跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]756 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 AAA，评级展望为“稳定”

北京城建投资发展股份有限公司公开发行的“15 城建 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月二十三日

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

北京城建投资发展股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 城建 01	58 亿元	AAA	AAA	2018 年 5 月 8 日

跟踪评级时间：2019 年 5 月 23 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	982.09	1,099.50
所有者权益（亿元）	221.73	259.63
长期债务（亿元）	407.69	431.21
全部债务（亿元）	477.00	525.92
营业收入（亿元）	140.43	133.81
净利润（亿元）	15.73	13.53
EBITDA（亿元）	21.56	20.65
经营性净现金流（亿元）	-139.36	-86.21
营业利润率（%）	18.30	20.32
净资产收益率（%）	7.28	5.62
资产负债率（%）	77.42	76.39
全部债务资本化比率（%）	68.27	66.95
流动比率（倍）	2.58	2.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	0.80
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	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、其他非流动负债已计入长期债务。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

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”）作为北京城建集团有限责任公司房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台，跟踪期内，在项目储备与获取、区域布局、开发规模、产业布局和融资渠道与成本等方面仍具备竞争优势。2018 年，公司继续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市和重点旅游城市，且棚改和一级开发项目有望为公司提供较多的土地补充，新开工及在建面积保持在较大规模；同时，公司拥有金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到在一线城市房地产严格的调控政策下，公司销售面积及金额有所下滑、一级开发项目资本支出压力较大、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。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望保持稳定；同时公司持有优质金融类股权资产，进而增强了公司的偿债能力，综合竞争力有望进一步提升。

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

优势

1.2018 年，公司通过联合竞买、股权收购、合作开发、棚户区改造、政府授权实施等方式获取土地，主要位于北京、重庆和成都等一、二线城市和三亚、黄山等旅游城市，区域位置较好，同时考虑公司在北京有较多棚改和一级土地开发项目，公司土地储备规模充足，且楼面均价合理。

2．公司在建面积规模较大，能够满足公司

未来 2~3 年项目开发需要；公司待售面积较大，且区域位置良好。

3．公司依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、棚改基金、债权融资计划、中期票据等多种融资方式，且融资成本低。

4．公司持有优质金融类股权资产与自持物业，投资收益与物业收入对利润形成有力补充。

关注

1．近期，房地产行业政策变化较大。公司作为立足北京区域发展的房地产开发企业，2018 年销售面积及金额有所下滑，需重点关注区域房地产行业政策对公司的影响。

2．公司在建项目较多，同时土地一级开发业务周期较长面临不确定因素较多，且所需投资规模大，存在较大的资本支出压力。

3．考虑永续债后，2018 年，公司债务规模增长较快，财务杠杆有一定的上升且公司经营性现金流表现为持续净流出。

分析师

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

卢　瑞

电话：010-85172818

邮箱：lur@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

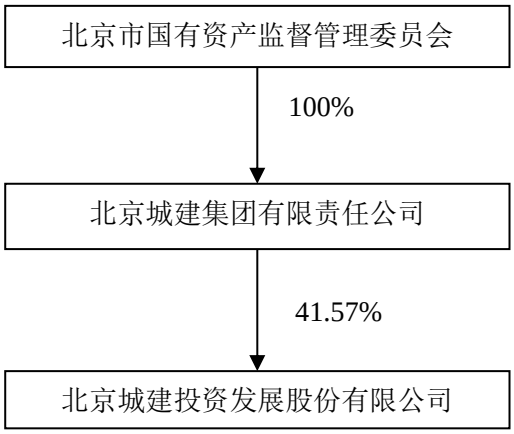
联合信用评级有限公司

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，股票简称为“北京城建”，股票代码为 600266.SH。经历次增资转股及定向增发，截至 2018 年底，公司总股本为 156,704 万股，注册资本为 156,704.00 万元。

截至 2018 年底，公司控股股东为城建集团（在城建集团对公司拥有控制权期间，城建集团将公司作为旗下房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台，持续在房地产业务方面优先支持公司，协助其做大做强主营业务），持股比例为 41.57%；公司实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会，具体情况如下图所示。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司坚持房地产开发主业，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 2018 年底，公司组织结构发生较大调整，详见附件 1；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司 42 家，在职员工 2,524 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,099.50 亿元，负债合计 839.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 259.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 234.49 亿元。2018 年，公司实现营业收入 133.81 亿元，净利润（含少数股东损益）13.53 亿元，其中归属于母公司的净利润 12.30 亿元；经营活动现金流量净额为-86.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-29.72 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；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）。

“15 城建 01”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 2018 年底，募集资金中 28.15 亿元已用于偿还债务，29.85 亿元（含利息）已用于补充公司流动资金，募集资金使用完毕。2018 年 7 月 20 日，公司已兑付上一计息年度的利息。

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。

1. 房地产开发行业

（1）行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较上年回升 2.46 个百分点；其中，住宅投资 85,192 亿元，同比增长 13.37%，增速提高 3.99 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.84%；办公楼投资 5,996 亿元，同比减少 11.31%，占房地产开发投资比重为 4.99%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比减少 9.35%，占房地产开发投资比重为 11.79%。从地区分布看，2018 年，东部地区房地产开发投资 64,355 亿元，同比增长 10.9%；中部地区投资 25,180 亿元，同比增长 5.4%；西部地区投资 26,009 亿元，同比增长 8.9%；东北地区投资 4,720 亿元，同比增长 1.3%。2019 年 1~3 月，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。

土地供应方面，2018 年，全国 300 个城市成交面积 105,492 万平方米，同比增加 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比增加 2%。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，全年房地产开发企业到位资金 165,963 亿元，同比增长 6.40%，增速较上年下降 1.80 个百分点。其中，国内贷款 24,004 亿元，同比下降 4.90%；利用外资 107.98 亿元，同比下降 35.80%；自筹资金 55,831 亿元，同比增长 9.70%；其他资金 86,020 亿元，同比增长 7.84%。在其他资金中，定金及预收款 55,418 亿元，同比增长 13.81%；个人按揭贷款 23,706 亿元，同比下降 0.84%。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，2019 年以来房企融资环境有所改善但主要聚焦于头部房企。

市场供需方面，2018 年，全国商品房销售面积 171,654 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国商品房销售额 149,973 亿元，同比增长 12.20%。其中，住宅销售面积同比增长 2.20%，办公楼销售面积同比减少 8.30%，商业营业用房销售面积同比减少 6.80%；住宅销售额同比增长 14.70%，办公楼销售额同比减少 2.60%，商业营业用房销售额同比增长 0.70%。从供应来看，2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550 万平方米，同比增长 5.20%；商品房待售面积 52,414 万平方米，同比减少 11.00%，其中住宅待售面积同比减少 16.80%，办公楼待售面积同比减少 0.40%，商业营业用房待售面积同比减少 9.30%。

销售价格方面，2018 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速基本保持稳定，三线城市价格指数增速明显下行。其中，一线城市同比增速从年初的 1.43%下降至年末的 0.40%；二线城市同

比增速从年初的 7.70%下降至年末的 7.08%；三线城市百城住宅价格指数增速较年初的 12%左右下降至 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%，分别较上年提高 2.79 和 5.82 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，分别较上年提高 3.70 和 5.71 个百分点。据克而瑞统计，2018 年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年房地产开发投资平稳增长，市场预期较稳定，房企拿地趋于理性，融资环境有所改善；一、二线房地产市场价格保持稳定，三四线房地产市场价格有所下滑，行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地；2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年的两会和4月份中央政治局会议定调房住不炒、因城施策，继续推进长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

表 1　2018 年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019 年 4 月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，2018年以来，政府仍强调稳定房地产市场，因城施策、结构微调、满足市场化需求。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，且房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长

在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍是各地的主要目标。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

（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。

土地成交方面，2018 年，北京市住宅用地成交 52 宗，规划建筑面积 624 万平方米，同比下降 36%，房地产整体降温，调控政策趋严，土地流拍率达到 13%；2018 年，住宅用地楼面均价为 23,499 元/平方米，同比下降 5%，住宅用地溢价率为 15%，较去年下降 9 个百分点。

市场供需方面，2018 年，北京市商品房新开工面积为 2,321.1 万平方米，同比下降 6.2%；其中，住宅新开工面积为 1,233.6 万平方米，同比增长 0.6%。2018 年，北京市商品房竣工面积为 1,557.9 万平方米，同比增长 6.2%；其中，住宅竣工面积为 731.2 万平方米，同比增长 21.1%。2018 年，北京市商品房销售面积为 696.2 万平方米，同比下降 20.4%；其中，住宅销售面积为 526.8 万平方米，同比下降 14.0%。截至 2018 年底，北京市商品住宅（含保障房）库存量为 979 万平方米。

销售价格方面，2018 年，北京市商品住宅（不含保障房）成交均价为 42,891 元/平方米，同比持平，同比增幅连续两年回落；限竞房、共有产权房大量入市稳定市场行情，价格整体保持稳定。

房地产政策方面，2018 年 6 月，《北京住房和城乡建设发展白皮书（2018）》正式对外发布，完善住房租赁市场租金监测和发布机制，逐步将个体、非正规经营主体住房租金全面纳入监测监管；2018 年 7 月，央行管理部发布、央行营业管理部联合四部门出台支持北京市共有产权住房专项信贷政策，规定适用首套房贷政策的共有产权住房贷款最低首付比例按照政策性住房执行，不低于 30%，不适用首套房贷政策的共有产权住房贷款最低首付比例参照普通住房执行，不低于 60%；2018 年 9 月，北京住房公积金管理中心发布《关于调整住房公积金个人住房贷款政策的通知》，公积金贷款实施了“认房又认贷”，今后公积金每缴存一年可贷 10 万元。

总体看，2018 年，北京市共有产权房及限竞房大量入市稳定市场行情，价格整体保持稳定；受调控政策影响，土拍市场较为谨慎，楼市回归理性，购买力受到一定限制，商品房成交量同比大幅下降。

2. 土地一级开发行业

（1）行业概况

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激烈竞争，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。

（2）行业风险

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，则开发商面临亏损风险。而《物权法》第四十二条进一步保障被征收人的合法权益，对土地补偿费、安置补助费等费用的详细规定，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。若未来房地产市场景气度有所下降，将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”及房地产开发相比，土地一级开发的政策不全面，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，公司独立董事陈行因董事会换届离任，并聘任胡俞越为独立董事；公司其他董事、监事和高级管理人员无重大变动，高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，公司实现营业收入 133.81 亿元，较上年减少 4.72%，主要系一级土地开发业务未实现收入所致；实现净利润 13.53 亿元，同比减少 14.00%，主要系缴纳的土地增值税增加所致，其中归属于母公司的净利润为 12.30 亿元。

从业务构成情况来看，2018 年，公司房地产开发（房屋销售）实现收入 127.95 亿元，同比增长 9.95%，主要系房地产项目结转增加所致；房地产开发（土地一级开发）未实现收入；物业管理实现收入 2.97 亿元，较上年增长 10.43%，主要系物业管理面积增加所致；租赁业务实现收入 1.95 亿元，较上年增长 13.26%，主要系商业地产面积增加所致。

从毛利率看，公司房地产开发销售业务毛利率由 2017 年的 29.29%上升至 2018 年的 33.18%，主

要系世华龙樾项目和海云家园项目毛利率上升所致；近两年，公司物业管理毛利率为负值，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，但预计未来随着合同陆续到期，新合同采用市场定价，公司物业管理毛利率有望上升；2018年，公司租赁收入毛利率为85.33%，较上年下降7.60个百分点，主要系部分物业装修工程支出增加使得成本上升所致。受上述因素影响，2018年，公司主营业务毛利率为33.05%，较上年提升了6.94个百分点，具体情况如下表所示。

表2　2017~2018年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发（房屋销售）	116.38	82.97	29.29	127.95	96.30	33.18
房地产开发（土地一级开发）	19.49	13.89	6.21	--	--	--
物业管理	2.69	1.92	-9.97	2.97	2.23	-6.74
租赁收入	1.72	1.22	92.93	1.95	1.46	85.33
合计	**140.27**	**100.00**	**26.11**	**132.86**	**100.00**	**33.05**

资料来源：公司年报

总体看，2018年，公司业务仍以房地产开发为主；由于毛利率较低的土地一级开发业务收入当期未实现收入以及当期结转项目毛利率较高的共同影响，公司整体毛利率有所提升。

2. 房地产开发业务

（1）土地储备情况

2018年，公司通过招拍挂获得了天津武清和青岛胶州、大兴采育、昌平科技城、东黄山国际小镇项目；通过股权收购获得了平谷项目；通过政府授权实施获得了保定莲池区棚改项目；通过战略合作积极推进2个项目进展。截至2018年底，公司持有待开发土地面积为83.78万平方米，规划计容建筑面积136.01万平方米，主要位于重庆、北京、成都、天津等一、二线城市和三亚、黄山等旅游城市；考虑到公司在北京有较多棚改和一级开发项目，后续能够为公司提供较多的土地补充，公司土地储备规模尚可，能够满足公司未来2~3年项目开发需要，同时相较于当地房价，公司土地储备楼面均价合理。截至2018年底，公司土地储备情况如下表所示。

表3　截至2018年底公司持有待开发土地情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

序号	持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积	规划计容建筑面积	权益占比	楼面均价
1	北京市昌平区北七家平西府组团一级开发（北区）地块托幼、二类居住、商业金融项目C区	2.00	5.88	100	5,372.44
2	北京市大兴区采育镇区01-0119地块	5.46	5.74	100	16,384.87
3	北京市昌平区北七家镇未来科学城南区CP07-0600-0052、0063、C-18地块F2公建混合住宅用地、R2二类居住用地	9.71	19.42	48	21,109.43
4	三亚红塘湾旅游度假区C-05、E-02地块	13.06	12.76	100	5,431.83
5	成都金牛区何家堰村项目3#地块	2.14	10.72	100	2,860.02
6	重庆两江新区悦来C组团地块	18.00	45.38	100	5,382.95
7	三亚湾海坡片区HPA-01-11、HPA-01-12地块	4.08	7.35	60	2,929.68
8	天津市津武(挂)2017-031号武清区下朱庄街藕甸道南侧	1.46	2.63	100	1,251.09
9	黄山区2018—11、12、13号地块	22.01	17.34	100	2,567.98
10	天津市津武（挂）2018-047号武清区下朱庄街南湖	5.85	8.78	100	6,499.99
合计		**83.78**	**136.01**	--	--

资料来源：公司年报

总体看，2018 年公司通过多元化的拿地方式获取土地，目前公司土地储备主要位于一、二线城市和重点旅游城市，区域位置较好；同时考虑到公司在北京有较多棚改和一级土地开发项目，有望为公司提供较多的土地补充，公司土地储备规模尚可，且楼面均价合理。

（2）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。2018 年，公司新开工项目主要包括龙樾生态城、奥体项目、怀柔项目、管庄项目、临河棚改项目和青岛胶州项目等，新开工面积有较大规模的上升，为 208.62 万平方米；2018 年，受公司建设进度和开工力度的影响，公司竣工面积为 163.56 万平方米，较上年增长 35.94%。受上述因素影响，截至 2018 年底，公司期末在建面积为 515.75 万平方米；考虑到近两年公司平均签约销售面积为 83.45 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。

表4　2017~2018年公司主要开发数据情况

项目	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	138.03	208.62
竣工面积（万平方米）	120.32	163.56
期末在建项目数（个）	23	28
期末在建面积（万平方米）	416.95	515.75

资料来源：公司提供
注：1、由于项目规划建筑面积的动态调整，数据可能存在一定误差，不满足期末在建面积=上年末期末在建面积+新开工面积-竣工面积公式。
2、以上提供的开发数据不包含一级土地开发项目，不包括非并表项目。

截至 2018 年底，公司在建的二级开发项目共 28 个，总规划计容建筑面积为 1,028.12 万平方米，主要分布在北京、天津、青岛、南京和成都等经济较为发达的一、二线城市，区域位置较好。从投资额上看，若不考虑总投资额待定的三个棚改项目，公司在建项目总投资合计 1,227.36 亿元，截至 2018 年底已投资 878.56 亿元，尚需投资 348.80 亿元，具体情况如下表所示。

表 5　截至 2018 年底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目	地区	经营业态	工程状态	项目用地面积	规划计容建筑面积	总投资额	已投资额	2018 年计划投资	2019 年计划投资
世华龙樾	北京海淀	住宅	竣工	32.40	51.80	78.59	67.69	1.67	3.94
青岛龙樾湾	山东青岛	住宅	竣工	4.08	12.69	14.97	10.82	1.57	0.00
胶州樾府	山东青岛	住宅	新开工	20.95	41.90	35.11	8.39	3.92	8.28
胶州樾郡	山东青岛	住宅	新开工	2.40	3.24	3.37	0.64	1.77	0.55
汇景湾	北京平谷	住宅	竣工	41.67	34.86	36.16	35.96	0.20	0.00
南湖一号	天津武清	住宅	竣工	21.60	32.50	16.04	16.04	0.00	0.00
下朱庄	天津武清	住宅	新开工	2.53	3.79	6.37	3.90	0.25	0.85
东坝	北京朝阳	住宅	在建	4.85	9.19	34.11	33.09	1.18	0.00
重庆龙樾湾	重庆九龙坡	住宅	在建	26.79	32.67	26.32	21.82	2.46	0.70
龙樾生态城	重庆两江新区	住宅	在建	22.43	55.36	67.88	37.81	5.18	7.93
理工大学	北京房山	住宅	竣工	11.60	19.43	31.70	30.71	0.00	0.00
门头沟	北京门头沟	住宅	竣工	9.90	20.17	43.30	43.30	0.00	0.00
北七家	北京昌平	住宅	竣工	11.81	28.81	32.85	29.60	1.53	1.57
南京	江苏南京	住宅	在建	6.49	9.09	33.58	24.55	5.06	0.39
管庄项目	北京朝阳	住宅	新开工	6.04	10.26	47.15	37.11	3.51	3.69

成都龙樾湾	成都双流	住宅	在建	20.13	59.70	41.15	37.89	2.50	1.11
成都龙樾熙城	成都金牛	住宅	在建	10.87	40.77	33.90	23.28	2.92	3.95
海云家园	海南三亚	住宅	在建	24.05	23.40	24.18	20.46	3.24	0.49
城建万科城	北京延庆	住宅	在建	16.61	23.26	19.03	16.67	2.36	0.00
瀛海	北京大兴	住宅	竣工	5.79	13.77	37.10	36.45	0.56	0.05
动感花园	北京朝阳	住宅	在建	10.47	13.04	18.85	17.74	0.59	0.52
仁和项目	北京顺义	住宅	在建	25.78	41.32	89.73	70.10	3.23	5.62
台湖项目	北京通州	商业办公	新开工	9.68	17.65	33.24	13.22	8.09	6.72
奥体	北京朝阳	商业办公	在建	1.83	11.94	62.53	57.89	4.61	0.03
临河棚改	北京顺义	棚改回迁房	新开工	202.12	231.92	待定	0.02	9.06	待定
延庆新农村	北京延庆	棚改安置房	新开工	10.57	18.93	待定	0.53	7.15	待定
怀柔安置房	北京怀柔	棚改安置房	竣工	23.79	30.41	待定	7.68	0.00	待定
望坛项目	北京东城	棚改安置房	在建	46.59	136.26	360.17	183.46	36.81	待定
合计	--	--	--	**633.82**	**1,028.12**	--	**886.79**	**109.42**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在建项目 2019 年预计投资 109.42 亿元；公司处于前期阶段（指新取得项目，处于前期办证阶段，尚未开工）的二级市场项目包括海南海坡商业项目、安徽黄山商业项目、天津武清区下朱庄藕甸道商业、天津武清南湖项目、北京大兴采育镇项目、北京昌平未来科学城项目，规划计容建筑面积合计 61.27 万平方米，预计总投资额为 318.21 亿元。公司在建及拟建项目投资资金需求较大，考虑到房屋预售可以带来部分资金回流以及公司较强的融资能力，实际资本支出压力有所缓解。

总体看，公司在建及处于前期阶段的二级市场项目面积规模较大，且基本位于经济较为发达的一、二线城市，可支持公司未来几年的开发建设；同时考虑到房屋预售可以带来部分资金回流以及公司较强的融资能力，公司实际资本支出压力尚可。

（3）房产销售情况

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、天津、青岛等地。从销售情况看，2018 年，公司签约销售面积为 75.61 万平方米，签约销售金额为 149.47 亿元，同比分别减少 17.17%和 17.39%，主要系房地产市场调控政策影响所致。从房产销售均价上看，2018 年，公司销售均价较上年基本保持稳定，为 19,768 元/平方米左右，具体情况如下表所示。

表 6　公司 2017~2018 年房产销售情况

项目	2017 年	2018 年
签约销售面积（万平方米）	91.28	75.61
签约销售金额（亿元）	180.93	149.47
销售均价（元/平方米）	19,822	19,768
销售回款率（%）	100	100
结转收入面积（万平方米）	73.55	59.08

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司在售及拟售项目业态包括住宅、公租房、别墅、高层等，可供出售面积 864.93 万平方米，已预售面积 455.77 万平方米，待售面积 409.16 万平方米，可满足公司未来三至四年的的销售需求，同时在售项目主要位于北京、青岛和重庆等地区，未来销售前景较好，但需关注重庆个别项目的去化情况。截至 2018 年底，公司在售及拟售项目基本情况如下表所示。

表 7　截至 2018 年底公司在售拟售项目基本情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	地区	经营业态	可供出售面积	已预售面积	销售单价
世华龙樾	北京	住宅、商业、储藏间	18.58	10.19	住宅 C5:50,467、C8:68,764、C7:73,805；储藏间：6,942
海梓府	北京	住宅、商业、保障房	18.61	15.06	洋房：55,000；别墅：40,000；公租房：3,780
北京密码	北京	商业、办公	39.54	19.79	公寓：30,000
金色港湾	北京	住宅	1.64	0.00	住宅：10,047
台湖项目	北京	商业、办公	14.39	0.00	
胜悦居	北京	保障房	9.44	8.64	保障房：5,000
延庆康庄项目	北京	保障房	37.70	11.43	保障房：2,000
龙樾湾	青岛	住宅、商业	12.44	10.02	住宅：18,000
樾府	青岛	住宅、商业	40.82	6.08	住宅：15,000
东郡汇	北京	保障房	4.96	0.78	保障房：9,900
珑玺	北京	住宅	3.64	0.93	高层：90,000
首城国际	北京	住宅、办公、储藏间	45.01	37.01	
汇景湾（墅）	北京	住宅、商业、储藏间	38.41	28.69	别墅：24,317；储藏间：4,000
桃源香谷	北京	共产	4.78	4.70	共产：15,551
南湖壹号	天津	住宅	28.59	27.26	洋房：13,200；别墅：9,100
武清 37 号地	天津	共有、自持、商业	3.70	0.00	
武清 31 号地	天津	商业	2.61	0.00	
武清 47 号地	天津	住宅、商业	8.69	0.00	
上河湾	北京	住宅、商业	24.29	22.29	高层：22,755；洋房：26,398
上悦居	北京	保障房	12.76	12.68	保障房：22,000
龙樾西山	北京	住宅、商业、储藏间	5.84	0.91	高层：52,000
采育项目	北京	住宅、仓储	6.74	0.00	
张仪村棚改	北京	保障房	7.10	0.00	
城建万科城	北京	住宅、仓储、政策房	21.89	21.46	洋房：24,282；限价房：4,800；经适房：4,000
城建万科城	北京	配套商业	0.66	0.00	
世华泊郡	北京	住宅、商业	17.75	17.32	
龙樾华府（畅悦居）	北京	住宅、商业、保障房	19.47	13.94	别墅：56,000
管庄项目	北京	共有、办公	10.40	0.00	
西华龙樾	南京	住宅	8.93	0.00	
徜徉街	北京	商业、仓储	17.86	4.56	
国誉府	北京	住宅、商业	7.82	6.31	高层：47,000；洋房 50,000
广悦居	北京	保障房、商业	9.94	9.53	
新城国誉府	北京	住宅、储藏间、车位	16.46	0.00	
瀛海项目	北京	办公、商业、库房	0.80	0.00	
望坛项目	北京	住宅、商业、储藏间、保障房	45.87	15.44	
动感花园	北京	保障房、商业	12.47	0.00	保障房：25,000
北京合院	北京	住宅、商业、储藏间、保障房	44.29	14.36	高层：47,537；合院：42,067；储藏间：11,000
城奥大厦	北京	商业、办公	1.49	0.00	
龙樾湾	成都	住宅、商业、办公	63.64	56.57	高层：8,259；洋房 8,200；别墅：14,487
龙樾熙城	成都	住宅、商业	38.03	14.13	高层：12,194
海云家园	海南	住宅	15.83	6.64	别墅：83,184
海云府	海南	别墅住宅	3.26	1.53	高层：26,364
熙城	重庆	住宅、办公、教育、商业	30.96	26.40	住宅：4,500
龙樾湾	重庆	住宅、商业、教育	15.98	14.95	联排别墅：14,000；类独栋别墅：12,500；洋房：15,763

云熙台	重庆	住宅、商业、教育	15.34	11.10	别墅:13,463；洋房：10,106
龙樾生态城	重庆	住宅、商业、教育	55.53	5.08	叠拼：18,076 高层：11,716；洋房：13,882

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司签约销售均价基本保持稳定，但受房地产市场调控政策的影响，签约销售面积及金额均有所下滑；公司待售面积较大，且区域位置良好，公司未来销售前景尚可，但需要关注重庆个别项目的销售去化情况。同时考虑到 2017 年以来一线城市相关政策有所收紧，由此带来的经营风险仍需关注。

3．土地一级开发业务

由于土地一级开发建设周期较长， 2017 年，公司房地产开发（土地一级开发）实现收入 19.49 亿元，主要系公司结转顺义平各庄一级开发项目所致；2018 年，公司未确认该业务收入。

截至 2018 年底，公司一级土地整理储备面积 837.78 万平方米，规划建筑面积 780.25 万平方米，规模较大，均位于北京地区。截至 2018 年底，公司在手一级开发项目包括 11 个，主要为东城望坛棚改项目、顺义仁和镇临河区棚改项目、昌平马池口项目等，总投资预计约为 1,096.54 亿元；公司已投入资金 341.52 亿元，尚需投资 755.03 亿元，未来随着项目推进，公司存在较大的融资需求。公司土地一级开发业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平。截至 2018 年底，公司在手一级开发项目基本情况如下表所示。

表 8　截至 2018 年底公司在手一级开发项目基本情况（单位：亿元、%、万平方米）

一级开发项目	一级土地整理面积	规划计容建筑面积	权益占比	总投资	已投资金额
北京市怀柔新城 03 街区下元、钓鱼台及东关棚户项目	23.80	30.41	65.00	34.31	24.62
北京市怀柔大中富乐、小中富乐、棚户项目	150.63	126.84	65.00	150.00	0.03
北京市延庆康庄镇一、二、三街村棚户项目	48.53	51.36	100.00	25.71	0.21
北京市延庆康庄镇大王庄、小曹营村新型农村社区集体建设用地项目	10.53	18.95	100.00	15.28	2.69
北京市大兴海子角项目	167.79	92.28	100.00	109.00	0.08
北京市丰台张仪村项目	5.93	16.01	100.00	30.00	0.43
北京市昌平马池口项目	113.32	86.29	70.00	60.00	29.08
北京市东城望坛棚改项目	46.40	81.95	100.00	410.73	191.91
北京市顺义区仁和镇平各庄村	36.15	28.31	100.00	20.35	20.05
北京市顺义区仁和镇临河村	202.12	232.00	100.00	239.00	71.57
北京市密云走马庄村北土地一级开发项目	32.58	15.84	100.00	2.16	0.85
合计	**837.78**	**780.25**	**--**	**1,096.54**	**341.52**

资料来源：公司提供

从项目进展来看，怀柔新城 03 街区下元、钓鱼台及东关棚户项目，北京市延庆康庄镇一、二、三街村棚户项目，北京市昌平马池口项目中的 A-04、A-05、A-07 地块，北京市东城望坛棚改项目部分地块，北京市顺义区仁和镇平各庄村项目和北京市顺义区仁和镇临河村预计将于 2019 年入市，预计土地一级开发业务 2019 年将有较大规模的收入确认。

总体看，公司一级开发项目土地储备充足，在手一级开发项目规模大，虽然其开发的不确定因素较多且未来尚需投入大规模资金，给公司带来一定的资金压力且利润空间较低；但公司土地一级开发业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平，同时棚改项目受国家政策支持，风险较低，能够为公司提供稳定收益。

4. 物业管理业务

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（国家一级物业管理企业资质）、北京城承物业管理有限责任公司（国家二级物业管理企业资质）经营。截至 2018 年底，公司接管 579.70 万平方米物业，较上年增长 8.89%，涵盖商业、办公、酒店等多种业态。2018 年，物业管理实现收入 2.97 亿元，较上年增长 10.43%，主要系物业管理面积增加所致，但仍处于亏损状态。

总体看，随着物业管理面积增加以及业态丰富，公司物业管理收入有所增长，但仍处于亏损状态。

5. 商业地产经营

公司经营性物业招商工作稳步推进，租金收益稳定增加。2018 年，公司海南三亚建国酒店开始试营业，海南三亚万豪酒店按照三亚退海岸线 200 米要求调整了规划方案并重新申报，城奥大厦已经完成验收。截至 2018 年底，公司持有的商业地产经营面积 26.98 万平方米（其中小区配套商业占 61%，写字楼占 16%，公租房占 11%），较上年增长 4.41 万平方米；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 号院泰和国际大厦（骡马市大街 8 号楼）、世华水岸、红木林、金码大厦和首城国际等，属于商业中心地区，且出租率达 99%以上。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。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。2018 年，公司租赁收入 1.95 亿元，较上年增长 13.26%，主要系商业地产面积增加所致；但毛利率略有下滑，主要系部分物业装修工程支出增加所致。

总体看，公司持有优质经营性物业，对公司现金流及利润形成一定补充，但由于部分物业装修工程支出增加，物业租金单价有所下滑。

6. 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 2018 年底，公司长期股权投资余额 13.90 亿元，可供出售金融资产余额合计 51.03 亿元。2018 年，公司实现投资收益 1.40 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、锦州银行股份有限公司、深圳市中科招商创业投资有限公司、北京科技园建设（集团）股份有限公司等股权投资资产质量较好，是投资收益的主要来源。

总体看，公司拥有部分优质股权和金融资产投资标的，所获得的投资收益对公司利润形成有效补充。

7. 经营效率

受收入下滑影响，2018 年，公司流动资产周转率由上年的 0.22 次下降至 0.18 次，总资产周转率由上年的 0.19 次下降至 0.15 次；受确认成本下滑以及加大棚改力度投入使得存货增长的共同影响，存货周转率由上年的 0.22 次下降至 0.15 次。

总体看，公司经营效率在 2018 年略有下滑。

8. 经营关注

公司房地产业务集中于北京地区，政策环境不放松，有一定区域集中度较高风险

公司房地产业务中，北京地区项目占比较大，不利于分散风险，区域风险抵抗能力一般。考虑

到 2016 年 9 月以来一线城市房产调控政策有所收紧，北京限售、限价等政策出台，对公司项目去化周期等方面会造成影响。

公司项目未来投资规模大，存在一定的融资需求和压力

公司发展速度快，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，存在较大资本支出压力。同时，公司有较多的一级开发项目和棚改项目，也需大规模投资，融资压力大。

9. 未来发展

2019 年，公司将以转型升级为重点，持续推进房地产开发、对外股权投资、商业地产经营三大板块协调、均衡发展。具体来看，公司将大力推进黄山、云蒙山文旅项目进展，探索和实践文旅地产的商业模式，通过产城融合、产业融合，形成可持续发展运营模式；以高质量发展为目标，加快推进棚户区改造项目建设；引入资本运作的理念，盘活在手资源，发挥资本的最大价值。

总体看，未来发展规划仍将以地产为核心，在现有业务架构基础上推进地产业务转型升级，贴近公司实际业务，可行性较大。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2018 年，公司新纳入合并范围的经营实体新增 3 家，不再纳入合并范围的经营实体 1 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 2018 年底，公司合并资产总额 1,099.50 亿元，负债合计 839.87 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 259.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 234.49 亿元。2018 年，公司实现营业收入 133.81 亿元，净利润（含少数股东损益）13.53 亿元，其中归属于母公司的净利润 12.30 亿元；经营活动现金流量净额为-86.21 亿元，现金及现金等价物净增加额-29.72 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 1,099.50 亿元，较年初增长 11.96%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 88.71%，非流动资产占 11.29%，流动资产占比稍有上升。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 975.33 亿元，较年初增长 13.22%，主要系存货增加所致；其中，货币资金占比 9.42%、预付款项占比 10.30%、存货占比 76.74%。

截至 2018 年底，公司货币资金为 91.86 亿元，较年初减少 23.93%，主要系公司棚改项目资金投入较大所致；公司货币资金主要为银行存款（占 98.65%），其中使用受限金额 1.24 亿元，占比为 1.35%，主要为按揭保证金与履约保证金。截至 2018 年底，公司预付款项为 100.50 亿元，较年初减少 10.96%，主要系部分拆迁补偿款结算所致；主要由向北京首创华业房地产开发有限公司购置的尚未交付安置房（46.17 亿元，预付款时间为 2016~2018 年度）和向北京东城区人民政府房屋征收办公室支付的未结算的拆迁补偿款（31.39 亿元，预付款时间为 2017 年度）构成。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 748.46 亿元，较年初增长 22.86%，主要系望坛及临河等棚改项目投入增加所致；其中，开发成本（占比 77.61%）较大的项目主要有龙樾湾（重庆）项目（35.22 亿元）、管庄项目（38.11 亿元）、

望坛项目（80.08 亿元）、仁和镇平各庄项目（54.73 亿元）、临河棚改项目（71.57 亿元）和奥体文化园项目（54.44 亿元）；开发产品（占比 22.38%）中金额较大的项目主要有瀛海项目（23.32 亿元）、门头沟永定镇项目（20.37 亿元）和世华龙樾项目（19.50 亿元）等；公司对存货已计提跌价准备 1.36 亿元，主要系对龙樾湾（重庆）项目、重庆熙城项目计提的跌价准备，主要为市场价格下跌所致。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产总额为124.17亿元，较年初增长2.94%，基本保持稳定；其中，可供出售金融资产占比41.10%、长期股权投资占比11.20%、投资性房地产占比29.10%、递延所得税资产占比13.49%。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 51.03 亿元，较年初减少 14.80%，主要系国信证券股价下跌所致；按公允价值计量的占比 77.30%，按成本计量的占比 22.50%。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 13.90 亿元，较年初基本保持稳定；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 57.66%）、深圳市中科招商创业投资有限公司（占比 25.32%）等，主要为科技创新类公司，经营状况良好。公司投资性房地产采用公允价值计量模式，多为物业配套和底商，较为分散；截至 2018 年底，公司投资性房地产为 36.13 亿元，较年初增长 21.58%，主要系存货、固定资产、在建工程转入以及公允价值变动的共同影响所致。截至 2018 年底，公司递延所得税资产为 16.75 亿元，较年初增长 10.68%。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 31.21 亿元，占资产总额的 2.84%，占比低，包括货币资金、存货和投资性房地产，受限原因主要系作为按揭保证金、履约保证金以及作为抵押物用于融资。

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，存货占比较大；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，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 2018 年底，公司负债合计 839.87 亿元，较年初增长 10.46%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债和非流动负债分别占 46.61%和 53.39%。

截至2018年底，公司流动负债合计391.46亿元，较年初增长17.14%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；其中，应付票据及应付账款占比21.48%、预收款项占比31.59%、其他应付款占比17.01%、一年内到期的非流动负债占比24.19%。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款为 84.07 亿元，较年初增长 20.11%，主要系公司加大建设力度使得应付工程款增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项合计 137.74 亿元，较年初增长 7.11%，主要系公司预收房款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款为 66.58 亿元，较年初增长 9.33%，主要系往来款增加所致；其中金额较大的主要为和北京首都开发股份有限公司（12.06 亿元）、北京世纪地和控股有限公司（11.39 亿元）和北京城市副中心投资建设集团有限公司（11.16 亿元）的往来款。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 94.69 亿元，较上年增长 36.81%；其中，1 年内到期的抵押借款占 9.94%，1 年内到期的信用借款占 19.36%，1 年内到期的保证借款占 46.56%，1 年内到期的其他非流动负债（即公司或子公司发行的债权融资计划一年内到期部分）占 24.14%。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 448.42 亿元，较年初增长 5.22%，主要系长期借款增加所

致；其中，长期借款占比 65.86%、应付债券占比 12.84%、其他非流动负债占比 17.46%。

截至 2018 年底，公司长期借款金额合计 295.34 亿元，较年初增长 10.65%，主要系公司一级开发业务规模增加使得银行借款规模增加所致；其中，抵押借款占比 3.83%，保证借款占比 50.97%以及信用借款占比 45.20%。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，债券简称为“15 城建 01”，债券代码为“122402.SH”，票面利率为 4.40%；截至 2018 年底，公司应付债券为 57.58 亿元。截至 2018 年底，公司其他非流动负债 78.29 亿元，较年初减少 6.01%，主要系子公司与北京银行签订的债权融资计划中 5.86 亿元转入一年内到期的非流动负债科目所致；公司其他非流动负债计入长期债务。

截至 2018 年底，公司全部债务为 525.92 亿元，较年初增长 10.25%，主要系土地一级开发开发项目所需资金规模较大，公司长期借款增加所致；同时，公司整体平均融资成本为 5.07%，处于较低水平；其中短期债务和长期债务分别占比 18.01%和 81.99%，以长期债务为主，偿还期限分布相对均衡。截至 2018 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 76.39%、66.95%和 62.42%，较年初分别下降 1.04 个百分点、1.32 个百分点和 2.35 个百分点。整体看，公司债务规模较大，但债务结构较好。

2017 年 12 月 21 日，公司在银行间市场发行 2017 年度第一期长期限含权中期票据，即 17 京城投 MTN001 永续债（10 亿元，票面利率 6.43%）；2018 年 5 月 8 日，公司发行永续中票，即 18 京城投 MTN001（15 亿元，票面利率 6.27%）；2018 年 11 月 21 日，公司发行永续中票，即 18 京城投 MTN002A（8 亿元，票面利率 5.16%）和 18 京城投 MTN002B（7 亿元，票面利率 5.89%），均计入所有者权益。考虑到公司未来赎回永续债的可能性，若将永续债计入应付债券，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率为 80.01%、72.01%和 68.18%，分别较年初上升 1.57 个百分点、2.32 个百分点和 1.82 个百分点，公司债务负担进一步加重；考虑永续债后，从债务到期期限分布来看，公司 2019 年、2020 年及 2022 年到期债务规模均在 70 亿左右，较为均衡，但 2021 年债务到期规模略大在 120 亿左右，2023 年及以后债务到期规模在 230 亿左右。

总体看，公司负债规模持续扩大，负债结构以非流动负债为主；公司债务规模大幅增长，全部债务中长期债务占比较大，整体融资成本低，但公司总体债务负担有所加重且 2021 年偿还规模较大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 259.63 亿元，较年初增长 17.09%；其中归属于母公司所有者权益为 234.49 亿元，较年初增长 16.01%，主要系发行永续中期票据使得其他权益工具规模扩大所致。归属于母公司所有者权益中，股本占 6.68%，其他权益工具占 16.97%，资本公积占 16.22%，其他综合收益占 14.04%、盈余公积占 4.95%，未分配利润占 41.14%，其中，其他综合收益主要来源于可供出售金融资产公允价值变动损益；公司所有者权益其他权益工具、其他综合收益与未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

总体看，公司所有者权益中其他权益工具、其他综合收益和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

2018 年，公司实现营业收入 133.81 亿元，较上年减少 4.72%，主要系当年一级土地开发业务未实现收入所致；实现净利润 13.53 亿元，同比减少 14.00%，主要系缴纳的土地增值税增加所致，其中归属于母公司的净利润为 12.30 亿元。

公司持有较大规模的股权投资，每年实现的投资收益规模较大，2018 年为 1.40 亿元，较上年减少 41.67%，主要系国奥投资发展有限公司（对北京奥林匹克公园 B 区国家体育馆和奥运村进行投资、设计、开发、建设、运营、维护，公司持股比例为 20%）2018 年亏损使得权益法下确认的投资收益大幅减少所致；2018 年公司投资收益占公司营业利润的比例为 7.73%，对公司营业利润形成一定补充。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计为 11.37 亿元，较上年增长 9.78%，主要系公司销售费用与管理费用增加所致。其中，销售费用为 4.19 亿元（占比 36.85%），较上年增长 31.41%，主要系广告费和销售服务费用增长所致；管理费用为 5.33 亿元（占比 46.89%），较上年增长 7.60%，主要系人工成本增加所致；财务费用为 1.85 亿元（占比 16.26%），较上年减少 16.49%，主要系公司利息资本化占比增加所致。

从各项盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 20.32%，较上年有所上升，主要系毛利率较低的一级开发业务当年未产生收入确认以及房地产结转项目毛利率较高的共同影响所致。受利润规模下降、所有者权益和债务的增长等因素影响，2018 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 2.11%、1.94%和 5.62%，均较上年有所下降。

总体看，2018 年，公司营业收入和利润规模均有所下降，投资收益是公司利润一定补充，但近年规模有所下滑，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 180.49 亿元，同比下降 9.76%；经营活动现金流出 266.69 亿元，同比下降 21.41%。综上，经营活动现金流量净额为-86.21 亿元，仍呈现大规模净流出状态，主要系一级土地开发项目投入所致，但净流出规模有所减少。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 4.92 亿元，同比增长 229.39%，主要系子公司收回理财产品以及公司将持有曙光信息产业股份有限公司股权部分变现所致。2018 年，公司投资活动现金流出 4.48 亿元，同比下降 73.62%，主要系公司 2017 年大规模投资华能资本服务有限公司所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.44 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 190.08 亿元，同比下降 29.53%，主要系公司取得借款减少所致。公司筹资活动现金流出 134.03 亿元，同比增加 46.30%，主要系公司偿还债务增加所致。综合以上因素，2018 年筹资活动净现金流仍呈净流入状态，为 56.05 亿元。

总体看，2018 年公司仍保持较大规模的一级土地开发整理工作，使得经营活动净现金流仍为净流出状态；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仍然较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率为 2.49 倍，较年初（2.58 倍）略有下降；速动比率为 0.58 倍，较年初（0.75 倍）有所下降，主要系公司棚改项目资金投入较大所致；截至 2018 年底，公司现金短期债务比为 0.97 倍，现金对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 20.65 亿元，较上年减少 4.22%，基本保持稳定；主要以利润总额（占 87.84%）和计入财务费用的利息支出（占 10.18%）为主。随着公司债务规模的上升，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，2017 和 2018 年分别为 1.00 倍和 0.80 倍，同期 EBITDA

全部债务比为 0.05 倍和 0.04 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障程度较低。总体看，公司长期偿债能力一般。

公司依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、棚改基金、债权融资计划、中期票据等多种融资方式进行融资，同时公司与中国银行、建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年底，公司总部及子公司可使用授信额度总计 1,011.58 亿元，尚可使用额度 387.16 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司已在上海交易所主板上市，直接融资能力较强。

截至 2018 年底，公司无对外担保以及重大未决诉讼情况。

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 2018 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。

总体看，2018 年，公司短期偿债能力指标有所减弱，但处于较好水平，长期偿债能力指标仍然一般；考虑到公司融资渠道畅通，在开发项目规模较大，能为未来销售提供支持，公司整体偿债能力强。

七、本次债券债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 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 91.86 亿元，为“15 城建 01”本金合计（58 亿元）的 1.58 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较好；截至 2018 年底，公司净资产达 259.63 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 4.48 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很强。

从盈利情况来看，2018 年公司 EBITDA 为 20.65 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”债的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 180.49 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 3.11 倍，公司经营活动现金流入量对“15 城建 01”债的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为上市公司，在股东背景、区域竞争力、融资渠道、储备及开发规模等方面具有优势，公司对“15 城建 01”债的偿还能力极强。

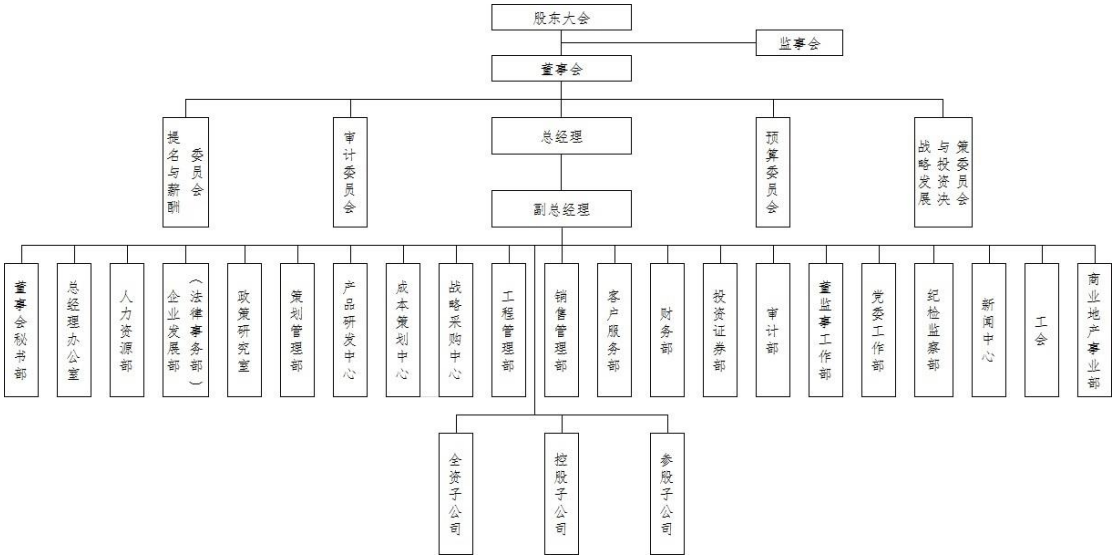
八、综合评价

公司作为城建集团的下属上市公司，在项目储备与获取、区域布局、开发规模、产业布局和融资渠道与成本等方面仍具备竞争优势。2018 年，公司继续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市和重点旅游城市，且棚改和一级开发项目有望为公司提供较多的土地补充，新开工及在建面积保持在较大规模；同时，公司拥有优质金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合评级也关注到一线城市房地产严格的调控政策下，公司销售面积及金额有所下滑、一级开发项目资本支出压力较大、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。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望保持稳定；同时公司持有优质金融类股权资产，进而增强了公司的偿债能力，综合竞争力有望进一步提升。

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

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	982.09	1,099.50
所有者权益（亿元）	221.73	259.63
短期债务（亿元）	69.31	94.70
长期债务（亿元）	407.69	431.21
全部债务（亿元）	477.00	525.92
营业收入（亿元）	140.43	133.81
净利润（亿元）	15.73	13.53
EBITDA（亿元）	21.56	20.65
经营性净现金流（亿元）	-139.36	-86.21
流动资产周转次数（次）	0.22	0.18
存货周转次数（次）	0.22	0.15
总资产周转次数（次）	0.19	0.15
现金收入比率（%）	124.34	114.89
总资本收益率（%）	3.08	2.11
总资产报酬率（%）	2.46	1.94
净资产收益率（%）	7.28	5.62
营业利润率（%）	18.30	20.32
费用收入比（%）	7.37	8.50
资产负债率（%）	77.42	76.39
全部债务资本化比率（%）	68.27	66.95
长期债务资本化比率（%）	64.77	62.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	0.80
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
流动比率（倍）	2.58	2.49
速动比率（倍）	0.75	0.58
现金短期债务比（倍）	1.74	0.97
经营现金流动负债比率（%）	-41.70	-22.02
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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	
总资本收益率	（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。