.30
所有者权益合计(亿元)	105.31	112.83	125.29	125.56
短期债务(亿元)	5.40	10.16	13.01	34.15
长期债务(亿元)	97.87	106.89	95.30	73.32
全部债务(亿元)	103.27	117.05	108.31	107.46
营业收入(亿元)	12.64	12.77	13.68	5.08
利润总额(亿元)	5.63	12.55	6.93	0.55
EBITDA(亿元)	11.50	18.53	13.32	--
经营性净现金流(亿元)	3.01	6.62	0.05	0.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.36	16.63	14.47	--
存货周转次数(次)	0.02	0.02	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.05	--
现金收入比(%)	101.05	107.93	102.91	93.43
营业利润率(%)	79.07	79.01	66.37	77.88
总资本收益率(%)	4.78	6.35	5.18	--
净资产收益率(%)	4.27	7.94	4.76	--
长期债务资本化比率(%)	48.17	48.65	43.20	36.87
全部债务资本化比率(%)	49.51	50.92	46.37	46.12
资产负债率(%)	58.45	59.40	54.53	53.89
流动比率(%)	382.60	345.85	359.37	214.98
速动比率(%)	198.21	198.85	181.32	101.76
经营现金流动负债比(%)	10.22	18.41	0.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.99	3.16	1.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.98	6.32	8.13	--

注：公司 2020 年 1-6 月财务数据未经审计

附件 2-2 公司主要财务指标（本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.51	3.44	2.60	10.51
资产总额(亿元)	155.36	163.25	167.07	169.68
所有者权益(亿元)	58.98	70.25	80.69	79.64
短期债务(亿元)	2.90	7.16	0.41	23.30
长期债务(亿元)	36.47	48.63	49.80	27.82
全部债务(亿元)	39.37	55.79	50.21	51.11
营业收入(亿元)	5.59	5.60	5.88	1.58
利润总额(亿元)	2.45	13.32	4.90	-1.04
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	3.58	-11.74	-0.32	1.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.01	11.51	10.76	--
存货周转次数(次)	0.05	0.04	0.05	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	99.18	107.77	102.52	65.01
营业利润率(%)	73.39	74.05	72.83	64.26
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	3.76	16.18	4.93	--
长期债务资本化比率(%)	38.21	40.91	38.16	25.89
全部债务资本化比率(%)	40.03	44.26	38.36	39.09
资产负债率(%)	62.03	56.97	51.70	53.07
流动比率(%)	131.01	214.59	267.82	135.54
速动比率(%)	93.62	159.26	186.66	93.30
经营现金流动负债比(%)	7.01	-33.57	-1.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1-6 月财务数据未经审计

附件 3 主要财务指标的计算公式

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	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+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

注：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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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	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其含义

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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 北京兆泰集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京兆泰集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京兆泰集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京兆泰集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京兆泰集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京兆泰集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京兆泰集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京兆泰集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京兆泰集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对北京兆泰集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京兆泰集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。