

信用等级公告

联合〔2020〕1084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 2020 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 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年五月八日



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

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：不超过 5 年

偿还方式：按年付息，到期一次性还本

募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2020 年 5 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资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	bbb	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	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		5
		偿债能力		5
调整因素和理由				调整子级
政府支持				5
股东支持				2

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房建设主体，同时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的土地一级开发以及保障房建设领域具备较强竞争优势，并在资本金及资产注入、财政拨款等方面得到大兴区政府的有力支持。同时，联合资信也关注到公司债务负担重、存在短期偿付压力、房地产开发项目未来资本支出压力较大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。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度较好。

基于对公司主体长期信用状况和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据的到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 大兴区经济稳步发展，一般公共预算收入不断增长，公司发展的外部环境良好。2019 年，大兴区实现地区生产总值 907.6 亿元，完成一般公共预算收入 102.51 亿元，同比分别增长 6.5% 和 11%。
2. 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房建设主体，在资本金及资产注入、财政拨款等方面得到大兴区政府的有力支持。
3. 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；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。

分析师：黄琪融 马颖 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

关注

1. 宏观环境及政策调控对公司土地一级开发及房地产开发业务具有一定影响，且安置房销售对象及价格主要由政府统筹，公司未来收入规模可能存在波动。
2. 公司在建房地产开发项目资金需求较大，面临较大的融资压力。
3. 公司资产受限比例较高，资产流动性较弱。
4. 公司整体债务负担重，且面临较大的短期偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	21.87	40.36	21.66	33.08
资产总额(亿元)	253.56	293.21	286.68	335.75
所有者权益(亿元)	40.75	54.64	60.50	59.56
短期债务(亿元)	32.47	67.18	65.28	62.09
长期债务(亿元)	119.48	115.13	92.97	115.83
全部债务(亿元)	151.95	182.31	158.25	177.91
营业收入(亿元)	26.14	41.53	28.14	1.05
利润总额(亿元)	4.35	3.65	1.97	-0.91
EBITDA(亿元)	5.65	4.28	3.62	--
经营性净现金流(亿元)	4.09	-6.77	20.39	5.84
营业利润率(%)	20.05	15.89	15.71	23.58
净资产收益率(%)	7.68	4.79	2.64	--
资产负债率(%)	83.93	81.37	78.89	82.26
全部债务资本化比率(%)	78.85	76.94	72.34	74.92
流动比率(%)	221.16	199.07	200.30	247.24
经营现金流动负债比(%)	4.06	-5.29	17.85	--
现金短期债务比(倍)	0.67	0.60	0.33	0.53
EBITDA 利息倍数(倍)	0.62	0.45	0.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	26.91	42.63	43.77	--
公司本部（母公司）				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	171.08	205.96	172.71	221.95
所有者权益(亿元)	28.74	34.02	35.24	34.81
全部债务(亿元)	90.00	102.70	68.20	81.88
营业收入(亿元)	11.13	21.59	17.03	0.14
利润总额(亿元)	-0.53	-0.05	1.21	-0.27
资产负债率(%)	83.20	83.48	79.59	84.31
全部债务资本化比率(%)	75.80	75.12	65.93	70.17
流动比率(%)	161.85	108.95	93.79	158.51
经营现金流动负债比(%)	19.36	-4.22	47.81	--

注：1. 将其他应付款及长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 公司2019年1—9月财务报表未经审计

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2019/07/24	黄琪融 唐 嵩	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2018/06/01	历 剑 黄琪融 唐 嵩	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016年）	阅读全文

注：2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告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，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。

北京兴创投资有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

2000 年 8 月，北京大兴建筑工程总公司、北京市大兴县市政建设工程公司等 4 家单位共同出资成立北京兴创投资有限公司（以下简称“公司”），初始注册资本为 2900 万元。2008 年 2 月，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”）接管了公司全部股权，公司股东变更为大兴区国资委。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 2019 年 9 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。

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。

截至 2020 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、代建项目办公室等 12 个部门（见附件 1-2）。截至 2019 年 9 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司 7 家。

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 9 月底，公司资产总额 335.75

亿元，所有者权益 59.56 亿元（含少数股东权益 2.67 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 1.05 亿元，利润总额-0.91 亿元。

公司地址：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：支小飞。

二、本期中期票据概况

公司计划于 2020 年注册并发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）10 亿元，期限不超过 5 年。本期中期票据按年付息，到期一次性还本，募集资金用于偿还公司有息债务。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4

固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占

GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和 -3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长 -8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者

价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，

于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支

持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

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國基础设施建设的重要载体。

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〔2018〕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〔2018〕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

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 年下半年来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

(1) 房地产行业概况

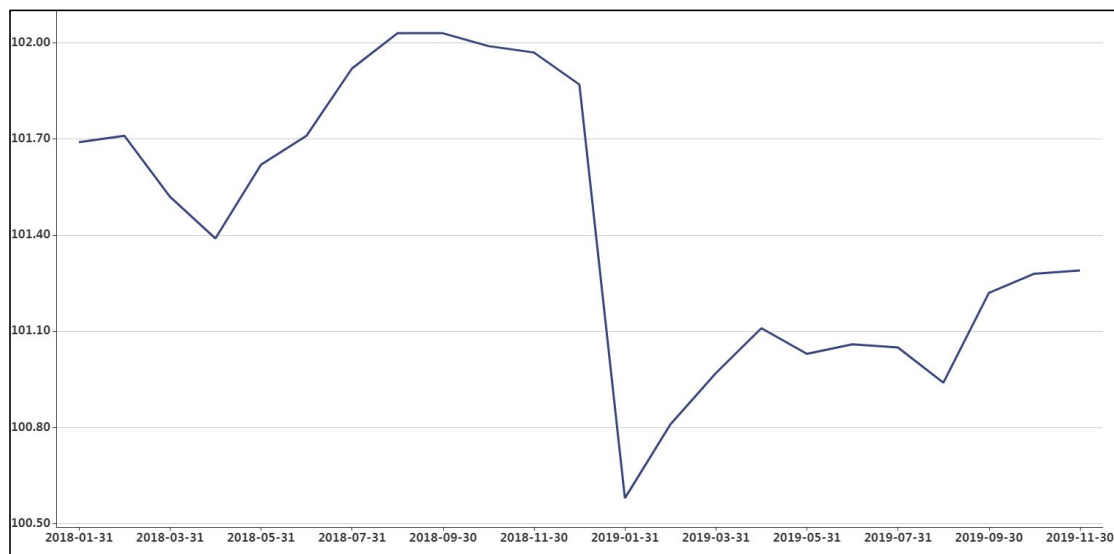
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

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

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

金面整体仍趋紧。

图1 2018年—2019年11月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2019年，全国房地产开发投资完成额13.22万亿元，累计同比增长9.90%，增速较2018年提升0.40个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额9.71万亿元，累计同比增长13.90%，增速相较于2018年提升0.50个百分点；办公楼完成投资额0.62万亿元，累计同比增长2.80%，增速相较于2018年提升14.10个百分点；商业营业用房完成投资额1.32万亿元，累计同比下降6.70%，相较于2018年降幅收窄2.70个百分点，增速提升10.40个百分点。

从销售情况来看，2019年，商品房销售面积17.16亿平方米，同比下降0.10%，销售面积增速自2015年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积15.01亿平方米（占87.47%），同比增长1.50%，增速于2019年2月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于2019年8月转正，全年增速相较于2018年下滑0.70个百分点。2019年，商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.50%，增速较2018年下滑5.70个百分点。其中，住宅销售金额13.94万亿元（占87.29%），同比增长10.30%，增速较2018年下降4.40个

百分点。施工方面，2019年以来，新开工增速较2018年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019年，房屋新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.50%，增幅较2018年收窄8.70个百分点；在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米，同比增长8.70%，增速相较2018年提升3.50个百分点；同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米，同比增长2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于2018年

百分点。进入2019年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态

势。

进入2020年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

(2) 土地市场与信贷环境

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

土地市场方面，2019年，房地产开发企业

土地购置面积2.58亿平方米，同比下降11.40%，相较2018年累计同比增长14.20%的增速下滑25.60个百分点；土地成交价款14709.28亿元，累计同比下降8.70%，相较于2018年累计同比增长18.00%的增速下滑26.70个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019年1—3月，土地市场较为冷清；4月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

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

表3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

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

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

(3) 政策环境

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

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日，

央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。

表 4 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。

表 5 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济环境

公司的主要服务区域是北京市大兴区，大兴区的经济发展环境及财政实力对公司经营活动影响较大。近年来，大兴区经济稳步发展，

一般预算收入持续增长，公司发展的外部环境良好。

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《大兴区国民经济和社会发展统计公报》，2017—2019 年，大兴区分别完成地区生产总值 644.3 亿元、700.4 亿元及 907.6 亿元，按可比价格计算，分别增长 7.1%、7.0%及 6.5%。2019 年，大兴区第一产业实现增加值 12.1 亿元，比上年下降 13.0%；第二产业实现增加值 277.2 亿元，比上年增长 3.2%；第三产业实现增加值 618.3 亿元，比上年增长 8.5%。三次产业构成为 1.3：30.6：68.1。按常住人口计算，2019 年大兴区人均 GDP 为 5.30 万元。

2019 年，大兴区固定资产投资（不含农户）实现 803.9 亿元，比上年下降 14.5%。建筑安装投资和基础设施投资分别实现 436.0 亿元和 373.6 亿元，分别比上年下降 4.6%和 9.2%。同期，大兴区房地产开发投资 380.4 亿元，比上年下降 17.2%，占全区固定资产投资（不含农户）的比重为 47.3%。其中住宅投资 242.6 亿元，比上年下降 11.7%；办公楼投资 26.4 亿元，比上年下降 43.3%；商业营业用房投资 27.6 亿元，比上年增长 38.4%。

2019 年，大兴区房屋施工面积为 974.2 万平方米，比上年下降 16.4%。其中本年新开工面积为 216.7 万平方米，比上年下降 29.8%；房屋竣工面积为 62.4 万平方米，比上年下降 48.7%；全区商品房销售面积和待售面积分别为 78.9 万平方米和 178.2 万平方米，分别比上年增长 74.8%和 33.3%。

根据大兴区财政预决算报告，2017—2019 年，大兴区分别完成地方一般公共预算收入 84.71 亿元、92.35 亿元及 102.51 亿元，分别增长 9%、9%及 11%。

2019 年，大兴区政府性基金预算收入 115.42 亿元，下降 8.5%；上级补助收入 191.34 亿元，下降 20.68%。2019 年，大兴区一般公共预算支出 262.33 亿元，财政自给率为 39.08%。

根据《北京市 2019 年预算执行情况和 2020 年预算》，2019 年底，大兴区政府性债务余额 356.60 亿元（限额为 439.37 亿元），其中一般债务 7.87 亿元、专项债务 348.73 亿元。大兴区政府债务负担较重。

五、基础素质分析

公司是大兴区国资委控制的国有企业，主要承担地铁 4 号线大兴段沿线周边以及采育镇等地区的土地一级开发及保障房建设等任务。近年来，公司在资本金及资产注入、财政拨款等方面获得大兴区政府有力支持。

1. 股权状况

截至 2019 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 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。

2. 企业规模与竞争力

大兴国投主要有 3 家重要子公司，分别为公司、北京兴展投资控股有限公司（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“生物医药基地公司”）。其中，公司负责地铁 4 号线大兴段沿线周边（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）以及采育镇等地区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。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。生物医药基地公司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”）和北京兴创房地产开发有限公司（以下简称“兴创房地产公司”）均具有房地产开发企业二级资质。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以及保障房项目的建设主体，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

截至目前，公司现有高级管理人员共 4 名，包括董事长 1 名、副总经理 1 名、总会计师 1 名、总工程师 1 名。

公司董事长兼法定代表人支小飞先生，1978 年 11 月出生，本科学历，曾任公司开发部副经理、开发部经理、副总经理、总经理。根据《中共北京市大兴区委关于张涛、支小飞同志任免职的通知》（京兴字〔2019〕291 号）《大兴区国资委关于调整北京兴创投资有限公司董事长、法定代表人的决定》（京兴国资发〔2020〕32 号）文件，自 2020 年 3 月开始，支小飞先生任公司董事长。目前总经理岗位人员空缺，其职责由董事长代为履行。

截至 2019 年 9 月底，公司员工总数 413 人。按学历结构划分，硕士及以上的占 32.45%，大专及本科的占 59.32%，大专以下的占 8.23%。从员工类型划分，行政管理人员占 15.74%，项目人员占 71.43%，财务人员占 3.15%，销售人员占 9.69%。从年龄结构上划分，20~39 岁的占 84.99%，40~49 岁的占 12.11%，50 岁以上的占 2.91%（合计数不等于 100%系四舍五入而致）。

总体看，公司管理人员管理经验丰富，综

合素质较高；员工平均学历水平较好，能够满足公司经营发展需要。

4. 外部支持

公司成立以来，得到了大兴区政府在资本金及资产注入、财政拨款等方面的有力支持。

（1）资本金及资产注入

2016 年，根据京兴国资发〔2016〕100 号，大兴区国资委拨付公司资本金 1.80 亿元，公司计入“实收资本”。

2016 年，根据京兴财资产〔2016〕243 号，大兴区财政局同意将价值 3.50 亿元的黄村再生水厂工程资产划拨予公司，公司计入“资本公积”。

2016 年及 2018 年，公司分别收到大兴区国资委拨付的国有资本经营预算 0.49 亿元及 0.20 亿元，计入“资本公积”。

2017 年，公司收到大兴区财政局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）财政拨款

截至 2019 年 9 月底，大兴区政府给予公司土地一级开发业务及市政基础设施建设财政拨款合计约 306 亿元，公司计入“专项应付款”，现金流量表体现为“收到其他与经营活动有关的现金”。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：911100007214964562），截至 2020 年 4 月 20 日，近五年公司本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

根据公司子公司兴创置地提供的《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：911101156851252946），截至 2020 年 4 月 21 日，兴创置地本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。

六、管理分析

公司法人治理结构较为规范，内部管理制度较为完善，能满足日常经营管理需要，目前公司总经理岗位人员空缺。

1. 法人治理结构

根据公司章程，公司不设股东会，设有董事会、监事会、总经理。

董事会为公司的决策机构，对大兴区国资委负责。公司董事会由4人组成，其中，由大兴区国资委委派3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。董事会行使制订公司章程和章程修订案、制定公司的经营方案和投资方案等职权。

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，后经监事会全体监事过半数选举产生。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。监事会行使检查公司财务等职权。

公司设总经理一人，由大兴区国资委指定，经董事会聘任。总经理对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作。目前公司总经理岗位人员空缺，其职责由董事长代为履行。联合资信将持续关注公司总经理岗位人员到位情况。

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情况，制定经营计划管理办法。公司经营计划管理实行统一领导，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。

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。计划财务部是公司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，计划财务部可根据实际资金使用情况及时开展融资工作。

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》《关于深化建设工程货物招标投标改革的若干规定》（试行）以及北京市《工程建设项目货物招标投标办法》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。房地产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；计划财务部负责征地、拆迁资金的筹措及征地、拆迁、腾退补偿款支付等工作；成本管理部负责线杆迁改、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。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营土地一级开发、保障房及房地产开发等业务，近年来上述业务对收入贡献超过90%。土地一级开发及保障房业务受外部征拆、规划调整、政府决策等因素影响较大，近年来收入规模呈现较大波动。公司整体毛利率水平尚可，营业利润主要来自房地产开发业务。

2016—2018年，公司营业收入有所波动，分别为26.14亿元、41.53亿元及28.14亿元，主要系土地一级开发及保障房收入波动。土地一级开发、房地产销售及保障房销售是公司营业收入的主要来源，近三年收入占比均超过90%。公司土地一级开发收入受土地开发进度影响较大，2016—2018年分别为10.95亿元、

20.94亿元及13.62亿元。公司房地产销售收入较为稳定，近三年分别为10.80亿元、9.45亿元及9.90亿元。此外，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，区外选房收入构成公司的保障房销售收入。2016—2018年，公司保障房分别实现销售收入2.39亿元、10.33亿元和3.71亿元，2017年收入规模大幅增长，主要是因为当年定向销售保障房较多。公司其他业务收入主要为租金收入，近三年实现稳步增长。

毛利率方面，2016—2018年，公司综合毛利率分别为29.02%、18.45%及21.67%，主要是受利润水平较高的房地产销售业务毛利率波动下降影响。近三年，公司土地一级开发毛利率分别为5.61%、10.15%及5.61%，2017年毛利率较高主要系当年收入中包含规模较大的定向回迁安置房，其利润相对较高。2016—2018年，公司房地产销售毛利率波动下降，分别为56.08%、40.36%及43.60%，主要是因为销售物业类型不同，毛利率有所差异。同期，公司保障房销售毛利率逐年下降，主要是因为保障房销售对象和价格有一定差异。

由于公司通常在年底确认土地一级开发收入，且前三季度结转的商品房销售收入及保障房销售收入规模均不大，2019年1—9月，公司实现营业收入1.05亿元；综合毛利率较2018年全年水平上升24.65个百分点至46.32%。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—9月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入	256404.67	98.09	27.83	407588.47	98.15	17.04	272711.04	96.91	19.28	5284.01	50.13	39.15
土地一级开发	109541.19	41.91	5.61	209424.05	50.43	10.15	136208.76	48.40	5.61	0.00	0.00	0.00
房地产销售	108040.93	41.33	56.08	94481.38	22.75	40.36	98987.41	35.17	43.60	2569.07	24.37	72.95
保障房销售	23871.99	9.13	16.85	103254.04	24.86	9.42	37106.07	13.19	6.09	1297.56	12.31	10.90
其他	14950.56	5.72	3.95	429.01	0.10	73.58	408.80	0.15	-116.81	1417.38	13.45	3.76
其他业务收入	4994.54	1.91	90.26	7684.15	1.85	93.42	8705.46	3.09	96.53	5256.79	49.87	53.51

合计	261399.21	100.00	29.02	415272.62	100.00	18.45	281416.50	100.00	21.67	10540.80	100.00	46.32
----	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------	-----------	--------	-------	----------	--------	-------

注：2016年，公司主营业务收入中的其他收入规模较大，主要系当年公司将兴创屹墅商品房地下车位储藏间销售收入计入其中。2019年1—9月，公司主营业务收入中的其他收入增幅较大，主要系新增酒店经营收入。

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

2. 业务经营分析

(1) 土地一级开发

公司受北京市土地整理储备中心大兴区分中心（以下简称“大兴土储”）委托，负责区内7个区域的土地一级开发工作，土地完成开发后公司向大兴土储交接土地，土地上市后大兴土储向公司支付成本加成一定利润。未来该业务资金来源将全部为财政拨款，公司未来资

本支出压力不大。

公司主要负责地铁4号线大兴段沿线周边（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）、采育镇等地区的土地一级开发以及区域内的回迁房建设，涉及规划建设用地面积837.5万平方米，截至2019年9月底，公司已完成土地一级开发558.94万平方米。

表7 公司受托土地一级开发情况

项目名称	委托开发协议	委托人	协议签订日期
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	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
京开东侧天宫院村	大兴区京开东侧天宫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

具体而言，公司与大兴土储签订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。公司资金来源包括财政拨款（计入

“专项应付款”）、土地出让回款以及自筹资金。土地开发完毕并经政府相关部门验收合格后，公司与大兴土储交接土地。大兴土储按照年度土地供应计划安排土地上市交易工作。土地上市后，大兴土储将公司土地开

发成本及净利润（净利润为土地开发成本的2%或7%（大兴新城北区））扣除之前拨付公司的财政拨款后的余额返还公司。

账务处理方面，公司将土地一级开发项目投入计入工程施工—合同成本，每年末根据完工百分比法确认收入，同时确认成本和工程施工—合同毛利。项目完工结算时，公司根据开发成本和净利润确认应收账款和工程结算，并用专项应付款冲减对大兴土储的应收账款。

2016—2018年，公司土地一级开发分别实现收入10.95亿元、20.94亿元及13.62亿元，分别出让土地0亩、8.19万平方米（约122.85亩）及14.22亩，分别收到土地出让返还资金9.46亿元、5.46亿元及24.71亿元。

截至2018年底，公司土地一级开发累计

投入约325亿元，其中已结转成本约295亿元，剩余在存货中体现。财政资金方面，截至2018年底，公司土地一级开发累计获得财政拨款260亿元，并已全部作对冲处理。

2019年起，公司土地一级开发业务资金来源有所调整，将由财政全额拨款，公司未与大兴土储重新签署土地委托协议，收入确认方式保持不变。

截至2019年9月底，公司正在开发的土地一级开发项目共7处，项目概算总投资464.00亿元，已投金额330.00亿元（大部分已确认收入），尚需投资金额134.00亿元，其中2019年10—12月、2020年和2021年分别计划投资18.15亿元、12.05亿元和5.05亿元，考虑到该业务未来由财政全额拨款，公司实际资本支出压力不大。

表8 截至2019年9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10—12月	2020年	2021年
新城核心区土地一级开发项目	175.00	129.00	71.00	8.00	5.00	2.00
采育中心镇区土地一级开发项目	144.00	112.00	98.00	1.00	2.00	1.00
七街旧村改造土地一级开发项目	27.00	76.00	20.00	8.00	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	1.00	--	--
京开东侧天宫院村土地一级开发项目	4.40	4.00	4.00	0.05	0.00	0.00
西红门商业综合区土地一级开发项目	36.40	15.00	13.00	0.05	0.00	0.00
新城北区土地一级开发项目	322.00	46.00	46.00	0.05	0.05	0.05
合计	837.80	464.00	330.00	18.15	12.05	5.05

注：1. 部分地块预计实际投资超过计划投资；2. 生物医药基地东配套区联合储备项目受征拆等因素影响目前暂未确定2020年及2021年投资计划；3. 京开东侧天宫院村土地一级开发项目、西红门商业综合区土地一级开发项目已于2019年底完工。

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司已完成土地一级开发558.94万平方米，其中已出让土地532.55万平方米，待出让土地26.39万平方米；正在开发的土地面积278.56万平方米。同期，公司存货中土地一级开发成本34.66亿元。

（2）保障房销售

公司保障房销售收入主要来自区外选房。目前公司无在建或拟建保障房项目，未来随着自建保障房剩余房源以及回购的采育镇二期安置房项目逐渐销售完毕，公司保障房销售收入规模将随之下滑。联合资信将持续关注该业务的持续性。

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。公司二级子公司北京兴创房地产开发有限公司（以下简称“兴创房地产公司”）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、交通影响评价等手续。项目建设资金主要由公司自筹，除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。

公司保障房建设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），该种模式下，兴创房地产公司负责建设安置房，并以安置房建设成本及销售税费（约占安置房成本的 5.5%）合计金额加成 2% 的管理费销售给公司，公司计入土地一级开发成本。该种模式下的收入在土地一级开发收入中体现；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，故保障房销售收入仅对外销售部分产生收入及现金流。

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。

2016—2018 年，公司分别销售安置房面积 5.01 平方米、18.94 万平方米及 3.86 万平方米，

分别确认销售收入 2.39 亿元、10.33 亿元及 3.71 亿元。因保障房销售对象和价格有一定差异，该板块毛利率有所下降，2016—2018 年分别为 16.85%、9.42% 及 6.09%。

除公司自建保障房剩余房源用于区外选房外，根据京兴政函（2011）228 号文，2011 年，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以 25.38 亿元回购采育镇二期安置房项目，该项目可供销售面积为 25.58 万平方米。因该安置房未过户，公司将项目回购成本计入“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。截至 2019 年 9 月底，采育镇二期项目累计确认收入 2.83 亿元（公司将价值约 13 亿元的安置房用于安置回迁户，相关成本计入土地一级开发成本，并预留了约 3.7 亿元的商业自用）。同期，采育镇二期项目剩余可供出售面积 3.73 万平方米，全部体现在“存货-开发产品”科目，账面价值为 4.74 亿元（较 2018 年底金额上升主要是因为公司将回购采育镇二期安置房项目的借款费用资本化计入）。

截至 2019 年 9 月底，公司自建的保障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。公司保障房建设成本计入“存货-开发成本”，完工后转入“存货-开发产品”。截至 2019 年 9 月底，公司“存货-开发成本”中无自建保障房投入，“存货-开发产品”中自建保障房账面价值合计 8.59 亿元，对应 1458 套，建筑面积 12.87 万平方米。公司暂无在建或拟建的自建保障房项目。

表 9 公司自建安置房项目情况（单位：万平方米、万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
当年安置房开工面积	--	--	--	--
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	0.36
当年安置房销售收入	23871.99	103254.04	37106.06	1297.56

资料来源：公司提供

（3）代建业务

公司在建的代建项目主要为市政基础设施建设项目以及庞各庄2号地保障房代建项目。

市政基础设施建设业务资金来源为财政拨款，公司仅负责项目建设，项目完工后移交大兴区政府，公司通常不确认收入。

账务处理方面，公司将项目投入计入工程施工-合同成本，项目完工后公司根据项目成本确认应收账款和工程结算，并用获得的财政拨款（专项应付款）冲减对大兴区政府的应收账款。

截至2018年底，公司市政基础设施建设业务累计获得财政拨款约16.60亿元，其中已对冲1.60亿元。截至2019年9月底，公司市政基础设施建设投入成本对应存货中账面价值为33.78亿元。

庞各庄2号地保障房代建项目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。兴创置地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”）签署该项目的委托代建协议，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（2019年7月起，该项目建设资金将全部来自财政拨款）。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。截至2019年9月底，公司庞各庄保障房代建项目尚未实现收入。

截至2019年9月底，公司累计收到财政给予的庞各庄2号地保障房代建项目的配套资金6.00亿元，计入“资本公积”科目。

庞各庄2号地保障房代建项目计划总投资43.00亿元（资金来源变更后，该项目总投资将

会下降），总建筑面积69.30万平方米，计划于2020年12月完工。截至2019年9月底，庞各庄保障房项目已完成投资15.86亿元，2019年10—12月及2020年、2021年分别计划投资5.60亿元、7.00亿元和0.50亿元。

公司目前拟建的代建项目包括天宫院社区卫生服务中心及大兴区文博综合馆项目，计划总投资合计11.40亿元。公司已分别与北京市大兴区卫生健康委员会（以下简称“大兴区卫健委”）、北京市大兴区文化委员会（以下简称“大兴区文委”）签订委托建设管理合同，由其负责落实项目资金，公司负责项目建设。大兴区卫健委及大兴区文委依据《关于印发<基本建设项目建设成本管理规定>的通知》（财建〔2016〕504号）向公司支付代建管理费。

（4）房地产开发及销售

公司房地产开发项目类型以商业地产和高端住宅为主，在区域内具有一定品牌优势；但在售项目开盘时间较长，待售面积较大，面临一定去化压力；同时，公司在建房地产项目尚需投入规模较大，资本支出压力较大。

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，开发项目类型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。

从房地产开发情况看，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，为大兴区采育镇A-07-02地块商业金融项目（采育A-07-02地块）。2018年，公司无新开工项目，新开工面积18.70万平方米，竣工面积21.80万

平方米。

表 10 公司房地产项目开工及竣工情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
当年新开工面积	21.60	30.17	18.70	34.86
当年竣工面积	0.00	7.41	21.80	2.17

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司主要在建房地产项目建筑面积合计 124.79 万平方米，预计总投资 197.40 亿元，已完成投资 131.63 亿元，2019 年 10—12 月、2020 年、2021 年，分别计

划投资 8.57 亿元、13.01 亿元和 13.30 亿元。整体看，公司房地产在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金压力。

表 11 2019 年 9 月底公司主要在建房地产项目情况（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 10—12 月	2020 年	2021 年
兴创国际中心—西红门四期	39.68	43.00	28.82	0.80	3.00	5.00
核心区企业总部	14.89	24.00	20.42	1.00	1.50	1.00
兴创荣墅	54.60	113.00	75.80	6.40	6.50	5.00
采育企业交流中心	6.86	7.30	2.48	0.25	1.00	1.00
全民健身中心	2.17	2.40	2.43	0.10	0.60	0.30
采育镇区 A—07—02 商业金融项目	3.30	2.70	0.27	0.01	0.01	0.50
采育镇区 01-0044 地块 B4 综合性商业金融服务业用地项目	3.29	5.00	1.41	0.01	0.40	0.50
合计	124.79	197.40	131.63	8.57	13.01	13.30

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。

近三年，公司房地产销售收入及毛利率均

有所波动，2018 年分别为 9.90 亿元和 43.60%，主要是因为各年的销售物业类型有所不同。

2016—2018 年，公司协议销售面积波动较大，其中 2016 年高达 10.02 万平方米，主要系兴创国际中心项目实现预售。从协议销售均价来看，受销售项目类型不同及房地产市场价格波动影响，近三年公司协议销售均价不断上涨，2018 年为 3.56 万元/平方米。

表 12 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
协议销售面积	10.02	3.13	3.02	2.35
协议销售均价	2.16	3.31	3.56	7.11
结转销售面积	3.14	4.22	3.68	0.05
结转销售收入	108040.93	94481.38	98987.41	2569.07

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 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（三期）项目。公司预收款项 26.92 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，房地产业务可持续性较强，但公司在售项目开盘时间较长，待售面积较大，整体去化压力大。

表 13 2019 年 9 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	总可售面积	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	12.06	7.24	2.74	19.82
兴创荣墅	2017.1	9.33	5.65	3.27	18.50
兴创屹墅	2013.10	16.74	16.08	2.85	45.89
合计	--	38.13	28.97	--	84.21

注：1. 兴创屹墅销售均价含车位、储藏间；2. 总可售面积包含已售面积及未售面积，受公司自持物业决策调整影响，已完工项目总可售面积或出现变动。

资料来源：公司提供

土地储备

公司目前储备土地均位于大兴区内。截至 2019 年 9 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 146.01 万平方米。公司一般通过招拍挂方式获取储备土地，从楼面地价看，2006 年公司获得的采

育镇两处地块的楼面地价较低，其他地块的楼面地价集中在 6000 元/平方米~12000 元/平方米之间。从土地性质看，公司储备土地主要为商业用地，未来主要用于写字楼、购物中心等商业地产建设。目前公司储备土地均处在开发阶段。

表 14 2019 年 9 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

（5）其他业务

公司其他业务收入主要来自物业出租，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。2016—2018 年，公司物业出租收入分别为 0.43 亿元、0.71 亿元及 0.85 亿元，由于 2017 年起公司将艺苑桐

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，导致当年租金收入明显增长。2018 年，兴创大厦写字楼租金上调以及公司物业平均出租率上升带动当年租金收入上涨。

表 15 公司自持物业出租情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
平均租金水平 （元/平/天）	商铺： 4.50	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	兴创大厦写字楼：3.80 艺苑桐城和城管大队办公楼： 2.20
平均出租率（%）	75	78	90	90

自持物业出租收入（万元）	4284	7115	8532	5257
--------------	------	------	------	------

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司制定了新时期发展战略规划，规划期为2019—2021年。新时期内，公司将深耕大兴，辐射京津冀，打造标杆项目，实现跨区域扩张。以土地和房地产开发为根基，扩展延伸产业价值链，构建金融资本和新兴产业投资的发展平台，通过广泛的战略合作，加快构建城市升级和新市镇综合开发、房地产开发、文旅产业、持有物业经营、金融投融资和新兴产业等业务领域的核心竞争力，实现城市价值链闭环滚动发展，最终成长为城市升级开发与产业驱动的引领者，国内知名的投资控股集团。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2016—2018年合并财务报表，中审华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2019年三季度财务数据未经审计。

截至2019年9月底，公司拥有合并范围内子公司共7家。2016年，公司合并范围无变动；2017年，新设立2家子公司；2018年，处置1

家子公司；2019年1—9月，公司合并范围无变动。总体看，上述新设立或处置的子公司资产、收入规模均不大，公司财务数据可比性强。

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。

截至2019年9月底，公司资产总额335.75亿元，所有者权益59.56亿元（含少数股东权益2.67亿元）；2019年1—9月，公司实现营业收入1.05亿元，利润总额-0.91亿元。

2. 资产质量

近年来公司资产规模有所波动，资产构成以土地一级开发、保障房、商品房项目投入及投资性房地产为主，受限资产规模较大，资产流动性较弱。

2016—2018年，公司资产规模有所波动，分别为253.56亿元、293.21亿元及286.68亿元，2017年底增长15.63%，主要来自投资性房地产及货币资金的增长。近三年，公司流动资产占比有所下降，2018年底为79.81%，公司资产以流动资产为主。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年		2018年		2019年9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	222.54	87.77	254.61	86.83	228.79	79.81	276.83	82.45
货币资金	21.87	8.63	40.36	13.77	21.66	7.56	33.08	9.85
存货	193.94	76.49	208.15	70.99	201.82	70.40	235.87	70.25
非流动资产	31.02	12.23	38.60	13.17	57.89	20.19	58.92	17.55
投资性房地产	17.91	7.07	31.04	10.59	47.94	16.72	47.94	14.28
固定资产	10.55	4.16	4.28	1.46	6.79	2.37	6.73	2.01
资产总额	253.56	100.00	293.21	100.00	286.68	100.00	335.75	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

流动资产

2016—2018年，公司流动资产有所波动，分别为222.54亿元、254.61亿元及228.79亿

元，主要系货币资金波动所致。公司流动资产主要由货币资金和存货构成。

2016—2018年，公司货币资金有所波动，

分别为 21.87 亿元、40.36 亿元及 21.66 亿元，2017 年底货币资金增长 84.51%，主要系公司扩大借款规模所致；2018 年底货币资金下降 46.32%，主要系偿还有息债务。公司货币资金主要由银行存款构成，无使用受限资金。

2016—2018 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 53.56%。2018 年底，公司其他应收款为 0.80 亿元，较上年底下降 77.84%，主要系采育镇二期安置房项目由于大部分安置对象确定由其他应收款转入存货科目。公司其他应收款主要由往来款（占 13.66%）和采育镇二期项目回迁房差额房款（占 73.13%）构成。

2016—2018 年，公司存货有所波动，分别为 193.94 亿元、208.15 亿元及 201.82 亿元，2017 年底存货增长 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，同时大兴区财政拨款结算项目有所减少；2018 年底存货下降 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，公司存货主要由开发成本（占 61.58%）、开发产品（占 10.55%）和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投入）构成。公司存货未计提跌价准备。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 36.60%，主要源于投资性房地产的增长。2018 年底，公司非流动资产为 57.89 亿元，较上年底增长 49.97%。公司非流动资产主要包括投资性房地产和固定资产。

2016—2018 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 63.59%，主要系部分房屋建筑物从存货或固定资产转入投资性房地产时评估价值上升所致。2018 年底，公司投资性房地产 47.94 亿元，较上年底增长 54.45%。公司投资性房地产为以公允价值模式进行计量的房屋建筑物。

2016—2018 年，公司固定资产有所波动，

分别为 10.55 亿元、4.28 亿元及 6.79 亿元，2017 年底下降 59.39%，主要系部分房屋建筑物转入投资性房地产所致；2018 年底增长 58.55%，主要系部分房屋建筑物由存货转入所致。公司固定资产主要为房屋建筑物和其他设备；累计计提折旧 0.79 亿元，未计提固定资产减值准备。

2019 年 9 月底，受存货和货币资金规模扩大影响，公司资产总额较上年底增长 17.12% 至 335.75 亿元；资产仍以流动资产为主，流动资产占比较上年底小幅上升 2.65 个百分点至 82.45%。2019 年 9 月底，公司货币资金较上年底增长 52.71% 至 33.08 亿元，主要系收到政府财政拨款以及扩大融资规模所致；存货较上年底增长 16.87% 至 235.87 亿元，主要来自商品房项目投入。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月底，公司受限资产价值合计 124.79 亿元，占资产总额的 37.17%，其中存货、投资性房地产及固定资产中受限资产分别为 90.78 亿元、31.38 亿元及 2.63 亿元，主要为用于抵押的土地及房屋等。公司受限资产规模大。

3. 负债和所有者权益

近年来，公司所有者权益快速增长，有息债务规模有所波动，以长期债务为主，整体债务负担重。

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 21.84%，主要来自资本公积的增长。2018 年底，公司所有者权益为 60.50 亿元，较上年底增长 10.74%。公司所有者权益主要包括实收资本（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%）。

2016—2018 年，公司实收资本均保持 8.46 亿元。

由于收到庞各庄 2 号地保障房代建项目财政资金，2016—2018 年，公司资本公积快速增长，年均复合增长 20.27%。2018 年底，公司资

本公积22.20亿元，较上年底变动不大。公司资本公积主要由获得的财政资金、国有资本经营预算资金以及划拨的资产构成。

2016—2018年，公司其他综合收益快速增长，年均复合增长143.77%，增长主要来自将存货或固定资产转换为以公允价值模式计量的投资性房地产时的评估增值。

2019年9月底，公司所有者权益为59.56亿元，较上年底下降1.56%；所有者权益结构变动不大。

负债

2016—2018年，公司负债总额有所波动，分别为212.81亿元、238.57亿元及226.17亿元，主要系一年内到期的非流动负债及其他应付款波动所致。近三年，公司流动负债占比有所波动，2018年底为50.50%，公司负债结构较为均衡。

2016—2018年，公司流动负债有所波动，分别为100.62亿元、127.90亿元及114.22亿元，主要受一年内到期的非流动负债及其他应付款波动影响。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

2016—2018年，公司短期借款快速增长，年均复合增长48.04%，主要来自抵押借款的增长。2018年底，公司短期借款11.72亿元，较上年底增长3.30%；主要由抵押借款（占85.29%，抵押物为房屋所有权和土地使用权）和信用借款（占12.58%）构成。

2016—2018年，公司应付票据及应付账款有所波动，分别为6.44亿元、12.56亿元及11.47亿元，2017年底增长94.95%，主要系根据工程进度暂估的应付工程款增加所致；2018年底下降8.72%，主要系结算部分工程款。公司应付账款主要为应付施工单位的工程款，账龄集中在1年以内（占42.42%）和1~2年（占41.41%），账龄相对较短。

公司预收款项主要为预售房款。随着房地产开发业务规模的扩大，2016—2018年，公司

预收款项快速增长，年均复合增长29.83%。2018年底，公司预收款项21.51亿元，较上年底增长67.10%。

2016—2018年，公司其他应付款快速下降，年均复合下降54.12%，主要系拆迁及代扣房款下降以及2018年公司将兴展投资等单位的借款由其他应付款调整至长期应付款核算所致。2018年底，公司其他应付款9.37亿元，较上年底下降68.08%。公司其他应付款主要为拆迁及代扣房款（占70.81%）和往来款（占22.12%）。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债有所波动，分别为27.12亿元、55.83亿元及53.56亿元。公司一年内到期的非流动负债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。

2016—2018年，公司非流动负债有所波动，分别为112.19亿元、110.68亿元及111.95亿元。公司非流动负债主要包括长期借款和长期应付款。

2016—2018年，公司长期借款逐年下降，年均复合下降6.65%。2018年底，公司长期借款83.37亿元，较上年底下降10.38%，主要系部分信用借款及非金融机构借款重分类至一年内到期的非流动负债。

2016—2018年，公司长期应付款有所波动，分别为15.41亿元、14.46亿元及24.56亿元，2018年底增长主要系部分借款由其他应付款转入该科目。同期，公司专项应付款变动不大，分别为15.41亿元、14.46亿元及14.96亿元，主要为土地一级开发及市政基础设施建设收到的财政拨款。

2019年9月底，公司负债总额276.18亿元，较上年底增长22.11%，主要来自长期应付款和应付债券的增长。受此影响，同期公司非流动负债占比上升9.96个百分点至59.46%。2019年9月底，受益于预售房款增多，公司预收款项较上年底增长25.14%至26.92亿元。由于新发行

“19兴创投资MTN001”（14亿元）及“19兴创投资PPN001”（13亿元），2019年9月底公司新增应付债券27.63亿元。同期，公司长期应付款较上年底增长106.74%，主要系获得大规模财政拨款并计入专项应付款。

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务规模有所波动，分别为151.95亿元、182.31亿元及158.25亿元，主要是由于银行借款规模有所波动。近三年，公司长期债务占比逐年下降，2018年底为58.75%。2019年9月底，受公司新发债券影响，公司全部债务177.91亿元，较上年底增长12.42%；长期债务占比上升至65.10%。

表17 公司债务构成及债务负担情况(单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年9月
短期债务	32.47	67.18	65.28	62.09
长期债务	119.48	115.13	92.97	115.83
全部债务	151.95	182.31	158.25	177.91
资产负债率	83.93	81.37	78.89	82.26
全部债务资本化比率	78.85	76.94	72.34	74.92
长期债务资本化比率	74.57	67.82	60.58	66.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

从债务指标看，2016—2018年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈现下降趋势，2018年底分别为78.89%、72.34%及60.58%。2019年9月底，受新发债券增加影响，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上升，分别为82.26%、74.92%及66.04%。

从有息债务期限结构看，2020—2022年，公司分别需偿付债务54.15亿元、47.70亿元和49.61亿元。若“19兴创投资PPN001”的投资人在2022年行使回售选择权，则2022年公司需偿付的有息债务规模将增加至62.61亿元。

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模受土地一级开发及保障房销售收入影响有所波动，期间费用对利

润形成一定侵蚀，整体盈利能力较好。

受土地一级开发收入及保障房销售收入波动影响，2016—2018年，公司营业收入有所波动，分别为26.14亿元、41.53亿元及28.14亿元。由于营业成本增幅超过营业收入增幅，近三年公司营业利润率逐年下降，分别为20.05%、15.89%及15.71%。

表18 公司盈利情况(单位: 亿元、%)

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	26.14	41.53	28.14
资产减值损失	0.20	0.52	-1.25
利润总额	4.35	3.65	1.97
营业利润率	20.05	15.89	15.71
总资本收益率	2.15	1.25	1.36
净资产收益率	7.68	4.79	2.64

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

期间费用方面，2016—2018年，公司期间费用持续增长，年均复合增长15.92%，2018年为3.19亿元，同比增长25.85%，主要来自财务费用的增长。同期，期间费用占营业收入的比重有所波动，2018年为11.34%。

2016—2018年，公司资产减值损失分别为0.20亿元、0.52亿元及-1.25亿元，由于之前计提坏账准备的采育镇二期安置房项目于2018年实现销售，当年转回坏账损失1.25亿元。

盈利指标方面，2016—2018年，公司总资本收益率波动下降、净资产收益率持续下降，2018年分别为1.36%和2.64%。

由于公司通常在年底确认土地一级开发收入，且前三季度结转的商品房销售收入及保障房销售收入规模均不大，2019年1—9月，公司营业收入为1.05亿元；实现利润总额-0.91亿元。同期，公司营业利润率为23.58%。

5. 现金流

近年来，受土地一级开发及商品房账务处理方式影响，公司经营活动净现金流及收入实现质量均波动较大。未来在建房地产开发项目

尚需投入规模较大，公司面临一定的外部融资压力。

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要为经营业务收款以及财政拨款、往来款等，2016—2018年分别为45.93亿元、47.38亿元及66.32亿元，2018年同比增长39.98%，主要系收到政府土地出让返还资金及预售房款较多所致。公司收到其他与经营活动有关的现金主要为财政拨款和往来款等。公司经营活动现金流出主要为土地一级开发、保障房及商品房等项目投入、往来款等，2016—2018年分别为41.84亿元、54.15亿元及45.93亿元。公司支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款等。近三年，公司经营活动现金流量净额分别为4.09亿元、-6.77亿元及20.39亿元。

从收入实现质量看，2016—2018年，公司现金收入比分别为93.44%、42.57%和157.96%，由于预售房款计入销售商品、提供劳务收到的现金，导致房地产项目回款与收入结算存在时间差，公司实际收入实现质量较好。

表19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动现金流入量	45.93	47.38	66.32
经营活动现金流出量	41.84	54.15	45.93
经营活动净现金流	4.09	-6.77	20.39
现金收入比	93.44	42.57	157.96
投资活动净现金流	0.18	-1.20	-0.59
筹资活动净现金流	-5.05	26.45	-38.50

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，近年来公司投资活动现金流入量规模较小。公司投资活动现金流出主要体现为投资支付的现金以及购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，总体规模不大。2016—2018年，公司投资活动现金流量净额分别为0.18亿元、-1.20亿元和-0.59亿元。

筹资活动方面，公司主要通过银行及非银行金融机构筹集资金，2016—2018年筹资活动现金流入量波动较大，分别为79.84亿元、83.72亿元及40.38亿元。2016年，公司吸收投资收

到的现金1.80亿元，系大兴区国资委拨付公司的资本金，公司计入“实收资本”。2017年，公司吸收投资收到的现金6.65亿元，系收到的财政拨款的庞各庄2号地项目配套资金以及西红门三、四期项目建设专项资金，公司计入“资本公积”。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。2016—2018年，公司筹资活动现金流量净额分别为-5.05亿元、26.45亿元及-38.50亿元。

2019年1—9月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流量净额分别为5.84亿元、-5.55亿元及11.13亿元。同期，公司收到其他与经营活动有关的现金大幅增长，主要系收到29.44亿元的财政拨款，公司同时计入专项应付款科目。2019年1—9月，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金4.36亿元，系土地一级开发投入，公司同时计入存货科目。

6. 偿债能力

公司整体偿债能力指标较弱。但考虑到公司在北京市大兴区内土地一级开发主体及保障房建设领域的重要地位以及大兴区政府的支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率和速动比率均有所波动，2018年底分别为200.30%及23.61%，2019年9月底上述指标分别上升至247.24%及36.58%。2016—2018年，公司经营现金流流动负债比分别为4.06%、-5.29%及17.85%，经营活动净现金流对流动负债的保障能力较弱。2018年底及2019年9月底，公司现金短期债务比分别为0.33倍和0.53倍。公司存在较大的短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA不断下降，分别为5.65亿元、4.28亿元和3.62亿元；全部债务/EBITDA持续上升，分别为26.91倍、42.63倍和43.77倍；EBITDA利息倍数分别为0.62倍、0.45倍和

0.28 倍。

截至2019年9月底，公司对外担保余额3.00亿元，担保比率为5.04%，系公司对生物医药基地公司提供的担保，公司未设置反担保措施，担保期限截至2023年3月。该公司涉及多起诉讼，但涉诉金额不大，对生物医药基地公司生产经营无重大影响，公司或有负债风险总体可控。

截至2019年9月底，公司共获得各家银行授信总额170.68亿元，已使用127.51亿元，尚未使用额度43.17亿元（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

公司资产及收入在母子公司之间分布较为均衡。母公司所有者权益稳定性一般，债务负担重。

截至2018年底，母公司资产总额172.71亿元，较上年底下降16.15%。其中，流动资产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35.24亿元，较上年底增长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，母公司负债总额较上年底下降20.05%至137.47亿元，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%，较上年底有所下降。

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，母公司利润总额1.21亿元。

截至2019年9月底，母公司资产总额221.95亿元，所有者权益34.81亿元。2019年

1—9月，母公司实现营业收入0.14亿元，利润总额-0.27亿元。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务影响

本期中期票据拟发行规模为10亿元，相当于2019年9月底公司长期债务的8.63%、全部债务的5.62%。

2019年9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82.26%、74.92%和66.04%。以2019年9月底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至82.77%、75.93%和67.87%。本期中期票据发行后，公司整体的债务负担有所上升，但考虑到其募集资金全部用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018年，公司经营活动现金流入量分别为45.93亿元、47.38亿元和66.32亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的4.59倍、4.74倍和6.63倍。2016—2018年，公司EBITDA分别为5.65亿元、4.28亿元和3.62亿元，分别为本期中期票据拟发行规模的0.56倍、0.43倍和0.36倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较好。

总体看，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较好。

十、结论

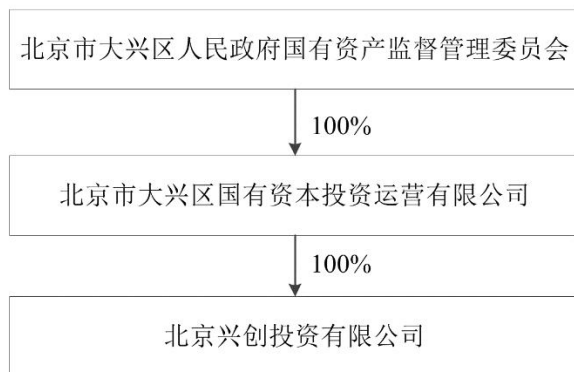
近年来，大兴区经济持续稳定发展，地方一般预算收入不断增长，公司发展的外部环境良好。

公司作为大兴区主要的土地一级开发和保障房建设主体，近年来在资本金及资产注入、财政拨款等方面获得大兴区政府的有力

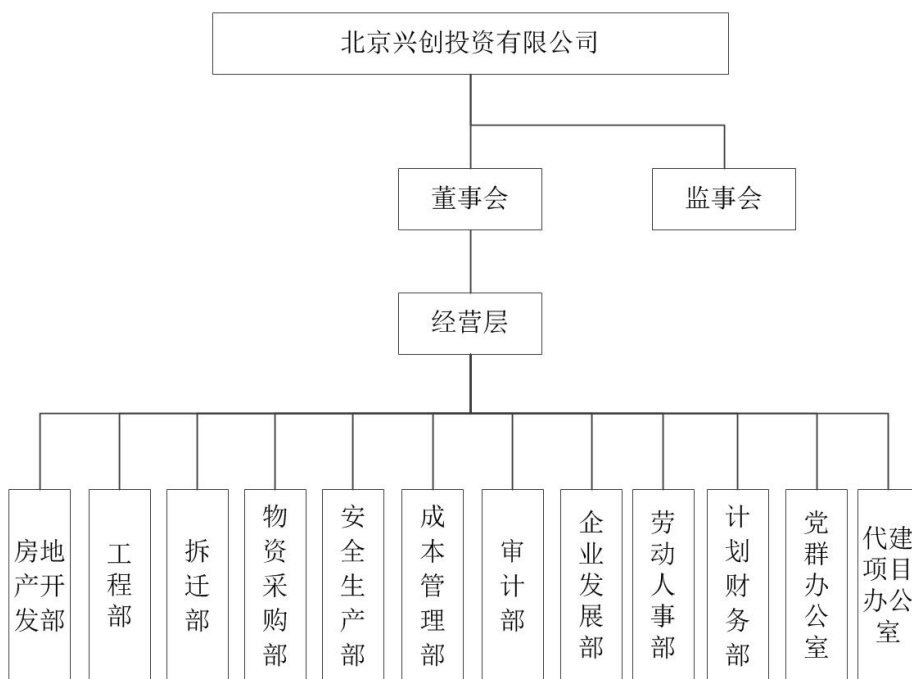
支持。同时，联合资信也关注到公司债务负担重、存在短期偿付压力、房地产开发项目未来资本支出压力较大。考虑到公司在北京市大兴区内土地一级开发及保障房建设领域的重要地位以及大兴区政府的各项支持，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年 9 月底公司合并范围内子公司情况

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 3 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.87	40.36	21.66	33.08
资产总额(亿元)	253.56	293.21	286.68	335.75
所有者权益(亿元)	40.75	54.64	60.50	59.56
短期债务(亿元)	32.47	67.18	65.28	62.09
长期债务(亿元)	119.48	115.13	92.97	115.83
全部债务(亿元)	151.95	182.31	158.25	177.91
营业收入(亿元)	26.14	41.53	28.14	1.05
利润总额(亿元)	4.35	3.65	1.97	-0.91
EBITDA(亿元)	5.65	4.28	3.62	--
经营性净现金流(亿元)	4.09	-6.77	20.39	5.84
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	706.14
营业利润率(%)	20.05	15.89	15.71	23.58
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(%)	74.57	67.82	60.58	66.04
全部债务资本化比率(%)	78.85	76.94	72.34	74.92
资产负债率(%)	83.93	81.37	78.89	82.26
流动比率(%)	221.16	199.07	200.30	247.24
速动比率(%)	28.42	36.33	23.61	36.58
经营现金流流动负债比(%)	4.06	-5.29	17.85	--
现金短期债务比(倍)	0.67	0.60	0.33	0.53
全部债务/EBITDA(倍)	26.91	42.63	43.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.62	0.45	0.28	--

注：1. 将其他应付款及长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2019 年 1—9 月财务报表未经审计；3. 由于公司 2015 年底及 2016 年底应收账款及应收票据均为 0，2016 年销售债权周转次数无穷大，故以*表示

附件 4 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.16	14.96	7.44	22.35
资产总额(亿元)	171.08	205.96	172.71	221.95
所有者权益(亿元)	28.74	34.02	35.24	34.81
短期债务(亿元)	7.30	51.24	46.90	30.21
长期债务(亿元)	82.70	51.46	21.30	51.68
全部债务(亿元)	90.00	102.70	68.20	81.88
营业收入(亿元)	11.13	21.59	17.03	0.14
利润总额(亿元)	-0.53	-0.05	1.21	-0.27
EBITDA(亿元)	-0.16	0.21	1.46	-0.27
经营性净现金流(亿元)	13.18	-5.28	47.28	11.01
财务指标				
销售债权周转次数(次)	206.42	86.19	24.26	--
存货周转次数(次)	0.22	0.33	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.07	0.11	0.09	--
现金收入比(%)	86.16	26.01	137.34	801.15
营业利润率(%)	3.32	4.76	4.39	39.89
总资本收益率(%)	-0.34	0.01	1.11	--
净资产收益率(%)	-1.72	0.03	3.26	--
长期债务资本化比率(%)	74.21	60.21	37.67	59.75
全部债务资本化比率(%)	75.80	75.12	65.93	70.17
资产负债率(%)	83.20	83.48	79.59	84.31
流动比率(%)	161.85	108.95	93.79	158.51
速动比率(%)	81.71	53.47	33.75	77.24
经营现金流流动负债比(%)	19.36	-4.22	47.81	--
现金短期债务比(倍)	2.08	0.29	0.16	0.74
全部债务/EBITDA(倍)	-568.31	497.24	46.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.03	0.04	0.27	--

注：1. 将其他应付款及长期应付款中有息部分调至长期债务；2. 2019 年 1—9 月财务报表未经审计

附件 5 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	
净资产年复合增长率	(1)2 年数据:增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2)n 年数据:增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))]-1]×100%
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估有限公司关于 北京兴创投资有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

北京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。