

信用等级公告

联合[2018] 902 号

联合资信评估有限公司通过对北京兴创投资有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定北京兴创投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，北京兴创投资有限公司 2019 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。



北京兴创投资有限公司

2019 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

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 7 亿元,
发行规模上限 14 亿元

本期中期票据期限: 5 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性兑付本金

募集资金用途: 偿还金融机构贷款

评级时间: 2018 年 6 月 1 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	22.65	21.87	40.36	40.07
资产总额(亿元)	228.04	253.56	293.21	308.59
所有者权益(亿元)	32.53	40.75	54.64	54.38
短期债务(亿元)	64.73	56.28	71.69	81.12
长期债务(亿元)	82.23	95.67	110.63	105.01
全部债务(亿元)	146.96	151.95	182.31	186.12
营业收入(亿元)	48.74	26.14	41.53	0.09
利润总额(亿元)	8.16	4.35	3.65	-0.25
EBITDA(亿元)	10.42	5.65	4.28	--
经营性净现金流(亿元)	1.11	4.09	-6.77	2.64
营业利润率(%)	23.31	20.05	15.89	66.21
净资产收益率(%)	20.54	7.68	4.79	--
资产负债率(%)	85.73	83.93	81.37	82.38
全部债务资本化比率(%)	81.88	78.85	76.94	77.39
流动比率(%)	182.83	221.16	199.07	203.32
全部债务/EBITDA(倍)	14.11	26.91	42.63	--
经营现金流动负债比(%)	1.01	4.06	-5.29	--

注: 全部债务包括其他应付款中有息部分; 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

历剑 黄琪融 唐嵩

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

评级观点

北京兴创投资有限公司(以下简称“公司”)是北京市大兴区内主要的土地一级开发主体和重要的保障性住房建设主体, 同时在区域内从事房地产开发业务。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在大兴区土地一级开发以及保障房建设领域具备竞争优势, 以及在项目获取和资产注入方面得到政府的大力支持; 公司土地一级开发项目位置较好; 此外, 房地产开发项目在大兴区具有一定品牌优势。同时, 联合资信也关注到公司土地一级开发及房地产业务受政府规划以及调控影响较大、在建项目资金支出压力较大、债务负担较重以及资产受限比例很高等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来, 随着公司整理土地的陆续上市以及房地产在建项目的陆续开盘销售和结转, 公司收入规模和盈利能力有望继续提升, 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状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 大兴区经济稳步增长, 财政实力强, 为公司发展提供了良好的外部环境。近年, 公司在项目获取及资产注入方面获得了有力的政府支持。
2. 公司土地一级开发业务在区域内具有较强的垄断优势, 项目地理位置较好, 且待出让规模较大, 公司未来收入较有保障。
3. 房地产板块是公司收入的主要来源, 盈利能力较好; 且开发项目均位于大兴区, 具有明显的区域品牌优势。

关注

1. 目前公司安置房项目均已全部竣工，且无在建、拟建的安置房项目，未来收入规模可能出现波动。
2. 公司近年发展迅速，在建的房地产以及土地一级开发项目资金需求较大，公司面临较大的融资压力。
3. 公司受限资产比例较高，资产流动性较弱。
4. 公司目前债务水平较高，债务负担较重，且短期债务到期规模大，存在一定的集中偿付压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京兴创投资有限公司（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。

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、本次信用评级结果的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。

北京兴创投资有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

公司成立于 2000 年 8 月,初始注册资本 2900 万元。2008 年,北京市大兴区人民政府国有资产投资管理委员会(以下简称“大兴区国资委”)接管了公司全部股权,公司股东变更为大兴区国资委。历经多次增资,截至 2016 年底,公司注册资本为 8.46 亿元。2017 年 5 月,大兴区国资委将其持有的公司全部股权转让给其实际控制的北京市大兴区国有资本投资运营有限公司(以下简称“大兴国投”)。截至 2018 年 3 月底,公司注册资本为 8.46 亿元,大兴国投为公司唯一股东,大兴区国资委为公司实际控制人。

公司经营范围:投资管理;房地产开发;销售自行开发的商品房;接受委托从事物业管理;信息咨询(中介除外);销售五金交电、建筑材料(粘土砖除外);出租办公用房;出租商业用房。(企业依法自主选择经营项目,开展经营活动;依法须经批准的项目,经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动;不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)

截至 2018 年 3 月底,公司内设房地产开发部、工程部、拆迁部、物资采购部、安全生产部、审计部、计划财务部等 11 个部门(见附件 1-2);下辖纳入合并范围的子公司 8 家。

截至 2017 年底,公司资产总额 293.21 亿元,所有者权益合计 54.64 亿元(其中少数股东权益 2.55 亿元)。2017 年,公司实现营业收入 41.53 亿元,利润总额 3.65 亿元。

截至 2018 年 3 月底,公司资产总额 308.59 亿元,所有者权益合计 54.38 元(其中少数股东权益 2.54 亿元)。2018 年 1~3 月公司实现营业收入 0.09 亿元,利润总额-0.25 亿元。

公司住所:北京市大兴区黄村镇海子角观

音寺南口建材城;法定代表人:张涛。

二、本期中期票据概况

公司已于 2018 年注册总额度 14.00 亿元的中期票据,本期拟发行 2019 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),基础发行规模 7.00 亿元,发行规模上限 14.00 亿元,发行期限为 5 年。

本期中期票据每年付息一次,到期一次性兑付本金,募集资金拟用于偿还金融机构贷款。

三、宏观经济和政策环境

2017 年,世界主要经济体仍维持复苏态势,为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境,加上供给侧结构性改革成效逐步显现,2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年,中国国内生产总值(GDP)82.8 万亿元,同比实际增长 6.9%,经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转;产业结构持续改善;固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善;全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PIRM)涨幅较大;制造业采购经理人指数(制造业 PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI)均小幅上升;就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年,全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较 2016 年有所上升,财政赤字(3.1 万亿元)较 2016 年继续扩大,财政收入增长较快且支出继续向

民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）

小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临

挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区

域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方政府的高度重视。近些年，全国各地城市建设资金来源和渠道日益丰富，城市基础设施建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在可用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求的情况下，地方政府基础设施建设融资平台在中国城市基础设施建设过程中发挥着至关重要的作用。随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43号，以下简称《43号文》）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

20世纪90年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立地方政府融资平台的城市基础设施建设投融资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券筹集资金等。2009年，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方政府隐性债务规模快速攀升。2010年之后，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。

2014年国务院的《43号文》规范了地方政府举债行为，要求剥离融资平台的政府融资职能。随后财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号，以下简称《351号文》）对2014年底存量债务进行了清理、甄别。在此背景下，全国地方政府性债务得以明确，随着政府债务的置换，城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。2015

年，地方政府债券发行工作得到落实，政府债务置换工作有序推进，同时为保障城投公司融资能力，确保在建项目的持续推进，国家发布了系列融资政策，使得城投公司面临相对宽松的融资环境，城投公司短期周转能力有所增强，流动性风险得以缓释。

2016年，国家继续推行地方政府债券的发行工作，同时为加强地方政府性债务管理，国务院办公厅下发的《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函【2016】88号，以下简称《88号文》），对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排。此外，财政部下发了《关于印发〈地方政府性债务风险分类处置指南〉的通知》（财预【2016】152号，以下简称《152号文》），依据不同债务类型特点，分类提出处置措施，明确地方政府偿债责任，是对政府性债务管理的进一步细化。《88号文》和《152号文》的具体规定弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还，城投债的信用风险可能加大。此外，《中共中央、国务院关于深化投融资体制改革的意见》鼓励加大创新力度，丰富债券品种，进一步发展企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具、项目收益债等，支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，为城投企业债券市场融资提供有利的政策环境。2016年3月25日，财政部、住房城乡建设部共同出台的《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》（财综【2016】11号文），强调多渠道筹集资金，加大对棚户区改造的支持力度，促使城投企业棚改债规模持续增长。

综上所述，《43号文》之后，随着城投公司政府融资职能的剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性有所弱化，城投债的信用风险可能加大。但考虑到目前城投公司仍是地方政府基

础设施建设的重要主体，其项目来源以及资金往来与地方政府紧密相关，短期内城投公司完成转型的可能性较小，其信用风险仍与地方政府关联关系较大。

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至2016年底，中国城镇化率为57.35%，较2015年提高1.25个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2017年3月5日，中央政府发布的《2017年政府工作报告》对中国政府2017年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将继续在棚户区改造、市政基础设施建设、新型城市建设等方面维持较大投资规模。整体看，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

近年来，中国政府陆续颁布了进一步规范地方政府融资的相关政策，同时支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境。在城投公司与地方政府信用关联性有所弱化的情况下，联合资信认为，未来能持续得到政府强力支持、信贷环境良好、转型条件较好的城投公司，其发展及信用基本面将得到支撑。同时，联合资信也将持续关注区域经济发展相对落后、职能定位有所调整、短期流动性不强、或有债务风险大的城投公司的信用风险。

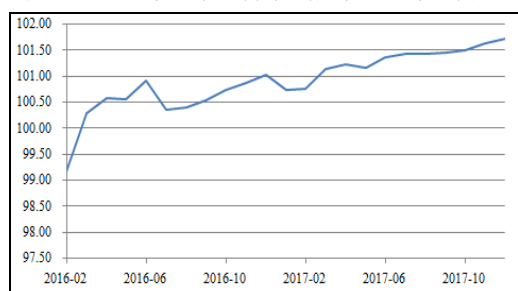
2. 房地产行业分析

行业发展概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环

比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图1 2016年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年

以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通

商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓

非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因

城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住

房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 区域经济环境

大兴区位于北京市南部，是距离北京市区最近的远郊区，下辖5个地区，9个镇，5个街道，面积1031平方公里，2016年大兴区被列为第二批国家新型城镇化综合试点地区。北京经济技术开发区（以下简称“开发区”）位于北京东南亦庄地区，是北京市唯一同时享受国家级经济技术开发区和国家高新技术产业园区双重优惠政策的国家级经济技术开发区，开发区于1992年开始建设，2010年同大兴区行政资源整合，形成新区。

根据《新区（大兴—开发区）2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年新区实现地区生产总值2009.50亿元，较上年增长10.50%。其中，大兴区实现地区生产总值644.30亿元，较上年增长7.10%；开发区实现地区生产总值1365.20亿元，较上年增长12.20%。新区第一产业实现增加值16.80亿元，第二产业实现增加值1141.40亿元，第三产业实现增加值851.30亿元。三次产业结构比重由上年的1.10:56.20:42.70调整为0.80:56.80:42.40。

2017年，新区实现全社会固定资产投资1177.20亿元，较上年下降3.00%，其中，大兴区实现全社会固定资产投资818.70亿元，较上年下降1.00%；开发区实现全社区实现全社会固定资产投资358.50亿元，较上年下降7.30%。2017年，新区实现房地产开发投资402.80亿元，

较上年下降 21.00%，占全社会固定资产投资的比重为 34.20%，较上年下降 7.80 个百分点。新区商品房销售面积 113.30 万平方米，较上年下降 55.00%；新区商品房待售面积 169.40 万平方米，较上年下降 11.10%，其中大兴区商品房待售面积 118.70 万平方米，较上年下降 8.90%；开发区商品房待售面积 50.70 万平方米，较上年下降 15.70%。

2017 年，大兴区一般公共预算收入 84.71 亿元，较上年增长 9.00%；政府性基金预算收入 348.28 亿元，较上年增长 100.70%；国有资本经营预算 1.24 亿元，较上年增长 34.70%。

总体看，大兴区经济稳步增长，财政实力强，为公司发展提供了良好的外部环境。但大兴区房地产行业受北京市出台的各项房地产政策的影响有所萎缩，对公司房地产业务板块形成一定制约。

五、基础素质分析

1. 股权关系

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 8.46 亿元，大兴国投为公司唯一股东，大兴区国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

北京市大兴区主要有 3 家政府投融资平台，分别为公司、北京兴展投资控股有限公司¹（以下简称“兴展投资”）和北京生物医药产业基地发展有限公司（以下简称“生物医药基地”）。兴展投资主要为大兴区基础设施建设项目、公共服务设施和土地一级开发项目的融资主体，此外兴展投资还负责榆垓、庞各庄地区的土地一级开发工作，并为大兴区内工业企业提供担保融资服务。生物医药基地同样是大兴区国资委下属的国有独资企业，主要从事大兴

生物医药产业基地内项目的招商引资、土地开发及基础设施项目的投资建设等。公司负责地铁大兴线沿线周边（包括大兴新城北区、西红门商业综合区、大兴新城核心区、生物医药基地东配套区）以及采育镇区等区域的土地一级开发和保障房建设，并进行区域市政基础设施建设。大兴区 3 家平台在业务上有所重叠，但是负责开发的区域不同，因此在各自负责的区域里具有垄断地位。

公司目前拥有“房地产开发企业二级资质证书”以及“房地产开发企业四级资质证书”。公司所建设的兴创大厦项目、西红门三四期项目、兴创屹墅项目以及兴创荣墅项目先后获得北京市建委、中国质量协会、全国建筑类绿色施工协会等机构颁发的“2014~2015 年度国家优质工程奖”、“优质工程奖”、“全国建筑业绿色施工示范工程”等奖项。

总体看，公司作为大兴区土地一级开发、保障房建设以及市政基础设施建设的主体，在土地一级开发方面具有突出地位；此外公司房地产开发经验较为丰富，在大兴区内具有一定区域优势，公司综合实力较强。

3. 人员素质

2018 年 3 月底，公司现有董事、监事及高级管理人员 12 名。

公司董事长张涛先生，57 岁，本科学历，曾任职于大兴县建委市政处工程办公室、北京市大兴县市政工程设计所、任公司党委委员、总经理，2016 年 11 月起，任公司党委副书记、董事长。

公司总经理支小飞先生，40 岁，本科学历，曾任公司副总经理、开发部经理、党委委员，2015 年 6 月起，任公司党委副书记、总经理。

2018 年 3 月底，公司员工总数 399 人。按学历结构划分，硕士及以上的占 16.29%，大专及本科的占 74.69%，大专以下的占 9.02%。从员工类型上划分，行政管理人员占 16.29%，项目人员占 71.68%，财务人员占 3.26%，销售人

¹ 兴展投资于 2017 年 4 月 7 日发布公告，北京市大兴区政府决定将包括兴展投资等 10 家国有企业产权划转至北京市大兴区国有资本投资运营有限公司，北京市大兴区国有资本投资运营有限公司是大兴区国资委下属的国有独资公司，目前尚未开展实际业务。

员占 8.77%。从年龄结构上划分, 20~39 岁的占 84.46%, 40~49 的占 12.53%, 50 岁以上的占 3.01%

总体看, 公司管理人员具有较丰富的管理经验, 综合素质较高; 员工平均学历水平尚可, 能够满足公司经营发展需要。

4. 外部支持

公司是大兴区土地一级开发和基础设施建设的主体, 受到政府在资产划拨及资本金注入等方面的有力支持。

(1) 资产注入

2016 年, 根据京兴国资发【2016】100 号, 大兴区人民政府国有资产监督管理委员会拨付公司资本金 1.80 亿元, 计入“实收资本”科目。

2016 年, 根据京兴财资产【2016】243 号,

大兴区财政局同意将黄村再生水厂工程资产调拨给公司, 资产价值 3.50 亿元, 计入“资本公积”。

2016 年, 公司收到国有资本经营预算 0.49 亿元, 主要系大兴区国资委取得公司国有资本收益后进行分配并返还。

2017 年, 公司收到财政给予的庞各庄二号地项目配套资金 6.00 亿元, 以及西红门三、四期项目建设专项资金 0.65 亿元, 均计入“资本公积”。

(2) 业务支持

北京市大兴区政府授权公司对区内的土地进行一级开发并负责项目范围内的回迁房建设, 涉及规划建设用地面积 837.5 万平方米, 公司已累计开发完成并出让 518.3 万平方米土地。

表 1 公司受托土地一级开发情况

项目名称	委托开发协议	甲方(委托人)	签订日期
西红门商业综合区	西红门商业综合区 1 号、2 号、3 号地块项目土地一级开发委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2009.4.9
大兴新城核心区	大兴新城核心区 A-1 组团、A-2 组团土地一级开发项目委托开发协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2010.9.10
	大兴新城核心区 C 组团土地一级开发项目委托开发协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2010.9.10
	大兴新城核心区 D-K 组团土地一级开发项目委托开发协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2010.9.10
生物医药基地东配套区	大兴区生物医药基地东配套区土地一级开发项目(A、B、C、D、E、F 组团)委托开发协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2009.9.27
采育镇区	大兴区采育镇西组团 01-0040、01-0049、01-0069 地块土地一级开发项目委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2008.8.25
	大兴区采育镇西组团二期土地一级开发项目委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2008.5.14
	大兴区采育镇西组团 01-0118 地块土地一级开发项目委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2008.8.25
	大兴区采育镇区剩余地块土地一级开发项目委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2009.10.17
大兴新城北区	大兴新城北区 2#地块项目土地一级开发委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2008.11.14
	大兴新城北区 10#、16#地块项目土地一级开发委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2008.11.14
	大兴新城北区 19#、20#地块项目土地一级开发委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2008.5.28
	大兴新城北区 22#、23#地块项目土地一级开发委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2008.11.14
京开东侧天官院村	大兴区京开东侧天官院村土地一级开发项目委托协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2013.7.22
大兴区黄村七街	大兴区黄村七街土地一级开发项目委托开发协议书	北京市土地整理储备中心 大兴区分中心	2010.9.3

资料来源: 公司提供

整体而言, 公司在发展过程中得到大兴区政府的大力支持, 且具备一定的持续性; 对公

司的融资和债务偿还能力形成了有力保障。

5. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：911100007214964562），截至2018年5月28日，近五年内公司无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

六、管理制度

1. 法人治理

根据公司章程，公司不设股东会，由大兴区国资委实行出资人职责。公司设有董事会、监事会、总经理。

董事会为公司决策机构，对大兴区国资委负责。公司董事会由7人组成，其中，由大兴区国资委委派6人，职工董事1人，由公司职工大会（或职工代表大会）选举产生。董事会设董事长1人，由大兴区国资委从董事会成员中指定。董事任期3年，任期届满，可连任。

监事会成员5人，其中，由大兴区国资委委派3人，职工监事2人，由公司职工大会（或职工代表大会）选举产生。监事会设主席1人，由大兴区国资委从监事会成员中指定。公司董事、高级管理人员不得兼任监事。监事任期3年，任期届满，可连任。

公司设总经理一人，由大兴区国资委指定董事会成员兼任。总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司自成立以来根据相关法律法规逐步建立了一系列管理流程与制度，具体包括《融资管理办法》《工程建设项目招标投标管理暂行办法》《征地拆迁管理办法（试行）》《经营计划管理办法》等。

经营计划方面，公司根据战略规划和运营实际，制定经营计划管理办法。公司经营计划管理试行统一领导，分级负责。经营计划的管理机构包括公司董事会、总经理办公会、经营

计划编制领导小组、经营计划督办会、企业发展部、公司各部门及子公司。如年度经营计划在执行过程中出现了较大偏差，由企业发展部提出对年度经营计划进行调整的建议。年度经营计划节点类指标按月考核，其余指标按年度考核。具体考核办法及评分办法参考《综合绩效责任书》；未实施绩效考核的部门的子公司，经营计划完成情况将作为工作质量和效果的重要评价依据，年末计入综合考核结果。

融资方面，公司融资管理工作实行统一领导、统一管理、统一负责的管理体制。计财部是融资工作的管理部门和责任主体，负责执行公司发展目标和发展阶段要求的融资政策和计划、优化配置公司融资资源、监督和统筹公司及子公司所有筹集资金的使用。融资计划制定遵循的基础是每年的年度开发建设计划和年度财务预算，并综合考虑资金使用计划、销售回款计划、还本付息计划及税费缴纳计划，根据财务预算缺口，将存在较大在资金缺口的项目纳入下年度融资计划，融资计划作为财务预算的一部分列入公司年度财务预算。融资计划期间内，如融资条件或资金使用计划发生变化，计财部可根据实际资金使用情况及融资条件开展融资工作。

采购方面，公司根据《中华人民共和国招标投标法》、《中华人民共和国政府采购法》、北京市《工程建设项目货物招标投标办法》、《关于深化建设工程货物招标投标改革的若干规定》（试行）等法律法规，公司《工程建设项目招标投标管理暂行办法》及《直接委托、发包和采购管理办法》等制度制定采购办法，公司采购坚持“分类管理、程序规范、品质为先、成本可控”的原则，在物资采购部的统一管理和监督下开展采购相关工作。公司按采购组织和管理主体、采购方式的不同对产品进行分类，组织采购工作实施；另外物资采购部建立完善的供应商评价体系，对合作过程进行跟踪。

征地拆迁方面，公司制定了《征地拆迁管理办法（试行）》和《拆迁档案管理办法（试行）》，

公司拆迁部为征地拆迁工作的主责部门，负责完成各项征地、拆迁工作任务。开发部负责确定征地拆迁范围；工程部负责完成拆迁地块围挡搭建；企业发展部负责征地拆迁合同范本的会审和合同的审核；计财部负责征地、拆迁资金的筹措及征地、拆迁、腾退补偿款支付等工作；成本部负责线杆迁改、硬化路面破除等工程类预算审核；劳动人事部负责拆迁实施及安置房入住手续办理期间的后期保障、办公设备购置和办公场所布置；审计部负责征地、拆迁补偿工作程序监管；安全生产部负责拆迁完成地块联合验收；安置房建设单位负责安置房设计、建设、验收、维护和大产权证办理等。

整体看，公司的管理体系能够满足公司现阶段发展需要，未来随着公司进一步发展，内部管理体系将进一步完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司目前主营业务包括土地一级开发、商品房销售及保障性住房销售，2015~2017年，

公司营业收入波动下降，年均复合下降7.69%，主要受房地产开发进度影响，三年分别实现营业收入48.74亿元、26.14亿元和41.53亿元。公司主营业务收入占营业收入的比例分别为99.04%、98.09%和98.15%，主营业务突出。

收入构成方面，土地一级开发和商品房销售业务对公司营业收入贡献大。2015~2017年，土地一级开发分别占营业收入的34.38%、41.91%和50.43%，分别实现收入16.75亿元、10.95亿元和20.94亿元，波动较大，主要受大兴区土地上市计划及出让进度影响；同期，公司商品房销售分别实现收入29.81亿元、10.80亿元和9.45亿元，降幅较大，主要系开发进度以及销售物业类型影响，该板块收入分别占营业收入的61.16%、41.33%、22.75%；公司保障性住房销售主要是在土地一级开发区域范围内建设定向回迁安置房，以用于土地一级开发项目被拆迁人的回迁安置，多出部分可用于区外选房，2015~2017年，该板块分别实现收入1.71亿元、2.39亿元和10.33亿元，2017年收入规模大幅增长，系竣工可售面积大幅增长所致。

表2 2015~2017年公司收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	482673.15	99.04	34.38	256404.67	98.09	27.83	407588.47	98.15	17.04
土地一级开发	167535.58	34.38	2.10	109541.19	41.91	5.61	209424.05	50.43	10.15
商品房销售	298053.36	61.16	53.31	108040.93	41.33	56.08	94481.38	22.75	40.36
保障性住房销售	17084.20	3.51	20.64	23871.99	9.13	16.85	103254.04	24.86	9.42
其他	--	--	--	14950.56	5.72	3.95	429.01	0.10	73.58
其他业务收入	4677.58	0.96	42.91	4994.54	1.91	90.26	7684.15	1.85	93.42
合计	487350.73	100.00	34.46	261399.21	100.00	29.02	415272.62	100.00	18.45

资料来源：根据审计报告整理

毛利率方面，2015~2017年，公司土地一级开发业务主要受整理地块约定毛利率不同影响，毛利率逐年上升；商品房销售毛利波动下降，系之前年度结转收入项目的土地拿地成本较低影响；近三年，公司综合毛利率逐年下降，分别为34.46%、29.02%和18.45%，主要系利润较高的商品房销售毛利率波动下降影响。

2. 业务经营分析

(1) 土地一级开发

公司根据北京市大兴区政府的授权，主要负责地铁大兴线沿线周边（包括大兴新城北区、西红门商业综合区、大兴新城核心区、生物医药基地东配套区）以及采育镇区等区域的土地一级开发。

公司土地一级开发模式为：北京市大兴区土储分中心（以下简称“大兴土储”）作为土地一级开发的立项主体委托公司作为实施主体。根据公司与大兴土储签订的土地一级开发项目委托开发协议（以下简称“土地委托协议”，具体协议见表2），大兴土储委托公司按照“七通一平”的标准实施约定区域的土地一级开发工作。公司土地一级开发资金来源于财政（专项应付款）、土储（土地出让回款）以及自筹资金。公司将土地开发成本记入存货，土地开发完成后，通过招拍挂进行上市交易。对于所取得的收益溢价部分由市区两级政府进行处理，开发成本部分将按照地块开发资金来源比例返还给土储分中心和公司。公司依据土地委托协议，

根据上市地块的已投金额计提2%或7%（大兴新城北区）的净利润，其中已投资额涵盖土地一级开发所支出的所有费用也包括各项融资成本。最终在大兴土储将项目土地上市交易完成后，公司确认收入，净利润与开发成本一同支付给公司。

2018年3月底，公司开发中土地一级开发项目共7处，项目概算总投资464.00亿元，已投资额318.80亿元（大部分已确认收入），尚需投资金额145.20亿元，其中2018年2~4季度、2019年、2020年分别计划投资12.87亿元、16.05亿元、12.45亿元，公司土地一级开发项目待投资规模较大。

表3 2018年3月底公司土地一级开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

地块名称	规划建设用地面积	预计投资	已投资	未来投资计划		
				2018年4-12月	2019年	2020年
西红门商业综合区土地一级开发项目	36.40	15.00	13.00	0.10	0.15	0.00
新城北区土地一级开发项目	322.00	46.00	46.00	0.39	0.20	0.05
新城核心区土地一级开发项目	175.00	129.00	67.00	7.00	3.00	5.00
七街旧村改造土地一级开发项目	27.00	76.00	17.00	3.50	10.00	5.00
生物医药基地东配套区联合储备项目	129.00	82.00	77.00	0.18	0.50	0.30
采育中心镇区土地一级开发项目	144.00	112.00	95.00	1.50	2.00	2.00
京开东侧天宮院村土地一级开发项目	4.40	4.00	3.80	0.20	0.20	0.10
合计	837.80	464.00	318.80	12.87	16.05	12.45

资料来源：公司提供

注：部分地块预计实际投资超计划投资。

2018年3月底，公司土地一级开发已完成出让518.33万平方米；已完成开发可出让土地储备28.73万平方米，正在开发面积290.44万平方米，主要分布在大兴核心区、采育镇区范围内；已投入开发成本对应存货中账面价值45.30亿元。

总体看，土地一级开发是公司主要收入来源之一，近年来受土地出让计划以及开发进度影响，收入规模波动较大。目前公司在开发和已开发待出让土地面积较大，且地段较好，未来仍将是公司收入的重要来源。但土地出让受政府土地出让计划影响较大，具有一定不确定性，且公司土地一级开发待投入规模较大，未来面临一定筹资压力。

（2）保障性住房销售

为满足被拆迁人需要，公司在土地一级开发区域范围内建设定向回迁安置房，以用于土地一级开发项目被拆迁人的回迁安置，多出部分可用于区外选房。公司作为保障性住房建设主体，负责办理项目立项、建设用地规划、环评、交通影响评价等等手续。项目建设资金主要由公司自筹，除政府财政投入建设资本金外，公司通过贷款等方式积极引入金融机构资金。

公司保障性住房项目一般与土地一级开发联动，具体有两种模式：模式一是拆迁回迁安置房（实物安置），在此种模式下，开发成本在所属地块土地一级开发成本中进行核算，公司在建设成本基础上收取2%管理费，最终收入在

土地一级开发收入中确认；模式二是针对剩余房源区外选房，此种模式下确认的收入在保障性住房销售收入中体现。

在项目的建设过程中，大兴区政府将组织监察、审计、建委等部门全程跟踪，其开发成本及销售价格均以审计确认结果为准，成本均计入存货。

房源分配方面，保障性房源由公司拟定“三限三定”（即“定性、定向、定量”及“限户型、限价、限交易”）方案交由大兴区政府审核，审核通过后报国土部门审批后执行，由被拆迁人选房，相应房款从拆迁补偿款中扣除。公司建设的安置房在安置拆迁户后，剩余房源在公司向政府相关部门申请后，由政府统筹安排销售对象。公司安置房板块收入来自拆迁户补偿款中的扣除房款以及剩余房源的销售收入。由于部分房款包含在土地开发成本中，作为土地开发成本返还给公司，公司在对拆迁户进行安置时将补偿款中的购房款直接扣除，故保障性住房销售收入仅对外销售部分产生收入现金流。

对外销售房源定价方面，2016年4月之前，政府一般将剩余房源统一纳入政府保障房序列，由政府根据保障房需求，调剂使用，价格

一般按照周边经济适用房或两限房价格制定，该价格低于市场价但高于房屋建设成本价。2016年4月，大兴区住建委出台《大兴区定向安置住房剩余房源管理办法》，规定安置房剩余房源用于调剂项目使用时，搬迁、建设单位需提出使用理由、套数、面积、价格及资金支付方式等，由相关部门审核后报大兴区政府批准。

2015年保障房销售收入主要来自东配套区安置房，2016年主要来自新城北区22#地安置房和东配套安置房，2017年主要来自于大兴核心区安置房。近年来，受每年区外选房涉及房源的成本有差异的影响，该板块毛利率逐年下降。2018年3月底，公司保障性住房包括新城北区安置房、东配套区安置房和核心区安置房，均已全部竣工；其中东配套区安置房销售房源较多。公司建设保障性住房计入存货-开发产品科目，2018年3月底，账面价值10.41亿元，对应1736套，建筑面积14.88万平方米，目前公司无在建、拟建保障性住房项目。

2015~2017年，公司保障性住房销售分别实现收入1.71亿元、2.39亿元和10.33亿元，毛利率逐年下降，主要受每年度的区外选房情况不同影响。

表4 2015~2017年及2018年1~3月公司安置房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
当年安置房开工面积	0	0	0	0
当年安置房竣工面积	0	0	43.22	0
当年安置房销售面积	2.50	5.01	18.94	1.33
当年安置房销售收入	17084.20	23871.99	103254.04	0

资料来源：公司提供

总体看，公司安置房板块均已全部竣工，尚有一定的可销售面积，考虑到公司无在建、拟建的安置房项目，未来收入规模可能出现波动，业务持续性一般。

（3）房地产销售板块

公司房地产销售板块主要由子公司北京兴创置地房地产开发有限公司（以下简称“兴创置地”）负责，目前公司项目主要分布在大兴新城北区、生物医药基地东配套区、大兴新城核

心区、西红门商业综合区以及采育城镇中心区等区域，在区域内具有一定的品牌优势，开发项目以商业地产和高端住宅为主。

项目开发

公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由兴创置地完成，兴创置地对下属项目的建设、销售等执行监督管理。

从房地产开发建设情况看，2015年，公司

新开工项目仅 1 处，为大兴核心区企业总部项目，新开工面积为 5.59 万平方米；2016 年，公司新开工项目为 3 个，为全民健身中心项目、兴创荣墅（采育镇区 01-0005 地块和 01-0009 地块）项目和采育企业交流中心项目，新开工面积 21.60 万平方米。2017 年新开工项目 1 个，为采育 A-07-02 地块。2018 年 3 月底，公司在

建房地产面积 71.06 万平方米。2018 年 3 月底，公司房地产业务主要在建项目预计总投资金额为 219.40 亿元，已投资金额 130.62 亿元，2018 年 4~12 月、2019 年、2020 年，分别计划投资 9.54 亿元、17.20 亿元和 16.80 亿元。整体看，公司房地产在建项目投资规模较大，公司面临较大的资金压力。

表 5 2018 年 3 月底公司房地产业务主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总建筑面积	计划投资额	已投资	未来投资计划		
				2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年
兴创国际中心	60.90	70.00	46.35	1.60	4.00	3.50
核心区企业总部	14.90	24.00	16.77	1.50	2.00	2.00
兴创荣墅	54.60	113.00	64.71	5.00	10.00	10.00
采育企业交流中心	6.86	7.30	1.63	0.70	0.30	0.20
全民健身中心	2.10	2.40	0.90	0.60	0.80	0.10
采育镇区 A-07-02 商业金融项目	3.30	2.70	0.26	0.14	0.10	1.00
合计	142.66	219.40	130.62	9.54	17.20	16.80

资料来源：公司提供

项目销售

公司项目销售均采取自销的方式。公司住宅创国际中心销售，该项目销售单价低于兴创屹房地产项目均为高端项目，截至目前，公司有 2 墅。

处住宅房地产项目，分别为兴创屹墅及兴创荣墅。2015~2017 年，公司协议销售面积波动较大，项目，其中兴创屹墅为已竣工项目，剩余尾盘销其中 2016 年大幅增长，主要系兴创国际中心项售，兴创荣墅为在建项目；商业地产项目包括西目预售；从协议销售均价来看，受销售项目类型红门三期和四期（兴创国际中心）、核心区企业不同及房地产市场价格波动影响，近三年公司协总部以及采育企业交流中心等。

近三年公司房地产开发销售收入持续下滑，住宅，销售均价较高，且拿地成本低毛利率较高，2015~2016 年，该板块收入主要来自兴创屹墅项而 2016 年、2017 年销售的兴创屹墅车位、储藏目，2016 年剩余可售面积较少导致当年收入下间以及兴创国际中心写字楼均价较低。

表 6 2015~2017 年及 2018 年一季度公司房地产业务销售数据（单位：万平方米、万元/平方米、万元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
协议销售面积	2.22	10.02	3.13	0.32
协议销售均价	4.44	2.16	3.31	3.00
结转销售面积	9.05	3.14	4.22	0
结转销售收入	298053.36	108040.93	94481.38	0

资料来源：公司提供

2018 年 3 月底，公司在售房地产项目共 3 处，分别为住宅项目兴创屹墅（尾盘）和兴创荣墅和商业地产项目兴创国际中心；公司预收

款项 20.11 亿元，主要是兴创国际中心、兴创荣墅项目预售房款。目前尚有较大规模的在建项目，房地产业务可持续能力尚可。

表 7 2017 年底公司在售项目情况 (单位: 万平方米、万元/平方米)

项目名称	开盘时间	可售面积	签约销售面积	销售进度	签约销售均价
兴创国际中心	2015.10	11.93	7.14	59.85%	2.71
兴创荣墅	2017.1	9.33	2.63	28.19%	3.24
兴创屹墅	2013.10	16.73	15.06	90.02%	2.67
合计	--	37.99	24.83	--	--

资料来源: 公司提供

注: 兴创屹墅销售均价含车位、储藏间, 单住宅均价 3.2 万/平方米。

土地储备

公司目前储备土地均位于大兴区区域内, 公司土地储备均通过招拍挂的方式获取, 近三年公司新获取土地较少。2018 年 3 月底, 公司储备土地占地面积合计 50.72 万平方米, 对应规划建筑面积为 146.13 万平方米。从楼面

地价来看, 公司 2006 年获得的采育镇两处地块的楼面地价较低, 其他普遍集中在 6000 元/平方米~12000 元/平方米。从土地性质来看, 公司储备土地主要为商业用地, 未来主要用于写字楼建设。目前除采育 01-0044 地块, 其余均处在开发阶段。

表 8 2018 年 3 月底公司土地储备情况 (单位: 万平方米、元/平方米)

项目名称	土地性质	取得时间	占地面积	总建筑面积	拿地均价
西红门三期	商业	2012 年	4.60	21.10	6032.00
西红门四期	商业	2012 年	7.50	39.80	7124.00
核心区企业总部	商业	2013 年	7.30	14.89	12431.00
全民健身中心	体育场馆	2015 年	0.83	2.17	2233.00
采育企业交流中心	商业	2006 年	2.90	6.86	503.00
采育荣墅 05 地块	居住、商业	2014 年	12.80	27.71	9356.00
采育荣墅 09 地块	居住、商业	2014 年	12.50	26.99	9377.00
采育 A-07-02 地块	商业	2006 年	0.90	3.32	425.00
采育 01-0044 地块	商业	2015 年	1.39	3.29	7304.00
合计	--	--	50.72	146.13	--

资料来源: 公司提供

总体看, 公司尚有较大规模的在建项目, 房地产收入可持续能力尚可, 但公司房地产板块在建项目投资规模较大, 未来面临较大的资金压力, 同时目前房地产政策趋于收紧, 房地产板块收入可能会受到房地产政策的影响。

(4) 其他业务

公司其他业务收入主要来自物业出租, 公司目前自持物业为包括兴创大厦、兴创 D 标(商铺)、艺苑桐城及城管大队办公楼。2017 年开始公司将艺苑桐城与城管大队办公楼确认为投资性房地产, 同时根据出租合同确认租金收入, 导致当年租金收入大幅增长。

表 9 2015~2017 年公司自持物业情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
平均租金水平 (元/平/天)	商铺: 4.50	商铺: 4.50	商铺: 4.50
	写字楼: 3.30	写字楼: 3.50	兴创大厦写字楼: 3.50 艺苑桐城和城管大队办公楼: 2.20
自持物业出租收入(万元)	3565	4284	7115

资料来源: 公司提供

总体看，公司物业出租毛利率较高，对利润有一定贡献。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司计划进一步实施经营结构战略转型。明确“区域发展商”的定位，立足大兴面向京津冀，以土地一级开发为基础，综合发展新市镇、产业园区、中高端住宅、商业地产等业务，推动区域发展的同时，调整资产结构，转变经营方式，积累优势资产。明确未来五年发展模式为土地一级开发+房地产开发+持有型物业的区域发展一体化核心战略，辅以物业管理和金融投资等相关多元化业务。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告及 2018 年一季度财务报告，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

财务报告合并范围变化方面，2017 年底，公司纳入合并范围的子公司共计 8 家。其中 2017 年，新纳入公司合并范围的子公

司共计 2 家。2018 年 1~3 月，公司合并报表范围未发生变化。公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 293.21 亿元，所有者权益合计 54.64 亿元（其中少数股东权益 2.55 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 41.53 亿元，利润总额 3.65 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 308.59 亿元，所有者权益合计 54.38 元（其中少数股东权益 2.54 亿元）。2018 年 1~3 月公司实现营业收入 0.09 亿元，利润总额-0.25 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模快速增长，年均增长 13.39%；2017 年底，公司资产总额 293.21 亿元，同比上升 15.63%，其中流动资产和非流动资产分别占 86.84% 和 13.16%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 12.33%，2017 年底为 254.61 亿元，同比上升 14.41%。其主要构成如下：

表 10 2015~2017 年及 2018 年 3 月底公司资产主要构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22.65	9.93	21.87	8.63	40.36	13.76	40.07	12.98
存货	173.48	76.07	193.94	76.49	208.15	70.99	219.12	71.01
流动资产合计	201.76	88.48	222.54	87.77	254.61	86.84	269.97	87.49
投资性房地产	16.25	7.13	17.91	7.06	31.04	10.59	31.04	10.06
非流动资产合计	26.27	11.52	31.02	12.23	38.60	13.16	38.62	12.51
资产总额	228.04	100.00	253.56	100.00	293.21	100.00	308.59	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

2015~2017 年，公司货币资金波动上升，年均复合增长 33.48%。2017 年底，公司货币资金 40.36 亿元，同比增长 84.51%，主要为银行存款。2017 年底，公司账面上无受限制的货币资金。

2015~2017 年，公司其他应收款呈下降趋势，年均复合下降 5.38%。2017 年底，公司其

他应收款账面余额 4.96 亿元，较上年下降 9.25%，主要为应收回迁房差额房款。从账龄上看，1 年以内的占 28.79%，1~2 年的占 18.10%，2~3 年的占 5.21%，3 年以上的占 47.90%，其中 3 年以上的主要为公司回购北京丽富房地产公司所建采育安置房二期工程所用款项。2017

年,公司其他应收款共计提坏账准备 1.36 亿元。总体看,公司其他应收款欠款方较为零散,账龄偏长,回收时间存在一定不确定性。

表 11 2017 年底其他应收款前五名
(单位:万元、%)

单位名称	金额	占比
北京市土地储备中心	2400.00	4.84
北京兴达兴物业服务中心	526.81	1.06
中国建筑第三工程局有限公司	288.99	0.58
北京市大兴区公证处	231.15	0.47
中国新兴保信建设总公司	116.58	0.24
合计	3563.52	7.19

资料来源:公司审计报告

2015~2017 年,公司存货稳步增长,年均复合增长 9.54%。2017 年底,公司存货 208.15 亿元,同比上升 7.33%,主要系西红门三、四期项目及兴创荣墅项目开发成本的增长和公司对于市政项目投资增加,但大兴区财政拨款结算项目有所减少所致。从构成上看,开发成本占 54.56%、建造合同形成的资产占 32.55% (主要为土地一级开发项目以及市政基础设施项目)。

2015~2017 年,公司其他流动资产波动增长,年均复合增长率为 65.11%,2017 年底为 1.99 亿元,主要为待抵扣的进项税及预交税费。

2015~2017 年,公司非流动资产年均增长 21.22%。2017 年底,公司非流动资产 38.60 亿元,同比增长 24.43%,主要构成见表 10。

2015~2017 年,公司投资性房地产快速增长,年均复合增长 38.20%。2017 年底,公司投资性房地产账面价值 31.04 亿元,同比增长 73.28%,主要系部分房屋建筑物从存货及固定资产转入投资性房地产时评估价值上升所致。

2015~2017 年,公司固定资产年均复合下降 23.40%。2017 年底,公司固定资产账面原值 4.96 亿元,较年初下降 59.43%,主要系部分房屋建筑物转入投资性房地产所致;公司固定资产累计计提折旧 0.68 亿元,未对固定资产计提减值准备。

2018 年 3 月底,公司合并资产 308.59 亿元,

较 2017 年底增长 0.05%;从资产结构来看,流动资产占比较上年底小幅上升,为 87.49%。

受限资产方面,2018 年 3 月底,公司受限资产价值总计 136.43 亿元,主要为用于抵押的土地使用权及房屋产权等,其占资产总额的 46.53%,受限资产规模大。

总体看,公司资产规模逐年增长,资产构成以货币资金、存货及投资性房地产为主。受限资产比例高,将对公司的后续融资造成一定影响。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年,公司所有者权益年均复合增长 29.60%;2017 年底,公司所有者权益 54.64 亿元(包含少数股东权益 2.55 亿元),同比上升 34.07%,主要由实收资本(占 15.48%)、资本公积(占 40.27%)、其他综合收益(占 13.68%)、盈余公积(占 0.48%)和未分配利润(占 25.42%)构成。公司未分配利润占比较大,所有者权益稳定性一般。

2015~2017 年,公司资本公积持续增长,年均复合增长 39.16%。2016 年底,公司资本公积 15.35 亿元,同比增长 35.10%,主要系当年政府部门拨入专项资金共计 0.49 亿元以及北京市大兴区税务局划入大兴区黄村再生水厂工程资产 3.50 亿元所致。2017 年底,公司资本公积 22.00 亿元,同比增长 43.36%,主要系政府部门拨付西红门三四期建设专项资金转入共计 0.65 亿元、拨付庞各庄 2 号地项目资金转入共计 6.00 亿元所致。

2015~2017 年,公司其他综合收益年均复合增长 93.63%,2017 年底为 7.47 亿元,较上年增长 5.48 亿元,主要系自用房地产转换为以公允价值计量的投资性房地产,转换日公允价值大于账面价值所致。

2018 年 3 月底,公司所有者权益 54.38 亿元(包含少数股东权益 2.54 亿元),较 2017 年底下滑 0.58%,公司权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益规模稳步上升，但未分配利润占比较大，整体结构稳定性一般。

负债

2015~2017年，公司负债总额持续增长，年均增长10.47%，2017年底为238.57亿元，同比增长12.11%。其中，流动负债占53.61%，非流动负债占46.39%，负债结构以流动负债为主。

2015~2017年，公司流动负债波动增长，年均复合增长7.65%。2017年底，公司流动负债为127.90亿元，同比增长27.10%，主要来自应付账款及一年内到期的非流动负债的增加。

2015~2017年，公司短期借款年均复合下降4.56%，2017年底为11.35亿元，较上年增长6.00亿元。其中，抵押借款占89.29%（抵押物为房屋所有权），信用借款占10.71%。

2015~2017年，公司应付账款波动增长，年均复合增长率为24.51%。2017年底，公司应付账款为12.56亿元，同比上升94.95%，主要系根据工程进度暂估的应付工程款增加所致。

2015~2017年，公司预收款项变动不大，2017年底为12.87亿元，同比增长0.88%，主要为预收房款。

2015~2017年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降23.44%，2017年底为28.31亿元，同比下降35.62%，主要系原其他应付款中的财

政借款（4.00亿元）转入“专项应付款-采育镇区改造项目”以及拆迁、代扣房款的减少所致。公司其他应付款主要由借款（占78.10%）以及拆迁、代扣房款（占21.30%）构成，其中借款是与兴展投资和大兴区财政局的往来借款。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长52.87%。2017年底为55.83亿元，主要由一年内到期的银行借款（占60.47%）及一年内到期的非银行金融机构借款（占39.53%）构成。

2015~2017年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率为14.01%。2017年底，公司流动负债为110.68亿元，同比下降1.35%。

2015~2017年，公司长期借款年均复合增长6.36%，2017年底为93.03亿元，同比下滑2.77%，主要由银行借款（占90.38%）及非金融机构借款（占9.62%）构成。银行借款中，抵押借款占38.29%（抵押物为土地使用权及房屋所有权）、保证借款占2.56%、信用借款占59.15%。

2015~2017年，公司专项应付款年均复合增长154.45%。2017年底，公司专项应付款14.46亿元，较年初下降6.16%，主要系育林道路、育仁道路、采源路（胜镇）、育英及镇区路网二期项目的应付款项结算完毕所致。

表12 2017年底公司有息债务到期分布情况（单位：万元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年及以后
短期借款	113500.00	--	--	--
其他应付款	45050.00	92000.00	52000.00	32000.00
一年内到期有息债务	558318.99	--	--	--
长期借款	--	323396.00	368086.18	238777.29
合计	716868.99	415396.00	420086.18	270777.29

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司全部债务年均复合增长11.38%。2017年底，公司全部债务合计182.31亿元，同比增长19.98%。在债务构成中，长期债务占60.68%，短期债务占比为39.32%。债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率、全

部债务资本化比率及长期债务资本化比率均呈下降趋势，2017年底分别为81.37%、76.94%和66.94%。公司债务负担重。

有息债务未来偿还期限分布方面，以2017年底有息债务总额为准，2018~2021年及以后，

公司将分别需要偿还 71.69 亿元、41.54 亿元、42.01 亿元和 27.08 亿元，2018 年，公司到期债务规模较大，集中偿付压力较大。

2018 年 3 月底，公司负债总额为 254.21 亿元，较上年年底增长 6.55%，主要来自预收款项、其他应付款及长期借款的增长。从构成上看，流动负债占 52.23%，较 2017 年底有所下降。2018 年 3 月底，公司短期借款为 10.15 亿元，较上年年底下降 10.57%。预收款项 20.11 亿元，较上年年底增长 56.27%，主要系西红门三期和兴创荣墅项目预收房款的增加所致。其他应付款 33.66 亿元，较上年年底上升 18.88%，主要系当期公司收到兴展公司借款 4.60 亿元。一年内到期的非流动负债 49.97 亿元，较上年年底下滑 10.50%。长期借款 99.30 亿元，较上年年底增长 6.74%。专项应付款 18.94 亿元，较上年年底增长 30.98%，主要系公司收到财政拨付的七街项目专项资金 4.48 亿元。

有息债务方面，2018 年 3 月底，公司全部债务 186.12 亿元。其中，短期债务占 43.58%，长期债务占 56.42%，长期债务占比有所下降。债务指标方面，受公司债务规模扩大的影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率均有所增长，分别为 82.38%、77.39%；长期债务资本化比率有所下降，为 65.88%。公司债务负担有所加重。

总体看，近年来公司负债总额持续增长，债务负担重，且短期债务规模较大，存在较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动较大，年均复合下降 7.69%。2017 年，公司实现营业收入 41.53 亿元，较上年增长 58.87%，主要系保障房业务收入增加以及 2017 年有 3 块地块实现出让导致土地一级开发收入增长所致。

2015~2017 年，公司营业成本波动增长，年均增长 2.97%，2017 年为 33.87 亿元，较上年上升 82.52%，远高于营业收入的涨幅。受此影响，

2017 年，公司营业利润率下滑至 15.89%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用年均复合下降 8.80%，2017 年为 2.54 亿元。2015~2017 年，公司费用收入比波动下降，分别为 6.25%、9.08%和 6.11%，公司费用控制能力有所加强。

2015~2017 年，受利润较高商品房销售收入下降影响，公司利润总额逐年下降，三年分别为 8.16 亿元、4.35 亿元和 3.65 亿元。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司总资产收益率、净资产收益率均呈下降趋势，2017 年分别为 1.25%和 4.79%，较 2016 年分别下降 0.90 个百分点和 2.89 个百分点。整体看，公司盈利能力一般。

受公司所建项目均于年底结算的影响，2018 年 1~3 月，公司仅实现营业收入 863.14 万元，全部来自自持物业及房租收入。由于公司未实现主营业务收入，营业利润率的可比性不强。2018 年 1~3 月，公司利润总额为-0.25 亿元。

整体看，近年公司营业收入受土地一级开发、商品房及保障房收入水平的影响波动较大。公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入波动下降，年均复合下降 7.69%。2017 年，公司经营活动现金流入 47.38 亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金 17.68 亿元，主要为预收房款；收到其他与经营活动有关的现金 29.70 亿元，主要为收到的往来款、押金、保证金及代垫款项等。2015~2017 年，公司经营活动现金流出波动下降，年均复合下降 0.31%。2017 年公司经营活动现金流出 54.15 亿元。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 21.13 亿元；支付其他与经营活动有关的现金 30.39 亿元，主要为支付的往来款、押金、保证金及代垫款项等。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 1.11 亿元、4.09 亿

元和-6.77 亿元。从收入实现质量来看，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 63.08%、93.44%和 42.57%。由于公司将商品房销售板块所收的预售款均计入销售商品、提供劳务收到的现金中，导致该科目金额较营业收入差额大；考虑到公司应收账款金额小，实际收入实现质量尚可。

表 13 2015~2017 年现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量	55.60	45.93	47.38
经营活动现金流出量	54.48	41.84	54.15
经营活动现金流量净额	1.11	4.09	-6.77
投资活动现金流量净额	-1.85	0.18	-1.20
筹资活动现金流量净额	11.47	-5.05	26.45
现金收入比	63.08	93.44	42.57

资料来源：公司审计报告

从投资活动来看，2015~2016 年，公司投资活动现金流入分别为 1.16 亿元和 0.19 亿元，2017 年无投资活动现金流入。2015~2017 年，公司投资活动较小，2017 年投资活动现金流出为 1.20 亿元。其中，购建固定资产、无形资产支付的现金 0.44 亿元，主要为开发的工程项目投入。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.85 亿元、0.18 亿元和-1.20 亿元。

从筹资活动来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 1.75%。2017 年，公司筹资活动现金流入 83.72 亿元，主要为取得借款收到的现金。2015~2017 年，公司筹资活动现金流出波动较大，年均复合下降 12.77%。2017 年，公司筹资活动现金流出 57.27 亿元，主要为偿还债务支付的现金。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 11.47 亿元、-5.05 亿元和 26.45 亿元。

总体看，公司现金收入质量较差，目前公司在建项目较多，且偿债压力较大，未来融资需求显著。

6. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率波动增长，2017 年底为 199.07%，

较 2016 年底下滑 22.09 个百分点；速动比率持续上升，2017 年底为 36.33%，较 2016 年底增长 7.91 个百分点。2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 203.32%及 38.30%，较 2017 年底分别增长 4.25 个百分点和 1.97 个百分点。2018 年 3 月底，公司现金类资金共计 40.07 亿元，为同期短期债务的 0.74 倍。2015~2017 年，公司经营现金流负债比分别为 1.01%、4.06%和-5.29%。总体看，公司短期偿债能力弱。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 为 10.42 亿元、5.65 亿元和 4.28 亿元；全部债务/EBITDA 比分别为 14.11 倍、26.91 倍和 42.63 倍，逐年增长，EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。总体看，公司长期偿债能力较弱；但考虑到公司作为大兴区土地一级开发项目的主要承接主体，大兴区政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径对外提供担保余额 2.00 亿元，担保比率为 3.68%，为对北京生物医药产业基地发展有限公司提供的担保，该公司为大兴区国资委下属企业，主要从事大兴生物医药产业基地内项目的招商引资、土地开发及基础设施项目的投资建设等；2006 年，根据国家发展和改革委员会第 3 号公告，生物医药基地被纳入中关村科技园区，目前是中关村科技园区十个园区之一，享受中关村科技园区的土地、税收等各项优惠政策，目前经营状况良好。公司或有负债风险较小。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 256.24 亿元，已使用金额 193.16 亿元，尚未使用额度为 63.08 亿元（均为项目贷款），公司间接融资渠道畅通。

九、本期中期票据偿债能力分析

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 7.00 亿元，发行规模上限 14.00 亿元，按发行规模上限测算，相当于 2018 年 3 月底公司长期债务的 13.33%，

全部债务的 7.52%，对公司现有债务有一定影响。

2018年3月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为82.38%、65.88%和77.39%。以2018年3月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，按发行规模上限测算，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率将分别上升至83.14%、68.64%和78.63%，公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金用于偿还金融机构贷款，公司实际债务负担将低于指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量流入量分别为本期中期票据拟发行规模上限的3.97倍、3.28倍和3.38倍，从保障倍数上看对本期中期票据的保障程度好。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据拟发行规模上限的0.08倍、0.29倍和-0.48倍。2015~2017年，公司EBITDA分别为本期中期票据拟发行规模上限的0.74倍、0.40倍和0.31倍，EBITDA对本期中期票据的覆盖能力弱。

公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据的保障程度好。考虑公司区域地位和外部支持，本期中期票据的偿债能力强。

十、结论

公司作为北京市大兴区内主要的土地一级开发主体和重要的保障性住房建设主体，在区域内具有一定垄断性优势，在项目获取和资产注入方面得到有力的外部支持。公司土地一级开发项目位置较好，房地产开发项目在大兴区具有一定品牌优势。

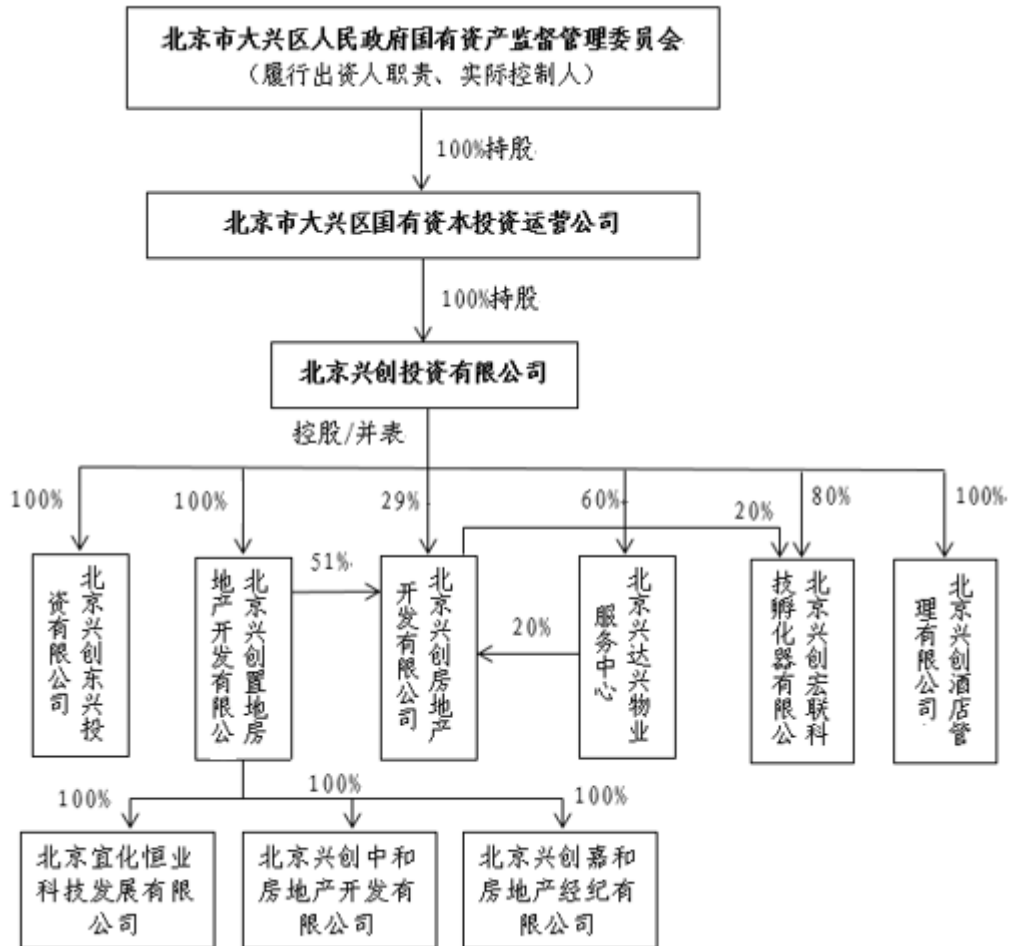
联合资信也关注到公司土地一级开发及房地产业务受政府规划以及调控政策影响较大、在建项目资金支出压力较大、债务负担较重、短期债务规模较大及资产受限比例高。

未来，随着公司整理土地的陆续上市以及房

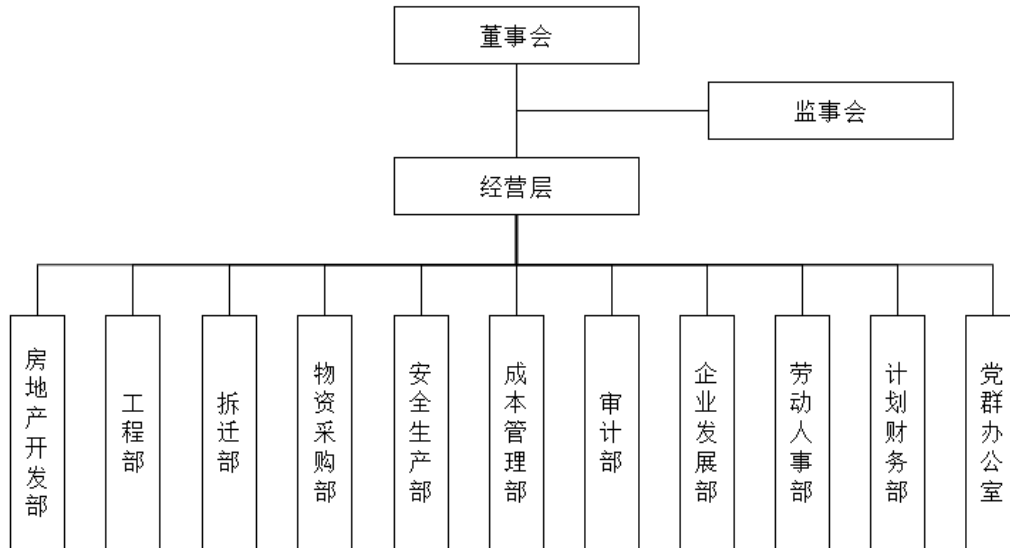
地产在建项目的陆续开盘销售和结转，公司收入规模和盈利有望提升。公司经营活动产生的现金流量流入量对本期中期票据的保障程度好。

综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底公司合并范围内子公司

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
北京兴创房地产开发有限公司	北京	房地产开发	29.00	51.00	投资设立
北京兴创宏联科技孵化器有限公司	北京	科技企业孵化	80.00	20.00	投资设立
北京兴创东兴投资有限公司	北京	投资管理	100.00	--	投资设立
北京兴创置地房地产开发有限公司	北京	房地产开发	100.00	--	投资设立
北京兴创中和房地产开发有限公司	北京	房地产开发	--	100.00	投资设立
北京宣化恒业科技发展有限公司	北京	房地产开发	--	100.00	投资设立
北京兴创嘉和房地产经纪有限公司	北京	房地产业	--	100.00	投资设立
北京兴创酒店管理有限公司	北京	住宿和餐饮业	100.00	--	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	22.65	21.87	40.36	40.07
资产总额(亿元)	228.04	253.56	293.21	308.59
所有者权益(亿元)	32.53	40.75	54.64	54.38
短期债务(亿元)	64.73	56.28	71.69	81.12
长期债务(亿元)	82.23	95.67	110.63	105.01
全部债务(亿元)	146.96	151.95	182.31	186.12
营业收入(亿元)	48.74	26.14	41.53	0.09
利润总额(亿元)	8.16	4.35	3.65	-0.25
EBITDA(亿元)	10.42	5.65	4.28	--
经营性净现金流(亿元)	1.11	4.09	-6.77	2.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	211.29	--
存货周转次数(次)	0.18	0.10	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.21	0.11	0.15	--
现金收入比(%)	63.08	93.44	42.57	8940.57
营业利润率(%)	23.31	20.05	15.89	66.21
总资本收益率(%)	4.68	2.15	1.25	--
净资产收益率(%)	20.54	7.68	4.79	--
长期债务资本化比率(%)	71.65	70.13	66.94	65.88
全部债务资本化比率(%)	81.88	78.85	76.94	77.39
资产负债率(%)	85.73	83.93	81.37	82.38
流动比率(%)	182.83	221.16	199.07	203.32
速动比率(%)	25.63	28.42	36.33	38.30
经营现金流动负债比(%)	1.01	4.06	-5.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.11	26.91	42.63	--

注：全部债务包括其他应付款中有息部分；2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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-营业税金及附加) / 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/短期投资+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

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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。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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 北京兴创投资有限公司 2019 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。

北京兴创投资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。

北京兴创投资有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京兴创投资有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京兴创投资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兴创投资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，如发现北京兴创投资有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京兴创投资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。

如北京兴创投资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兴创投资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兴创投资有限公司联系，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。