跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]514 号

京投发展股份有限公司：

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：

京投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”

京投发展股份有限公司公开发行的“14 京银债”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：

二零一八年五月十六日

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

京投发展股份有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

本次债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 京银债	7.79 亿元	3 年	AAA	AAA	2017 年 6 月 16 日

担保方：北京市基础设施投资有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2018 年 5 月 16 日

主要财务数据

发行人

项　目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	287.76	278.63	298.87
所有者权益（亿元）	34.71	42.52	44.26
长期债务（亿元）	86.91	96.58	119.89
全部债务（亿元）	149.46	169.69	188.43
营业收入（亿元）	59.22	62.17	10.01
净利润（亿元）	7.46	9.47	1.75
EBITDA（亿元）	12.96	17.15	--
经营性净现金流（亿元）	50.55	-1.87	-14.22
营业利润率（%）	24.37	29.90	27.56
净资产收益率（%）	23.76	24.52	--
资产负债率（%）	87.94	84.74	85.19
全部债务资本化比率（%）	81.15	79.97	80.98
流动比率（倍）	1.63	1.66	1.87
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	0.90	1.32	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.66	2.20	--

担保方

项　目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	4,354.98	4,829.51
所有者权益（亿元）	1,612.54	1,916.52
全部债务（亿元）	2,102.95	2,213.82
净利润（亿元）	20.20	18.68
资产负债率（%）	62.97	60.32

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、其他应付款中关联方资金拆借已计入短期债务，其他非流动负债中的长期债权融资部分已计入长期债务；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

2017 年，京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）业务格局稳定，房地产开发业务综合实力等方面仍具有很强的行业竞争优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业政策调控、市场需求不稳定、公司资本支出规模大以及短期偿债压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。

2017 年以来，公司通过夯实“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，获取了潭柘寺镇 D 地块以及密云檀营地块。未来随着在建、拟建项目的推进，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

担保方北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）作为国有大型企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对“14 京银债”的增信作用仍具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“14 京银债”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．公司业务中心地处北京，北京作为全国政治、教育、文化中心，第三产业发达，人口较为集中，公司目标市场具备很强的区位优势。

2．公司在北京拥有多个储备项目，且多以轨道上盖和沿线物业项目为主，区位优势明显；项目大多交通便利，储备成本较为合理，在区域内有较强竞争力，具有良好的盈利前景。

3．公司控股股东京投公司拥有大量轨道项目一级开发土地资源，资产规模大、资金实力雄厚，为公司发展提供多方面支持，其提供

的担保对提升“14 京银债”信用水平仍具有明显的增强作用。

关注

1．2017 年以来，房地产行业持续政策调控，下游需求存在波动，可能会对公司经营发展形成不利影响；2017 年，公司协议销售金额大幅下滑。

2．北京地区土地市场竞争愈加激烈，公司在北京获取土地资源的难度加大，并且未来新推出的潜在轨道物业项目位置可能渐渐远离城市中心区，土地增值空间减小，且项目推出的时间不确定、不规律、不连续；同时，公司储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量大。

3．公司整体债务规模大，债务负担重；同时，公司短期债务占比高，短期内的偿付压力较大。此外，公司所有者权益稳定性有待提升。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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

京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）原名为宁波华联集团股份有限公司，1993 年 10 月在上海证券交易所挂牌上市。历经多次股权变更、配股、增发及名称变更等事项，2016 年 6 月 6 日，公司变更名称为“京投发展股份有限公司”并办理完毕工商变更登记，公司证券简称由“京投银泰”变更为“京投发展”，证券代码“600683.SH”保持不变。截至 2018 年 3 月底，公司总股本为 74,077.76 万股，控股股东仍为北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”），持股比例仍然为 34.67%，实际控制人仍然为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

截至2017年底，公司经营范围未发生变化，但组织架构发生较大调整，保留董事会办公室、审计部、成本管理部、财务管理部、人力行政部和风险控制部6个部门，撤销计划运营中心、拓展部和资产管理部3个部门，新设战略投资部、设计研发部、招采管理部、营销策划部、客户服务部、运营管理部、资本管理部和商业管理部8个部门（详见附件1）；公司在职员工615人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 278.63 亿元，负债合计 236.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 62.17 亿元，净利润（含少数股东损益）9.47 元，其中归属于母公司所有者净利润 3.22 亿元；经营活动现金流量净额为-1.87 亿元，现金及现金等价物净增加额为-17.15 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 298.87 亿元，负债合计 254.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.39 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.01 亿元，净利润（含少数股东损益）1.75 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.88 亿元；经营活动现金流量净额为-14.22 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.42 亿元。

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]1077号文核准，公司获准公开发行面值不超过人民币7.79亿元的公司债券，实际发行规模为7.79亿元，债券期限为3年，票面利率为4.80%；并于2015年7月27日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“14京银债”，债券代码：“122382.SH”。截至2017年底，公司募集资金在扣除发行费用后，已全部用于偿还公司债务，资金用途与募集说明书保持一致；公司已于2017年6月26日支付2016年6月26日至2017年6月25日期间的利息。截至本报告出具日，“14京银债”未到第三个付息日。

“14京银债”由北京市基础设施投资有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

1. 行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；

东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。

（1）土地供给

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

（2）开发资金来源

2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房地产融资手段和融资成本的控制越发重要。

（3）商品房市场供需

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，处于相对历史低位状态，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

（4）行业竞争

2017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24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17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15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

（5）行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。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期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。

（2）房地产调控政策趋于长期化

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

（3）中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的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。

3. 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，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。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，行业兼并重组成为趋势；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。

4. 区域经济

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。

2017 年，北京市商品房新开工面积为 2,475.7 万平方米，同比下降 12.0%。其中，住宅新开工面积为 1,226.7 万平方米，同比增长 1.4%。2017 年，北京市商品房竣工面积为 1,466.7 万平方米，同比下降 38.5%。其中，住宅竣工面积为 604.0 万平方米，同比下降 52.6%。2017 年，北京市商品房销售面积为 875.0 万平方米，同比下降 47.8%。其中，住宅销售面积为 612.8 万平方米，同比下降 38.3%。

2017 年，北京各类型土地供应共新增 128 宗，同比大幅增长 220.00%；供应土地面积 971.40 万平方米，同比大幅增长 123.06%。2017 年，北京各类型土地总成交 102 宗，同比大幅增长 148.78%；成交土地面积 793.55 万平方米，同比大幅增长 91.01%；土地成交总价 2,796.02 亿，同比增长达 227.97%，创下 2013 年以来的最高纪录；成交楼面价为 20,257.13 元/平方米，环比上涨 39.76%。

2017 年 3 月 17 日，北京市住建委、市规划国土委、市住房公积金中心、市银监局、人民银行营业管理部联合举行新闻发布会，北京楼市调控进一步升级。政策规定居民家庭名下在本市已拥有 1 套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于 60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于 80%。暂停发放贷款期

限 25 年以上的个人住房贷款。2017 年 4 月，北京市发布《北京市 2017~2021 年及 2017 年度住宅用地供应计划》，明确未来 5 年内将建立租购并举的住房制度，优化住宅供应结构。2017 年 9 月，北京市住建委会同有关部门联合发布《北京市共有产权住房管理暂行办法》，共有产权住房是政府与购房人按份共有产权的政策性商品住房。

总体看，2017 年，北京市房地产调控政策趋于长期化，住有所居成为新的发展目标，可能会对房地产企业的销售以及现金流回笼造成一定的影响。

四、管理分析

2017 年 11 月 7 日，公司原董事白云生和韩学高先生分别因达到国家法定退休年龄以及工作原因辞去公司董事职位；2017 年 12 月 1 日，经股东推荐并由股东大会选举，魏怡、陈晓东和邱中伟担任公司董事。2018 年 3 月 8 日，公司副总裁兼董事会秘书田锋先生由于工作原因辞去董事会秘书职位，但仍担任公司副总裁；公司董事会指定财务总监贾卫平先生代行董事会秘书职责。2018 年 4 月 10 日，经股东提名并经股东大会选举，陈洪林先生和闵庆文先生担任公司独立董事。2018 年 4 月 19 日，王萱女士因工作原因辞去公司监事职务，暂未选举新的监事。公司管理制度未发生重大变化。

总体看，公司管理制度连续，高层管理团队未发生重大变化，经营团队基本保持稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司实现营业收入 62.17 亿元，同比增长 4.99%，主要系公司房地产项目结转收入增加所致；净利润 9.47 亿元，同比增长 26.93%，主要系结转项目毛利率增加所致。

近年来公司主营业务收入主要来自房产销售，其他业务占比很低不再具体分析。2017 年，公司房产销售业务收入为 60.65 亿元（占比 97.58%），同比增长 6.18%，主要系北京西华府项目和北京琨御府项目结转收入增加所致。2017 年，公司房产销售业务毛利率为 36.34%，较上年增加 3.42 个百分点，主要系 2017 年结转收入的北京-琨御府住宅项目毛利率较高（2017 年高达 49.38%）拉动整体毛利率上升所致，具体情况如下表所示。

表 1　2016~2017 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	571,203.61	96.51	32.92	606,515.49	97.58	36.34
物业租赁	2,793.30	0.47	60.06	1,966.81	0.32	45.66
进出口贸易	15,312.87	2.59	2.00	11,181.79	1.80	1.60
旅游饮食服务及其他	2,562.26	0.43	35.24	1,923.62	0.31	-0.72
合计	**591,872.05**	**100.00**	**32.26**	**621,587.71**	**100.00**	**35.63**

资料来源：公司年报
注：2017 年物业租赁收入的减少主要系华联房产恒泰大厦项目部分楼层改造装修所致；2017 年进出口贸易业务收入的减少主要系人民币汇率上升及外贸业务员年初离职所致。

总体看，2017 年，受竣工交付节奏的影响，公司结转收入规模有所上升；同时，受琨御府项目毛利率提升的影响，公司整体毛利率水平有所提升。

2. 土地储备

近年来，公司贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，积极推进北京地区、环京区域以及境外轨道物业项目和特色小镇的拓展工作。2017 年 1 月 19 日，公司以联合体形式获取门头沟区潭柘寺镇 D 地块，截至 2017 年底，公司主要项目（包括在建、拟建、竣工以及前期项目）总占地面积 147.74 万平方米，总建筑面积 322.58 万平方米，剩余可售面积为 175.05 万平方米；除无锡鸿墅项目以及 2018 年新获取的密云檀营项目外，其他土地储备公司仍延续合作开发的模式，土地获取成本较低，优势明显。

表 2　截至 2017 年底公司主要项目及储备情况（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	位置	状况	权益	占地面积	总建筑面积	土地成交价	楼面价	剩余可售面积	持有土地及房产面积	
									土地	房产
公园悦府	北京昌平区	在建项目	51	25.94	62.82	47.00	7,481.69	25.12	15.08	36.51
琨御府	北京海淀区	在建项目	51	15.91	39.50	46.50	11,772.15	13.93	7.25	18.00
西华府	北京丰台区	在建项目	50	23.32	66.48	33.51	5,040.61	13.50	9.81	27.95
檀香府	北京门头沟区	在建项目	51	23.62	40.99	42.00	10,246.40	27.11	20.36	35.34
新里程	北京房山区	竣工项目	80	7.78	17.66	9.22	5,218.57	0.02	0.01	0.03
无锡鸿墅	无锡惠山区	在建项目	100	24.16	47.04	0.72	152.08	34.95	21.59	42.04
璟悦府	北京市平谷区	前期项目	51	8.92	24.22	14.60	6,028.08	17.85	8.92	24.21
潭柘寺镇 D 地块项目	北京门头沟区	拟建项目	40	18.09	23.87	63.30	26,524.20	42.56	18.09	23.87
合计				**147.74**	**322.58**	--	--	**175.05**	**101.11**	**207.95**

资料来源：公司提供，联合评级整理
注：1、无锡项目为公司收购项目，上表所列为原始土地出让合同的成本价，因而较低；
2、上述部分项目包括公租房、限价房，导致土地成交价偏低；

2018 年 1 月 4 日，公司以 100%股权获取密云檀营地块，成交价款为 19.43 亿元，建设用地面积为 6.36 万平方米，建筑规模 12.71 万平方米，容积率为 2.0，且自持商品住房面积占该宗土地居住用途建筑面积的 2%。

总体看，公司继续贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，土地储备尚可，主要土地储备集中于北京地区，以合作方式进行开发，土地获取成本较低，优势明显。

3. 开发情况

项目开发方面，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体；房产开发分自主开发和合作开发，多数项目为合作开发，目前开发项目以轨道物业项目为核心，且开发项目主要位于北京。截至 2017 年底，公司共有从事房地产开发业务的控股公司 12 家，其中有 9 家注册地在北京，主营业务收入中北京地区占 90%以上。具体情况如下表所示。

表 3　截至 2017 年底从事房地产开发公司控股子公司情况（单位：%、万元）

序号	公司名称	持股比例	主要经营范围	注册资本	注册地
1	北京京投万科房地产开发有限公司	80	房地产开发经营	40,000.00	北京
2	北京京投置地房地产有限公司	100	房地产开发经营	500,000.00	北京
3	无锡惠澄实业发展有限公司	100	房地产开发经营	12,000.00	无锡
4	北京京投银泰尚德置业有限公司	51	房地产开发经营	10,000.00	北京
5	北京京投兴业置业有限公司	51	房地产开发经营	10,000.00	北京
6	北京京投银泰置业有限公司	50	房地产开发经营	10,000.00	北京

7	北京潭柘投资发展有限公司	100	房地产开发经营	41,000.00	北京
8	北京京投瀛德置业有限公司	51	房地产开发经营	5,000.00	北京
9	慈溪市住宅经营有限责任公司	100	房地产开发经营、投资管理	100.00	慈溪
10	宁波华联房地产开发有限公司	100	房地产开发经营	2,000.00	宁波
11	北京京投兴平置业有限公司	51	房地产开发经营	5,000.00	北京
12	北京潭柘兴业房地产开发有限公司	40	房地产开发经营	30,000.00	北京

资料来源：公司提供，联合评级整理

在建及拟建项目方面，截至2017年底，公司未完工项目中公园悦府、琨御府、西华府、檀香府、璟悦府和潭柘寺镇D地块六个项目位于北京市的昌平区、海淀区、丰台区、门头沟区、平谷区和门头沟区，其中公园悦府、琨御府、西华府属于地铁上盖物业项目，预计投资均超过了80亿元，体量较大。截至2017年底，公司未完工项目预计总投资593.29亿元，已累计投资422.34亿元（2017年新增投资额为98.58亿元），具体情况如下表。2018年，公司预计新开工面积为34.84万平方米，完成竣工面积33.72万平方米。

表 4　截至 2017 年底公司开发投资情况（单位：万平方米、亿元）

项目	权益占地面积	规划建筑面积	建设情况			
			预计总投资	2017 年投资额	截至 2017 年底累计投资	项目状态
公园悦府	13.23	62.82	118.79	7.10	92.59	在建项目
琨御府	8.11	39.50	99.29	6.68	90.41	在建项目
西华府	11.66	66.48	84.36	4.36	71.14	在建项目
檀香府	12.04	40.99	93.73	9.28	70.45	在建项目
无锡鸿墅	24.16	47.04	34.60	0.92	10.46	在建项目
璟悦府	4.55	24.22	23.91	2.13	19.20	在建项目
潭柘寺镇 D 地块项目	7.23	23.87	138.60	68.10	68.10	拟建项目
合计	**80.99**	**304.91**	**593.29**	**98.58**	**422.34**	--

资料来源：公司提供

在上述位于北京的地铁上盖物业项目的开发建设过程中，公司获得了控股股东的大力支持。控股股东主要通过委托贷款方式给予公司融资支持，以缓解公司建设资金紧张的局面。截至 2017 年底，公司以委托贷款的形式从控股股东京投公司拆入资金合计为 116.54 亿元（其中 0.90 亿元年利率为 9.0%、37.355 亿元年利率为 9.6%、55.75 亿元年利率为 8.6%、19.22 亿元年利率为 8.0%、2.515 亿元年利率为 6.4%、0.80 亿元年利率为 5.9%），未来公司在上述项目后续建设过程中有望继续获得京投公司的资金支持。同时，由于上述项目大都是采用分期滚动开发的方式，随着项目所处的地铁周边及相关配套不断完善，预计项目实现的预售收入可观，或将有效缓解项目投资额大的局面。

总体看，公司目前房地产开发项目所需建设投资资金较大，但控股股东为公司提供的资金支持在一定程度上降低了开发建设的资金风险；大部分建设项目属于地铁上盖物业，采用滚动开发方式，经营风险较小。

4. 销售情况

2017 年，公司按年度计划目标推进“公园悦府项目”、“琨御府项目”、“西华府项目”、

“檀香府项目”以及“无锡鸿墅”等项目，实现签约销售额 7.39 亿元，同比大幅下降 90.55%，主要系公司各项目开发进度尚未达到可预售条件所致。2017 年，公司年度经营计划中预计签约销售金额为 7.98 亿元，实际完成额略低于计划完成额，主要系受到调控政策的影响，部分类型产品销售难度增加所致；2017 年，公司实现签约销售面积 3.18 万平方米，同比下降 84.12%；签约销售均价为 2.32 万元/平方米，同比下降 40.51%，主要系主要销售区域分布不同所致。2017 年，公司可供出售面积为 19.90 万平方米；截至 2017 年底，公司累计销售面积为 81.68 万平方米。

表 5　2017 年公司主要项目销售情况（单位：万元、平方米）

项目名称	地点	类型	签约销售金额	签约销售面积	可供出售面积	截至 2017 年底累计已售面积
公园悦府	北京昌平区	普通住宅、保障房、商业	3,442.00	4,258.00	33,127.00	180,999.00
琨御府	北京海淀区	普通住宅、公租房、商业、写字楼	27,527.00	6,211.00	85,350.00	166,848.00
西华府	北京丰台区	普通住宅、公租房、写字楼、商业	2,841.00	579.00	648.00	186,090.00
檀香府	北京门头沟区	洋房、别墅、保障房	27,450.00	7,406.00	25,273.00	43,306.00
金域公园	北京房山区	普通住宅	1,244.00	2,512.00	2,512.00	57,159.00
新里程	北京房山区	普通住宅、保障房	0.00	0.00	242.00	140,820.00
无锡鸿墅	无锡惠山区	普通住宅、洋房及别墅	11,399.00	10,863.00	24,268.00	41,612.00
璟悦府	北京平谷区	办公、商业、住宅及配套	0.00	0.00	27,620.00	0.00
潭柘寺镇D地块项目	北京门头沟区	洋房、别墅	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	--	--	**73,903.00**	**31,829.00**	**199,040.00**	**816,834.00**

资料来源：公司提供
注：上表中，可供出售面积=已取预售证面积-2016 年底累计已销售面积。

根据公司经营计划，公司 2018 年计划签约销售额为 70 亿元，预计实现营业收入 78.92 亿元。

总体看，2017 年，公司在售项目多集中分布在北京地区，签约销售金额及面积下滑较大；但预计随着潭柘寺镇D地块项目的开发以及璟悦府项目、公园悦府项目预售许可证的获取，公司 2018 年签约销售规模将有所增加。

5. 经营关注

（1）房地产市场波动和政策变动的风险

公司房地产开发业务销售收入主要来自北京和无锡，其中北京地区销售收入占公司营业总收入的 90%以上，北京房地产市场的波动和限购政策均对公司房地产业务具有重大影响。

（2）一线城市房地产行业竞争加剧的风险

公司战略发展重点以及目前在建拟建的项目多数位于北京，随着房地产行业市场结构的调整变化，大中型房企均向一、二线城市回归，北京市内土地供应存量减少、节奏放缓、竞价上涨。市场竞争愈加激烈，公司在北京获取土地资源的难度加大。就轨道物业而言，根据目前北京城市发展的实际和轨道交通建设的发展规律，未来新推出的潜在轨道物业项目位置可能渐渐远离城市中心区，土地增值空间减小，且项目推出的时间不确定、不规律、不连续，使得公司项目规划和利润筹划有更大难度，另外，京外已有其他房企开始涉足轨道物业领域，这些均对公司业务发展带来一定影响。

（3）公司房地产项目布局和投资的风险

由于房地产市场区域分化持续，公司现有的京外项目存在投资风险，未来形势是否能够扭转，存在不确定性。公司 2015 年度、2016 年度以及 2017 年度均对参股的鄂尔多斯市京投银泰房地产开发有限责任公司涉及的借款计提了资产减值准备，联合评级将对该项投资风险进行持续关注。

总体看，公司未来经营受宏观经济政策、房地产市场行情、财务风险和投资风险等因素的影响较大。

6. 未来发展

公司将积极顺应行业发展趋势和市场环境变化，抓住机遇主动应对，主要做好以下几个方面的工作：（1）为支持公司可持续发展，引领公司业务拓展方向，公司将适时开展战略发展规划修订工作；（2）专注京内外轨道物业项目的获取，同时打理推进环京区域土地拓展工作；（3）拓展融资渠道，提高资金使用效率；（4）按照“做强总部、做精项目”的管理定位，将管控制度转化为生产力、强化工程标准建设及过程管理。

总体看，公司战略清晰，发展目标符合自身资源优势。

六、财务分析

公司提供的 2017 年度合并财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年，公司合并范围未发生变化，会计政策连续，数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 278.63 亿元，负债合计 236.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）42.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 23.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 62.17 亿元，净利润（含少数股东损益）9.47 元，其中归属于母公司所有者净利润 3.22 亿元；经营活动现金流量净额为-1.87 亿元，现金及现金等价物净增加额为-17.15 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 298.87 亿元，负债合计 254.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）44.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 24.39 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 10.01 亿元，净利润（含少数股东损益）1.75 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.88 亿元；经营活动现金流量净额为-14.22 亿元，现金及现金等价物净增加额为 5.42 亿元。

1．资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 278.63 亿元，较年初减少 3.17%，主要系流动资产减少所致；其中，流动资产占 82.11%，非流动资产占 17.89%。

截至 2017 年底，公司流动资产 228.79 亿元，主要由货币资金（占比 4.74%）和存货（占比 89.63%）构成，较年初减少 14.61%，主要系货币资金和存货的减少所致。截至 2017 年底，公司货币资金为 10.85 亿元，较年初下降 61.25%，主要系拿地等开发支出增加所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值 205.06 亿元，较年初下降 5.05%，主要系房地产项目实现销售结转所致，主要由开发成本（占比 91.85%）和开发产品（占比 8.14%）构成；从计提跌价准备情况来看，2015 年受无锡房地产市场低迷影响，公司对无锡鸿墅项目计提存货跌价准备 1.57 亿元，2016~2017 年，随着该项目部分结转收入，公司分别转销存货跌价准备 0.46 亿元和 0.31 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动资产 49.84 亿元，较年初大幅增长 151.57%，主要系其他非流动资产的大幅增长所致，主要由可供出售金融资产（占比 6.65%）、递延所得税资产（占比 6.98%）

和其他非流动资产（占比 77.03%）构成。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 3.31 亿元，较年初增长 12.65%，主要系公司支付投资北京基石仲盈创业投资中心（有限合伙）剩余投资款 3,600 万元以及投资保定基石连盈创业投资基金 2,000 万元的共同影响所致。截至 2017 年底，公司递延所得税资产为 3.48 亿元，较年初减少 5.73%，基本保持稳定。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 38.39 亿元，较年初大幅增长 344.39%，主要系公司于 2017 年以联合体形式获取潭柘寺镇 D 地块 40%的股权，向成立的项目公司北京潭柘兴业房地产开发有限公司支付土地价款及前期费用 26.44 亿元所致。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 45.52 亿元，占总资产比重为 16.34%，受限比例较小。其中，受限的存货为 43.10 亿元、受限的固定资产为 0.34 亿元、受限的投资性房地产为 1.52 亿元、受限的长期股权投资为 0.56 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 298.87 亿元，较年初增长 7.26%，主要系存货的增加所致。其中，公司流动资产为 248.65 亿元，较年初增长 8.68%，主要系对项目的持续投入使得存货增加以及项目实现开盘销售使得货币资金增加的共同影响所致；公司非流动资产为 50.22 亿元，较年初增长 0.76%，基本保持稳定。

总体看，公司资产结构以流动资产为主，其中以房地产项目开发成本为主的存货占比大，可快速变现能力一般；非流动资产以其他非流动资产为主，后续需要持续的开发投入，但未来可为公司提供一定的现金和投资收益支撑。此外，公司受限资产占比较小，同时考虑到公司主要存货位于北京市，公司整体资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 236.12 亿元，较年初减少 6.69%，主要系流动负债的减少所致；其中，流动负债占比 58.36%，非流动负债占比 41.64%。

截至 2017 年底，公司流动负债为 137.80 亿元，较年初减少 16.25%，主要系预收款项的减少所致，主要由应付账款（占比 8.24%）、预收款项（占比 31.08%）和一年内到期的非流动负债（占比 49.37%）构成。截至 2017 年底，公司应付账款为 11.36 亿元，较年初增长 6.98%，主要系应付工程款的增加所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 42.83 亿元，较年初减少 46.33%，主要系项目实现销售结转以及当年销售回款的规模较小的共同影响所致；其中，西华府项目预收款项期末余额为 19.79 亿元（预售比例为 79.92%，最近一期竣工时间为 2018 年 9 月），琨御府项目预收款项期末余额为 21.85 亿元（预售比例为 53.34%，最近一期竣工时间为 2017 年 12 月）。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 68.03 亿元，主要为 1 年内到期的长期借款和应付债券，较年初增加 18.79%，主要系“14 京银债”将于 2018 年 6 月 26 日到期，重分类至该科目所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 98.32 亿元，较年初增长 11.07%，主要系长期借款和其他非流动负债的增加所致，主要由长期借款（占比 72.90%）、应付债券（占比 20.27%）和其他非流动负债（占比 5.23%）构成。截至 2017 年底，公司长期借款为 71.67 亿元，较年初增长 20.95%，主要系公司获取土地经营投入增加，公司融资需求增大所致；其中，质押借款（占比 40.22%）和信用借款（占比 38.55%）均来自于京投公司的委托贷款，抵押借款占比 21.24%；从到期期限来看，长期借款中将于 2019 年到期的为 12.75 亿元，2020 年到期的为 57.47 亿元，2020 年存在一定的集中偿付风险，但考虑到长期借款大部分为控股股东京投公司的委托借款，公司实际集中偿付压力较小。截至 2017 年底，公司应付债券为 19.93 亿元，较年初减少 27.91%，主要系 14 京银债

转至一年内到期的非流动负债科目所致；此外，16 京泰 01 和 16 京投 02 合计期末余额为 19.93 亿元，均将于 2019 年到期，届时将面临一定的集中偿付压力。截至 2017 年底，公司其他非流动负债为 5.14 亿元，较年初大幅增长 66,002.86%，主要系公司全资子公司于 2017 年 1 月 25 日完成北京金融资产交易所债权融资计划第一期发行所致，融资额度为 5 亿元，产品期限为 2 年，将于 2019 年到期；该科目中的长期债权融资部分已计入长期债务。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 169.69 亿元，较年初增长 13.53%，主要系公司于当年新增土地以及后续开发需求增加所致；其中，长期债务占比 56.91%，短期债务占比 43.09%，短期支付压力较大，债务结构有待改善；从期限结构来看，将于 2018 年到期的占比 43.09%、2019 年到期的占比 22.25%、2020 年到期的占比 33.87%。截至 2017 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 84.74%、79.97%和 69.43%，均较上年略有降低，但仍处于较高水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 254.61 亿元，较年初增长 7.83%，主要系公司经营规模扩大使得长期借款增加所致。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务合计 188.43 亿元，较年初增长 11.04%，其中长期债务占比 63.63%，短期债务占比 36.37%；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 85.19%、80.98%和 73.04%，较年初略有提升，主要系增加土储以及项目的持续开发使得资金需求上升所致。

总体看，公司整体债务负担仍较重；同时，公司短期债务占比较高，短期偿付压力较大，债务结构有待改善。

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益为42.52亿元，较年初增长22.48%，主要系房地产项目销售结转使得子公司北京京投银泰置业有限公司及北京京投兴业置业有限公司归属于少数股东的权益增加所致；其中，归属于母公司所有者权益23.51亿元，占比为55.31%。归属于母公司所有者权益中，股本占比31.50%，资本公积占比13.94%，未分配利润占比49.94%，盈余公积占比4.61%，归属母公司所有者权益中未分配利润占比较高，同时少数股东权益在所有者权益中占有较高比例，公司所有者权益稳定性较弱。

截至2018年3月底，公司所有者权益为44.26亿元，较年初增长4.11%，基本保持稳定。

总体看，公司所有者权益有所上升，但所有者权益稳定性仍然有待提高。

3．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 62.17 亿元，同比增长 4.99%，主要系公司房地产项目结转收入增加所致；净利润 9.47 亿元，同比增长 26.93%，主要系结转项目毛利率增加所致；其中归属于母公司所有者的净利润为 3.22 亿元。

2017 年，公司期间费用总额为 4.03 亿元，同比增长 21.24%，主要系财务费用的增加所致；其中，财务费用占比 38.28%，管理费用占比 42.05%，销售费用占比 19.67%。2017 年，公司财务费用为 1.54 亿元，同比增长 117.97%，但若剔除公司 2016 年收取的债权款延期支付产生的欠息 7,428.79 万元[1]的影响后，变动不大；管理费用为 1.70 亿元，同比增长 17.45%，主要系公司规模进一步扩大使得管理人员增加以及公司可研阶段咨询费用增加所致；销售费用为 0.79 亿元，较年

[1] 2016 年 9 月 5 日，就转让宁波市钱湖国际会议中心开发有限公司股权所涉及的相关协议约定的违约责任问题，公司与交易各方共同签署了《补充协议》。依据《补充协议》，公司收回延期付款利息 5,650.79 万元，计入利息收入；公司就北京新港水泥制造有限公司股权收购合作事项终止后的相关事宜，与北京市门头沟区人民政府国有资产监督管理委员会签署《合作意向协议之补充协议二》，依据该补充协议，2016 年公司收回合作诚意金 5,000 万元和约定的利息 1,778 万元。

初减少 32.46%，主要系公司销售广告代理及佣金等减少所致。

截至 2017 年底，公司对合营企业鄂尔多斯项目公司提供借款的余额为 11.16 亿元，经专业评估机构的评估，上述债权提供给公司抵押物评估值为 8.22 亿元，根据相关协议及清偿顺序，公司针对上述借款计提资产减值准备 3.35 亿元，已累计计提 2.45 亿元。该项目公司目前仍处于停工状态，2017 年，公司针对该事项计提资产减值损失为 0.91 亿元（2016 年计提减值损失 0.81 亿元）。

2017 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.47%、5.98%和 24.52%，分别较上年提高 1.45 个百分点、1.46 个百分点和 0.76 个百分点，略有上升，整体盈利指标尚可。

2018 年 1~3 月，受项目实现销售结转的影响，公司实现营业收入 10.01 亿元，同比增长 519.65%；实现净利润 1.75 亿元（上年同期为-0.51 亿元）。

总体看，公司营业收入受房地产项目结转影响有所上升，且结转项目毛利率较高，盈利能力略有增强；但公司对鄂尔多斯项目公司提供的借款计提减值对利润有所侵蚀。

4. 现金流

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入29.08亿元（其规模远大于签约销售额主要系部分2016年签约项目于2017年收到房款，以及部分预售项目于2017年封顶收到按揭放款的共同影响所致），同比下降67.11%，主要系公司各项目开发进度尚未达到可预售条件使得签约销售规模下降所致；经营活动现金流出30.94亿元，同比下降18.26%，主要系公司项目开发建设进度放缓所致。综上，公司经营活动现金流量净额由上年的50.55亿元变为-1.87亿元，由净流入转为净流出。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入14.97亿元，同比大幅增长266.68%，主要系公司进行短期保本投资理财资金收回以及收回对合作项目拆借资金的共同影响所致；公司投资活动现金流出35.09亿元，同比增长284.11%，主要系公司对潭柘寺镇D地块的项目公司支付土地款及前期费用26.44亿元所致。综上，公司投资活动现金流量净额由上年的-5.05亿元扩大为-20.13亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入89.90亿元，同比减少4.38%，基本保持稳定；公司筹资活动现金流出85.05亿元，同比减少35.89%，主要系公司各项贷款尚未到偿付期限所致。综上，公司筹资活动现金流量净额由上年的-38.65亿元变为4.84亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流净额为-14.22亿元，同比降低447.43%，主要系新成立项目公司支付密云檀营地价款所致；投资活动现金流净额为4.58亿元，同比增长125.03%，主要系去年同期公司代参股公司支付潭柘寺镇D地块土地款所致；筹资活动现金流净额为15.06亿元，同比增长39.95%。

总体看，公司经营活动现金流净额受项目销售进度的影响大幅下滑；投资活动现金受合作开发项目支付的土地价款影响呈现持续净流出状态，预计未来建设投资需求将进一步扩大；同时，考虑公司储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量较大，公司对外部筹资活动有一定的依赖。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率由上年底的 1.63 倍增加至 1.66 倍，主要系房地产项目实现销售结转所致；速动比率由上年底的 0.32 倍降低至 0.17 倍，主要系拿地及建设支出增加使得货币支出增加以及理财产品及委托贷款收回导致其他流动资产减少的共同影响所致。截至 2017 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.43 倍降低为 0.15 倍，主要系 2017 年公司签约销售规模大幅下降所致，现金类资产对短期债务的保护程度减弱。整体看，公司短期偿债

能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为17.15亿元，同比增长32.28%，主要系利润总额增加所致；主要由利润总额（占比79.16%）和计入财务费用的利息支出（占比19.56%）为主。2017年，公司EBITDA利息倍数由上年的0.90倍增加至1.32倍，EBITDA全部债务比由上年的0.09倍增加至0.10倍，较上年略有提升，但公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度仍处于较低水平。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年3月底，公司及控股子公司已获银行授信额度54.89亿元，已使用21.53亿元，剩余授信额度33.36亿元。截至2018年3月底，公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2018年3月底，公司对外担保合计13.58亿元，全部为对上海礼仕酒店有限公司的担保；其中12.80亿元的担保期限为2017年1月23日至2027年1月22日，0.78亿元的担保期限为2015年12月10日至2018年12月10日。被担保方位于上海市中心，酒店紧邻地铁，是凯悦酒店集团旗下全新品牌酒店，目前酒店经营状况良好，年营业额约2.00亿元，或有负债风险不大。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G10330203000128408），截至2018年1月11日，公司不存在未结清的不良或关注类的信贷业务。根据相关金融机构出具的证明，公司已结清信贷业务中，从1999年到2002年共32笔不良类信贷记录，系公司合作的金融机构在数据批量导入人行数据库时误入所致，该机构已向人行申请清理这些错误信息，现已处理，不存在不良信贷记录；从1997年到2009年共148笔关注类贷款，经核实均按时结清，不存在不良信贷记录。此外，公司2014年11月22日存在一笔欠息，根据公司反馈资料，该笔欠息主要是工作疏忽未能按时将利息转入付息账户所致。

总体看，公司目前债务规模较大，债务水平较高，考虑公司过往债务履约情况良好，在综合实力、开发规模、品牌知名度、土地储备等方面仍具有很强的行业竞争优势，整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达16.27亿元，约为“14京银债”债券本金的2.09倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产44.26亿元，约为债券本金7.79亿元的5.68倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14京银债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为17.15亿元，约为债券本金7.79亿元的2.20倍，公司EBITDA对债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入29.08亿元，约为债券本金7.79亿元的3.73倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖成都较高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、在建项目前景、股东支持等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对债券本金的偿还能力较强。

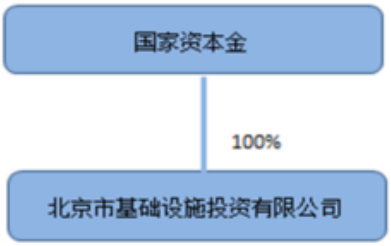
八、债权保护条款分析

公司于2015年6月26成功发行的3年期7.79亿元“14京银债”由京投公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．主体概况

京投公司前身是成立于1981年的北京市地下铁道总公司，2001年12月，北京市人民政府以“京政函[2001]110号”文件批复，在北京市地下铁道总公司的基础上成立北京地铁集团有限责任公司。2004年3月，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会《关于将北京地铁集团有限责任公司更名为北京市基础设施投资有限公司的函》（京国资函[2004]14号），北京地铁集团有限责任公司更名为北京市基础设施投资有限公司。2017年12月31日，京投公司实收资本增加290.29亿元至1,356.71亿元，实际控制人仍然为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

图 1　截至 2017 年底京投公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2017年底，京投公司合并资产总额4,829.51亿元，负债总额2,913.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,916.52亿元，其中归属母公司所有者权益1,652.25亿元。2017年，京投公司实现合并营业收入167.80亿元，净利润（含少数股东损益）18.68亿元，其中归属母公司所有者损益15.14亿元；经营活动产生的现金流量净额-105.07亿元，现金及现金等价物净增加额-29.33亿元。

京投公司注册地址：北京市朝阳区小营北路 6 号京投大厦 2 号楼 9 层 908 室；法人代表：田振清。

2．行业分析

由于城市经济区域布局的变化以及大城市的聚集和辐射效应越来越强烈，城市流动人口大为增加，居民出行更为频繁，城市交通需求的矛盾越来越突出。同时，随着工业化进程和经济建设步伐的加快，人们的工作节奏越来越快，时间观念越来越强，对于准时、安全、快捷的交通方式的需求更为强烈。中国城市轨道交通建设已经历了超过 50 年的发展历程。20 世纪以来，随着城市面临的道路拥堵、流动性差、环境污染和安全等问题的愈加恶化，轨道交通环保性及便捷性的认可度逐渐提高，中国城市轨道交通建设已进入黄金发展期。

根据中国城市轨道交通协会发布《城市轨道交通 2017 年度统计和分析报告》，截至 2017 年年底，中国大陆地区共 34 个城市开通运营城市轨道交通，共计 169 条线路，运营线路总长度达 5,021.7 公里。其中，地铁 3,881.8 公里，占 77.3%；其他制式城轨交通运营线路长度 1,139.9 公里，占 22.7%。2017 年年度新增运营线路长度创历史新高，达 868.9 公里，首次超过 500 公里，同比增长 62.56%。截至 2017 年底，全国累计完成客运量 184.8 亿人次，同比增长 14.9%。运营线路增多、客流持续增长、系统制式多元化、运营线路网络化的发展趋势更加明显。

2017 年，中国大陆地区城轨交通完成投资 4,762 亿元，在建线路总长 6,246 公里，在建项目可研批复投资累计 38,756 亿元。截至 2017 年底，全国共有 62 个城市的城轨线网规划获批（含地方政府批复的 18 个城市），规划线路总长达 7,321 公里；在建、规划线路规模进一步扩大、投资额持续增长，建设速度稳健提升。

总体看，我国城市轨道交通刚性需求较大，未来市场潜力巨大，行业进入快速发展阶段。

3．业务运营

京投公司作为北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，京投公司主要负责北京市轨道交通建设的投融资工作。京投公司业务包括开发及运营业务、商品销售业务及票款销售业务、其他业务等。2017 年，京投公司实现主营业务收入 164.87 亿元，其中开发及运营收入合计 72.25 亿元，占主营业务收入的 43.82%，主要包括房地产开发 60.65 亿元，融资租赁收入 4.68 亿元，土地一级开发收入 3.73 亿元；服务收入 82.90 亿元，占主营业务收入的 50.28%，主要系票款收入；商品销售业务收入 9.72 亿元，占主营业务收入的 5.90%，其中轨道交通装备及其延伸产品和服务 6.27 亿元，占比最大，系统集成销售 2.32 亿元，进出口贸易收入 1.12 亿元。其他业务方面，2017 年，京投公司其他业务收入合计 2.93 亿元，在营业收入中所占的比重较小。

2017 年，京投公司票款收入为 71.12 亿元，占营业总收入比 42.38%。京投公司地铁运营业务涉及车辆运输、客运组织、行车电力调度、供电、通信信号、机电和线路等。由于北京地铁现阶段处于亏损运营，票款收入无法弥补运营成本，由北京市政府对京投公司进行运营亏损补贴。2017 年，京投公司实收资本增加 290.29 亿元，其中收到轨道交通授权经营服务费 262.70 亿元，收到来源于北京市发展和改革委员会用于北京新机场高速公路（南五环-北京新机场）建设资金 18.00 亿元，收到来源于北京市发展和改革委员会的关于市郊铁路投资项目的资金 6.91 亿元，收到来源于北京市发展和改革委员会的关于管廊投资项目的资金 2.65 亿元，收到北京市国资委的优秀项目团队奖励款 230 万元。

总体看，2017年，京投公司主营业务结构较为稳定；京投公司得到政府相关部门多方面的支持。

4．财务分析

京投公司提供的 2017 年度合并财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

截至2017年底，京投公司合并资产总额4,829.51亿元，负债总额2,913.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,916.52亿元，其中归属母公司所有者权益1,652.25亿元。2017年，京投公司实现合并营业收入167.80亿元，净利润（含少数股东损益）18.68亿元，其中归属母公司所有者损益15.14亿元；经营活动产生的现金流量净额-105.07亿元，现金及现金等价物净增加额-29.33亿元。

资产

截至 2017 年底，京投公司合并资产总额为 4,829.51 亿元，较上年末增长 10.90%，主要系非流动资产的增加所致；其中流动资产占比 18.58%，非流动资产占比 81.42%，资产结构较上年末基本保持稳定。

流动资产方面，截至 2017 年底，京投公司流动资产 897.26 亿元，较上年末增长 2.85%，基本保持稳定；主要由货币资金（占比 27.92%）、其他应收款（占比 9.98%）、存货（占比 45.29%）和其他流动资产（占比 8.75%）构成。截至 2017 年底，京投公司货币资金 250.54 亿元，较上年末减少 10.47%，受限货币资金为 264.00 万元，受限比例极低；其他应收款账面价值为 89.53 亿元，较上年末下降 25.60%，主要系地铁项目和土地一级开发款项减少所致；存货账面价值 406.33 亿元，较上年末增长 20.08%，主要系土地一级开发项目增加和持续投入的共同影响所致，主要由房地产开发成本（占比 42.73%）和土地一级开发成本（占比 49.02%）构成，计提存货跌价准备 4.54 亿元，若考虑到存货主要位于北京地区，计提比例较为合理；其他流动资产合计 78.48 亿元，较上年末增长 1.75%，基本保持稳定，主要为理财产品。

非流动资产方面，截至 2017 年底，京投公司非流动资产合计 3,932.25 亿元，较上年末增长 12.91%，主要系在建工程的增加所致；主要由固定资产（占比 37.14%）和在建工程（占比 50.56%）构成。截至 2017 年底，京投公司固定资产账面价值 1,460.52 亿元，较上年末增长 0.30%，基本保持稳定，其中房屋及建筑物占比 80.06%，机器设备占比 17.95%；在建工程为 1,988.16 亿元，较上年末增长 19.89%，主要系京投公司投入增加所致，全部为地铁工程项目，不存在减值情形。

截至 2017 年底，京投公司受限资产合计 330.29 亿元，占资产总额的 6.84%，受限资产规模占比较小，资产流动性较好；其中，受限的固定资产为 204.39 亿元、受限的在建工程为 80.69 亿元、受限的存货为 43.10 亿元。

总体看，京投公司资产规模稳步增长，受限资产占比低，质量好。

负债及所有者权益

从负债来看，截至 2017 年底，京投公司负债总额为 2,913.00 亿元，较上年末增长 6.22%，主要系非流动负债的增长所致；其中，流动负债占比 14.57%，非流动负债占比 85.43%。

流动负债方面，截至 2017 年底，京投公司流动负债合计为 424.35 亿元，较上年末减少 9.72%，主要系短期借款的减少所致；主要由短期借款（占比 11.02%）、应付账款（占比 14.34%）、预收款项（占比 12.72%）、其他应付款（占比 16.49%）、一年内到期的非流动负债（占比 28.76%）和其他流动负债（占比 11.89%）等构成。截至 2017 年底，京投公司短期借款 46.78 亿元，较上年末下降 49.86%，主要系偿还部分借款所致；应付账款账面价值 60.85 亿元，较上年末增长 58.72%，主要系工程未完结所致；预收款项合计 53.98 亿元，较上年末减少 41.42%，主要系当年签约销售规模大幅下降所致；其他应付款账面价值 69.98 亿元，较上年末减少 5.20%，基本保持稳定，主要为应付土地出让金及其他资源开发项目资金；一年内到期的非流动负债合计 122.03 亿元，较上年末减少 17.68%；其他流动负债为 50.45 亿元，较上年末大幅增长 909.04%，主要系京投公司短期融资债券增加 45.00 亿元所致，其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务。

非流动负债方面，截至 2017 年底，京投公司非流动负债合计 2,488.65 亿元，较上年末增长 9.51%，主要由长期借款（占比 68.80%）、应付债券（占比 11.36%）、长期应付款（占比 10.44%）和递延收益（占比 8.59%）构成。截至 2017 年底，京投公司长期借款合计 1,712.14 亿元，较上年末增长 17.05%，主要系经营投入所需资金增加所致；应付债券合计 282.67 亿元，较上年末减少 28.15%，主要系转至一年内到期的非流动负债科目所致；长期应付款合计 259.71 亿元，较上年末增长 60.10%，主要系表外资金信贷业务增加所致；递延收益 213.88 亿元，较上年末减少 10.81%，主要系京投公司账面递延收益与拨付子公司付息资金抵消导致运营补贴（即轨道交通建设专项资金）减少所致。

截至 2017 年底，京投公司全部债务 2,213.82 亿元，较上年末增长 5.27%，其中，短期债务占比 9.89%，长期债务占比 90.11%，债务结构好；京投公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.32%、53.60%和 51.00%，分别较上年末下降 2.66 个百分点、3.00 个百分点和 2.51 个百分点，京投公司债务负担有所下降。

截至 2017 年底，京投公司所有者权益合计（含少数股东权益）1,916.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,652.25 亿元，占所有者权益合计的 86.21%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 82.11%，其他权益工具（14 京投可续债 01 和 14 京投可续期 02）占比 3.03%、资本公积占比 8.87%、盈余公积占比 0.64%、未分配利润占比 5.22%，京投公司所有者权益结构稳定性良好。截至 2017 年底，公司实收资本较上年末增加了 290.29 亿元，主要系收到的轨道交通授权经营服务费 262.70 亿元、收到的北京新机场高速公路建设资金 18.00 亿元、收到的市郊铁路投资项

目的资金 6.91 亿元、收到的管廊投资项目的资金 2.65 亿元所致。

总体看，京投公司债务负担有所下降，所有者权益结构良好。

盈利能力

2017 年，京投公司实现营业收入 167.80 亿元，同比增长 7.28%，主要系京投公司 2017 年新增轨道交通装备及其延伸产品和服务所致；净利润 18.68 亿元，同比减少 7.50%，主要系地铁运营亏损导致主营业务毛利率下降所致。京投公司收到的运营亏损补贴由 2016 年的营业外收入调整至 2017 年的其他收益科目，2016~2017 年分别为 20.72 亿元和 31.78 亿元，公司盈利能力对政府补助有一定的依赖性，且短期内无法改变。

从盈利指标看，2017 年，京投公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别由 2016 年的 0.63%、0.68%和 1.34%变为 0.65%、0.69%和 1.06%，整体处于较低水平。

总体看，京投公司整体收入基本保持稳定，对政府补助的依赖程度较大且短期内无法改变。

现金流

从经营活动来看，2017年，京投公司经营活动现金流量净额为-105.07亿元，经营活动现金由正转负，主要系购地支出增加所致。从投资活动来看，2017年，京投公司投资活动现金流量净额为-419.70亿元，较上年略有扩大，主要系京投公司购置固定资产和建设地铁项目的投资较大所致。投资活动呈现净流出状态，且较上年末净流出规模有所扩大。从筹资活动来看，2017年，京投公司筹资活动现金流量净额由上年的238.30亿元变为497.00亿元，筹资活动现金流入较上年同期有所增加；其中，筹资活动的现金流入中其他与筹资活动有关的现金主要由京投公司收到的政府补助和其他融资等构成。

总体看，2017年，京投公司经营活动现金净流量由正转负，地铁投资支出规模较大，对外部筹资活动的依赖程度依然较大。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，京投公司流动比率和速动比率分别由 1.86 倍和 1.14 倍变为 2.11 倍和 1.16 倍，略有增加；现金短期债务比由上年的 1.13 倍变为 1.15 倍，对短期债务的覆盖程度有所增强。整体看，短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2017 年，京投公司 EBITDA 为 33.79 亿元，较上年略有增加；EBITDA 中，折旧占比 4.13%、摊销占比 1.88%、计入财务费用的利息支出占比 19.72%，利润总额占比 74.27%。2017 年，EBITDA 利息倍数由上年的 10.66 倍下降为 5.07 倍，对利息的保障倍数有所减弱；EBITDA 全部债务比由上年的 0.01 倍增加至 0.02 倍，对全部债务的保障程度较弱。

根据京投公司提供的中国人民银行《企业信用信息报告》（机构信用代码为 G1011010502369520R），截至 2018 年 5 月 3 日，京投公司已结清和未结清贷款中，均无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，京投公司以地铁票款收入、房地产开发及土地一级开发及作为主要收入来源的业务模式，受市场行情及政策的影响性较大，同时考虑到其作为北京市国资委出资企业，运营时间较长且经营模式日渐稳定，可以在一定程度上得到政府的扶持等因素，联合评级认为京投公司的整体偿债能力仍属极强。

5．担保效果评价

以2017年底财务数据测算，“14京银债”债券本金（7.79亿元）占担保方京投公司现金类资产的3.11%、资产总额的0.16%、所有者权益的0.41%，为2017年经营性现金流入的2.88%，EBITDA

的23.05%，整体占比低，京投公司的资产及利润对本次债券的保护能力极强。

综合来看，京投公司资产规模较大，资产质量较好，且其股东为北京市国资委、对京投公司给予了持续的支持，其担保对“14 京银债”信用状况具有显著的提升作用。

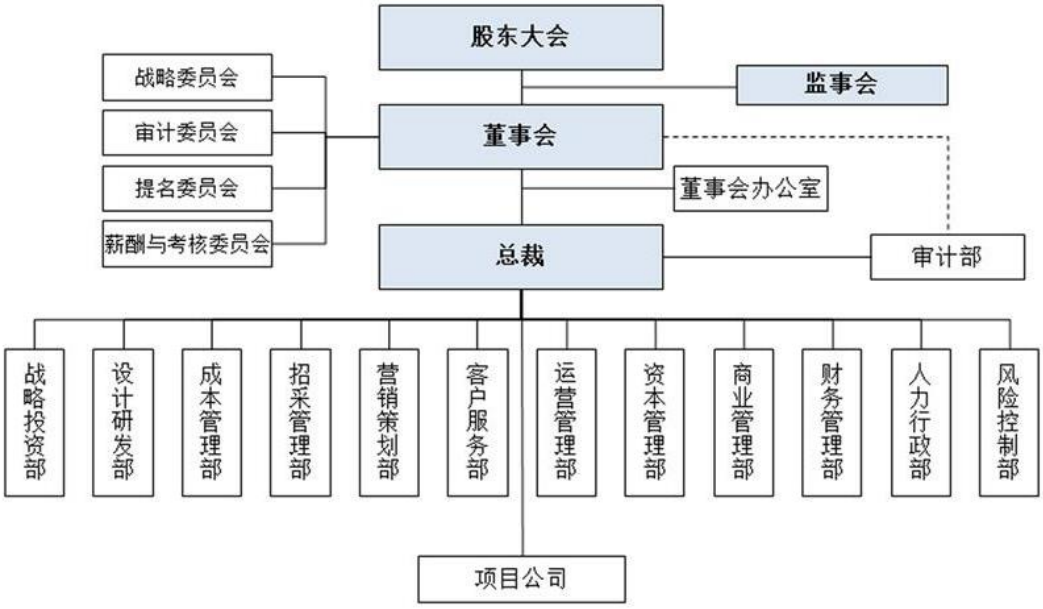
九、综合评价

跟踪期内，公司业务格局调整逐步稳定，房地产开发业务综合实力等方面仍具有很强的行业竞争优势；同时，联合评级也关注到房地产行业政策调控、市场需求不稳定、公司资本支出规模大以及短期偿还债务压力大等因素给公司信用水平带来的不利影响。担保方—京投公司资产规模持续扩大，净利润有所增加，整体竞争力和抵御经济周期及行业风险的能力依然较强，其担保对“14 京银债”信用状况仍然具有显著的提升作用。

2017 年以来，公司通过夯实“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，获取了潭柘寺镇 D 地块以及密云檀营地块。未来随着在建、拟建项目的推进，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“14 京银债”债项信用等级为“AAA”。

附件 1　京投发展股份有限公司
组织架构图



附件 2　京投发展股份有限公司
主要财务指标指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	287.76	278.63	298.87
所有者权益（亿元）	34.71	42.52	44.26
短期债务（亿元）	62.56	73.12	68.54
长期债务（亿元）	86.91	96.58	119.89
全部债务（亿元）	149.46	169.69	188.43
营业收入（亿元）	59.22	62.17	10.01
净利润（亿元）	7.46	9.47	1.75
EBITDA（亿元）	12.96	17.15	--
经营性净现金流（亿元）	50.55	-1.87	-14.22
应收账款周转率（次）	289.11	146.55	--
存货周转率（次）	0.18	0.19	--
总资产周转率（次）	0.21	0.22	--
现金收入比率（%）	143.71	42.84	130.05
总资本收益率（%）	4.97	6.47	--
总资产报酬率（%）	4.52	5.98	--
净资产收益率（%）	23.76	24.52	--
营业利润率（%）	24.37	29.90	27.56
费用收入比（%）	5.62	6.49	9.59
资产负债率（%）	87.94	84.74	85.19
全部债务资本化比率（%）	81.15	79.97	80.98
长期债务资本化比率（%）	71.46	69.43	73.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.90	1.32	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	--
流动比率（倍）	1.63	1.66	1.87
速动比率（倍）	0.32	0.17	0.18
现金短期债务比（倍）	0.45	0.15	0.24
经营现金流动负债比率（%）	30.72	-1.35	-10.70
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.66	2.20	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、其他应付款中关联方资金拆借已计入短期债务，其他非流动负债中的长期债权融资部分已计入长期债务；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　北京市基础设施投资有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	4,354.98	4,829.51
所有者权益（亿元）	1,612.54	1,916.52
短期债务（亿元）	246.72	219.01
长期债务（亿元）	1,856.23	1,994.81
全部债务（亿元）	2,102.95	2,213.82
营业收入（亿元）	156.41	167.80
净利润（亿元）	20.20	18.68
EBITDA（亿元）	29.87	33.79
经营性净现金流（亿元）	19.77	-105.07
应收账款周转率（次）	16.75	12.09
存货周转率（次）	0.42	0.41
总资产周转率（次）	0.04	0.04
现金收入比率（%）	143.48	127.84
总资本收益率（%）	0.64	0.65
总资产报酬率（%）	0.68	0.69
净资产收益率（%）	1.34	1.06
营业利润率（%）	8.98	5.29
费用收入比（%）	11.04	13.36
资产负债率（%）	62.97	60.32
全部债务资本化比率（%）	56.60	53.60
长期债务资本化比率（%）	53.51	51.00
EBITDA 利息倍数（倍）	10.66	5.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.02
流动比率（倍）	1.86	2.11
速动比率（倍）	1.14	1.16
现金短期债务比（倍）	1.13	1.15
经营现金流动负债比率（%）	4.21	-24.76

附件 4　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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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

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 5　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。