信用等级公告

联合〔2020〕3143 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”和“20 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

二〇二〇年八月十三日

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 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	本次评级展望	上次级别	上次评级展望
发行人主体	AA+	稳定	AA+	稳定
19 兴创投资 MTN001	AA	稳定	AA-	稳定
20 兴创投资 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 兴创投资 MTN001	14.00 亿元	14.00 亿元	2024/01/30
20 兴创投资 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2025/07/29

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

跟踪评级时间：2020 年 8 月 13 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	3
			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，大兴区经济持续发展，一般预算收入有所增长，公司在财政拨款等方面得到大兴区政府的有力支持。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内公司债务规模增长较快、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在建项目的陆续销售，公司收入规模和盈利能力有望增长。

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”“20 兴创投资 MTN001”的信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

优势

1. **经营环境良好。**2019 年，大兴区经济稳步发展，一般预算收入有所增长，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. **持续获得政府支持。**公司是北京市大兴区主要的土地一级开发主体和重要的保障房建设主体，跟踪期内获得大兴区政府在财政拨款等方面的有力支持。
3. **业务区域优势明显。**公司土地一级开发业务在区域内具有较强的竞争优势，业务持续性好；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
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. **收入规模存在波动风险**。宏观环境及政策调控对公司土地一级开发及房地产开发具有一定影响，且安置房销售对象及价格主要由政府安排，公司收入规模可能出现波动。
2. **房地产开发项目未来资本支出压力较大。**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. **债务规模快速增长。**2019 年底公司全部债务规模较上年底增长 24.54%至 197.08 亿元。
4. **债务负担重，存在短期偿付压力**。2019 年底公司全部债务资本化比率为 76.25%，现金短期债务比为 0.64 倍。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	40.36	21.66	32.46	19.91
资产总额（亿元）	293.21	286.68	325.54	326.11
所有者权益（亿元）	54.64	60.50	61.37	61.24
短期债务（亿元）	67.18	65.28	50.47	57.91
长期债务（亿元）	115.13	92.97	146.60	136.94
全部债务（亿元）	182.31	158.25	197.08	194.84
营业收入（亿元）	41.53	28.14	34.29	0.14
利润总额（亿元）	3.65	1.97	1.00	-0.13
EBITDA(亿元)	4.28	3.62	1.76	--
经营性净现金流（亿元）	-6.77	20.39	-17.35	-1.82
营业利润率（%）	15.89	15.71	11.61	56.38
净资产收益率(%)	4.79	2.64	1.16	--
资产负债率(%)	81.37	78.89	81.15	81.22
全部债务资本化比率(%)	76.94	72.34	76.25	76.09
流动比率(%)	199.07	200.30	285.16	280.79
速动比率(%)	36.33	23.61	49.10	38.84
经营现金流动负债比(%)	-5.29	17.85	-18.50	--
现金短期债务比(倍)	0.60	0.33	0.64	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	0.45	0.28	0.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	42.63	43.77	111.70	--
公司本部				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	205.96	172.71	228.17	230.78
所有者权益(亿元)	34.02	35.24	35.09	35.04
全部债务(亿元)	102.70	68.20	109.00	109.00
营业收入(亿元)	21.59	17.03	24.37	0.04
利润总额(亿元)	-0.05	1.21	-0.40	-0.05
资产负债率(%)	83.48	79.59	84.62	84.82
全部债务资本化比率(%)	75.12	65.93	75.65	75.67
流动比率(%)	108.95	93.79	175.74	220.93
经营现金流动负债比(%)	-4.22	47.81	-40.18	--

注：1. 将其他流动负债中有息部分调至短期债务；2. 将其他应付款、长期应付款及其他非流动负债中有息部分调至长期债务；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 兴创投资 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020/05/08	黄琪融 马颖 唐嵩	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	阅读全文
19 兴创投资 MTN001	AA+	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
19 兴创投资 MTN001	AA+	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：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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 2020 年跟踪评级报告

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 2020 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。

跟踪期内，公司新设立代建项目办公室，截至 2020 年 3 月底，公司本部内设房地产开发部、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）；拥有纳入合并范围的子公司共 7 家。

截至 2019 年底，公司资产总额 325.54 亿元，所有者权益合计 61.37 亿元（其中少数股东权益 2.71 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 34.29 亿元，利润总额 1.00 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 326.11 亿元，所有者权益合计 61.24 元（其中少数股东权益 2.70 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.14 亿元，利润总额-0.13 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。

三、跟踪评级债券及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券包括“19兴创投资MTN001”和“20兴创投资MTN001”，债券余额合计24.00亿元，详情见表1。上述存续债券募集资金均用于偿还公司有息债务，截至2020年7月底，“19兴创投资MTN001”募集资金已按计划[1]使用完毕，“20兴创投资MTN001”尚未使用。跟踪期内，“19兴创投资MTN001”已按时付息，“20兴创投资MTN001”尚未至付息日。上述债券均设置事先约束条款，公司在其存续期间应确保资产负债率不超过85%。

“20兴创投资MTN001”期限为3+2年，附设存续期第三年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行规模	债券余额	起息日	期限	票面利率
19 兴创投资 MTN001	14.00	14.00	2019/01/30	5	4.97
20 兴创投资 MTN001	10.00	10.00	2020/07/29	3+2	3.82

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、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。

[1] 2019 年 4 月 4 日，公司发布《北京兴创投资有限公司关于变更 2019 年度第一期中期票据募集资金用途的公告》，将尚未使用的 2.14 亿元募集资金用途变更为偿还兴业银行借款

表 2　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。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要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，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，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，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。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，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，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

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甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，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变化和调整，政府及监管部门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。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议

指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 3　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
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	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点
2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资源来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城

镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，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、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 房地产行业分析

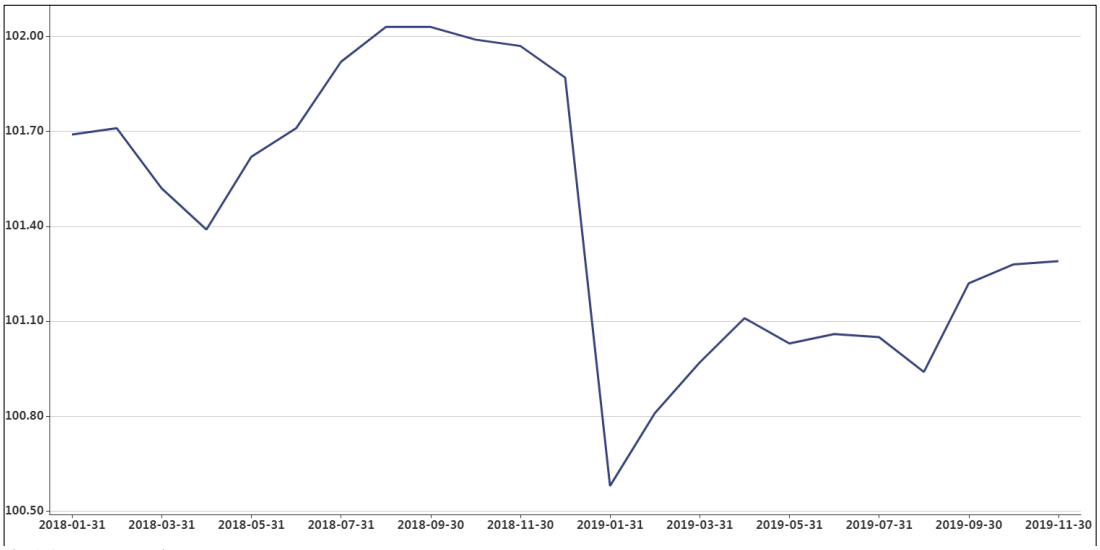
（1）房地产行业概况

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。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 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，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 4　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 5　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

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

率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。

表 6　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

跟踪期内，大兴区经济稳步发展，一般预算收入持续增长；房地产、基础设施投资等下降带动固定资产投资规模有所下降，地方政府债务负担较重。

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 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，大兴区完成地区生产总值 907.6 亿元，按可比价格计算增长 6.5%。其中，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%。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《北京市大兴区 2019 年财政预算执行

情况和 2020 年财政预算草案的报告》，2019 年，大兴区完成地方一般公共预算收入 102.51 亿元，增长 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%，财政自给能力较弱。

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。

根据大兴区统计局数据，2020 年 1－6 月，大兴区固定资产投资（不含农户）下降 10.0%，其中基础设施投资下降 29.7%，建安投资下降 36.0%，房地产开发投资增长 8.7%。房地产开发方面，同期大兴区房屋施工面积 1066.6 万平方米，同比增长 27.5%；其中住宅 565.0 平方米，同比增长 28.7%。房屋竣工面积 11.2 万平方米，同比下降 61.9%；其中住宅 11.1 万平方米，同比下降 39.3%。商品房销售面积 19.4 万平方米，同比下降 50.0%；其中住宅 16.7 万平方米，同比下降 48.2%。待售面积 178.2 万平方米，同比增长 3.8%；其中住宅 60.5 万平方米，同比增长 27.2%。

六、基础素质分析

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，跟踪期内公司持续获得大兴区政府在资本金注入及财政拨款等方面的有力支持。

2019 年，公司收到大兴区政府拨付的国有资本经营预算款 0.30 亿元，计入“资本公积”。

2019 年，公司收到土地一级开发财政拨款 23.97 亿元，庞各庄 2 号地保障房代建项目财政拨款 5.90 亿元，均计入“专项应付款”科目；其中土地一级开发财政拨款体现在“销售商品、提供劳务收到的现金”中，保障房代建财政拨款体现在“收到其他与经营活动有关的现金”。

2020 年 1－3 月，公司获得土地一级开发财政拨款 8.70 亿元，计入“专项应付款”科目，现金流量表体现为“收到其他与经营活动有关的现金”。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91110000721496456 2），截至 2020 年 7 月 8 日，近五年公司本部无未结清及已结清的关注及不良信贷信息记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91110115685125294 6），截至 2020 年 6 月 29 日，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”）本部无未结清及已结清的关注及不良信贷信息记录。

七、管理分析

根据《大兴区国资委关于区属国有企业董事会成员调整的决定》（京兴国资发〔2019〕125 号），新一届公司董事会成员为张涛、支小飞、谈维真、冯淑萍、仇维正[2]。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，2020 年 3 月开始，支小飞先生任公司董事长。目前公司总经理岗位人员空缺，其职责由董事长代为履行。截至跟踪评级日，公司董事会成员 4 人，符合公司章程规定。

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。2020 年 3 月起任公司董事长兼法定代表人。

除此之外，跟踪期内，公司的管理体制、管理制度无其他重大变化。

[2] 公司原董事会成员为张涛、支小飞、谈维真、王兵、陈芳、李宏宇、仇维正

八、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。跟踪期内，公司营业收入保持快速增长，毛利率水平有所下降。

由于土地一级开发收入大幅增长，2019年，公司实现主营业务收入33.15亿元，同比增长21.54%。其中，受益于土地一级开发进度加快，公司土地一级开发业务收入23.73亿元，同比增长74.20%；商品房销售业务实现收入9.16亿元，同比下降7.49%；因保障性住房的销售价格及销售对象由政府统筹安排，公司保障性住房销售收入大幅下降至0.02亿元。因旗下凯悦佳轩酒店于2018年底开业，2019年公司酒店服务收入快速增长至0.22亿元。公司其他业务收入主要为自持物业出租收入。受益于物业租金上调，2019年，公司其他业务收入同比增长31.71%至1.15亿元。

表 7　公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	**272711.04**	**96.91**	**19.28**	**331459.32**	**96.66**	**10.87**	**144.68**	**10.65**	**-146.83**
土地一级开发	136208.76	48.40	5.61	237269.65	69.19	3.55	0.00	0.00	--
商品房销售	98987.41	35.17	43.60	91575.63	26.70	30.80	0.00	0.00	--
保障性住房销售	37106.07	13.19	6.09	224.76	0.07	13.25	0.00	0.00	--
酒店服务	72.54	0.03	-170.61	2223.05	0.65	-28.40	144.68	10.65	-146.83
其他	336.26	0.12	-105.20	166.22	0.05	15.70	0.00	0.00	--
其他业务收入	**8705.46**	**3.09**	**96.53**	**11465.87**	**3.34**	**81.11**	**1213.62**	**89.35**	**81.62**
合计	**281416.50**	**100.00**	**21.67**	**342925.18**	**100.00**	**13.22**	**1358.30**	**100.00**	**57.28**

资料来源：联合资信根据公司审计报告及提供资料整理

毛利率方面，2019 年，公司综合毛利率为 13.22%，较 2018 年下降 8.45 个百分点。因不同地块约定的毛利率有所区别，2019 年公司土地一级开发业务毛利率下降至 3.55%。同期，受商品房销售均价下降影响，公司商品房销售毛利率下降至 30.80%。由于保障性住房的销售价格及销售对象由政府统筹安排，2019 年公司保障性住房销售毛利率上升至 13.25%。因凯悦佳轩酒店开业时间较短，入住率不高，公司酒店服务毛利率持续为负。公司其他业务毛利率保持较高水平，2019 年为 81.11%。

2020 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。同期，公司实现营业收入 1358.30 万元，其中其他业务收入 1213.62 万元，酒店服务收入 144.68 万元；综合毛利率为 57.28%。

2. 业务经营分析

（1）土地一级开发

跟踪期内，公司土地一级开发收入规模大幅增长，2019年起土地一级开发项目资金由财政全额拨款，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范围内的回迁房建设，涉及规划建设用地面积 837.50 万平方米。截至 2020 年 3 月底，公司已完成土地一级开发面积 563.99 万平方米，其中已出让土地 536.70 万平方米，待出让土地 27.29 万平方米；正在开发的土地面积 273.51 万平方米。

表 8　公司受托土地一级开发项目情况

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	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	北京市土地整理储备中心大	2009.04.09

区	书	兴区分中心	
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	2010.09.10
	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	2010.09.10
	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	2010.09.10
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	2009.09.27
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	2008.08.25
	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	2008.05.14
	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	2008.08.25
	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	2008.05.28
	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	2013.07.22
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	2010.09.03

资料来源：公司提供

具体而言，公司与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”）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〔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。每年末项目结算时，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。

跟踪期内，公司整理的土地未上市。2019 年，公司确认土地一级开发收入 23.73 亿元，同比增长 74.20%；收到土地一级开发财政拨款 23.97 亿元（计入“专项应付款”科目，年底与应收账款对冲）。截至 2019 年底，公司存货中土地一级开发成本为 27.85 亿元，在“存货-建造合同形成的已完工未结算资产”中体现。

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。2020 年 1－3 月，公司获得土地一级开发财政拨款 8.70 亿元，计入“专项应付款”科目。

截至 2020 年 3 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 343.00 亿元（大部分已确认收入），尚需投资金额 121.00 亿元，2020 年 4－12 月、2021 年及 2022 年分别计划投资 12.60 亿元、5.85 亿元和 4.50 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 9　截至 2020 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		
				2020 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	83.00	5.00	2.00	2.00
采育中心镇区土地一级开发项目	144.00	112.00	94.00	2.00	1.00	1.00
七街旧村改造土地一级开发项目	27.00	76.00	24.00	5.00	2.00	1.00
生物医药基地东配套区联合储备项目	128.70	82.00	79.00	0.50	0.80	0.50
京开东侧天宫院村土地一级开发项目	4.40	4.00	4.00	0.00	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	0.00
合计	**837.50**	**464.00**	**343.00**	**12.60**	**5.85**	**4.50**

注：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及新城北区土地一级开发项目已完工，后续零星支出系维保维修或政府临时安排的在项目区域范围内的围挡、景观布置等支出
资料来源：公司提供

（2）保障房建设及销售

跟踪期内，公司保障房销售收入大幅下降，目前无在建或拟建保障房项目，联合资信将持续关注该业务持续性。

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（约占安置房建设成本的 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。

2019 年，公司安置房销售面积 1.29 万平方米，销售额约 8300.00 万元；安置房结转面积 0.79 万平方米，确认安置房销售收入 3802.47 万元，因子公司兴创房地产公司销售给公司本部安置房实现收入 3577.71 万元，该部分收入与公司土地一级开发成本合并抵消后公司安置房销售收入为 224.76 万元。因保障房销售对象和价格有一定差异，2019 年该板块毛利率同比提高 7.16 个百分点至 13.25%。

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2020年3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3.71亿元的商业自用）。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9.69亿元（其中包括大兴区政府之前年度拨付公司回购采育镇二期安置房项目的资金5.32亿元，公司计入“专项应付款”科目）。

截至2019年底，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年底，公司“存货-开发产品”中自建保障房账面价值合计7.59亿元，对应1958套，建筑面积16.70万平方米。公司暂无在建或拟建的自建保障房项目。

表10　公司自建安置房项目情况

（单位：万平方米、万元）

项目	2018年	2019年
当年安置房开工面积	--	--
当年安置房竣工面积	--	--
当年安置房销售面积	3.86	1.29
当年安置房销售收入	37106.06	3802.47

注：上表中公司2019年安置房销售收入系合并抵消前数据，故与表7中安置房销售收入存在差异
资料来源：公司提供

（3）代建业务

跟踪期内公司代建管理费规模不大，毛利率水平很高。公司代建项目资金来源主要为财政拨款，未来资金压力不大。

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。

公司市政基础设施建设项目资金来源主要为财政拨款，2019年之前财政拨款较项目建设支出有所滞后，差额部分由公司筹集；2019年之后财政资金将先行到位。项目完工后公司移交大兴区政府，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，每年末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2019年底，公司市政基础设施建设业务尚未对冲的财政拨款14.52亿元，在“专项应付款”科目中体现。同期，公司市政基础设施建设投入成本对应存货中账面价值为20.00亿元。

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）。

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，该项目总投资预计下降至27.40亿元），总建筑面积69.30万平方米，计划于2020年12月完工。截至2020年3月底，庞各庄2号地保障房代建项目已完成投资20.40亿元（其中“存货-开发成本”14.50亿元，与专项应付款对冲5.90亿元），2020年4－12月计划投资5.50亿元。

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。2019 年，公司庞各庄保障房代建项目实现代建业务收入 4539.97 万元（计入商品房销售收入中，截至跟踪评级日尚未收到款项），毛利率为 100.00%。

截至 2020 年 3 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；累计收到财政拨款 5.90 亿元，计入“专项应付款”科目（已与应收账款对冲）。

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

跟踪期内，公司房地产开发收入规模有所下降，在售项目面临去化压力，在建房地产项目尚需投入规模较大，存在较大资本支出压力。房地产销售情况受宏观环境及政府调控政策等因素影响大。

公司房地产销售板块主要由子公司兴创置地负责，目前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，2019 年，公司新开工项目 1 个，为采育镇区 01-0044 地块 B4 综合性商业金融服务业用地项目，新开工面积 37.33 万平方米。

表 11　公司房地产项目开工及竣工情况

（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年
当年新开工面积	18.70	37.33
当年竣工面积	21.80	10.64

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 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 198.00 亿元，已完成投资 141.53 亿元，2020 年 4－12 月、2021 年及 2022 年，分别计划投资 11.41 亿元、14.00 亿元和 11.50 亿元。整体看，公司房地产在建项目尚需投资规模较大，公司面临较大资金压力。

表 12　2020 年 3 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		
				2020 年 4—12 月	2021 年	2022 年
兴创国际中心—西红门四期	39.68	43.00	27.43	2.70	5.00	5.00
核心区企业总部	14.89	24.00	21.65	1.30	1.00	0.50
兴创荣墅	54.60	113.00	84.80	6.00	5.00	3.00
采育企业交流中心	6.86	7.30	2.83	0.90	1.00	1.00
全民健身中心	2.17	3.00	2.83	0.30	0.00	0.00
采育镇区 A—07—02 商业金融项目	3.30	2.70	0.36	0.01	1.00	1.00
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	1.63	0.20	1.00	1.00
合计	**124.79**	**198.00**	**141.53**	**11.41**	**14.00**	**11.50**

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。

因销售物业类型有所不同，2019 年，公司房地产销售收入同比下降 7.49%至 9.16 亿元，业务毛利率同比下降 12.80 个百分点至 30.80%。

2019 年，公司协议销售面积为 2.72 万平方米，协议销售均价为 3.09 万元/平方米，均较上年有所下降。2020 年 1—3 月，公司协议销售面积为 0.18 万平方米，协议销售均价为 3.58 万元/平方米。

表 13　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	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
协议销售面积	3.02	2.72	0.18
协议销售均价	3.56	3.09	3.58
结转销售面积	3.68	3.10	0.00
结转销售收入	98987.41	91575.63	0.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在售项目包括兴创荣墅、兴创屹墅、兴创国际中心（三期）项目以及兴创总部公园。同期，公司预收款项 17.42 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 14　2020 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	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	2017.01	9.33	6.02	3.27	19.68
兴创屹墅	2013.10	16.74	16.13	2.86	46.16
兴创总部公园	2019.01	3.11	0.12	3.78	0.47
合计	--	**41.24**	**29.51**	**12.65**	**86.13**

注：兴创屹墅销售均价含车位、储藏间

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。因 2019 年初新出租兴创国际中心 4A 写字楼，同时艺苑桐城和城管大队办公楼租金上调，2019 年公司物业出租收入同比增长 18.57%至 1.01 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现物业出租收入 0.37 亿元，相当于 2019 年的 36.13%。

表 15　公司自持物业出租情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
期末可供出租面积（万平方米）	91702.00	142991.00	142991.00
平均租金水平（元/平/天）	商铺：4.50 兴创大厦写字楼：3.80 艺苑桐城和城管大队办公楼：2.20	商铺：4.50 兴创大厦写字楼：3.5 艺苑桐城和城管大队办公楼：2.80	商铺：4.50 兴创大厦写字楼：3.5 艺苑桐城和城管大队办公楼：2.80
期末平均出租率（%）	90.00	85.00	80.00
自持物业出租收入（万元）	8532.00	10116.00	3655.00

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019 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审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年 3 月底，公司拥有纳入合并范围的子公司共 7 家。跟踪期内，公司合并范围未发生变动，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司资产总额 325.54 亿元，所有者权益合计 61.37 亿元（其中少数股东权益 2.71 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 34.29 亿元，利润总额 1.00 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 326.11 亿元，所有者权益合计 61.24 元（其中少数股东权益 2.70 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.14 亿元，利润总额-0.13 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产构成仍以土地一级开发、保障房、商品房项目投入及投资性房地产为主，受限资产规模大，资产流动性较弱。

2019 年底，公司资产总额 325.54 亿元，较上年底增长 13.56%，主要来自流动资产增加。其中，流动资产占 82.14%，非流动资产占 17.86%，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	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**228.79**	**79.81**	**267.40**	**82.14**	**267.97**	**82.17**
货币资金	21.66	7.56	32.46	9.97	19.91	6.11
存货	201.82	70.40	221.35	67.99	230.91	70.81
非流动资产	**57.89**	**20.19**	**58.15**	**17.86**	**58.14**	**17.83**
投资性房地产	47.94	16.72	47.71	14.65	47.71	14.63
固定资产	6.79	2.37	6.48	1.99	6.46	1.98
资产总额	**286.68**	**100.00**	**325.54**	**100.00**	**326.11**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

2019 年底，公司流动资产 267.40 亿元，较上年底增长 16.88%，主要来自货币资金和存货的增加。公司流动资产主要由货币资金（占 12.14%）和存货（占 82.78%）构成。

因扩大融资规模，2019 年底，公司货币资金 32.46 亿元，较上年底增长 49.85%。公司货币资金主要为银行存款，无使用受限资金。

随着房地产开发项目及庞各庄 2 号地保障房代建项目不断投入，2019 年底，公司存货 221.35 亿元，较上年底增长 9.68%。从构成上看，公司存货中开发成本占 59.37%，开发产品占 17.56%，建造合同形成的已完工未结算资产占 23.07%（包括土地一级开发项目投入 27.85 亿元、市政基础设施项目投入 20.00 亿元及公益公建项目投入 3.21 亿元）。公司存货未计提跌价准备。

因预付北京市基础设施投资有限公司、北京城建房地产开发有限公司、中建三局集团有限公司等施工单位建设款，2019 年底，公司预付款项 7.08 亿元，较上年底增加 6.71 亿元。

公司其他流动资产为待抵扣进项税和预交税款，2019 年底为 4.64 亿元，较上年底增长 46.14%。

2019 年底，公司非流动资产 58.15 亿元，较上年底增长 0.44%。公司非流动资产主要包括投资性房地产（占 82.05%）和固定资产（占 11.15%）。

公司投资性房地产为采用公允价值模式进行后续计量的房屋建筑物。因房屋建筑物公允价值下降，2019 年底，公司投资性房地产 47.71 亿元，较上年底下降 0.49%。

2019 年底，公司固定资产 6.48 亿元，较上年底下降 4.54%，主要系处置部分运输设备以及计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋建筑物和其他设备构成，期末累计计提折旧 1.10 亿元，未计提减值准备。

2020 年 3 月底，公司资产总额 326.11 亿元，较上年底增长 0.17%；构成仍以流动资产为主（占 82.17%）。其中，货币资金较上年底下降 38.66%至 19.91 亿元，主要用于房地产开发等项目投入及往来款支出；其他应收款增加至 3.74 亿元，主要系与参股公司的往来款增加所致；存货较上年底增长 4.32%至 230.91 亿元，主要系房地产开发及土地一级开发等项目持续投入所致。

2020 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 138.13 亿元，占资产总额的 42.36%；其中，存货、投资性房地产及固定资产中受限资产分别为 88.55 亿元、47.01 亿元及 2.57 亿元，主要为用于抵押的土地及房屋等。

3. 所有者权益及负债

跟踪期内，公司所有者权益基本稳定，负债总额快速增长，以非流动负债为主，整体债务负担重。

所有者权益

2019 年底，公司所有者权益 61.37 亿元，较上年底增长 1.43%。公司所有者权益主要由实收资本（占 13.79%）、资本公积（占 36.68%）、其他综合收益（占 19.30%）和未分配利润（占 25.22%）构成。

2019 年底，公司资本公积 22.51 亿元，较上年底增长 1.39%，主要系政府拨付全民健身中心项目国有资本经营预算款 0.30 亿元所致。

2020 年 3 月底，公司所有者权益 61.24 亿元，较上年底下降 0.21%，权益结构较上年底变动不大。

负债

2019 年底，公司负债总额 264.17 亿元，较上年底增长 16.80%，主要系新增应付债券及其他非流动负债与长期应付款增加所致。其中，流动负债占 35.50%，非流动负债占 64.50%，公司负债以非流动负债为主。

2019 年底，公司流动负债 93.77 亿元，较上年底下降 17.90%，主要受短期借款和一年内到期的非流动负债下降影响。公司流动负债主要由应付账款（占 11.62%）、预收款项（占 18.32%）、其他应付款（占 14.17%）、一年内到期的非流动负债（占 40.87%）和其他流动负债（占 10.66%）构成。

2019 年底，公司短期借款 2.15 亿元，较上年底下降 81.66%，均为信用借款。

2019 年底，公司应付账款 10.89 亿元，较上年底下降 5.01%，主要为应付工程款。其中，1 年以内的占 63.68%，1~2 年的占 0.20%，2~3 年的占 30.07%，3 年以上的占 6.05%。

公司预收款项主要为预售房款。2019 年底，公司预收款项 17.18 亿元，较上年底下降 20.15%。

2019 年底，公司其他应付款 13.29 亿元，较上年底增长 41.76%，主要系应付利息及往来款增加所致。公司其他应付款（不含应付利息、应付股利）10.69 亿元，其中拆迁及代扣房款占 55.10%，往来款占 38.37%。

2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 38.32 亿元，较上年底下降 28.45%，主要由一年内到期的银行借款（占 75.39%）、一年内到期的非银行金融机构借款（占 6.84%）以及一

年内到期的长期应付款（占 16.97%）构成。

2019 年底，公司非流动负债 170.40 亿元，较上年底增长 52.21%，主要系新增应付债券和非流动负债以及长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 33.16%）、应付债券（占 15.70%）、长期应付款（占 21.62%）和其他非流动负债（占 27.20%）构成。

2019 年底，公司长期借款 56.50 亿元，较上年底下降 32.23%，主要系部分借款重分类至一年内到期的非流动负债及其他非流动负债所致。公司长期借款由银行借款（占 88.64%）及非金融机构借款（占 11.36%，均为信托借款）构成。银行借款中，抵押借款占 12.24%（抵押物为土地使用权及房屋所有权）、保证借款占 14.20%、委托借款（主要为信用借款）占 73.56%。

2019 年底，公司新增应付债券 26.76 亿元，系公司发行的“19 兴创投资 PPN001”（13.00 亿元）及“19 兴创投资 MTN001”（14.00 亿元）。

2019 年底，公司长期应付款（含专项应付款）36.83 亿元，较上年底增长 50.01%，主要系新增企业借款以及专项应付款增加。其中，长期应付款 17.00 亿元，较上年底增长 77.08%，均为北京兴展投资控股有限公司借款。专项应付款 19.83 亿元，较上年底增长 32.62%，主要系大兴区政府之前年度拨付公司回购采育镇二期安置房项目资金 5.32 亿元，公司原与存货对冲，今年将其转回专项应付款；专项应付款中除 5.32 亿元该资金外，其余均为市政基础设施建设项目拨款。本报告已将长期应付款中有息部分调至长期债务。

2019 年底，公司新增其他非流动负债 46.35 亿元，主要为公司发行的多期债权融资计划，融资利率集中在 4.90%~7.00%之间，多数附有抵押或保证担保。本报告已将其他非流动负债中有息部分调至长期债务。

表 17　2019 年底公司其他非流动负债情况

（单位：亿元、%）

科目明细	期末余额	借款日	期限	利率
北京兴创西红门不动产债权投资计划	3.80	2018/06/27	5	7.00
北京兴创不动产债权投资计划	1.00	2018/08/03	5	7.00
北京兴创不动产债权投资计划	2.00	2018/08/10	5	7.00
中邮证券-兴创置地信托受益权资产支持专项计划资产支持证券	8.15	2019/07/30	24	4.90/6.00
定向债项目（2019）A0638011 号	1.40	2019/05/21	3	6.22
北京兴创投资有限公司 2019 年度第二期债权融资计划	5.00	2019/07/12	2	5.20
合计	**46.35**	--	--	--

注：1. 上表中 2018 年设立的 3 个北京兴创不动产债权投资计划均从长期借款调整而来；2. 中邮证券-兴创置地信托受益权资产支持专项计划资产支持证券中，优先 A 级资产支持证券年收益率为 4.90%，优先 B 级资产支持证券年收益率为 6.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2020 年 3 月底，公司负债总额 264.87 亿元，较上年底增长 0.26%。其中，其他应付款较上年底下降 44.22%至 7.41 亿元，主要系归还部分往来款以及结清部分应付利息；一年内到期的非流动负债较上年底增长 45.49%至 55.76 亿元，长期借款较上年底下降 34.79%至 36.84 亿元，主要受部分借款重分类影响；因收到土地一级开发财政拨款 8.70 亿元，长期应付款较上年底增长 23.62%至 45.53 亿元；其他非流动负债较上年底增长 21.56%至 56.34 亿元，主要系新发行债权融资计划所致。

有息债务方面，2019 年底，公司全部债务 197.08 亿元，较上年底增长 24.53%。其中，长期债务占 74.39%，公司债务结构以长期债务为主。2020 年 3 月底，公司全部债务 194.84 亿元，较上年底小幅下降 1.13%；长期债务占比小幅下降至 70.28%。

表 18　公司有息债务情况（单位：亿元、%）

科　目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期债务	65.28	50.47	57.91
长期债务	92.97	146.60	136.94
全部债务	158.25	197.08	194.84
资产负债率	78.89	81.15	81.22
全部债务资本化比率	72.34	76.25	76.09
长期债务资本化比率	60.58	70.49	69.10

注：公司向北京兴展投资控股有限公司的有息借款 2017 年底计入其他应付款，2018 年起公司将其调至长期应付款，上述有息债务均已调至长期债务

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

债务指标方面，2019 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较上年底有所上升，分别为 81.15%、76.25%和 70.49%。2020 年 3 月底，公司上述指标分别为 81.22%、76.09%和 69.10%，整体债务负担重。

从有息债务期限分布看，2020 年 4—12 月、2021 年及 2022 年，公司分别需偿付的有息债务规模为 35.19 亿元、47.70 亿元和 49.61 亿元。

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入保持增长，整体盈利能力有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 34.29 亿元，同比增长 21.86%，主要系土地一级开发收入增加所致；营业成本 29.76 亿元，同比增长 35.00%，主要受土地一级开发成本及商品房销售成本增加影响。同期，公司税金及附加为 0.55 亿元，同比下降 66.93%，主要受益于土地增值税及契税等税费下降。2019 年，公司营业利润率同比下降 4.11 个百分点至 11.61%。

2019 年，公司期间费用 2.68 亿元，同比下降 16.07%，主要系财务费用减少所致；其中，管理费用 1.55 亿元，同比增长 16.93%，主要来自职工薪酬及中介机构服务费增加；销售费用 0.88 亿元，同比增长 32.89%，主要来自销售人员工资福利以及委托代销手续费增加；财务费用 0.24 亿元，同比下降 80.02%，主要系公司规模较大的债权融资计划主要集中在 2019 年下半年发行，导致全年利息支出规模有所下降。2019 年，公司期间费用占营业收入的比重为 7.81%，期间费用控制能力较好。

2019 年，公司公允价值变动损失为 0.23 亿元，系投资性房地产公允价值下降所致。同期，公司利润总额为 1.00 亿元。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，分别为 0.43%和 1.16%。

表 19　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
营业收入	28.14	34.29
营业成本	22.04	29.76
利润总额	1.97	1.00
营业利润率	15.71	11.61
总资本收益率	1.36	0.43
净资产收益率	2.64	1.16

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

因公司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，2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 1358.30 万元，主要为自持物业租赁收入及酒店服务收入；实现利润总额为-1311.29 万元。

5. 现金流

跟踪期内，土地一级开发及房地产等项目投入规模较大导致公司经营活动现金流呈现净流出，主要依赖筹资获得满足经营资金需求，筹资活动现金流呈现大规模净流入；未来房地产开发项目尚需投资规模较大，公司仍有一定外部融资需求。

经营活动方面，公司经营活动现金流入主要为土地一级开发资金及预售房款、往来款等，2019年为69.59亿元，同比增长4.94%。公司经营活动现金流出主要为房地产开发、土地一级开发等项目投入、往来款等，2019年为86.94亿元，同比大幅增长89.30%。因项目支出大幅增长，2019年公司经营活动现金流量净额快速下降至-17.35亿元。

2019年，公司现金收入比为97.54%，收入实现质量较好。

表 20　公司现金流情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量	66.32	69.59
经营活动现金流出量	45.93	86.94
经营活动现金流量净额	20.39	-17.35
投资活动现金流量净额	-0.59	-0.85
筹资活动现金流量净额	-38.50	28.99
现金收入比	157.96	97.54

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，公司投资活动现金流规模不大。2019年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金0.37亿元，主要为酒店配套投入及采育安置房二期中预留的自用商业装修改造费用0.14亿元；投资支付的现金0.48亿元，主要为对合营企业北京兴创奥悦文旅产业发展有限公司追加投资支出。2019年，公司投资活动现金流量净额为-0.85亿元。

筹资活动方面，公司通过金融机构借款、发行债券等方式取得资金，2019年筹资活动现金流入量为115.23亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务本息支出。2019年，公司筹资活动现金流量净额为28.99亿元。

2020年1－3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-1.82亿元、0.04亿元和-10.77亿元。

6. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力指标均较弱，但考虑到公司在北京市大兴区的重要地位以及大兴区政府的各项支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 285.16%和 49.10%，分别较上年底上升 84.86 个和 25.50 个百分点。2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 280.79%及 38.84%。2019 年，公司经营活动现金流量净额为负，对流动负债无保障能力。2019 年底及 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.80 倍和 0.34 倍。公司存在短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 1.76 亿元，同比下降 51.20%；全部债务/EBITDA 为 111.70 倍，EBITDA 利息倍数为 0.15 倍，均较上年有所下降。

截至 2019 年底，公司对外担保余额 3.28 亿元，担保比率为 5.34%，其中对北京生物医药产业基地发展有限公司提供担保 3.00 亿元，对北京艺苑风景园林工程有限公司等民营企业担保余额合计 0.28 亿元。上述民营企业系兴创置地购房客户，兴创置地为其购房按揭提供阶段性担保，待购房客户取得房产证抵押给银行后，相关担保解除。公司或有负债风险可控。

表 21　2019 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保余额	担保期间
北京生物医药产业基地发展有限公司	1.00	2019.03-2023.03
	2.00	2019.03-2023.03
北京艺苑风景园林工程有限公司	0.07	2018.02-2025.02
北京国信天元质量测评认证中心	0.06	2018.01-2025.01
北京鑫元汇仁钟表有限公司	0.05	2018.04-2030.04
	0.04	2018.04-2030.04
北京恒大汇鑫商贸有限公司	0.03	2018.07-2025.07
北京盛世诚光科技有限公司	0.02	2019.09-2024.09
北京荣方兴业科技有限公司	0.01	2018.05-2025.05
合计	**3.28**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司共获得各家银行授信总额 183.22 亿元，已使用金额 121.09 亿元，尚未使用额度 62.12 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

跟踪期内，母公司资产及负债规模快速增长，所有者权益稳定性一般，整体债务负担重。

2019 年底，母公司资产总额 228.17 亿元，较上年底增长 32.11%，主要来自其他应收款的增加。其中，流动资产为 147.66 亿元，占比 64.71%。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。

2019 年底，母公司所有者权益为 35.09 亿元，较上年底下降 0.44%。其中，实收资本占 24.11%，资本公积占 49.89%，其他综合收益占 21.30%。

2019 年底，母公司负债总额 193.09 亿元，较上年底增长 40.46%，主要来自其他非流动负债和应付债券的增加。其中，流动负债占 43.52%，非流动负债占 56.48%。母公司流动负债主要由其他应付款和其他流动负债构成；非流动负债主要由应付债券、长期应付款和其他

非流动负债构成。2019 年底，母公司资产负债率为 84.62%，全部债务资本化比率为 75.65%，整体债务负担重。

2019 年，母公司实现营业收入 24.37 亿元，主要由土地一级开发收入构成，同比增长 43.08%。同期，母公司营业成本 23.30 亿元，同比增长 45.15%；利润总额为-0.40 亿元。

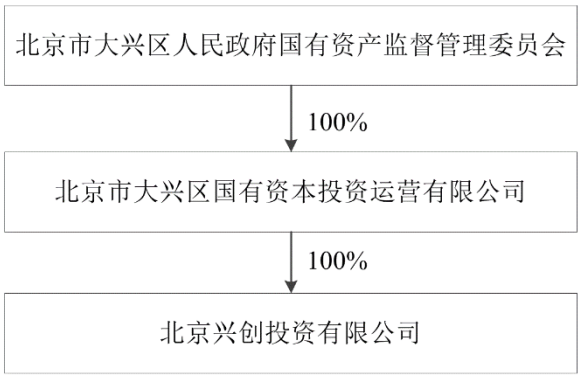
十、跟踪评级债券偿还能力分析

截至跟踪评级日，联合资信所评公司存续债券“19 兴创投资 MTN001”“20 兴创投资 MTN001”余额合计24.00亿元。2019年，公司EBITDA和经营活动现金流入量分别为1.76亿元和69.59亿元，对公司上述存续债券本金合计的覆盖倍数分别为0.07倍和2.90倍，经营活动现金流入量对公司上述存续债券的保障能力较强。

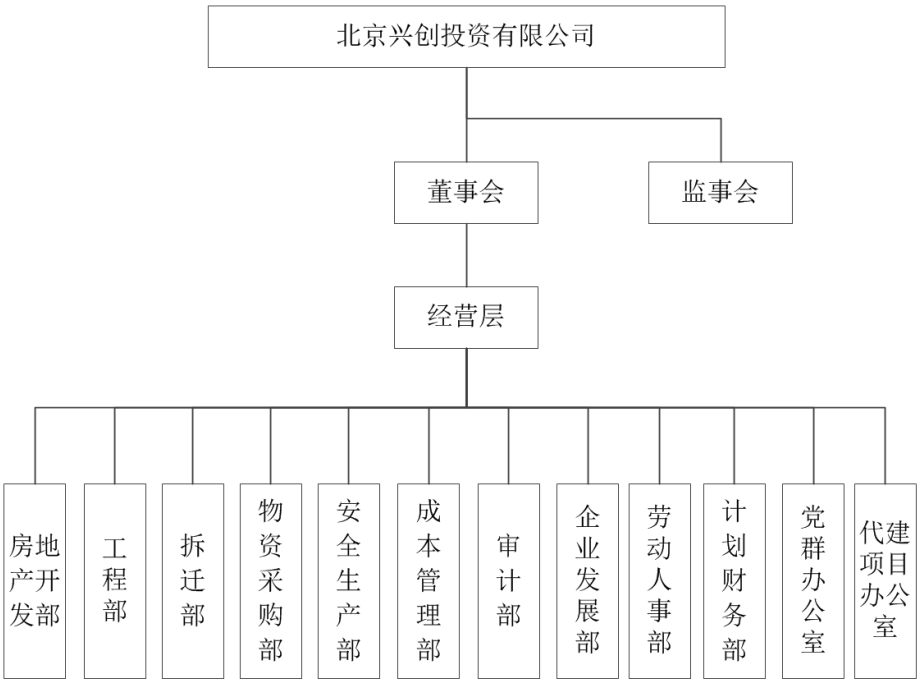
十一、 结论

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”和“20 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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 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 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.36	21.66	32.46	19.91
资产总额(亿元)	293.21	286.68	325.54	326.11
所有者权益(亿元)	54.64	60.50	61.37	61.24
短期债务(亿元)	67.18	65.28	50.47	57.91
长期债务(亿元)	115.13	92.97	146.60	136.94
全部债务(亿元)	182.31	158.25	197.08	194.84
营业收入(亿元)	41.53	28.14	34.29	0.14
利润总额(亿元)	3.65	1.97	1.00	-0.13
EBITDA(亿元)	4.28	3.62	1.76	--
经营性净现金流(亿元)	-6.77	20.39	-17.35	-1.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	211.29	41.63	31.57	--
存货周转次数(次)	0.17	0.11	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.10	0.11	--
现金收入比(%)	42.57	157.96	97.54	329.26
营业利润率(%)	15.89	15.71	11.61	56.38
总资本收益率(%)	1.25	1.36	0.44	--
净资产收益率(%)	4.79	2.64	1.16	--
长期债务资本化比率(%)	67.82	60.58	70.49	69.10
全部债务资本化比率(%)	76.94	72.34	76.25	76.09
资产负债率(%)	81.37	78.89	81.15	81.22
流动比率(%)	199.07	200.30	285.16	280.79
速动比率(%)	36.33	23.61	49.10	38.84
经营现金流动负债比(%)	-5.29	17.85	-18.50	--
现金短期债务比(倍)	0.60	0.33	0.64	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	0.45	0.28	0.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	42.63	43.77	111.70	--

注：1. 将其他流动负债中有息部分调至短期债务；2. 将其他应付款、长期应付款及其他非流动负债中有息部分调至长期债务；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.96	7.44	9.13	7.13
资产总额(亿元)	205.96	172.71	228.17	230.78
所有者权益(亿元)	34.02	35.24	35.09	35.04
短期债务(亿元)	51.24	46.90	21.96	12.01
长期债务(亿元)	51.46	21.30	87.04	96.99
全部债务(亿元)	102.70	68.20	109.00	109.00
营业收入(亿元)	21.59	17.03	24.37	0.04
利润总额(亿元)	-0.05	1.21	-0.40	-0.05
EBITDA(亿元)	0.21	1.46	-0.15	-0.05
经营性净现金流(亿元)	-5.28	47.28	-33.76	4.99
财务指标				
销售债权周转次数(次)	86.19	24.26	33.27	--
存货周转次数(次)	0.33	0.25	0.38	--
总资产周转次数(次)	0.11	0.09	0.12	--
现金收入比(%)	26.01	137.34	102.90	69.34
营业利润率(%)	4.76	4.39	3.99	84.20
总资本收益率(%)	0.01	1.11	-0.21	--
净资产收益率(%)	0.03	3.26	-0.87	--
长期债务资本化比率(%)	60.21	37.67	71.27	73.46
全部债务资本化比率(%)	75.12	65.93	75.65	75.67
资产负债率(%)	83.48	79.59	84.62	84.82
流动比率(%)	108.95	93.79	175.74	220.93
速动比率(%)	53.47	33.75	99.56	123.85
经营现金流动负债比(%)	-4.22	47.81	-40.18	--
现金短期债务比(倍)	0.29	0.16	0.42	0.59
全部债务/EBITDA(倍)	497.24	46.83	-712.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.04	0.27	-0.03	--

注：1. 将其他流动负债中有息部分调至短期债务；2. 将其他应付款、长期应付款及其他非流动负债中有息部分调至长期债务；3. 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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+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