

信用评级公告

联合〔2021〕5397号

联合资信评估股份有限公司通过对北京鸿坤伟业房地产开发有限公司主体及相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京鸿坤伟业房地产开发有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望调整为负面；维持“16鸿坤01”和“16鸿坤02”信用等级为AAA，评级展望调整为负面；维持“18鸿坤01”“18鸿坤03”和“19鸿坤01”信用等级为AA，评级展望调整为负面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年六月十八日

北京鸿坤伟业房地产开发有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
北京鸿坤伟业房地 产开发有限公司	AA	负面	AAA	稳定
中合中小企业融资 担保股份有限公司	AAA	负面	AAA	稳定
16 鸿坤 01	AAA	负面	AAA	稳定
16 鸿坤 02	AAA	负面	AAA	稳定
18 鸿坤 01	AA	负面	AA	稳定
18 鸿坤 03	AA	负面	AA	稳定
19 鸿坤 01	AA	负面	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 鸿坤 01	9.00 亿元	9.00 亿元	2021/07/08
16 鸿坤 02	4.00 亿元	4.00 亿元	2021/07/18
18 鸿坤 01	1.00 亿元	1.00 亿元	2022/10/12
18 鸿坤 03	5.50 亿元	4.76 亿元	2022/12/18
19 鸿坤 01	3.44 亿元	3.44 亿元	2023/11/22

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

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产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

评级观点

2020 年，北京鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“公司”）布局仍以京津冀地区为主，拿地成本较低、待售面积较充足。受京津冀区域房地产市场状况影响，公司新开工和销售回款规模进一步下降，经营活动净流入规模有所下降；同时公司筹资活动现金流持续净流出，导致债务规模和债务杠杆均有所下降。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司盈利能力下滑、京津冀地区项目存在一定去化压力、在建和拟建项目尚需投资规模较大、流动性紧张、融资成本较高、偿债指标较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

房地产市场调控力度仍较大，公司主要布局的京津冀地区未来房地产市场仍有较大不确定性，以上因素可能继续影响公司的销售及回款情况，同时截至 2020 年底，公司货币资金规模较小，整体债务负担及短期债务仍较重。

“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券由中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，中合担保作为落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，其股东中国宝武钢铁集团有限公司给予中合担保一定的支持；中合担保业务规模行业排名靠前，具有一定的行业竞争力；截至 2020 年末，中合担保资本实力很强，负债率水平较低。其担保对于提升“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券的信用水平仍具有显著的积极作用。同时联合资信也关注到 2018 年以来，其担保业务发展明显放缓，担保余额持续下降，但担保倍数处于较高水平。中合担保担保业务以直接融资担保业务为主，且单一客户集中度较高、行业集中度高。2020 年，中合担保当期担保代偿规模较大，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能。此外，中合担保投资资产中信托计划和资管计划规模仍较大，且债权类投资资产和委托贷款出现多笔违约，股权类投资项目估值下跌，涉及金额较大，需关注相关违约资产及估值下跌后处置及资金回收情况。2020 年，受担保业务收入增速放缓、投资收益下降及公允价值变动损益持续浮亏、资产减值损失增加等多重因素影响，中合担保出现大额亏损。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	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	3		
			企业管理	3		
			经营分析	2		
财务风险	F2	现金流	资产质量	3		
			盈利能力	3		
			现金流量	1		
		资本结构	资本结构	2		
			偿债能力	2		
调整因素和理由			调整子级			
--			--			

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

分析师：罗星驰 卢瑞

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

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望调整为负面；维持“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”的信用等级为 AAA，评级展望调整为负面；维持“18 鸿坤 01”“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”的信用等级为 AA，评级展望调整为负面。

优势

- 拿地成本较低。**公司部分土地拿地时间较早，拿地成本较低。
- 公司债务规模有所下降。**2020 年，公司债务规模和全部债务资本化比率均有所下降，债务压力降低。
- 中合担保对“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券的信用水平具有显著的积极作用。**中合担保业务规模位居行业前列，其股东给予一定的支持；中合担保现已形成了多元化的股权结构，有助于其市场化的运营；截至 2020 年末，中合担保净资产规模为 73.05 亿元，资本实力很强，负债率水平较低。中合担保对“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保对于提升“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券的信用水平具有显著的积极作用。

关注

- 盈利能力下滑。**2020 年，公司房地产结转毛利率与利润均下滑较快，财务费用对公司利润侵蚀较大且投资收益对利润影响很大，公司整体盈利能力下滑。
- 公司项目集中在京津冀地区，受调控政策影响较大，部分项目面临一定去化压力。**公司房地产业务主要集中于京津冀地区，受京津冀地区调控政策影响较大。同时，部分北京项目分别受别墅尾盘和商住政策影响，存在一定去化压力。
- 公司流动性紧张。**截至 2020 年底，公司流动性紧张导致应付票据规模较大，为 18.52 亿元。
- 存在一定资本支出压力和融资需求，融资成本仍较高。**截至 2020 年底，公司在建和拟建项目尚需投资金额较大，未来面临一定的资金支出压力和融资需求。截至 2020 年底，公司综合融资成本为 10.30%，仍处于较高水平。
- 公司现金类资产无法覆盖短期债务，偿债指标均较弱且在 2021 年有较大集中偿付压力。**截至 2020 年底，公司现金短期债务比仍低于 1 倍，短期偿债能力较弱；公司 EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度均偏弱，且在

2021 年到期债券余额合计 24.89 亿元，有较大集中偿付压力。

6. 需持续关注中合担保未来经营情况。2018 年以来中合担保业务发展明显放缓，担保余额持续下降，但担保放大倍数仍处于较高水平。中合担保单一客户集中度高，行业集中度高。中合担保代偿规模上升，且规模较大。投资资产出现多笔违约，且 2020 年出现大额亏损。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018年	2019年	2020年
现金类资产（亿元）	45.46	34.69	24.78
资产总额（亿元）	578.42	646.20	616.54
所有者权益（亿元）	119.26	127.55	124.34
短期债务（亿元）	114.70	57.62	56.77
长期债务（亿元）	99.76	124.79	103.60
全部债务（亿元）	214.46	182.40	160.37
营业收入（亿元）	81.75	96.66	88.99
利润总额（亿元）	17.00	14.38	4.73
EBITDA（亿元）	21.99	20.18	14.26
经营性净现金流（亿元）	31.33	58.03	24.77
营业利润率（%）	30.93	30.81	18.37
净资产收益率（%）	9.83	7.09	3.14
资产负债率（%）	79.38	80.26	79.83
全部债务资本化比率（%）	64.26	58.85	56.33
流动比率（%）	110.54	115.82	116.83
经营现金流动负债比（%）	8.99	15.21	6.58
现金短期债务比（倍）	0.40	0.60	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	1.20	0.88
全部债务/EBITDA（倍）	9.75	9.04	11.24
公司本部（母公司）			
项目	2018年	2019年	2020年
资产总额（亿元）	304.83	339.75	339.48
所有者权益（亿元）	72.95	89.61	94.76
全部债务（亿元）	48.81	49.83	62.95
营业收入（亿元）	10.13	51.58	5.10
利润总额（亿元）	5.05	21.46	4.68
资产负债率（%）	76.07	73.63	72.09
全部债务资本化比率（%）	40.09	35.74	39.92
流动比率（%）	87.85	94.66	111.01
经营现金流动负债比（%）	-2.48	6.68	-19.37

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 现金类资产已剔除受限货币资金

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

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
19 鸿坤 01	AA	AA	稳定	2020/06/24	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018年）	阅读全文
18 鸿坤 03							
18 鸿坤 02	AAA	AA	稳定	2019/10/25	罗星驰 宋莹莹	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018年）	阅读全文
18 鸿坤 01							
16 鸿坤 02	AA	AA	稳定	2018/12/05	刘薇 李铺	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018年）	阅读全文
16 鸿坤 01							
18 鸿坤 02	AA	AA	稳定	2018/10/12	刘薇 李铺	原联合信用评级有限公司 房地产行业企业信用评级 方法（2018年）	--
18 鸿坤 01							
16 鸿坤 02	AAA	AA	稳定	2016/07/08	钟月光 刘亚利	原联合信用评级有限公司 工商企业信用评级方法 (2015年)	阅读全文
16 鸿坤 01							

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鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：罗彬



北京鸿坤伟业房地产开发有限公司

公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京鸿坤伟业房地产开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 2002 年 8 月成立，初始注册资本为 2999 万元。后经过多次增资和股权转让，截至 2019 年底，公司注册资本为 220000 万元，公司控股股东为鸿坤集团有限公司（以下简称“鸿坤集团”），持股比例 97.73%，实际控制人为赵伟豪、赵彬和吴虹，赵彬和吴虹系夫妇，赵伟豪为其子。2020 年 12 月 16 日，公司增加新股东鸿坤集团管理咨询有限公司（以下简称“鸿坤管理咨询”），原股东退出股东会。截至 2020 年底，公司注册资本为 220000.00 万元，公司控股股东为鸿坤管理咨询，持股比例 100.00%，实际控制人为赵伟豪。截至 2020 年底，公司不存在股权被股东或实际控制人质押的情况。

跟踪期内，公司经营范围较上年新增工程管理服务。截至 2020 年底，公司拥有纳入合并报表范围的子公司共 111 家，拥有在职员工 960 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 616.54 亿元，所有者权益 124.34 亿元（含少数股东权益 10.13 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 88.99 亿元，利润总额 4.73 亿元。

公司注册地址：北京市大兴区西红门镇寿保庄鸿坤金融谷 1 号楼 201-68；法定代表人：朱灿。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的公开发行存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司公开发行存续债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限(年)
16 鸿坤 01	9.00	9.00	2016/07/08	5 (3+2)
16 鸿坤 02	4.00	4.00	2016/07/18	5 (3+2)
18 鸿坤 01	1.00	1.00	2018/10/12	4 (2+2)
18 鸿坤 03	5.50	4.76	2018/12/18	4 (2+2)
19 鸿坤 01	3.44	3.44	2019/11/22	4 (2+1+1)
合计	22.94	22.20	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%²，低于往年同

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用

的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同

期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈

利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年增速的平均值)
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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；4. 城镇失业率统计中，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。

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007

年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增

社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了

上一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

五、行业分析

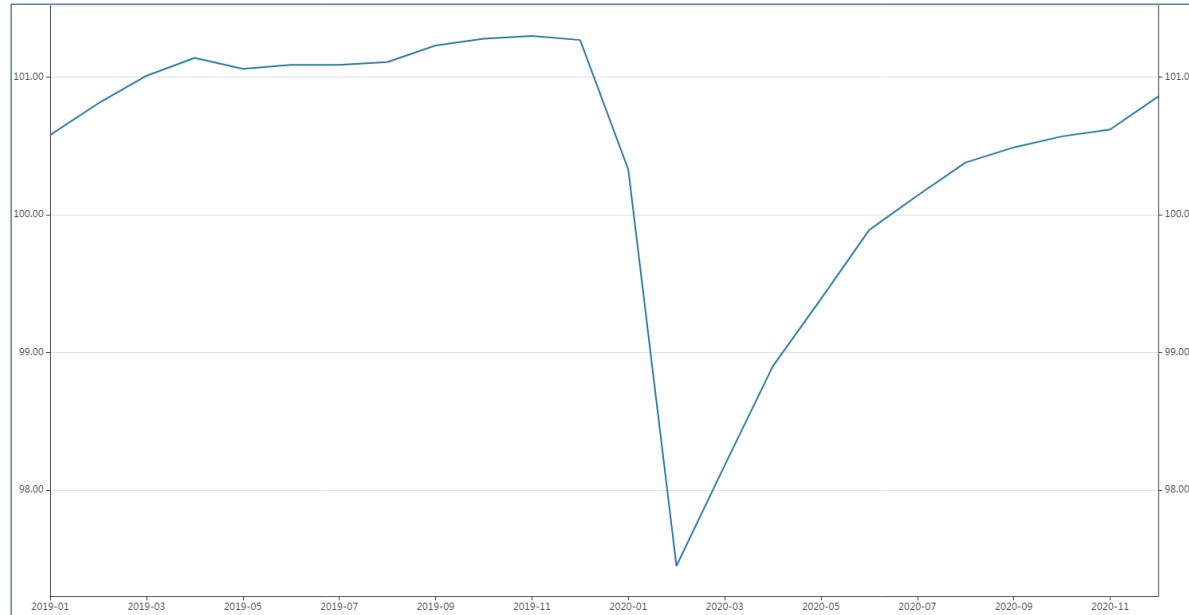
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，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影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，

相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋

竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；

土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

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”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表 4 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

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，房地产信托等非标融资渠道受限；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。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表 5 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司控股股东发生变更，但实际控制人仍为赵伟豪。

2020 年 12 月 16 日，公司发布《北京鸿坤伟业房地产开发有限公司控股股东发生变更的公告》。根据公司 2020 年 12 月 10 日的股东会会议决议，公司增加新股东鸿坤管理咨询，原股东将其在公司的出资全部转让给鸿坤管理咨询后退出股东会。公司控股股东由鸿坤集团变更

为鸿坤管理咨询，但公司实际控制人仍为赵伟豪。

2. 企业规模及竞争力

公司产品结构较为完善，开发规模较大，在京津冀地区有一定的品牌知名度和影响力。

公司主营业务为房地产开发与销售，其中住宅地产涵盖“鸿坤·语墅系”“鸿坤·原乡系”“鸿坤·理想系”和“鸿坤·都市系”等四大产品系列，分别为城市高端豪宅、城郊别墅、城市普通住宅和城市多功能公寓，对应不同需

求和不同的收入群体，产品结构比较完善。公司立足于北京大兴区，目前已成为北京大兴区最大的房地产开发企业之一。公司房地产开发与经营项目主要分布在北京、天津、廊坊、涿州、香河、承德、三亚等大中型城市，经过多年发展现已完成“京津冀”的重点区域战略布局。截至 2020 年底，公司土地储备规划建筑面积为 255.36 万平方米。公司具备国家房地产一级开发资质，2021 年，在中国房地产业协会和中国房地产测评中心联合颁发的中国房地产开发企业 500 强中，公司位列第 73 位；在克而瑞 2020 年 1—12 月环京新型都市圈房企销售排行榜 TOP30 中，公司位列第 11 位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行 2021 年 6 月 4 日出具的企业信用报告（机构信用代码：G1011011503125250H），公司未结清信贷信息中无不良贷款或关注类信贷信息记录；已结清信贷信息中存在一笔短期借款关注类信贷信息，系 2004 年公司出纳离职，工作交接不及时导致 1 万元贷款未及时结清，公司于 2005 年结清该笔贷款。公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理层未发生变动，相关管

理制度未发生重大变化，主要职能部门运作情况正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受房地产结转收入减少的影响，公司营业收入同比减少；综合毛利率受交付项目中有较多毛利低的项目的影响下滑较快。

2020 年，公司营业收入同比下降 7.94%，主要系占比较高的房地产开发业务收入下降所致；公司利润总额同比下降 67.10%，主要系房地产结转收入减少的同时，房地产开发成本及财务费用增长所致。

从收入构成来看，房地产开发业务收入仍为公司主要的收入来源。2020 年，公司房产开发业务收入同比下降 7.59%，主要系结转项目减少所致。公司其他业务主要为租赁业务，收入占比一直较低，对公司营业收入影响较小。

从毛利率水平来看，2020 年，公司房地产开发业务毛利率同比下降 13.62 个百分点，主要系本年公司交付项目中有较多毛利低的项目所致，毛利率较低的项目主要位于天津团泊地区；受房地产开发业务毛利率下降的影响，公司综合毛利率下降 13.81 个百分点至 26.33%，下滑幅度较大。

表 6 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
房地产开发	79.97	97.82	42.80	94.16	97.41	39.15	87.01	97.78	25.53
其他业务	1.78	2.18	76.92	2.50	2.59	77.38	1.98	2.22	61.62
合计	81.75	100.00	43.54	96.66	100.00	40.14	88.99	100.00	26.33

资料来源：公司提供

2. 业务运营

（1）土地储备情况

2020 年，公司拿地规模仍较小，土地储备可满足 2~3 年的开工需求；公司整体土地成本较低。公司土地储备主要在天津和环京区域的二三线城市，整体区域分布一般且集中度

高；此外，公司商业类项目目前尚未有销售计划、别墅类项目占比较高，需关注未来去化情况。

2020 年，考虑到房地产市场风险，公司整体拿地规模较小，共获取 3 块土地。其中“滁州乌衣项目”为收并购获取，其余项目为招拍挂

获取。从拿地成本看，“鸿坤·礼域府(张家口)”“鸿坤·理想湾(廊坊)”和“滁州乌衣项目”楼面地价分别为 2861.67 元/平方米、4214.76 元

/平方米和 1424.14 元/平方米，公司整体拿地成本较低。

表 7 2018—2020 年公司土地获取情况 (单位: 万平方米、%)

取得时间	项目名称	土地面积	规划建筑面积	所处区域	开工/预计开工时间	权益占比	土地使用性质
2018 年	鸿坤·山语墅(承德)一期	8.79	19.66	河北承德	2018 年 7 月	100.00	城镇住宅
	小计	8.79	19.66	--	--	--	--
2019 年	鸿坤·长江院子(全椒)	5.40	11.49	安徽滁州	2019 年 7 月	51.00	住宅
	宿州院子	1.88	5.02	安徽宿州	2019 年 8 月	51.00	住宅
	唐山丰南项目	11.76	39.99	河北唐山	2020 年 3 月	80.00	住宅
	小计	19.04	56.50	--	--	--	--
2020 年	鸿坤·礼域府(张家口)	5.71	13.88	河北张家口	2020 年 8 月	51.00	住宅
	鸿坤·理想湾(廊坊)	5.81	11.63	河北廊坊	2021 年 4 月	100.00	住宅
	滁州乌衣项目	11.62	30.22	安徽滁州	2021 年 8 月	60.00	住宅
	小计	23.14	55.73	--	--	--	--

注：1. 以上数据已按公司所拥有权益折算；2. 2019 年公司获取的安徽滁州和宿州的土地，在并购时已经开工

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司土地储备规划建筑面积 255.36 万平方米，按照近两年平均新开工面积（88.05 万平方米）计算，可满足公司 2~3 年的开发需求。公司土地储备中部分项目拿地较早但尚未开工，主要系分期开发所致。从城市布局看，公司土地储备主要集中在天津远郊、河北等环京区域，以及安徽和海南，以二三线城市为

主，整体区域分布一般；且环京区域执行限购政策，公司将面临一定去化压力。从业态来看，公司位于北京的土地储备为商业和办公性质的用地，目前尚未有销售计划；同时，公司别墅类型项目占比较高，未来需关注其去化情况。从土地成本看，受部分项目拿地较早及项目所处区域的影响，公司整体土地成本较低。

表 8 截至 2020 年底公司土地储备情况 (单位: 万平方米、元/平方米、%)

项目名称	所在区域	土地面积	规划建筑面积	拿地时间	土地使用性质	楼面均价	权益占比
鸿坤·金融谷	北京大兴	1.57	4.54	2015/10/07	商业、办公	1645.58	100.00
亦庄鸿坤·智谷(二园)	北京亦庄	4.96	9.93	2017/08/01	办公楼	616.61	100.00
鸿坤·国际生物医药园(亦庄)	北京亦庄	7.83	11.75	2018/12/20	办公楼	950.81	100.00
鸿坤·理想城(团泊)	天津静海	13.63	26.63	2016/12/29	联排、洋房、高层	4088.94	100.00
鸿坤·花语墅(蓟州)一期中翔	天津蓟县	6.07	9.11	2017/02/07	叠拼、洋房	5785.45	100.00
鸿坤·原乡小镇	天津宝坻	0.65	1.23	2013/09/06	高层、联排、叠拼、洋房、类独栋	737.28	100.00
鸿坤·原乡半岛二至五期	天津武清	10.1	11.11	2016/03/17	洋房、别墅	1513.99	60.00
鸿坤·山语墅(承德鑫都)	河北承德	13.47	24.46	2015/01/28	高层、花园洋房、叠拼别墅	63.37	90.00
鸿坤·悦山湖	河北张家口	16.09	22.04	2016/05/24	公寓、洋房、叠拼、联排别墅	951.56	65.00
鸿坤·理想城(唐山)	河北唐山	5.95	20.22	2019/08/29	高层、花园洋房、商业	1462.79	80.00
鸿坤·礼域府(张家口)	河北张家口	2.85	7.09	2020/05/15	高层、花园洋房、联排别墅	2861.67	51.00
鸿坤·理想湾(廊坊)	河北廊坊	5.81	11.63	2020/12/30	高层、商铺	4214.76	100.00
全椒长江院子	安徽全椒	10.59	24.78	2019/08/15	高层、联排、叠拼、洋房	1220.32	51.00
宿州院子	安徽宿州	3.69	9.84	2019/11/06	高层、联排别墅	1486.86	51.00
滁州乌衣项目	安徽滁州	11.62	30.22	2020/03/01	高层、联排别墅、商业	1424.14	60.00

鸿坤·理想海岸	海南东方	7.62	11.72	2011/06/15	高层、商铺	213.8	90.00
鸿坤·鹿隐半岛	海南三亚	16.77	19.06	2017/01/24	独栋别墅	1964.91	51.00
合计	--	139.27	255.36	--	--	--	--

注：统计口径为尚未开工项目

资料来源：公司提供

（2）项目开发

受新拓展项目减少及2020年新冠疫情的综合影响，公司2020年新开工面积有所下降，公司竣工面积有所增长；公司期末在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资金支出压力和融资需求。

从项目开发数据来看，2020年，公司新开工面积较上年下降15.49%，主要系2020年公司新拓展项目较少且新开工项目规划面积总和较小所致；公司新开工项目包括“鸿坤·礼域府（张家口）”和“理想城（唐山）一期”等。2020年，公司房屋竣工面积较上年上升13.92%，主要系公司2017年和2018年开工的项目集中竣工所致；主要竣工项目包括“花语墅（宜昌）一期”“理想尔湾一期”和“理想城（滁州）一期”等。截至2020年底，公司期末在建面积为465.30万平方米，规模较大，公司仍存在一定资金支出压力和融资需求。

表9 2018—2020年公司主要开发数据情况
(单位:个、万平方米、亿元)

项目	2018年	2019年	2020年
建设项目	34	44	45
新开工项目	9	10	10
新开工面积	226.69	95.44	80.66
房地产开发完成投资	78.10	52.96	61.95
房屋竣工面积	62.78	75.12	85.58
期末在建面积	477.47	470.22	465.30

注：1. 表格数据统计口径为并表口径；2. 2018年期末在建面积+2019年新开工面积-2019年竣工面积≠2019年期末在建面积，主要系2019年新并购项目本身已有一部分处于在建状态

资料来源：公司提供

从公司在建项目（详见附件1-1）来看，开工较早的项目，如“鸿坤·原乡小镇”等，已投资规模不高主要系项目为分期开发所致；“鸿坤·悦山湖”等项目投资占比不高，主要系项

目体量较大，分期开发，按照施工进度支付工程款且总投资金额包括后续的土地增值税费，税费会在项目全部交付后清算所致。截至2020年底，公司在建项目权益总投资规模为443.77亿元，权益尚需投资146.10亿元，未来投资规模仍较大。

（3）房屋销售

2020年公司销售规模变化不大，结转规模受2020年初疫情影响有所下降。受环京区域执行限购政策的影响，公司环京地区项目未来去化情况需持续关注；按照目前销售进度来看，部分北京项目受别墅尾盘和商住政策影响，存在一定去化压力。公司回款率仍处于较低水平，且较上年进一步下滑。

2020年，公司房地产开发的销售模式仍以自行销售为主，代理销售和分销为辅。从销售数据来看，2020年，公司协议销售金额、销售面积和销售均价较2019年变化不大；2020年，公司销售回款率为60.10%，较上年有所下降，主要系2020年三季度网签销售回款在途，预计于今年一季度左右回款³所致。公司回款率处于较低水平。从结转情况来看，2020年，公司结转收入和结转面积均较2019年有所下降，主要系受2020年疫情影响，部分项目未及时交付所致；结转均价较2019年增长4.17%，主要系结转项目中2017年环京项目销售价格较高所致，结转价格较高的项目为涿州的“理想尔湾”和廊坊的“理想澜湾”。

表10 2018—2020年公司房地产销售数据

项目	2018年	2019年	2020年
实现预售项目(个)	34	34	37
协议销售面积(万平方米)	126.29	126.09	126.60
协议销售金额(亿元)	170.50	172.20	175.40

³ 2021年一季度已回款31亿元左右

协议销售均价 (万元/平方米)	1.35	1.37	1.35
销售回款率 (%)	71.00	71.30	60.10
结转收入 (亿元)	79.97	94.16	87.01
结转面积 (万平方米)	62.78	78.15	69.62
结转均价 (万元/平方米)	1.27	1.20	1.25

注：表格数据统计口径为全口径

资料来源：公司提供

从可售项目销售情况来看（详见附件 1-2），截至 2020 年底，公司总可售面积为 878.21 万平方米，其中已取得预售证面积为 747.63 万平方米，已售面积为 635.56 万平方米，剩余可售面积为 242.65 万平方米。公司剩余可售项目主要集中在环京区域（占 81.27%）以及安徽和海南等地，按近两年平均销售面积（126.35 万平方米）计算，公司剩余可售面积能够满足公司未来两年左右的销售需求，未来仍需关注公司北京别墅尾盘和商住项目的去化情况。

3. 土地一级开发

公司有一定规模的土地一级开发业务，有

利于公司未来获取土地，但土地一级开发回款进度受挂地节奏影响较大。

截至 2020 年底，公司土地一级开发项目包括张家口纬一中路两侧城中村改造项目（以下简称“张家口项目”）、天津武清兰海泉州水城（天津）项目（以下简称“天津兰海项目”）和北京西红门一号地、B 地块项目（以下简称“北京西红门项目”）。其中张家口项目总投资 40 亿元；北京西红门项目总投资 280 亿元（总投资金额较大主要系拆迁腾退费用高所致），目前已完成投资，处于回款阶段，2020 年已回款 10 亿元，回款进度受挂地节奏影响；天津兰海项目截至 2020 年底已投入 14.93 亿元。公司土地一级开发资金来源为自有资金投入（占 20%）和其他融资（占 80%），自有资金已在前期投入完毕，剩余部分政府平台通过银行贷款投入，还款来源为土地卖出后的回款。公司土地一级开发按照合同约定，实现固定的年化收益。其中张家口项目年化收益为 8%、天津兰海项目年化收益按四六分成计算、西红门项目年化收益按比例计算。公司参与土地一级开发，在后期拍地时有一定的优先权，有利于后期土地拓展；但土地一级开发回款进度受挂地节奏影响较大。

表11 截至2020年底公司土地一级开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	截至 2020 年底 投资金额	形成时间	项目内容	项目实施情况	预计回款安排
张家口一级开发	8.31	2016—2018 年	纬一中路两侧城中村改造项 目	部分地块已于 2020 年 5 月 15 日上市，其余地 块正在整理	预计 2021 年拆迁结束， 2021—2023 年陆续挂地
天津武清一级开发	14.93	2016—2018 年	兰海泉州水城（天津）规划 中 9.41 平方公里地块	土地预审完成，已经立 项	项目结束后清算，项目周 期预计 2—3 年
北京西红门一级开发	0.50	2017—2018 年	西红门一号地、B 地块	B1 两块土地已于 2020 年 4 月 29 日上市， B1、C1 两块土地计划 在 2021 年 12 月上市， 其它地块正在整理	2020 年 9 月已收回已上 市地块的收益，其余地块陆 续挂地，待挂地后 3—6 个 月收回收益
合计	23.74	--	--	--	--

注：截至 2020 年底投资金额为已投资未回款金额

资料来源：公司提供

4. 未来发展

跟踪期内，公司发展战略未发生重大变化。
但公司项目布局仍以京津冀地区为主，未来项
目去化仍存在一定压力。

公司在 2017 年正式提出全国化布局，执行
“都市圈”+多元化产业协同“生态圈”的

“双圈战略”。都市圈运营模式将是未来主流的房地产运作模式，即通过都市圈中的核心城市和外围城市的有效互动产生协同效应促进经济和社会更快更好地发展。在深耕京津冀的同时，公司积极布局长三角、珠三角，目前已经成功进入北京、天津、河北、江苏、安徽、广东及

海南等直辖市和省份。公司将凭借自身多元化业务的背景，全国化布局、国际化发展，构建“创新型城市运营商”的落地。公司将秉持“善建价值，善见未来”的品牌理念，通过“双圈”战略的践行，实现业绩和效益的持续增长。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2020年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)审计，中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部最新颁布和修订的《企业会计准则》。截至2020年底，公司纳入合并范围的子公司共111家，其中新增9家，减少5家。总体看，公司合并范围有所扩大，但多数为项目子公司，财务数据可比性仍较强。

截至2020年底，公司合并资产总额616.54亿元，所有者权益124.34亿元(含少数股东权益10.13亿元)；2020年，公司实现营业收入88.99亿元，利润总额4.73亿元。

2. 资产质量

2020年，公司资产规模有所下降，以流动资产为主。其中货币资金规模较小，其他应收款中与鸿坤集团往来款规模较大，对公司资金形成一定占用；存货主要位于北京及环京区域，受环京区域执行较严的限购政策的影响，公司部分项目面临一定去化压力；公司受限资产规模较高，公司整体资产质量一般。

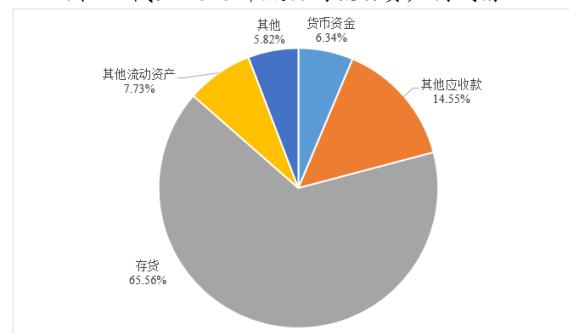
截至2020年底，公司合并资产总额616.54亿元，较上年底下降4.59%，主要系非流动资产减少所致。其中，流动资产占71.29%，非流动资产占28.71%。公司资产以流动资产为主，资

产结构较上年底变化不大。

(1) 流动资产

截至2020年底，公司流动资产439.53亿元，较上年底下降0.53%，变化不大。

图2 截至2020年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2020年底，公司货币资金27.89亿元，较上年底下降37.64%，主要系销售回款减少所致；公司货币资金主要由银行存款(占88.85%)和其他货币资金(占11.13%)构成；货币资金中有3.10亿元受限资金，受限比例为11.13%，主要为贷款和按揭保证金，公司货币资金受限比例一般。

截至2020年底，公司其他应收款账面价值63.94亿元，较上年底增长61.06%，主要系增加对北京市大兴区西红门镇政府的回迁房代垫款和支付给原股东的股利预分配款项所致。从构成来看，公司其他应收款由项目合作资金(占21.37%)、往来款(占69.44%)和备用金保证金及押金(占7.74%)等组成。公司其他应收款累计计提坏账准备0.95亿元，计提比例为1.47%。截至2020年底，公司其他应收款余额前五名合计48.76亿元，占其他应收款期末余额的75.13%，主要为公司与鸿坤集团的往来款，对公司资金形成一定占用，需关注未来资金收回情况。

表12 截至2020年底公司其他应收款期末余额前五名情况(单位：亿元、%)

单位名称	是否为关联方	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额的比例
鸿坤集团有限公司	是	往来款	32.31	1年以内	49.79
北京市大兴区西红门镇政府	否	往来款	9.44	1年以内；5年以上	14.55
天津顺集置业有限公司	是	项目合作资金	3.33	1至2年	5.13
东方果蔬保鲜加工有限公司	否	项目合作资金	1.97	4至5年	3.03

北京鸿泰天工建设有限公司	是	往来款	1.70	1年以内; 2至3年	2.63
合计	--	--	48.76	--	75.13

资料来源：公司审计报告

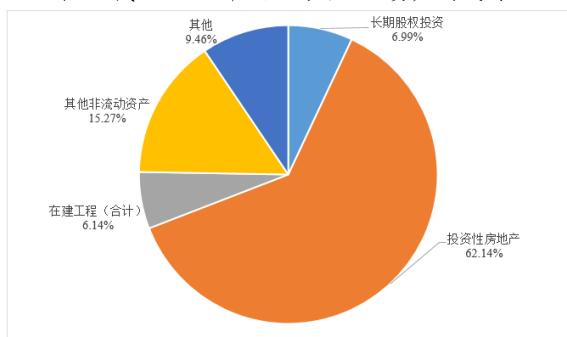
截至 2020 年底，公司存货 288.14 亿元，较上年底下降 1.40%，变化不大；存货主要由开发成本（占 86.04%）和开发产品（占 13.95%）构成。公司未计提存货跌价准备，但公司开发项目所在区域主要位于北京及环京区域，受环京区域执行较严的限购政策的影响，公司部分项目面临一定去化压力。

截至 2020 年底，公司其他流动资产 33.96 亿元，较上年底增长 19.10%，主要系预交税费增加所致。公司其他流动资产主要由委托贷款（占 30.92%）、预缴增值税（占 26.82%）、预缴土地增值税（占 12.48%）、预缴企业所得税（占 12.01%）等构成，其中委托贷款为公司以委托贷款形式支付给项目公司合作开发使用。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 177.01 亿元，较上年底下降 13.37%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产减少所致。

图 3 截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

公司长期股权投资为对合联营企业的投资，全部按权益法进行核算。截至 2020 年底，公司长期股权投资 12.37 亿元，较上年底增长 69.10%。公司长期股权投资单位主要为天津鸿远置业有限公司（合作开发天津兰海项目）和合肥蓝光宏景置业有限公司（股东方为四川蓝光发展股份有限公司）等合联营企业。2020 年，权益法核算的长期股权投资收益为 5.05 亿元。

公司投资性房地产按公允价值计量。截至

2020年底，公司投资性房地产109.99亿元，较上年底增长0.09%，变化不大。公司投资性房地产位于北京经济技术开发区、通州区、大兴区以及上海闵行区，业态涵盖办公、写字楼和商业，整体出租情况一般，未来有一定增值空间。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受限资产合计 163.92 亿元，占资产总额比重为 26.59%；考虑到公司子公司存在股权被公司质押的情况，整体看公司受限规模较高。

表 13 截至 2020 年底公司受限资产情况

项目	期末账面价值（亿元）	占资产总额的比重（%）	受限原因
货币资金	3.10	0.50	贷款、按揭保证金
存货	77.34	12.54	借款抵押
投资性房地产	81.77	13.26	借款及债券反担保抵押
在建工程	0.91	0.15	借款抵押
无形资产	0.80	0.13	借款抵押
合计	163.92	26.59	--

资料来源：公司审计报告

表 14 截至 2020 年底公司子公司股权质押情况

股权受限子公司名称	所持子公司股权受限比例（%）	抵质押原因
广东银桐科技投资管理有限公司	90	项目融资
天津鸿坤团泊房地产开发有限公司	100	项目融资
张家口鸿坤房地产开发有限公司	51	项目融资
廊坊开发区嘉轩房地产开发有限公司	100	项目融资
三亚一山一路房地产有限公司	100	项目融资
张家口艾伦房地产开发有限责任公司	65	项目融资
天津蓟州鸿坤理想房地产开发有限公司	100	项目融资
香河理想嘉业房地产开发有限公司	100	项目融资
天津鸿远置业有限公司	60	项目融资
承德市鸿坤房地产开发有限公司	60	项目融资
天津鸿展投资有限公司	60	项目融资

涿州鸿顺房地产开发有限公司	80	项目融资
涿州鸿泰房地产开发有限公司	95	项目融资

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020 年，公司所有者权益规模有所下降，其他综合收益和未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2020 年底，公司所有者权益 124.34 亿元，较上年底下降 2.52%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 91.86%，少数股东权益占比为 8.14%（截至 2020 年底公司少数股东权益较上年底下降 39.75%，主要系公司三亚项目的小股东利润分配所致）。在所有者权益中，实收资本、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 17.69%、28.04%、3.38% 和 42.74%。公司所有者权益中，其他综合收益和未分配利润占比较大，公司权益稳定性较弱。

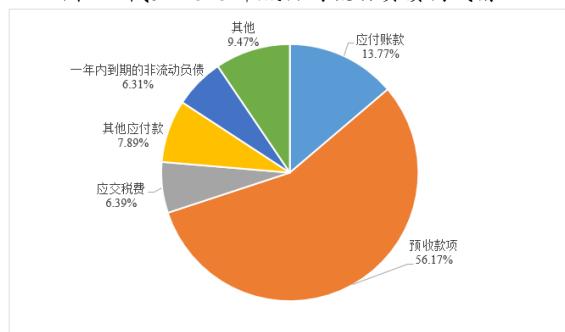
(2) 债务

公司负债以流动负债为主，全部债务规模有所减少，债务结构以长期债务为主；公司整体债务负担较重，在 2021 年存在较大集中偿付压力，同时公司融资成本较高。

截至 2020 年底，公司负债总额 492.20 亿元，较上年底下降 5.10%，主要系非流动负债减少所致。其中，流动负债占 76.43%，非流动负债占 23.57%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债 376.20 亿元，较上年底下降 1.39%，变化不大。

图 4 截至 2020 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司应付账款 51.81 亿元，较上年底增长 0.27%，变化不大。公司应付账款主要为应付工程款（49.92 亿元）和销售代理及服务费（1.78 亿元）。

截至 2020 年底，公司应付票据为 18.52 亿元，公司流动性紧张导致应付票据规模较大。

截至 2020 年底，公司预收款项 211.31 亿元，较上年底增长 2.80%，变化不大。公司预收账款规模较大，可为公司未来收入提供一定支撑。

截至 2020 年底，公司应交税费 24.04 亿元，较上年底下降 22.98%，主要系应付增值税减少所致。

截至 2020 年底，公司其他应付款 29.70 亿元，较上年底下降 10.16%，主要系其他往来款⁴减少所致。公司其他应付款主要由预提土地增值税（占 34.75%）、押金、保证金及意向金（占 19.51%）、项目合作资金（占 16.88%）和其他往来款（占 16.35%）等构成。

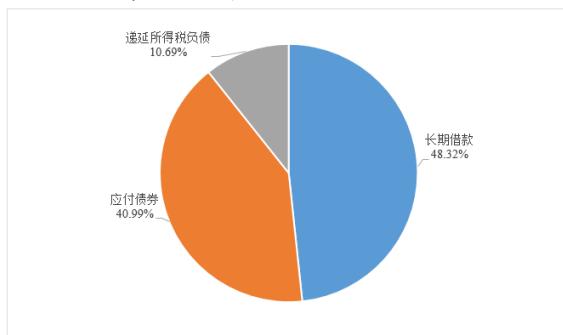
截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 23.72 亿元，较上年底增长 51.18%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 116.01 亿元，较上年底下降 15.40%，主要系长期借款减少所致。

⁴ 为之前政府支付的回迁房房款，当时没有确认款项性质，计入了其他往

来款中，2020 年公司确认回迁房收入，该笔往来款已结转

图 5 截至 2020 年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2020年底，公司长期借款56.05亿元，

较上年底下降28.00%，主要系将一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致；长期借款由抵押借款（72.26亿元）、质押借款（5.06亿元）和保证借款（2.45亿元）构成。从期限分布看，2022年到期金额为18.87亿元，2023年到期金额为17.20亿元，2024年及以后到期金额为12.99亿元，公司长期借款到期分布较为平均。

截至2020年底，公司应付债券47.55亿元，较上年底增长1.30%，变化不大。截至2021年3月底，公司存续债券具体情况如下表所示。

表 15 截至 2021 年 3 月底公司应付债券情况（单位：亿元、亿美元）

债券简称	证券代码	发行规模	债券余额	发行时间	下一行权日	到期时间
16 鸿坤 01	136521.SH	9.00	9.00	2016/07/05	--	2021/07/08
16 鸿坤 02	136556.SH	4.00	4.00	2016/07/13	--	2021/07/18
18 鸿坤 01	143857.SH	1.00	1.00	2018/10/11	--	2022/10/12
18 鸿坤 02	150815.SH	14.00	11.89	2018/10/30	--	2021/11/01
18 鸿坤 03	155117.SH	5.50	4.76	2018/12/17	--	2022/12/18
19 鸿坤 01	163023.SH	3.44	3.44	2019/11/20	2021/11/22	2023/11/22
40019HKIINVN2210	--	2.05	2.05	2019/10/08 2019/11/19 2020/06/03	--	2022/10/08

注：公司美元债的发行规模以亿美元为单位，国内公司债券余额以亿元为单位

资料来源：Wind，联合资信整理

截至 2020 年底，公司递延所得税负债 12.40 亿元，较上年底增长 0.53%，变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务 160.37 亿元，较上年底下降 12.08%，主要系偿还债务所致。债务结构方面，短期债务 56.77 亿元（占 35.40%），长期债务 103.60 亿元（占 64.60%），以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 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分别为 79.83%、56.33% 和 45.45%，较上年底分别下降 0.43 个百分点、2.52 个百分点和 4.00 个百分点，公司债务负担仍较重。从债务期限分布来看，假设债券全部回售的情况下，2021 年到期金额合计 105.56 亿元，2022 年到期金额合计 24.62 亿元，2023 年到期金额合计 17.20 亿元，2024 年及以后到期金额

合计 12.99 亿元，公司在 2021 年面临较大偿付压力。其中于 2021 年到期的公司债券“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”（债券余额合计 13.00 亿元）拟通过鸿坤广场经营性物业贷进行置换，截至 2021 年 5 月底交通银行和国通资本的贷款审批在总行上会中，公司亦准备自有资金进行偿还；“18 鸿坤 02”拟通过新发债券进行置换，已沟通原有投资人，大部分会续投；其余借款公司将通过再融资和项目销售回款进行偿还。

截至 2020 年底，公司剔除预收款项后的资产负债率和净负债率⁵分别为 69.32% 和 106.56%。截至 2020 年底，公司融资渠道中银行借款占 22%、债券占 33%、资管占 25%、信托和基金占 21%；2020 年公司综合融资成本为 10.30%，仍处于较高水平。

⁵剔除预收款项后的资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）*100%

净负债率=（全部债务-货币资金）/所有者权益*100%

表 16 截至 2020 年底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售					
	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
2021 年	14.53	18.52	30.71	--	23.75	87.51
2022 年	--	--	--	18.87	20.38	39.25
2023 年	--	--	--	17.20	3.42	20.62
2024 年及以后	--	--	--	12.99	--	12.99
合计	14.53	18.52	30.71	49.06	47.55	160.37

时间	假设债券回售					
	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
2021 年	14.53	18.52	30.71	--	41.80	105.56
2022 年	--	--	--	18.87	5.75	24.62
2023 年	--	--	--	17.20	--	17.20
2024 年及以后	--	--	--	12.99	--	12.99
合计	14.53	18.52	30.71	49.06	47.55	160.37

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020 年，受房地产结转收入减少的影响，公司营业收入和利润总额均同比下降；财务费用对公司利润侵蚀较大，同时投资收益对营业利润影响较大；公司整体盈利能力有所下滑。

2020 年，公司实现营业收入 88.99 亿元，同比下降 7.94%，主要系占比较高的房地产开发业务收入下降所致；营业成本 65.56 亿元，同比增长 13.30%；公司利润总额 4.73 亿元，同比下降 67.10%，主要系房地产结转收入减少的同时，房地产开发成本及财务费用增长所致。

2020 年，公司费用总额为 16.30 亿元，同比增长 1.62%，变化不大。其中管理费用同比下降 29.72% 至 3.85 亿元，主要系公司精简员工所致；财务费用为 7.03 亿元，同比增长 55.15%。整体看，公司财务费用对整体利润侵蚀较大。

2020 年，公司实现投资收益 5.25 亿元，同比大幅增加 5.39 亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益大幅增加所致，投资收益占营业利润比重为 93.27%，对营业利润影响很大。公司投资收益受合作开发项目回款影响，有一定可持续性但回款速度受挂地影响存在一定不确定性。

从各项盈利指标来看，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 4.54% 和 3.14%，同比分别下降 0.02 个百分点和 3.95 个

百分点，主要系利润规模下降所致。公司盈利能力有所下降。

5. 现金流分析

2020 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，投资活动现金流受合作项目回款的影响由负转正；公司偿还债务规模较大，筹资活动现金流持续净流出；随着在建项目的进一步投入，公司未来仍存在一定融资需求。

表 17 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	160.72	178.08	140.69
经营活动现金流出小计	129.39	120.05	115.92
经营现金流量净额	31.33	58.03	24.77
投资活动现金流入小计	18.63	14.80	40.77
投资活动现金流出小计	44.22	31.02	37.81
投资活动现金流量净额	-25.60	-16.23	2.96
筹资活动前现金流量净额	5.73	41.81	27.73
筹资活动现金流入小计	69.18	118.67	52.75
筹资活动现金流出小计	81.87	171.24	90.38
筹资活动现金流量净额	-12.69	-52.57	-37.63

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比下降 21.00%，主要系销售回款减少所致；经营活动现金流出同比下降 3.44%，主要系支付税费减少所致。综上，2020 年公司经营活动现金流仍保持净流入状态。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入同比大幅增长175.52%，主要系合作项目回款所致；投资活动现金流出同比增长21.88%，主要系关联方拆出增加所致。2020年，公司投资活动现金流净额由负转正。2020年，公司筹资活动前现金流量净额为27.73亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入同比下降55.55%，主要系新增借款减少所致；筹资活动现金流出同比下降47.22%，主要系偿还到期债务所致。2020年，公司筹资活动现金流持续为净流出状态。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力指标和长期偿债能力均较弱；考虑到目前公司在建规模较大，待售项目较充裕，未来随着公司在建项目的销售，整体偿债能力很强。

截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的115.82%和39.22%，提高至116.83%和40.24%，流动资产对流动负债的保

障程度一般。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.60倍下降至0.44倍，仍无法覆盖短期债务，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标来看，受利润总额下降的影响，2020年，公司EBITDA为14.26亿元，同比下降29.33%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占63.22%）和利润总额（占33.17%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.20倍下降至0.88倍，EBITDA对利息的覆盖程度偏弱；全部债务/EBITDA由上年的9.04倍提高至11.24倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债能力较弱。

截至2020年底，公司对外担保余额为5.04亿元，占净资产比重的4.05%。目前公司对外担保均为合作开发的项目贷款担保，公司持有一部分股份并参与项目运营开发；若未来被担保企业经营业绩下滑，公司存在或有负债风险。

表18 截至2020年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日	与公司关系（是否为关联企业）
深圳市海岸兴泰置业有限公司	31875.00	2018/08/17	2023/08/17	是
天津龙湖睿沣置业有限公司	12500.00	2018/12/20	2021/12/19	是
北京鸿泰天工建设有限公司涿州分公司	5991.74	2018/12/14	2021/12/12	是
合计	50366.74	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司获得银行等金融机构综合授信115.94亿元，已使用76.58亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至2021年3月底，公司存在一起1000万以上的未决诉讼事件⁶。2021年3月19日，公司被列为被执行人((2021)京02执512号)，执行标的3883.14万元，涉及事件为一起房屋销售协议；针对该被执行案，公司承担到期退还保证金及结清相应收益的担保义务，现三方已在积极沟通解决，所有款项公司均按时支付，无其他特殊情况。

7. 母公司财务分析

母公司层面货币资金很少，收入来源主要为房地产业务，资产主要为其他应收款、长期股权投资和投资性房地产；母公司层面债务负担较轻。

截至2020年底，母公司资产总额339.48亿元，较上年底下降0.08%，变化不大。其中，流动资产205.38亿元（占60.50%），非流动资产134.10亿元（占39.50%）。从构成看，公司资产主要由其他应收款（占52.39%）、长期股权投资（占23.15%）和投资性房地产（占10.71%）

⁶ 截至报告出具日，该案已终结，公司未被列入被执行人名单

等构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 0.92 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 244.72 亿元，较上年底下降 2.17%。其中，流动负债 185.02 亿元（占 75.60%），非流动负债 59.71 亿元（占 24.40%）。从构成看，公司负债主要由其他应付款（合计）（占 65.88%）、长期借款（占 8.44%）和应付债券（占 13.45%）等构成。母公司 2020 年资产负债率为 72.09%，较 2019 年下降 1.54 个百分点。截至 2020 年底，母公司全部债务 62.95 亿元。其中，短期债务占 14.91%、长期债务占 85.09%。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 39.92%，母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 94.76 亿元，较上年底增长 5.75%。在所有者权益中，实收资本为 22.00 亿元（占 23.22%）、资本公积合计 0.81 亿元（占 0.85%）、未分配利润合计 53.15 亿元（占 56.09%）、盈余公积合计 4.21 亿元（占 4.44%）。

2020 年，母公司营业收入为 5.10 亿元，利润总额为 4.68 亿元。同期，母公司投资收益为 4.01 亿元。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净额为 -35.85 亿元，投资活动现金流净额 25.85 亿元，筹资活动现金流净额 9.06 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债占合并口径的 49.72%，母公司全部债务占合并口径的 39.25%。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 年底，公司货币资金规模较小，整体债务负担及短期债务仍较重；公司主要布局的京津冀地区未来房地产市场仍有较大不确定性，公司对“16 鸿坤 01”“16 鸿坤 02”债券的偿还能力极强，对“18 鸿坤 01”“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”债券的偿还能力很强。

截至 2021 年 3 月底，公司公开及非公开发行债券为“16 鸿坤 01”“16 鸿坤 02”“18 鸿坤 01”“18 鸿坤 02”“18 鸿坤 03”和“19 鸿坤 01”，债券余额合计 34.09 亿元。其中本年

度剩余到期债券金额为 24.89 亿元。截至 2020 年底，公司现金类资产为 24.78 亿元，对本年度剩余到期债券金额保障程度一般。2020 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 140.69 亿元、24.77 亿元、14.26 亿元，为未来待偿债券本金合计值（34.09 亿元）的 4.13 倍、0.73 倍和 0.42 倍。公司经营活动产生的现金流入对未来待偿债券本金合计值的覆盖程度较高，公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金合计值的覆盖程度较弱。

表 19 公司存续债券保障情况

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	24.89
未来待偿债券本金合计值（亿元）	34.09
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	1.00
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金合计值（倍）	4.13
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金合计值（倍）	0.73
EBITDA/未来待偿债券本金合计值（倍）	0.42

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产为截至 2020 年底数据，已剔除受限的货币资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）为“16 鸿坤 01”和“16 鸿坤 02”债券向债券持有人出具的《担保函》，中合担保为公司发行的不超过 13 亿元债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在上述债券存续期及到期之日起两年内，如公司不能按期兑付债券本金及到期利息，担保人保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他依法应支付的费用，划入债券登记机构或主承销商指定的账户。

2. 担保人信用分析

（1）中合担保经营概况

截至 2020 年末，中合担保担保余额继续下降，同时应监管要求持续调整投资资产结构及

投资项目估值下跌的综合影响，2020年中合担保营业收入继续下降，2020年投资业务产生的收入占比大幅下降，营业收入以担保业务收入为主。2020年受保费收入下降、投资业务收入下降及大规模计提减值损失的综合影响，中合担保出现大额亏损。

中合担保业务主要包括担保业务和投资业务，2020年受投资业务产生的收入（投资收益与公允价值变动损益之和）大幅下降影响，导致担保业务收入占比大幅提升至98.26%，担保业务收入贡献度较高。2020年，中合担保实现营业收入5.91亿元，同比大幅下降42.20%；中合担保实现净利润-6.52亿元，出现大额亏损，主要系营业收入下降及大规模计提减值所致。

表 20 中合担保营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
已赚保费	8.58	74.18	7.40	72.39	5.80	98.26
投资收益	4.83	41.79	3.63	35.47	2.91	49.31
公允价值变动损益	-2.55	-22.08	-1.11	-10.85	-2.65	-44.88
其他	0.71	6.11	0.30	3.00	0.16	-2.68
合计	11.57	100.00	10.22	100.00	5.91	100.00

注：其他为汇兑收益、其他收益和其他业务收入

资料来源：中合担保审计报告，联合资信整理

（2）业务分析

2020年，中合担保担保业务增速大幅下降，随着担保业务到期解保，担保业务规模持续下降；目前中合担保担保业务全部系融资性担保业务，主要集中在城投行业的企业债。

2020年中合担保担保业务发生额为29.44亿元，同比下降32.26%。截至2020年末，中合担保担保余额626.28亿元，较上年末下降24.89%，全部系融资性担保业务。

表 21 中合担保期末担保余额（单位：亿元）

项目	2018年末	2019年末	2020年末
当年担保发生额	95.26	43.46	29.44
融资性担保合计	990.04	833.84	626.28
直接融资担保合计	955.77	800.31	599.47
债券担保合计	927.34	784.15	585.78

企业债	819.21	720.24	552.74
公司债	57.00	36.44	27.04
金融债	17.00	0.00	0.00
小微企业集合债	25.13	21.47	0.00
非公开定向债务融资工具	6.00	6.00	6.00
金融产品担保合计	28.43	16.16	13.69
信托计划	15.19	5.56	3.59
资产证券化	12.86	10.61	10.10
其他金融产品	0.38	0.00	0.00
间接融资担保合计	34.27	33.53	26.81
银行贷款	34.27	33.53	26.81
非融资担保合计	14.94	3.20	0.00
预付款担保	11.68	0.00	0.00
贸易信用保证	3.26	3.20	0.00
期末担保余额	1004.98	837.04	626.28

资料来源：中合担保提供，联合资信整理

2020年，受中合担保融资担保业务规模下降的影响，中合担保已赚保费有所下降，为5.80亿元。

中合担保融资性担保业务以直接融资担保业务为主，包括债券担保和金融产品担保。中合担保城投债担保余额在担保业务总额中的比重最高。城投债中以企业债为主，辅以小部分公司债。中合担保城投债担保业务分布在全国16个省/直辖市、44个地级行政区，以江苏、湖南、山东省为主，其他地区分布较为分散；在准入条件上，中合担保主要考察城投公司的偿债能力、城投债的外部评级以及当地政府的综合财力、负债率等，目前在保城投公司的外部评级在AA居多；在反担保措施上，中合担保主要采用应收账款质押和土地房产抵押的方式。截至2020年末，中合担保城投债担保余额占总担保余额的88.74%。

目前中合担保其余债券担保品种主要包括公司债和少量非公开定向债务融资工具。截至2020年末，公司债和非公开定向债务融资工具担保余额分别占总担保余额的4.32%和0.96%。

中合担保金融产品担保规模较小，占整体担保业务比重低。近年来，中合担保金融产品担保业务规模持续收缩，主要为信托计划担保业务规模的收缩。截至2020年末，中合担保金融

产品担保余额 13.69 亿元，占总担保余额的 2.19%，存量主要为资产证券化担保业务。

中合担保间接融资担保全部为银行贷款担保，整体规模较小，占担保业务的比重较低。截至 2020 年末，银行贷款担保余额为 26.81 亿元，占总担保余额的 4.28%。

近年来，中合担保非融资担保业务业务规模快速下降，截至 2020 年末，中合担保无存续非融资性担保业务。

(3) 投资及其他业务

近年来，由于融资担保新规的影响，中合担保持续压降 III 级资产规模，投资收益有所下降；同时，投资资产和委托贷款出现违约，需关注相关违约资产的后续处置和回收情况。

由于担保业务整体费率较低，中合担保投资业务收入成为营业收入的重要补充，中合担保投资资产主要包括基金产品、信托计划和资产管理计划以及委托贷款，另有少量银行理财产品、信贷资产收益权及长期股权投资等。

近年来，受融资担保新规影响，中合担保大幅压缩股权、信托计划、资产管理计划等 III 级资产规模，同时加大对高流动资产和标准化债权产品的配置；除按照政策及中合担保流动性需求配置货币基金等高流动性资产外，其他以高信用等级的公募债券为主，截至 2021 年 4 月末，中合担保 III 级资产占比进一步下降至 23.77%，符合监管要求。截至 2020 年末，中合担保投资资产净额 58.54 亿元，占资产总额的 69.88%。其中，债券投资 15.60 亿元，全部为城投企业债券、央企债和国债，信用债券外部评级均为 AAA，持有至到期，平均久期不超过 2 年，无违约情况；银行理财产品投资规模为 15.41 亿元；基金产品投资余额 6.94 亿元（其中货币基金 2.53 亿元，并购及股权基金项目 4.41 亿元）；信托计划和资产管理计划投资余额分别为 3.11 亿元和 8.36 亿元，主要投向为发放贷款的债权类投资、不具有控制或重大影响的股权类投资以及其他以债券投资为主的混合类信托计划等，融资方涉及医药、环保、制造、电子商务、咨询服务等多个行业。此外，中合担保还持有少量的

定期存款和股权投资，2020 年末余额分别为 1.83 亿元和 5.85 亿元。

中合担保委托贷款融资方最大客户为中合担保股东海航资本。近年来，中合担保逐步压缩委托贷款业务且不再新增，委托贷款规模逐年下降。中合担保将委托贷款计入以摊余成本计量的金融资产科目；截至 2020 年末，中合担保委托贷款账面净额 1.45 亿元，计提减值准备余额 5.55 亿元。

2020 年，中合担保投资收益（含公允价值变动损益）为 0.26 亿元，2020 年受 III 级资产规模压缩影响，以及投资项目估值下跌，导致投资收益大幅下降。

(4) 投资及其他业务

① 担保业务风险组合分析

中合担保目前担保业务以直接融资担保为主，受业务模式影响，担保业务行业分布相对集中，单笔业务规模较大，担保业务行业及客户集中度较高；近年来中合担保当期代偿规模均较大，面临较大的追偿压力。考虑到部分企业面临债务危机、面临破产重组，部分项目代偿回收面临较大的不确定性及进一步代偿的可能，未来需持续关注中合担保代偿情况及代偿项目后续追偿情况。

从客户分布来看，现阶段中合担保担保业务以公募城投债等直接融资担保产品为主，因此单笔规模普遍较大，担保业务客户集中度处于较高水平。截至 2020 年末，中合担保单一最大客户集中度为 13.19%，为城投企业发行债券项目，期限为 7 年，为监管条例出台前的存量项目；前五大客户集中度为 99.49%，客户集中度较高。

表 22 担保业务客户集中度（单位：%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末
单一最大客户集中度	14.83	13.13	13.19
前五大客户集中度	111.96	104.72	99.49

注：上表中单一客户集中度计算所采用的责任余额按监管规定进行了折算；而前五大客户集中度责任余额未经折算

资料来源：中合担保提供资料，联合资信整理

从担保行业分布来看，中合担保担保行业

主要集中在城投行业，城投行业担保余额占中合担保担保余额的 80%以上，且呈上升趋势，截至 2020 年末，城投行业占比为 88.74%。另有部分地产、光伏、能源、建筑行业的担保业务，占比较低。在城投类企业的选择上，中合担保首先选择经济环境较好、政府信誉较高的地区，并密切关注该企业的职能和定位，同时要求企业提供相应的反担保措施。

表 23 截至 2020 年末中合担保担保业务行业分布

(单位：亿元、%)

行业	在保余额	占比
城投	555.74	88.74
产业类	50.58	8.08
地产	19.96	3.19
合计	626.28	100.00

注：2020 年中合担保行业分类按采用了工信部 2017《国民经济行业分类 GB/4754-2011》分类标准进行分类，未对 2018 年末和 2019 年末数据进行住宿调整

资料来源：中合担保提供资料，联合资信整理

从担保业务的区域分布来看，中合担保在江苏、湖南、山东地区的在保余额占比分别为 28.80%、17.54% 和 10.39%，其他地区较为分散。

表 24 截至 2020 年末担保业务区域分布情况

(单位：亿元、%)

区域	在保余额	占比
江苏	180.36	28.80
湖南	109.84	17.54
山东	65.04	10.39
湖北	49.24	7.86
北京	38.63	6.17
安徽	30.40	4.85
福建	28.60	4.57
贵州	25.04	4.00
辽宁	20.49	3.27
浙江	18.02	2.88
江西	13.20	2.11
广西	10.00	1.60
天津	9.00	1.44
陕西	8.00	1.28
云南	8.00	1.28
重庆	6.00	0.96
四川	2.81	0.45
吉林	2.00	0.32
新疆	1.11	0.18

内蒙古	0.50	0.08
总计	626.28	100.00

资料来源：中合担保提供，联合资信整理

从担保业务到期期限分布情况来看，中合担保担保业务到期期限集中度一般。截至 2020 年末，中合担保担保项目担保余额剩余期限在 1 年以内、1~2 年和 2 年以上的占比分别为 33.91%、25.75% 和 40.34%，中合担保 2 年内到期解保规模较大，存在一定短期集中代偿压力。

表 25 2020 年末担保业务到期期限分布（单位：亿元、%)

存续期限	担保余额	占比
1 年以内	212.41	33.91
1~2 年	161.26	25.75
2 年以上	252.61	40.34
合计	626.28	100.00

资料来源：中合担保提供资料，联合资信整理

2020 年，中合担保当期担保代偿额 7.78 亿元，当期担保代偿率为 3.24%，当期代偿项目 4 个，其中单一最大代偿金额为 4.28 亿元，已计提减值准备 3.62 亿元，中合担保已通过法律执行取得被担保客户质押的公司股权，目前正在跟进被担保客户破产重组进度。截至 2021 年 3 月末，之前已经出现代偿未解保担保业务规模为 1.53 亿元。截至 2020 年末，中合担保累计担保代偿金额为 43.40 亿元，累计担保代偿率为 3.90%。在反担保措施方面，中合担保主要采取股权质押、实际控制人、大股东、上市公司连带责任担保等反担保措施。在代偿项目处置方面，中合担保主要通过法律诉讼等方式进行追偿，2020 年，中合担保代偿回收额 4.94 亿元，主要系抵债资产变现所致，累计代偿回收率 24.53%。考虑到部分企业面临债务危机、面临破产重组，且项目追偿程序较为复杂、耗时较长，未来需持续关注后续追偿情况。

表 26 担保业务代偿率与回收率（单位：亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
当期担保代偿额	7.82	16.91	7.78
累计担保代偿额	18.72	35.63	43.40
当期担保代偿率	4.52	8.15	3.24

累计担保代偿率	2.81	4.08	3.90
累计代偿回收率	26.65	16.02	24.53

资料来源：中合担保提供资料，联合资信整理

②投资业务风险分析

中合担保委托贷款融资方最大客户为海航资本，目前已逾期，考虑到海航集团面临较大的债务危机以及再融资困难，需关注相关委托贷款的后续回收情况。此外，中合担保部分明股实债投资项目发生违约，股权类项目估值下跌，需关注后续处置进展。

截至2020年末，中合担保存量委托贷款业务仅有一笔，为股东海航资本的委托贷款，已发生违约，委托贷款本金7.00亿元，中合担保根据商业银行的计提标准进行减值计提，计提比例为79.28%。目前中合担保已对海航资本委托贷款项目提起诉讼并取得胜诉判决，现已向海航资本和海航集团的破产管理人递交债权申报文件。

截至2020年末，债权类投资项目（委托贷款除外）违约资产余额合计6.95亿元，已计提减值4.71亿元，主要涉及3笔明股实债项目，底层资产涉及计算机、通信和其他电子制造业、租赁和医药制造业。目前，1笔项目诉讼已结案，项目追收困难，现已核销，1笔管理人已起诉资产方，需持续跟进诉讼进度，1笔已经取得仲裁胜利，基金管理人向中合担保支付赔偿损失。股权类投资项目出现估值下跌资产余额合计10.17亿元，其中中国金融投资管理有限公司（以下简称“中金投”）2020年出现大额亏损，中合担保按照其股票市值计提减值4.16亿元（含收益减值），减值计提比例为90%。除中金投外，中合担保股权类项目估值下调金额4.15亿元。

（5）财务分析

中合担保提供了经毕马威会计师事务所审计的2020年度财务报表，出具了无保留的审计意见。

截至2020年末，中合担保资产总额83.78亿元，负债总额10.72亿元，所有者权益73.05亿元；

担保余额626.28亿元。2020年，中合担保实现营业收入5.91亿元，其中已赚保费5.80亿元，投资收益（含公允价值变动收益）0.26亿元，实现利润总额-9.36亿元，净利润-6.52亿元。

①资本结构

截至2020年末，中合担保所有者权益稳定性较好，中合担保利润留存对资本补充能力一般；截至2020年末，中合担保负债总额有所下降，主要系债券兑付所致；中合担保负债率水平较低。

目前中合担保可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金和利润滚存。截至2020年末，中合担保股东权益73.05亿元，较上年末下降9.57%，主要系中合担保投资股权项目估值下跌、会计准则变更，导致其他综合收益为负以及当年发生亏损所致，但中合担保资本实力仍属行业很强水平；其中股本占比98.23%，股本占比较高，中合担保所有者权益稳定性仍属较好。利润分红方面，2019年中合担保对2018年末累计未分配利润进行了分红，现金分红金额为3.00亿元，2018年末未分配利润余额为3.84亿元，分配力度较大，2020年中合担保未对2019年利润进行现金分红，利润留存对中合担保资本补充能力一般。

负债方面，截至2020年末，中合担保负债总额10.72亿元，较上年末大幅下降49.30%，主要系公司债券到期偿付所致。中合担保负债以递延收益（占比为29.86%）、担保合同准备金（占比为55.62%）和其他负债（占比为5.75%）为主，其中，递延收益3.20亿元，较上年末下降25.23%；担保合同准备金5.96亿元，较上年末小幅下降0.64%；2020年12月，中合担保发行的“15中合01”，投资者行使了回售选择权，2020年末7.00亿元债券已完成兑付。2018—2020年末，中合担保实际资产负债率分别为16.59%、10.66%和1.86%，中合担保负债率持续下降，负债率水平较低。

表 27 中合担保负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
递延收益	5.59	16.99	4.28	20.25	3.20	29.86
担保合同准备金	7.99	24.27	6.00	28.38	5.96	55.62
应付债券	14.97	45.51	6.99	33.06	0.00	0.00
负债总额	32.90	100.00	21.15	100.00	10.72	100.00
实际资产负债率		16.59		10.66		1.86

资料来源：中合担保审计报告，联合资信整理

②资产质量

截至 2020 年末，中合担保资产规模继续下降；中合担保投资配置了一部分委托贷款已出现违约，投资的信托和资产管理计划，面临一定的市场和信用风险。中合担保应收代位追偿款规模较大，需关注后续代偿项目回收情况。
中合担保整体资产质量一般。

截至 2020 年末，中合担保资产总额 83.78 亿元，较上年末下降 17.82%。截至 2020 年末，中合担保投资资产合计 58.54 亿元，较上年末下降 24.29%。从结构变化来看，2020 年末中合担保投资资产以以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和以摊余成本计量的金融资产为主，定期存款和长期股权投资均有所下降。具体来看，定期存款 1.83 亿元，较上年末大幅下降 7.85 亿元，主要系中合担保美元定期存款结汇以及部分定期存款到期后购买结构性存款所致，期限全部为 3 个月~1 年（含）；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 33.44 亿元，主要是对资产管理计划、基金产品、永续债和银行理财产品的投资，中合担保持有的资产管理计划主要投向不具有控制、共同控制或重大影响的股权类投资，基金产品主要投向货币基金以及并购基金等；以摊余成本计量

的金融资产 18.42 亿元，以摊余成本计量的金融资产主要投向债券、委托贷款等，期末减值准备余额 5.64 亿元；以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产 4.38 亿元，投资于非上市公司股权；长期股权投资 0.47 亿元，较上年末大幅减少 4.52 亿元，主要系 2020 年中金投经营出现亏损且叠加疫情的影响，中合担保大规模计提减值准备所致，期末中合担保计提减值准备余额 5.98 亿元。整体看，中合担保资产以投资资产为主，投资资产涉及信托计划、资管产品、委托贷款等，需关注投资资产信用风险及股权类投资项目估值下跌风险对资产质量带来的不利影响。

截至 2020 年末，中合担保货币资金 5.15 亿元，较上年末大幅增加 3.94 亿元，主要系中合担保追偿及抵债资产处置回收所致，中合担保货币资金全部系活期存款，且不存在使用受限情况。

截至 2020 年末，中合担保应收代位追偿款 9.94 亿元，较上年末下降 23.48%，主要系代偿项目追偿回收所致，从期限分布来看，应收代位追偿款以 1~2 年（含）为主，占比为 67.26%，期限较短。期末应收代位追偿款计提减值准备余额 14.52 亿元，减值计提比例为 59.36%。

表 28 中合担保资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年末		2019年末		2020年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.09	0.94	1.21	1.19	5.15	6.15
应收代位追偿款	5.38	4.62	12.99	12.74	9.94	11.86
投资资产：	101.62	87.22	77.32	75.85	58.54	69.88
定期存款	0.32	0.28	9.69	9.50	1.83	2.19
应收款项类投资	6.25	5.37	5.03	4.93	--	--

可供出售金融资产	68.40	58.71	34.72	34.06	--	--
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	21.10	18.11	17.41	17.08	33.44	39.92
以摊余成本计量的金融资产	--	--	--	--	18.42	21.98
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	--	--	--	--	4.38	5.23
持有至到期投资	0.00	0.00	5.49	5.38	--	--
长期股权投资	5.55	4.76	4.98	4.89	0.47	0.56
资产总额	116.50	100.00	101.94	100.00	83.78	100.00

资料来源：中合担保审计报告，联合资信整理

③盈利能力

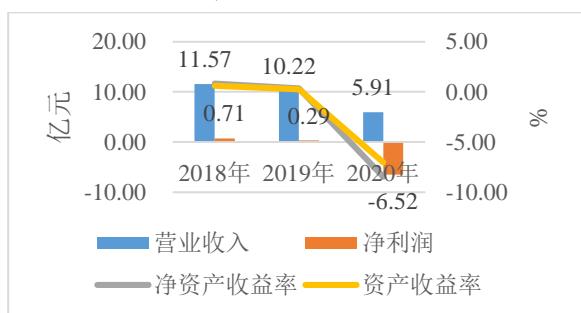
2020年，中合担保营业收入继续下降，同时随着减值损失计提的增加，中合担保利润亦继续下降，2020年，中合担保出现较大规模亏损，盈利水平大幅下降，整体盈利能力弱。

中合担保营业收入主要来源于担保业务净收入和投资业务产生的投资收益，2020年中合担保实现营业收入5.91亿元，同比下降42.20%，其中已赚保费5.80亿元，投资收益2.91亿元。

营业支出方面，2020年营业支出以业务及管理费、资产减值损失和信用减值损失为主。2020年营业支出合计15.27亿元，同比增长52.34%，其中业务及管理费1.41亿元，同比增长15.53%，主要系职工薪酬及理赔费用增加所致；各项资产减值损失合计13.57亿元，同比增长32.69%，主要系中合担保对金融资产减值的计量模型变更、投资资产发生违约或估值下跌等风险事件所致。

综合上述因素影响，2020年中合担保利润总额和净利润及各项盈利指标持续下降，2020年出现大额亏损，盈利水平大幅下降。

图6 中合担保盈利能力情况



资料来源：中合担保审计报告，联合资信整理

从同行业对比来看，可对比的担保公司中，

中合担保盈利能力低于样本企业平均值，整体盈利能力弱。

表29 截至2020年末中合担保与同业近似企业对比情况（单位：亿元、%）

企业名称	营业收入	净利润	净资产收益率	资产收益率
中国投融资担保有限公司	38.95	8.34	7.48	3.19
中债信用增进投资股份有限公司	17.12	5.24	4.74	3.28
江苏信用再担保集团有限公司	21.57	5.47	4.54	2.77
样本企业平均值	25.88	6.35	5.59	3.08
中合担保	5.91	6.52	8.48	7.02

资料来源：公开资料、中合担保审计报告，联合资信整理

④资本充足性及代偿能力

随着中合担保业务规模的收缩，净资本担保余额倍数持续下降；但受亏损等不利因素影响，2020年末，中合担保净资本有所下降，其对担保业务组合风险价值的覆盖程度有待提升。整体中合担保代偿能力极强。

中合担保面临风险主要是担保项目的代偿。在发生代偿后，如果中合担保不能足额追偿，中合担保将以自有资本承担相应的损失。中合担保实际代偿能力主要受中合担保的担保业务风险敞口、资本规模、负债总额及负债性质、资产质量与流动性等因素的影响。联合资信在评估中合担保可用于担保业务代偿的净资本时，考虑了中合担保的负债总额及负债性质、资产质量与变现能力等因素。

截至2020年末，中合担保净资产余额73.05亿元，净资本余额45.22亿元。近年来，由于中合担保担保业务规模收缩，中合担保净资本担

保倍数呈下降趋势，但仍处于较高水平。截至2020年末，中合担保净资本担保倍数为13.85倍。

表 30 中合担保资本充足性和偿债能力
(单位：亿元、倍、%)

项目	2018年末	2019年末	2020年末
担保余额	1004.99	837.04	626.28
净资产	83.60	80.79	73.05
净资本	51.93	52.41	45.22
净资本担保倍数	19.35	15.97	13.85
净资本/净资产比率	62.11	64.87	61.90
净资本覆盖率	51.93	76.09	71.60
代偿准备金率	49.29	134.06	67.66

资料来源：中合担保提供，联合资信整理。

2018年4月以后，中合担保按照银保监会发布的《融资担保责任余额计量办法》计算融资担保责任余额及放大倍数。截至2020年末，中合担保融资担保责任余额的净资产放大倍数为7.01倍，符合监管规定，但处于较高水平。

联合资信根据中合担保的担保业务风险特性、客户信用状况、行业与地区分布、担保项目期限分布以及反担保措施等因素，对担保业务风险进行综合评估，估算中合担保在目标评级

下的担保业务组合风险价值，并测算了净资本对担保业务组合风险值的覆盖程度。经联合资信测算，截至2020年末，中合担保净资本45.22亿元，净资本/净资产比率为61.90%，净资本覆盖率为71.60%。中合担保净资本对担保业务组合风险价值的覆盖程度有待提升。截至2020年末，中合担保代偿准备金率为67.66%，准备金水平一般。

⑤或有事项

中合担保或有负债风险很低。

截至2021年3月末，中合担保不存在担保业务以外的对外担保情况。

截至2021年3月末，中合担保不存在作为被告的重大未决诉讼情况。

十二、 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，评级展望调整为负面；维持“16鸿坤01”和“16鸿坤02”的信用等级为AAA，评级展望调整为负面；维持“18鸿坤01”“18鸿坤03”和“19鸿坤01”的信用等级为AA，评级展望调整为负面。

附件 1-1 截至 2020 年底北京鸿坤伟业房地产开发有限公司 在建项目投资开发情况

项目名称	所在区域	开工时间	总投资 (亿元)	截至 2020 年底已投资 (亿元)
鸿坤·原乡小镇	天津宝坻	2013 年 9 月	21.54	16.72
鸿坤·理想城(团泊)一期	天津静海	2017 年 9 月	29.03	18.70
鸿坤·理想城(团泊)二期	天津静海	2017 年 9 月	34.42	23.87
鸿坤·山语墅(蓟州)	天津蓟县	2017 年 8 月	13.61	8.45
鸿坤·花语墅(蓟州)一期	天津蓟县	2017 年 11 月	15.37	14.81
鸿坤·花语墅(蓟州)一期中翔	天津蓟县	2020 年 3 月	19.57	5.29
鸿坤·理想湾(蓟州)	天津蓟县	2018 年 5 月	11.32	6.95
鸿坤·原乡半岛一期	天津武清	2015 年 6 月	18.60	17.67
鸿坤·原乡半岛二至五期	天津武清	2017 年 9 月	26.98	11.47
鸿坤·高铁新干线	河北涿州	2014 年 10 月	31.50	27.03
鸿坤·理想尔湾一期	河北涿州	2017 年 4 月	16.40	15.74
鸿坤·理想尔湾二期	河北涿州	2018 年 3 月	9.61	6.09
鸿坤·原乡溪谷	河北香河	2015 年 12 月	27.29	17.20
鸿坤·理想澜湾	河北廊坊	2015 年 12 月	18.01	17.20
鸿坤·理想城(廊坊)	河北廊坊	2018 年 10 月	34.04	14.87
鸿坤·悦山湖	河北张家口	2018 年 1 月	16.52	4.50
鸿坤·山语墅(承德)一期	河北承德	2018 年 9 月	10.90	8.49
鸿坤·理想城(唐山)	河北唐山	2020 年 3 月	17.42	5.98
鸿坤·理想城(滁州)	安徽滁州	2017 年 9 月	18.59	16.74
鸿坤·理想湾(无锡)	江苏无锡	2017 年 9 月	15.18	13.42
鸿坤·花语墅(宜昌)	湖北宜昌	2017 年 1 月	10.91	7.94
鸿坤·山海墅	海南三亚	2013 年 12 月	9.63	9.38
鸿坤·礼域府(张家口)	河北张家口	2020 年 9 月	4.23	2.13
鸿坤·理想假日	海南三亚	2019 年 11 月	1.08	0.45
宿州院子	安徽宿州	2019 年 9 月	2.04	0.75
鸿坤·创智天地	广东佛山	2018 年 6 月	5.12	2.29
鸿坤·长江院子(全椒)	安徽滁州	2019 年 9 月	4.86	3.54
合计	--	--	443.77	297.67

注：以上数据已按公司所拥有权益折算

资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年底北京鸿坤伟业房地产开发有限公司可售项目情况

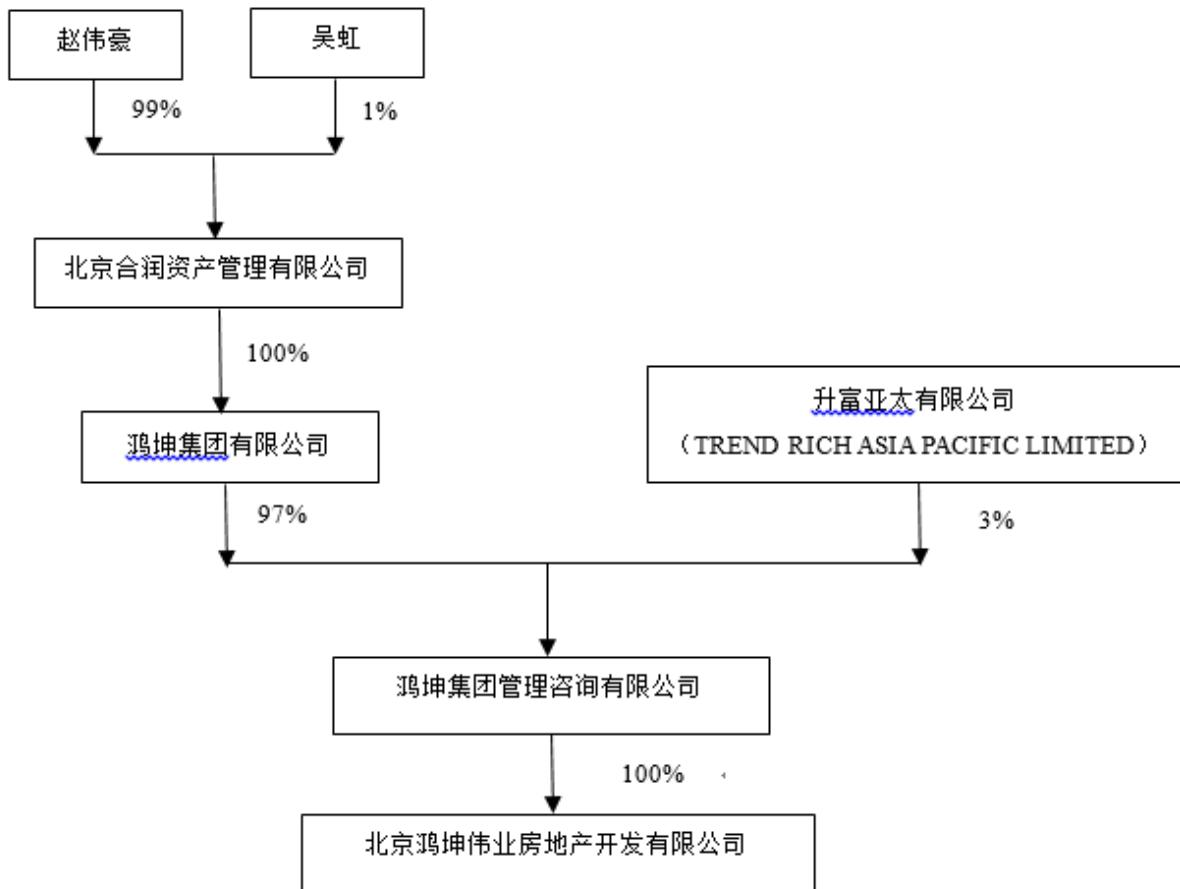
项目名称	所在城市	开盘时间	权益比例 (%)	总可售面积 (万平方米)	已取得预售证面积 (万平方米)	已售面积 (万平方米)	去化率 (%)	销售单价 (元/平方米)
鸿坤·跃界	北京大兴	2018/11/30	100	1.35	1.60	1.14	71.44	16435.30
鸿坤·七星长安	北京门头沟	2014/8/8	100	4.46	5.31	1.09	20.45	27516.92
鸿坤·原乡小镇	天津宝坻	2016/7/24	100	29.60	29.18	21.89	75.02	11683.72
鸿坤·理想城 (团泊)	天津静海	2017/9/24	100	58.97	45.03	33.01	73.32	9691.98
鸿坤·花语墅 (蓟州)一期中翔	天津蓟县	2020/4/20	100	14.13	13.26	9.96	75.10	12006.00
鸿坤·山语墅 (蓟州)	天津蓟县	2017/10/19	100	16.09	18.06	15.21	84.22	15042.45
鸿坤·花语墅 (蓟州)一期	天津蓟县	2017/12/9	100	13.65	14.33	12.46	86.95	13798.26
鸿坤·理想湾 (蓟州)	天津蓟县	2018/12/30	100	10.35	8.22	6.98	84.91	12645.30
鸿坤·原乡半岛 一期	天津武清	2015/8/16	100	25.16	26.42	21.77	82.41	19115.51
鸿坤·原乡半岛 二至五期	天津武清	2015/8/16	60	50.64	24.12	21.10	87.48	17881.08
鸿坤·果岭墅	河北香河	2013/11/1	100	15.54	13.97	13.92	99.64	8243.00
鸿坤·原乡溪谷	河北香河	2015/9/26	100	36.95	36.65	28.05	76.52	12901.00
鸿坤·理想湾 (涿州)	河北涿州	2013/8/31	100	61.90	66.36	60.97	91.88	9534.00
鸿坤·高铁新干线	河北涿州	2014/8/31	100	55.98	60.98	53.94	88.46	9638.00
鸿坤·理想尔湾 一期	河北涿州	2017/4/20	100	31.77	32.37	30.89	95.40	14850.75
鸿坤·理想尔湾 二期	河北涿州	2018/5/18	100	14.66	18.14	14.36	79.15	12452.57
鸿坤·理想澜湾	河北廊坊	2016/3/19	100	24.40	25.05	23.18	92.53	18741.28
鸿坤·理想城 (廊坊)	河北廊坊	2016/5/6	100	64.66	61.73	52.20	84.56	13649.15
鸿坤·山语墅 (承德)一期	河北承德	2018/9/22	80	16.10	18.14	12.93	71.26	13450.36
鸿坤·悦山湖	河北张家口	2018/9/15	65	41.94	11.89	11.61	97.62	15199.94
鸿坤·理想城 (唐山)	河北唐山	2020/6/24	80	45.38	18.36	13.62	74.20	10422.00
鸿坤·理想城 (滁州)	安徽滁州	2017/9/30	75	46.44	45.94	43.70	95.14	10465.71
鸿坤·长江院子 (全椒)	安徽滁州	2019/10/12	51	21.06	9.69	7.08	73.05	6364.40
鸿坤·理想湾 (无锡)	江苏无锡	2017/11/16	100	24.14	28.02	23.89	85.25	14039.88
鸿坤·花语墅 (宜昌)	湖北宜昌	2018/6/16	50	42.20	34.61	31.55	91.14	12630.00

鸿坤·创智天地	广东佛山	2019/11/10	70	7.94	5.62	1.75	31.23	13949.62
鸿坤·理想海岸	海南东方	2012/1/8	90	43.18	33.11	31.70	95.75	14432.43
鸿坤·山海墅	海南三亚	2013/11/30	59	18.82	18.94	18.69	98.67	49342.16
鸿坤·理想假日	海南三亚	2019/12/1	100	0.79	0.92	0.76	82.68	23343.01
鸿坤·原乡郡	天津武清	2014/10/29	100	27.86	18.97	15.11	79.66	14007.81
鸿坤·礼域府 (张家口)	河北张家口	2020/11/24	51	12.10	2.64	1.05	39.85	10127.10
合计	--	--	--	878.21	747.63	635.56	85.01	--

注：去化率=已售面积/已取得预售证面积

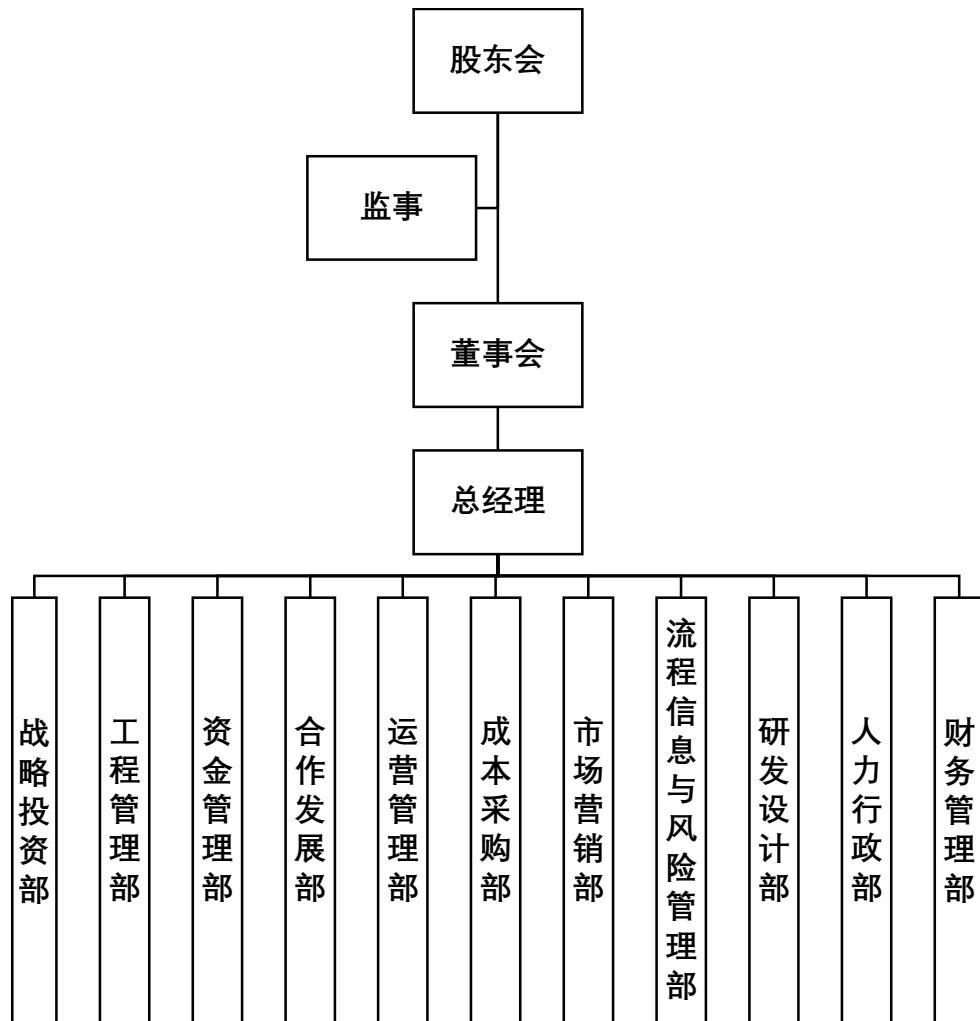
资料来源：公司提供

附件 2-1 截至 2020 年底北京鸿坤伟业房地产开发有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2-2 截至 2020 年底北京鸿坤伟业房地产开发有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

**附件 2-3 截至 2020 年底北京鸿坤伟业房地产开发有限公司
主要子公司情况**

序号	企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式	实收资本(亿元)
					直接	间接		
1	北京汇江亨通房地产开发有限责任公司	北京	北京	房地产开发与经营	100	--	设立	4.00
2	北京市鸿坤雅枫置业投资有限公司	北京	北京	房地产开发与经营	100	--	设立	3.00
3	宁波瑞同坤投资有限公司	宁波	宁波	商务服务业	--	100	设立	2.62
4	天津鸿坤团泊房地产开发有限公司	天津	天津	房地产开发与经营	100	--	设立	7.50
5	北京亦庄京芯园投资发展有限公司	北京	北京	投资管理、房地产开发	--	100	非同一控制下合并	2.50
6	北京胜利伟业印刷机械有限公司	北京	北京	制造印刷机械、出租商业用房、办公用房	--	100	非同一控制下合并	3.00
7	宜昌新首钢房地产开发有限公司	宜昌	宜昌	房地产开发与经营	--	100	非同一控制下合并	1.20

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3-1 北京鸿坤伟业房地产开发有限公司 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	45.46	34.69	24.78
资产总额（亿元）	578.42	646.20	616.54
所有者权益（亿元）	119.26	127.55	124.34
短期债务（亿元）	114.70	57.62	56.77
长期债务（亿元）	99.76	124.79	103.60
全部债务（亿元）	214.46	182.40	160.37
营业收入（亿元）	81.75	96.66	88.99
利润总额（亿元）	17.00	14.38	4.73
EBITDA（亿元）	21.99	20.18	14.26
经营性净现金流（亿元）	31.33	58.03	24.77
财务指标			
销售债权周转次数（次）	56.66	5.80	3.67
存货周转次数（次）	0.20	0.22	0.23
总资产周转次数（次）	0.15	0.16	0.14
现金收入比（%）	145.55	117.93	98.27
营业利润率（%）	30.93	30.81	18.37
总资本收益率（%）	4.89	4.56	4.54
净资产收益率（%）	9.83	7.09	3.14
长期债务资本化比率（%）	45.55	49.45	45.45
全部债务资本化比率（%）	64.26	58.85	56.33
资产负债率（%）	79.38	80.26	79.83
流动比率（%）	110.54	115.82	116.83
速动比率（%）	43.25	39.22	40.24
经营现金流动负债比（%）	8.99	15.21	6.58
现金短期债务比（倍）	0.40	0.60	0.44
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	1.20	0.88
全部债务/EBITDA（倍）	9.75	9.04	11.24

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 现金类资产已剔除受限货币资金

资料来源：公司提供，联合资信整理

**附件 3-2 北京鸿坤伟业房地产开发有限公司
主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)**

项目	2018年	2019年	2020年
财务数据			
现金类资产(亿元)	5.01	5.31	0.92
资产总额(亿元)	304.83	339.75	339.48
所有者权益(亿元)	72.95	89.61	94.76
短期债务(亿元)	15.79	5.07	9.39
长期债务(亿元)	33.02	44.76	53.57
全部债务(亿元)	48.81	49.83	62.95
营业收入(亿元)	10.13	51.58	5.10
利润总额(亿元)	5.05	21.46	4.68
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	-4.76	13.30	-35.85
财务指标			
销售债权周转次数(次)	18.55	3.29	0.22
存货周转次数(次)	0.14	1.85	-0.08
总资产周转次数(次)	0.04	0.16	0.02
现金收入比(%)	118.33	17.34	178.35
营业利润率(%)	66.29	41.16	144.78
总资本收益率(%)	/	/	/
净资产收益率(%)	4.97	19.77	5.55
长期债务资本化比率(%)	31.16	33.31	36.12
全部债务资本化比率(%)	40.09	35.74	39.92
资产负债率(%)	76.07	73.63	72.09
流动比率(%)	87.85	94.66	111.01
速动比率(%)	76.97	91.20	108.42
经营现金流动负债比(%)	-2.48	6.68	-19.37
现金短期债务比(倍)	0.32	1.05	0.10
EBITDA利息倍数(倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/

注：1. 公司本部债务未经调整；2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；3. 表格中“/”表示未能获取的数据；4. 公司本部现金类资产未剔除受限货币资金

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 3-3 中合中小企业融资担保股份公司
主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务及业务数据			
资产总额(亿元)	116.50	101.94	83.78
所有者权益(亿元)	83.60	80.79	73.05
净资本(亿元)	51.93	52.41	45.22
营业收入(亿元)	11.57	10.22	5.91
利润总额(亿元)	1.14	0.20	-9.36
期末担保余额(亿元)	1004.98	837.04	626.28
财务及业务指标			
实际资产负债率(%)	16.59	10.66	1.86
资产收益率(%)	0.60	0.26	-7.02
净资产收益率(%)	0.84	0.35	-8.48
单一客户集中度(%)	14.83	13.13	13.19
前五大客户集中度(%)	111.96	104.72	99.49
融资性担保放大倍数(倍)	9.54	8.28	7.01
净资本担保倍数(倍)	19.35	15.97	13.85
净资本/净资产比率(%)	62.11	64.87	61.90
净资本覆盖率(%)	51.93	76.09	71.60
代偿准备金率(%)	49.29	134.06	67.66
累计担保代偿率(%)	2.81	4.08	3.90
当期担保代偿率(%)	4.52	8.15	3.24

资料来源：中合担保审计报告，联合资信整理

附件 4

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% (2) n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年) ^{(1/(n-1))} -1]×100%
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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。