

信用评级公告

联合〔2021〕3907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及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的信用状况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 2021 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

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年八月三十日

北京兆泰集团股份有限公司

2021 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、补充流动资金

评级时间：2021 年 8 月 30 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

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
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

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，其中写字楼的经营情况较好，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，近年利润下滑、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，其他应收款对资金占用较大，对外投资存在一定减值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；公司还将加速储备项目的开发建设进度；同时，公司根据市场情况或将部分自持物业出售，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稳定现金流。近年来，公司自持物业项目总体经营情况较好，尽管商业购物广场和酒店受到一定疫情影响，但写字楼出租率和单位租金处于较高水平，且 2020 年新增优质地段可租面积约 16.57 万平方米，为公司提供了较为稳定的现金流。

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

3. 公司债务水平合理且以长期债务为主。截至 2021 年 6 月底，公司全部债务资本化比率为 46.99%，且从期限结构上来看长期债务占全部债务的比例为 96.49%，期限为三年以上的债务占全部债务的比例为 53.95%。

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。
2. 近年公司利润下滑，财务费用对利润侵蚀较大，且营业利润较依赖非经常性损益。2020 年，公司财务费用为 5.54 亿元，费用化支出较高；公允价值变动收益 2.02 亿元，占营业利润的比例为 47.59%，投资收益金额波动较大，稳定性较差。
3. 其他应收款占用一定的运营资金，且对外投资存在一定的减值风险。截至 2021 年 6 月底，公司其他应收款 14.08 亿元，规模较大且集中度较高；对兆泰环球能源投资基金公司的投资存在减值损失，未来仍存在减值风险。
4. 公司资产受限比例较高，存货中两个项目的不确定性对资金形成沉淀，公司资产流动性一般。截至 2021 年 6 月底，公司受限资产占总资产比重为 51.03%，受限比例较高；鑫福海、水璟唐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。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产(亿元)	7.78	11.29	25.02	8.91
资产总额(亿元)	277.92	275.55	337.10	315.39
所有者权益合计(亿元)	112.83	125.29	144.07	144.43
短期债务(亿元)	10.16	13.01	29.50	4.50
长期债务(亿元)	106.89	95.30	118.17	123.51
全部债务(亿元)	117.05	108.31	147.67	128.01
营业收入(亿元)	12.77	13.68	11.98	6.06
利润总额(亿元)	12.55	6.93	4.20	0.79
EBITDA(亿元)	18.53	13.32	10.83	--
经营性净现金流(亿元)	6.62	0.05	2.44	0.33
营业利润率(%)	79.01	66.37	76.37	80.15
净资产收益率(%)	7.94	4.76	2.10	--
资产负债率(%)	59.40	54.53	57.26	54.20
全部债务资本化比率(%)	50.92	46.37	50.62	46.99
流动比率(%)	345.85	359.37	311.61	695.87
经营现金流动负债比(%)	18.41	0.18	5.47	--
现金短期债务比(倍)	0.77	0.87	0.85	1.98
全部债务/EBITDA(倍)	6.32	8.13	13.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.16	1.88	1.46	--

公司本部（母公司）口径

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额(亿元)	163.25	167.07	211.79	198.29
所有者权益(亿元)	70.25	80.69	93.14	92.26
全部债务(亿元)	55.79	50.21	82.21	65.11
营业收入(亿元)	5.60	5.88	4.81	2.54
利润总额(亿元)	14.12	4.90	-0.99	-0.87
资产负债率(%)	56.97	51.70	56.03	53.47
全部债务资本化比率(%)	44.26	38.36	46.88	41.37
流动比率(%)	214.58	267.82	168.92	245.22
经营现金流动负债比(%)	-33.57	-1.32	-39.92	--
现金短期债务比(倍)	0.48	6.33	0.78	3.37

注：1. 2021 年 1-6 月财务数据未经审计；2. 无债务调整项；3. 2018 年使用 2019 年年初数据
 资料来源：公司审计报告及财务报表

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
AA ⁺	稳定	2021/06/16	曹梦茹 韩家麒	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2020/05/28	曹梦茹 罗星驰	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
AA	稳定	2016/01/19	张连娜 张 伟	工商企业信用评级方法（2015 年）	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号

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，联合资信评估股份有限公司（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

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 2021 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（以下简称“兆泰控股”），实际控制人为穆麒麟。

截至 2021 年 6 月底，公司内设财务资金部、法律合约部、规划设计部、商业管理中心、招采管理部等部门；公司拥有 10 家子公司；公司本部在职员工 54 人。

截至 2020 年底，公司资产总额 337.10 亿元，所有者权益 144.07 亿元（含少数股东权益 15.59 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 11.98 亿元，利润总额 4.20 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司合并资产总额 315.39 亿元，所有者权益 144.43 亿元（含少数股东权益 15.81 亿元）；2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 6.06 亿元，利润总额 0.79 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

公司已于 2020 年注册 43 亿元中期票据

额度。本次拟发行 2021 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、补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、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

2020 年，新冠肺炎疫情的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。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计

增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同

比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2018—2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿

元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外需求缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

1 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

上半年 CPI 温和上涨, PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年, 全国居民消费价格 (CPI) 累计同比上涨 0.50%, 处于近年来较低的水平, 整体呈现逐月上升的态势; 全国工业生产者出厂价格 (PPI) 累计同比上涨 5.10%。分月看, 受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响, 1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%; 6 月涨幅小幅回落至 8.80%, 主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨, 加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021 年上半年, 社融存量同比增速整体呈下行趋势; 截至 6 月末, 社融存量同比增速与上月末持平, 维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元, 虽同比少增 3.09 万亿元, 但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值, 反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看, 人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因, 企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面, 上半年 M1 同比增速持续回落, M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔, 主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外, 上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元, 财政支出力度不及上年同期, 拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快, 支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元, 同比增长 21.80%, 同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快, 同时反映了中国经济恢复取得明显成效; 收入进度达到全年预算的 59.25%。上半年财政收入增速较快, 从结构上看, 全国税收收入 10.05 万亿元, 同比增长 22.50%; 非税收入 1.67 万亿元, 同比增长 17.40%。其中, 在经济逐步复苏的背景下, 增值税和所得税等大税种实现高增长, 土地与房地产相关税收承压。支出方面, 上半年全国一般公共预算

支出 12.17 万亿元, 同比增长 4.50%, 支出进度仅为全年预算的 48.65%, 支出进度较慢。上半年, 全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元, 同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元, 同比增长 22.40%, 土地出让金收入增速明显放缓; 全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元, 同比下降 7.80%, 主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善, 居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响, 各月调查失业率相对较高; 二季度劳动力市场继续回暖, 企业用工需求增加, 城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%, 低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%, 低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年, 城镇居民人均可支配收入 24125 元, 同比名义增长 11.4%, 扣除价格因素, 实际增长 10.7%, 维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署, 2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性, 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 保持对经济恢复的必要支持力度, 政策操作上要更加精准有效, 不急转弯, 同时保证不出现重大系统性风险; 要重点落实八项任务, 加快形成以内循环为主的“双循环”新格局, “要迈好第一步, 见到新气象”。在此基调下, 积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效, 更可持续”, 强调要兼顾稳增长和防风险需要, 保持政府总体杠杆率基本稳定, 为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制, 提高资金的拨付效率; 另一方面强调财政支出的压减, 对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧, 而对于重大项目和刚性支出, 要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。

2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制约束和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 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品牌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。2021年上半年，商业和写字楼租金水平跌幅收窄，仍低于疫情前。

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。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。2020年，全国商业营业用房竣工面积8621万平方米，销售面积9288.46万平方米，供应过剩的压力有一点缓解。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。

2020年，办公楼竣工面积3042万平方米，销售面积3334.33万平方米。

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。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%。2020年，商业地产投资规模有所上升，其中，全国商业营业用房完成投资额1.31万亿元，同比下降1.13%；办公楼开发投资完成额6494.10亿元，同比增长5.38%。

从租金水平看，2020年上半年，百街商铺平均租金为25.1元/平米·天，环比下跌2.41%；百MALL商铺平均租金为26.8元/平方米·天，环比下跌1.09%。2020年下半年，跌幅较上半年收窄，其中百街商铺租金为24.96元/平米·天，环比下跌0.52%；百MALL商铺平均租金26.76元/平米·天，环比下跌0.25%。分城市等级来看，2020年下半年，一线城市中租金环比上涨的商业街占30.8%，租金环比下跌的商业街占50.0%，19.2%的商业街租金与上期持平。2020年下半年，二线城市中租金环比上涨的商业街占35.0%，租金环比下跌的商业街占45.0%，20.0%的商业街租金与上期持平。二线城市中，杭州、南京、海口、长沙主要商业街租金环比上涨或持平；成都、天津、苏州、青岛主要商业街租金环比涨跌互现；武汉、重庆、南昌主要商业街租金环比均下跌或持平。

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，2020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4.76元/平米·天，跌幅为0.43%。从商圈来看，租金环比上涨的商

圈占18.8%，租金环比下跌的商圈占70.0%，11.3%的商圈租金与上期持平。

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。

2021年上半年，全国商业营业用房竣工面积3401.83万平方米，销售面积3867.57万平方米；办公楼竣工面积641.39万平方米，销售面积1418.00万平方米。

根据中国房地产指数系统数据统计，在2021年上半年，我国主要商业街商铺租金水平整体下跌，但跌幅较2020年下半年收窄，重点商圈（购物中心）商铺租金水平整体止跌回升。2021年上半年，我国主要商业街商铺和重点商圈（购物中心）商铺租金水平逐步回暖。其中，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%。另外，2021年上半年，写字楼租金指数环比微跌。2021年二季度，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。

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

2020年，北京市经济呈现稳步回升向好态势，第三产业占比继续提升。北京市商业地产投资规模继续下降。

2020年，北京市全年地区生产总值36,102.6亿元，按可比价格计算，较上年增长1.2%。其中，第一产业增加值107.6亿元，较上年下降8.5%；第二产业增加值5,716.4亿元，较上年增长2.1%；第三产业增加值30,278.6亿元，较上年增长1.0%。三次产业构成由上年的0.3：16.2：83.5，变化为0.4：15.8：83.8，第三产业占比进一步提升。2020年，北京市实现工业增加值4216.5亿元，按可比价格计算，比上年增长1.4%，其中规模以上工业增加值增长2.3%。在规模以上工业中，高技术制造业、战略性新兴产业增加值分别增长9.5%和9.2%；国有控股企业增加值增长2.5%；股份制企业、外商及港澳台商企业增加值分别增长1.0%和5.3%。规模以上工业实现销售产值19,983.5亿元，较上年增长2.8%，其中内销产值18,427.3亿元，较上年增长1.5%；出口交货值1,556.2亿元，较上年增长20.1%。

商业地产投资方面,2020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17.5%,商业营业用房投资下降8.4%。2020年,北京市办公楼和商业营业用房新开工面积分别为130.50万平方米和124.60万平方米,竣工面积分别为242.20万平方米和95.10万平方米,办公楼新开工面积大幅低于竣工面积,办公楼新开工投资意愿下降明显,而商业营业用房因前几年集中竣工,竣工面积小于新开工面积,但新开工规模仍小于2014—2017年。2021年1—6月,北京市办公楼和商业营业用房新开工面积分别为35.6万平方米和33.3万平方米,同比分别增长190.3%和下降36.4%;竣工面积分别为66.1万平方米和47.6万平方米,同比分别增长46.3%和116.1%。

(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年上半年,北京市优质写字楼及优质零售物业空置率略有好转;优质写字楼租金水平延续了年初以来的下降趋势,但降幅略有收窄;优质零售物业首层租金水平较2020年四季度有所下降。

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。2020年第四季度,北京市优质写字楼空置率17.90%,较2019年底提升4.1个百分点;北京市优质写字楼平均租金418.1元/平方米·月,同比下降1.99%。2021年第二季度,北京市优质写字楼空置率16.90%,空置率较年初有所好转,连续两个季度下降;北京市优质写字楼平均租金为398.90元/平方米·月,持续下降。

零售物业方面,受疫情和供应量等因素影响,2020年北京优质零售物业空置率大幅上升,首层租金水平小幅下降。2020年第四季度,北京市优质零售物业空置率为10.60%,较2019年底提升4.1个百分点;北京市优质零售

物业首层租金36.75元/平方米/天,同比下降1.21%。2021年第二季度,北京优质零售物业空置率8.50%,空置率较年初有所好转;北京市优质零售物业首层平均租金为35.90元/平方米·天,较2020四季度有所下降。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年6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,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2021年6月底,公司自持物业可租面积65.21万平方米,账面价值合计194.28亿元。

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保监会、中国证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,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

公司高层管理人员管理经验丰富；公司员工结构合理，能够满足公司运营发展需求。

截至 2021 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。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，自 2007 年起至今担任董事长职务。

公司总经理朱皓宇先生，1962 年出生，本科学历。曾任北京市房屋建筑设计研究院设计师、北京市市政管理委员会主任科员等职务。1995 年进入公司，2007 年起至今担任总经理职务。

截至 2021 年 6 月底，公司本部口径在职员工 54 人。员工构成情况如下表所示。

表2 公司人员构成情况

文化素质	硕士及以上	大学本科	大专及以下
	28%	48%	24%
年龄结构	30 岁以下	30-50 岁	50 岁以上
	0%	70%	30%
岗位结构	管理人员	技术人员	其他人员
	17%	20%	63%

资料来源：公司提供

4. 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：911100006337984545），截至 2021 年 7 月 22 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，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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。

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

管理体制较为健全，能够满足公司日常管理的需要，管理风险较低。

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、风险控制等方面的内部控制制度。

财务管理方面，公司制定了财务管理制度，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，整体经营情况较为稳定；2020年，受新冠疫情影响，酒店和房屋出租收入有所下降。2021年上半年，随着疫情缓解，公司营业收入同比大幅增长。

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、商业综合体及酒店。公司还具备房地产开发四级资质，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。

2018—2020年，公司主营业务收入波动下降，年均复合下降3.17%。其中2020年同比下降8.08%，主要系疫情导致酒店服务收入和房屋出租收入大幅下降所致。从业务构成来看，房屋出租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80%以上，主业突出。2018—2020年，房屋出租板块收入波动下降，年均复合下降3.74%。2019年同比增长2.13%，主要系自持物业的出租率和单位租金有所提高；2020年同比下降9.27%，主要系悠唐国际A座、悠唐商业和悠唐酒店的出租率或单位租金下降所致。2018—2020年，公司房屋销售收入持续增长，年均复合增长115.73%，但总体来看规模较小。2020年，公司房屋销售收入同比增长317.24%，主要系麒麟公馆的销售结转所致；麒麟公馆的建筑面积约1.92万平方米，公司预计未来2~3年内将其全部售出，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，受疫情影响2020年收入同比下降61.21%；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。

毛利率方面，2018—2020年，公司主营业务毛利率波动下降。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；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；公司房屋销售毛利率大幅下降主要系本期结转销售成本²增加所致。2020年，公司主营业务综合毛利率同比提高19.34个百分点，

² 公司于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。

主要系房屋出租业务毛利率回归正常和房屋销售毛利率大幅提高所致，其中，房屋销售毛利率较高的原因系本期结转的麒麟公馆项目竣工时间较早（2008年），货值较高的同时，结转成本较低。

2021年1—6月，公司实现主营业务收入6.00亿元，同比增长21.06%，较2019年同期基本持平，已恢复至疫情前水平。其中，房屋出租实现收入为5.45亿元，同比增长17.86%，

主要系随着疫情缓解商业运营逐步恢复，及雅宝路A2项目开始出租所致，较2019年同期增长12.60%；酒店服务实现收入0.39亿元，同比增长130.99%，主要系受2020年疫情的影响，对比期营业收入低所致，但仍未恢复至疫情前水平。2021年1—6月，公司主营业务综合毛利率为92.38%，其中物业租赁板块毛利率为93.52%，较2020年提升2.95个百分点，房屋出租板块毛利率增长明显。

表3 2018—2020年及2021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	2018年			2019年			2020年			2021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	0.26	2.08	80.41	0.29	2.31	-759.92	1.21	10.31	86.14	0.05	0.86	48.95
房屋出租	10.35	82.80	92.03	10.57	82.90	90.64	9.59	81.82	91.29	5.45	90.78	93.52
酒店服务	1.62	12.96	92.49	1.65	12.96	92.54	0.64	5.45	90.14	0.39	6.57	91.20
其他服务	0.27	2.16	25.41	0.23	1.83	28.50	0.28	2.42	39.01	0.11	1.79	60.11
合计	12.50	100.00	90.41	12.75	100.00	70.09	11.72	100.00	89.43	6.00	100.00	92.38

资料来源：公司提供

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。2018—2020年，公司写字楼经营稳定，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；商业和酒店受换租和疫情影响，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。2021年上半年，公司自持物业经营情况稳定。

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2021年6月底，公司自持物业可租面积65.21万平方米，账面价值合计194.28亿元。从评估单价来看，公司自持物业评估单价在1.25~5.38万元/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。

表4 截至2021年6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	3.56	5.31
麒麟公馆	北京朝阳门	1.92	1.05	住宅	4.13	3.12	1.63
悠唐国际A座	北京朝阳门	1.44	1.44	住宅	3.20	2.44	1.69
丰融国际大厦	北京金融街	7.29	7.29	写字楼	6.35	36.20	4.97
丰铭国际大厦	北京金融街	6.22	6.22	写字楼	7.24	29.29	4.71
丰侨大厦（北丰C1）	北京金融街	0.34	0.34	写字楼	0.38	1.83	5.38

后海北沿	北京后海	0.37	0.37	商业	0.48	0.43	1.16
悠唐商业（一期、二期）	北京朝阳门	11.85	11.85	商业	12.40	41.29	3.49
悠唐酒店	北京朝阳门	3.59	3.59	酒店	6.30	4.49	1.25
丰侨公寓	北京金融街	0.93	0.93	商业及住宅	0.53	1.25	1.34
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	6.32	2.12
鑫福海大厦	北京海户屯	9.51	9.51	商业	17.04	17.04	1.79
雅宝路 A2	北京市朝阳门	16.57	16.57	商业及办公	17.99	35.84	2.16
合计	--	66.08	65.21	--	85.44	194.28	2.94

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。

出租率方面，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。2020 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%；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略微下降；悠唐国际 A 座年底有一户租户退租，公司对原办公区域进行更新改造，空置部分暂用于自用办公，暂未对外出租，故出租率有所下降；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 60.00% 上升至 67.00%，但仍处于较低水平，主要系 2020 年周边 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—2020 年，公司自持物业项目中除悠唐商业、悠唐酒店和水璟唐 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；2021 年 1—6 月，除商铺定位规划有所调整的悠唐商业外，公司自持项目的出租率均保持稳定或稳中有升，单位租金保持稳定，但悠唐酒店的出租率仍未恢复至疫情前水平，需保持关注。

2020 年新增物业雅宝路 A2 系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，A2 项目总用地面积为 0.94 万平方米，总建筑面积为 16.57 万平方米。该项目已于 2020 年 8 月完成竣工备案，截至 2021 年 6 月底，有大型律所和券商签约入驻，出租率已达到 64.00%，单位租金为 11.50 元/天·平方米。

表 5 2018—2020 年及 2021 年 1—6 月公司自持物业经营情况（单位：%、元/天·平方米）

项目名称	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	89.00	16.77	91.00	17.19	91.00	17.23	91.00	17.23
丰汇园 21 号楼	100.00	9.88	100.00	10.37	100.00	10.37	100.00	10.37

麒麟公馆	100.00	3.35	100.00	3.45	100.00	3.45	100.00	3.45
悠唐国际 A 座	86.00	8.88	90.00	8.88	74.00	9.10	75.00	9.10
丰融国际大厦	99.00	18.12	92.00	19.56	91.00	20.02	93.00	20.02
丰铭国际大厦	94.00	19.56	92.00	20.45	91.00	20.91	91.00	20.91
丰侨大厦（北丰 C1）	100.00	16.57	100.00	16.57	100.00	18.90	100.00	18.90
珠江帝景	100.00	7.43	100.00	8.04	100.00	8.04	100.00	8.04
后海北沿	100.00	4.81	100.00	5.55	100.00	5.55	100.00	6.35
悠唐商业（一期、二期）	93.00	9.76	89.00	10.10	90.00	9.99	88.00	9.61
悠唐酒店	86.24	897.00	87.00	913.00	37.20	739.00	54.40	742.00
丰侨公寓底商	100.00	10.39	100.00	10.39	100.00	10.39	100.00	10.46
水璟唐 C 区	42.00	3.16	60.00	4.26	67.00	3.67	82.00	4.23
鑫福海大厦	--	--	--	--	--	--	--	--
雅宝路 A2	--	--	--	--	21.00	10.64	64.00	11.50

注：截至 2021 年 6 月底，鑫福海大厦项目尚未开始运营，公司计划将其整体出售
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，2018—2020 年，公司无新增土地储备。截至 2021 年 6 月底，公司土地储备占地面积 7.17 万平方米。其中，北京的土地储备位于核心地段，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 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
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	66.67	写字楼	3.18	容积率调整中	20.50
合计	--	--	--	--	7.17	--	28.17

注：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 2021 年 6 月底，公司在建项目共 2 个，预计总投资约 67.13 亿元，已投资 36.88 亿元，尚

需投资 30.25 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，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。项目计划完工时间为 2023 年下半年，完工后公司计划自持或部分销售。

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。该项目是北京地铁 19 号线金融街站的一体化建设项目的一部分，为金融街区域最后一块建设用土地，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，目前正在与北京地铁 19 号线同步进行地下部分施工，建设期预计为 2~3 年。完工后公司计划自持。

表 7 截至 2021 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
商业金融（新兴盛危改小区）项目	66.67	规划中	45.00	21.91	23.09	2020 年
水井坊历史文化街区保护整治工程项目	89.74	规划中	22.13	14.97	7.16	2012 年
合计	--	--	67.13	36.88	30.25	--

资料来源：公司提供

4. 酒店服务业务

2018—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,2020年,疫情对入住率产生一定负面影响。2021年上半年,尽管酒店服务营业收入同比大幅提升,但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。

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。2018—2020年,公司分别实现酒店服务业务收入有所波动,经营状况受疫情影响较大,酒店平均入住率由2019年的87%大幅下降至2020年的37.22%;2021年1—6月,公司实现酒店服务业务收入0.39亿元,同比增长130.99%,受到2021年年初疫情反复和两会召开的影响,公司酒店业务收入虽然有所恢复,但未恢复至疫情前水平。

5. 经营效率

公司整体经营效率一般。

公司存货周转次数和总资产周转次数三年均值分别为0.04次和0.05次,2020年分别为0.02次和0.04次,在行业中处于一般水平。

表8 2020年同行业公司经营效率对比情况
(单位:次)

企业简称	流动资产 周转次数	总资产 周转次数
凯华地产	0.28	0.05
星河实业	0.13	0.03
兆泰集团	0.10	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%。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,在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。公司制定了北京区域三年发展战略: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2018—2020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2021年上半年财务报表未经审计。

合并范围方面,截至2020年底,公司纳入合并范围的子公司共10户,较年初增加2户,新设子公司1户,非同一控制下合并子公司1户;截至2021年6月底,公司纳入合并范围的子公司无变化,合并范围变动对公司影响较小,财务数据可比性较强。

截至2020年底,公司合并资产总额337.10亿元,负债合计193.03亿元,所有者权益(含少数股东权益)144.07亿元,其中归属于母公司所有者权益128.48亿元。2020年,公司实现营业收入11.98亿元,净利润(含少数股东损益)

3.02亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.31亿元；经营活动产生的现金流量净额2.44亿元，现金及现金等价物净增加额13.74亿元。

截至2021年6月底，公司合并资产总额315.39亿元，所有者权益144.43亿元（含少数股东权益15.81亿元）；2021年1—6月，公司实现营业收入6.06亿元，利润总额0.79亿元。

2. 资产质量

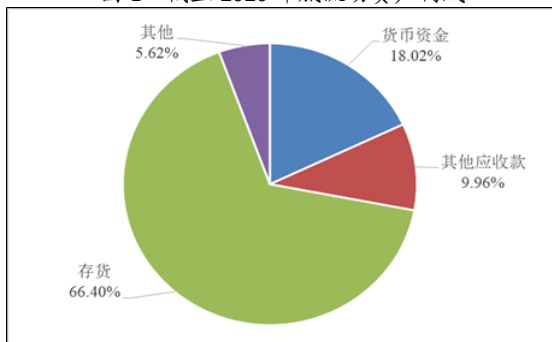
公司资产以投资性房地产、存货和其他应收款为主，投资性房地产和存货主要位于北京的核心区域，其他应收款对资金占用明显。公司对外投资主要为基金份额，存在减值损失，需要关注对外投资实际收益情况；公司受限资产比例较高，资产流动性较弱；但考虑到投资性房地产和存货的区位分布，资产质量尚可。

2018—2020年末，公司资产规模波动增长，年均复合增长10.13%。截至2020年底，公司合并资产总额337.10亿元，较年初增长22.33%。其中，流动资产占41.18%，非流动资产占58.82%。

（1）流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长5.66%。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。截至2020年底，公司流动资产138.83亿元，较年初增长30.42%，主要系货币资金和存货大幅增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图1 截至2020年底流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长79.34%。截至2020年底，公司货币资金25.02亿元，较年初增长121.52%，主要系公司发行私募债、中票等融资工具所致；货币资金主要由银行存款（占99.94%）构成，货币资金中有145.74万元受限资金，受限比例为0.06%，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。

2018—2020年末，公司其他应收款持续下降，年均复合下降47.35%。截至2020年底，公司其他应收款13.82亿元，较年初下降66.16%，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32.37%）、往来款（占47.46%）和股权转让款（占19.85%）构成；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额15.24亿元，其中账龄在1年以内的占比39.86%，账龄在1~2年的占比1.68%，账龄在2~3年的占比43.41%，账龄在3年以上的占比15.05%，主要集中在两年以上，账龄较长；累计计提坏账准备1.42亿元，计提比例9.34%，计提较为充分。公司其他应收款前五大欠款方占其他应收款比例为95.02%，集中度很高。公司其他应收款规模较大，对营运资金存在一定占用。截至2021年6月底，公司其他应收款14.08亿元，较上年底增长1.85%，前五大欠款方所欠金额合计占比为94.82%，公司其他应收款情况整体较上年底变化不大。

表9 截至2020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
北京禹源资产管理有限公司	4.99	32.37	否
北京凯韦诚投资管理有限公司	4.52	29.31	否
华旭控股有限公司	3.00	19.46	否
ZTC PETRO INVESTMENTS LP	1.86	12.07	否
CMBS 专项计划款	0.28	1.82	否
合计	14.65	95.02	

资料来源：公司提供

2018—2020年末，公司存货波动增长，年均复合增长32.07%。截至2020年底，存货账面价值92.18亿元，较年初增长74.79%，主要系新兴盛危改小区项目开工所致；存货主要由开发产品（占29.52%）、开发成本（占58.96%）和出租开发产品（占9.65%）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；开发成本主要为新兴盛危改小区，该项目未来出租前景乐观。账面价值12.90亿元的存货已被用于贷款抵押，占比13.99%。

（2）非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持

续增长，年均复合增长13.62%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产增长所致。截至2020年底，公司非流动资产198.27亿元，较年初增长17.25%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占12.31%）和投资性房地产（占81.63%）构成。

2018—2020年末，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长0.63%。截至2020年底，公司可供出售金融资产24.40亿元，较年初增长1.35%，较年初变化不大。公司可供出售金融资产中24.12亿元按成本计量，0.28亿元按公允价值计量。

表 10 截至 2020 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	2020 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	5839.54	3.20%	5839.54	39.03
国开瑞明（北京）投资基金有限公司	20000.00	6.80%	20000.00	593.55
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	--	2601.00	--
海南新燕泰大酒店有限公司	672.00	2.40%	--	--
兆泰环球能源投资基金公司	119432.90	99.99%	108431.04	--
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	422.05
中加基金管理有限公司	3227.52	13.89%	2259.27	--
中信证券-兆泰国际中信第一期资产支持专项计划	100.00	--	100.00	--
芜湖远翔天祥投资管理中心（有限合伙）	10000.00	2.02%	10000.00	--
大明投资凯盛私募基金	5000.00	50,001,944.44 份	2820.11	--
合计	258832.99	--	244011.86	1054.63

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“兆泰环球能源基金”）、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、哈尔滨和高置业有限公司和长城人寿保险股份有限公司的投资，累计计提减值准备 1.26 亿元。兆泰环球能源基金投资标的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，其中一个项目已开始招租，出租率已达 90%，目前正在与一家意向买家洽谈出售事宜，对方已经进入尽调阶段，预计 2021 年底完成出售；另一个项目结构已封顶，正在预售，目前已经去化 50%左右，预计 2022 年完成全部销售。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，保持每年都 2~3 个项目在建设或拟出售的阶段，实现投资收益。近几年内公司预计不会新增对海外基金的投资。截至 2020 年底，公司对兆泰环球能源基金计提减值准备 1.10 亿元，主要系其投资位于美国的 Petro 公司，Petro 于 2013 年投资了位于美国休斯顿的 ZTC petro（石油公司），后因石油市场下跌，石油项目出现了较大亏损，2017 年度会计师事务所基于谨慎性原则，对基金计提了 30% 的减值所致，截至 2020 年底，石油项目的亏损情况无明显变化。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。

2018—2020 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 18.29%，主要系公允价值变动所致。截至 2020 年底，公司投资性房地产账面价值 161.85 亿元，较年初增长 22.87%，主要系自用房地产或存货转入及公允价值变动所致；投资性房地产入账成本 40.71 亿元，累计增值率 302.91%，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 2020 年底，公司投资性房地产受限账面价值 142.35 亿元，占比 87.95%，受限比例很高，再融资空间较小。

截至 2021 年 6 月底，公司受限资产 160.95 亿元。受限资产占总资产比重为 51.03%，受限比例较高。具体受限情况如下表所示。

表11 截至2021年6月底公司受限资产情况

受限资产	金额	占比
货币资金（万元）	146.01	0.01%
存货（亿元）	12.81	7.96%
长期股权投资（亿元）	0.64	0.40%
固定资产（亿元）	5.14	3.19%
投资性房地产（亿元）	142.35	88.44%
合计（亿元）	160.95	100.00

资料来源：公司提供

截至 2021 年 6 月底，公司合并资产总额 315.39 亿元，较上年底下降 6.44%，主要系货币资金下降所致。其中，流动资产占 37.80%，

非流动资产占 62.20%。公司资产结构较上年底变化不大。公司货币资金 7.25 亿元，较年初下降 71.08%，主要系偿还到期债务所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，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。

2018—2020 年末，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 13.00%，主要系未分配利润和其他综合收益增长所致。截至 2020 年底，公司所有者权益为 144.07 亿元，较年初增长 14.99%，主要系存货转入以公允价值计量的投资性房地产导致的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 89.18%，少数股东权益占比为 10.82%。归属于母公司所有者权益 128.47 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 5.49%、0.03%、17.17%和 74.48%。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 2021 年 6 月底，公司所有者权益 144.43 亿元，较上年底增长 0.25%，规模和结构较上年底变化不大。

（2）负债

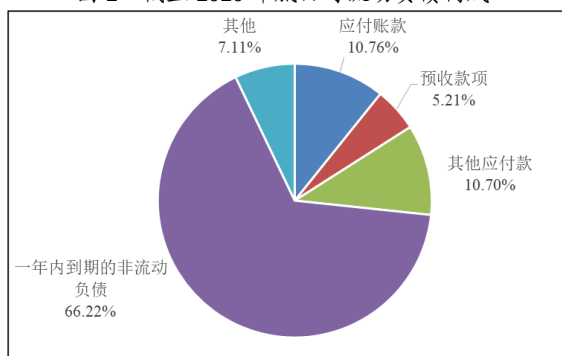
2018—2020 年末，公司负债规模波动增长，负债结构以非流动负债为主；公司债务以长期债务为主，债务负担处于合理水平。

2018—2020 年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长 8.13%。截至 2020 年底，公司负债总额 193.03 亿元，较年初增长 28.46%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 23.08%，非流动负债占 76.92%。公司负债以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2018—2020 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 11.32%。截至 2020 年底，公司流动负债 44.55 亿元，较年初增长 50.41%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。

公司流动负债构成如下图所示。

图 2 截至 2020 年底公司流动负债构成



注：其他应付款已剔除应付股利和应付利息
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020 年末，公司应付账款持续下降，年均复合下降 32.60%。截至 2020 年底，公司应付账款 4.80 亿元，较年初下降 20.39%，主要系预提费用减少所致。

2018—2020 年末，公司剔除应付股利和应付利息后的其他应付款持续下降，年均复合下降 8.92%。截至 2020 年底，公司剔除应付股利和应付利息后的其他应付款 4.77 亿元，较年初下降 7.97%，主要系往来款减少所致。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债连续增长，年均复合增长 70.39%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 29.50 亿元，较年初增长 126.77%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

2018—2020 年末，公司预收款项波动增长，年均复合增长 20.19%。截至 2020 年底，公司预收款项 2.32 亿元，较年初增长 56.27%，主要系地产租赁预收款项增加所致。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 7.23%。截至 2020 年底，公司非流动负债 148.48 亿元，较年初增长 23.07%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 60.59%）、应付债券（占 19.00%）和递延所得税负债（占 20.37%）构成。

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 3.52%。截至 2020 年底，公司长期借款 89.96 亿元，较年初增加 24.37%，主要

系 2020 年企业合并，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 19.96 亿元拆迁贷款纳入合并范围所致；长期借款主要由汇富-中金悠唐广场资产支持专项计划（发行金额 26.01 亿元，账面余额 25.47 亿元）、子公司北京荟宏房地产开发有限责任公司与浦发银行签订的经营性物业贷款合同（账面余额 45.50 亿元），及前文子公司拆迁贷款 19.96 亿元构成。

2018—2020 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 10.89%。截至 2020 年底，应付债券 28.21 亿元，较年初增长 22.79%，主要系 2020 年发行公司债和中期票据所致。

2018—2020 年末，公司递延所得税负债持续增长，年均复合增长 16.77%。截至 2020 年底，递延所得税负债 30.25 亿元，较年初增长 19.66%，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。

2018—2020 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 12.32%。截至 2020 年底，公司全部债务 147.67 亿元，较年初增长 36.34%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务占 19.98%，长期债务占 80.02%，以长期债务为主。2018—2020 年末，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 2020 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 57.26%、50.62%和 45.06%，较年初分别提高 2.72 个百分点、提高 4.25 个百分点和提高 1.86 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至 2021 年 6 月底，公司负债总额 170.95 亿元，较上年底下降 11.44%，主要系偿还到期债务所致。其中，流动负债占 10.02%，非流动负债占 89.98%，负债结构较上年底有较大优化。

截至 2021 年 6 月底，公司全部债务 128.01 亿元，较上年底下降 13.32%，主要系偿还到期债务所致。债务结构方面，短期债务占 3.51%，长期债务占 96.49%。从债务指标来看，截至

2021 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 54.20%、46.99%和 46.10%，较上年底分别下降 3.06 个百分点、下降 3.63 个百分点和提高 1.03

个百分点。2021 年上半年，公司已完成“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”（余额共计 23.01 亿元）的兑付。

表 12 截至 2021 年 6 月底公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
2021 年	4.50			4.50
2022 年	--	11.01	16.25	27.26
2023 年	--	21.11	6.08	27.19
2024 年	--	5.48		5.48
2025 年及以后	--	51.60	11.98	63.58
合计	4.50	89.20	34.31	128.01

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

公司近年来收入有所波动，且随着自持物业评估增值的下滑、投资收益的不稳定以及融资增加带来的财务费用对利润侵蚀的增加，公司利润逐年下降；公允价值变动收益、财务费用对利润影响较大，公司整体盈利能力一般。

2018—2020 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 3.14%。2020 年，公司实现营业收入 11.98 亿元，同比下降 12.42%，主要系疫情对酒店运营和商业出租影响所致；营业成本为 1.27 亿元，同比下降 66.63%，主要系 2019 年北丰危改小区项目拆迁成本结算造成对比期数据较高所致；实现营业利润 4.25 亿元，同比下降 26.80%，主要系公允价值收益及投资收益减少所致。2020 年公司营业利润率为 76.37%。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 6.20%。2020 年，公司费用总额为 7.69 亿元，同比增长 0.33%，较上年变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 6.01%、21.98%和 72.00%，以财务费用为主。2018—2020 年，公司销售费用波动下降，年均复合下降 16.07%；其中 2020 年较上年下降 32.24%，主要系中介机构费下降所致。2018—2020 年，公司管理费用波动下降，年均复合下降 1.93%；其中 2020 年较上年下降 16.62%，主要系交通差旅费下降

所致。2018—2020 年，公司财务费用持续增长，年均复合增长 12.12%，主要系借款及债券融资增加所致。2018—2020 年，公司费用收入比持续增长，分别为 53.40%、56.02%和 64.18%，财务费用对公司利润侵蚀较大。

非经常性损益方面，2018—2020 年，由于投资性房地产评估增值的下降，公司公允价值变动收益持续下降，年均复合降低 39.76%，公允价值变动收益占营业利润的比例波动增长，2020 年该比例为 47.59%。2018—2020 年，公司投资收益持续下降，年均复合下降 89.09%，占营业收入的比例由 30.71%降低至 1.07%，波动较大。2020 年，公司投资收益 0.05 亿元，同比下降 96.18%，主要系 2019 年收到国开瑞明投资基金（核算在可供出售金融资产中）分红款造成对比期数据较高所致。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，且投资收益存在波动性。

2018—2020 年，公司利润总额持续下降，年均复合下降 42.17%，2020 年公司利润总额 4.20 亿元。

2018—2020 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 4.92%和 4.93%，2020 年分别为 3.23%和 2.10%。与同业企业相比，公司整体盈利能力一般。

表13 2020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	总资产报酬率	毛利率
凯华地产	6.03	4.14	90.78
星河实业	2.86	3.50	63.39
兆泰集团	1.91	3.18	89.38

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

2021 年 1—6 月, 公司实现营业收入 6.06 亿元, 同比增长 19.33%, 主要系 2020 年同期受疫情影响结转收入较少所致; 实现利润总额 0.79 亿元, 同比增长 42.99%, 主要系毛利增长所致; 实现净利润 0.37 亿元, 同比增长 30.75%。

4. 现金流

2018—2020 年, 公司经营活动现金流持续净流入, 但波动下降; 投资活动现金流量由负转正, 波动上升, 主要系公司对理财产品的投资所致; 筹资活动现金流波动幅度较大。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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	20.77	17.32	15.99	5.59
经营活动现金流出小计	14.15	17.27	13.55	5.26
经营活动现金流量净额	6.62	0.05	2.44	0.33
投资活动现金流入小计	28.84	55.71	10.60	6.39
投资活动现金流出小计	47.76	36.58	10.11	0.04
投资活动现金流量净额	-18.92	19.13	0.49	6.35
筹资活动前现金流	-12.30	19.18	2.92	6.69
筹资活动现金流入小计	26.97	1.73	32.52	6.10
筹资活动现金流出小计	18.04	17.38	21.68	30.56
筹资活动现金流量净额	8.92	-15.65	10.84	-24.46
现金收入比	107.93	102.91	109.44	78.68

资料来源: 公司财务报告

从经营活动来看, 2018—2020 年, 公司经营活动现金流入逐年下降, 年均复合下降 12.27%, 主要系 2018 年收到合作方北京凯韦诚投资管理有限责任公司的往来款 3.25 亿元 (此前核算在其他应收款中), 造成对比期数据较高所致, 2020 年, 公司经营活动现金流入 15.99 亿元, 同比下降 7.70%, 主要系受疫情影响

响, 公司的商业和酒店经营收现有所降低所致, 销售商品和提供劳务收到的现金占公司经营现金流入的 82.02%。2018—2020 年, 公司经营活动现金流出波动下降, 年均复合下降 2.15%, 主要系支付的各项税款及往来款减少所致。2018—2020 年, 公司经营活动现金净额净流入但波动较大。2020 年, 公司现金收入比为 109.44%, 同比上升 6.53 个百分点, 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。此外, 支付其他与投资活动现金主要核算公司与合作方及合联营企业之间的计息往来款, 2018 年该数值较大主要系审计师将往来款的支付和收回分别按原值列示所致, 2019 年变更为按净值列示。综上, 2018—2020 年, 公司投资活动现金流波动较大, 公司投资活动现金净额分别为 -18.92 亿元、19.13 亿元和 0.49 亿元。

2018—2020 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为 -12.30 亿元、19.18 亿元和 2.92 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, 2018—2020 年, 公司筹资活动现金流入分别为波动增长, 年均复合增长 9.82%, 2018 年公司发行资产支持专项计划募集资金 26 亿元, 2020 年公司发行发行公司债及中期票据募集资金 28.30 亿元, 导致 2018 年和 2020 年的筹资活动现金流入大幅增加; 同期, 公司筹资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 9.62%。2018—2020 年, 公司筹资活动现金净额分别为 8.92 亿元、-15.65 亿元和 10.84 亿元。

2021 年 1—6 月, 公司实现经营活动现金净流入 0.33 亿元, 同比增长 145.67%, 主要系支付的其他与经营有关的现金中往来款支付减少所致; 投资活动现金净流入 6.35 亿元, 同比下降 17.97%, 主要系收回理财产品金额较 2020 年同期下降所致; 筹资活动现金净流出

24.46 亿元，净流出规模同比增长 258.37%，主要系偿还到期公司债所致。考虑到在建项目未来尚需投资较大，公司仍面临一定的筹资压力。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱，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。

从短期偿债能力看，2018—2020年末，公司流动比率波动下降，速动比率持续下降，但数值较高，流动资产对流动负债的保证程度好；现金类资产对短期债务的保障倍数波动增长，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般；2018—2020年，公司经营现金流动负债比波动下降，经营性净现金流对流动负债覆盖程度一般。截至2021年6月底，公司现金类资产对短期债务的保障倍数大幅增加，主要系偿还一年内到期的债务所致。

从长期偿债能力看，2018—2020年，公司EBITDA持续下降，主要系利润总额下降所致，与公允价值变动收益及投资收益的大幅下降有关；2018—2020年，公司EBITDA利息倍数持续下降，全部债务/EBITDA持续上升，EBITDA对利息和债务的覆盖程度较弱。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年	2021年6月
短期偿债能力指标	流动比率(%)	345.85	359.37	311.61	695.87
	速动比率(%)	198.85	181.32	104.70	154.34
	经营现金流动负债比(%)	18.41	0.18	5.47	--
	现金类资产/短期债务(倍)	0.77	0.87	0.85	1.98
长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	18.53	13.32	10.83	--
	全部债务/EBITDA(倍)	6.32	8.13	13.63	--
	EBITDA利息倍数(倍)	3.16	1.88	1.46	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 6 月底，公司共获得银行授信总额 88.50 亿元，已使用 84.31 亿元，尚未使用 4.19 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2021 年 6 月底，公司对外担保合计 17.99 亿元，占公司净资产的 12.46%，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，该项目自 2016 年陆续投入使用，2019 年度，出租率达到 85%以上。

截至 2021 年 6 月底，公司无涉案金额超过 500 万元的重大未决诉讼。

6. 抗风险能力

基于对房地产行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。

7. 母公司报表分析

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2020年底，母公司资产总额211.79亿元，较年初增长26.77%，主要系货币资金增加所致。其中，流动资产占36.06%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成；非流动资产占63.94%，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至2020年底，母公司负债合计118.66亿元，较年初增长37.37%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占38.11%，主要由其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债占61.89%，主要由长期借款、应付债券和递延所得税负债构成。截至2020年底，母公司全部债务82.21亿元，其中长期债务占68.98%。母公司资产负债率和全部债务资本化率分别

为56.03%和46.88%，较年初有所上升，债务负担较轻。截至2020年底，母公司所有者权益93.14亿元，较年初增长15.42%，主要由未分配利润（占65.25%）构成，权益稳定性一般。

2020年，母公司营业收入4.81亿元，同比下降18.17%，主要系疫情影响所致；净利润为-0.88亿元，同比下降4.85亿元，主要系投资收益和公允价值变动收益大幅下降所致。

2020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-18.05亿元、6.99亿元和28.41亿元。

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2021年6月底长期债务和全部债务的12.14%和11.72%，本期中期票据的发行对公司现有债务水平有一定影响。

以2021年6月底财务数据为基础，本期债券发行后，以最大发行规模15亿元来测算，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由54.20%、46.99%和46.10%上升至56.28%、49.75%和48.95%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。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，2018—2020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1.38倍、1.15倍和1.07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0.44倍、0.004倍和0.16倍；公

司EBITDA分别为本期中期票据发行上限的1.24倍、0.89倍和0.72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

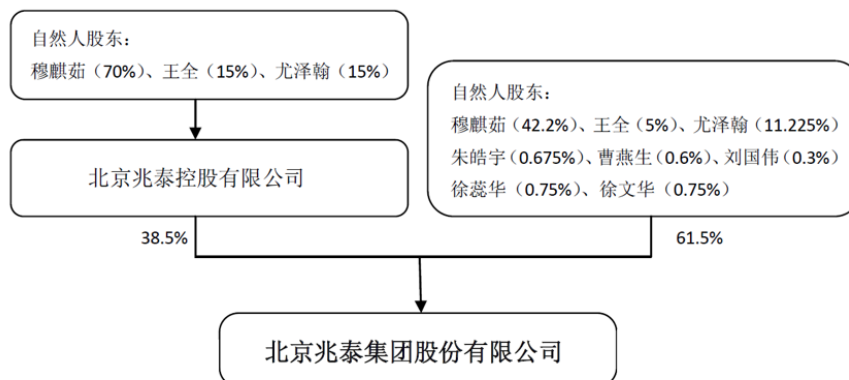
公司作为专业从事物业运营的房地产企业，建立了成熟规范的招商和经营机制，物业运营经验丰富，且自持物业项目主要位于北京市金融街及东二环区域，地理位置优越，其中写字楼的经营情况较好，出租率高，租金收入稳定；公司债务负担处于合理水平。但公司商业物业区域集中度高，利润下滑，财务费用对公司盈利侵蚀较大，营业利润对公允价值变动收益和投资收益依赖度较高，资产流动性一般，其他应收款对资金占用较大，对外投资存在一定的减值风险。

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；公司还将加速储备项目的开发建设进度；同时，公司根据市场情况或将部分自持物业出售，公司收入及现金流有望得到显著提升。

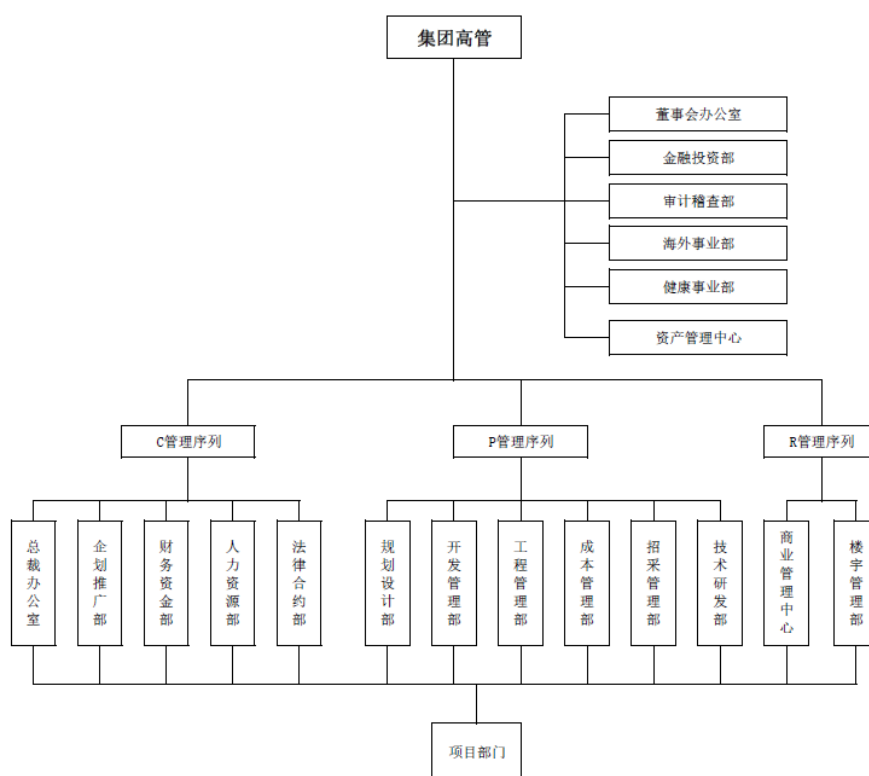
基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司违约风险很低，本期中期票据到期本息不能全额偿付的风险很低。

附件1-1 截至2021年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件1-2 截至2021年6月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 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
北京建铭房地产开发有限公司	90000.00 万元	66.67%	房地产开发

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 公司主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.78	11.29	25.02	8.91
资产总额（亿元）	277.92	275.55	337.10	315.39
所有者权益合计（亿元）	112.83	125.29	144.07	144.43
短期债务（亿元）	10.16	13.01	29.50	4.50
长期债务（亿元）	106.89	95.30	118.17	123.51
全部债务（亿元）	117.05	108.31	147.67	128.01
营业收入（亿元）	12.77	13.68	11.98	6.06
利润总额（亿元）	12.55	6.93	4.20	0.79
EBITDA（亿元）	18.53	13.32	10.83	--
经营性净现金流（亿元）	6.62	0.05	2.44	0.33
财务指标				
销售债权周转次数（次）	16.63	14.47	11.64	--
存货周转次数（次）	0.02	0.07	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.05	0.04	--
现金收入比（%）	107.93	102.91	109.44	78.68
营业利润率（%）	79.01	66.37	76.37	80.15
总资本收益率（%）	6.35	5.18	3.23	--
净资产收益率（%）	7.94	4.76	2.10	--
长期债务资本化比率（%）	48.65	43.20	45.06	46.10
全部债务资本化比率（%）	50.92	46.37	50.62	46.99
资产负债率（%）	59.40	54.53	57.26	54.20
流动比率（%）	345.85	359.37	311.61	695.87
速动比率（%）	198.85	181.32	104.70	154.34
经营现金流动负债比（%）	18.41	0.18	5.47	--
现金短期债务比（倍）	0.77	0.87	0.85	1.98
EBITDA 利息倍数（倍）	3.16	1.88	1.46	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.32	8.13	13.63	--

注：1. 公司 2021 年 1-6 月财务数据未经审计；2. 无债务调整项；3. 2018 年使用 2019 年年初数

资料来源：公司财务报告，联合资信搜集整理

附件 2-2 公司主要财务指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	3.44	2.60	19.94	7.73
资产总额（亿元）	163.25	167.07	211.79	198.29
所有者权益（亿元）	70.25	80.69	93.14	92.26
短期债务（亿元）	7.16	0.41	25.50	2.30
长期债务（亿元）	48.63	49.80	56.71	62.81
全部债务（亿元）	55.79	50.21	82.21	65.11
营业收入（亿元）	5.60	5.88	4.81	2.54
利润总额（亿元）	13.32	4.90	-0.99	-0.87
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-11.74	-0.32	-18.05	6.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.51	10.76	8.38	--
存货周转次数（次）	0.04	0.05	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比（%）	107.77	102.52	104.35	85.91
营业利润率（%）	74.05	72.83	68.77	76.98
总资本收益率（%）	11.30	5.19	1.43	--
净资产收益率（%）	16.18	4.93	-0.94	--
长期债务资本化比率（%）	40.91	38.16	37.84	40.50
全部债务资本化比率（%）	44.26	38.36	46.88	41.37
资产负债率（%）	56.97	51.70	56.03	53.47
流动比率（%）	214.59	267.82	168.92	245.22
速动比率（%）	159.26	186.66	139.79	195.83
经营现金流流动负债比（%）	-33.57	-1.32	-39.92	--
现金短期债务比（倍）	0.48	6.33	0.78	3.37
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 2021 年 1-6 月财务数据未经审计；2. “/”表示数据无法获取

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

联合资信评估股份有限公司关于 北京兆泰集团股份有限公司 2021 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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。