

信用等级公告

联合〔2019〕1124号

联合资信评估有限公司通过对北京市大兴区国有资本投资运营有限公司及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定北京市大兴区国有资本投资运营有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，北京市大兴区国有资本投资运营有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年五月三十日



北京市大兴区国有资本投资运营有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺
本期中期票据信用等级: AA⁺
评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行金额: 16 亿元
本期中期票据期限: 3 年
偿还方式: 按年付息, 到期一次还本
募集资金用途: 用于偿还公司债务

评级时间: 2019 年 5 月 30 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	185.89	212.64	184.45	211.11
资产总额(亿元)	808.67	885.48	908.82	971.79
所有者权益(亿元)	250.38	257.92	275.07	277.78
短期债务(亿元)	93.24	130.59	84.69	53.66
长期债务(亿元)	244.33	245.75	327.12	393.78
全部债务(亿元)	337.57	376.34	411.81	447.44
营业收入(亿元)	61.52	101.83	66.52	3.88
利润总额(亿元)	7.47	6.52	9.43	-0.35
EBITDA(亿元)	11.33	9.35	13.34	--
经营性净现金流(亿元)	-0.75	-3.16	-50.48	2.92
应收类款项/资产总额(%)	14.39	12.85	10.65	10.77
营业利润率(%)	13.01	11.28	21.58	25.59
净资产收益率(%)	2.22	1.58	2.53	--
资产负债率(%)	69.04	70.87	69.73	71.42
全部债务资本化比率(%)	57.42	59.34	59.95	61.70
流动比率(%)	305.90	275.89	374.19	430.10
经营现金流/全部债务(%)	-0.34	-1.19	-24.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.80	40.25	30.87	--

注: 公司 2019 年一季度财务数据未经审计; 2016 年数据为模拟报表

分析师: 姚 玥 邱 成

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

北京市大兴区国有资本投资运营有限公司(以下简称“公司”)是北京市大兴区国有资本投资运营平台。公司整合成立后, 下辖了大兴区内众多大型土地一级开发、保障性住房建设等基础设施建设主体及生物医药园区开发企业, 对区域内国有资产进行经营管理。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区域内具备业务专营优势; 在项目获取和资产注入方面得到政府的大力支持。同时, 联合资信也关注到公司土地一级开发及房地产业务受政府规划以及调控影响较大、债务负担较重以及对外担保规模较大等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

近年来, 大兴区经济增长稳定, 未来区域发展前景较好, 公司外部发展环境良好。未来随着公司土地一级开发项目的推进、已整理土地逐步上市出让以及房地产在建项目的陆续开盘销售, 预计对公司收入规模形成一定支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用及本期中期票据偿还能力综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险很低, 安全性很高。

优势

1. 近年来, 大兴区经济稳步增长, 财政实力强, 同时临空经济区的建设对大兴区的未来发展提供了有力支撑, 区域发展前景较好, 公司外部发展环境良好。
2. 公司定位为大兴区内国有资本投资运营平台, 在项目获取及资产注入方面获得了有力的政府支持, 扩大了公司经营规模, 巩固了公司在区域内国有资本运营的重要地位。
3. 公司土地一级开发业务在区域内具有较强

的专营优势，在开发和已开发待出让土地面积较大，地理位置较好，为未来收入形成一定支撑。

关注

1. 公司下属国企产权由大兴区国资委划转，目前处于整合初期，产权统一管理，子公司独立经营。联合资信将持续关注公司对子公司的管控情况。
2. 近年来，公司子公司发展迅速，目前正在建的房地产以及土地一级开发项目资金需求较大，面临较大的融资压力。公司债务规模持续增长，债务负担有所加重。
3. 公司流动资产中应收类款项和存货占比大，对公司资金形成较大占用，资产流动性一般。
4. 近年来，公司对外担保规模很大且增长较快，对外担保比率保持较高水平，公司存在一定的或有负债风险。

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京市大兴区国有资本投资运营有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京市大兴区国有资本投资运营有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

北京市大兴区国有资本投资运营有限公司（原名北京市大兴区国有资本投资运营中心，以下简称“公司”），系经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”）出资的国有独资企业，成立于 2015 年 12 月，初始注册资本为 3.00 亿元。2017 年 3 月 7 日，根据大兴区国资委出具的《大兴区国资委关于划转北京兴创投资有限公司等 10 家公司股权至北京市大兴区国有资本投资运营有限公司的决定》（京兴国资发〔2017〕21 号），将北京兴创投资有限公司（以下简称“北京兴创”）、北京新航城控股有限公司（以下简称“北京新航城”）、北京兴展投资控股有限公司（以下简称“北京兴展”）、北京兴开国信投资有限公司、北京电子商务中心区投资有限公司、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”）、北京市大兴区物资集团有限公司、北京兴福临空产业发展有限公司、中关村发展集团股份有限公司、北京兴亦兴区域电动小客车出租有限公司等 10 家公司股权划转至公司。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 231.00 亿元，实收资本 231.40 亿元，（差异系 2018 年公司资本公积转增实收资本 400 万元，上述转增事项的工商登记尚未变更），大兴区国资委为公司唯一股东及实际控制人。

公司经营范围：项目投资；资产管理。（“1、未经有关部门批准，不得以公开方式募集资金；2、不得公开开展证券类产品和金融衍生品交易活动；3、不得发放贷款；4、不得对所投资企业以外的其他企业提供担保；5、不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”，企业依法自主选择经营项目，开展

经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

截至 2019 年 3 月底，公司内设办公室、投资运营部、资产事业部、风险合规部、计划财务部等 9 个部门（见附件 1）；下设纳入合并范围的一级子公司 9 家¹。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 908.82 亿元，所有者权益合计 275.07 亿元（其中少数股东权益 13.40 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 66.52 亿元，利润总额 9.43 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 971.79 亿元，所有者权益合计 277.78 亿元（其中少数股东权益 13.34 亿元）；2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.88 亿元，利润总额-0.35 亿元。

公司住所：北京市大兴区金星西路 6 号院 1 号楼 13 层 1304；法定代表人：曹跃。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2019 年注册 34 亿元中期票据，其中计划发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）16 亿元，期限为 3 年，采用固定利率，每年付息一次，本金于到期日一次性偿还。募集资金全部用于偿还公司债务。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部

¹ 根据公司提供的 2017~2018 年财务报告，由于公司子公司北京新航城承接的新航城新机场征地拆迁项目、新航城空军南苑机场征地拆迁项目等 6 个项目，未来全部移交相关单位或部门，相关资产不属于公司，未来不能带来或带来较少的经济效益，因此编制合并报表时，将北京新航城上述 6 个项目对应的资产和负债科目扣除，剩余科目纳入合并范围内。

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）

较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

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

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228

元,同比名义增长 8.7%,扣除价格因素实际增长 6.5%,增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看,生活日常类消费如日用品类,粮油食品、饮料烟酒类,服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长;升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长,汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高;旅游、文化、信息等服务类消费较快增长;网络销售继续保持高增长态势。

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

展望 2019 年,国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下,我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策,坚持以供给侧结构性改革为主线,坚持深化市场化改革、扩大高水平开放,继续打好三大攻坚战,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,推动经济高质量发展,2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具

体来看,固定资产投资增速或逐步企稳,但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下,积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制,加上城投企业转型对基建投资的拖累效应,基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响;在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下,制造业投资将保持较快增长;在我国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下,房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下,我国居民消费将持续扩容和升级,居民消费将保持平稳增长。外贸方面,受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响,外部需求或将持续弱化,出口增长受到制约;受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响,进口增速或将继续回落。总体来看,考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落,预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设,包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设,市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设,城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础,对于促进国民经济及地区经济健康发展、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，城投企业快速增加，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，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

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1 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23	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

	号	务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 9 月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101 号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔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企业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。

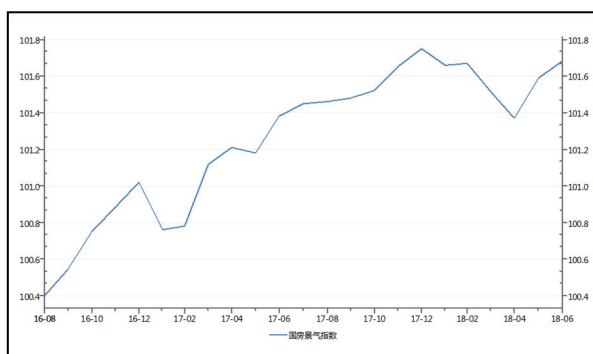
目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 房地产行业

行业概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018 年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图 1 2016 年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长

13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量

5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

3. 区域经济

近年来，大兴区经济稳步增长，同时临空经济区的建设对大兴区的快速发展提供了有力支撑，公司外部发展环境良好。但大兴区房地产行业受北京市出台的各项房地产政策的影响有所萎缩，对公司房地产业务板块形成一定制约。

公司作为北京市大兴区国有资本投资运营平台，2017年完成区属重点国企产权划转至公司之后，下辖了大兴区内众多大型土地一级开发、保障性住房建设等基础设施建设主体及生物医药园区开发企业。大兴区的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响较大。

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，2010年同大兴区行政资源整合，形成新区。

此外，北京新机场也已定址大兴区，近年来，区内为保障机场建设，实施和开展了一系列工作。2017年，大兴区积极推动京津冀地区城际铁路网和首都地区环线高速规划建设；2018年，新机场临空经济区内涉及的三条道路，正在全面启动建设。根据《大兴区五届人大五次会议政府工作报告》，大兴区把服务保障北京大兴国际机场建设作为“一号工程”，目前航站楼主体完工进入装修阶段，飞行区具

备校飞条件，6584亩军航用地全部按期交付并实现开工建设。“五纵两横”交通网络建设和噪声区治理加速推进，平稳有序完成25个村整体搬迁工作。区内主动谋划临空经济发展，研究制定临空经济区大兴片区管委会和开发平台组建方案，初步完成临空经济区总规和控规编制。启动综合保税区申报工作，临空经济区产业规划研究形成阶段性成果，东航、厦航、奥凯航空等航企入区发展，高端医疗、航空物流等关联产业加速落地，为更高水平打造临空经济区奠定了坚实基础。北京大兴国际机场临空经济区总面积150平方公里，其中北京地区50平方公里，河北部分约100平方公里。临空经济区未来定位为国际交往中心功能承载区、国家航空科技创新引领区、京津冀协同发展示范区，是国家对外交往的新门户、打造北京发展的新引擎、京津冀协同发展的高地。临空经济区的建设对大兴区的未来发展提供了有力支撑，对区域的长远发展产生非常大的促进作用。

根据《新区（大兴—开发区）2016~2018年国民经济和社会发展统计公报》，2016~2018年新区分别实现地区生产总值1729.3亿元、2009.5亿元和2209.9亿元，按可比价格计算比上年增长9.4%。其中，2018年大兴区实现地区生产总值700.4亿元，较上年增长7%；开发区实现地区生产总值1509.5亿元，较上年增长10.6%。新区第一产业实现增加值13.5亿元，第二产业实现增加值1259.5亿元，第三产业实现增加值936.8亿元。2018年，新区实现全社会固定资产投资1362.7亿元，较上年增长15.8%，其中，大兴区实现全社会固定资产投资1027.1亿元，比上年增长25.4%，其中建筑安装工程投资和基础设施投资分别实现511.2亿元和495.9亿元，比上年分别增长39.4%和30%，分别拉动全社会固定资产投资增长17.7个百分点和14个百分点。开发区全社会固定资产投资实现335.6亿元，比上年下降6.4%。其中建筑安装工程投资实现125.2亿元，比上年增长18.7%；基

础设施投资实现30.4亿元，比上年下降29.3%。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019年3月底，公司注册资本231.00亿元，实收资本231.40亿元，（差异系2018年公司资本公积转增实收资本400万元，上述转增尚未变更），大兴区国资委为公司唯一股东及实际控制人。

2. 企业规模

公司是北京市大兴区国有资本投资运营平台。公司整合成立后，下辖了大兴区内众多大型土地一级开发、保障性住房建设等基础设施建设主体及生物医药园区开发企业。目前公司处于整合初期，产权统一管理，子公司独立经营，子公司主要包括北京兴创、北京兴展和生物医药基地公司等。其中北京兴展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，此外北京兴展还负责榆垓、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。北京兴创负责地铁大兴线沿线周边（包括大兴新城北区、西红门商业综合区、大兴新城核心区、生物医药基地东配套区）以及采育镇区等区域的土地一级开发和保障房建设，并进行区域市政基础设施建设。

3. 人员素质

公司管理层综合素质较高，但目前高级管理人员较少，管理层设置简单，随整合深入，需扩大公司高级管理人员规模。公司员工学历及年龄构成符合行业发展要求，基本能够满足公司经营需要。

截至目前，公司有高级管理人员2人，包括董事长兼党委书记1人、副总经理1人。

2018年8月，由于公司原法定代表人、总

经理杨志高同志、党委书记关卓同志工作调任，区委组织部委派曹跃同志担任公司董事长兼党委书记职务。截至目前，法定代表人变更登记已完成。

曹跃先生，1967年生，大学学历；曾任北京市大兴县财政局行财科办事员；北京市大兴县财政局企财科科长、副科长；北京市大兴区（县）财政局城建科科长；北京市大兴区财政局经济建设科科长；北京市大兴区安定镇党委副书记、镇长等职。现任公司党委书记、董事长。

李景芳女士，1972年生，大学学历，高级工程师；曾任北京万兴建筑集团有限公司工程师；北京月桂苑房地产开发有限公司合同预算部经理；大兴区发展和改革委员会重大项目办主任。现任公司副总经理。

截至2019年3月底，公司拥有员工1470人。其中，按年龄构成来看，20~30岁308人，占员工总数20.95%、31~40岁644人，占员工总数43.81%、46~50岁289人，占员工总数19.66%、50岁以上229人，占员工总数15.58%。按受教育情况构成来看，硕士135人，占全部人数的9.18%、大学本科735人，占比50.00%、本科以下人员600人，占员工总数的48.82%。

4. 外部支持

近年来，大兴区财政实力不断提升，但大兴区财力对政府性基金收入依赖较强，稳定性一般，财政自给能力弱。

2016~2018年，大兴区分别实现一般公共预算收入77.7亿元、84.7亿元和92.4亿元，比上年增长9%。从收入构成看，固定税收实现12.3亿元，比上年增长11.5%，其中房产税实现7.7亿元，比上年增长8.8%。共享税收实现50.4亿元，比上年下降1.5%。其中增值税实现25.4亿元，比上年增长0.3%；企业所得税实现10.5亿元，比上年下降1.1%。分级收入实现29.7亿元，比上年增长31.7%。2018年，政府性基金预算收入367.52亿元。2018

年，大兴区实现一般公共预算支出 259.92 亿元，比上年增长 13.5%，财政自给率为 35.55%，财政自给能力弱。

公司是北京市大兴区国有资本投资运营平台。公司整合成立后，下辖了大兴区内众多大型土地一级开发、保障性住房建设等基础设施建设主体及生物医药园区开发企业。具有区域专营优势，综合实力强。同时，公司获得股东在资产划拨及财政补贴等方面的大力支持。

2017 年 3 月 7 日，根据大兴区国资委出具《大兴区国资委关于划转北京兴创投资有限公司等 10 家公司股权至北京市大兴区国有资本投资运营有限公司的决定》（京兴国资发〔2017〕21 号），将北京兴创、北京新航城、北京兴展、北京兴开国信投资有限公司、北京电子商务中心区投资有限公司、生物医药基地公司、北京市大兴区物资集团有限公司、北京兴福临空产业发展有限公司、中关村发展集团股份有限公司、北京兴亦兴区域电动小客车出租有限公司等 10 家公司股权划转至公司。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本 231.00 亿元，实收资本 231.40 亿元（差异系 2018 年公司资本公积转增实收资本 400 万元，上述转增事项的工商登记尚未变更），大兴区国资委为公司唯一股东及实际控制人。

为支持公司持续发展，大兴区政府部门给予公司及子公司一定规模的财政补助。2016~2018 年，公司分别收到政府补助 1.44 亿元、0.79 亿元和 1.11 亿元，计入“营业外收入”和“其他收益”科目。

总体看，大兴区国资委对公司支持明确，且支持力度大。

5. 企业信用记录

近年来，公司无不良信贷记录，未发现不良信用记录。

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91110115MA002WKW4D），截至 2019 年 4 月 26 日，公司无已结清或未结

清不良及关注类贷款记录，公司过往债务的履约情况良好。

截至 2019 年 5 月 17 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设置了合理的法人治理结构，结构设置符合国有独资企业特点。大兴区国资委对公司的控制力度强。

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国企业国有资产法》及其他有关法律法规，并结合公司实际情况制定了公司章程。

公司不设股东会。董事会为公司的决策机构，对大兴区国资委负责。经大兴区国资委书面授权，董事会可行使大兴区国资委的部分职权。公司设董事会，董事会成员 3 人。其中，由大兴区国资委委派 2 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。董事任期三年，任期届满，可连选连任。董事会行使下列职权：向大兴区国资委报告工作；执行大兴区国资委的决定；制定公司的经营方案和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，成员 5 名。其中，由大兴区国资委委派 3 人；职工监事 2 人，由公司职工代表大会选举产生。监事任期每届为 3 年，任期届满，可连选连任。监事会设主席 1 人，由大兴区国资委从监事会成员中指定。监事会行使下列职权：检查公司财务及公司对法律法规、公司章程及出资人决议履行情况，并向大兴区国资委提出提案；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。

公司设总经理 1 人，由大兴区国资委指定，经董事会聘任产生。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的经营管理工作，组织

实施董事会决议；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；拟订公司的基本管理制度等。目前，由于公司总经理尚未委派任命，总经理一职空缺，其职责由公司董事长代为履行。

2. 管理体制

公司本部目前已经建立一套较完善的符合企业特点的规章管理制度，可满足公司日常经营管理的需要。但由于公司尚处于整合初期，对于子公司的内部管理制度尚未制定完毕，目前公司整合深入情况及后续内部管理制度的执行情况有待关注。

目前公司内设办公室、投资运营部、资产事业部、风险合规部、计划财务部等 9 个职能部门，各职能部门分工明确。

财务管理方面，公司财务管理按照统一领导、分级管理的原则，实行由行政负责人领导下的财务负责人具体负责的财务管理体系。财务部门负责组织日常的风险监控及相应对策的制定与实施，对公司重大筹资、资本运作、投资、担保等经济行为财务风险进行评估并提出相应的对策，对下级或控股单位风险管理工作进行督导。

对外投资方面，为提高大兴国投的资金、资产使用效益，可按上级主管部门批准后并按照公司有关规定采用货币资金、实物、无形资产等方式对外投资。在进行对外投资前，必须将投资项目可行性研究报告、预计投资金额、预计持股比例、预期收益等逐级上报审批，经同意后可正式对外投资。

资金管理方面，公司对内部资金实行集中统一管理，依法管理投资、融资事项。由计划财务部负责制定资金管理的规章制度，组织编制、平衡资金年度预算，管理审批资金的筹集、调拨与使用，核实和监控资金的信贷规模和运

作风险，进行资金管理的各具体业务。同时，需严格按照上级主管部门相关规定及审批情况开展资金管理。严禁与个人发生资金的借贷关系。除经上级批准外，严禁对任何企业提供担保。

融资管理方面，融资活动应由公司实行统一管理，对融资进行风险控制。融资规模应与公司资产经营规模、资产负债水平和实际偿债能力相适应。公司所有融资事项，由投资运营部先报公司党委，再报总经理办公室，最后报董事会，董事会作为最终决策机构。公司其他任何部门和个人无权做出对外融资的决定。

由于公司尚处于整合初期，对于子公司的内部管理制度尚未制定完毕，仍在梳理中。目前公司整合深入情况及后续整合后的内部管理制度的执行情况有待关注。预计未来随着制度的完善及国资国企改革的不断深入，公司管控力度将有所加大。

七、经营分析

1. 经营概况

公司目前主营业务包括土地一级开发、商品房销售及保障性住房销售等业务。2016~2018 年，公司营业收入波动较大，分别为 61.52 亿元、102.10 亿元和 66.52 亿元，主要系土地一级开发业务收入、房屋销售收入及其他收入波动变化所致。公司营业收入主要由土地一级开发收入构成，2016~2018 年，分别占营业收入的 54.25%、57.37%和 54.30%，占比较高。2019 年 1~3 月，公司营业收入 3.87 亿元，主要为土地一级开发收入构成。

毛利率方面，2016~2018 年，公司综合毛利率分别为 17.61%、12.69%和 24.68%，主要系土地一级开发和商品房销售毛利率波动较大影响所致。2019 年 1~3 月，公司综合毛利率为 27.29%，较上年底增长 2.61 个百分点。

表2 2016~2019年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年			2019年3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地一级开发	33.37	54.25	1.33	58.57	57.37	4.89	36.12	54.30	11.43	1.46	37.73	2.22
房屋销售	22.75	36.98	35.77	37.16	36.40	18.86	20.46	30.76	29.13	0.41	10.59	31.29
供热供暖	0.65	1.06	19.37	0.52	0.51	12.26	0.59	0.89	14.50	0.27	6.98	25.93
其他收入	4.74	7.70	44.80	5.84	5.72	51.57	9.36	14.07	66.72	1.73	44.70	47.98
合计	61.52	100.00	17.61	102.10	100.00	12.69	66.52	100.00	24.68	3.87	100.00	27.29

资料来源：公司审计报告及公司提供

2. 业务经营分析

(1) 土地一级开发

土地一级开发是公司主要收入来源之一，公司在开发和已开发待出让土地面积较大，对未来收入形成一定支撑，但土地出让进度易受土地宏观及区域政府调控政策影响，具有一定不确定性。此外，公司土地一级开发项目待投入规模较大，未来面临一定筹资压力。

公司主要负责大兴区范围内土地的一级开发工作。具体业务主要由下属子公司北京兴创、北京兴展、生物医药基地公司、北京新航城²等公司负责。

公司土地一级开发模式主要分为两种，除生物医药基地外，公司其余子公司业务模式为北京市大兴区土储分中心（以下简称“大兴土储”）作为土地一级开发的立项主体委托公司作为实施主体。根据公司与大兴土储签订的土地一级开发项目委托开发协议（以下简称“土地委托协议”），大兴土储委托公司按照“七通一平”的标准实施约定区域的土地一级开发工作。公司土地一级开发资金来源于财政（专项应付款）、土储（土地出让回款）以及自筹资金。公司将土地开发成本计入存货，土地开发完成后，通过招拍挂进行上市交易。公司依据土地委托协议，根据上市地块的已投金额计

提2%或7%的净利润，其中已投资额涵盖土地一级开发所支出的所有费用也包括各项融资成本。对于所取得的收益溢价部分由市区两级政府进行处理，开发成本部分将按照地块开发资金来源比例返还给土储分中心和公司。大兴土储将项目土地上市交易完成后，公司确认收入，大兴土储将净利润与开发成本中公司投入的部分一同支付给公司。

近三年及一期，公司在一级开发项目上总投资额164.91亿元，总出让面积210.30万平方米，未出让面积885.69万平方米，总确认收入金额129.52亿元，已回款58.07亿元。

截至2019年3月底，公司正在整理土地地块主要为14块，主要分布在大兴核心区、庞各庄镇、采育镇区范围内。据初步统计，项目概算总投资979.3亿元，面积2214.58公顷，已投金额659.30亿元（部分已结转），尚需投资金额320亿元，其中2019年4~12月、2020年和2021年分别计划投资94.79亿元、81.68亿元、48.47亿元，公司土地一级开发项目待投资规模较大。

此外，公司下属子公司生物医药基地公司是大兴区生物医药基地唯一的土地一级开发主体，其土地一级开发的业务模式为：生物医药基地公司将土地进行平整处理，并负责道路等基础设施建设，待土地整理完毕后，分别将控规、规划意见、成本审定、环保意见等一系列手续报区政府、市规委、区规划局等相关部门，并由财政委托审计事务所进行土地开发成本审定。待土地出让后，大兴区财政将土地成

² 根据公司提供的2017~2018年财务报告，由于公司子公司北京新航城承接的新航城新机场征地拆迁项目、新航城空军南苑机场征地拆迁项目等6个项目，未来全部移交相关单位或部门，相关资产不属于公司，未来不能带来或带来较少的经济效益，因此编制合并报表时，将北京新航城上述6个项目对应的资产和负债科目扣除，剩余科目纳入合并范围内。

本全额返还给生物医药基地公司，对于土地出让收益部分协议中未进行约定。

生物医药基地总规划面积 11.24 平方公里，其中一期面积 3.72 平方公里、二期面积 2.72 平方公里、三期面积 4.80 平方公里。截至目前，已完成园区内一期和二期项目的土地开发和招商任务，三期已基本完成一级土地开发。目前，生物医药基地已完成开发可出让土地约 1000 余亩，无未开发土地。

公司土地后续上市回款计划主要取决于市政府及区政府的土地规划，待市政府及区政府相关部门的土地规划落实后，公司根据计划进行项目用地入市交易工作，土地逐步将形成回款。2016~2018 年，公司分别实现土地一级开发收入 33.37 亿元、58.57 亿元和 36.12 亿元，其中 2017 年土地一级开发收入同比增长 75.52%，主要系受大兴区土地上市计划及出让区域影响，当年出让地块价格大幅增长所致。由于公司土地一级出让业务受用地需求、土地指标、土地交易市场行情及出让政策等因素影响，未来公司土地一级出让收入存在一定不确定性。

（2）房屋销售

保障性住房板块

公司保障性住房项目目前在建规模较大，未来收入将保持一定规模，无拟建的安置房项目。

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

公司保障性住房项目一般与土地一级开发联动，具体有两种模式：模式一是拆迁回迁安置房（实物安置），在此种模式下，开发成

本在所属地块土地一级开发成本中进行核算，公司在建设成本基础上收取 2%管理费，最终收入在土地一级开发收入中确认；模式二是针对剩余房源区外选房，此种模式下确认的收入在保障性住房销售收入中体现。

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

房源分配方面，保障性房源由公司拟定“三限三定”（即“定性、定向、定量”及“限户型、限价、限交易”）方案交由大兴区政府审核，

审核通过后报国土部门审批后执行，由被拆迁人选房，相应房款从拆迁补偿款中扣除。公司建设的安置房在安置拆迁户后，剩余房源在公司向政府相关部门申请后，由政府统筹安排销售对象。公司安置房板块收入来自拆迁户补偿款中的扣除房款以及剩余房源的销售收入。由于部分房款包含在土地开发成本中，作为土地开发成本返还给公司，公司在对拆迁户进行安置时将补偿款中的购房款直接扣除，故保障性住房销售收入仅对外销售部分产生收入现金流。

对外销售房源定价方面，2016 年 4 月之前，政府一般将剩余房源统一纳入政府保障房序列，由政府根据保障房需求，调剂使用，价格一般按照周边经济适用房或两限房价格制定，该价格低于市场价但高于房屋建设成本价。2016 年 4 月，大兴区住建委出台《大兴区定向安置住房剩余房源管理办法》，规定安置房剩余房源用于调剂项目使用时，搬迁、建设单位需提出使用理由、套数、面积、价格及资金支付方式等，由相关部门审核后报大兴区政府批准。

公司保障性住房包括庞各庄 2 号地保障房项目、核心区安置房及限价房项目等，公司建设保障性住房计入存货-开发产品科目。

表3 截至2019年3月底公司在建保障性住房项目情况(单位:万元)

项目类型	项目名称	建设周期		总投资额	已投资	2019年计划投资金额	2020年计划投资金额
在建项目	庞各庄2号地保障房项目	2017	2021	43.00	10.60	8.50	8.00
	庞各庄定向安置房	2017	2019	13.30	0.43	1.00	2.03
	限价房项目	2016	2019	8.78	7.88	0.90	--
	瀛海经适房	2017	2020	9.23	5.06	1.46	0.69
合计	--	--	--	74.31	23.97	11.86	10.72

注:公司部分项目由于拆迁成本变化,项目已投资额超过总投资额

资料来源:公司提供

房地产销售板块

公司房地产开发项目以商业地产和高端住宅为主,收入可持续能力尚可。但在建房地产项目投资规模较大,未来面临较大的资金压力,同时目前房地产政策趋于收紧,房地产板块收入可能会受到房地产政策的影响。

公司房地产销售板块项目主要分布在大兴新城北区、榆垓镇、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,开发项目以商业地产和高端住宅为主。

从房地产开发建设情况看,截至2019年3月底,公司主要在建项目6个,在建房地产面积142.66万平方米,主要在建项目预计总投资金额为219.40亿元,已投资金额130.62亿元,2019年、2020年和2021年,分别计划投资14.00亿元、16.30亿元和12.40亿元。整体看,公司房地产在建项目投资规模较大,公司面临较大的资金压力。

表4 2019年3月底公司房地产业务主要在建项目情况(单位:亿元、万平方米)

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	2020年	2021年
兴创国际中心-西红门四期	40.00	43.00	13.00	3.50	5.00	5.00
核心区企业总部	14.90	24.00	16.77	2.00	2.00	1.00
兴创荣墅	54.60	113.00	64.71	7.50	8.00	5.00
采育企业交流中心	6.86	7.30	1.63	0.30	0.20	0.30
全民健身中心	2.10	2.40	0.90	0.40	0.10	0.10
采育镇区A-07-02商业金融项目	3.30	2.70	0.26	0.30	1.00	1.00
合计	121.76	192.40	97.27	14.00	16.30	12.40

资料来源:公司提供

截至2019年3月底,公司主要在售房地产项目共3处,分别为住宅项目兴创屹墅(尾盘)、兴创荣墅和商业地产项目兴创国际中心。考虑

到公司目前尚有较大规模的在建项目,房地产业务收入未来将保持一定规模。

表5 2019年3月底公司主要在售项目情况(单位:万平方米、亿元、万元/平方米)

项目名称	开盘时间	可售面积	签约销售面积	销售进度	签约销售均价
兴创国际中心	2015.10	11.93	6.90	57.84%	2.69
兴创荣墅	2017.1	9.33	4.90	52.52%	3.23
兴创屹墅	2013.10	16.73	15.50	92.65%	2.90
合计	--	37.99	27.30	--	--

注:兴创屹墅销售均价含车位、储藏间,单住宅均价3.2万/平方米

资料来源:公司提供

(3) 供热供暖业务

公司供热供暖业务的实施主体为公司供热分公司,负责大兴生物医药基地内企业的供热

与供暖业务,公司采用天然气锅炉供热,目前覆盖面积为3.55平方公里,其中供热单价按410元/吨向用户收取,供暖单价执行40元/平方米。公司供热供暖业务规模较小,2016~2018年,

公司供热供暖业务收入分别为 0.65 亿元、0.52 亿元和 0.59 亿元。该板块毛利率波动较大，主要系受供热用户数量、供暖时长以及供暖设备及管道的维护成本的影响所致。

(4) 资产租赁业务及其他业务

公司其他业务收入主要来自物业出租、园区管理费、商品零售等收入。其中公司物业出租收入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。

表 6 2016~2018 年公司主要自持物业情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
平均租金水平 (元/平/天)	商铺: 4.50	商铺: 4.50	商铺: 4.50
	写字楼: 3.50	兴创大厦写字楼: 3.50	兴创大厦写字楼: 3.80
自持物业出租收入(万元)	4284 万元	7115 万元	8532 万元

注：上表租金收入中包含内部合并抵消部分

资料来源：公司提供

3. 未来发展

未来 3~5 年，公司作为国有资本全资控股公司，区内投融资平台，通过股权运作、引导基金、国有资产管理等方式，推动国有资本合理流动和保值增值，以提升大兴区国有资产管理效率为目标，更多的侧重于政策定位，为大兴重点项目提供融资保障，服务区域经济发展。始终坚持盘活管理国有资产，通过国有股权运作融资，整合区属国有资产，剔除不良资产为路径，侧重保值和承担政治任务，对下属企业实行科学化监管。具体为：公司将从大兴区实际出发，切实做好区内重点项目的资金保障工作。另外，公司还将在做好资金风险防控工作的基础上扩大项目融资保障范围，充分了解大兴区重大项目的融资需求，充分发挥公司的国有资本运营平台优势，创新利用金融工具，根据大兴区发展及产业经济布局，调整基金体系结构，建立母基金群，针对区级重点项目设立专项项目基金，提高政府资金的杠杆作用和使用效率，服务新区重点项目建设 and 产业发展。

八、财务分析

1. 财务概况

由于公司成立时间较短，母公司层面尚未开展独立业务，公司 2016 年的财务数据为模拟数据。同时，公司提供了 2017~2018 年合并财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度未经审计。

合并范围方面，截至 2018 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 9 家，主要为 2017 年划入的 8 家子公司构成。2018 年公司合并范围新增 1 家一级子公司，为北京兴亦兴区域电动小客车出租有限公司，同样以股权划入的方式取得。整体看，受股权划转的影响，公司近年来合并范围变化较大，对财务可比性有一定影响。

2. 资产质量

公司资产规模持续增长，货币资金充足，但应收类款项和存货占比较大，对资金形成一定占用。整体看，公司资产流动性一般，资产质量尚可。

2016~2018 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 6.01%。2018 年底，公司资产总额 908.82 亿元，同比增长 2.64%，其中流动资

产和非流动资产分别占 79.15%和 20.85%，公司资产以流动资产为主。

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	185.88	22.99	212.64	24.01	184.45	20.30	211.11	21.72
其他应收款	101.74	12.58	98.71	11.15	80.24	8.83	87.62	9.02
存货	352.85	43.63	355.85	40.19	421.95	46.43	448.92	46.20
流动资产合计	675.71	83.56	734.59	82.96	719.36	79.15	783.13	80.59
投资性房地产	30.72	3.80	45.37	5.12	62.95	6.93	62.94	6.48
在建工程	53.70	6.64	58.79	6.64	63.48	6.98	61.31	6.31
非流动资产合计	132.96	16.44	150.89	17.04	189.45	20.85	188.65	19.41
资产总计	808.67	100.00	885.48	100.00	908.82	100.00	971.79	100.00

注：由于 2018 年会计准则变更，将资产负债表中的“应收利息”和“应收股利”科目归至“其他应收款”合并列报，故对于 2016~2017 年报表该科目进行追溯调整

资料来源：根据公司审计报告整理

2016~2018 年，公司流动资产有所增长，年均复合增长 3.18%。2017 年底，公司流动资产 734.59 亿元，同比增长 8.71%，主要系货币资金和预付款项大幅增长所致。2018 年底，公司流动资产 719.36 亿元，同比减少 2.07%，主要系货币资金规模下降所致。

2018 年底，公司货币资金 184.45 亿元，同比减少 13.26%，主要系业务投入规模增加而回款相对滞后所致。公司货币资金以银行存款为主，截至 2018 年底无受限资金。

2016~2018 年，公司应收账款持续增长，年均复合增长 5.45%，2018 年底账面价值为 16.42 亿元。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款账面余额 5.72 亿元，主要为对大兴生物医药产业基地管委会的应收账款 5.12 亿元，公司对其未计提坏账准备；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面余额 11.27 亿元，主要为对北京市土地整理储备中心大兴区分中心及大兴区财政局等账款构成。其中账龄在 1 年以内的占 25.25%，1~2 年的占 63.58%，2~3 年的占 0.38%，3 年以上的占 10.79%，平均账龄较 2017 年有所拉长。从集中度看，2018 年底前五名欠款单位的应收账款余额合计占比 79.60%，集中度较高。截至

2018 年底，公司累计计提坏账准备 0.64 亿元。

公司其他应收款（不含应收股利和应收利息）主要为公司应收北京市土地整理储备中心大兴分中心等单位的往来款项。2016~2018 年，公司其他应收款持续下降，年均复合下降 11.13%。2018 年底，公司其他应收款账面价值 80.24 亿元，同比下降 18.46%。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款合计占全部应收账款的 95.74%，其中账龄在 1 年以内的占 10.11%，1~2 年的占 8.80%，2~3 年的占 1.93%，3 年以上的占 79.16%，平均账龄偏长。从集中度看，前五名欠款单位合计占比达 62.66%，集中度较高。截至 2018 年底，公司对其他应收款计提坏账准备共 7.13 亿元。总体看，公司其他应收款以政府性欠款为主，整体回收风险不高，但账龄偏长，对资金形成明显占用。

表 8 2018 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比
北京市土地整理储备中心大兴分中心	38.37	44.37
北京市大兴区榆垓镇政府	6.94	8.02
北京市大兴区旧宫镇政府	5.14	5.94
中关村科技园区大兴生物医药产业基地管理委员会	3.42	3.95
北京市大兴区北臧村镇大臧村村委会	0.33	0.38
合计	54.19	62.66

资料来源：公司审计报告

公司预付款项主要为预付拆迁款和工程款。2016~2018 年，公司预付账款波动较大，其中 2017 年底公司预付款项 27.99 亿元，同比大幅增长 22.22 亿元，主要系项目前期手续尚未完成，将新城西片区项目兴业富民西片区的 22.16 亿元拆迁款暂计入预付款项所致。2018 年底，上述款项已从预付款项中转出，公司预付款项规模下降至 5.81 亿元，与 2016 年基本持平。从集中度看，前五名欠款单位合计占比达 78.22%，集中度较高。

公司存货主要由各类开发成本构成。2016~2018 年，公司存货规模持续增长，年均复合增长 9.35%。2018 年底，公司存货 421.95 亿元，同比增长 18.58%，主要系土地一级开发和房地产开发成本增长所致。从构成上看，2018 年底，公司存货中土地一级开发成本 227.56 亿元，房地产开发成本 131.82 亿元，建造合同形成的已完工未结算资产 56.24 亿元，整体的短期变现能力较弱。2018 年底，公司仅对库存商品计提存货跌价准备 0.04 亿元。

公司其他流动资产主要包括理财产品、待抵扣进项税及预缴税金等。2016~2018 年，公司其他流动资产规模波动较大，三年分别为 14.68 亿元、24.07 亿元和 10.49 亿元，主要系理财产品规模波动较大所致。

2016~2018 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 19.37%。2018 年底，公司非流动资产 189.45 亿元，同比增长 25.56%，主要系投资性房地产和固定资产大幅增长所致。

2016~2018 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 37.23%，2018 年底为 14.86 亿元，同比增长 36.06%，主要系以财务投资为目的的外部企业投资额增加所致。

2016~2018 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 43.14%。2018 年底，公司投资性房地产 62.95 亿元，同比增长 38.75%，主要系自用房产和存货转入投资性房地产所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产中按公允价值计量的部分占比达 99.14%，其中房屋

及建筑物主要为子公司北京兴创和北京兴展的出租物业，成本合计 44.07 亿元，公允价值增值合计 17.76 亿元；此外还有少量土地使用权，成本合计 0.16 亿元，公允价值增值合计 0.42 亿元。按成本计量的投资性房地产主要为子公司北京生物医药产业基地发展有限公司持有的公租房，2018 年底账面价值合计 0.55 亿元。

公司固定资产主要由房屋和建筑物构成。2016~2018 年，公司固定资产波动中有所增长，2018 年底为 25.25 亿元，同比增长 85.53%，主要系房屋和建筑物增长所致。

2016~2018 年，公司在建工程有所增长，年均复合增长 8.72%。2018 年底，公司在建工程 63.48 亿元，同比增长 7.98%，其中基础设施建设占 73.16%，房屋建筑物改造及维修工程占 11.14%。2017~2018 年，公司分别结转项目 12 个和 13 个，账面价值分别为 0.23 亿元和 0.20 亿元。上述基建项目主要为公司下属二级子公司北京兴城顺通投资公司等公司负责，由政府部门进行拨款投资建设，计入“专项应付款”。公司将项目累计投资计入“在建工程”，后续完工待政府回购后，相应冲减“专项应付款”科目。

2016~2018 年，公司无形资产规模变化不大，主要为土地使用权。2018 年底，公司无形资产账面价值 12.81 亿元，规模较 2017 年底基本持平，其中土地使用权账面余额为 12.35 亿元。

受限资产方面，2018 年底，公司受限资产合计 127.27 亿元，占资产总额的 14.00%，受限比例较 2017 年底提高 6.4 个百分点。截至 2018 年底，公司受限资产均用于贷款抵押，其中存货、投资性房地产和在建工程分别为 75.82 亿元、50.02 亿元和 1.43 亿元，受限比例分别为 17.97%、79.46%和 2.25%。

2019 年 3 月底，公司资产总额 971.79 亿元，较 2018 年底增长 6.93%，主要系流动资产增长所致。2019 年 3 月底，公司流动资产 783.13

亿元，同比增长 8.86%；其中货币资金 211.11 亿元，同比增长 14.45%，主要系净融资规模进一步上升所致。同期，公司非流动资产 188.65 亿元，同比减少 0.42%，规模和结构较 2018 年底变化不大。

3. 资本结构

公司所有者权益规模稳步上升，但结构变

表 9 2016~2019 年 3 月公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本(或股本)	3.00	1.20	231.00	89.56	231.04	83.99	231.04	83.17
资本公积	215.93	86.24	11.13	4.32	17.58	6.39	16.00	5.76
未分配利润	-2.49	-1.00	2.61	1.01	8.57	3.11	12.92	4.65
少数股东权益	33.94	13.56	13.08	5.07	13.40	4.87	13.34	4.80
所有者权益合计	250.38	100.00	257.92	100.00	275.07	100.00	277.78	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年，公司实收资本大幅增长，主要系股权划转所致。根据《大兴区国资委关于增加北京市大兴区国有资本投资运营公司注册资本的决定》（京兴国资发〔2017〕64 号），区国资委以所持北京兴创、北京新航城等 10 家公司的股权对公司进行增资，依据 2016 年度企业决算报告，10 家公司归属母公司所有者权益合计 228.48 亿元，其中 228.00 亿元计入实收资本，其他计入资本公积。2018 年底，公司实收资本 231.04 亿元，较 2017 年底增长 0.04 亿元，主要系资本公积转增股本所致。

2016~2018 年，公司资本公积波动较大，2017 年底为 11.13 亿元，同比减少 94.84%，主要系公司合并范围变化、资本公积转入实收资本所致。2018 年底，公司资本公积为 17.58 亿元，同比增长 57.93%，主要系公司下属子公司增资所致。其中对下属子公司增资系大兴区国资委对北京电子商务中心区投资有限公司增资 2 亿元及对北京兴开国信投资有限公司增资 1.00 亿元。其中，资本溢价占 77.13%，其他资本公积（全部为国有独资企业无偿划拨资产）

动较大。随着资本公积转增实收资本，公司所有者权益结构的稳定性有所提升。

2016~2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 4.82%。2018 年底，公司所有者权益 275.07 亿元，主要由实收资本、资本公积和少数股东权益构成，其中实收资本占比达到 83.99%，公司所有者权益稳定性较好。

占 22.87%。

2016~2018 年，公司未分配利润逐渐由负转正，2018 年底为 8.57 亿元。随着公司经营的正常化，预计未分配利润将实现平稳增长。

2016~2018 年，公司少数股东权益波动中有所下降，2018 年底为 13.40 亿元，其中北京新航城的少数股东权益占比较高，为 10.53 亿元。

2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 277.78 亿元，较 2018 年底增长 0.99%，主要系未分配利润增长所致。2019 年 3 月底，公司实收资本仍为 231.04 亿元；资本公积 16.00 亿元，同比下降 9.01%。

近年来公司负债总额持续增长，以非流动负债为主。公司债务负担较重，短期偿债压力较大。

2016~2018 年，公司负债总额持续增长，年均复合增长 6.54%。2018 年底，公司负债总额 633.74 亿元，同比增长 0.98%，其中流动负债占 42.43%，流动负债占 32.66%，非流动负债比重相对较高。

表 10 2016~2019 年 3 月公司主要负债构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	金额	金额	占比	金额	占比
预收款项	23.85	4.27	32.31	5.15	36.08	5.69	38.39	5.53
其他应付款	75.35	13.50	63.73	10.16	37.19	5.87	44.13	6.36
一年内到期的非流动负债	82.20	14.72	114.81	18.29	70.69	11.15	40.88	5.89
流动负债合计	220.89	39.57	266.27	42.43	206.96	32.66	180.08	25.95
长期借款	212.99	38.15	207.65	33.09	288.14	45.47	327.63	47.21
应付债券	31.34	5.61	38.10	6.07	38.97	6.15	66.15	9.53
长期应付款	13.69	16.22	10.75	17.67	10.95	14.81	114.35	16.48
非流动负债合计	337.40	60.43	361.30	57.57	426.79	67.34	513.93	74.05
负债合计	558.29	100.00	627.56	100.00	633.74	100.00	694.00	100.00

注: 由于 2018 年会计准则变更, 将资产负债表中的“应付利息”和“应付股利”科目归至“其他应付款”合并列报, 将“长期应付款”和“专项应付款”科目归至“长期应付款”合并列报, 故对于 2016~2017 年报表该科目进行追溯调整

资料来源: 根据公司审计报告整理

2016~2018 年, 公司流动负债波动中有所下降, 其中应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的占比较高且波动较大。截至 2018 年底, 公司流动负债 206.96 亿元, 同比减少 22.27%, 主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债大幅减少所致。

2016~2018 年, 公司短期借款波动中有所增长, 年均复合增长 12.60%。2018 年底, 公司短期借款余额 14.01 亿元, 同比减少 11.21%, 其中抵押借款、保证借款和信用借款分别为 10.00 亿元、1.88 亿元和 2.12 亿元。

2016~2018 年, 公司应付账款波动中有所增长, 年均复合增长 15.29%, 主要为未到结算期的应付工程款。2018 年底, 公司应付账款 15.81 亿元, 同比减少 11.38%。2016~2018 年, 公司预收款项快速增长, 年均复合增长 22.98%。2018 年底, 公司预收款项 36.08 亿元, 同比增 11.67%, 主要系预售房款增加所致。

2016~2018 年, 公司其他应付款 (不包含应付利息和应付股利) 快速下降, 年均复合减少 29.04%。2018 年底, 公司其他应付款 37.19 亿元, 同比减少 37.89%, 主要系子公司北京兴展集中偿还对大兴区财政局的借款所致。截止 2018 年底, 公司其他应付款主要由往来款及其

他 (占 79.19%)、借款 (占 11.75%) 和保证金等 (占 6.35%) 构成。

2018 年底, 公司一年内到期的非流动负债 70.69 亿元, 同比减少 38.43%, 主要系一年内到期的长期借款大幅减少所致。

2016~2018 年, 公司其他流动负债快速增长, 年均复合增长 38.26%。2018 年底, 公司其他流动负债 20.09 亿元, 同比增长 45.45%, 主要为短期应付债券 (占 89.59%, 包括北京兴展发行的 10.00 亿元短融和公司本部发行的 8.00 亿元债权融资计划), 此外还有少量担保赔偿准备金和委托贷款等。

2016~2018 年, 公司非流动负债持续增长, 年均复合增长 12.47%。2018 年底, 公司非流动负债合计 426.79 亿元, 同比增长 18.13%, 主要系长期借款大幅增长所致。

2016~2018 年, 公司长期借款波动中有所增长, 年均复合增长 16.31%。2018 年底, 公司长期借款 288.14 亿元, 同比增长 38.76%, 质押借款、保障借款和信用借款均大幅增长。从结构上看, 2018 年底长期借款中质押借款占 3.47%, 抵押借款占 11.62%, 保证借款占 56.74%, 信用借款占 28.16%。2018 年, 公司以持有的北京兴展 20% 的股权收益权作为融

资标的，向中国建设银行股份有限公司北京大兴支行（以下简称“建设银行”）贷款 10 亿元，期限为 3+2 年。截至 2018 年底，建设银行并未对该股权收益权进行实质性质押。

2016~2018 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 11.52%。2018 年底，公司应付债券 38.97 亿元，同比增长 2.29%。2018 年，子公司北京兴展和生物医药基地公司发行中期票据合计 9.90 亿元，同期公司偿还债券本金合计 9.43 亿元（不包含短期融资券）。

2016~2018 年，公司长期应付款波动中有所下降，2017 年底为 10.75 亿元，同比下降 21.47%，主要系偿付对华能贵诚信托有限公司的资产收益权转让款所致。2018 年底，公司长期应付款为 93.84 亿元，主要是因为会计准则调整，将往年专项应付款余额调入长期应付款所致。其中 2018 年底，长期应付款余额 10.95 亿元，主要由对罗奇营村、天宫院村等单位的有息借款构成。

2016~2018 年，公司专项应付款波动中有所增长，主要为应付一级开发前期垫款以及大兴区政府拨付的各类基建项目资本金等。2018 年底，公司将专项应付款并入长期应付款列示。截至 2018 年底，公司长期应付款-专项应付款余额为 82.89 亿元，同比减少 17.24%，主要系月季大会一级开发项目和部分基础设施项目结算、回购后冲减专项应付款所致。

2019 年 3 月底，公司负债总额 694.00 亿元，同比增长 9.51%，主要系非流动负债增长所致。2019 年 3 月底，公司流动负债 180.08 亿元，同比下降 12.99%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。同期，公司非流动负债 513.93 亿元，同比增长 20.42%，主要系长期借款和应付债券增长所致。

有息债务方面，将公司其他流动负债和长期应付款中的有息债务分别调整至短期债务和长期债务后，2016~2018 年，公司调整后全部债务分别为 350.61 亿元、400.33 亿元和 441.76 亿元，年均复合增长 12.25%。2018 年

底，公司调整后长期债务占 76.53%，较 2017 年底提高 12.41 个百分点。债务指标方面，2016~2018 年，公司资产负债率波动中有所上升，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均持续上升，2018 年底分别为 69.74%、61.63%和 55.14%。2019 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化率分别为 71.42%、63.17%和 59.30%，较 2018 年底小幅增长。整体看，公司债务负担较重，短期偿债压力较大。

4. 盈利能力

公司营业收入规模和毛利率波动较大，费用控制能力有待提高，整体盈利能力较弱。

2016~2018 年，公司营业收入波动中有所增长。2017 年，公司实现营业收入 101.83 亿元，同比增长 65.54%，其中主营业务收入同比增长 64.82%至 98.88 亿元，主要系土地一级开发和房屋销售业务收入增长所致。2018 年，公司实现营业收入 66.52 亿元，同比下降 34.67%，其中主营业务收入同比下降 36.34%至 62.95 亿元，土地一级开发和房屋销售业务收入分别减少 38.23%和 44.96%。

2016~2018 年，公司营业成本波动方向和营业收入一致，但波动幅度更大。2017 年，公司营业成本同比增长 75.28%至 88.84 亿元；2018 年，公司营业成本同比减少 43.60%至 50.11 亿元。受此影响，2016~2018 年公司营业利润率波动中有所上升，三年分别为 13.01%、11.28%和 21.58%。

期间费用方面，2016~2018 年，公司期间费用波动中有所增长，年均复合增长 12.57%。2018 年，公司期间费用为 7.86 亿元，同比增长 33.90%，主要系管理费用大幅增长所致。2016~2018 年，公司销售费用波动中有所增长，年均复合增长 12.38%；财务费用由正转负，主要系利息资本化所致；管理费用快速增长，占期间费用的比重逐年上升，近三年分别为 62.25%、80.85%和 86.67%，主要系子公司北

京新航城的管理费大幅增长所致。同期，公司期间费用率波动中有所上升，分别为 10.08%、5.76%和 11.82%。整体看，公司费用控制能力有待提高。

2018 年，公司计提资产减值损失 0.79 亿元，主要由 0.70 亿元的坏账损失、0.04 亿元和存货跌价损失和 0.04 亿元的持有至到期投资减值损失构成。2016~2018 年，公司收到政府补助分别为 1.43 亿元、0.90 亿和 1.11 亿元，对利润总额形成一定补充。同期，公司利润总额分别为 7.47 亿元、6.52 亿元和 9.43 亿元。2018 年，公司利润总额同比增长 44.73%，主要系营业利润率上升所致。

盈利指标方面，2016~2018 年，公司调整后的总资本收益率和净资产收益率均波动上升，2018 年分别为 1.28%和 2.53%，较 2016 年分别上升 0.48 个和 0.95 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 3.88 亿元，为 2018 年全年的 5.83%；实现利润总额 -0.35 亿元，出现亏损主要系期间费用率较高所致。同期，公司实现投资收益 0.04 亿元，收到政府补助 0.05 亿元。

5. 现金流分析

公司经营性现金流持续净流出，项目建设支出规模大，对外部融资的依赖性强。

从经营活动来看，2016~2018 年，公司经营活动现金流入快速增长，年均复合增长 23.56%。2018 年为 311.31 亿元，其中销售商品、提供劳务收到现金 69.63 亿元，同比减少 36.51%，主要系当期收入规模下降所致；收到其他与经营活动有关的现金 241.68 亿元，主要为收回往来款、押金、保证金及代垫款项等。2016~2018 年，公司经营活动现金流出快速增长，年均复合增长 32.96%，2018 年为 361.79 亿元。其中，公司购买商品、接受劳务支付的现金 112.28 亿元，主要由公司土地一级开发项目投资款以及预付拆迁款构成；支付其他与经营活动有关的现金 240.09 亿元，主要为支付的

往来款、押金、保证金及代垫款项等。2016~2018 年，公司经营性现金流出的平均增速超过经营性现金流入，公司经营活动产生的现金流量净额持续为负，且净流出规模持续扩大，三年分别为-0.75 亿元、-3.16 亿元和-50.48 亿元。从收入实现质量来看，2016~2018 年，公司现金收入比分别为 136.68%、107.70%和 104.67%，主要系预收款持续增长所致。

从投资活动来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入波动幅度较大，三年分别为 101.76 亿元、122.74 亿元和 64.55 亿元，其中收回投资收到的现金占比较高，主要为公司赎回理财产品产生的现金流入。2016~2018 年，公司投资活动现金流出波动较大，三年分别为 96.63 亿元、142.93 亿元和 55.26 亿元。其中，投资支付的现金占比较高，主要为公司购买理财产品产生的现金流出。2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 5.13 亿元、-20.19 亿元和 9.28 亿元。

从筹资活动来看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入持续下降，年均复合下降 13.37%。2018 年，公司筹资活动现金流入 193.27 亿元，主要为取得借款和发行债券收到的现金。2016~2018 年，公司筹资活动现金流出持续下降，年均复合下降 8.50%，主要为偿债现金流出。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金净流入持续扩大，分别为 42.05 亿元、50.11 亿元和 128.83 亿元。

2019 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额 2.92 亿元，主要系收到其他与经营活动有关的现金规模较大所致；投资活动现金流净额-3.58 亿元，主要系投资支付的现金规模较大所致；筹资活动现金净流入 27.31 亿元，主要系取得借款收到的现金规模较大所致。

6. 偿债能力

公司货币资金较为充足，短期偿债能力较强，但长期偿债能力弱。考虑到公司区域专营性强，政府支持力度大，且间接融资渠道畅通，

公司整体偿债能力强。公司对外担保规模大，存在一定的或有债务风险。

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，公司流动比率波动上升，速动比率保持平稳，2018年底分别为347.59%和143.71%，分别较2017年底增长71.70个点和1.46个百分点。2018年底，公司非受限现金类资产共计184.45亿元，为同期调整后短期债务的1.78倍，对调整后短期债务的保障能力较强。总体看，公司货币资金较为充足，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016~2018年，公司EBITDA分别为11.33亿元、9.35亿元和13.34亿元；调整后全部债务/EBITDA比分别为30.95倍、42.82倍和33.11倍，EBITDA对调整后全部债务的保障能力弱。总体看，公司长期偿债能力较弱；但考虑到公司作为大兴区土地一级开发项目的主要承接主体，大兴区政府对公司的支持力度较大，公司整体偿债能力强。

公司对外担保主要来自北京兴展及其子公司。截至2018年底，公司合并口径对外担保余额446.01亿元，担保比率为162.14%，被担保对象主要为大兴区内企业。北京兴展子公司北京兴展荣达融资担保有限公司（以下简称“兴展融达”）系大兴区政府指定的政策性担保公司，负责为区内中小企业提供融资担保，对区内的重点行业和支柱企业给予支持。截至2018年底，兴展融达的在保余额为17.87亿元，反担保金额为18亿元，反担保覆盖率为100%，担保代偿额0亿元，代偿回收额0亿元。在保的前三大行业为房地产业、服务业、制造业。被担保企业主要来自大兴区内。近三年，兴展融达担保放大倍数为0.29倍、0.46倍和0.50倍。从行业分布来看存在一定的或有负债风险。

截至2019年3月底，公司合并口径共获得各家银行授信总额597.72亿元，已使用金额302.78亿元，尚未使用额度为294.94亿元，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务概况

母公司资产以长期股权投资为主，对合并口径货币资金的占用程度很低；负债规模很小，承担的有息债务占合并口径的比例很低。母公司的收入来源主要是担保费和资金管理费，收入和利润总额对合并口径的贡献很小。

2016~2018年，母公司资产总额持续增长，年均复合增长4.98%。2018年底，母公司资产总额255.09亿元，同比增长5.52%，主要系长期股权投资其他非流动资产增长所致。从资产结构上看，截至2018年底，母公司流动资产2.20亿元，仅占总资产的0.86%；其中货币资金2.20亿元（全部为银行存款），仅占合并口径货币资金的1.19%。2018年底，母公司非流动资产252.89亿元，占母公司总资产的99.14%；其中长期股权投资239.54亿元，占非流动资产的94.72%。公司长期股权投资主要为对子公司的投资，其中对北京兴创、北京兴展、生物医药基地公司和北京新航城的长期股权投资分别为48.48亿元、26.90亿元、126.07亿和19.33亿元，合计占比达92.26%。截至2018年底，母公司资产总额占合并报表资产总额的27.82%，占比较低。

2016~2018年，母公司所有者权益持有所增长，年均复合增长2.88%。2018年底，母公司所有者权益合计244.99亿元，同比增长1.35%，主要系资本公积增长所致。截至2018年底，母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，占合并报表所有者权益的89.06%，占比较高；未分配利润占合并口径的1.64%，占比很低。

2016~2017年，母公司负债全部为流动负债，负债总额分别为11.61万元和24.72万元，规模很小。2018年底，母公司负债合计10.10亿元，同比增长10.08亿元，主要系长期借款大幅增长所致。2018年，公司流动负债增长至970.83万元，主要系预收款项和应交税费大幅增长所致；非流动负债增长至10.00亿元，主要系新增10.00亿元长期借款所致。截至2018年

底，母公司负债占合并报表负债的1.59%，有息债务占合并口径的2.32%，占比均很低。

2016~2017年，母公司未实现营业收入，利润总额分别为-0.02亿元和-0.03亿元。2018年，母公司实现营业收入0.32亿元，包括担保业务收入0.28亿元和资金管理费收入0.04亿元，占合并报表营业0.48%，占比很低。同期，母公司未确认营业成本，利润总额0.24亿元，占合并报表利润总额的2.55%，占比很低。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司债务的影响

本期中期票据发行金额为16.00亿元，分别相当于2018年底调整后全部债务和调整后期债务的3.62%和4.73%，本期中期票据发行对公司现有债务有一定影响。

2018年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为69.73%、61.63%和55.14%，以公司2018年底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，不考虑其他因素，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至70.26%、62.46%和56.28%，公司债务负担有所上升。由于本期债券用于偿还有息借款，发行后实际债务负担可能低于指标值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016~2018年，公司EBITDA分别为11.33亿元、9.35亿元和13.34亿元，分别为本期中期票据发行金额的0.71倍、0.58倍和0.83倍，公司EBITDA对本期中期票据的覆盖程度弱。

2016~2018年，公司经营活动产生的现金流入量分别为203.92亿元、222.81亿元和311.31亿元，分别为本期中期票据发行金额的12.74倍、13.93倍和19.46倍，公司经营活动现金流入对本期中期票据发行金额保障程度好。

2016~2018年，公司经营活动现金持续净流出，分别为-0.75亿元、-3.16亿元和-50.48亿

元，对本期中期票据不具备保障能力。

集中兑付方面，若本期中期票据于2019年发行并于2022年到期，当年没有其他存续债券到期，公司整体集中兑付压力较小。考虑到公司为大兴区内国有资本投资运营平台，在项目获取及资产注入方面获得了持续的政府支持，公司整体偿债能力很强。

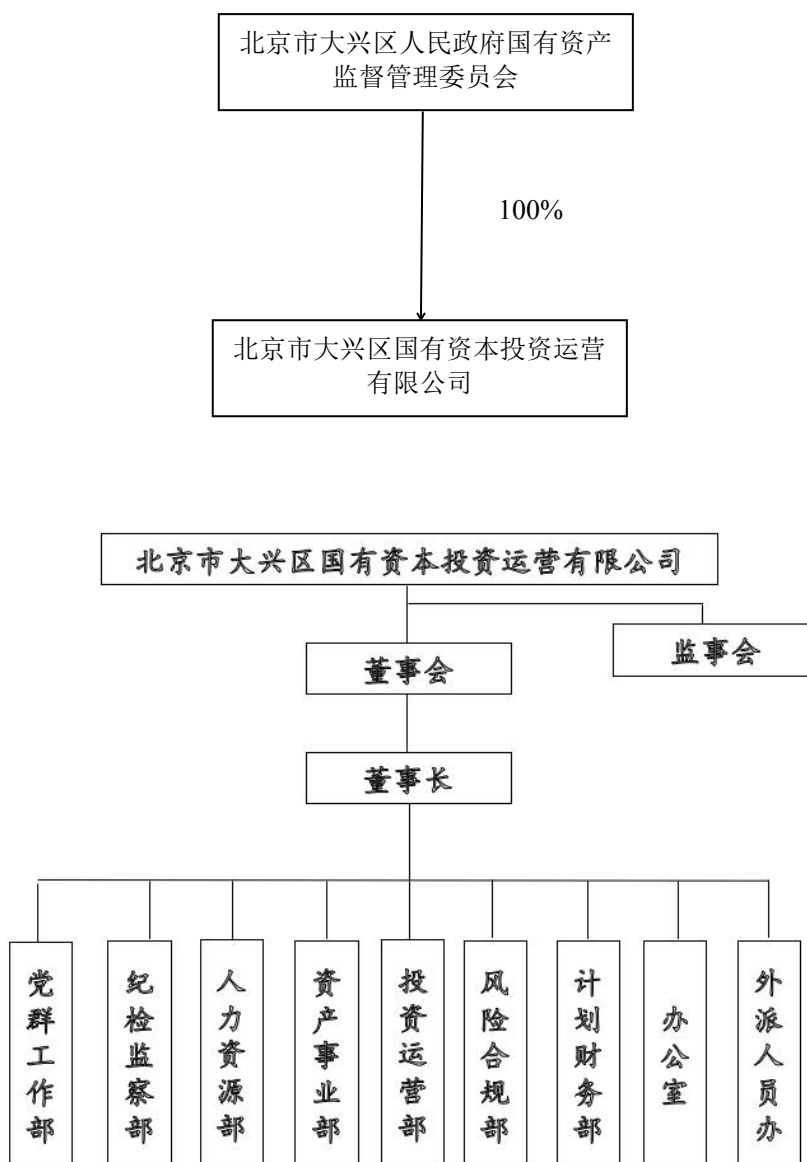
十、结论

公司是北京市大兴区国有资本投资运营平台。公司整合成立后，下辖了大兴区内众多大型土地一级开发、保障性住房建设等基础设施建设主体及生物医药园区开发企业，对区域内国有资产进行经营管理。公司在区域内具有一定专营优势，在项目获取和资产注入方面得到有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司土地一级开发及房地产业务受政府规划以及调控政策影响较大、在建项目资金支出压力较大、债务负担较重、对外担保规模较大对公司经营发展和偿债能力带来的不利影响。

未来随着公司土地一级开发项目的推进及已整理土地逐步上市出让以及房地产在建项目的陆续开盘销售，预计对公司收入规模形成一定支撑。

综合评估，联合资信认为，公司主体信用风险很低。

附件 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	185.89	212.64	184.45	211.11
资产总额(亿元)	808.67	885.48	908.82	971.79
所有者权益(亿元)	250.38	257.92	275.07	277.78
短期债务(亿元)	93.24	130.59	84.69	53.66
调整后短期债务(亿元)	103.28	143.63	103.69	71.66
长期债务(亿元)	244.33	245.75	327.12	393.78
调整后的长期债务(亿元)	247.33	256.71	338.07	404.73
全部债务(亿元)	337.57	376.34	411.81	447.44
调整后全部债务(亿元)	350.61	400.33	441.76	476.39
营业收入(亿元)	61.52	101.83	66.52	3.88
利润总额(亿元)	7.47	6.52	9.43	-0.35
EBITDA(亿元)	11.33	9.35	13.34	--
经营性净现金流(亿元)	-0.75	-3.16	-50.48	2.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.38	6.76	4.19	--
存货周转次数(次)	0.15	0.25	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.08	0.12	0.07	--
现金收入比(%)	136.68	107.70	104.67	138.02
应收类款项/资产总额(%)	14.39	12.85	10.65	10.77
营业利润率(%)	13.01	11.28	21.58	25.59
总资本收益率(%)	1.24	0.83	1.34	--
调整后总资本收益率(%)	1.22	0.80	1.28	--
净资产收益率(%)	2.22	1.58	2.53	--
长期债务资本化比率(%)	49.39	48.79	54.32	58.64
调整后长期债务资本化比率(%)	49.69	49.88	55.14	59.30
全部债务资本化比率(%)	57.42	59.34	59.95	61.70
调整后全部债务资本化比率(%)	58.34	60.82	61.63	63.17
资产负债率(%)	69.04	70.87	69.73	71.42
流动比率(%)	305.90	275.89	347.59	430.10
速动比率(%)	146.16	142.24	143.63	183.55
经营现金流动负债比(%)	-0.34	-1.19	-24.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.80	40.25	30.87	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	30.95	42.82	33.11	--

注：公司 2016 年数据为模拟报表；2019 年一季度财务数据未经审计；调整后的全部债务=全部债务+其他流动负债中的有息部分+长期应付款中的有息部分

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%
应收类款项/资产总额	(应收账款+其他应收款+长期应收款) / 资产总额×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	
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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

联合资信评估有限公司关于 北京市大兴区国有资本投资运营有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

北京市大兴区国有资本投资运营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。

北京市大兴区国有资本投资运营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京市大兴区国有资本投资运营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京市大兴区国有资本投资运营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市大兴区国有资本投资运营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，如发现北京市大兴区国有资本投资运营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京市大兴区国有资本投资运营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。

如北京市大兴区国有资本投资运营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市大兴区国有资本投资运营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市大兴区国有资本投资运营有限公司联系，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。