

跟踪评级公告

联合评字[2016]416 号

北京城建投资发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

北京城建投资发展股份有限公司发行的“15 城建 01”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

北京城建投资发展股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA+

债项简称: 15 城建 01

发行规模: 58 亿元

债券期限: 7 年, 附第 5 个计息年度投资者回售选择权

债项信用等级

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA+

上次评级时间: 2015 年 4 月 24 日

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 24 日

财务数据:

项 目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	503.52	640.35	687.90
所有者权益(亿元)	166.87	204.05	197.60
长期债务(亿元)	123.07	152.05	94.72
全部债务(亿元)	162.16	236.65	196.52
营业收入(亿元)	100.11	91.78	10.69
净利润(亿元)	15.00	14.84	1.69
EBITDA(亿元)	20.92	20.91	--
经营性净现金流(亿元)	-61.06	-56.31	-12.55
营业利润率(%)	26.76	26.50	36.77
净资产收益率(%)	11.31	8.00	0.84
资产负债率(%)	66.86	68.13	71.27
全部债务资本化比率(%)	49.28	53.70	49.86
流动比率	2.09	1.96	1.87
EBITDA 全部债务比(倍)	0.13	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.95	1.66	--
EBITDA/发债额度(倍)	0.36	0.36	--

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、公司 2016 年一季度未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

2015 年, 北京城建投资发展股份有限公司(以下简称“公司”或“北京城建”)继续深耕北京地区, 土地储备较为充足, 新开工、竣工及在建面积保持在较大规模; 控股股东北京城建集团有限责任公司(以下简称“城建集团”)对公司支持力度大; 房地产开发收入及盈利规模较为稳定, 同时持有的优质金融类股权资产取得较好回报, 对利润形成有力补充。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到公司存货规模较大, 存在一定的去库存压力; 公司债务规模增长较快、经营活动现金流持续净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年以来, 公司逐步拓宽了融资渠道包括: 债券、产业基金等多种方式, 融资渠道较为通常; 同时, 受 2015 年下半年以来房地产市场回暖影响, 公司销售情况有所回升, 一定程度上保障了运营资金的来源。公司持有优质金融类股权资产, 且无限售情况, 可变现规模较大, 为公司营运资金提供了一定保障, 进而增强了公司的偿债能力。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“15 城建 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司是北京市国资委下属城建集团的重要子公司, 能够在资金、项目等方面得到控股股东的大力支持。

2. 公司持有优质金融类股权资产, 且无限售情况, 可变现规模较大, 为公司营运资金提供了一定保障, 进而增强了公司的偿债能力。

3. 公司在建项目及可售面积规模较大, 可支持公司未来几年的房地产发展需求。

关注

1. 公司在开发项目规模大，流动资产中存货占比高，存货变现能力受房地产行业景气度及政策影响较大，存在一定的去库存压力。

2. 2015 年，公司发展速度快，债务规模增长较快；公司在手项目尚需较大规模投资，未来存在较大融资需求。

3. 受土地储备增加及开发进度加快等影响，公司经营性现金流表现为持续大规模净流出。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



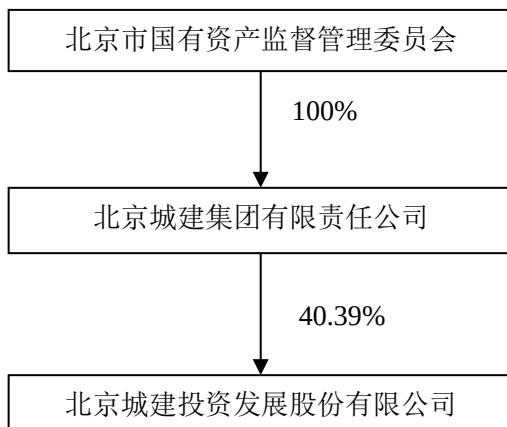
联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“公司”或“北京城建”）系经北京市人民政府京政函[1998]57号文批准，由北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）305号文批复批准，公司于1998年12月9日发行人民币普通股10,000万股，发行后总股本40,000万股，注册资本为人民币40,000万元。经历次增资转股及定向增发，截至2015年底，公司总股本为156,704万股。

公司控股股东为城建集团，截至2015年底持股比例为40.39%；公司实际控制人为北京市国资委。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司系房地产开发企业，经营范围为：房地产开发、销售商品房；投资及投资管理；销售金属材料、木材、建筑材料、机械电器设备；信息咨询(不含中介服务)；环保技术开发、技术服务。

截至2015年底，公司共设立总经理办公室、企业发展部、策划管理部、成本控制管理部、工程管理部、销售管理部、商业地产事业部、投资证券部、财务部等17个职能部门和1个事业部；拥有北京城建兴华地产有限公司等15家全资子公司；控股北京首城置业有限公司等4家公司；参股深圳市中科招商创业投资有限公司（以下简称“中科招商”）等10家公司；公司在职员工共计2,604人。

截至2015年底，公司合并资产总额640.35亿元，负债合计436.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计204.05亿元，归属于母公司所有者权益合计194.10亿元。2015年公司实现营业收入91.78亿元，净利润（含少数股东损益）14.84亿元，归属于母公司的净利润14.29亿元，经营活动现金流量净额为-56.31亿元，现金及现金等价物净增加额3.96亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额687.90亿元，负债合计490.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计197.60亿元，归属于母公司所有者权益合计187.61亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入10.69亿元，净利润（含少数股东损益）1.69亿元，归属于母公司的净利润1.74亿元，经营活动现金流量净额为-12.55亿元，现金及现金等价物净增加额15.96亿元。

公司注册地址：北京市海淀区大柳树富海中心2号楼19层；法定代表人：陈代华。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可(2015)1204号文核准批复,公司于2015年7月20日发行公司债券,募集资金58亿元,本次债券期限为7年,在本次债券第5个计息年度,投资者享有回售选择权;本次债券发行利率为4.40%,公司有权在债券存续期的第5年末上调本次债券后2年的票面利率。本次公司债已于2015年10月14日上市(证券简称:15城建01,上市代码:122402.SH)。

本次发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司债务、补充公司流动资金,优化公司债务结构,满足公司中长期资金需求,截至2015年12月底,募集资金中28.15亿元已用于偿还债务,29.85亿元已用于补充公司流动资金,募集资金基本使用完毕。本次债券第一个付息日为2016年7月20日。

三、行业分析

公司为房地产开发企业,其收入几乎全部来源于房地产业务,同时涉及部分土地一级开发业务。

(一) 房地产开发行业

1. 行业概况

2015年,全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长,但增速明显下滑;不同区域房地产市场明显分化;去库存成为房地产行业共识。

2015年,全国房地产开发投资95,978.84亿元,较上年名义增长1.0%,增速较上年同期下滑9.5个百分点,为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米,比上年下降14.0%。全年土地购置面积22,811万平方米,比上年下降31.7%。总体看,房地产行业波动较大,自2014年起房地产业告别了高速增长态势,开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标,房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015年,全国300个城市共推出土地31,686宗,同比减少14%;土地面积113,235万平方米,同比减少18%;出让金总额为21,793亿元,同比减少10%。土地溢价率方面,2015年,随着利好刺激政策的不断推出,房地产市场逐步转暖,但土地供应量有所减少,土地市场溢价率相应有所好转,全国300个城市土地平均溢价率16%,较去年同期上升6个百分点。但土地市场分化明显,一线城市呈现上升态势,较同期上升2个百分点至27%;二线城市较上年同期上升10个百分点至17%;三四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面,一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米;二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米;三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。总体看,在去库存压力下,土地供求量均出现较大下滑;但城市分化比较明显,一、二线城市土地市场热度较高,三线城市土地市场相对较为疲软。

在开发资金来源状况上,2015年国内融资环境全面宽松,央行多次降准降息,A股再融资活跃延续,房企银行间市场中期票据发行开闸,证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人,大大降低发行债券门槛,且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债,房地产企业资金来源有所拓宽。2015年,房地产开发企业到位资金125,203亿元,比上年增长2.6%。其中,国内贷款20,214亿元,下降4.8%;利用外资297亿元,下降53.6%;自筹资金49,038亿元,下降2.7%;其他资金55,655亿元,增长12.0%。总体看,2015年以来,房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点,资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 16.87%和 22.82%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.31%和 14.62%。总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

2. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015 年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016 年 2 月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法¹计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

4. 行业发展

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演更重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

5. 北京市房地产概况

公司立足北京地区，北京市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

近年来，我国房地产市场整体进入调整周期，但不同城市出现分化。三四线城市房地产库存高企，房地产市场继续处于较低景气区间，而以北京为代表的一二线城市由于集中了优质服务资源而持续吸引外来人口进入，其房地产市场需求保持稳定增长。

土地市场

2015年北京土地市场共有109宗土地实现出让，相比去年减少32宗。建设用地面积合计706.8

¹ Wind行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

万平方米，规划建筑面积 1,511.5 万平方米，同比分别减少 25%、9%，这一土地成交量也创下了近八年的新低。虽然成交土地宗数与面积同比均有所减少，但 2015 年北京土地出让金总金额再创有史以来新高，2,032.1 亿元的成交总金额较 2014 年高出了 115 亿元。

供需情况

根据北京市统计局的数据，2015 年，北京市完成房地产开发投资 4,226.3 亿元，比 2014 年增长 8.1%。其中，住宅投资完成 1,962 亿元，增长 0.0%；写字楼投资完成 906.6 亿元，增长 20.8%；商业、非公益用房及其他投资完成 1,357 亿元，增长 13.2%。2015 年，全市商品房新开工面积为 2,706.9 万平方米，比上年增长 10.5%。其中，住宅新开工面积为 1,158.2 万平方米，下降 9.7%；写字楼为 585.6 万平方米，增长 39.0%；商业营业用房为 343.6 万平方米，增长 65.0%。2015 年，全市商品房竣工面积为 2,631.5 万平方米，比上年下降 13.8%。其中，住宅竣工面积为 1,378.2 万平方米，下降 30.9%；写字楼为 385.4 万平方米，下降 0.5%；商业营业用房为 259.9 万平方米，增长 20.2%。

总体看，由于集中了全国的优质服务资源，吸收了大量人口流入，北京房地产市场景气度较高，保持了稳定发展。

（二）土地一级开发行业

一级土地开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开发市场的低迷，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

总体看，土地一级开发对资金需求量较大，受区域政策影响较为显著，资金渠道通畅且深耕区域的企业有一定优势。

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发上面临亏损风险。而《物权法》通过，进一步加大了拆迁成本。

土地一级开发占用大量资金，房地产市场持续低迷将影响土地一级开发资金的回笼

土地一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，其资金回笼与土地出让进度密切相关。三四线城市房地产市场不景气，导致地产企业拿地意愿下降，进而影响土地一级开发业务的资金回笼。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发而言，土地一级开发的政策不全面，全国性的政策规定比较原则，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

四、公司管理

跟踪期内，公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常，公司董事会荣获第十一届中国上市公司“金圆桌奖”优秀董事会。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务未发生重大变化。2015 年，公司营业收入有所下降，但幅度不大，主要系房地产开发收入结转进度变化所致。2015 年，公司实现营业收入 91.78 亿元，较上年减少 8.32%，实现净利润 14.84 亿元，其中归属于母公司的净利润 14.29 亿元，同比减少 1.06%。

从业务构成情况来看，住宅开发和销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅地产。近两年，公司房地产开发销售均占主营业务收入 97%以上，是公司主要收入来源。2015 年公司房地产开发销售实现收入 87.22 亿元，同比减少 9.33%，公司还有少量物业管理，。2015 年物业管理实现收入 2.21 亿元，占比约为 2%。总体看，业务结构变化不大。

从毛利率看，受 2015 年以来房地产政策调整，市场逐步回暖及公司结转项目不同的影响，公司房地产开发销售业务毛利率呈上升趋势，由 2014 年的 34.31%升至 2015 年的 38.70%。公司物业管理毛利率较低，2015 年有所回升，主要系部分合同更新收费标准提高所致，但仍表现为负值，主要系近年来物业公司人工成本上升而收费标准不变（尤其是部分老旧小区合同时间长、收费标准较低）所致，随着合同陆续到期，新合同采用市场定价，毛利率逐渐回升，未来随着合同到期更新，公司物业管理毛利率有望进一步上升。

表 1 2014~2015 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

类别	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发销售	96.19	98.25	34.31	87.22	97.08	38.70
物业管理	1.62	1.65	-14.14	2.21	2.46	-3.73
拆迁	0.09	0.10	59.92	0.41	0.45	18.04
合计	97.90	100.00	33.53	89.85	100.00	37.56

资料来源：公司年报

总体上看，2015 年，受收入结转变动影响，公司营业收入呈小幅下降趋势，但仍保持在较高水平；业务构成变化不大，以房地产开发销售为主，毛利率有所下降，主要系结转项目差异所致。公司净利润持续增长，公司盈利能力有所增长。

2. 土地储备情况

2015 年，公司加大在北京的开发力度，新增土地均位于北京市。2015 年，公司竞得或受让大兴瀛海镇、顺义仁和等共 7 块土地，地上规划建筑面积共计 129.29 万平方米，土地成本支出 105.95 亿元（其中通州台湖光电、通州嘉创二路和顺义世纪仁和工业项目通过股权转让方式获得，截至 2015 年底尚未取得土地证），较上年大幅上升，主要系公司 2014 年公司土地获取规模较小，公司根据自身开发节奏调整土地获取速度所致。2015 年公司土地成本支出为近年来拿地投资支出最多的一年，且所获土地主要位于北京区域，反映出公司深耕北京区域的经营策略。

表 2 近两年公司获取土地情况

获得时间	地块名称	地区	获得价格（亿元）	地上规划建筑面积（万 m ² ）	开发状态
2014 年	动感花园项目 ²	北京	--	13.04	在建/在售
	青岛市李沧区九水路项目	青岛	5.85	12.69	在建/在售
	三亚红塘湾 C05 地块	三亚	5.43	9.70	拟建
	门头沟永定镇冯村北地块	北京	25.90	20.17	在建/在售
	小计		37.18	55.60	在建/在售
2015 年	通州台湖光电 104、109 地块	北京	16.60	17.65	拟受让
	大兴瀛海镇 0304 等地块	北京	22.80	13.77	拟建
	通州嘉创二路项目	北京	4.61	12.45	拟受让
	顺义世纪仁和工业项目	北京	0.38	3.33	拟受让
	顺义仁和 6007、6005 地块	北京	26.48	20.88	拟建
	顺义仁和 6001 等地块	北京	23.42	20.44	拟建
	成都金牛区何家堰村项目	成都	11.66	40.77	在建/在售
	小计		105.95	129.29	

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司尚未开发（拟建、拟受让）的规划建筑面积合计 98.22 万平方米，主要为三亚红塘湾 C05 地块项目、瀛海项目和顺义仁和等项目。考虑到公司近两年每年平均新开工面积为 138.55 万平方米，公司尚未开发（拟建、拟受让）的项目规划建筑面积规模较小，随着未来公司逐步开发，存在一定的土地需求；但考虑到公司积极参与北京市棚改项目，采取一次性招标方式取得土地，且目前在跟进的项目较多，可为公司未来取得土地储备提供了一定支撑。

2016 年一季度，公司新增土地储备总建筑面积 11.94 万平方米。

总体看，公司 2015 年拿地规模较大，土地储备规模尚可，同时考虑到公司期末在建项目规模较大，能够满足近期项目开发需要。

3. 项目建设开发情况

从开发业态上来看，公司开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼等多种业态。2015 年，公司房地产开发新开工面积有所下降，但仍保持在较大规模，2015 年新开工项目主要包括：李沧项目、门头沟项目、东坝项目和顺义仁和项目；竣工面积逐年上升，主要系公司 2013 年开始加大了拿地力度，逐步开发，2015 年竣工所致，近年地产开发项目逐渐竣工所致；近两年，公司期末在建面积基本保持稳定，考虑到近两年公司平均签约销售面积为 62.09 万平方米，公司期末在建规模较大，一定程度上保障了公司未来的销售需求，但公司也存在一定的去库存压力。

表 3 2014~2015 年公司主要开发数据情况

项 目	2014 年	2015 年
新开工面积（万平方米）	142.25	134.84
竣工面积（万平方米）	117.36	162.52
期末在建面积（万平方米） ³	330.49	304.17

资料来源：公司提供

注：由于项目规模建筑面积的动态调整，数据可能存在一定误差。

²动感花园项目为北京市朝阳区人民政府授权的棚户区改造外迁对接定向安置房项目，按照 2014 年 7 月 9 日《北京市朝阳区人民政府关于同意北京城建投资发展股份有限公司负责开发建设动感花园项目二类居住用地的函》（朝政函字【2014】98 号）批复要求，同意北京城建投资发展股份有限公司作为建设主体，按照棚户区改造外迁对接定向安置房相关政策，对动感花园项目进行开发建设，土地为政府划拨，开发完成后的安置房将向具有符合购买资格的特定棚改外迁户销售。

³ 该数据包含红木林项目；期末在建面积指该时点公司在建项目面积，可能会与公司定期报告中披露的当期全部在建面积存在差异。

截至 2015 年底，公司在建/在售二级开发项目共 19 个，均达到出售条件，其中海梓府、上河湾和徜徉集项目已竣工，合计可售面积为 563.72 万平方米，截至 2015 年底已售 220.63 万平方米，已回笼资金 236.71 亿元，待售建筑面积合计 343.09 万平方米。公司在建/在售项目待售面积中成都、重庆项目占比较高，合计占期末在建项目待售面积的 45.46%，考虑到重庆、成都库存量较大，公司于该区域的库存可能存在一定的去化压力。

从投资额上看，公司在建项目总投资合计 604.45 亿元，截至 2015 年底已投资 456.23 亿元，尚需投资 148.22 亿元。2016 年，公司在建/在售项目预计投资 78.46 亿元，投资资金需求较大，但考虑到房屋预售可以带来部分资金回流，实际投资压力将有所缓解。

表 4 截至 2015 年底公司在建/在售项目基本情况

类型	序号	项目名称	总投资 (亿元)	截至 2015 年底已 投资情况(亿元)	未来投资情况(亿元)			可售面积 (万 m²)	已售面积 (万 m²)	单价 (万元 /m²)	已回笼资 金 (亿元)
					2016 年	2017 年	2018 年				
未竣工项目	1	世华龙樾	82.96	68.29	9.65	5.03	-	46.42	34.84	1.95	61.95
	2	北京密码	49.80	32.19	13.12	4.49	-	32.49	7.58	1.74	7.75
	3	金色港湾	1.40	1.31	0.09	-	-	1.64	0.55	1.08	0.44
	4	李沧项目	13.56	7.06	3.59	2.69	0.21	12.52	-	-	-
	5	门头沟项目	45.63	30.04	4.13	5.69	4.77	18.29	7.25	1.80	2.74
	6	汇景湾	35.91	31.25	4.32	0.34	-	36.19	14.52	1.23	15.02
	7	东坝项目	33.09	25.57	5.76	1.65	0.12	9.86	4.92	2.01	4.73
	8	南湖一号	17.12	15.00	1.46	0.35	0.30	28.57	8.44	0.71	5.27
	9	理工大学项目	30.80	26.64	2.96	1.20	-	17.18	9.32	0.98	9.06
	10	城建万科城	16.86	10.00	4.80	2.06	-	22.49	5.20	0.48	2.49
	11	北七家项目	35.51	27.54	5.76	2.21	-	28.68	9.64	1.57	14.87
	12	成都龙樾湾	40.08	27.17	3.01	3.01	3.01	87.35	31.34	0.61	17.32
	13	成都龙樾熙城	32.50	13.04	4.76	4.62	4.62	53.24	-	-	-
	14	重庆熙城	14.15	13.98	0.18	-	-	38.60	20.06	0.51	9.95
	15	重庆龙樾湾	22.54	15.94	2.46	1.18	1.16	36.32	8.15	0.76	5.07
	16	海云家园	30.67	14.09	8.38	6.78	1.43	13.91	1.32	1.63	1.85
	小计		502.58	359.11	74.43	41.30	15.62	483.75	163.13	-	158.51
已竣工项目	1	海梓府	36.45	34.65	1.80	-	-	18.01	6.91	3.19	16.22
	2	上河湾	25.80	22.85	2.23	0.72	-	24.11	17.45	1.48	24.50
	3	徜徉集	39.62	39.62	-	-	-	37.85	33.15	1.21	37.48
	小计		101.87	97.12	4.03	0.72	-	79.97	57.50	5.87	78.20
合计			604.45	456.23	78.46	42.02	15.62	563.72	220.63	-	236.71

资料来源：公司提供

2016 年一季度，公司新开工面积合计 57.74 万平方米，竣工面积 4.31 万平方米。

总体看，截至 2015 年底，公司可售面积规模较大，可支持公司未来几年的发展，伴随公司项目建设，公司仍将面临较大的投资支出压力。同时，公司成都、重庆地区可售面积较大，可能存在一定的去化压力。

4. 房产销售情况

2015 年，公司房地产开发实现收入 87.22 亿元，主要来源于世华龙樾（23.58 亿元）、上河湾（23.51 亿元）、海梓府（7.96 亿元）、和汇景湾（6.85 亿元）等项目。

从销售模式来看，公司延续自销与代销结合的销售模式，并开始积极组建自销团队。

从地域分布看，公司房地产项目立足北京，同时也拓展京外市场，包括成都、重庆、青岛、三亚等地。从收入确认情况看，2015 年北京地区确认的收入占 87.87%，其余主要为重庆和成都地区确认的房地产开发收入。从销售情况看，2014 年公司整体销售业绩受行业因素影响有所下滑，而 2015 年以来，随着房地产市场政策调整，市场逐渐回暖，公司房产销售情况表现较好；京外市场方面，尤其是重庆 2013 年以来出现的降价风潮，使得公司重庆项目销量及价格受到一定程度影

响，但由于重庆项目占比较小，对公司整体影响不大。

从房产销售均价上看，2015 年，受行业政策调整影响，房地产市场逐渐回暖，公司销售面积及销售金额均有所增长，分别为 71.31 万平方米和 116.31 亿元，销售均价增长至 1.63 万元/平方米，主要系北京地区销售均价增长所致。

表 5 公司 2014~2015 年房产销售情况

项 目	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	52.86	71.31
签约销售金额（亿元）	72.73	116.31
签约销售均价（万元/平方米）	1.38	1.63
结转收入面积（万平方米）	66.48	67.34
结转收入（亿元）	96.19	87.22

资料来源：公司提供

2016 年一季度，公司实现签约销售面积 20.48 万平方米，同比增加 88.00%，实现销售金额 31.79 亿元，同比增加 77.00%，主要系房地产行业在“去库存”基调下，中央和地方政府连续出台多项利好政策所致。

总体上看，近年公司房产销售情况受政策影响有所波动。公司 2014 年受到市场影响，项目销售规模较小，2015 年有所回升，公司 2015 年签约销售金额较大，对未来结转收入及利润有一定支撑，但考虑到 2016 年以来一线城市房地产过热，相关政策有所收紧，由此带来的经营风险仍需关注。

5. 土地一级开发

公司 2014 年在手项目中，除顺义平各庄项目进入二级开发阶段外，其余项目仍处于一级开发状态，2015 年新增项目为密云走马庄项目。

截至 2015 年底，公司在手一级开发项目包括 5 个（考虑到顺义平各庄项目已进入二级阶段，因此不作为一级开发项目列示），主要为望坛项目、昌平马池口项目等，总投资预计约为 468.42 亿元，建筑规划面积约为 226.56 万平方米，截至 2015 年底公司已投入资金 22.96 亿元。考虑到预计总投资规模较大，未来随着项目推进，公司存在较大的融资需求。

望坛项目是 2015 年北京市最大的棚改项目，准备进行一次性招标，预计于 2016 年 7 月前完成上市。该项目所需资金规模较大，但由于其属于纳入国家计划的棚改项目，可以获得国家开发贷（基准利率下浮），一定程度上缓解公司资金压力。

密云走马庄一级开发项目，开发完成后，政府收储，组织公开挂牌拍卖，摘牌价中部分将给予一级开发商，公司预计该部分项目收益为总投资额的 12%。

大兴雪花项目为政府收储项目，一级开发主体为大兴区土地储备中心，公司参与方式为出借安置费资金，预计将获得 8%的项目收益。

昌平马池口项目 2015 年处于一级开发阶段，一级开发结束后公司将在投入成本的基础上获得 8%的投资回报。后期公司将根据实际情况决定是否参与二级土地开发权的竞争。

张仪村项目为棚户区改造项目，截至 2015 年底已完成项目规划调整工作，并准备进行一次性招标，公司预计将获得 15%的收益。

表 6 截至 2015 年底公司在手一级开发项目基本情况

项目名称	总投资（亿元）	截至 2015 年底已投资金额（亿元）	拆迁户数/规模	项目进程	预计一级开发收益率	用地面积（万平方米）	规划建筑面积（万平方米）
望坛项目	386.17	0.63	5,570 户 / 30 万平米	一次性招标准备	15%	46.59	80.56
密云走马庄	3.18	0.01	0 户 / 421 平方米	2016 年 3 月 24 日取得土地预审意见	12%	32.58	15.84
大兴雪花项目	4.87	4.84	10.8 万平方米	商业地块已于 2016 年 3 月 31 日挂出	8%	14.67	26.96
昌平马池口项目	44.20	17.45	337 户	拆迁入户完成	8%	121.20	87.20
张仪村项目	30.00	0.03	约 630 户	完成项目规划调整工作，并准备进行一次性招标工作	15%	8.02	16.00
合计	468.42	22.96	--	--	--	223.06	226.56

资料来源：公司提供

总体上看，公司一级开发项目规模大，可为公司带来一定的项目储备；但一级开发项目尚需投入大规模资金，公司存在一定的资金压力。

6. 其他业务板块

股权投资

近年来，公司通过不断的投资及退出的筛选过程，积累了部分优质股权和金融资产投资。截至 2015 年底，公司长期股权投资余额 13.48 亿元，可供出售金融资产合计 74.91 亿元。2015 年，公司实现投资收益 2.11 亿元，已成为公司利润的有效补充。其中，国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”）、锦州银行股份有限公司（以下简称“锦州银行”）、中科招商、北京科技园建设（集团）股份有限公司（以下简称“北京科技园”）资产质量较好，是投资收益的主要来源。

公司持有国信证券 34,300 万股，对其投资在可供出售金融资产中核算，国信证券已于 2014 年 12 月 29 日上市。截至 2015 年底，公司对其投资的账面价值为 67.74 亿元（按 2015 年 12 月 31 日，收盘价每股 19.75 元计算）。同时，公司持有锦州银行股份有限公司 13,000.00 万股，对其投资在可供出售金融资产中核算，2015 年 12 月 7 日在香港联合交易所主板挂牌上市，截至 2015 年 12 月底，锦州银行总股本 578,161.57 万股，公司持股比例为 2.25%。2015 年 12 月 31 日，锦州银行收盘价 5.68 港币（2015 年 12 月 31 日汇率中间价：100 港币=83.78 元人民币），未来公司若变现部分持有股份，预计未来将为公司带来超额的投资收益。

表 7 截至 2015 年底公司主要的股权投资情况（单位：亿元，%）

类别	被投资对象	初始投资成本	期末余额	持股比例	公允价值变动	投资收益	宣告发放现金股利或利润	核算方法
可供出售金融资产	国信证券股份有限公司	1.27	67.74	4.18	24.67	--	0.69	公允价值
	锦州银行股份有限公司	2.60	6.19	2.25	2.69	--	0.16	公允价值
长期股权投资	深圳市中科招商创业投资有限公司	1.22	5.44	30	--	1.08	0.79	权益法
	北京科技园建设（集团）股份有限公司	2.80	6.58	14	--	0.50	0.56	权益法

资料来源：公司提供

商业地产经营

公司还有部分商业地产出租收入，体现在营业收入—其他收入中。截至 2015 年底，公司持有的商业地产经营面积 19.89 万平方米（其中小区配套商业占 62.29%，写字楼占 22.68%，公租房占 15.03%），公司商业地产主要分布于北京市，包括北苑家园、富海中心、（汇景湾）金河街 108 院、（筑华年）双营路 2 号院和（泰和国际大厦）骡马市大街 8 号楼等，属于商业中心地区，且出租率达 95% 以上，未来随着过往合同陆续到期更新，采取市场定价，将为公司利润形成有力支撑。

公司商业地产大部分为小区配套商业，部分商业物业租赁合同签署的时间早，租期长，租金水平低于周边地区。受此影响，公司商业地产出租收入总体较低。未来几年，随着租赁合同的陆续到期，租金将提高至正常水平，公司商业地产租金收入有望实现较大幅提升。

物业管理及拆迁业务

公司物业管理业务主要由下属子公司北京城建重庆物业管理有限公司、北京城承物业管理有限责任公司经营。2015 年实现收入 2.21 亿元。

公司拆迁业务主要由子公司北京腾宇拆迁工程有限责任公司负责经营。近年的业务主要为小营拆迁、清河强佑拆迁、清华东路拆迁拆除、肖家河拆迁及拆除等。2015 年实现收入 0.41 亿元。

总体看，公司持有优质的金融股权投资和经营性物业，未来伴随公司投资收益的逐步实现和经营性物业合同租金恢复到市价，将对公司利润形成强有力的补充。

7. 重要事项

2015 年，公司与工银瑞信投资管理有限公司和宏源汇富创业投资有限公司合资成立北京城建（上海）股权投资管理有限公司（简称“城建投资”），并以此为平台发行地产基金。城建投资注册资本人民币 1 亿元，公司与工银瑞信投资管理有限公司、宏源汇富创业投资有限公司的股权比例分别为 40%、30%、30%，公司相对控股。

2015 年 8 月 13 日，公司与上海浦银安盛资产管理有限公司、城建投资共同发起设立“北京城建一期（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）”（简称“一期基金”），投资于公司全资子公司北京城建兴云房地产有限公司拥有的北京门头沟项目。一期基金规模 28 亿元。构成如下：城建投资作为普通合伙人（GP），出资 2,800.00 万元，占基金份额的 1%；上海浦银安盛资产管理有限公司担任优先级有限合伙人，出资 19.32 亿元，占基金份额的 69%；公司作为次级有限合伙人出资 8.4 亿元，占基金份额的 30%。基金存续期为 1+1 年。

2015 年 10 月 13 日，公司与申万宏源证券有限公司、城建投资共同发起设立“北京城建二期

股权投资基金合伙企业（有限合伙）”（简称“二期基金”），投资于公司全资子公司北京城建兴业置地有限公司开发的北京市大兴区瀛海镇项目。二期基金规模 24.428 亿元，构成如下：由城建投资作为普通合伙人（GP），出资 2,440.00 万元，占基金份额的 1%；申万宏源证券有限公司担任优先级有限合伙人，占基金份额的 70%；由公司作为次级有限合伙人出资 7.084 亿元，占基金份额的 29%。基金存续期为 1+1 年。

总体看，上述基金的设立为公司房地产开发业务的融资需求提供了有效支撑。

8. 经营效率

2015 年，受公司收入结转节奏的影响，公司营业收入规模有所下降，导致流动资产周转率有所下降，由 2014 年的 0.26 次下降为 2015 年的 0.20 次，周转率处于正常水平；同时，随着公司项目结转规模变化，公司成本有所降低，而在开发项目有所增长，使得公司存货周转率有所下降，由 2014 年的 0.23 次下降为 2015 年的 0.15 次。受存货增长影响，加之公司持有的可供出售金融资产以公允价值计量带动总资产上升，公司总资产周转率则由 0.22 次下降为 0.16 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率较低。但考虑到公司持有较大规模的可供出售金融资产，剔除该因素，公司经营效率应属正常。

表8 2015年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
万科 A	0.40	0.39	0.35
北辰实业	0.15	0.21	0.17
世茂股份	0.39	0.41	0.24
深振业 A	0.31	0.37	0.30
中房地产	0.15	0.16	0.16
保利地产	0.30	0.34	0.32
北京城建	0.15	0.20	0.16

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

9. 经营关注

公司房地产业务集中于北京地区，开发项目规模大，存在一定去化压力

2015 年公司房地产开发项目以北京为立足点，逐步拓展外埠。公司房地产业务主要集中于北京地区，2015 年公司收入构成中，北京地区收入占 87.87%，较 2014 年有所下降，但仍属较高，不利于分散风险，区域风险抵抗能力一般。从 2015 年房地产业走势来看，作为中国首都，北京人口流入量大，对房价有一定的支撑，但考虑到 2016 年以来一线城市房地产价格上涨较快，一线城市房产销售政策有所收紧，公司开发项目较多，可售面积规模较大，存在一定的去化压力。

公司项目未来投资规模大，存在一定的融资需求和压力

近年来公司发展速度快，近两年拿地金额累计达到 143.13 亿元，一方面使得公司债务规模增长较快，另一方面，公司项目后续开发尚需较大规模投资，存在较大融资需求和压力。同时，公司存在一定的一级开发项目和棚改项目，也需大规模投资，融资压力较大。

10. 未来发展

公司将继续围绕房地产开发高效化这一目标，加大销售力度，强化资金管理，持续提升房地产开发能力；储备发展后劲，努力推动公司成为金融与房地产紧密结合、以资本运作为主线、追求高效的房地产投资经营商。

具体来看，在房地产主业上，一手抓开发能力建设，一手抓业务平台建设。多渠道获取土地资源，坚持既定的拿地策略，立足北京，辐射外埠重点区域。在加快现有一级开发的基础上，继续拓展有价值的一级开发项目；积极寻求以棚户区改造为重点项目，积极探索合作开发、股权收购、PPP 模式等拿地渠道。多措并举促进销售，新开项目要做好充分的市场分析、开盘预热、客户积累等工作，加快入市步伐；已开项目要加大营销力度，加快销售节奏，提高去化率，加速回款；商业项目要提前布局，加大招商和销售力度。继续强化建设过程管控，做好开发建设组织总设计，抓好工程业务流程的编制和推行，加大分户验收力度，严格落实竣工计划，推动项目管理流程化、标准化，保证精细化管理落到实处。加大产品研发力度，继续深化北京地区住宅产品分级配置标准和售楼处标准化方案，开展公司保障房产品线梳理和整合工作。持续增强成本管控，进一步加大对目标成本的审核和控制，确保目标成本落到实处。

总体上看，公司将稳健经营现有房地产开发业务；公司未来发展规划明确，随着公司在建住宅项目实现销售、经营规模提升，公司整体盈利能力有望继续增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见，公司提供的 2016 年一季度合并财务报表未经审计。

2015 年，公司对北京城建万科天运置业有限公司进行非同一控制下企业合并，同时，包括新设北京城建成都置业有限公司等 4 家，考虑到被合并企业规模不大，上述合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 640.35 亿元，负债合计 436.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）204.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 194.10 亿元。2015 年公司实现营业收入 91.78 亿元，净利润（含少数股东损益）14.84 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 14.29 亿元；经营活动现金流量净额为-56.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.96 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 687.90 亿元，负债合计 490.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 197.60 亿元，归属于母公司所有者权益合计 187.61 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.69 亿元，净利润（含少数股东损益）1.69 亿元，归属于母公司的净利润 1.74 亿元，经营活动现金流量净额为-12.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.96 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产合计 640.35 亿元，较年初增长 27.17%，主要系存货和以公允价值计量的可供出售金融资产增长所致；其中流动资产占比 80.75%，非流动资产占比 19.25%，流动资产占比高符合房地产开发企业特征。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 517.09 亿元，较年初增长 22.57%，主要系存货增加所致。公司流动资产以货币资金（占 13.53%）和存货（占 81.32%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金为 69.95 亿元，较年初增长 5.99%，主要为银行存款。货币资金中使用受限金额 0.13 亿元，占比很小，主要为按揭保证金。

截至 2015 年底，公司存货账面余额为 420.50 亿元，较年初增长 30.49%，主要系公司 2013 年加大拿地力度，项目开发陆续竣工所致。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，账面价值

分别为 342.56 亿元和 78.84 亿元。截至 2015 年底，公司存货中，开发成本较大的项目主要有大兴魏善庄项目（28.55 亿元）、门头沟永定镇项目（28.39 亿元）、朝阳东坝项目（24.13 亿元）、北京理工大学 2 号地项目（24.10 亿元）、瀛海项目（23.97 亿元）、仁和镇平各庄项目（23.81 亿元）、世华龙樾项目（21.41 亿元）和昌平北七家镇项目（19.97 亿元）；开发产品中较大的项目主要有海梓府项目（24.80 亿元）、徜徉集项目（10.55 亿元）、龙樾湾（重庆）项目（8.18 亿元）、世华泊郡项目（6.89 亿元）等。公司对存货已计提跌价准备 0.90 亿元，主要系对龙樾湾（重庆）项目、重庆熙城项目等计提的跌价准备。公司存货规模较大，其变现能力将受到房地产行业景气度及政策影响，公司面临一定的去库存压力。截至 2015 年底，公司存货中使用权或所有权受限的存货合计 64.29 亿元，用于获得借款，占期末存货账面价值的 15.29%，抵押比例不高。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 123.26 亿元，较年初增长 50.97%，主要系可供出售金融资产增加所致。公司非流动资产以可供出售金融资产（占比 60.78%）、长期股权投资（占 10.93%）、投资性房地产（占 21.05%）和递延所得税资产（占 5.87%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 74.91 亿元，较年初增长 99.99%，主要系公允价值变动所致，主要包括对国信证券（账面价值为 67.74 亿元，按 2015 年 12 月 31 日国信证券收盘价每股 19.75 元计量）、锦州银行（账面价值 6.19 亿元，按 2015 年 12 月 31 日锦州银行收盘价 5.68 港币和汇率中间价 100 港币=83.78 元人民币计量）等。此外，公司以成本法计量的可供出售金融资产主要包括对二十一世纪空间技术应用股份有限公司（0.97 亿元）等。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 13.48 亿元，较年初减少了 3.51%，其中被投资企业主要包括北京科技园建设（集团）股份有限公司（占比 48.81%）、深圳市中科招商创业投资有限公司（占比 40.35%）等，主要为科技创新类公司，经营状况良好。

截至 2015 年底，公司投资性房地产账面余额为 25.95 亿元，较年初增加 12.19%，主要系固定资产转入及公允价值变动所致。公司投资性房地产多为物业配套和底商，较为分散。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产为 7.24 亿元，主要由预提土地增值税、预售房款导致预缴企业所得税和计提资产减值准备等形成。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 687.90 亿元，比年初增长 7.43%，主要来自流动资产中货币资金、应收账款、预付款项和存货的增加。其中流动资产占比 83.69%、非流动资产占比 16.31%，公司资产结构与年初相比变化不大，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中，公司货币资金充足，但以房地产开发项目为主的存货占比较大，公司存在一定的去库存压力；非流动资产中可供出售金融资产、长期股权投资等占比较大，由于公司投资时点多为上市之前，以国信证券为代表的优质股权投资已经上市，股价波动可能导致公司资产规模不稳定；公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 436.29 亿元，较年初增长 29.60%，主要系 2015 年公司预收账款增长、发行 58 亿公司债券及其他非流动负债增长所致。公司负债以流动负债为主，其中流动负债和非流动负债分别占 60.39%和 39.61%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 263.46 亿元，较年初增长 30.28%，主要系预收款项增长及长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致；其中，公司流动负债以应付账款（占 23.69%）、

预收款项（占36.32%）、其他应付款（占5.44%）和一年内到期的非流动负债（占比32.03%）为主。

截至2015年底，公司应付账款余额为62.42亿元，较年初小幅减少3.02%；其中主要为应付工程款（占比56.46%）、应付土地拆迁款（占比12.87%）和预提土地增值税（占比30.28%）等。应付账款账龄主要以一年内为主；超过一年的重要应付账款合计22.43亿元，占年末应付账款账面价值的35.93%，主要系预提土地增值税、石榴庄项目一期预提土地征用拆迁补偿费、中央农业广播电视学校拆迁回建款暂估拆迁回建款、北京城建亚泰建设集团有限公司未结算工程款和北京城建一建设发展有限公司未结算工程款等。

截至2015年底，公司预收款项合计95.70亿元，较年初增长32.62%。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。

截至2015年底，公司其他应付款为14.32亿元，较上年减少29.98%，主要为与城建集团的往来款，此外还包括少部分建筑施工单位质保金、押金及保证金等。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为84.40亿元，较上年增长115.92%，主要系长期借款陆续到期所致，1年内到期的长期借款占90.16%。

截至2015年底，公司非流动负债合计172.83亿元，较上年增长28.57%，主要系应付债券和其他非流动负债增长所致，截至2015年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比33.46%）、应付债券（占比33.14%）和其他非流动负债（占21.38%）构成。

截至2015年底，公司长期借款金额合计57.83亿元；其中，抵押借款合计10.19亿元，保证借款39.26亿元以及信用借款8.37亿元。从贷款期限结构上看，公司贷款以3年期借款为主。

公司应付债券主要系公司于2015年7月20日发行的7年期公司债券58.00亿元。截至2015年底，公司应付债券为57.28亿元。

截至2015年底，公司新增其他非流动负债36.94亿元，主要系公司设立一期基金和二期基金确认的负债，子公司从基金公司取得的借款。

截至2015年底，公司全部债务为236.65亿元，其中短期债务和长期债务分别占比35.75%和64.25%，以长期债务为主。截至2015年底，公司资产负债率和全部债务资本化率分别为68.13%、53.70%，较上年分别上升1.28和4.41个百分点；长期债务资本化率为42.70%，较上年上升0.25个百分点，主要系部分长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。整体看，公司有息债务规模较大，总体债务负担尚处于合理区间。

截至2016年3月底，公司负债合计490.29亿元，较年初增长12.38%，主要来自流动负债的增长；公司负债中流动负债占62.74%、非流动负债占37.26%，与年初相比负债结构变化不大。截至2016年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.27%、49.86%和32.40%，公司债务负担较2015年末进一步加重，但仍属可控。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，公司总体债务负担尚可。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益204.05亿元，其中归属于母公司所有者权益为194.10亿元，较年初增长23.90%，主要系持有的金融资产带来的其他综合收益增长所致。归属于母公司所有者权益中，股本占8.07%，资本公积占19.56%，其他综合收益占30.85%、盈余公积占3.72%，未分配利润占37.80%，公司权益稳定性一般。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计为197.60亿元，较年初减少了3.16%，主要系其他综合收益减少所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益为187.61亿元，少数股东权益9.99

亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 8.35%、资本公积占 20.24%、其他综合收益占 27.53%、盈余公积占 3.85%，未分配利润占 40.03%，结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益中其他综合收益占比较大，存在一定的波动性；公司未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2015 年，公司营业利润为 18.89 亿元，同比微幅下降 0.76%。受营业外收入和所得税费用的小幅波动影响。2015 年公司实现净利润 14.84 亿元，同比下降 1.06%；其中归属于母公司所有者的净利润为 14.29 亿元。

从利润构成看，2015 年公司实现利润总额 19.23 亿元，其中营业利润占比达到 98.23%，公司盈利对营业外收入不存在依赖。此外，公司持有较大规模的优质股权投资，每年实现的投资收益规模较大，2015 年为 2.11 亿元，已成为公司营业利润的有力补充。

从期间费用来看，2015 年，公司加强对费用的控制力度，加之利息资本化规模扩大，财务费用、销售费用和管理费用均有所下降，2014 和 2015 年，公司费用收入比分别为 9.04%和 7.98%，公司费用收入比有所下降，公司费用控制能力有所提升。

从各项盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率为 26.50%，较上年变化不大。由于所有者权益和资产的上升速度快于利润增长速度，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率为和净资产收益率分别为 4.23%、3.62%和 8.00%，均较上年有所下降。从同行业上市公司比较来看，公司的各项盈利能力指标尚可。

表 9 2015 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	净资产收益率	总资产收益率	毛利率	销售期间费用率
北辰实业	5.52	2.89	42.73	20.46
世茂股份	11.51	6.58	36.32	8.74
万科 A	19.24	6.11	29.35	4.79
深振业 A	9.77	6.72	34.64	10.47
中房地产	1.67	0.93	24.44	13.13
保利地产	18.58	6.41	33.2	5.61
北京城建	8.15	3.50	38.41	7.98

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016 年 1~3 月，公司实现营业总收入 10.69 亿元，实现营业利润 2.47 亿元；利润总额 2.49 亿元，净利润为 1.69 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.74 亿元。

总体看，公司近年营业收入规模略有下降，但盈利规模基本稳定；投资收益构成公司盈利的重要补充；公司整体盈利能力强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-56.31 亿元，连续两年呈大额净流出状态，主要系由于公司购地支出和项目建设支出持续增加所致。从收入实现质量来看，主要系收入确认和获取现金时点不一致影响所致，现金收入比有所波动。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 4.85 亿元，其中，2015 年公司收回投资收到的现金大幅增加，较 2014 年增加了 8.64 亿，主要系公司收回向北京市土地整理储备中心大兴区分中心的 8.00 亿元委托贷款所致；2015 年，公司投资活动现金流出为 8.36 亿

元，较上年增长 23.24%，主要系投资支出增加所致，由于公司收回投资收到的现金大幅增加和对外股权投资收益有所增长，导致 2015 年投资活动净现金流出转为净流入状态。

从筹资活动情况来看，为满足日常经营和投资的需要，公司通过发行债券和银行借款筹措资金，2015 年筹资活动净现金流呈大额净流入状态，为 55.42 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-12.55 亿元，呈现净流出状态；投资活动产生的现金流量净额为 0.92 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 27.60 亿元。

总体看，2015 年公司经营活动净现金流为净流出状态；公司对外股权投资效益上升，投资活动净现金流逐渐由净流出状态转向净流入状态；公司通过融资活动满足日常经营和投资的需要，对融资的需求较大，筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底公司流动比率为 1.96 倍；受房地产企业存货数额较大的行业特征影响，公司速动比率处于较低水平，为 0.37 倍，较上年下降 0.13 倍，主要系部分长期借款即将到期，转入一年内到期的非流动负债所致；2015 年公司现金短期债务比为 0.83 倍，较年初 1.69 倍有所下降，主要系一年内到期的非流动负债增加所致，现金对短期债务的保护程度有所下降，但仍处于较高水平。此外，公司可供出售金融资产规模较大，国信证券于 2015 年年底已达到可售条件，变现能力大幅提高，可有力增强公司的短期偿债能力。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 20.91 亿元，较上年 20.92 亿元变化不大；其中 2015 年 EBITDA 主要以利润总额和计入财务费用的利息支出为主，分别占 91.96%和 6.98%。随着公司债务规模的上升，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，2014 和 2015 年分别为 1.95 倍和 1.66 倍，同期 EBITDA 全部债务比为 0.13 倍和 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。同时，公司经营活动净现金流为负，对全部债务的保障能力不足。总体看，公司长期偿债能力有待提升。

公司与中国银行、建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年底，公司获得的银行等金融机构授信总额为人民币 217.50 亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币 62.78 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。公司已在上海交易所主板上市，直接融资能力较强。

截至 2015 年底，公司为商品房买受人提供住房按揭借款担保 60.01 亿元，此外无对外担保。截至 2015 年底公司无重大未决诉讼情况。

总体看，公司现金资产规模相对较大，加之持有可变性强的股权投资，短期偿债能力强；但公司总体债务规模较大，长期偿债能力有待提升。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 G1011010801382300S），截至 2016 年 3 月 4 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，公司过往债务履约情况良好。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 69.95 亿元，为“15 城建 01”债本金合计（58 亿元）的 1.21 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较好；截至 2015 年底，公司净资产达 204.05 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的

3.52 倍，公司现金类资产和净资产对“15 城建 01”债按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 20.91 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 0.36 倍，公司 EBITDA 对“15 城建 01”债的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 160.40 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 2.77 倍，公司经营活动现金流入量对“15 城建 01”债的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为上海证券交易所上市公司，在品牌声誉、融资渠道、土地储备等方面具有优势，公司对“15 城建 01”债的偿还能力很强。

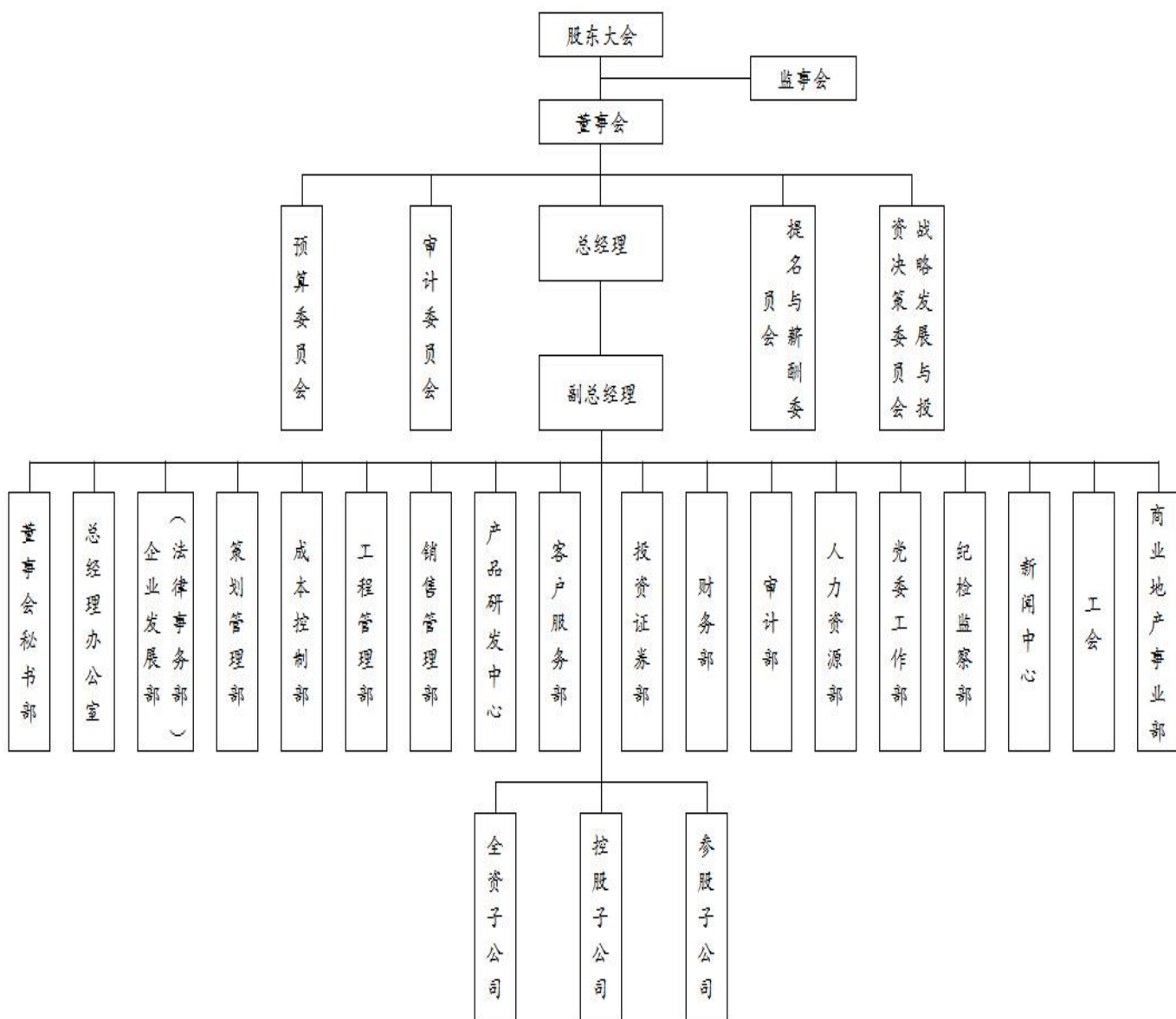
八、综合评价

北京城建投资发展股份有限公司作为北京市国资委下属北京城建集团有限责任公司的重要子公司，房地产开发主业突出，在北京地区具备较好知名度，盈利能力较强土地储备较为充足，控股股东支持力度大。公司在建项目及可售面积规模较大，可支持公司未来几年的房地产发展需求。同时公司持有优质金融类股权资产，可变现规模较大，对公司营运资金提供了一定保障，进而增强了公司的偿债能力。联合评级也关注到，公司存货规模较大，存在一定的去库存压力；2015 年，公司发展速度快，债务规模增长较快；公司在手项目尚需较大规模投资，未来存在较大融资需求；受土地储备增加及开发进度加快等影响，公司经营性现金流表现为持续大规模净流出。

跟踪期内，公司经营情况良好，2015 年以来，公司逐步拓宽了融资渠道包括：债券、产业基金等多种方式，融资渠道较为通常；同时，受 2015 年下半年以来房地产市场回暖影响，公司销售情况有所回升，一定程度上保障了还款来源。公司持有优质金融类股权资产，为公司贡献了较为稳定的投资收益，对公司利润形成良好的补充。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 城建 01”债项信用等级为“AA+”。

附件 1 北京城建投资发展股份有限公司组织结构图



附件 2 北京城建投资发展股份有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	503.52	640.35	687.90
所有者权益（亿元）	166.87	204.05	197.60
短期债务（亿元）	39.09	84.60	101.79
长期债务（亿元）	123.07	152.05	94.72
全部债务（亿元）	162.16	236.65	196.52
营业收入（亿元）	100.11	91.78	10.69
净利润（亿元）	15.00	14.84	1.69
EBITDA（亿元）	20.92	20.91	--
经营性净现金流（亿元）	-61.06	-56.31	-12.55
应收账款周转次数(次)	109.38	100.77	--
存货周转次数（次）	0.23	0.15	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.16	0.02
现金收入比率（%）	68.21	122.52	392.85
总资本收益率（%）	6.12	4.23	0.41
总资产报酬率（%）	4.65	3.62	0.38
净资产收益率（%）	11.31	8.00	0.84
营业利润率（%）	26.76	26.50	36.77
费用收入比（%）	9.04	7.98	13.65
资产负债率（%）	66.86	68.13	71.27
全部债务资本化比率（%）	49.28	53.70	49.86
长期债务资本化比率（%）	42.45	42.70	32.40
EBITDA 利息倍数（倍）	1.95	1.66	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.09	--
流动比率（倍）	2.09	1.96	1.87
速动比率（倍）	0.49	0.37	0.39
现金短期债务比（倍）	1.69	0.83	0.84
经营现金流流动负债比率（%）	-30.19	-21.37	--
EBITDA/发债额度	0.36	0.36	--

注：2016 年一季度相关财务指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。