

信用等级公告

联合[2016]126号

北京住总集团有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对北京住总集团有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

北京住总集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京住总集团有限责任公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年一月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

电话：010-85172818

传真：010-85171273

Http:// www.unitedratings.com.cn

北京住总集团有限责任公司

2016 年公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：15 亿元

债券期限：3+2

评级时间：2016 年 1 月 29 日

主要财务数据：

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	281.35	372.22	468.76	500.54
所有者权益(亿元)	43.76	56.26	69.06	71.22
长期债务(亿元)	50.95	121.52	135.86	181.82
全部债务(亿元)	122.98	187.50	256.92	273.06
营业收入(亿元)	152.28	182.30	205.91	115.35
净利润(亿元)	2.20	2.75	2.51	1.82
EBITDA(亿元)	11.43	12.70	19.00	--
经营性净现金流(亿元)	0.46	-9.64	-63.06	0.08
经营活动流入量(亿元)	190.38	217.59	293.33	149.91
营业利润率(%)	12.58	12.41	11.62	10.11
净资产收益率(%)	5.32	5.49	4.01	2.59
资产负债率(%)	84.45	84.89	85.27	85.77
全部债务资本化比率(%)	73.76	76.92	78.82	79.31
流动比率	1.28	1.69	1.59	1.80
EBITDA 全部债务比	0.09	0.07	0.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.54	1.12	0.96	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.76	0.85	1.27	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年半年度数据未经审计，相关指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京住总集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司建筑施工资质齐全且资质等级高、建设经验丰富，品牌优势显著，房地产开发产业链完整，综合竞争实力较强等多方面的优势。联合评级也关注到公司房地产开发及土地储备规模较大导致债务负担加重、经营活动现金流波动大、融资空间受限等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年以来，公司房地产开发板块对公司的营业收入贡献大幅度提升，未来随着房地产市场的回暖，公司的盈利水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 北京市经济发达，基础设施投资规模大，公司在北京市建筑市场知名度较高，发展前景良好。

2. 公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质，同时拥有设计、开发、物业管理、配套能力，综合竞争实力强。

3. 公司作为国有独资企业，在保障房建设、市政施工及援建项目上具有一定的项目来源优势。

4. 公司建安工程新签合同规模可满足业务收入增长需要，在开发房地产项目及土地储备充足，为公司未来业务收入增长及盈利能力增强提供了有力支撑。

关注

1. 公司的主营业务与宏观经济的波动周期有较为明显的对应关系，经营有可能受到宏观经济政策的不利影响。

2. 公司下属子公司较多, 若未能有效管理下属公司、整合相关公司资源, 形成协同效应, 发挥规模优势, 可能会对未来经营发展产生不利影响。

3. 公司对外采购的原材料主要是钢材和商品混凝土。由于建筑行业的生产经营周期较长, 其间原材料价格波动对建筑企业的盈利水平影响较大, 原材料价格的波动有可能影响公司运营成本。

4. 公司资产负债率较高, 随着公司的业务开展带来的资本支出, 融资需求扩大, 若公司的资产负债水平不能保持在合理的范围内, 公司将面临一定的短期支付压力。

5. 公司应收款项规模较大, 对公司资金占压较大; 计提坏账准备比例在同行业处于中等偏低水平, 存在一定程度应收款项坏账计提不充分的风险。

分析师

李 晶

电话: 010-85172818

邮箱: lij@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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京住总集团有限责任公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与北京住总集团有限责任公司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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因北京住总集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京住总集团有限责任公司提供，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北京住总集团有限责任公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：李 强 支 亚 梅



联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京住总集团有限责任公司（以下简称“公司”或“住总集团”）前身为由中国建设总公司二局、北京建筑工程总公司及北京房管局于 1983 年 5 月成立的北京市住宅建设总公司。1992 年 11 月，公司更名为北京住宅开发建设集团总公司，并于 1993 年 10 月 5 日正式领取企业法人营业执照。1995 年 10 月，北京市政府按照《北京市国有资产授权经营管理试点办法》授权公司经营管理所属单位的国有资产。1996 年 10 月北京市人民政府批复（京政函[1996]54 号）公司改制为国有独资公司，并更名为北京住总集团有限责任公司。1999 年 5 月，在初步建立法人治理结构和北京市政府正式批准的基础上，北京住总集团有限责任公司正式挂牌成立，成为北京市人民政府出资、市国资委履行出资人职责所监管的国有企业之一。历经多次增资后，截至 2015 年 6 月底，公司注册资本 12.00 亿元，北京市国有资产监督管理委员会持有公司 100% 的股份，是公司的唯一股东和实际控制人。

公司一般经营项目包括：房地产开发经营；可承担各类工业、能源、交通、民用工程建设项目的施工总承包；室内外装饰装修；建筑技术开发、技术咨询；大型建筑机械、模板、工具租赁；销售建筑材料、金属材料、百货、五金交电化工；房屋修缮管理；承包本行业国外工程和境内外资工程；上述工程所需的设备、材料及零配件出口；自营和代理除国家组织统一联合经营的 16 种出口商品和国家实行核定公司经营的 14 种进口商品以外的商品及技术的进出口业务；开展“三来一补”、进料加工业务；经营对销贸易和转口贸易。公司许可经营范围包括：对外派遣本工业工程、生产及服务的劳务人员；普通货物运输；制造及加工水泥预制构件；加工钢筋、建筑用地材料、混凝土砌块、免烧砖及金属结构。

截至 2015 年 6 月底，公司本部设市场拓展部、改革发展部、施工管理部、资产管理部、法律事务部、财务部和审计监察部等共 11 个职能部门和工程总承包部、海外部、内部银行以及房地产经营部等 7 个事业部（详见附件 1），拥有纳入合并范围二级子公司 25 家。截至 2015 年 6 月底，公司拥有在职员工 8,518 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 468.76 亿元，负债合计 399.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 69.06 亿元；2014 年公司实现合并营业收入 205.91 亿元，净利润（含少数股东权益）2.51 亿元；经营活动产生的现金流量净额-63.06 亿元，现金及现金的等价物净增加额-1.76 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 500.54 亿元，负债合计 429.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 71.22 亿元；2015 年 1-6 月公司实现合并营业收入 115.35 亿元，净利润（含少数股东权益）1.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.08 亿元，现金及现金的等价物净增加额-1.08 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区慧忠里 320 号；法定代表人：王宝申。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“北京住总集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券”，本次公开发行公司债券票面总额不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）。本次债券票面金额 100 元/张，按面值平价发行。本次债券为 5 年期固定利率品种，并附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

本次发行的公司债券票面利率发行前根据市场情况与主承销商协商确定。本次公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。最后一期利息随本金一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用来偿还公司银行贷款和补充营运资金资金。

三、行业分析

公司主营建安与市政施工、房地产开发以及相关配套服务，主要涉及建筑行业 and 房地产行业。基于此，本报告行业分析围绕上述两个行业展开。

1. 建筑行业

行业概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。

中国正处于城镇化建设的加速阶段，建筑业的增长速度较快，对国民经济增长的贡献也较大。自 2002 年始，我国建筑业总产值由 18,527.18 亿元增加至 2014 年的 176,713.00 亿元，年均增长率达 20.68%，具体情况见下图。

图 1 2007~2014 年中国建筑业总产值（单位：亿元）



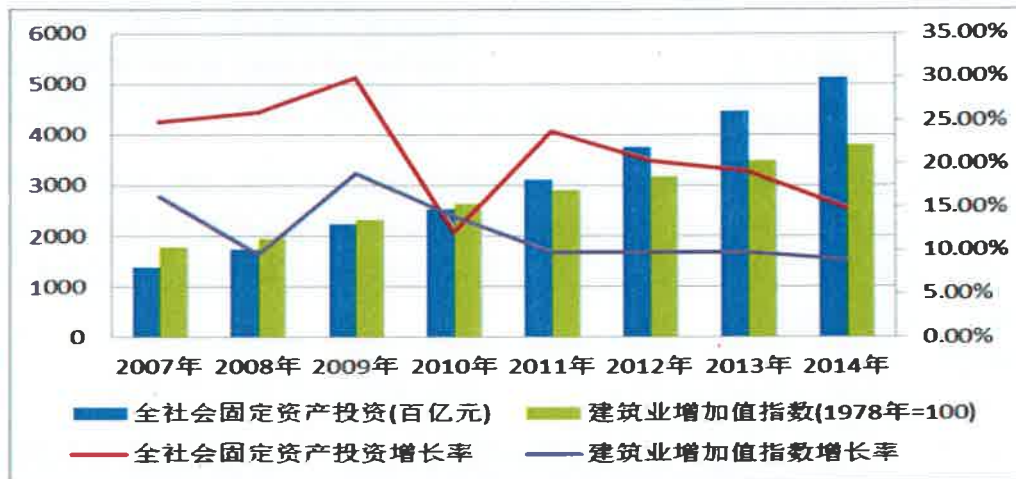
数据来源：国家统计局

城镇化的进一步推进将给建筑行业带来难得的发展机遇。根据欧美日韩等国家的历史经验显示，城市化率突破 50% 以后，建筑业增加值占 GDP 的比重通常会持续上升，并持续到城市化率达到或超过 60%。从建筑业增加值占 GDP 之比这一指标来看，日本的历史高点为 10.4%，韩国的历史高点为 11.2%，上述两国建筑业增加值占 GDP 之比的历史峰值均出现在该国城镇化率 70% 前后。根据国家统计局 2015 年初公布的数据，2014 年末，中国大陆总人口为 136,782 万人，城镇常住人口 74,916 万人，乡村常住人口 61,866 万人，中国城镇化率达到了 54.77%，比上年提高了 1.04 个百分点。中国的城镇化进程远未结束，随着城镇化率逐渐上升到 60%~70%，建筑业增加值占 GDP 的比重仍会持续上升，建筑行业内的企业将迎来发展的机遇。

2014 年，全社会建筑业增加值 44,725 亿元，比上年增长 8.9%。全国具有资质等级的总承包

和专业承包建筑业企业实现利润 6,913 亿元，增长 13.7%，其中国有及国有控股企业 1,639 亿元，增长 11.7%。具体情况见下图。

图 2 2007~2014 年中国建筑业增加值、固定资产投资及二者的增长率（单位：百亿元、%）



资料来源：国家统计局

2014 年房地产市场持续低迷，城市住宅市场成交量同比下降较快，住宅、办公楼及商品房销售面积同时下降。但考虑到水利建设规模持续增长，铁路建设投资不断恢复，以及政府保障房投资力度加大等利好因素，建筑业发展环境仍较好。

总体看，随着我国经济持续健康稳定发展和城镇化率的进一步提升，建筑业增加值占 GDP 的比重仍会持续上升，该行业的企业将迎来发展的机遇。

行业竞争

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

建筑行业是改革开放后市场化较早的行业，进入壁垒较低，企业规模分布呈现“金字塔”状，即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。截至 2014 年底，中国建筑企业数量已经超过了 8 万家，但前 50 家建筑企业占的市场占有率远远低于英国的 55% 和日本的 43%。

中国建筑市场存在五类参与者：央企巨头、区域龙头、江浙民营企业、外资巨头以及众多中小建筑企业，具体情况见表 1。

表 1 中国建筑行业格局

企业类型	代表企业	经营状况
央企巨头	中国中铁	中国工程建筑市场的领导者，基本上都入围世界 500 强，在国际承包市场上也有一席之地
	中国铁建	
	中国建筑	
	中交建	
	中冶科工	
	中国水电	
江浙领军企业	南通二建	灵活的经营模式，规模迅速做大，同时较早布局全国，并逐步走向国际。外向性极强，省外施工业务收入占全部业务收入的 50% 以上
	广厦建设	
	中天建设	
	浙江建投	
	苏中建设	
区域龙头	浦东建设	在所在区域具有绝对性优势，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力
	上海建工	

	北京建工	占有国内高端市场，业务主要是总承包（EPC）和项目管理承包（MPC）
	隧道股份	
	龙元建设	
外资建筑巨头	日本清水（Shimizu） 瑞典斯堪雅（Skanska）	
众多中小建筑企业		依靠中国巨大的廉价劳动力资源，依靠价格战获取项目，生存困难。也有部分特色的专业承包企业，因为定位聚焦，发展迅速

资料来源：公开数据整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

总体看，建筑行业由于行业壁垒较低，民营企业、国有企业以及外资企业共同发展，市场竞争异常激烈，市场化程度较高。

行业关注

①行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

②原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

③流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

行业政策

①简政放权，审批权限下放

2014 年 7 月，住建部发布《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，指出简政放权为发展目标，开放市场，坚持放管并重，消除市场壁垒，构建统一开放、竞争有序、诚信守法、监管有力的全国建筑市场体系。工作重心由“重审批，轻监管”转变为“淡化前置管理，重视事中和事后监管”，宽进严管。

②新版资质标准出台

2014 年 11 月，住建部在官网发出《住房城乡建设部关于印发<建筑业企业资质标准>的通知》，新资质标准中的专业承包资质由原先的 60 项减少为 36 项。另外各类别二级企业资质对一级建造师数量要求明显增加；各类别三级企业资质由三级项目经理证改为注册建造师。

③新型城镇化建设加速推进

2014 年 3 月，《国家新型城镇化规划(2014~2020 年)》正式对外公布，这是我国新型城镇化的路线图。规划提出到 2020 年，我国常住人口城镇化率将达到 60%左右，由此带来的投资需求约为 42 万亿元。

④PPP 模式

2014 年 12 月，财政部、国家发改委发布 3 份 PPP 文件：财政部《政府和社会资本合作模式操作指南(试行)》、30 个 PPP 示范项目清单即《关于政府和社会资本合作示范项目实施有关问题的

通知》以及国家发改委《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》。

总体看，我国建筑行业处于政策调整期，积极贯彻我国城镇化改革的方针，政府和社会资本合作不断加强。

未来发展

住建部将出台政策推动建筑产业现代化，初步确定的发展目标是：到 2015 年底，除西部少数省区外，其他地方都应具备相应规模的构件生产能力；政府投资和保障性安居工程要率先采用这种建造方式；用产业化方式建造的新开工住宅面积所占比例逐年增加，每年增长 2 个百分点。各地区协调出台税费减免、财政补贴等扶持政策，为推动建筑产业现代化发展创造有利的政策条件。未来一段时间内，建筑业进入减速慢行“新常态”，在行业进入转型升级的关键时期，建筑企业将加大与其他公司的战略合作，通过建立战略合作关系，整合资源提高双方各自价值链，抵抗经济下行风险。

短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观调整也将处于灵活多变性。基于建筑行业与宏观经济的相关性高，基建投资疲软，以及房地产投资继续下滑，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，建筑企业经营压力加大。

长期内，2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等区域经济版图为建筑行业带来较大的市场需求；根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点，为建筑行业开拓了市场空间；2010 年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作，为建筑行业扩大了市场。综上所述，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

总体看，我国建筑行业与宏观经济紧密相连，短期受到宏观经济放缓的影响而下滑；长期随着中国城镇化、现代化的发展规划而呈现良好的发展态势。

2. 房地产行业

行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011

年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.19%，增速较2011年放缓11.86个百分点；商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增加13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。具体情况见下图。

图3 2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



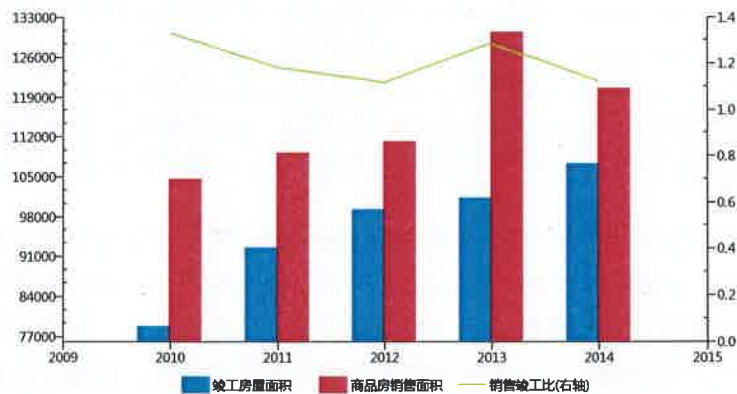
资料来源：Wind 资讯

总体看，2014年以来，由于宏观经济增速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自2014年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。

市场供求

从供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图4 2010~2014年全国商品住宅供求情况(单位:万平方米)

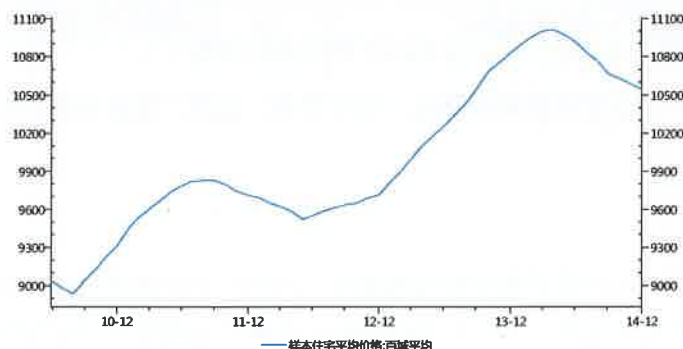


资料来源: Wind 资讯、联合评级整理。

注: 销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值, 大于1说明供不应求, 小于1说明供大于求。

从商品房销售价格看, 2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入, 调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌, 其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌, 特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地, 同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略, 部分楼盘价格降幅超过20%, 新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年, 房价呈先抑后扬态势, 百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨, 结束了连续9个月下跌趋势, 呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示, 2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米, 同比上涨11.51%。2014年以来, 由于各地限购的影响持续深化, 全国百城住宅价格出现明显回落, 2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米, 环比下跌0.92%, 连续第5个月下跌, 跌幅扩大0.33个百分点, 如下图所示。

图5 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况(单位:元)



资料来源: Wind 资讯

总体看, 从2008年开始, 全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势, 2013年也已经基本确立了持续上涨趋势, 但2014年以来房价上涨趋势得以扭转, 未来房价走势仍待进一步观察。

行业竞争

从2003年至今, 房地产市场已经走过了黄金10年, 随着近年来调控政策的逐渐加码, 房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长, 企业分化加剧, 行业集中度不断提高的发展态势, 具体情况见下表。

表 2 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

近年来，随着国家对房地产行业的监管力度持续加强，房地产行业市场竞争逐步加剧，消费者对于品牌的认知度日益提高，房地产行业格局发生了根本性变化，部分小规模房地产开发企业被迫逐渐退市，行业集中度明显提高；而大型房地产企业的融资能力、项目运营能力、客户关系管理能力、研发能力不断增强，在全国范围内的扩张步伐不断加快，将通过市场竞争和收购兼并成为市场的领导者。目前大型境内外上市的房地产公司凭借资金实力比较雄厚、管理水平较高、竞争力较强，在不同城市 and 不同区域的产品市场形成了强有力竞争。具体原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，稳定的现金流提高其信用等级，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。

目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先优势进一步扩大。2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业如下表所示。

表 3 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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。

行业关注

①资金成本上升，人民币贬值导致热钱流出，房地产企业融资困难，房地产行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。同时外部融资环境正在持续收紧，中国房地产企业海外融资成本和融

资通道也正在收紧。2014 年中国企业海外负债敞口中房地产企业占比较高，国内房地产周期调整叠加美联储升息及人民币贬值，将带来极大的再融资和偿债压力。

②我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

行业政策

2009 年下半年以来，受益于政府为刺激经济发展而实施的多项鼓励供需双方积极入市的房地产优惠政策，中国房地产市场出现井喷行情，新开发和销售商品房面积同比大幅增长，房价快速攀升，为了防止房地产泡沫扩大，遏制房价过快上涨，政府开始收紧房地产政策。

表 4 2009 年以来政府对房地产行业主要调控政策

时间	政策名称	主要内容
2009.12	“国四条”	增加普通商品住房的有效供给，抑制投资投机性购房，推进保障性安居工程建设
2009.12	《进一步加强土地出让收支管理的通知》	分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%，若开发商拖欠地价款则不得参与新的土地出让交易
2010.1	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（“国十一条”）	增加保障性住房和普通商品住房有效供给，抑制投资投机性购房需求，加快推进保障性安居工程建设，第二套房贷款首付不得低于40%
2010.3	《政府工作报告》	大规模实施保障性安居工程，继续支持居民自住性住房消费，增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应
2011.1	新“国八条”	二套房首付比例不低于60%、贷款利率不低于基准利率的1.1倍、地方政府问责、调整个税和加强土地增值税、普遍实施限购令等
2011.2	“限购令”	全国有超过36个城市出台了限购政策细则
2012.7	《闲置土地处置办法》于7月1日起正式施行	新修订的《闲置土地处置办法》于7月1日起正式施行，在土地开发过程中，大量的限制土地造成了资源浪费，新《办法》强化了对闲置土地的预防和监管，明确了闲置土地的认定标准，完善了闲置土地处置程序，将从制度上堵上非法“囤地”和不按时动工开发的漏洞
2014.4	《住房城乡建设部关于做好2014年住房保障工作的通知》	2014年全国城镇保障性安居工程计划新开工700万套以上，其中各类棚户区470万套以上；计划基本建成480万套，并加强保障性住房配套设施建设；探索发展共有产权住房，目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。
2014.9	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	对于贷款购买首套普通自住住房的家庭，贷款最低首付比例为30%，贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展

		规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。
2015.3	《关于优化2015年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》	有供、有限，因地制宜确定住房用地规模，保证市场供需平衡。对于住房供应明显偏多的市、县减少住宅用地供应，控制、优化住房用地规模及结构，加快库存去化。
2015.6	《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》	确立制定城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设三年计划（2015-2017年）的工作目标，要求加大改造力度、创新融资体制机制。同时，各地政府也相应推出保障性安居工程建设，因地施策拟定并公布保障房计划。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，国家政策重点在防止房地产泡沫的同时，鼓励保障房等基础设施的建筑，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

未来发展

伴随政府调控力度的不断加大，我国房地产投资增速及交易量逐月下降。

但我国政府大力推进的保障房业务量的高速扩容可有效弥补商品房住宅市场的下滑风险，从而提供新的机遇和广阔的市场前景。自2013年起，政府提出5年内改造各类棚户区1,000万户。在国家政策的支持下，保障性住房将成为拉动房屋建筑市场发展的新增长点。

另外，除保障房带动的房屋建筑行业保持增长外，工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等也带来大量厂房、办公用房的建设需求，城市发展中的大型文体场馆等城市公共设施建设需求也将保持增长。

总体看，自2014年下半年连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司资质齐全，规模实力雄厚

公司主要从事建筑施工和房地产开发，是目前北京市四家大型城市建设企业之一，开发资质齐全。在建筑施工领域，公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质，建筑装修装饰工程专业承包一级、机电设备安装工程专业承包一级、钢结构工程专业承包一级和地基与基础工程专业承包一级资质；公司通过了国际质量体系、环境体系和职业健康安全体系的QHSE“三标一体”管理体系的国际、国家双重认证，成为国内为数不多的完成“三标一体”认证的大型企业之一。

公司具有丰富的建筑施工经验，曾参与人民大会堂、毛主席纪念堂、中国海关总署大楼、亚运村场馆、奥运会曲棍球场、射箭场场馆、首都国际机场综合业务楼、北京地铁10号线、4号线等多项大型重点项目的施工。同时公司先后在30多个国家承接了近百项工程，连续多年入选“全球最大225家国际承包商”。

国有独资企业，政府大力支持

公司作为北京市国资委直属的国有独资企业，拥有完备的住宅建设开发产业链条，丰富的建设管理经验，在业界享有良好口碑，在参与北京市保障性住房及城市基础设施项目的建设过程中，可以得到北京市政府高度重视和多方面的大力支持，使公司在激烈竞争的北京市场占有重要的地位。

公司在承建北京市保障性住房和基础设施建设任务时，获得政府在项目资源、税收优惠、收益返还等多方面的支持。对于一些重大项目，政府还通过以绿色通道审批、减免土地出让金、减免基础设施建设费等方式给与支持。目前公司已成为北京市大型保障性住房建设主体之一，保障性住房建设成为公司的重要业务。

行业经验丰富，产业链完整齐全

公司目前年施工规模达 800 多万平方米，同时拥有从项目设计、开发、施工、物业管理一套完整的产业链条，在建筑施工行业内具有较强的综合实力。

总体看，公司作为北京市国资委直属的国有独资企业，在援助性建设、政策性建设方面有得天独厚的优势，并且区域优势明显，打造了京津冀地区的开发主战场。

2. 人员素质

截至 2015 年 6 月底，公司董事、监事以及其他高级管理人员共计 18 人，均有丰富的行业从业经验，熟悉行业的整体状况和公司的运营发展情况，具有丰富的管理经验。

公司董事长、总经理王宝申先生，1957 年出生，硕士学历，高级工程师；2000 年 4 月荣获“全国劳动模范”称号。王宝申先生曾任北京市住宅三公司副经理，北京市住宅六公司经理、董事长，北京住总第六公司党委书记、董事长；现任公司董事长兼总经理。

截至 2015 年 6 月底，公司在职职工人数为 8,518 人，从学历构成看，本科及以上学历占 47.76%，大专及以下占 52.24%；从职称构成看，高级职称占 7.95%，中级职称占 16.94%，初级及以下职称占 75.11%；从年龄构成看，30 岁以下占 29.82%，30~50 岁占 49.04%，50 岁以上占 21.14%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验，公司在员工构成情况能够较好的满足公司经营需要。

3. 外部环境

公司位于北京市，来自北京市内的收入占营业收入的比例较高，北京市的经济发展状况对公司的经营具有重要影响。北京位于华北平原西北边缘，四周被河北省围着，东南和天津市相接。全市面积一万六千多平方公里，辖 12 区（东城区、西城区、崇文区、宣武区、朝阳区、海淀区、丰台区、石景山区、门头沟区、房山区、通州区、顺义区）6 县（大兴县、平谷县、昌平县、怀柔县、密云县、延庆县），截至 2014 年底，人口总计 2,151.6 万。

2014 年北京市全年实现地区生产总值 21,330.8 亿元，比上年增长 7.3%。其中，第一产业增加值 159 亿元，下降 0.1%；第二产业增加值 4,545.5 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 16,626.3 亿元，增长 7.5%。2014 年北京市完成地方公共财政预算收入 4,027.2 亿元，比上年增长 10.0%。其中，增值税 646.7 亿元，增长 12.5%；营业税 1,068.6 亿元，增长 3.3%；企业所得税和个人所得税 915.8 亿元和 383.5 亿元，分别增长 14.2%和 14.9%；地方公共财政预算支出 4,510.5 亿元，增长 8.1%。其中，用于节能环保、科学技术、医疗卫生、农林水、城乡社区的支出分别增长 54.4%、20.3%、16.7%、15.5%和 8.5%。2014 年北京市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值 8,209.8 亿元，比上年增长 10.1%。其中，在本市完成 2,895.8 亿元，增长 3.6%；在外埠完成 5,314 亿元，增长 13.9%；新签合同额 10,441.8 亿元，增长 7.4%。

北京市主要规划：（1）疏解北京的非首都功能。除北京市迁移至通州，政府还将四类产业划分为优先疏解的重点，具体包括：一般性产业；区域性专业市场等部分服务行业；部分教育、医疗和一些社会公共服务功能；部分行政事业性服务机构；配套地铁等基础设施的建设也将成为未来发展重点。（2）京津冀一体化，转移北京的非首都功能。京津冀一体化是中国国务院总理李克

强在 2014 年 3 月 5 日作政府工作报告时指出，加强环渤海及京津冀地区经济协作。2015 年上半年正式印发了《京津冀协同发展规划》，这使得公司业务获得蓬勃发展，公司正在积极抓住企业外迁、棚户区拆迁以及新机场建设等拓展业务。

总体看，公司所处的北京市区域经济较为发达、政治中心地位突出，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 公司治理

公司系国有独资公司。根据《公司法》、《公司章程》的规定，公司不设股东会，但设立董事会、监事会。董事会为公司的决策机构，由 7 名董事组成，其中北京市国资委委派 6 人，职工董事 1 人，决定经营计划和投资决策，拟定公司重大收购、合并、分立、解散、变更方案。公司监事会由 6 人组成，其中，北京市国资委委派 4 人，公司职工代表大会选举产生职工代表 2 人，监事会主席由市国资委从监事会成员中指定，监事每届任期 3 年。公司依法聘任了高级管理人员及其他工作人员，机构设置及人员聘任符合《公司章程》和《公司法》的相关规定。

总体看，公司法人治理结构相对简单，实际运行状况良好。

2. 管理体制

截至 2015 年 6 月底，公司本部设市场拓展部、改革发展部、施工管理部、资产管理部、法律事务部、财务部和审计监察部等共 11 个职能部门和工程总承包部、海外部、内部银行以及房地产经营部等 7 个事业部（详见附件 1），公司核心管理团队从事相关管理工作多年，行业经验丰富，具有高素质的管理团队。拥有纳入合并范围二级子公司 25 家。

公司有较为完善的制度，包括了《公司关联交易管理制度》、《公司财务制度》、《公司对外投资管理制度》、《公司信息披露制度》等，建立了完善的内部约束机制和责任追究机制，各事项有明确的责任人，能够杜绝越权决策或不履行内部决策程序的情况。公司各项管理制度建立之后，均得到有效地贯彻执行，同时，公司定期进行检查、评估和及时的修订完善，对公司的经营起到了重要的指导、规范、控制和监督作用。

在投资项目预算管理方面，投资项目实行预算管理制度。全资公司和控股公司应于每年三月底以前，向公司本部资产经营管理部和财务部报送本年度财务预算计划，经审核通过后由派出董事或经营者送达被投资企业董事会或经营班子审议表决。

在保函管理方面，实行分级审批制度，制定有《关于办理保函、资金往来等事项的分级审批权限的规定》，保函金额在 1,000 万元（不含）以下的，须经集团公司内部银行、市场拓展部和法律事务部会签后，报总会计师、主管市场经营的副总经理和总经理审批。所有对京外工程、境外工程所出具的保函（含投标保证金）及金额在 1,000 万元以上的保函均须报经集团公司董事会审批。

在资金管理方面，公司对各下属公司资金实行集中管理，制定了《资金集中管理办法》，与四家银行签署了战略合作协议，搭建统一的管理平台，各二级公司按照“资金集中管理”要求，完成了四家银行外的大部分账户撤销合并工作。设立内部银行机构统一管理二级单位账户、调剂、监督资金。

在资金使用方面，为防范资金使用风险，公司制订了《北京住总集团资金管理办法实施细则》，集团公司及各所属单位设置有资金管理委员会或相应机构，负责对本单位的资金使用的风险评估

和信贷审核，并且每月应至少召开一次会议，并留有会议记录。

在资产处置方面，公司制订有《资产处置管理办法》，集团公司名下资产出售和置换事项由集团公司经理办公会研究通过，集团公司董事会研究批准后，按规定报市国资委审批。

在费用管理方面，公司制订了《集团公司机关费用预算管理办法》，公司建立由各预算责任部门、预算管理委员会、经理办公会及董事会构成的四级预算管理体系。

在重大投、融资决策方面，公司制定了《北京住总集团有限责任公司投资管理试行办法》，规定对下属子公司的直接投资及股权变更需经过资产经营管理部会同财务部论证，按投资金额大小由该部报董事会或经理办公会决策。

在担保制度方面，集团公司董事会决定担保行为，审批下属企业的担保事项，集团内部银行负责下属企业担保信息的汇总、分析工作，及时向市国资委报告担保情况。

在对子公司控制方面，公司制定《北京住总集团二级单位经营者经营业绩指标季度考核试行办法》进行人事管理；实施申请资金支持实行分级审批制度进行融资控制；公司制定《北京住总集团有限责任公司外埠分公司财务管理办法》进行财务管理。

在施工安全方面，公司制定有《危险性较大工程专项施工管理规定》、《北京住总集团安全生产检查制度》、《北京住总集团生产安全事故报告及调查处理的规定》、《北京住总集团文明施工安全生产处罚规定》、《北京住总集团环境保护管理暂行规定》、《工程项目管理手册》等。

在信息披露方面，为了加强公司就所发行的非金融企业债务融资工具的相关信息披露工作的管理，规范相关信息披露行为，确保信息披露的公平性，保护非金融企业债务融资工具投资者的合法权益，公司制订了《非金融企业债务融资工具信息披露事务管理制度》。

总体来看，公司内部管理机制健全，财务内控制度规范，整体管理风险相对较小。

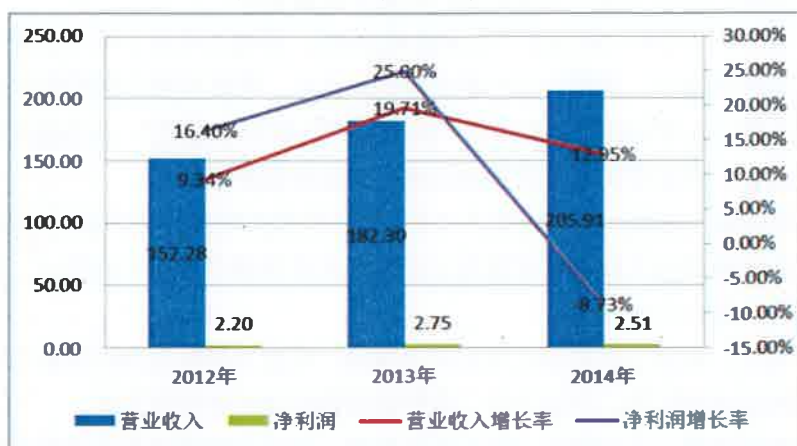
六、经营分析

1. 经营概况

公司拥有建安与市政施工、房地产开发、文体商贸与现代服务三大板块，整合上下游资源优势，形成了一体化的运营模式：同时拥有设计、开发、物业管理、配套能力，采用采购、设计、施工、服务一体化的全产业链业务。战略物资采用内部供应以及外部集中采购的模式有效地控制了公司成本，达到全链条均有利润贡献，整体达到利润最大化的效果，综合竞争实力强。公司近年来，建安与市政施工板块一直保持较大的收入规模，但毛利率相较于房地产开发板块则显得较低，公司主营业务稳定且突出。

公司近三年营业收入、净利润及其增长变动情况如下图所示，2012~2014年营业收入分别为152.28亿元、182.30亿元和205.91亿元，呈现逐年增长的趋势；2012~2014年净利润分别为2.20亿元、2.75亿元和2.51亿元。截至2014年底，公司实现营业收入较上年上涨12.95%而净利润较上年减少8.47%，主要系所得税费用大幅增加所致。2012~2014年公司营业收入和净利润的复合增长率分别为16.28%和6.91%，总体呈上涨的趋势。

图6 公司近三年营业收入、净利润及其增长变动情况（单位：亿元）



资料来源：联合评级整理

2012~2014年，公司建安与市政施工板块收入分别为69.99亿元、91.69亿元和100.04亿元，占比分别为46.40%、50.61%和48.89%，收入逐年增加主要系业务需求增加所致，通过银行借款满足施工业务发展需求，是最重要的营业收入来源；房地产开发板块收入分别为51.16亿元、55.52亿元和53.37亿元，占比分别为33.92%、30.65%和26.08%，收入呈现波动式变化，主要系2013年公司前期投入的商品房项目陆续实现收入所致，房地产开发板块作为公司传统的业务对当年的利润贡献较大；文体商贸与现代服务板块收入分别为29.69亿元、33.96亿元和51.22亿元，占比分别为19.68%、18.74%和25.03%，近三年占比稳步提升，收入出现大幅增长主要系公司全产业链一体化战略的实施和建筑施工、房地产开发业务的稳步增长，上下游辅助业务及相关服务包括物业管理、工程监理、物流、钢材贸易等业务增长良好所致。

2012~2014年，公司建安与市政施工板块毛利率分别为12.98%、8.47%和13.25%，呈现波动式变化，主要系公司承接的建安与市政施工业务种类较多，其毛利率受原材料价格、人工成本、市场竞争环境及工程类型等诸多因素影响所致；房地产开发板块毛利率分别为24.23%、25.30%和25.02%，基本保持稳定水平；文体商贸与现代服务板块毛利率分别为9.80%、19.14%和4.83%，呈现波动式变化，主要系2013年公司全产业链一体化战略的实施效果逐渐显现，集中采购的优势开始实现而2014年新纳入合并报表范围的三级子公司北京住海石油销售有限公司毛利率较低所致。公司整体前景较好。

表5 2012~2014年及2015年1~6月公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2012年		2013年		2014年		2015年1~6月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建安与市政施工	69.99	12.98	91.69	8.47	100.04	13.25	56.26	10.57
房地产开发	51.16	24.23	55.52	25.30	53.37	25.02	22.74	24.47
文体商贸与现代服务	29.69	9.80	33.96	19.14	51.22	4.83	34.59	4.63
合计	150.84	16.17	181.17	15.63	204.63	14.21	113.59	11.54

资料来源：公司提供

2015年1~6月，公司实现营业收入115.35亿元、利润总额2.54亿元，净利润1.82亿元。从主营业务毛利率看，各个板块的毛利率均较2014年有所下降。

总体看，公司营业收入以建安与市政施工和房地产开发为主，且公司正在积极发展文体贸易与现代服务行业，成为新的培育方向和发展动力。未来随着房地产行业的回暖和现代物流等行业的培育，公司营业收入有望持续增长。

2. 建安与市政施工板块

公司已经获得住房和城乡建设部颁发的施工总承包新特级资质和建筑行业（建筑工程）甲级设计资质证书，为高端市场开拓奠定了坚实的基础。此外，公司还拥有房屋建筑工程总承包特级资质，建筑装修装饰工程专业承包一级、机电设备安装工程专业承包一级、钢结构工程专业承包一级和地基与基础工程专业承包一级资质等。建筑施工板块主要经营内容包括公共建筑工程、市政工程建设和住房工程建设。公司建设的代表性工程包括中粮广场、北京航华科贸中心、中华人民共和国最高人民法院办公大楼、北航东南区教研楼、2008北京奥运会曲棍球场、射箭场等。

公司建安与市政施工板块主要经营主体包括北京住总第一开发建设有限公司、北京住总第二开发建设有限公司、北京住总第三开发建设有限公司、北京住总第四开发建设有限公司、北京住总第六开发建设有限公司、北京住总市政工程有限责任公司、北京住总钢结构工程有限责任公司、北京住总建设安装工程有限公司和北京住总装饰有限责任公司。板块主要经营内容包括公共建筑工程、市政工程建设和住房工程建设。

营销模式：公司设有集团公司营销中心，各二级子公司拥有各自的营销中心。各机构按区域市场划分，集团公司营销中心主攻全国和北京市场的高端项目，二级公司营销中心充分发挥自主营销作用，全力开拓外部市场。目前，公司市场大部分在北京及周边地区，其它省市属于正在开拓的新兴市场。对施工项目承揽主要采用投标方式。

采购模式：公司主要采购的原材料括钢筋、混凝土等，采购模式主要包括：（1）内部采购。公司利用全产业链优势，实现了采购集中度不断提高，战略物资采购及专业服务内部供应优势逐步凸现，集团内部开发项目在材料上实现了内部100%供应，内部供应定价参考市场价格；（2）外部采购。公司下属各二级子公司各自根据自身需求和市场情况进行采购，集团给予一定采购价格指导；（3）劳务采购。逐步实行劳务集中招标。这种内外部结合的采购模式有助于公司控制成本，进行有针对性的价指导和预算。采购价格方面，近年来主要建材价格变化不大，但是人工成本增长较快，即劳务成本呈增长态势。

运营模式：公司下属企业通过公开招投标市场竞标获得项目后，作为总承包方，按照项目规划设计要求，根据项目的成本目标、进度目标、质量目标，完成施工任务。现场施工外包给专业施工公司进场施工，下属企业项目公司则按项目开发进度将资金分批、分次支付外包建筑单位施工款。

结算模式：公司与业主方签订施工合同，业主方预付20%~30%的预付款给公司，开工以后公司每月向业主方申报工程量，由业主方派驻的工程监理方进行审核并按工程量支付进度款，主要有两种模式：（1）对于业主方为北京市轨道交通建设管理有限公司¹的工程，每月固定日期回款给施工方；（2）对于业主方为房建开发公司的项目，一般审核工程量后7日左右回款。

建安与市政施工板块按业务类型可以分为建安工程²、市政工程³，从收入金额看，建安工程呈现波动式增长趋势而市政工程呈现轻微下跌；从收入占比看，建安工程收入占比逐渐增加，市政工程收入占比逐渐下降。总体看，建安与市政施工板块以建安工程为主。具体情况如下表：

表6 2012~2014年及2015年1~6月建安与市政施工板块收入情况（单位：亿元、%）

项目	2012年		2013年		2014年		2015年1~6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建安工程	56.77	81.11	78.36	85.46	75.12	86.56	42.71	83.88

¹ 该公司为北京地铁市政工程项目的主要总包单位。

² 建筑与安装工程

³ 市政设施建设工程

市政工程	13.22	18.89	13.33	14.54	11.66	13.44	8.21	16.12
合计	69.99	100.00	91.69	100.00	86.78	100.00	50.92	100.00

资料来源：公司提供

从新签合同额看，2012~2014年，公司新签合同金额规模波动增长，年均复合增长率为10.47%，2014年为151.08亿元，同比下降7.45%。公司新签较大项目仍主要以安置房、旧村改造、限价房以及地铁土建工程项目为主，公司业务结构保持稳定，具体情况见下表。

表7 公司近年建安与市政板块新签合同情况（单位：亿元）

	2012年	2013年	2014年
建安工程	103.00	144.08	135.43
市政工程	11.94	19.16	15.65
合计	123.81	163.24	151.08

资料来源：公司提供

建安工程

从项目的地域分布来看，公司建筑施工业务目前以北京、天津区域为主，并呈现出逐渐由京津区域向外扩展的趋势。截至2014年底，公司主要在建建安工程主要包括广华新城居住区617地块职工住宅建设项目、朝阳区王四营乡官庄新村农民回迁安置房工程项目等，主要在建建安工程合同总金额为49.93亿元，其中北京地区合同金额占比为84.38%，截至2014年底公司主要在建建安工程如下表所示：

表8 截至2014年底公司主要在建建安工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	业主单位	合同金额	所在区域
1	广华新城居住区617地块建设项目	中央国家机关公务员住宅建设服务中心	9.05	北京市朝阳区
2	朝阳区王四营乡官庄新村农民回迁安置房工程	北京五方嘉和房地产开发有限公司	6.40	北京市朝阳区
3	北京市档案馆新馆建设项目施工总承包	北京市档案局	5.94	北京市朝阳区
4	卫生部心血管病防治研究中心及阜外心血管病医院扩建工程	中国医学科学院阜外心血管病医院	5.17	北京市西城区
5	首都医科大学附属北京天坛医院迁建工程二标段	首都医科大学附属北京天坛医院	4.73	北京市丰台区
6	门头沟区采空棚户区改造黑山地块定向安置房项目（6标段）	北京市门头沟采空棚户区改造建设中心	3.78	北京市门头沟区
7	住宅1号楼等6项工程（全国人大机关大郊亭建设项目）	全国人民代表大会常务委员会办公厅机关事务管理局	3.74	北京市朝阳区
8	北航沙河公共实验楼（组团3）	北京航空航天大学	3.32	北京市昌平区
9	南开大学新校区（津南校区）理科生活组团、留学生宿舍、专家公寓工程	南开大学	4.44	天津市
10	南开大学新校区（津南校区）旅游与服务学院、新兴学科组团等建筑工程	南开大学	3.36	天津市
合计			49.93	

资料来源：公司提供

市政工程

公司市政工程建设包括轨道交通建设、南水北调工程建设、机场快轨建设等。公司拥有市政施工一级资质，公司下属的北京住总市政工程有限责任公司主营地铁盾构施工，拥有多台先进的盾构机，承接了北京地铁10号线、4号线、北京地铁大兴线的多个标段，并成功进入了西安、沈阳的地铁建设市场。截至2014年底，公司主要在建市政工程主要为北京地铁6号线西延工程土建施工

03合同段、北京地铁16号线工程土建施工05合同段、北京地铁14号线工程土建施工21合同段工程等，主要在建市政工程合同总金额为38.16亿元；从区域分布来看，市政工程项目目前主要集中在北京地区，从工程类型来看，大部分施工为地铁建设的土建工程，未来随中国城市轨道交通建设的加快，此部分业务有望获得较好发展。截至2014年底公司主要在建市政工程如下表所示：

表 9 截至 2014 年底公司主要在建市政工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	业主单位	合同金额	所在区域
1	北京地铁6号线西延工程土建施工03合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	6.50	北京市海淀区
2	北京地铁16号线工程土建施工05合同段	北京城市快轨建设管理有限公司	5.72	北京市海淀区
3	北京地铁14号线工程土建施工21合同段工程	北京市轨道交通建设管理有限公司	3.28	北京市朝阳区
4	北京地铁14号线工程土建施工06合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	3.10	北京市丰台区
5	北京地铁7号线工程土建施工12合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	2.60	北京市朝阳区
6	北京地铁16号线二期工程土建施工04合同段	北京城市快轨建设管理有限公司	2.21	北京市海淀区
7	北京市南水北调配套工程东干渠工程施工第二标段	北京市南水北调工程建设管理中心	3.13	北京市朝阳区
8	广渠路（东四环路-通州区怡乐西路）道路工程6#标	北京市公联公路联络线有限责任公司	1.70	北京市通州区
9	天津地铁1号线东延至国家会展中心项目土建施工第5	天津市地下铁道集团有限公司	5.82	天津市
10	西安市地铁三号线一期工程鱼化寨至保税区段（不含试验段）土建施工项目D3TJSG-12)标段	西安市地下铁道有限责任公司	4.10	西安市
合计			38.16	

资料来源：公司提供

总体看，公司建筑施工板块运营平稳，经营规模持续扩大，作为国有独资性质的企业在市政施工方面也有得天独厚的优势。

3. 房地产开发板块

公司房地产开发板块主要经营主体是北京住总房地产开发有限责任公司、北京金第房地产开发有限责任公司、北京祥业房地产开发有限责任公司和天津京城投资开发有限公司（以下简称“京城投资”）。其中，北京住总房地产开发有限责任公司具有国家一级房地产开发资质，主要从事北京市危改小区的住宅开发以及廉租房、经济适用房、两限房等保障性住房的开发等，同时有少量商品房开发；北京金第房地产开发公司、祥业房地产开发公司主要从事商品房的开发；京城投资主要从事土地一级开发。

房地产开发业务是公司的第二大主业，2012~2014年，公司房地产业务收入占公司主营业务收入的比重分别为33.92%、30.65%和33.38%。公司房地产开发业务包括保障房开发、商品房开发及土地一级开发，截至2014年底上述三项业务收入占公司主营业务收入比重分别为4.70%、12.75%和8.63%，毛利率分别为2.49%、47.43%和15.52%。其中，保障房开发板块毛利率分别为19.53%、8.22%和2.49%，呈现逐年下降的趋势，主要系近年来施工成本增长较快，但保障房的价格涨幅较小所致；商品房开发板块收入呈现波动式变化，主要系2013年商品房竣工面积增加较大，陆续实现收入所致，毛利率分别为32.34%、33.58%和47.43%，呈现逐年上升的趋势，主要系当期主要结

转项目毛利差异所致；土地一级开发板块收入分别为10.53亿元、15.37亿元和17.65亿元，毛利率水平较为稳定，主要系该板块有一定市场化补偿机制，收入增长较稳定所致。具体内容见下表：

表 10 2012~2014 年及 2015 年 1~6 月公司房地产开发板块收入情况（单位：亿元、%）

类型	2012年		2013年		2014年		2015年1~6月	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
保障房开发	16.85	19.53	7.42	8.22	9.62	2.49	5.83	27.55
商品房开发	23.78	32.34	32.73	33.58	26.10	47.43	10.25	48.44
土地一级开发	10.53	13.39	15.37	15.94	17.65	15.52	5.08	24.01
合计	51.16	24.22	55.52	25.31	53.37	28.78	21.16	100.00

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月底，房地产开发业务中的保障房开发、商品房开发和土地一级开发的毛利率分别为 27.55%、48.44%和 24.01%，较 2014 年皆出现大幅上涨。

保障房开发

保障房是指政府提供优惠政策，向低收入住房困难家庭出售的具有保障性质的政策性住房，包括廉租住房、公共租赁住房、经济适用房、限价商品住房、定向安置房、危旧房和棚户区改造房等。公司所建保障房一般为销售型保障房（包括经济适用房、双限房、三定三限项目—限定供应对象、定销售价格、定套型面积；限定销售价格、限定套型面积、限定建设标准）和租赁型保障房（包括公共租赁房）等。经济适用房项目盈利一般为3%，限价房的盈利一般为8%，回迁房项目本身无盈利，以土地出让收入⁴弥补支出。

从资金来源方面看，一般为公司自筹资金30%，其余通过股东投入、金融机构贷款解决；从土地来源方面看，主要通过招拍挂和协议方式取得。

从销售方面看，公司不具备销售权，由住房保障管理办公室对符合购买条件的人群并进行统一配售。

从盈利模式方面看：对于产权型保障房，通过北京市住房保障办公室统一对特定人群销售，并按协议将销售收入的一部分返还给开发公司，公司一次性收回投资并获得盈利约3%左右，此外对项目周边商业地产拥有优先开发的优势；对于租赁型保障房，往往由地方政府下属企业与开发商联合出资修建，政府采取一次性回购方式或者无偿交给政府使用一定期限，政府返还租金收入并给予补偿的方式，保障开发商的利益。此外租赁型保障房还可以通过保障房配套的商业性房产或棚户区改造中可出售部份销售获得收入。和商品房相比，保障性住房的建设具有利润低，市场稳定性高，风险可控，现金流有保障等特点，保障性住房市场较为稳定。

2012~2014年，公司保障房完成投资额波动增长，分别为5.85亿元、3.70亿元和13.33亿元；保障房竣工面积波动下降，分别为50.60万平方米、5.25万平方米和26.48万平方米。2012~2014年及2015年1~6月，公司累计完成保障房建设投资26.59亿元，完成建筑面积82.33万平方米的保障房开发。总体看，近三年公司保障房建设处于建设周期交替期，伴随之前年度开发的保障房项目集中于2011年和2012年竣工，2013年公司保障房开发规模呈现暂时性回落，2014年随着新项目的陆续投入，整体保障房开发规模较2013年显著提升，具体情况见下表：

⁴ 土地出让收入是市县人民政府依据《土地管理法》、《城市房地产管理法》等有关法律法规和国家有关政策规定，以土地所有者身份出让国有土地使用权所取得的收入，主要是以招标、拍卖、挂牌和协议方式出让土地取得的收入（占土地出让收入的80%以上），也包括向改变土地使用条件的土地使用者依法收取的收入、划拨土地时依法收取的拆迁安置等成本性的收入、依法出租土地的租金收入等。

表 11 2012~2014 年及 2015 年 1~6 月公司保障房已完成投资建设情况 (单位: 亿元、万平方米)

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
保障房完成投资(亿元)	5.85	3.70	13.33	3.71
保障房竣工面积(万平方米)	50.6	5.25	26.48	0.00

资料来源: 公司提供

2009年~2015年6月末, 公司共完成保障房项目10个, 2012年~2014年及2015年1~6月实现收入分别为16.85亿元、7.42亿元、9.62亿元和5.84亿元, 公司完成的保障房项目均属于国家3,600万套保障房建设任务⁵, 具体情况见下表:

表 12 截至 2015 年 3 月底公司已完成保障房项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	总投资	隶属的国家保障房建设项目	属于的保障房类别	销售对象	实现收入				
					2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
沙河镇北区居住项目	11.04	昌平区沙河巩华城及北区(立项批号:京发改[2010]963号)	定向安置房	三定三限客户	7.78	1.61	0.63	-	0.40
西三旗项目	32.85	瑞旗家园(期房预售证号:京房售证字(2008)限12号)	限价商品房、廉租房	住保办配售	9.23	-	0.07	0.15	0.2034
常营项目	9.73	宏仁家园(期房预售证号:京房售证字(2011)限18号)	限价商品房	住保办配售	1.37	-	0.08	-	-
康庄项目	10.41	兴康家园(期房预售证号:京房售证字(2009)限25号)	限价商品房	住保办配售	3.74	-	0	-	-
翠城E区项目	42.60	翠城馨园(期房预售证号:京房售证字(2005)经26号、京房售证字(2007)经33号、京房售证字(2009)经2号)	经济适用房	有经济适用房购房指标的客户	5.77	-	-	-	0.9974
翠城ABC区项目	14.40		经济适用房	住保办配售	-	-	-	-	-
翠城D区项目(一期)	6.26		经济适用房	住保办配售	-	1.62	1.09	2.64	-
晨光C区定向安置房	8.56	朝阳区十里堡居住定向安置房	定向安置房	三定三限客户	-	10.31	-	-	-
马驹桥两限房	8.61	宏仁家园(期房预售证号:京房售证字(2011)限18号)	限价商品房	住保办配售	-	3.31	5.546	0.31	0.0126
怀柔杨宋镇公租房	-	怀柔杨宋镇公租房	公租房	公租房配租客户	-	-	-	0.02	0.0098
东铁营定向安置房项目	11.75	东铁营定向安置房	定向安置房	三定三限客户	-	-	-	6.50	4.22
合计	156.21	-	-	-	27.89	16.85	7.42	9.62	5.84

资料来源: 公司提供

截至2015年6月末, 公司在建保障房项目3个, 项目总投资金额24.41亿元, 已经投资金额16.67亿元, 具体情况如下:

⁵ “十二五”时期, 我国目标为建设各类保障性住房 3,600 万套。

表 13 截至 2015 年 6 月底公司在建保障房项目情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目名称	项目性质	建筑面积	总投资	已完成投资
翠成馨园经济适用房D北区	经济适用房	21.70	6.26	6.17
翠成馨园经济适用房D南区	定向安置房	25.40	6.40	
东铁营定向安置房项目	定向安置房	13.50	11.75	10.50
总计	-	60.60	24.41	16.67

资料来源: 公司提供

总体看, 公司保障房项目后续投入资金规模较大, 未来公司面临一定的资金压力。此外, 公司保障性住房开发业务具有一定周期性, 出于对公司房地产开发业务盈利能力的考虑, 公司在制定经营计划时适当调整保障房建设比例。“十二五”期间北京市大力推进保障房及棚户区改造, 其中棚户区改造须由具有一定资质的国有企业承建, 公司在该领域具有突出优势, 未来公司的发展规划是在保障房建设的同时, 大力推行棚户区项目的建设, 棚户区项目将会对公司未来发展提供新的动力。

商品房开发

近三年, 随着国内房地产行业回暖及公司前期投入的商品房陆续实现收入, 2012~2014年, 此业务板块收入呈现波动式变化, 分别为23.78亿元、32.73亿元和26.10亿元, 在主营业务收入中的占比分别为15.77%、18.07%和12.75%。与公司保障房业务相比, 公司商品房业务毛利率相对较高, 2012~2014年分别为32.34%、33.58%和47.43%。

2015年1~6月, 公司商品房开发收入10.25亿元, 毛利率达到48.44%, 基本与2014年持平。

在土地储备方面, 公司主要通过两种方式获得。一种是通过收购相关项目公司股权、合作开发的方式取得土地储备, 通过股权收购、合作开发取得的土地成本往往远低于公开市场招拍挂取得土地成本, 能够降低房地产综合开发成本; 另一种是通过招拍挂方式获得出让土地, 一般情况之下, 通过招拍挂获得的土地产权清晰, 便于房地产企业后续快速进入开发运作。截至2015年6月底公司商品房土地储备情况如下:

表 14 截至 2014 年底公司商品房土地储备情况 (单位: 万平方米、亿元、%)

土地名称	土地面积	地区	获得时间	获得价格	获取方式	公司持有比例
成都双流县胜利镇白塔村1、2号地	15.46	成都双流县胜利镇	2013.11	4.31	拍卖	60.00
北京亦庄河西X13R2地块	6.76	北京市经济技术开发区	2013.11	12.20	挂牌	50.00
大兴亦庄新城B01R1地块	9.16	大兴区	2013.11	16.40	挂牌	50.00
门头沟新城MC16-073地块	10.18	门头沟区	2013.12	58.66	挂牌	35.00
门头沟区门头沟新城MC00-0017-6002	3.39	门头沟区	2015.02	11.76	收购	22.00
怀柔杨宋镇项目(除0024地块与0026地块外)	22.96	北京市怀柔区杨宋镇	2011.01	6.53	挂牌	100.00
桂林润鸿水尚项目二期、三期	10.71	桂林市象山区凯风路8号	2006.12	1.45	挂牌	60.00
金润·凤凰洲	6.31	天津市宝坻区马家店镇	2009.09	0.80	协议出让	36.00
金第嘉苑二、三期	7.28	鞍山铁东区越岭路155号	2010.08	1.59	挂牌	80.00
七里渠项目	6.89	北京昌平区	2014.01	36.07	公开市场招拍挂	50.00
白俄天鹅小区	31.16	白俄明斯克	2010.01	-	股权收购	70.00
顺义高丽营	32.43	北京顺义区高丽营镇于庄	2013.10	33.00	挂牌	35.00
合计	162.69	-	-	182.77	-	-

资料来源：公司提供

注：地块公司拟用于商品房项目建设，都已经取得了土地证和规划证，已经落实开发贷款，将根据未来市场情况确定开始实施项目建设的进度。

商品房经营方面：2012~2014年，公司新项目签约面积分别为27.02万平方米、24.42万平方米和4.13万平方米，新项目签约金额30.91亿元、41.33亿元和8.19亿元。其中，2014年公司新签约面积和签约金额较上年大幅下降，主要系新增的土地储备还未达到预售条件所致，可能对其之后年度商品房板块收入的实现带来一定负面影响；2012~2014年，公司销售回款金额分别为47.93亿元、52.30亿元和22.05亿元，回款金额有所增长；自2014年起，公司签约销售均价较之前年度有所增长，主要系销售均价较高的北京亦庄金域东郡及门头沟新城实现销售所致。具体情况见下表：

表 15 公司近年商品房经营情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
开复工面积	205.69	187.84	87.95	167.92
其中：新开工面积	70.73	74.75	17.95	11.01
房屋竣工面积	77.35	41.14	28.91	3.65
在建面积	142.90	155.98	127.95	166.42
新项目签约销售面积	27.02	24.42	4.13	5.23
新项目签约金额	30.91	41.33	8.19	13.42
销售均价	1.06	1.48	1.98	2.57
销售回款金额	47.93	52.30	22.05	24.35

资料来源：公司提供

商品房开发结算模式方面：一般为公司自筹资金30%作为项目资本金，其余通过股东投入、金融机构贷款解决。项目需取得商品房预售许可证才能对外出售。北京市要求土地证、规划许可证、施工许可证等证照齐全且投入开发建设的资金达到工程建设总投资的25%以上的项目可以申请获得商品房预售许可证。公司一般根据取得商品房预售证的时间以及当时市场情况安排商品房预售时间，一般来说从资本金投入到取得商品房预售证周期约十个月，到获得消费者回款时间约1年到1年半。待1~2年以后项目竣工结算交房确认收入后，预收款结转为收入，存货结转为成本。

公司主要在建商品房项目规划面积合计256.27万平方米，总投资合计268.15亿元，具体情况见下表：

表 16 公司主要在建商品房项目（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	项目所在地	规划面积	总投资	已完成投资
1	门头沟亚华	北京门头沟区石龙工业区	35.06	28.23	33.50
2	门头沟砖厂	北京市门头沟区永定镇冯村	27.49	28.90	21.57
3	门头沟新城	北京市门头沟区	49.00	88.60	69.00
4	怀柔梦想山0024地块	怀柔区杨宋镇	5.87	4.18	4.15
5	桂林润鸿水尚二期B、C区	桂林市象山区凯风路8号	10.58	3.09	2.16
6	金润凤凰洲（一期一段）	天津市宝坻区马家店镇	3.28	2.63	1.85
7	金第嘉苑（一期）	鞍山铁东区越岭路155号	6.27	2.75	2.27
8	大兴旧宫3号地C-14地块	北京大兴区旧宫镇	26.78	34.67	32.66
9	亦庄金域东郡	亦庄开发区河西区X86地块	20.96	27.39	24.09
10	尚清湾	天津武清区	27.70	15.89	14.15
11	西大望路	北京市朝阳区	7.45	12.50	6.93
12	白俄罗斯天鹅小区	白俄罗斯明斯克市	35.83	19.32	4.63
合 计			256.27	268.15	216.96

资料来源：公司提供

土地一级开发

公司土地一级开发业务目前主要集中在天津，由京城投资负责运营。公司通过先期参与土地一级开发，也可以获得二级土地使用权竞争优势，有效降低了公司二级开发的土地储备成本。

公司2009年开始与天津市武清区政府签署合作协议，获得武清区政府授权出资成立京城投资，运作武清旧城改造一级整理项目。其中，公司以自有资金现金出资1.96亿元，武清区政府下属天津运城投资有限公司以现金出资2.04亿元。该项目涉及天津市武清区杨村街道17个村街，总占地面积10,300亩，其中用于回迁安置用地约2,300亩，拟解决1万余户、3万多人的还迁住楼，建筑面积720.36万平方米。

根据2009年公司与天津市武清区政府签订合作协议，该项目范围内还迁用地为无偿划拨方式，土地性质为住宅、商业性经营用地，土地出让后所获区级土地出让收益（包括整理成本和政府净收益）全部返还京城投资。住总集团与天津运城投资有限公司按对京城投资所持股权比例分配收益。公司以土地整理中心给开发商拿地发票和公司收到的土地转让款作为做账依据，从土地挂牌到收到土地转让款周期约1个月左右。

截至2015年6月末，该项目已完成投资95.67亿元，已完成出让建筑面积173.90万平方米，形成收入79.05亿元，具体情况如下：

表 17 截至 2015 年 6 月末公司土地一级开发业务项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	建筑面积	总投资	已完成投资	已完成出让建筑面积	已形成收入	项目计划竣工时间	后续出让计划及预计回收金额
武清旧城改造项目	687.00	106.16	95.76	173.90	79.05	2017	分阶段开发整理，目前与天津市政府签署整理133.30万平方米的地块，预计该地块回收金额为44.00亿元
合计	687.00	106.16	95.76	173.90	79.05		-

资料来源：公司提供

总体看，保障房开发业务市场价格较为平稳，但由于施工成本的上升，毛利率呈现下降的趋势；商品房开发业务销售价格开始呈现上升的态势，但考虑到公司的近期拿地成本也在大幅上升，预期毛利率会呈现小幅上升；一级土地开发业务相对平稳。综合来看，公司房地产开发板块将随着北京市的政策引导而迎来新的发展机遇。

总体看，房地产开发板块近三年保持平稳态势，2015年国家房地产行业开始出现显著回暖，未来预计房地产板块将迎来新的发展机遇。

4. 文体商贸与现代服务

公司的文体商贸和现代服务业务主要是围绕建筑施工、房地产开发的上下游辅助业务，包括混凝土生产、钢材物资贸易、设计、物业管理、工程监理以及装饰等业务。

贸易物流

公司贸易物流业务经营主体是北京住总物流有限公司和住宅建设设备物资公司，主要为公司建筑施工和房地产开发提供物资供应和物流服务，2012~2014年及2015年1~6月，物资供应和物流占该板块收入的85%以上。

从经营模式方面来看，主要包含贸易和物流+粗加工两种运营模式：（1）贸易模式指公司从各供应商采购各种类型的钢材、红酒、润滑油、木材等物资对外销售；（2）粗加工物流模式主要指公司对外采购成卷的钢板，在粗加工厂进行压平、切割成客户需要的规格尺寸再销售给客户。

从盈利模式方面来看，主要依靠采购大宗商品与销售物资价格差获取利润，其中又分为代理模式和自营两种盈利方式。代理的产品公司仅通过自身渠道销售，无定价权，利润较低。自营的商品公司买进再对外销售，拥有销售定价权；公司自营的产品又分为销往集团内部（自用）和销往集团外部（外销）两种模式。

从结算模式方面来看，公司主要采用银行承兑汇票。

从销售的上下游来看，截至2014年底公司具体的前五大供应商和前五大客户，其中从供应商角度看，2014年前五大供应商合计占比73.34%，集中度风险较高，容易影响营业成本；从客户角度看，2014年前五大客户合计占比42.48%，客户集中度尚可，但是仍容易受到冲击。具体情况见下表：

表 18 2014 年公司文体商贸与现代服务板块外销商品前 5 大供应商情况 (单位：亿元、%)

序号	采购商名称	采购金额	占该板块总成本比例	供货品种
1	承德新新钒钛股份有限公司	11.72	24.04	钢材
2	宣化钢铁集团有限责任公司	7.64	15.67	钢材
3	北京首钢新钢联科贸有限公司	6.52	13.38	钢材
4	DH KINGSTONE HOLDING GO.,LTD.	2.64	5.42	红土镍矿
5	内蒙古包钢钢联股份有限公司北京销售分公司	1.68	3.45	钢材
合计		30.20	61.96	--

资料来源：公司提供

注：公司从北京首钢新钢联科贸有限公司采购的是卷钢，销售给北京首钢新钢联科贸有限公司的是钢材型材。

表 19 2014 年公司文体商贸与现代服务板块外销商品前 5 大客户情况 (单位：亿元、%)

序号	客户名称	销售金额	占该板块总收入比例	销售品种
1	北京首钢新钢联科贸有限公司	7.32	14.29	钢材
2	北京住总物流科技有限公司	4.89	9.55	钢材
3	北京金泰港物流有限公司	4.27	8.34	钢材
4	北京鼎合金通经贸有限责任公司	3.38	6.60	红土镍矿
5	北京金泰新钢联科贸有限公司	1.90	3.71	钢材
合计		21.76	42.49	--

数据来源：公司提供

建筑设计、物业

文体商贸与现代服务板块还包括少量建筑设计、监理、物业管理和文化体育业务收入，经营主体是北京市住宅建筑设计研究院有限公司、北京住总劳务开发有限公司、北京市北宇物业服务公司和北京住总京体体育文化有限公司，这四家子公司注册规模较小，对该板块收入贡献较小，但较物资供应和物流服务相比毛利率较高，对公司该板块利润有一定贡献。其中公司投资性房地产租金收入每年大约为1.5亿元。

总体看，文体商贸与现代服务板块作为公司未来的重点发展方向，有望在补充公司产业链、构建新的经济增长点方面做出突出贡献，预期会给公司带来收益的增加。

5. 经营效率

2012~2014年，公司营业收入分别为152.28亿元、182.30亿元和205.91亿元，年均复合增长率为16.28%；利润总额年分别为3.31亿元、3.66亿元和4.30亿元，年均复合增长率为13.98%。公司经营规模稳步扩大，经营成果稳步提升。

作为典型的建筑和房地产行业公司，以工程款、房屋销售款为主的应收账款较大，回款速度较慢，资金占用情况较为突出；存货以房地产开发成本为主，对公司的资金规模要求较大。公司2012~2014年的应收账款周转率分别是4.67次、5.33次和5.51次，近三年公司应收账款率较低，主要以一年内到期的应收账款为主；应收账款率逐步增加，表明公司应收账款管理能力逐步增强。

公司近三年存货周转率分别为 1.09 次、1.16 次和 0.90 次，存货占用水平较高但属于行业正常范畴。公司总资产周转率近三年分别为 0.57 次、0.56 次和 0.49 次，相对于公司庞大的资产规模而言，公司的资产周转效率尚可。

总体看，公司整体经营效率水平在同类企业中尚可。

6. 经营关注

公司在积极保持主营业务建安与市政施工和房地产开发的主营业务的同时，积极扩展产业链范围，逐渐加强文体商贸与现代服务板块的经营力度，，需要关注的经营风险有以下几点：

(1) 原材料价格波动。公司对外采购的原材料主要是钢材和商品混凝土。由于建筑行业的生产经营周期较长，其间原材料价格波动对建筑企业的盈利水平影响较大。原材料价格的波动有可能影响公司运营成本。

(2) 市场竞争加剧。整体建筑行业的市场竞争趋于激烈，特别是建筑施工行业处于完全竞争行业，若公司不能有效增强行业竞争优势，巩固行业优势地位，可能造成市场份额下滑，从而对公司经营业绩造成一定的不利影响。

(3) 房地产政策调整。受制于近年来国家不断出台各种房地产业发展的政策，公司的房地产开发板块以保障房建设项目和商品房建设项目为主，倘若未来国家对房地产行业的调控发生变化，将对公司的收益情况造成一定影响。

(4) 贸易价格波动。公司文体商贸与现代服务板块物流和物资供应业务受原材料采购价格、市场情况变化影响，盈利会有一定波动。特别是钢材贸易占贸易业务的 80% 以上，近年来钢价波动较大，若公司不能采取有效措施规避价格波动风险，将会对公司盈利能力产生一定影响。

(5) 资金占压较为突出。建安与市政施工业务资金占用导致应收账款规模大，公司的资金利用效率一般。

7. 未来发展

公司未来将继续坚持以房地产开发为龙头，建安、市政施工为基础，快速培育商贸物流及生产性服务业，实行立足北京，辐射全国，进军海外的发展战略，特别是要推进三个板块的产业融合发展，打造住宅产业链和一体化的竞争优势。房地产业实行一二级开发共同发展，探索城市运营商模式，在保障房、商品房、高端持有物业和土地一级开发上合理配比；建安施工板块要“突破高端、兼顾中端、放弃低端”，不断拓展市政、地铁等基础设施领域，打造有竞争力的专业施工工程总承包企业；商贸物流及生产性服务业要按照集团“一体化”的要求，完善资质，提高经济效益。

根据公司“十二五”发展规划，到“十二五”末，公司要实现综合经营额达到 260 亿元，利润完成 3.8 亿元，经济增加值达到 1 亿元。

公司目前拟建项目主要包括顺义高丽营、怀柔项目 0020 和 0023 地块、金润凤凰洲、门头沟新城及七星渠项目，除已完成的部分项目拿地投资，其余建设投资规模较大，加之公司各板块在建项目仍存在资金缺口，公司未来将面临一定资金压力。

总体看，公司将继续立足北京市，同时积极开展面向全国房地产开发业务、公建业务，并努力发展海外业务。凭借其综合竞争能力、优良的产品品质，公司未来业务有望获得较大的发展。联合资信同时也关注到，伴随公司各板块业务规模的扩大，未来投资需求将对公司形成一定的资金压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012~2014年财务报告已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2015年前三季度财务数据未经审计。2014年，财政部对会计准则进行修订，公司从2014年7月1日起执行修订后的企业会计准则。总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

表 20 2012~2014 年纳入合并报表范围的变动情况

	新增纳入合并报表范围的公司		不再纳入合并报表范围的公司	
2012年	明斯克北京饭店有限责任公司（二级子公司）	新设投资	北京住总天麟投资咨询有限责任公司（三级子公司）	出售股权
	北京北奥物业管理有限公司；鞍山瑞福祥房地产开发有限公司（三级子公司）	购买股权		
2013年	北京住总正通市政工程有限责任公司（二级子公司）	北京住总市政工程有限责任公司撤销法人资质变更为公司领导下的非法人事业部，原三级子公司变更为二级子公司	鞍山瑞福祥房地产开发有限公司（三级子公司）	转让股权
	北京住总物流科技有限公司、北京住总工业化住宅科技有限公司、北京住融投资有限公司和北京金第圣融投资有限公司（三级子公司）	新投资设立		
2014年	北京住总市政道桥工程有限责任公司（二级子公司）	收购和新设立	明斯克北京饭店有限责任公司（二级子公司）	控制权转移至北京首都旅游集团有限责任公司
	北京住海石油销售有限公司等7家（三级子公司）			

数据来源：审计报告

截至2014年底，公司合并资产总额为468.76亿元，负债合计399.70亿元，所有者权益合计69.06亿元（其中少数股东权益31.22亿元）；2014年公司实现合并营业收入205.91亿元，净利润（含少数股东损益）2.51亿元；经营活动产生的现金流量净额为-63.06亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.76亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额500.54亿元，负债合计429.32亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计71.22亿元；2015年1~6月公司实现合并营业收入115.35亿元，净利润（含少数股东权益）1.82亿元；经营活动产生的现金流量净额0.08亿元，现金及现金的等价物净增加额-1.08亿元。

2. 资产质量

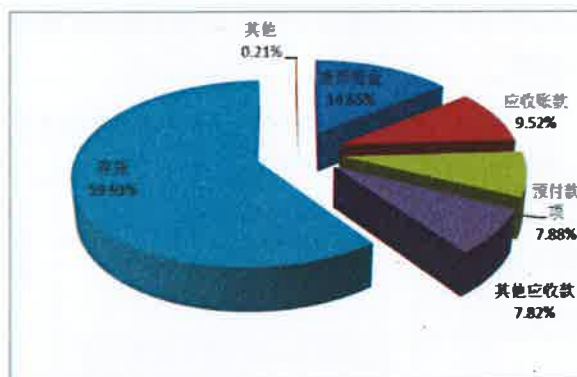
2012~2014年，公司合并资产总额分别为281.35亿元、372.23亿元和468.76亿元，年均增长29.08%，资产总额快速增长，主要来自流动资产的快速增加。截至2014年底，公司流动资产415.17亿元（占比88.57%），非流动资产53.59亿元（占比11.43%）。公司资产结构以流动资产为主，符合建筑施工和房地产开发企业特征。

截至2015年6月底，公司资产总额为500.54亿元，较年初增长6.78%，主要系存货的大幅增加所致。其中流动资产444.46亿元（占比88.80%）、非流动资产56.08亿元（占比11.20%），资产结构稳定。

流动资产

2012~2014 年,公司流动资产分别为 235.42 亿元、324.26 亿元和 415.17 亿元,年均增长 32.80%,流动资产快速增长,主要系货币资金、其他应收款和存货快速上涨所致。截至 2014 年底,公司流动资产主要由存货(占比 59.91%)、货币资金(占比 14.65%)、应收账款(占比 9.52%)、预付款项(占比 7.88%)和其他应收款(占比 7.82%)构成,具体见下图所示。

图 7 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年,公司存货主要包括原材料、库存商品、已完工未结算工程施工及开发成本,存货余额分别为 118.97 亿元、144.46 亿元、248.73 亿元,年均复合增长 44.59%,主要系公司新拿地及新开工或建设中的项目投入资金较多导致房地产开发成本大幅增加所致。截至 2014 年底,公司存货为 248.73 亿元,较上年末增长 72.18%,主要系房地产开发成本大幅增加所致。从存货的构成上看,工程施工占 13.17%、房地产开发成本占 76.80%、房地产开发产品占 7.18%、剩余项目以及其他占 2.85%,可变现净值较高。其中,计提存货跌价准备 0.02 亿元,与上年同期相比无变化,计提水平合理。

2012~2014 年,公司货币资金金额分别为 38.57 亿元、63.85 亿元、60.83 亿元,年均复合增长 25.58%,呈现波动式变化,主要系 2013 年由于所属开发板块、服务板块企业预收款项增加以及为补充经营所需流动资金向银行借款所致。截至 2014 年底,公司货币资金为 60.83 亿元,较上年末减少 4.73%,主要系其他货币资金的减少所致。其中,银行存款 58.50 亿元,占比为 96.17%,受限保证金存款 1.37 亿元,占比为 2.25%。

2012~2014 年,公司应收账款主要是工程款,金额分别为 33.38 亿元、34.37 亿元、39.54 亿元,年均复合增长 8.85%,主要系主营业务的正常增长所致。截至 2014 年底,公司应收账款为 39.54 亿元,较上年末增长 15.07%,从账龄来看,公司应收账款中 1 年以内的占比 73.08%,1~2 年占 11.03%,2~3 年占 7.58%,3 年以上的占 8.31%;从主要应收账款客户来看,公司应收款主要是南开大学、中国医学科学院阜外心血管病医院、北京市东升农工商总公司、北京首钢新钢联科贸有限公司和北京市轨道交通建设管理有限公司的一年以内到期的工程款,出现坏账的风险较小。截至 2014 年底,公司计提应收账款坏账准备 0.48 亿元,计提比例处于行业中等偏下水平,有一定的计提不充分的风险。总体看,公司应收账款中部分账龄有逐渐缩短趋势,且受建筑行业因素影响,应收账款总体规模较大,对公司的营运资金周转造成了一定影响。

2012~2014 年,公司预付款项主要为预付的工程款、拿地款和土地整理款项等,金额分别为 29.19 亿元、53.38 亿元和 32.73 亿元,年均复合增长 5.89%,呈现波动式变化,主要系 2013 年新开工项目较多预付款项金额波动较大所致。截至 2014 年底,预付账款为 32.73 亿元,较上年末减少 38.69%。从账龄结构来看,2014 年底公司预付款项 1 年以内的占比 63.08%,1~2 年占 8.86%,2~3 年占 28.05%,3 年以上的占 0.01%。其中,账龄超过一年的预付款项主要系土地整理尚未结

算所致。

2012~2014 年，公司其他应收款主要为与其他房地产企业联合拿地的资金往来款项，金额分别为 15.14 亿元、27.98 亿元和 32.45 亿元，年均增长 46.38%，主要系公司投资门头沟项目土地投标保证金 8.35 亿元和开发公司 7 亿元委托贷款所致。截至 2014 年底，其他应收款 32.45 亿元，较上年末增长 15.97%，其中，1 年以内占 72.49%，1~2 年占 16.57%，2~3 年占 4.79%，3 年以上占 6.15%，整体账龄较短。截至 2014 年底，公司对其他应收账款共计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 2.04%，计提比例尚可。

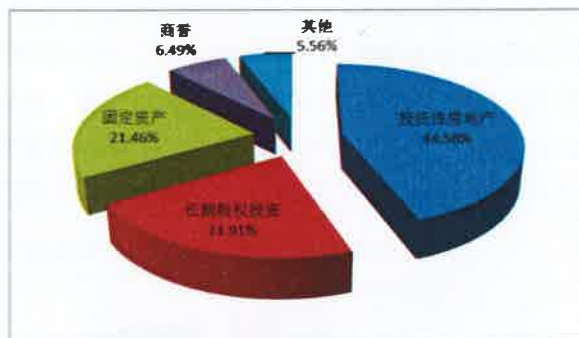
截至 2015 年 6 月底，公司流动资产为 444.46 亿元，较年初增加 7.06%，主要系存货的增加所致。其中，存货占比 60.37%、货币资金占比 13.82%、应收账款占比 11.39%、预付款项占比 6.45%、其他应收款占 7.93%，流动资产构成较年初变化不大。

总体看，公司流动资产相对于总资产占比较高，存货比例较大，符合建筑行业的典型特征，流动资产规模逐年扩大。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产金额分别为 45.93 亿元、47.97 亿元和 53.59 亿元，年均复合增长率为 8.01%，主要系长期股权投资的大幅增加所致。截至 2014 年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占比 42.63%）、长期股权投资（占比 20.95%）、固定资产（占比 20.53%）、商誉（占比 6.08%）和无形资产（占比 4.38%）构成，具体见下图所示。

图 8 截至 2014 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司投资性房地产分别为 22.79 亿元、22.82 亿元和 22.84 亿元，年均复合增长率为 0.12%，基本保持稳定。截至 2014 年底，公司投资性房地产为 22.84 亿元，较上年末小幅上涨 0.12%，主要系公允价值变动所致。公司子公司北京祥业房地产有限公司、北京住总房地产开发有限责任公司、北京住总实业投资控股有限公司、北京市北宇物业服务公司分别依据北京京都中新资产评估有限公司出具的《北京住总集团有限责任公司以公允价值模式计量的投资性房地产资产评估报告书》（京都中新评咨字（2015）第 0035 号）确定投资性房地产的公允价值，按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动损益增加分别为 55.96 万元、212.69 万元、23.98 万元和 10.14 万元。

2012~2014 年，公司长期股权投资分别为 4.95 亿元、4.32 亿元和 11.23 亿元，年均复合增长率为 50.66%，主要系 2014 年对联营企业的投资大幅增加所致。其中，2014 年对北京住总万科房地产开发有限公司、天津市津辰河投资发展有限公司和北京首开住总房地产开发有限公司分别增加投资金额 1.39 亿元、2.00 亿元和 2.24 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产主要由土地资产、房屋、建筑物、机器设备、运输工具、电子

设备、办公设备等组成，固定资产余额分别为 10.91 亿元、11.20 亿元和 11.00 亿元，年均复合增长率为 0.40%，基本保持稳定。截至 2014 年底，固定资产折旧 2.47 亿元，固定资产成新率为 77.55%。

2012~2014 年，公司商誉均为 3.33 亿元，保持稳定。主要为公司投资北京市元兴设备安装有限责任公司、北京东方双龙时代置业有限公司、北京北奥物业管理有限公司和北京（BUCC）明斯克房地产开发有限公司形成的商誉。

截至 2015 年 6 月底，公司非流动资产为 56.08 元，较年初增加 4.64%，主要系在建工程及长期股权投资所致。其中，投资性房地产占比 40.76%、长期股权投资占比 23.50%、固定资产占比 19.04%、商誉占比 5.93%、无形资产占比 4.25%，非流动资产构成较年初变化不大。

总体看，公司资产以流动资产为主，货币资金相对较为充足，但应收款项规模较大，且存货以工程施工及房地产开发产品和开发成本为主，易受行业影响，变现能力具有一定的不确定性，资产流动性一般。其中，长期股权投资中的联营企业经营情况良好，为公司带来较为稳定的投资收益。公司整体资产质量尚可。

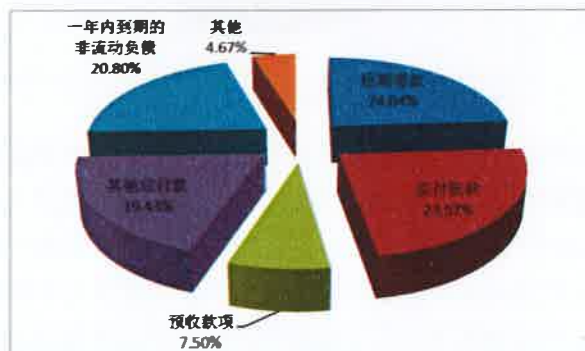
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司合并负债总额分别为 237.59 亿元、315.98 亿元和 399.70 亿元，年均增长 29.70%，主要系一年内到期的非流动负债的快速增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债 260.78 亿元（占比 65.24%），非流动负债 138.92 亿元（占比 34.76%）。公司负债结构以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债规模分别为 184.00 亿元、191.80 亿元和 260.78 亿元，年均复合增长率为 19.05%，主要系一年内到期的非流动负债的增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债主要由短期借款（占比 24.04%）、应付票据（占比 23.57%）、一年内到期的非流动负债（占比 20.80%）、其他应付款（占比 19.43%）和预收款项（占比 7.50%）构成，具体构成详见下图。

图 9 截至 2014 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款分别为 43.34 亿元、48.43 亿元和 62.68 亿元，年均复合增长率为 20.26%。其中，2013 年增加短期借款主要系信用借款增加所致；2014 年增加短期借款主要系在建工程项目投入大幅增加，企业用自有资金并不能完全支撑投入，短期信用借款以及抵押借款增加所致。截至 2014 年，公司信用借款规模达到 46.30 亿元，较上年同期大幅增加 17.50 亿元；公司抵押贷款规模达到 9.30 亿元，较上年同期增加 1.66 亿元，抵押物为朝阳区慧忠里住总大厦和朝阳区华严北里 51 号办公楼。

2012~2014 年，公司应付账款分别为 55.48 亿元、53.25 亿元和 64.47 亿元，年均复合增长率

为 7.44%，主要系公司在建项目投入加大，采购的材料等增加导致应付账款增长所致。从账龄来看，1 年以内的有 44.91 亿元，1 至 2 年到期的有 7.25 亿元，2 至 3 年到期的有 3.42 亿元，3 年以上到期的有 5.89 亿元，期限结构以一年以内的为主，占比 73.06%。其中，有 2.64 亿元逾期的大额应付账款，主要系超过合同付款期的应付工程款。

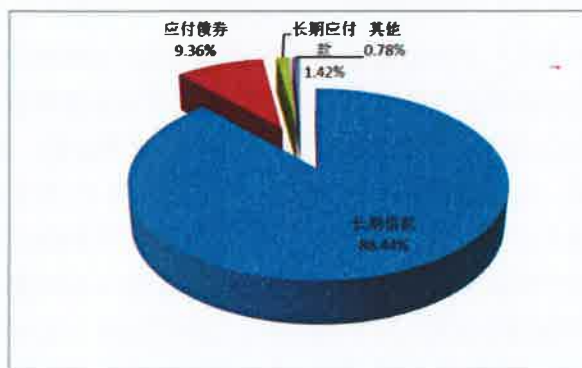
2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 24.08 亿元、11.16 亿元和 54.24 亿元，年均复合增长率为 50.09%，呈现波动式变化。其中，2013 年一年内到期的非流动负债减少主要系企业一年内长期借款中保证借款减少所致；2014 年一年内到期的非流动负债为大幅增加主要系一年内到期长期借款增加以及 4 亿元 2014 年第一期短券和 12 亿元的非定向债务融资工具到期支付所致。

2012~2014 年，公司其他应付款分别为 40.17 亿元、37.98 亿元和 50.67 亿元，年均复合增长率为 12.31%，呈现波动式变化。其中，2013 年其他应付款较 2012 年末降幅为 5.45%，基本保持稳定；2014 年其他应付款大幅增加，主要系合作企业开发拿地，对项目公司投资的往来款增加所致。

2012~2014 年，公司预收款项分别为 11.78 亿元、26.41 亿元和 19.55 亿元，年均复合增长率为 28.85%，主要系因购房业主没有办理入住的预收房款、预收租金、预收工程款所致。

2012~2014 年，公司非流动负债规模分别为 53.59 亿元、124.18 亿元和 138.92 亿元，年均复合增长率为 61.00%，主要系长期借款的增加所致。截至 2014 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占比 88.44%）、应付债券（占比 9.36%）和长期应付款（占比 1.42%）构成，具体构成详见下图。

图 10 截至 2014 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司长期借款分别为 30.95 亿元、96.52 亿元和 122.86 亿元，年均复合增长率为 99.23%，主要系业务量增长借款增加所致。截至 2014 年底，抵押借款期末余额为 74.60 亿元，占全部长期借款的 60.72%，抵押借款占比较高，主要抵押物为所开发土地的使用权、在建工程及住总办公大厦。

2012~2014 年，公司应付债券分别为 20.00 亿元、25.00 亿元和 13.00 亿元，年均复合增长率为 -19.38%，呈现波动式变化。其中，2013 年 10 月发行了 5 亿元 3 年期的中期票据；2014 年 4 月公司发行了 4 亿元短期融资券。截至 2014 年底，2014 年包括公司于 2010 年 12 月 23 日发行的 7 年期的 8 亿元公司债券（“10 京住总债”）和于 2013 年 10 月发行的 3 年期的 2013 年第一期中期票据 5 亿元。

2012~2014 年，公司长期应付款分别为 1.94 亿元、1.99 亿元和 1.98 亿元，年均复合增长率为 0.85%，基本保持稳定。截至 2014 年底，长期应付款主要由代管基金、中联重科融资租赁（中国）

有限公司应付融资租赁款（已调整至长期债务核算）、安置费和租赁保证金构成。

近三年，公司全部债务分别为 122.98 亿元、187.50 亿元和 256.92 亿元，年均复合增长率为 44.54%，根据长期借款和应付债券的期限分布，可能在 2016 年存在一定的集中支付的压力。其中，近三年短期债务占全部债务的比例分别为 58.57%、35.19%和 47.12%，呈现波动式变化。从债务压力指标看，全部债务资本化比率分别为 73.76%、76.92%和 78.82%，反映出公司刚性债务水平逐渐上升的趋势；资产负债率分别为 84.45%、84.89%和 85.27%，基本保持在高水平。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 429.32 亿元，较年初增长 7.41%，主要系其他应付款和应付债券（2015 年 3 月份发行的“15 京住总 CP001” 5.00 亿元）的增加所致。其中，流动负债 246.40 亿元（占比 57.39%）、非流动负债 182.92 亿元（占比 42.61%），负债结构中非流动负债占比提高，主要系公司调整改善负债结构所致。

总体看，为满足经营规模扩大所需资金现状，公司加大了外部融资力度，债务负担重。考虑到公司在建项目和新开工项目仍对资金存在较高需求，预计公司债务负担将呈进一步加重趋势。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益分别为 43.76 亿元、56.26 亿元和 69.06 亿元，年均复合增长率为 25.63%，主要系未分配利润和少数股东权益的增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益中实收资本占比 16.72%、资本公积占比 9.83%、盈余公积占比 7.34%、未分配利润占比 21.30%。其中，归属于母公司所有者权益占 54.79%，少数股东权益占 45.21%。公司所有者权益稳定性一般。

2012~2014 年，公司实收资本分别为 10.18 亿元、11.00 亿元和 11.72 亿元，年均复合增长率为 7.31%。其中，2013 年国有资本经营预算资金根据《北京市财政局关于下达 2013 年科技创新项目等国有资本经营预算的函》（京财国资指[2013]817 号）安排给公司国家资本金 0.15 亿元，专项用于支持公司“住宅产业化”全产业链集成技术与生产基地建设项目；2002~2006 年北京市财政局返还公司土地出让金共计 0.48 亿元，2006 年北京市国资委核销公司历史欠税转增国有资本 0.19 亿元，前述共计 0.67 亿元，公司于 2013 年全部计入资本公积；2013 年公司第五次董事会决议和修改后的章程规定，将上述款项增加注册资本。2014 年 11 月 7 日，北京市国资委根据《北京市财政局关于下达国有资本经营预算的函》，分别下拨公司 0.60 亿元国家资本金用于支持牵头建设白俄罗斯明斯克北京饭店项目（京财企指[2014]1825 号）；0.10 亿元用于支持“零排放”绿色搅拌站改造建（京财企指[2014]1825 号）设项目；220 万元用于支持 BIM（截止信息模型）信息化技术在住宅产业化中的应用系统建设项目（京财企指[2014]1825 号）。公司已增加实收资本（合计 0.72 亿元），该事项尚未进行工商变更。

2012~2014 年，公司资本公积分别为 6.91 亿元、6.20 亿元和 6.34 亿元，年均复合下降 4.22%，呈现波动式变化。其中，2013 年的减少主要系可供出售金融资产公允价值减少所致；2014 年的上涨主要系资本溢价增加所致。

2012~2014 年，公司未分配利润分别为 11.09 亿元、12.57 亿元和 14.61 亿元，年均复合增长率为 14.80%，主要系本年净利润转入增加所致。

2012~2014 年，公司少数股东权益分别为 10.90 亿元、21.46 亿元和 31.22 亿元，年均复合增长率为 69.27%。主要系公司合并范围内控股子公司的参股股东对其增资所致。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益 71.22 亿元，较 2014 年底增长 3.14%，主要是未分配利润增加所致。公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益占公司所有者权益的比重分别为 16.85%、9.18%、7.23%、22.29%和 43.74%。

整体看，公司所有者权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入分别为 152.28 亿元、182.30 亿元和 205.91 亿元，年均复合增长率为 16.28%；公司营业成本分别为 126.96 亿元、153.39 亿元和 175.99 亿元，年均复合增长率为 17.74%；2012~2014 年公司净利润分别为 3.31 亿元、3.66 亿元和 4.30 亿元，年均复合增长率为 13.98%，其中 2012~2014 年归属母公司所有者的净利润分别为 1.93 亿元、2.11 亿元和 2.26 亿元，年均复合增长率为 8.23%；2012~2014 年，公司营业利润率呈现下降趋势，分别为 12.58%、12.41% 和 11.62%。

从投资收益看，2012~2014 年公司投资收益分别为 1.04 亿元、0.02 亿元和 3.54 亿元，年均复合增长率为 84.58%，呈现波动式变化。截至 2014 年底，公司投资收益较上年大幅增长 18,712.50%，主要系对联营企业和合营企业投资收益大幅增加 2.27 亿元所致。若剔除投资收益，公司营业利润年均复合增长率为-75.12%。

从营业外收入来看，公司营业外收入主要是政府补助和非流动资产处置利得，2012~2014 年分别为 0.60 亿元、0.18 亿元和 0.80 亿元，年均复合增长率为 15.51%，呈现波动式变化，主要系 2013 年公司非流动资产处置利得下降所致。截至 2014 年底，公司营业外收入较上年增长 349.83%，主要系子公司北京住总第一开发建设有限公司在北交所挂牌出售车库获得 500 万元和北京政府财政补贴 314 万元所致。

从期间费用看，2012~2014 年公司期间费用分别为 17.38 亿元、19.63 亿元和 23.67 亿元，年均复合增长率为 16.69%，呈现逐年上涨的趋势。销售费用、管理费用和财务费用金额年均复合增长率分别为 12.48%、11.40%和 26.20%；2012~2014 年，销售费用占比分别为 5.97%、5.62%和 5.55%，基本保持稳定；2012~2014 年，管理费用占比分别为 60.13%、63.60%和 54.81%，占比水平高且呈现波动式下降趋势；财务费用占比分别为 33.90%、30.78%和 39.65%，占比呈现波动式上升趋势。其中，公司销售费用主要系近年来公司加强了营销团队建设和各子公司营销网络布局所致；管理费用主要系职工工资社保增加所致；财务费用主要系有息债务增加从而利息支出增加所致。近三年期间费用占营业收入的比重分别为 11.42%、10.77%和 11.49%，呈波动式变化趋势，公司费用控制能力尚可。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司近三年总资产收益率和总资产报酬率呈现逐年增长的趋势，净资产收益率呈现先增后减的波动变化的趋势，2014 年底分别为 5.32%、5.49%和 4.01%，主要系营业规模及净资产规模扩张所致。公司整体盈利能力尚可，属于正常范围。

2015 年 1~6 月份，公司实现营业收入 115.35 亿元、净利润 1.82 亿元，分别为 2014 年全年的 56.02%和 72.27%；营业利润率为 10.11%，较 2014 年全年略有下降，主要系公司经营规模扩大，营业利润稳步增长所致。

总体看，伴随公司整体业务规模的扩大，公司营业收入及利润总额保持稳定增长，但由于公司 2014 年以来继续加大融资力度，部分新项目尚未完全实现收入，使公司整体盈利能力略有下滑。受公司业务特征影响，整体盈利能力较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年公司经营活动产生的现金流入快速增长，分别为 190.38 亿元、217.59 亿元和 293.33 亿元，年均复合增长率为 24.13%。其中，2014 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 200.51 亿元，同比增长 19.25%，高于营业收入 16.28%的增幅；收到其他与经营活动

有关的现金 92.77 亿元，同比增长 90.48%，主要系公司与其他单位合作开发的房地产项目往来款增加所致。2012~2014 年公司经营活动产生的现金流入快速增长，分别为 189.92 亿元、227.23 亿元和 356.38 亿元，年均复合增长率为 36.98%。其中，2014 年购买商品接受劳务支付的现金为 224.82 亿元，同比增长 48.23%，主要系公司建筑施工与房地产建设投入增长所致；支付其他与经营活动有关的现金 111.50 亿元，同比增长 103.53%，主要系公司与其他单位合作开发的房地产项目支出增长所致。2014 年，由于公司各板块经营投入规模增长较快，使公司经营活动产生的现金流量净流出规模进一步扩大，由上年的-9.64 亿元变为-63.06 亿元。

从收入实现质量指标看，2012~2014 年，公司现金收入比小幅波动，分别 98.31%、92.24%和 97.38%，公司收入的实现质量较好。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入分别为 1.36 亿元、1.14 亿元和 1.62 亿元，年均复合增长率为 9.41%，呈现波动式变化，主要系取得投资收益收到的现金变动所致；2012~2014 年，公司投资活动支出波动较大，分别为 2.63 亿元、27.62 亿元和 7.26 亿元，其中 2013 年主要为支付其他与投资活动有关的现金（支付的地价款）22.60 亿元；2012~2014 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为-1.27 亿元、-26.48 亿元和-5.64 亿元。

从筹资活动看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量分别为 89.23 亿元、156.34 和 190.30 亿元，年均复合增长率为 46.04%，主要系公司取得借款收到的现金所致；2012~2014 年，筹资活动现金流出分别为 76.67 亿元、95.72 亿元和 123.25 亿元，年均复合增长率为 26.79%，主要系偿还债务支付的现金增加所致；2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.56 亿元、60.62 亿元、67.05 亿元，波动较大主要是企业根据项目投资进度调整对筹资活动进行实时调整所致。目前随着公司业务发展和项目建设的需要，公司不断拓展融资渠道，与多家银行建立了良好的合作关系。

总体看，随着公司建筑施工项目及房地产开发投入增加，经营活动现金流净流出规模加大，公司主要依赖外部融资来满足资金需求。考虑到未来建筑施工及房地产项目投资规模，公司仍存在较大的对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率分别为 1.28 倍、1.69 倍和 1.59 倍；速动比率分别为 0.63 倍、0.94 倍和 0.64 倍，整体呈现先上升后下降的趋势。其中，2013 年流动比率较 2012 年增加，主要系流动资产中的货币资金与预付账款增加所致；2014 年流动比率较 2013 年略有下降，主要系流动资产增幅下降所致。2013 年速动比率增加主要系货币资金与预付款项增加所致；2014 年速动比例略有下降，主要系存货增加所致。从现金类资产对短期债务的覆盖程度看，2012~2014 年公司现金短期债务比分别为 0.54 倍、0.97 倍和 0.50 倍；从现金流对短期债务保护程度看，2012~2014 年，公司经营现金流流动负债比分别为 0.25%，-5.02%和-24.18%。公司面临短期支付压力较大。

截至 2015 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.80 倍和 0.71 倍，均比年初有所上升，公司短期偿债能力继续增强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年公司盈利能力增加，EBITDA 分别为 11.43 亿元、12.70 亿元和 19.00 亿元；2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.54 倍、1.12 倍和 0.96 倍，对利息的保障倍数尚可；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.07 倍和 0.07 倍，对全部债务的保障能力较低；公司资产负债率分别为 84.45%、84.89%和 85.27%，负债水平较高，有一定的偿债压力。总体看，公司整体偿债能力指标值较弱，但考虑公司房地产实现销售后资金回笼，将

有助于公司整体偿债能力的提高。

截至2015年6月底，公司对外担保人民币金额为8.67亿元，美元金额为0.60亿元，合计12.39亿元（以2015年3月31日美元兑人民币1: 6.20的收盘价计算），占企业净资产的17.68%。其中，对外被担保人北京建工集团有限责任公司（担保金额3.07亿元人民币和0.60亿美元）和北京首都开发股份有限公司（担保金额5.00亿元）均为北京市国资委下属企业，且被担保企业目前均经营正常，公司现阶段或有负债风险较低。

截至2015年6月底，公司涉诉金额在1,000万元以上的案件共4起，涉及金额25,592.76万元，具体情况如下表：

表 22 截至 2015 年 6 月末公司重大诉讼情况（单位：万元）

原告	被告	涉案金额（万元）			所处阶段
		总和	本金	其他	
北京住总集团有限责任公司	北京爱家房地产开发有限公司	15,832.41	15,359.61	472.80	审理
北京住总集团有限责任公司	河北旅游职业学院	6,817.06	6,817.06	0.00	审理
金坛市唐王建筑工程有限公司	北京住总集团有限责任公司	1,564.35	1,564.35	0.00	审理
北京恒坤混凝土有限公司	北京住总集团有限责任公司	1,378.94	1,321.40	57.56	审理
合计		25,592.76	25,062.42	530.36	

数据来源：公司审计报告

截至 2015 年 6 月底，公司获得银行授信额度为 151.62 亿元，已使用 74.83 亿元，尚未使用额度为 76.79 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（编号：G1011010501664580J），截至 2015 年 5 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司负债水平较高，存在一定的偿债压力；北京市经济发达，持续进行的大规模基础设施建设为公司的建筑业务提供了良好的外部发展环境；公司房地产业务主要以保障性住房开发为主，且土地储备充足；公司收入规模和现金流入规模较大。基于以上分析，公司偿债能力有望增强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司负债总额 429.32 亿元，本次拟发行公司债规模 15.00 亿元，相对于公司目前的负债规模，本次债券发行额度较小。本次债券募集资金拟一半用于补充营运资金、一半用于偿还银行贷款。

以 2015 年 6 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 15.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 86.18%、80.18%和 73.43%，债务负担小幅增加。同时，考虑到募集资金到位后部分用于偿还银行贷款，因此以 2015 年 6 月底数据计算的本次债券发行后资产负债率将有所降低，对公司负债水平的影响有限。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 19.00 亿元，为本次公司债券发行额度（15.00 亿元）的 1.27 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较好。公司 2014 年经营活动现金

流入量为 293.33 亿元，为本次公司债券发行额度（15.00 亿元）的 19.56 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度较好。公司 2014 年经营活动现金净流出 63.06 亿元，为本次公司债券发行额度（15.00 亿元）的 -4.20 倍，覆盖能力较弱。

未来，随着公司业务平台的扩展和发展，公司经营规模有望继续扩大，盈利能力有望继续提升。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、企业资质、完整的产业链以及特定的项目来源，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

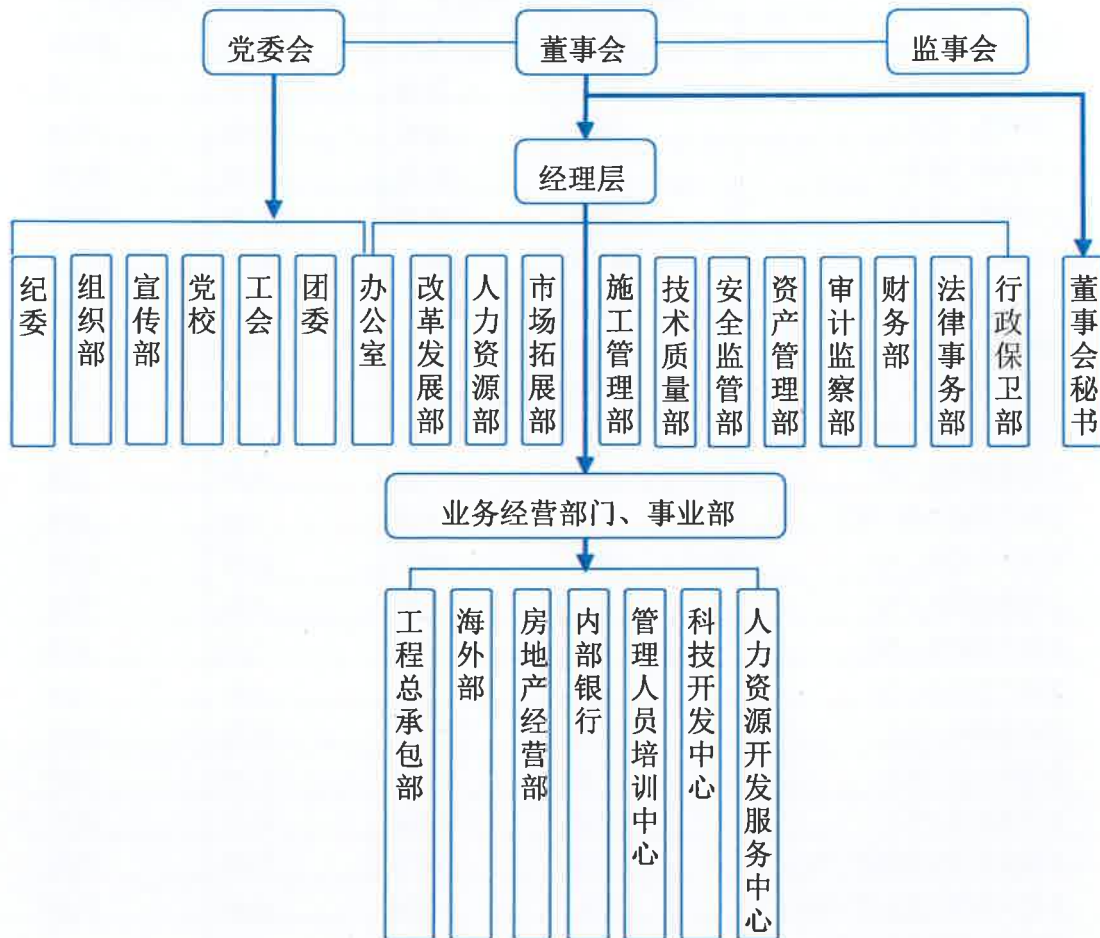
九、综合评价

公司是北京市大型建筑施工企业和保障性住房开发企业，经营资质齐全，具有房地产开发经验丰富、建安施工质量优良等优势。此外，随着中国城市化进程的加快市政基础设施建设投资在全国固定资产投资的比重逐年上升，为建筑企业提供广阔的成长空间和持续发展的有利条件。北京市经济发达，持续进行的大规模基础设施建设和保障性住房建设规划，为公司的业务发展提供了良好的发展前景。随着公司承接的建筑施工项目及在开发房地产项目陆续实现收入，未来公司整体盈利能力有望进一步增强。

但联合评级也关注到，为满足经营规模扩大所需资金较多的现状，公司加大了外部融资力度，债务负担重，并且公司在建项目和新开工项目仍对资金存在较高需求，预计公司债务负担将呈进一步加重趋势；公司资产应收账款规模较大，预计未来销售以及应收账款的资金回笼将会缓解公司债务负担；公司正在逐步调整资产负债结构，正在战略性的增加长期负债的占比，削减短期负债，未来将减轻短期偿还压力。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险较低。

附件 1 北京住总集团有限责任公司
组织结构图



附件 2 北京住总集团有限责任公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	281.35	372.22	468.76	500.54
所有者权益 (亿元)	43.76	56.26	69.06	71.22
短期债务 (亿元)	72.03	65.97	121.06	91.24
长期债务 (亿元)	50.95	121.52	135.86	181.82
全部债务 (亿元)	122.98	187.50	256.92	273.06
营业收入 (亿元)	152.28	182.30	205.91	115.35
净利润 (亿元)	2.20	2.75	2.51	1.82
EBITDA (亿元)	11.43	12.70	19.00	--
经营性净现金流 (亿元)	0.46	-9.64	-63.06	0.08
应收账款周转次数 (次)	4.67	5.33	5.51	2.54
存货周转次数 (次)	1.09	1.16	0.90	0.39
总资产周转次数 (次)	0.57	0.56	0.49	0.24
现金收入比率 (%)	98.31	92.24	97.38	87.51
总资本收益率 (%)	5.77	6.87	7.84	0.54
总资产报酬率 (%)	3.64	4.60	5.73	0.52
净资产收益率 (%)	5.32	5.49	4.01	2.59
营业利润率 (%)	12.58	12.41	11.62	10.11
费用收入比 (%)	11.42	10.77	11.49	9.30
资产负债率 (%)	84.45	84.89	85.27	85.77
全部债务资本化比率 (%)	73.76	76.92	78.82	79.31
长期债务资本化比率 (%)	53.80	68.36	66.30	71.85
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.54	1.12	0.96	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.07	0.07	--
流动比率 (倍)	1.28	1.69	1.59	1.80
速动比率 (倍)	0.63	0.94	0.64	0.71
现金短期债务比 (倍)	0.54	0.97	0.50	0.68
经营现金流流动负债比率 (%)	0.25	-5.02	-24.18	0.03
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.76	0.85	1.27	--

注：相关财务指标按照附件 3 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。
由于 6 月份部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
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 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。

联合信用评级有限公司关于 北京住总集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年北京住总集团有限责任公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京住总集团有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京住总集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京住总集团有限责任公司的相关状况，如发现北京住总集团有限责任公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京住总集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至北京住总集团有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京住总集团有限责任公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年一月二十九日