

信用等级公告

联合〔2019〕2245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相关存续债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京兴创投资有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 兴创投资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十四日

评级业务专用章

1101030046109

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

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮编：100022

<http://www.lhratings.com>

北京兴创投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁺

上次主体长期信用等级：AA⁺

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 兴创投资 MTN001	14.00 亿元	2024/1/30	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.87	40.36	21.66	36.94
资产总额(亿元)	253.56	293.21	286.68	316.88
所有者权益(亿元)	40.75	54.64	60.50	60.24
短期债务(亿元)	56.28	67.18	65.28	34.01
长期债务(亿元)	95.67	115.13	92.97	139.04
全部债务(亿元)	151.95	182.31	158.25	173.04
营业收入(亿元)	26.14	41.53	28.14	0.30
利润总额(亿元)	4.35	3.65	1.97	-0.39
EBITDA(亿元)	5.65	4.28	3.62	--
经营性净现金流(亿元)	4.09	-6.77	20.39	5.54
营业利润率(%)	20.05	15.89	15.71	43.82
净资产收益率(%)	7.68	4.79	2.64	--
资产负债率(%)	83.93	81.37	78.89	80.99
全部债务资本化比率(%)	78.85	76.94	72.34	74.18
流动比率(%)	221.16	240.67	200.30	305.34
全部债务/EBITDA(倍)	26.91	42.63	43.77	--
经营现金流流动负债比(%)	4.06	-6.40	17.85	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.62	0.76	0.28	--

注：1. 2017 年财务数据采用 2018 年年初数；2. 2019 年一季度财务报表未经审计；3. 长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；4. 分项加总与合计数不等系四舍五入所致

分析师：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，同时从事房地产开发业务。跟踪期内，公司获得了大量土地出让回款，债务规模有所下降。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司在建项目资金支出压力较大、债务负担重以及资产受限比例较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销售，公司收入规模和盈利能力有望增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA⁺，“19 兴创投资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，大兴区经济稳步增长，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 公司土地一级开发业务在区域内具有较强的竞争优势，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。
- 房地产开发业务盈利能力较好，开发项目均位于大兴区，具有一定的区域品牌优势。

关注

- 公司土地一级整理及房地产开发业务受宏观环境及政策调控影响，存在一定波动性，同时考虑到安置房销售对象及价格主要由政府安排，未来收入规模可能出现波动。
- 跟踪期内，公司新开工代建项目投资规模较大，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. 公司债务水平较高，整体债务负担重，面临较大的集中偿付压力。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京兴创投资有限公司（以下简称“公司”）及其相关存续债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 8.46 亿元，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”）为公司唯一股东，北京市大兴区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“大兴区国资委”）为公司实际控制人。

截至 2018 年底，公司资产总额 286.68 亿元，所有者权益合计 60.50 亿元（其中少数股东权益 2.67 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 28.14 亿元，利润总额 1.97 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 316.88 亿元，所有者权益合计 60.24 元（其中少数股东权益 2.67 亿元）。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.30 亿元，利润总额-0.39 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。

三、存续债券及募集资金使用情况

联合资信所评公司存续债券“19 兴创投资 MTN001”于 2019 年 1 月发行，期限 5 年，按年付息。截至跟踪评级日，“19 兴创投资 MTN001”尚未到付息日。

表 1 跟踪评级债券概况

债券简称	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 兴创投资 MTN001	14.00 亿元	2019/1/30	5 年	4.97%

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“19 兴创投资 MTN001”募集资金全部用于偿还金融机构贷款，截至 2019 年 3 月底，募集资金已按既定用途使用 11.86 亿元，剩余 2.14 亿元未使用。“19 兴创投资 MTN001”设置事先约束条款，公司在其存续期间应确保资产负债率不超过 85%。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续

增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金

融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供

重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增长放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 基础设施建设行业分析

(1) 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各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设

施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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，《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》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务

与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还
2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”

2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发（2018）101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发（2019）6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

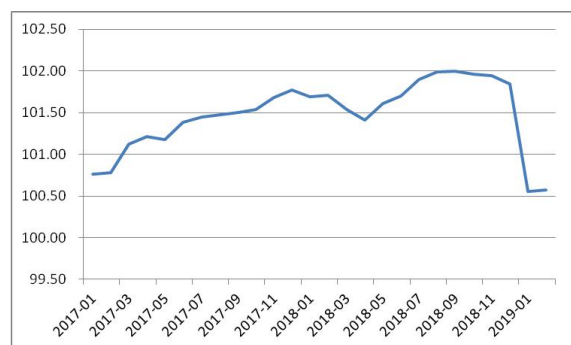
目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 房地产行业分析

延续2017年以来房地产市场的严控形势，

2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上

年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 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，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2%，较 2017 年增长 2%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11%；平均溢价率为 13%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总

体看，进入 2018 年以来，全国 300 城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1—9 月，房地产开发企业开发资金 12.19 万亿元，同比增长 7.8%，较 2017 年同期下降 0.2 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的 33.31% 和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.4 和 16.3 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04% 和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，

房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

政策环境

2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018年5月，住建部发布《住房城乡部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3—5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区

改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

3. 区域经济环境

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，公司业务发展、盈利能力及融资能力直接受大兴区经济发展的影响，并与该地区规划密切相关。

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）2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年新区实现地区生产总值 2209.90 亿元，按可比价格计算比上年增长 9.4%。其中，大兴区实现地区生产总值 700.40 亿元，较上年增长 7.00%；开发区实现地区生产总值 1509.50 亿元，较上年增长 10.60%。新区第一产业实现增加值 13.50 亿元，第二产业实现增加值 1259.50 亿元，第三产业实现增加值 936.80 亿元。

2018 年，新区实现全社会固定资产投资 1362.70 亿元，较上年增长 15.80%，其中，大兴区实现全社会固定资产投资 1027.10 亿元，较上年增长 25.40%；开发区实现全社会固定资产投资 335.60 亿元，较上年下降 6.40%。2018 年，新区实现房地产开发投资 652.70 亿元，较上年增长 62.10%，占全社会固定资产投资的比重为 47.90%，较上年提升 13.70 个百分点。新区商品房销售面积 75.80 万平方米，较上年下降 33.10%；新区商品房待售面积 182.30 万平方米，较上年增长 7.62%，其中大兴区商品房待售面积 133.60 万平方米，较上年增长 12.60%；开发区商品房待售面积 48.70 万平方米，较上年下降 3.80%。

2018 年，大兴区实现一般公共预算收入 92.40 亿元，较上年增长 9.00%；政府性基金预算收入 126.21 亿元，较上年下降 63.80%；国有资本经营预算收入 0.74 亿元，较上年下降 40.40%。

根据《大兴区政府 2019 年地方政府债务限额及区级预算调整的报告》，截至 2018 年底，大兴区政府债务余额 194.00 亿元，其中一般债务 16.15 亿元，专项债务 177.84 亿元。上述政府债务已明确偿债资金来源，还本付息资金在 2019 至 2028 年按偿债计划逐年通过预算资金

安排解决。2019 年，大兴区经核定的政府债务限额为 439.37 亿元，其中一般债务 16.15 亿元，专项债务 423.22 亿元。

总体看，跟踪期内，大兴区经济稳步增长，财政实力较强，为公司发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司作为大兴区主要的土地一级开发主体和重要的保障性住房建设主体，在大兴区土地一级开发和安置房建设方面具有突出地位；此外公司房地产开发经验较为丰富，在区域内具有一定经营优势，公司综合实力强。

2018 年，公司收到政府拨付的国有资本经营预算款 0.20 亿元，计入“资本公积”。

根据《企业信用报告》（机构信用代码：911100007214964562），截止 2019 年 6 月 10 日，近五年内公司（本部）无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

七、管理制度

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司收入主要来自土地一级开发、商品房销售和保障性住房销售业务。其中，土地一级开发和商品房销售业务对公司营业收入贡献大。

2018 年，公司实现主营业务收入 27.27 亿元。其中，土地一级开发业务实现收入 13.62 亿元，同比下降 34.96%，主要系土地开发进度波动所致；商品房销售业务实现收入 9.90 亿元，较上年变化不大，主要为兴创国际中心（西红门三期）和兴创屹墅项目的销售收入；因当期无新项目竣工交付，公司保障性住房销售结转

收入大幅下降，当期实现业务收入 3.71 亿元， 同比下降 64.06%。

表 3 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1—3 月		
	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	407588.47	98.15	17.04	272711.04	96.91	19.28	482.54	16.18	5.53
土地一级开发	209424.05	50.43	10.15	136208.76	48.40	5.61	--	--	--
商品房销售	94481.38	22.75	40.36	98987.41	35.17	43.60	--	--	--
保障性住房销售	103254.04	24.86	9.42	37106.07	13.19	6.09	276.15	9.26	38.93
其他	429.01	0.10	73.58	408.80	0.15	-116.81	206.39	6.92	-39.16
其他业务收入	7684.15	1.85	93.42	8705.46	3.09	96.53	2500.48	83.82	57.54
合计	415272.62	100.00	18.45	281416.50	100.00	21.67	2983.02	100.00	49.12

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

毛利率方面，2018 年，公司主营业务毛利率为 19.28%，较上年提升 2.24 个百分点。其中，土地一级开发业务主要受整理地块约定毛利率不同影响，毛利率下降至 5.61%；商品房销售毛利率较上年有所提高，为 43.60%，主要系销售价格同比上涨所致；因保障性住房销售价格受政府安排的销售对象影响存在一定波动，当期保障性住房销售毛利率下降至 6.09%。2018 年，受利润较高的商品房销售业务占比及毛利率增长影响，公司综合毛利率为 21.67%。

2019 年 1—3 月，因主营业务中土地一级开发业务主要于年底确认收入，且一季度未结转商品房销售收入，公司营业收入主要来自其他业务。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.30 亿元，其中其他业务收入 0.25 亿元。

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，委托公司进行土地整理。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”），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拨款（专项应付款）、土地出让回款以及自筹资金。公司将土地开发成本计入存货，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大兴土储和公司。公司依据土地委托协议，根据上市地块的已投资金额计提 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和各项融资成本。公司每年末按照投入的土地开发成本加成一定比例的净利润确认为土地一级开发收入，大兴土储在项目土地上市完成交易后，将开发成本与净利润一同支付给公司。

2018 年，公司土地一级开发业务实现收入 13.62 亿元，出让土地 14.22 亩，收到土地出让返还资金 24.71 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司正在开发中的土地一级开发项目共 7 处，项目概算总投资 464.00 亿元，已投资金额 323.00 亿元（大部分已确认收入），尚需投资金额 141.00 亿元，其中 2019 年 4—12 月、2020 年和 2021 年分别计划投资 23.05 亿元、12.45 亿元和 5.30 亿元，公司土地一级开发项目待投资规模较大。

表 4 2019 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		
				2019 年 4—12 月	2020 年	2021 年
新城核心区土地一级开发项目	175.00	129.00	70.00	10.00	5.00	2.00
采育中心镇区土地一级开发项目	144.00	112.00	97.00	2.00	2.00	1.00
七街旧村改造土地一级开发项目	27.00	76.00	19.00	10.00	5.00	2.00
生物医药基地东配套区联合储备项目	129.00	82.00	78.00	0.50	0.30	0.20
京开东侧天宫院村土地一级开发项目	4.40	4.00	4.00	0.20	0.10	0.05
西红门商业综合区土地一级开发项目	36.40	15.00	13.00	0.15	--	--
新城北区土地一级开发项目	322.00	46.00	46.00	0.20	0.05	0.05
合计	837.80	464.00	323.00	23.05	12.45	5.30

资料来源: 公司提供

注: 部分地块预计实际投资超过计划投资

2019 年 3 月底, 公司土地一级开发已完成出让 532.55 万平方米; 已完成开发的可出让土地储备 26.39 万平方米, 正在开发的土地面积 278.56 万平方米, 主要分布在大兴新城核心区、采育镇区范围内; 已投入开发成本对应存货中账面价值 58.84 亿元。

总体看, 跟踪期内, 受土地开发进度影响, 公司土地一级开发收入同比有所下降。公司在开发和已开发待出让土地面积较大, 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、房地产市场行情及政策调控影响较大, 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

自建项目

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。

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和价格。公司安置房板块收入主要来自安置房剩余房源的销售。公司在对被拆迁户进行安置时将拆迁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。

2018 年, 公司实现安置房销售面积 3.86 万平方米, 当期确认销售收入 3.71 亿元。因保障房销售对象和价格具有差异, 该板块毛利率有所下降, 2018 年保障性住房销售业务毛利率为 6.09%。

2018 年, 公司保障性住房销售收入主要来自采育镇二期安置房项目。根据京兴政函(2011)228 号文, 公司按照大兴区政府安排, 从北京丽富房地产开发有限公司处回购采育镇二期安置房项目; 因该安置房未进行过户, 公

公司将项目回购成本暂计入“其他应收款”科目，在政府安排安置对象后，公司将确定销售的安置房转入“存货—开发产品”，待完成过户手续后，公司将收到的安置房款结转营业收入。2018年，采育镇二期项目完成销售面积2.58万平方米，确认销售收入2.82亿元。截至2018年底，采育镇二期项目剩余可供出售面积4.11万平方米，“其他应收款”中剩余可供出售面积3.89万平方米，账面价值3.95亿元；“存货

—开发产品”中剩余可供出售面积0.22万平方米，账面价值0.22亿元。

截至2019年3月底，公司自建的保障性住房包括新城北区安置房、东配套区安置房、核心区安置房和采育镇安置房，均已完工。公司保障性住房的建设成本计入“存货—开发产品”科目，截至2019年3月底，其账面价值合计8.69亿元，对应1500套，建筑面积13.18万平方米。

表5 公司安置房建设及销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—3月
当年安置房开工面积	--	--	69.30	--
当年安置房竣工面积	--	43.22	--	--
当年安置房销售面积	5.01	18.94	3.86	0.40
当年安置房销售收入	23871.99	103254.04	37106.06	276.15

资料来源：公司提供

注：2018年安置房新开工面积69.30万平方米，为庞各庄2号地保障房项目

代建项目

2018年，公司新增庞各庄2号地保障房代建项目，计划总投资43.00亿元，建设周期5年，总建筑面积69.30万平方米。根据公司与北京市大兴区住房保障事务中心（以下简称“大兴区住保中心”）签署的委托代建协议，该项目业主方为大兴区住保中心，由公司下属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”）负责建设。庞各庄2号地保障房为棚户区改造安置房，项目住宅面积的70%优先用于大兴区宋各庄村、民生村棚户区改造安置，剩余30%由北京市政府统筹，优先用于东、西城区疏解安置使用，在上述安置需求满足后，剩余房源经项目结算及审核后由大兴区政府指定机构收购，按照公共租赁住房使用。

项目建设资金方面，由大兴区财政局安排部分配套资金，剩余部分由公司筹措。项目完工后，由大兴区住保中心对项目进行回购，回购价格包括建设成本、相关融资利息支出及税费，并按照经审计后的项目总投入（建安费用和前期费用）计提3%作为委托管理费支付给公司，但具体支付方式及付款期限尚未明确。

截至2019年3月底，庞各庄保障房项目已投资10.60亿元，剩余待投资32.40亿元，其中2019年4—12月及2020年、2021年分别计划投资8.50亿元、8.00亿元和4.00亿元。

跟踪期内，公司自建安置房均已完工，且未来没有拟建的安置房项目，同时考虑到安置房销售对象及价格主要由政府安排，业务收入存在一定波动性；代建安置房项目新开工面积较大，未来投资规模较高，公司存在较大投资压力。

（3）房地产销售

跟踪期内，公司房地产销售板块主要由子公司兴创置地负责，目前公司房地产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负责，兴创置地对下属项目的建设、销售等执行监督管理。

2018年，公司在建房地产开发项目中新开

工面积 18.70 万平方米，同比下降 38.02%；竣工面积 21.80 万平方米，同比增长 194.20%。截至 2019 年 3 月底，公司在建房地产面积 100.18 万平方米，预计总投资金额为 192.40 亿元，已

投资金额 121.55 亿元，2019 年 4—12 月、2020 年、2021 年，分别计划投资 10.00 亿元、19.00 亿元和 17.80 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 6 2019 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		
				2019 年 4—12 月	2020 年	2021 年
兴创国际中心—西红门四期	39.68	43.00	27.05	2.50	5.00	5.00
核心区企业总部	14.89	24.00	19.13	1.50	2.00	1.00
兴创荣墅	54.60	113.00	71.51	5.00	10.00	10.00
采育企业交流中心	6.86	7.30	2.28	0.50	1.00	1.00
全民健身中心	2.17	2.40	1.32	0.20	0.50	0.30
采育镇区 A—07—02 商业金融项目	3.30	2.70	0.26	0.30	0.50	0.50
合计	121.50	192.40	121.55	10.00	19.00	17.80

资料来源：公司提供

项目销售

公司住宅房地产均为高端项目，采取自销的方式，目前在售项目包括兴创屹墅和兴创荣墅项目；商业地产主要用于出售，部分自持对外出租，公司商业地产项目主要包括兴创国际中心（西红门三期和四期）、核心区总部以及采

育企业交流中心等。

2018 年，公司实现房地产销售收入 9.90 亿元，主要来自兴创国际中心（西红门三期）和兴创屹墅项目的销售。协议销售均价方面，公司销售的住宅项目售价较高，带动协议销售均价上行，2018 年为 3.56 万元/平方米。

表 7 公司房地产业务销售情况（单位：万平方米、万元/平方米、万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
协议销售面积	10.02	3.13	3.02	0.19
协议销售均价	2.16	3.31	3.56	3.73
结转销售面积	3.14	4.22	3.68	--
结转销售收入	108040.93	94481.38	98987.41	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司在售项目包括兴创荣墅、兴创屹墅和兴创国际中心项目。公司预收款项 23.54 亿元，主要是上述项目的预售

房款。公司目前尚有较大规模的在建项目，房地产业务可持续能力较强，但公司在售项目开盘时间较长，可售面积较大，整体去化压力大。

表 8 2019 年 3 月底公司在售项目情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目名称	开盘时间	可售面积	签约销售面积	签约销售均价	累计签约销售金额
兴创国际中心（三期）	2015.10	11.93	6.92	2.69	18.63
兴创荣墅	2017.1	9.33	4.86	3.27	15.87
兴创屹墅	2013.10	18.78	15.45	2.90	44.74
合计	--	40.04	27.23	--	79.24

资料来源：公司提供

注：兴创屹墅销售均价含车位、储藏间

土地储备

公司目前储备土地均位于大兴区内，公司土地储备均通过招拍挂的方式获取。截至2019年3月底，公司储备土地面积合计50.72

万平方米，对应规划建筑面积为146.13万平方米。目前除采育01-0044地块，其余均处在开发阶段。

表9 2019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	39.68	7124.00
新城核心区013地块	商业	2013年	7.30	14.89	12431.00
新城北区13号地块	体育场馆	2015年	0.83	2.17	2233.00
采育镇A-03-02地块	商业	2006年	2.90	6.86	503.00
采育镇区01-0005及01-0033地块	居住、商业	2014年	12.80	27.71	9356.00
采育镇区01-0009及01-0049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	146.01	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司在建项目的新开工面积较大，房地产开发业务具有一定可持续性，但公司在建地产项目投资规模较大，未来面临较大的资金压力，且房地产开发业务易受宏观环境及政策调控影响，公司房地产销售收入可能会有所波动。

（4）其他业务

公司其他业务收入主要来自物业出租，公司目前自持物业包括兴创大厦、兴创D标（商铺）、艺苑桐城及城管大队办公楼。跟踪期内，兴创大厦写字楼租金较上年有所增长，调整后的租金为3.80元/平方米/天。2018年，公司实现物业出租收入0.85亿元。

表10 公司自持物业情况

项目	2016年	2017年	2018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：3.50	兴创大厦写字楼：3.50 艺苑桐城和城管大队办公楼：2.20	兴创大厦写字楼：3.80 艺苑桐城和城管大队办公楼：2.20
自持物业出租收入(万元)	4284	7115	8532

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司物业出租业务毛利率维持较高水平，对整体利润形成一定补充。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年合并财务报表，中审华

会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2019年一季度财务数据未经审计。

截至2018年底，公司纳入合并范围的子公司共7家。2018年，因处置子公司北京兴创宏联科技孵化器有限公司，公司合并范围减少1家子公司。2019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。

2018年底，公司资产总额286.68亿元，所有者权益合计60.50亿元（其中少数股东权益2.67亿元）。2018年，公司实现营业收入28.14亿元，利润总额1.97亿元。

2019年3月底，公司资产总额316.88亿元，所有者权益合计60.24元（其中少数股东权益2.67亿元）。2019年1—3月，公司实现营业收入0.30亿元，利润总额-0.39亿元。

2. 资产质量

2018年底，公司资产总额286.68亿元，同比下降2.23%。公司资产中，流动资产占79.81%，非流动资产占20.19%，公司资产以流动资产为主。

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	40.36	14.08	21.66	7.56	36.94	11.66
存货	208.15	70.99	201.82	70.40	215.90	68.13
流动资产	254.61	86.83	228.79	79.81	258.70	81.64
投资性房地产	31.04	10.59	47.94	16.72	47.94	15.13
非流动资产	38.60	13.17	57.89	20.19	58.18	18.36
资产总额	293.21	100.00	286.68	100.00	316.88	100.00

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

流动资产

2018年底，公司流动资产228.79亿元，同比下降10.14%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占9.47%）和存货（占88.21%）构成。

2018年底，公司货币资金21.66亿元，同比下降46.32%，主要系偿还到期债务所致。公司货币资金全部为银行存款，无受限制的货币资金。

2018年底，公司存货201.82亿元，同比下降3.04%，主要系部分房地产项目销售、部分房产转入投资性房地产以及工程结算所致。从构成上看，开发成本占61.58%、开发产品占10.55%、建造合同形成的资产占27.87%（主要为土地一级开发项目以及市政基础设施项目）。

2018年底，公司非流动资产57.89亿元，同比增长49.97%，主要系投资性房地产增长所致。公司非流动资产主要为投资性房地产（占

82.81%）和固定资产（占11.73%）。

2018年底，公司投资性房地产账面价值47.94亿元，同比增长54.45%，主要系存货中的兴创国际中心项目转入投资性房地产且当期投资性房地产公允价值增加所致。

2018年底，公司固定资产账面原值7.57亿元，较年初增长52.74%，主要系部分房屋建筑物由存货转入所致；公司固定资产累计计提折旧0.79亿元，未对固定资产计提减值准备。

2019年3月底，公司合并资产总额316.88亿元，较2018年底增长10.53%，主要系货币资金增加所致；从资产结构来看，流动资产占比较上年末小幅上升，为81.64%。

受限资产方面，2019年3月底，公司受限资产价值总计136.82亿元，主要为用于抵押的土地使用权及房屋产权等，占资产总额的43.18%，受限资产规模大。

跟踪期内，公司资产规模波动增长，资产

构成以流动资产为主；资产受限比例较高，整体资产质量一般。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 60.50 亿元，同比增长 10.74%，主要系未分配利润增加所致。公司所有者权益主要由实收资本（占 13.98%）、资本公积（占 36.69%）、其他综合收益（占 19.58%）和未分配利润（占 24.71%）构成。公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

2018 年底，公司资本公积 22.20 亿元，同比增长 0.91%，主要系政府部门拨付全民健身中心项目国有资本经营预算款 0.20 亿元所致。

2018 年底，公司其他综合收益 11.84 亿元，较上年底增长 4.37 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。

2019 年 3 月底，公司所有者权益 60.24 亿元，较 2018 年底下降 0.44%，公司权益结构较上年末变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，但未分配利润占比较大，整体结构稳定性一般。

负债

2018 年底，公司负债总额 226.17 亿元，同比下降 5.20%。其中，流动负债占 50.50%，非流动负债占 49.50%。

2018 年底，公司流动负债 114.22 亿元，同比增长 7.97%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 10.26%）、应付账款（占 10.04%）、预收款项（占 18.83%）和一年内到期的非流动负债（占 46.89%）构成。

2018 年底，公司短期借款 11.72 亿元，同比增长 3.30%。其中，抵押借款占 85.29%（抵押物为房屋所有权和土地使用权），信用借款占 12.58%。

2018 年底，公司应付账款 11.47 亿元，同比下降 8.72%，主要为应付工程款。其中，一

年以内的占 42.42%，1—2 年的占 41.41%，2—3 年的占 1.90%，3 年以上的占 14.26%，综合账龄一般。

2018 年底，公司预收款项 21.51 亿元，同比增长 67.10%，主要系销售房款增长所致。

2018 年底，公司其他应付款 8.60 亿元，同比增长 29.11%，主要系代扣代缴费用和往来款增加所致。公司其他应付款主要由代扣代缴费用（占 4.27%）、拆迁、代扣房款（占 70.81%）和往来款（占 22.12%）构成。

2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 53.56 亿元，同比下降 4.07%，主要由一年内到期的银行借款（占 49.86%）、一年内到期的非银行金融机构借款（占 24.18%）以及一年内到期的长期应付款（占 25.96%）构成。

2018 年底，公司非流动负债 111.95 亿元，同比下降 15.68%，主要系长期借款和长期应付款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 74.47%）、长期应付款（占 8.57%）和专项应付款（占 13.36%）构成。

2018 年底，公司长期借款 83.37 亿元，同比下降 10.38%，主要由银行借款（占 91.84%）及非金融机构借款（占 8.16%）构成。银行借款中，抵押借款占 34.25%（抵押物为土地使用权及房屋所有权）、保证借款占 8.59%、信用借款占 57.16%。

2018 年底，公司长期应付款 9.60 亿元，同比下降 56.57%，主要系长期应付款中有息债务逐渐到期，重分类至一年内到期的非流动负债所致。公司长期应付款中有息部分纳入长期债务核算。

2018 年底，公司专项应付款 14.96 亿元，同比增长 3.40%，主要系收到西红门道路基础设施项目、采育形象提升项目、芦东路电力及雨水下游工程、采育公交场站项目等专项资金所致。

表 12 公司债务情况（单位：亿元、%）

科目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
----	--------	--------	------------

短期债务	67.18	65.28	34.01
长期债务	115.13	92.97	139.04
全部债务	182.31	158.25	173.04
资产负债率	81.37	78.89	80.99
全部债务资本化比率	76.94	72.34	74.18
长期债务资本化比率	67.82	60.58	69.77

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2018年底，公司全部债务158.25亿元，同比下降13.20%。其中，长期债务占58.75%，债务结构以长期债务为主。债务指标方面，2018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均有所下降，分别为78.89%、72.34%和60.58%。2019年3月底，公司上述指标分别为80.99%、74.18%和69.77%，公司整体债务负担重。

从有息债务到期分布情况来看，2019—2021年，公司到期有息债务分别为65.28亿元、47.25亿元和29.33亿元。公司面临较大集中偿付压力。

2019年3月底，公司负债总额256.64亿元，较上年末增长13.47%，主要来自长期借款、应付债券和专项应付款的增加。其中，应付债券增加主要系公司发行14亿元“19兴创投资MTN001”和13亿元“19兴创投资PPN001”所致。2019年3月底，公司全部债务173.04亿元，其中长期债务占80.35%。

跟踪期内，公司负债总额波动增长，整体债务负担重，公司面临较大集中偿付压力。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入28.14亿元，同比下降32.23%，主要系土地一级开发和保障性住房销售收入减少所致；同期，公司营业成本22.04亿元，同比下降34.91%。公司营业利润率较上年变动不大，2018年为15.71%。

从期间费用来看，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2018年，公司期间费用3.19亿元，其中管理费用1.33亿元，财务费用1.20亿元。2018年，公司期间费用占营业收入的比重增长至11.34%，公司费用控制能力有

所减弱。

2018年，受土地一级开发和保障性住房销售业务毛利率下降影响，公司利润总额为1.97亿元，同比下降45.89%。

盈利指标方面，2018年，公司总资本收益率为1.36%，较2017年增加0.11个百分点；净资产收益率为2.64%，较2017年下降2.15个百分点。整体看，公司盈利能力一般。

表13 公司收入及利润情况（单位：亿元、%）

科目	2017年	2018年	2019年1—3月
营业收入	41.53	28.14	0.30
营业利润	3.65	2.00	-0.39
利润总额	3.65	1.97	-0.39
营业利润率	15.89	15.71	43.82
总资本收益率	1.25	1.36	--
净资产收益率	4.79	2.64	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

因公司承建项目均于年底结算，2019年1—3月，公司实现营业收入2983.02万元，主要为自持物业及房租收入。2019年1—3月，公司利润总额为-0.39亿元。

整体看，跟踪期内，公司营业收入受土地一级开发和保障房销售收入减少的影响有所下降，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流分析

经营活动方面，2018年，公司经营活动现金流入66.32亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金44.45亿元，主要为土地出让回款和预收房款；收到其他与经营活动有关的现金21.86亿元，主要为收到的往来款、押金、保证金及代垫款项等。2018年，公司经营活动现金流出45.93亿元。其中，购买商品、接受劳务支付的现金30.83亿元；支付其他与经营活动有关的现金11.49亿元，主要为支付的往来款、押金、保证金及代垫款项等。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额为20.39亿元。受土地出让回款及房屋销售影响，公司收入实

现质量大幅提升，2018年，公司现金收入比为157.96%。

表14 公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2017年	2018年	2019年1—3月
经营活动现金流入量	47.38	66.32	18.13
经营活动现金流出量	54.15	45.93	12.59
经营活动现金流量净额	-6.77	20.39	5.54
投资活动现金流量净额	-1.20	-0.59	-1.86
筹资活动现金流量净额	26.45	-38.50	11.59
现金收入比	42.57	157.96	803.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流出0.59亿元，其中参股北京兴创奥悦公司投入资本金0.47亿元。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.59亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入40.38亿元，为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出78.88亿元，主要为偿还债务本息支付的现金。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-38.50亿元。

2019年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为5.54亿元；投资活动净流出1.86亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；受新增大量借款及发行债券影响，公司筹资活动净流入11.59亿元。

总体看，跟踪期内，公司现金收入质量大幅提升，但目前公司在建项目较多，且偿债压力较大，未来存在明显的融资需求。

6. 偿债能力分析

从短期偿债能力指标看，2018年底公司流动比率和速动比率分别为200.30%和23.61%，分别同比下降40.37和20.31个百分点。2019年3月底，上述两项指标分别为305.34%及50.52%。2018年，公司经营现金流动负债比为17.85%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保障能力较弱。2018年底及2019年3月底，公司现金类资产分别为21.66亿元和36.94亿元，分别为同期短期债务的0.33倍和

1.09倍。总体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为3.62亿元；全部债务/EBITDA为43.77倍；EBITDA利息倍数为0.28倍，EBITDA对全部债务的保障能力弱，公司长期偿债能力指标较弱。

截至2019年3月底，公司对外担保余额3.00亿元，担保比率为4.96%，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，目前经营状况较好。截至2019年3月底，该公司涉及多起诉讼，鉴于涉诉金额较小，对该公司生产经营无重大影响，公司或有负债风险可控。

截至2019年3月底，公司共获得各家银行授信总额164.18亿元，已使用金额117.66亿元，尚未使用额度46.52亿元（均为项目贷款），公司间接融资渠道较为畅通。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产规模为172.71亿元，同比下降16.15%。其中，流动资产为92.74亿元，占比53.70%。从构成看，流动资产主要由其他应收款和存货构成，非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。

截至2018年底，母公司所有者权益为35.24亿元，同比增长3.60%。其中，实收资本占24.01%，资本公积占48.80%，其他综合收益占21.21%，未分配利润占4.93%。母公司所有者权益稳定性一般。

截至2018年底，母公司负债规模较上年末下降20.05%，负债结构以流动负债为主。其中，流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成；非流动负债主要由

长期借款和长期应付款构成；母公司 2018 年底资产负债率为 79.59%，同比有所下降。

2018 年，母公司实现营业收入 17.03 亿元，营业成本为 16.05 亿元。2018 年，母公司期间费用为 0.80 亿元，同期母公司利润总额为 1.21 亿元。

截至 2019 年 3 月底，母公司资产总额 196.81 亿元，所有者权益 35.10 亿元。2019 年 1—3 月，母公司实现营业收入 226.74 万元，利润总额 -1399.54 万元。

十、存续期债券偿债能力分析

截至 2019 年 3 月底，经联合资信所评的公司存续债券余额为 14.00 亿元。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 3.62 亿元、66.32 亿元和 20.39 亿元，对公司存续债券本金的覆盖倍数分别为 0.26 倍、4.74 倍和 1.46 倍；公司 EBITDA 和经营性净现金流对存续债券的保障能力较弱，公司经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较强。

总体看，公司是大兴区主要的土地一级开发主体和重要的保障性住房建设主体，在大兴区土地一级开发及保障房建设领域具有竞争优势，且房地产开发项目在大兴区具有一定品牌优势，同时考虑到大兴区政府对公司的支持力度大，公司整体偿债能力很强。

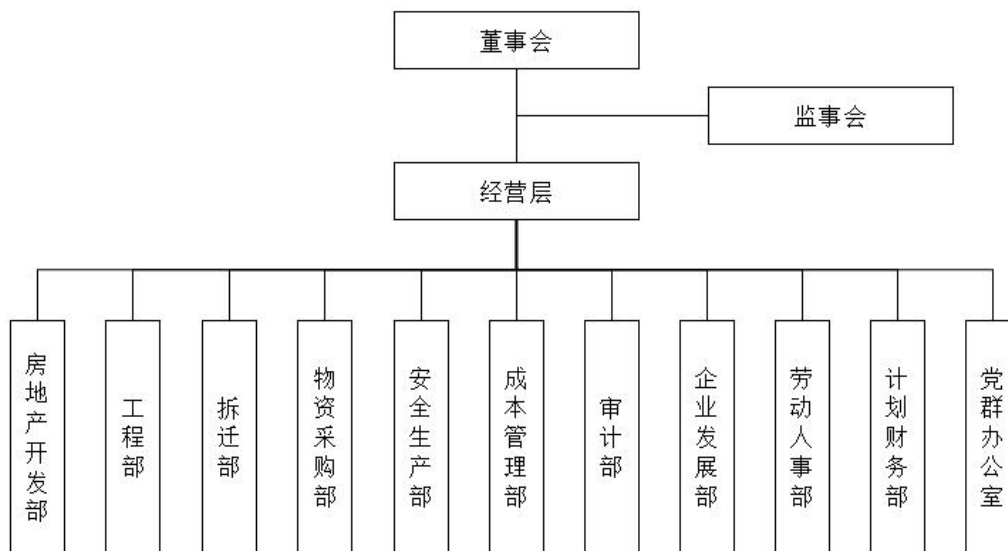
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，“19 兴创投资 MTN001”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 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
北京宜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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.87	40.36	21.66	36.94
资产总额(亿元)	253.56	293.21	286.68	316.88
所有者权益(亿元)	40.75	54.64	60.50	60.24
短期债务(亿元)	56.28	67.18	65.28	34.01
长期债务(亿元)	95.67	115.13	92.97	139.04
全部债务(亿元)	151.95	182.31	158.25	173.04
营业收入(亿元)	26.14	41.53	28.14	0.30
利润总额(亿元)	4.35	3.65	1.97	-0.39
EBITDA(亿元)	5.65	4.28	3.62	--
经营性净现金流(亿元)	4.09	-6.77	20.39	5.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	211.29	41.63	--
存货周转次数(次)	0.10	0.17	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.15	0.10	--
现金收入比(%)	93.44	42.57	157.96	803.26
营业利润率(%)	20.05	15.89	15.71	43.82
总资本收益率(%)	2.15	1.25	1.36	--
净资产收益率(%)	7.68	4.79	2.64	--
长期债务资本化比率(%)	70.13	67.82	60.58	69.77
全部债务资本化比率(%)	78.85	76.94	72.34	74.18
资产负债率(%)	83.93	81.37	78.89	80.99
流动比率(%)	221.16	240.67	200.30	305.34
速动比率(%)	28.42	43.92	23.61	50.52
经营现金流动负债比(%)	4.06	-6.40	17.85	--
全部债务/EBITDA (倍)	26.91	42.63	43.77	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.62	0.76	0.28	--

注：1. 2017 年财务数据采用 2018 年期初数；2. 2019 年一季度财务报表未经审计；3. 长期应付款中有息部分纳入长期债务核算；4. 分项加总与合计数不等系四舍五入所致

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-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 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