

信用等级公告

联合[2018] 2917 号

联合资信评估有限公司通过对北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的北京城建投资发展股份有限公司 2018 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，北京城建投资发展股份有限公司 2018 年度第二期中期票据信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十一月五日



北京城建投资发展股份有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：品种一：7.5 亿元

品种二：7.5 亿元

本期中期票据期限：于公司赎回前长期存续，并在公司依据发行条款约定赎回时到期，品种一和品种二双向回拨

偿还方式：品种一：按年付息，附第 3 个和其后每个付息日公司赎回权

品种二：按年付息，附第 5 个和其后每个付息日公司赎回权

发行目的：偿还有息负债，补充流动资金

评级时间：2018 年 11 月 5 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	69.95	97.28	120.76
资产总额(亿元)	640.35	760.57	982.09
所有者权益(亿元)	204.05	210.56	221.73
短期债务(亿元)	84.60	52.75	69.31
长期债务(亿元)	152.05	234.13	417.65
全部债务(亿元)	236.65	286.89	486.95
营业收入(亿元)	91.78	116.28	140.43
利润总额(亿元)	19.23	20.99	18.67
EBITDA(亿元)	20.91	22.78	21.56
经营性净现金流(亿元)	-56.31	-17.43	-139.36
营业利润率(%)	26.50	22.37	18.30
净资产收益率(%)	7.27	7.74	7.09
资产负债率(%)	68.13	72.32	77.42
全部债务资本化比率(%)	53.70	57.67	68.71
流动比率(%)	196.27	216.11	257.78
经营现金流流动负债比(%)	-21.37	-5.87	-41.70
全部债务/EBITDA(倍)	11.32	12.59	22.59
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.37	1.00

注：将其他非流动负债与其他权益工具中的永续中票计入公司长期债务；2017 年公司所有者权益中包含 10 亿元永续债务（17 京城投 MTN001）。

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”）作为北京市国资委下属北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）的重要子公司，房地产开发主业突出，在北京地区具备较好知名度，新开工、竣工及在建面积保持较大规模。同时公司拥有优质金融类股权资产与自持物业，对利润形成有力补充。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到一线城市房地产政策环境趋严、公司一级开发项目与在建项目尚需投入较大规模资金、债务规模快速增长、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。

近年来，公司销售情况良好，一定程度上保障了运营资金的来源。公司持有优质金融类股权资产，且无限售情况，可变现规模较大，为公司营运资金提供了一定保障，进而增强了公司的偿债能力。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营性现金流入量对本期中期票据覆盖能力好，EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度较好，基于公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 公司是北京市国资委下属城建集团的重要子公司，能够在资金、项目等方面得到控股股东的大力支持。
2. 公司在建面积规模较大，且均位于一二线

分析师

潘云峰 李晨

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址: www.lhratings.com

城市, 能够满足公司未来 2~3 年项目开发需要。

3. 公司 2016 年签约销售金额较大, 对未来结转收入及利润有一定支撑; 考虑到公司在建面积较大以及所处区域, 公司未来销售前景较好。
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. 房地产行业政策变化较大, 部分地区启动新一轮限购或限贷政策。公司作为立足北京区域发展的房地产开发企业, 受房地产行业政策调整的影响需持续关注。
2. 公司住宅项目土储规模较小; 保障房项目在建及拟建项目较多, 未来存在较大的资本支出压力。
3. 公司大量保障房项目前期投资规模大, 回款情况一般, 未来仍存在较大融资需求; 公司土地一级开发项目回款时间长且尚无收入确认。
4. 近年公司债务规模快速增长, 财务杠杆有一定上升, 同期公司营业利润率持续下降。
5. 受土地储备增加及开发进度加快等影响, 公司经营性现金流表现为持续净流出且流出规模较大。
6. 本期中期票据具有利息递延条款, 且一旦出现递延, 累计利息支付压力将大于普通债券。

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京城建投资发展股份有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

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10000万股，发行后总股本40000万股，注册资本为人民币40000万元，股票简称为“北京城建”，股票代码为600266.SH。经历多次增资转股及定向增发，截至2017年底，公司总股本为156704万股，公司控股股东为城建集团，持股比例为40.39%；公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

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2017年底，公司共设立总经理办公室、企业发展部、策划管理部、成本控制部、工程管理部、销售管理部、投资证券部、财务部等17个职能部门和1个事业部；拥有北京城建兴华地产有限公司（以下简称“兴华地产”）等23家全资子公司；控股北京首城置业有限公司等12家子公司；参股深圳市中科招商创业投资有限公司（以下简称“中科招商”）等3家公司；公司在职工共计2450人。

截至2017年底，公司合并资产总额982.09亿元，所有者权益（含少数股东权益19.60亿元）221.73亿元；2017年公司实现营业收入140.43亿元，利润总额18.67亿元。

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、本期中期票据概况

公司计划在40亿元中期票据注册额度内，发行2018年第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据拟发行额度为15亿元，其中，10.5亿元用于偿还公司有息负债，4.5亿元用于补充流动资金。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期中期票据设置品种一和品种二，品种一和品种二初始发行规模均为7.5亿元。公司与簿记管理人有权根据集中簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时将另一品种发行规模增加相同金额；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过15亿元。

赎回方式方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。在赎回权条款规定的时间，如公司决定行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作；如在赎回权条款约定的时间，公司不行使赎回权，则于赎回日前一个月，由公司按照信息披露相关规则要求的披露媒体上刊登《关于不行使赎回权及本期永续票据利率调整的公告》。

在利率方面，本期中期票据品种一采用固定利率计息，前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，

每3年重置一次票面利率。品种一前3个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司、交易商协会认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始，品种一票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（或中央国债登记结算有限责任公司、交易商协会认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。本期中期票据品种二采用固定利率计息，前5个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前5个计息年度内保持不变。自第6个计息年度起，每5年重置一次票面利率。品种二前5个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差，其中初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司、交易商协会认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。如果公司不行使赎回权，则从第6个计息年度开始，品种二票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点，在第6个计息年度至第10个计息年度内保持不变。当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司、交易商协会认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为5年的国债收益率算术

平均值（四舍五入计算到0.01%）。此后每5年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300bps；如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。本期中期票据采用单利按年计息，如有利息递延，则递延利息按当期票面利率累计计息。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前5个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前5个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前12个月，除发生以下事件：（1）向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）；（2）减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至今已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：（1）向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）；（2）减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司未付息且拖欠行为持续5个工作日以上，或公司违反利息递延下的限制事项，视为违约，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持

有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

(2) 本期中期票据如不赎回，品种一从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。品种二从第6个计息年开始每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(3) 本期中期票据在除公司发生向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，公司于2015~2017年连续三年对普通股进行分红，每10股派息（含税）分别为2.80元、2.80元和2.80元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年我国经济运行总体稳中

向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月，我国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字7261.0亿元，较上年同期（9177.4亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018年1~6月，我国GDP同比实际增长6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI温和上涨，PPI和PPIRM均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018年1~6月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月，全国固定资产投资（不含农户）29.7万亿元，同比增长6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推动棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018年1~6月，全国社会消费品零售总额18.0万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，我国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家

和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

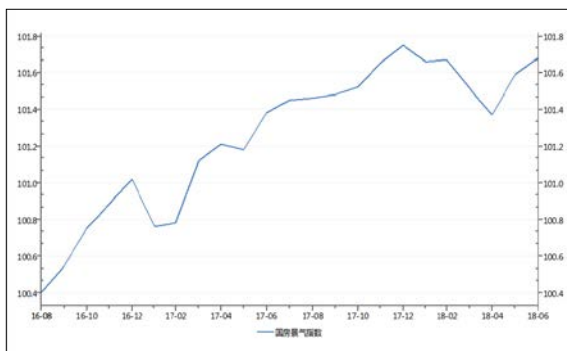
四、行业经济环境

1. 行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市

场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图1 2016年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为

48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

2. 房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。

2017年,全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年,全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米,同比增长8%;土地成交量9.50亿平方米,同比增长8%;土地成交出让金4.06万亿元,同比增长38%。2017年全国300城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米,同比增长26%,增速有所放缓;平均溢价率为29%,较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年,全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米,同比增长30%;土地成交量5.02亿平方米,同比增长27%。价格方面,2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元,同比增长28%;成交楼面均价为2172元/平方米,同比下降1%;平均溢价率为20%,同比下降16个百分点。进入2018年以来,全国300城市土地供应量和成交量均快速增长,但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

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,但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑;二线城市调控深化,土地供求降至低位,土地市场总体趋稳;三四线城市内部热度分化,部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求,拉动整体土地供求升温。进入2018年以来,各类城市溢价率水平呈现不同程度的下滑,一线城市的供地节奏有所放缓,成交方面量涨价跌;二线城市的土地供应同比止跌回升,在“分类调控、因城施策”精神的指导下,结合市场特点制定的土拍政策持续完善;三四线城市面对热点城市的需求外溢,加快土地供应,出让金规模大幅上涨。总体看,随着房地产市场政策趋紧,房企拿地普遍持谨慎态度,未来回补库存意愿或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策,为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作

通知》(以下简称“《通知》”),要求合理安排住宅用地供应,对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模,去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示,各地要建立购地资金审查制度,确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的,取消土地竞买资格,并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况,灵活确定竞价方式,包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等,坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况,严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看,2017年房地产开发企业(单位)实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资(包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等)、自筹资金(以股权融资为主)和其他资金(以销售回款和债券融资为主)构成。2017年,房地产开发资金共计156052.62亿元。其中,国内贷款25241.76亿元,占比为16.18%;利用外资168.19亿元,占比为0.11%;其他资金79770.46亿元,占比为51.12%;自筹资金50872.22亿元,占比为32.60%。

2017年,随着金融去杠杆力度的推进,证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件,房地产融资收紧。北京“317新政”的出台,标志房地产调控加码。2017年,其他资金增速降至8.60%,比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄,海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年,利用外资增速明显提升,2017年,利用外资同比增速为19.80%,较2016年同期上升72.40个百分点。

进入2018年以来,房地产企业融资环境继续收紧,融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月,国家发改委和财政部联合发布《关

于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

3. 行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。进入2018年以来，企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎，进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求，大型房企在资金运作实力、区域布局、

产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

4. 政策环境

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权

益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。2018年5月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出3~5年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应50%以上。2018年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力

集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，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，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年底，公司控股股东为城建集团，北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）是公司的实际控制人。

2. 公司规模

公司作为北京市国资委下属的一家大型国有控股房地产开发上市公司，具有丰富的开

发运营经验。经过多年积累，公司在北京、天津、重庆、成都、三亚和青岛等城市相继开发一批住宅和商业项目，逐步建立了立足北京、辐射外埠重点区域的开发布局，具有一级房地产开发资质。公司的行业地位和影响力不断提升，公司品牌影响力日益扩大。总体上看，公司作为北京市国资委下属的国有控股房地产开发上市公司，房地产开发经验丰富；公司开发规模较大，具有较强的竞争力。

3. 人员素质

截至 2017 年底，公司拥有总经理、副总经理、财务总监等高级管理人员 13 人。

董事长陈代华先生，毕业于北京大学光华管理学院，EMBA，高级经济师。2009 年 12 月至 2012 年 5 月任北京城建集团有限责任公司副总经理；2012 年 5 月至 2015 年 3 月任城建集团董事、总经理、党委副书记；2015 年 3 月至 2015 年 11 月任城建集团董事长、总经理、党委书记；2015 年 11 月至今任城建集团董事长、党委书记。2007 年 10 月至 2009 年 12 月任北京城建董事、总经理、党委副书记；2009 年 12 月至 2012 年 3 月任北京城建董事、党委书记；2012 年 3 月至 2012 年 6 月任北京城建董事；2012 年 6 月至 2015 年 4 月任北京城建副董事长；2015 年 4 月至今任北京城建董事长。主要负责城建集团与北京城建总体发展规划和战略，决策企业发展方向等。

董事、总经理储昭武先生，毕业于清华大学经管学院，EMBA，高级工程师。2009 年 3 月至 2012 年 3 月任城建集团总经理助理兼建筑工程总承包部经理、党委副书记；2012 年 3 月至 2013 年 4 月任北京城建董事、副总经理、党委书记；2013 年 4 月至 2016 年 8 月任北京城建董事、总经理、党委副书记；2016 年 8 月至今，任城建集团市委常委，北京城建董事、总经理、党委副书记。主要负责公司的全面经营管理工作。

财务总监肖红卫先生，毕业于北京科技大学，MBA 高级审计师。2010 年 9 月至 2011

年 10 月任公司副总经济师兼审计部经理；2011 年 10 月至今任公司财务总监。主要负责公司的财务管理等方面。

截至 2017 年底，公司职工人数为 2470 人，其中具有硕士及以上学历的占比 5.59%；本科学历的占比 25.05%；大专学历占比 19.64%；中专及以下占比 49.72%。

总体上看，公司管理层素质高，从业经验丰富，能够给公司未来发展提供有力支持；员工构成合理，能够满足公司运营的需要。

4. 股东实力

公司控股股东城建集团成立于 1993 年，截至 2017 年底，城建集团实收资本为人民币 30.00 亿元，北京市人民政府国有资产监督管理委员会持有城建集团 100% 股权。城建集团作为北京市国资委旗下大型综合建筑企业集团，业务涵盖建筑施工、房地产、设计勘察、园林绿化等多个领域，产业链完整且协同作用较强，近年收入及利润规模稳定增长，具有很强的综合实力。截至 2017 年底，城建集团资产总额 1671.58 亿元，所有者权益 303.24 亿元；2017 年，城建集团实现营业收入 700.74 亿元，利润总额 35.71 亿元。

公司为城建集团最重要子公司，股东的支持与重视体现在多方面。城建集团部分领导兼任公司的领导，其中，城建集团董事长陈代华先生同时兼任公司董事长。同时，城建集团对公司提供包括认购公司非公开发行股票等资金支持，以及为公司对外融资提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保等支持。

总体看，公司在城建集团中处于重要地位，在资金、项目等方面能得到城建集团的大力支持。

六、管理分析

1. 法人治理结构

城建集团持有公司 40.39% 的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为北京市国资委。

根据《公司法》等法律、法规的要求，公司建立了规范的公司治理结构和议事规则。股东大会是公司的最高权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使企业经营方针、发展战略、投资、利润分配等重大事项的表决权。董事会向股东大会负责，依法行使企业的经营决策权，负责内部控制的建立健全和有效实施。董事会下设战略发展与投资决策委员会、预算委员会、提名与薪酬委员会、审计委员会四个专业委员会。公司的董事会现有9名成员，其中董事长1名、独立董事4名。监事会是公司的监督机构，对股东大会负责，公司设监事4名，其中监事会主席1名，职工监事2名，监事列席董事会会议。经理层负责组织实施股东大会、董事会的决议事项，公司总经理在董事会的领导下，全面负责公司的日常生产经营管理工作和组织领导企业内部控制的日常运行。

2. 管理水平

公司采取直线职能制和母子公司两种管理体制，基于集中资源，增强房地产主业经营运作及开拓市场竞争能力的思路，公司的组织架构正在从金字塔型向扁平化发展，以实现各项资源的共享与集中配置。公司总部设有17个职能部门和1个事业部，并拥有北京城建兴华地产有限公司等23家全资子公司；控股北京首城置业有限公司等12家子公司；参股深圳市中科招商创业投资有限公司等3家公司。公司的各个职能部门以及子公司能够按照公司制订的各项业务管理制度开展经营活动。公司企业发展部具体负责组织协调内部控制的建立、实施及完善等日常工作，通过梳理业务流程、编制了内部控制手册。组织总部各部门、各子公司进行自我评估，推进内控体系的建立健全。总部各部门及各子公司均设有或明确相关内控管理岗位，负责本部门、本单位内部控制的日常管理工作。

内部控制和财务管理方面，公司依据《会

计法》及其他相关规定，建立、健全了内部控制体系和财务管理制度，制定了适合公司的会计制度和开发成本核算流程，并设置了财务部，负责公司会计核算、会计监督、资金管理等工作。此外，公司建立了一系列资产管理制度，对财产物资进行定期盘点、财产记录、帐实核对等进行了明确规定；对公司经营性资产的租赁经营建立台账，随时记录，定期跟踪。为保持可持续性发展，有效控制投资风险，避免投资决策失误，提高投资经济效益，实现公司资产的保值增值，公司根据法律、法规及《公司章程》，建立了规范、有效、科学的投资决策体系和机制，制定了一系列关于投资管理的制度。公司实行了包含预算编制、预算执行、预算分析、预算考核各环节的全面预算管理。公司将经营成果、固定资产、现金流量、对外投资等主要经营目标或事项均纳入预算管理的范围，定期将实际业绩与预算进行对比分析，寻找差异与原因，并据此进行预算考核。

人力资源管理方面，为加强人力资源队伍建设，公司制定下发了《人力资源发展规划》并致力于人才规划的落实，在人才的引进、培养、管理、薪酬等方面形成一套统一的管理体系。制定了规范的员工聘用、培训、辞退与辞职、薪酬、考核、奖惩、晋升等人力资源管理流程，建立完善公司培训体系，大力开发员工潜能；完善绩效管理体系，构建公开、公平、公正的人才竞争机制；逐步完善与市场相适应的薪酬制度，加强人力资源队伍自身素质建设，并配套出台了《人力资源管理暂行办法》等人力资源管理制度。运营与绩效考核方面，公司建立了较全面的季度运营情况分析制度，每季度定期从财务、销售、投资管理、项目管理、成本控制等方面对公司运营情况进行分析，撰写季度运营情况分析报告，对公司、项目的经济活动情况及时跟踪和分析，积极开展项目全案策划和后续评估工作，以便发现的问题或面临的困境，深入分析相关原因，并及时加以解决、完善。此外，公司按照客观、

公正、公开原则，建立了适用于各层级的绩效考评制度，设置了较为科学、全面的绩效考评体系，从经济指标、管理指标、安全生产等各个方面与下属各单位签订年度经营业绩考核责任书进行考核，考核结果与各单位的职工薪酬挂钩，并明确了各项奖惩办法，以有效测评各单位的经营绩效，充分调动各单位的积极性，保证公司经营目标和战略目标的实现。此外，公司继续执行对各部门普通员工的考核制度，考评结果作为确定员工薪酬及评优、岗位管理的依据。

总体看，公司内部管理体制及管理制度较为完善，内控机制有效运行。

七、经营分析

1. 经营现状

表1 公司主营业务收入构成(单位:亿元、%)

类别	2015年			2016年			2017年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	87.22	96.20	38.70	111.60	96.85	30.85	135.86	96.86	25.98
物业管理	2.21	2.44	-3.73	2.33	2.02	-13.20	2.69	1.92	-9.67
租赁	1.23	1.36	73.81	1.31	1.13	86.66	1.72	1.22	93.02
合计	90.67	100.00	38.14	115.23	100.00	30.59	140.27	100.00	26.14

资料来源:公司提供

注:尾差系由数据四舍五入所致。

2. 房地产开发

房地产开发为公司核心业务，包括商品房住宅、商业地产和保障性住房等，由此形成的房产销售收入占比多年维持在95%以上。房地产开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼、旅游地产等多种业态，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚等重点区域。

2015~2017年，公司房地产开发分别实现收入87.22亿元、111.60亿元和135.86亿元，年均复合增长24.81%。受项目结转进度波动影响，2016年公司房地产开发板块结转收入大幅增长，收入的结转主要来源于北京密码、龙樾湾、北七家和广悦居项目；2017年，公司房地

2015~2017年，公司主营业务收入分别为90.67亿元、115.23亿元和140.27亿元，年均复合增长20.77%。房地产开发为公司主业，近三年房地产开发销售在主营业务收入中占比均在96%以上。此外，公司还有少量物业管理和租赁业务，占比均不足3%。

从毛利率看，受土地与建安成本拉升的影响，公司房地产开发业务毛利率近年快速下降，分别为38.70%、30.85%和25.98%；受此影响，公司综合毛利率亦呈逐年下降的趋势，分别为38.14%、30.59%和26.14%。物业管理和租赁板块对公司综合毛利率影响较小，其中物业管理板块主要系地产项目为塑造品牌形象的延伸服务，因此收费定价较低，服务质量和水平较高，导致毛利率持续为负；租赁业务毛利率逐年增长，2017年该板块毛利率同比增加6.36个百分点至93.02%。

产开发业务实现收入同比增长21.74%，主要系结转首城国际、汇景湾(墅)和熙城等项目所致。

(1) 商品房住宅及配套商业地产项目情况

公司商品房住宅项目主要定位为刚需类产品，近年来公司房地产板块收入中商品房住宅及配套商业地产项目的占比均超过75%，是公司收入及利润的主要来源。2016年，公司商品房及配套商业实现营业收入86.38亿元，同比增长8.22%，主要由于当年完工结转项目较多。受重庆和成都结转项目毛利率较低的影响，商品房住宅及配套商业地产项目毛利率由2015年的42.06%下降至32.38%。2017年，公

司商品房及配套商业实现营业收入 116.38 亿元，同比增长 34.73%，主要由于当年完工结转项目较多。进入 2017 年以来，公司主要结转项目包括三亚红塘湾项目、青岛金色港湾项目、重庆龙樾湾项目和成都龙樾湾项目等，所结转项目毛利率均较低，导致房地产开发业务板块毛利率进一步下滑。

从施工情况来看，公司近年来新开工面积波动下降；当年房屋竣工面积持续下降；期末在建面积受施工进度影响波动下降，但整体持续保持较大规模；开发投资的投入金额逐年增加，主要系公司获得大量棚改项目，前期投资额较大所致。2016 年，公司新开工面积为 105.01 万平方米，竣工面积为 152.37 万平方米，期末在建面积为 419.33 万平方米；2017

年公司新开工面积同比有所增长；但当年房屋竣工面积有所下降；期末在建面积受施工进度影响同比有所增长，公司房地产开发业务整体保持较大规模。2017 年，公司新开工面积为 138.03 万平方米，竣工面积为 120.32 万平方米，期末在建面积为 437.04 万平方米，以销售进度为参考，公司持续保持较大的施工规模。从销售情况来看，公司近年来销售面积逐年增长，2016 年实现销售面积 89.34 万平方米，受此影响，合同销售额持续增长，2016 年实现销售金额 150.16 亿元；2017 年公司房屋销售面积与销售平均价格均有所增长，分别为 91.28 万平方米与 2 万元/平方米，受此影响，合同销售额相较 2016 年有所增长，2017 年全年实现销售金额 182.85 亿元。

表 2 近三年公司房地产开发主要经营指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
当年房地产开发投资额 (亿元)	164.08	184.75	322.22
房屋新开工面积 (万平方米)	181.36	105.01	138.03
当年房屋竣工面积 (万平方米)	162.52	152.37	120.32
期末在建面积 (万平方米)	466.69	419.33	437.04
当年房屋销售面积 (万平方米)	80.48	89.34	91.28
当年房屋待售面积 (万平方米)	71.31	93.93	78.77
房屋销售平均价格 (万元/平方米)	1.45	1.68	2.00
当年销售额 (亿元)	116.31	150.16	182.85

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在售/在建住宅项目共 19 个，在建项目主要以北京地区项目为主，京外项目分布在成都、重庆、三亚、青岛和天津等经济发达的一二线城市。截至 2017 年底，公司在建住宅项目总投资金额合计 711.15 亿元，2017 年年度投资金额为 46.77 亿元，根据

项目进度来看，公司尚需投入资金规模大。

总体看，公司在建项目规模较大，投资资金需求大，公司面临较大资金压力；但考虑到房屋预售可以带来部分资金回流，实际投资压力或将有所缓解。

表 3 截至 2017 年底公司住宅项目投资情况 (单位: 万平方米、万元)

地域	项目名称	总建筑面积	在建建筑面积	总投资额	2017 年全年投资额
北京	海淀-世华龙樾	80.83	32.28	859787	46476
	平谷-汇景湾	46.73	6.86	359073	16718
	朝阳-东坝	13.97	13.97	343106	11178
	房山-理工大学	23.25	11.00	312286	21810
	门头沟	29.08	29.08	450547	57601
	昌平-北七家	36.49	5.95	337738	16487

	延庆-城建万科城	23.26	16.82	202585	26970
	大兴-瀛海	21.44	21.44	395136	41874
	朝阳-动感花园	10.14	14.44	230000	17224
	顺义-顺义仁和	59.91	49.12	877299	50208
	怀柔	30.41	16.14	286300	35681
青岛	龙樾湾	16.31	16.31	144662	11928
南京	南京	14.51	14.51	284461	18477
天津	武清-南湖壹号	30.91	7.40	178786	5095
成都	成都龙樾熙城	54.58	30.68	362507	21045
	成都龙樾湾	88.95	35.85	395578	20034
三亚	海云家园	22.55	13.15	359770	27867
重庆	龙樾湾	43.16	13.06	225376	17590
	龙樾生态城	55.36	6.92	506551	3400
合计		701.84	354.98	7111548	467663

资料来源：公司提供

注：兴悦家园项目已回笼资金为收到的配建安置房款，尚未正式签订销售合同。

土地储备方面，公司在拿地前会做详细的考察并仔细测算成本，在成本可控的情况下拿地。在资金分布方面，公司在北京市场的投入占 70% 左右，京外市场占 30% 左右。

公司主要通过两种方式获得土地，一种为公开市场“招拍挂”流程，另一种为股权受让方式。公司部分项目土地由于拿地时间较早，因此成本相对较低。

截至 2017 年底，公司持有的待开发土地面积共 78.88 万平方米，计容建筑面积为 159.60 万平方米，同比均有所增长，主要位于北京、三亚和青岛地区。与近年公司的新开工面积相比，土地储备规模可供未来 1~2 年项目开发需要；与近年公司的期末在建面积相比，住宅项目公司土地储备规模较小。

表 4 截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、万元/平方米、%）

地块名称	取得时间	待开发土地面积	计容建筑面积	权益占比
三亚红塘湾旅游度假区 C-05、E-02 地块项目	2014 年	13.06	15.18	100
重庆两江新区悦来组团 C 分区项目	2016 年	18.74	46.14	100
朝阳官庄乡塔营村 1208-605 地块	2017 年	6.04	10.26	100
海淀区小营 C7 地块	2017 年	6.31	10.09	100
顺义区仁和镇 SY00-0005-6001 地块	2017 年	0.71	1.28	100
成都金牛区何家堰村项目 1#、3# 地块	2017 年	4.08	20.40	100
天津武清区下朱庄津武（挂）2016-037 地块	2017 年	2.53	3.79	100
三亚市三亚湾海坡片区 HPA-01-11、HPA-01-12 地块	2017 年	4.08	7.35	60
青岛海达伟业股权竞买项目	2017 年	20.93	41.87	50
青岛胶州市株洲路西侧地块	2017 年	2.40	3.24	50
合计	--	78.88	159.60	--

资料来源：公司 2017 年年度报告

注：公司合作开发项目待开发土地面积为按权益占比计算后的土储面积，项目已纳入合并范围，按股权比例进行分配。

（2）保障房项目及一级开发情况

保障房是指政府向低收入住房困难家庭提供的具有保障性质的政策性住房，包括廉租房、公共租赁房、经济适用房、限价商品房、

定向安置房、危旧房和棚户区改造房等。

中国保障房体系目前已基本形成包括销售型和租赁型在内的保障性住房体系。销售型保障房（又称产权型保障房）是指针对符合要

求购房人出售产权的保障房，包括限价商品住房（又叫两限房，即限房价、限套型普通商品住房）、经济适用住房（经适用房）和各类定向安置房（又称三定三限房，即定性、定向、定量，限户型、限价和限交易）、危旧房棚户区改造住房（棚改房）。租赁型保障房指房屋产权不发生转移，仅向特定群体出租的保障房，包括公共租赁住房（公租房）和廉租住房（廉租房）。

公司保障房项目主要包括三种业务模式，业务模式一：通过棚户区改造一次性招标获得项目，由项目公司负责项目的前期手续，进行项目范围内居民住宅（私房、公房）征收；非住宅房屋腾退；市政基础设施建设；项目回迁安置房及资金平衡区住宅开发建设工作。由区政府根据棚户区改造前期工作成本、项目公司最终获得的项目投资利润及审定的政府土地收益，进行资金平衡测算，从而确定用于资金平衡的商品房的使用方向和销售定价。项目公司的最终利润主要来源于资金平衡区商品房住宅的销售。业务模式二：通过政府授权进行项目开发建设，由项目公司负责项目范围内征

地工作、宅基地拆迁、非住宅拆迁、市政基础设施建设、回迁安置房建设，棚改工作进展到一定程度后，向区政府申请进行成本审核，项目资金平衡地块达到净地并通过审核后，项目实施主体向市规划国土委申请资金平衡地块入市。项目公司的最终利润主要来源于资金平衡用地上市交易的收入。业务模式三：在二级市场招拍挂获得土地，商品房用地中必须配建一部分的保障房，在土地出让和规划设计上明确项目保障房和商品房各自的比例，公司按照规划好的商品房面积和保障房面积进行开发建设，利润主要来源于商品房销售部分。

公司保障房项目全部位于北京地区，2017年，公司新拓展项目包括怀柔新城、钓鱼台及东关棚改项目项目、丰台张仪村棚改项目、顺义仁和镇临河区棚改项目、康庄棚改项目和土城新村改造安置房五个项目。截至2017年底，公司在建的保障房项目共10个，总投资预计为897.93亿元，建筑规划面积为590.02万平方米，截至2017年底，公司已投入资金298.35亿元，尚需投资599.58亿元，未来随着项目推进，公司存在较大的融资需求。

表5 截至2017年底公司在建保障房项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	规划面积	预计工期	总投资	累计已投资金额	未来计划投资		
					2018年	2019年	2020年
动感花园	14.45	2015-2019	22.00	12.02	4.50	1.65	--
怀柔新城03街区下元、钓鱼台及东关棚改项目	30.41	2016-2019	37.32	4.35	26.77	6.20	--
平各庄项目（保障房板块）	34.00	2016-2019	30.00	23.01	1.46	1.00	--
北七家	36.28	2014-2017	34.20	27.08	3.64	0.56	2.92
东城望坛棚改项目	136.26	2017-2021	410.73	176.77	42.46	87.54	35.71
丰台张仪村棚改项目	16.00	2017-2022	35.00	0.30	20.20	5.15	5.05
顺义仁和镇临河区棚改项目	234.35	2017-2021	238.00	31.58	54.75	46.96	36.61
昌平区六环路土城出口土城新村改造土地一级开发定向安置房项目	7.55	2017-2019	4.20	--	0.07	2.75	1.38
兴悦家园（原大兴瀛海）保障房	12.19	2016.7-2018.12	30.25	21.46	8.79	--	--
康庄棚改项目	68.53	2018-2020	56.23	1.78	20.62	23.83	10.00
合计	509.30	--	897.93	298.35	183.26	175.64	91.67

资料来源：公司提供

除保障房项目外，公司还承接了少量北京地区土地一级开发项目，由于土地一级开发建设周期较长，截至2017年底，该部分业务尚

未确认收入。公司目前正在进行的土地一级开发项目共两个：1.密云溪翁庄镇走马庄村北一级开发项目，该项目规划建筑面积15.84万平

平方米，总投资额 3.14 亿元，截至 2017 年底已完成投资 0.69 亿元；2.顺义平各庄 B 地块项目，该项目规划建筑面积 28.31 万平方米，总投资额 20.78 亿元，截至 2017 年底，已完成投资 0.89 亿元。

3. 其他业务

(1) 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。截至 2016 年底，公司长期股权投资余额 13.85 亿元，可供出售金融资产合计 68.40 亿元。2016

年，公司实现投资收益 3.51 亿元；截至 2017 年底，公司长期股权投资余额 13.91 亿元，同比有所增长；可供出售金融资产合计 59.90 亿元，同比有所下降。2017 年，公司实现投资收益 2.40 亿元，虽同比有所下降，仍为公司利润的有效补充。其中，国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”）、锦州银行股份有限公司（以下简称“锦州银行”）、中科招商及北京科技园建设（集团）股份有限公司（以下简称“北京科技园”）资产质量较好，是投资收益的主要来源。公司主要股权投资情况如下表所示。

表 6 截至 2017 年底公司主要的股权投资情况（单位：亿元、%）

类别	被投资对象	初始投资成本	期末余额	持股比例	核算方法
可供出售金融资产	国信证券	1.27	37.22	4.18	公允价值
	锦州银行	2.60	8.29	1.90	公允价值
	中科曙光	1.40	1.47	0.57	公允价值
	中信建投证券	1.38	0.00	--	公允价值
	国信证券 QDII 资管计划	1.50	1.44	--	公允价值
长期股权投资	中科招商	1.22	3.74	30.00	权益法
	北京科技园	2.80	7.36	14.00	权益法
	国奥投资	1.34	1.73	20.00	权益法

资料来源：公司 2017 年年度报告

注：2017 年 12 月 7 日，公司减持了所持有的全部 2254.8 万股中信建投证券 H 股，交易价格 7.12 港元/股。

总体看，近年来，公司积累了部分优质股权和金融资产，所获得的投资收益对公司利润形成有效补充。

(2) 租赁业务板块

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。公司商业地产主要分布于北京市，2016~2017 年出租率均达到

100%。2015~2017 年，公司实现租赁收入 1.23 亿元、1.31 亿元和 1.72 亿元，保持平稳持续增长。截至 2017 年底，公司持有的商业地产可出租面积 18.22 万平方米。2017 年，公司实现租赁收入 1.72 亿元，同比增长 31.52%，未来随着过往合同陆续到期更新，采取市场定价后，或为公司利润形成一定支撑。

表 7 公司 2015~2017 年租赁业务板块经营情况（单位：平方米、万元、%）

项目名称	可出租面积	出租率			出租收入		
		2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
金码大厦	2755.85	100.00	100.00	100.00	414.20	437.42	552.79
红木林	2059.64	100.00	100.00	100.00	545.00	622.00	701.30
牡丹园	11432.49	100.00	100.00	100.00	1067.68	796.22	1307.30
北苑	73903.83	100.00	100.00	100.00	3764.70	3715.26	4856.65
北苑南区	35087.54	100.00	100.00	100.00	919.80	1131.01	1389.22
富海中心	13607.33	100.00	100.00	100.00	420.24	651.00	739.20

世华水岸	8072.02	100.00	100.00	100.00	363.92	508.81	672.90
清河嘉园	371.50	100.00	100.00	100.00	12.56	27.19	31.76
首城国际	8394.87	87.20	100.00	100.00	1352.39	1722.10	2072.20
泰和国际大厦	26468.44	100.00	100.00	100.00	3447.21	3447.21	4850.92
合计	182153.51	--	--	--	12307.70	13058.22	17174.24

资料来源：公司提供

总体看，公司持有的经营性物业可对公司利润形成有力补充。

（3）物业管理板块

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）和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，收入主要来源于小区物业管理、自供暖、车位租金以及其他（维修、代收电费等）。该部分业务主要为销售产品的配套服务，旨在提高商品房项目品质及品牌形象，因此提供的服务成本较高，毛利率持续为负。

6. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数逐年上升，分别为114.74次、145.21次和220.99次；存货周转次数持续增长，三年分别为0.15次、0.17次和0.19次。总资产周转次数波动增长，三年分别为0.16次、0.17次和0.16次。公司整体资产经营效率一般。

7. 未来发展

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

具体来看，在房地产主业上，一手抓开发能力建设，一手抓业务平台建设。项目拓展方面，坚持既定的拿地策略，多渠道获取土地资源，立足北京，辐射外埠重点区域。在加快现有一级开发的基础上，继续拓展有价值的一级开发项目；积极寻求以棚户区改造为重点项目，积极探索合作开发、股权收购、PPP模式

等拿地渠道。

房地产销售方面，多措并举促进销售，新开项目要做好充分的市场分析、开盘预热、客户积累等工作，加快入市步伐；已开项目要加大营销力度，加快销售节奏，提高去化率，加速回款；商业项目要提前布局，加大招商和销售力度。

建设过程管控方面，做好开发建设组织总设计，抓好工程业务流程的编制和推行，加大分户验收力度，严格落实竣工计划，推动项目管理流程化、标准化，保证精细化管理落到实处。

产品研发方面，继续深化北京地区住宅产品分级配置标准和售楼处标准化方案，开展公司保障房产品线梳理和整合工作。持续增强成本管控，进一步加大对目标成本的审核和控制，确保目标成本落到实处。

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

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2015~2017年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

从合并报表范围变化情况看，2015年，公司对北京城建万科天运置业有限公司进行非同一控制下企业合并，同时，投资新设包括北京城建成都置业有限公司等4家。2016年，公司受托经营形成实质控制的子公司新增3家，

同时新设郑州京城地产有限公司等 6 家子公司。2017 年，公司投资新设 4 家子公司，股权收购 1 家子公司；同时清算注销北京城建一期（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）和郑州京城地产有限公司 2 家子公司，公司合并范围内主体共 40 家，合并范围内新增与减少的子公司规模不大，公司财务数据可比性尚可。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 982.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益 19.60 亿元）221.73 亿元；2017 年公司实现营业总收入 140.43 亿元，利润总额 18.61 亿元。

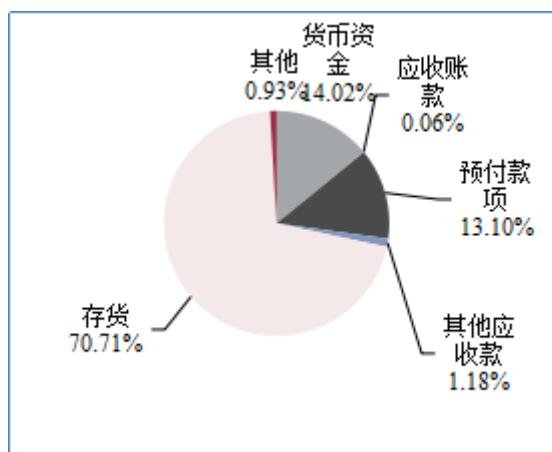
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 23.84%，截至 2017 年底，公司合并资产总额 982.09 亿元，同比增长 29.12%。资产构成中，流动资产占比为 87.72%，非流动资产占比为 12.28%，资产构成以流动资产为主且近年来资产结构变化不大，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 29.07%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 861.46 亿元，同比增长 34.19%，主要系存货规模与预付款项的增长所致。构成方面以货币资金（占 14.02%）、存货（占 70.71%）和预付款项（占 13.10%）为主。

图2 截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 31.39%，截至 2017 年底，公司货币资金 120.76 亿元，同比增长 24.14%，主要系 2017 年融资增加，新增的金融机构借款暂存于公司银行账号尚未支出导致银行存款大幅增加。公司货币资金主要为银行存款（占 98.54%）。货币资金中使用受限金额为 0.41 亿元，由 0.21 亿元按揭保证金与 0.20 亿元履约保证金构成。

2015~2017 年，公司存货快速增长，年均复合增长 20.36%，截至 2016 年底，公司存货账面余额为 507.66 亿元，同比增长 20.73%，主要系公司 2016 年加大拿地力度所致；截至 2017 年底，公司存货账面余额为 609.18 亿元，同比增长 20.00%，主要系公司 2017 年棚改和项目开发成本持续投入所致。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，账面价值分别为 541.17 亿元和 67.83 亿元。截至 2017 年底，公司存货中，开发成本较大的项目主要有仁和镇平各庄项目（62.52 亿元）、奥体文化园项目（47.69 亿元）、门头沟永定镇项目（37.51 亿元）、管庄项目（32.62 亿元）、临河棚改项目（31.45 亿元）、瀛海项目（30.52 亿元）、望坛项目（29.45 亿元）和马池口镇项目（23.43 亿元）；开发产品中金额较大的项目主要有广悦居项目（14.04 亿元）、海梓府项目（11.44 亿元）、重庆熙城项目（5.58 亿元）、北京密码项目（5.33 亿元）、上河湾项目（4.60 亿元）和红塘湾项目（12.05 亿元）等。公司对存货已计提跌价准备 1.35 亿元，主要系对龙樾湾（重庆）项目和重庆熙城项目等计提的跌价准备。公司存货规模较大，其变现能力将受到房地产行业景气度及区域房地产政策影响。截至 2017 年底，公司存货中使用权或所有权受限的存货合计 30.37 亿元，用于获得借款而进行抵押，占期末存货账面价值的 4.99%，抵押比例不高。

2015~2017 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 236.74%，截至 2017 年底，公司

预付款项 112.88 亿元，同比 2016 年底的 19.42 亿元大幅增长，主要系未结算拆迁补偿款以及公司购置的安置房未交付所致，主要为望坛棚改项目的相关款项。从账龄方面看，公司预付款项 1 年以内占 87.05%，1 至 2 年占 12.13%，2 至 3 年占 0.24%，3 年以上占 0.58%。总体看，公司预付款项账龄较短，结构合理。公司预付款项金额前五名共计 110.87 亿元，占全部预付款项的 98.22%，集中程度很高。

2015~2017 年，公司其他应收款波动中有所下降，年均复合增长 11.59%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面余额为 14.22 亿元，由保证金（占 87.68%）、往来款（占 7.36%）、代垫款（占 4.18%）以及押金备用金（占 0.78%）构成。截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额为 10.35 亿元，主要由保证金（占 29.86%）、往来款（占 61.15%）和代垫款（占 8.02%）构成。公司按信用风险特征计提坏账准备其他应收款账面余额 10.25 亿元，占 99.03%，计提比例为 1.09%；单项金额不重大但单独计提坏账准备其他应收款账面余额 0.10 亿元，占 0.97%，计提比例为 100%，计提较为充分。按欠款方归集的其他应收款前五名合计 5.26 亿元，占 50.86%，集中程度较高，但均为无风险土储保证金与往来款项。

表 8 截至 2017 年底公司其他应收款情况
(单位: 万元、%)

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占比
北京骏泰置业有限公司	关联方往来	16560.00	1 年以内	16.00
北京市昌平区土地储备中心	土储保证金	10000.00	4~5 年	9.66
保利(北京)房地产开发有限公司	往来款	9450.00	1 年以内	9.13
北京世纪仁和工业开发中心	往来款	8686.80	1 年以内	8.39
胶州市土地储备整理中心	土储保证金	7951.29	1 年以内	7.68
合计	--	52648.09	--	50.86

资料来源：公司财务报告

非流动资产

非流动资产方面，2015~2017 年，公司非流动资产规模波动下降，年均复合下降 1.07%。截至 2016 年底，公司非流动资产总额为 118.59 亿元，同比下降 3.79%，主要系可供出售金融资产规模下降所致。截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 120.62 亿元，同比增长 1.72%，主要系递延所得税资产与投资性房地产增长所致。公司非流动资产构成以可供出售金融资产（占 49.66%）、长期股权投资（占 11.53%）、投资性房地产（占 24.63%）和递延所得税资产（占 12.54%）为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产不断下降，年均复合下降 10.58%。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 68.40 亿元，同比下降 8.69%，主要系国信证券股价下降所致；截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 59.90 亿元，同比下降 12.43%，主要系国信证券股价下跌及公司减持所有中信建投股份所致。公司可供出售金融资产均为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的占比 78.81%，按成本计量的占比 21.19%。按公允价值计量的可供出售金融资产主要包括国信证券（账面价值为 37.22 亿元）、锦州银行（账面价值 8.29 亿元）和中科曙光（账面价值为 1.47 亿元）。此外，公司以成本法计量的可供出售金融资产主要包括对华能资本服务有限公司（10.50 亿元）、北京首都国际投资管理有限责任公司（1.54 亿元）和二十一世纪空间技术应用股份有限公司（0.97 亿元）等，其中，计提减值准备 1.54 亿元，均为对北京首都国际投资管理有限责任公司计提，已全额计提，主要系该公司经营不善，资不抵债所致。

2015~2017 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 1.59%。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 13.91 亿元，同比增长 0.40%，变动不大；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 52.91%）、深圳市中科招商创业投资有限公司

(占 26.86%) 和国奥投资发展有限公司 (占 12.44%) 等, 主要为科技创新类公司, 经营状况良好。

2015~2017 年, 公司投资性房地产波动中有所增长, 年均复合增长 7.01%。截至 2016 年底, 公司投资性房地产账面余额为 24.57 亿元, 同比下降 5.33%, 主要系投资性房地产转入固定资产所致; 截至 2017 年底, 公司投资性房地产账面余额为 29.72 亿元, 同比增长 20.96%, 主要系公司新增住宅小区配套底商所致。公司投资性房地产多为公司自持商业物业, 较为分散。受限投资性房地产规模为 5.93 亿元, 占比为 19.95%, 占比较大, 主要用于借款抵押。

2015~2017 年, 公司递延所得税资产快速增长, 年均复合增长 44.60%。截至 2016 年底, 公司递延所得税资产为 9.83 亿元, 同比增长 35.87%, 主要系预提土地增值税、预售房款、可抵扣亏损较高导致递延所得税资产大幅增加所致; 截至 2017 年底, 公司递延所得税资产为 15.13 亿元, 同比大幅增长 53.89%, 主要系预提土地增值税、预售房款以及内部交易未实现利润较高导致递延所得税资产大幅增加所致。

综合看, 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, 以房地产开发项目为主的存货占比较大; 非流动资产中可供出售金融资产、投资性房地产等占比较大, 公司整体资产质量较好, 但股价波动对公司可供出售金融资产价值存在较大影响。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年, 公司所有者权益逐年增长, 年均复合增长 4.24%。截至 2017 年底, 公司所有者权益 221.73 亿元, 同比增长 5.31%, 主要系公司 2017 年成功发行计入其他权益工具的 10 亿元永续债所致。所有者权益中归属于母公

司所有者权益为 202.13 亿元, 同比增长 2.79%。归属于母公司所有者权益占 91.16%, 其中股本占 7.75%, 资本公积占 18.79%, 其他综合收益占 18.67%、盈余公积占 5.03%、未分配利润占 44.84%、其他权益工具 (永续债) 占 4.92%, 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 (占 87.03%)。

整体看, 公司所有者权益中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。

负债

2015~2017 年, 公司负债规模快速增长, 年均复合增长 32.01%。截至 2017 年底, 公司负债合计 760.36 亿元, 同比增长 38.24%, 主要系非流动负债大幅增长所致。从结构上看, 流动负债和非流动负债分别占 43.95% 和 56.05%, 非流动负债占比同比有所增加, 公司负债结构中非流动负债占比较大。

2015~2017 年, 公司流动负债不断增长, 年均复合增长 12.63%。截至 2016 年底, 公司流动负债合计 297.07 亿元, 同比增长 12.76%, 主要系预收款项增长及其他应付款增长所致。截至 2017 年底, 公司流动负债合计 334.19 亿元, 同比增长 12.50%, 主要系其他应付款与一年内到期的非流动负债增长所致; 其中, 公司流动负债以应付账款 (占 20.94%)、预收款项 (占 38.48%)、其他应付款 (占 17.25%) 和一年内到期的非流动负债 (占 20.71%) 为主。

2015~2017 年, 公司应付账款有所增长, 年均复合增长 5.90%。截至 2017 年底, 公司应付账款账面价值为 70.00 亿元, 同比增长 8.39%, 主要系预提土地增值税增加所致。公司应付账款主要为应付工程款 (占 53.37%)、应付土地拆迁款 (占 8.46%) 和预提土地增值税 (占比 37.80%) 等。应付账款账龄主要以一年内为主; 超过一年的重要应付账款合计 29.06 亿元, 占年末应付账款账面价值的 41.51%, 主要系预提土地增值税、石榴庄项目一期预提土地征用拆迁补偿费、中央农业广播

电视学校拆迁回建款暂估拆迁回建款、北京城建亚泰建设工程有限公司及北京城建一建设发展有限公司未结算关联方工程款等。

2015~2017年，公司预收款项波动增长，年均复合增长15.92%。截至2016年底，公司预收款项合计135.54亿元，同比增长41.64%，主要系2016年预售奥体文化园项目等项目预收房款大幅增加所致。公司预收款项待交房后将结转为收入；截至2017年底，公司预收款项合计128.59亿元，同比下降5.13%。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。公司主要预收房款项目有门头沟上悦居项目(24.18亿元)、天成家园项目(13.16亿元)、仁和镇平各庄项目(13.87亿元)和北七家项目(9.27亿元)等。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长100.64%。截至2016年底，公司其他应付款为36.92亿元，同比大幅增长157.78%；截至2017年底，公司其他应付款为57.65亿元，同比增长56.16%，逐年增长主要系与城建集团的往来款增加所致；公司其他应付款主要包括往来款(占72.99%)、项目合作款(占18.18%)和代收款(占4.54%)等。

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降9.45%。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债为52.65亿元，同比下降37.62%，主要系长期借款陆续偿还所致；截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为69.21亿元，同比增长31.44%，一年内到期的长期借款同比下降，一年内到期的其他流动负债同比大幅增长。截至2017年底，公司一年内到期的长期借款为33.21亿元，其中抵押借款占14.31%，信用借款占2.41%，保证借款占83.28%。同期，公司一年内到期的其他非流动负债36.00亿元，包括公司同北京银行股份有限公司(以下简称“北京银行”)金运支行签订“北京城建投资发展股份有限公司2016年度债权融资计划之受托管理协议”(融资金额15.00亿元，2018年1月13日到

期)；公司之子公司兴华地产同北京银行金运支行签订的“北京城建兴华地产有限公司2016年度第一期债权融资计划之受托管理协议”(融资金额18亿元，2018年3月14日到期)以及公司同北京银行签订的“委托债权投资计划”(融资金额20亿元，于一年内到期金额3亿元)。

非流动负债方面，2015~2017年，公司非流动负债规模快速增长，年均复合增长57.03%。截至2016年底，公司非流动负债合计252.94亿元，同比增长46.35%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致；截至2017年底，公司非流动负债合计426.17亿元，同比大幅增长68.48%，主要系长期借款大幅增长所致。截至2017年底，公司非流动负债主要由长期借款(占62.63%)、应付债券(占13.49%)、递延所得税负债(占4.33%)和其他非流动负债(占19.55%)构成。

2015~2017年，公司长期借款快速增长，年均复合增长114.84%。截至2016年底，公司长期借款金额合计102.46亿元，同比增长77.18%，主要系2016年公司拿地较多同时经营规模增大，公司保证借款等增加所致；截至2017年底，公司长期借款金额合计266.92亿元，同比大幅增长160.52%，主要系2017年公司房地产开发项目较多，相应信用、保证借款等大幅增加所致。截至2017年底，公司长期借款中，质押借款占2.90%，抵押借款占1.76%，保证借款占41.66%以及信用借款占53.68%。从贷款期限结构上看，公司贷款以3年期借款为主，借款到期日基本集中在2019~2020年且待偿付金额大，存在一定集中偿付压力。

2015~2017年，公司应付债券保持相对稳定，年均复合增长0.17%。截至2017年底，公司应付债券为57.48亿元。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01¹”，

¹ 公司于2015年7月21日发行公司债券，发行总额58亿元，

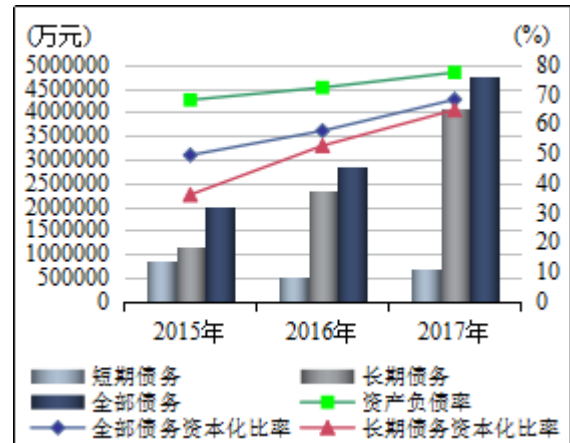
债券代码为“122402”，票面利率为4.40%。

其他非流动负债方面，截至2017年底，公司其他非流动负债83.30亿元，同比增长12.11%，主要系长期债权融资增长所致。截至2017年底，公司长期债权融资62.00亿元，包括同北京银行签订的余额为17亿元的“委托债权投资计划”（融资金额20亿元，2019年3月29日到期）；公司之子公司兴华地产同北京银行金运支行签订的余额为25亿元的“北京城建兴华地产有限公司2017~2020年度第一期及第二期债权融资计划之受托管理协议”（融资金额35.00亿元，2020年7月4日到期）；同合众资产管理股份有限公司签订“合众一城建华不动产债权投资计划”投资合同（融资金额20亿元，2019年11月6日到期）。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务规模快速增长，分别为236.65亿元、286.89亿元和486.95亿元，年均复合增长56.15%，主要系长期借款增长、发行永续中票以及债权融资计划增加所致。债务构成方面，截至2017年底，短期债务占比为14.23%，长期债务占85.77%，长期债务比重同比增长4.15个百分点。以长期债务为主的债务结构有利于公司在大规模投资阶段资金调配的稳定性。2015~2017年，公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率均逐年上升，三项指标加权均值分别为74.03%、61.55%和55.67%。截至2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率分别为77.42%、68.71%和65.32%，同比均有所增长。整体看，公司有息债务规模较大且持续增长，公司总体债务负担较重。

期限7年，附第5年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权；债券采用单利按年计息，固定年利率为4.40%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。债券募集资金用于补充流动资金，偿还银行借款，调整负债结构。

图3 近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

总体看，公司所有者权益稳定性一般；公司流动负债与非流动负债占比相当，债务规模快速增长，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，公司总体债务负担较重。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入规模持续增长，年均复合增长23.69%。2017年，公司实现营业收入140.43亿元，同比增长20.77%，公司房屋销售、土地一级开发收入、物业管理一级租赁收入均有增长，其中土地一级开发新增收入19.49亿元；同期，公司营业成本103.72亿元，同比增长28.75%，主要系房地产开发业务的土地一级开发成本新增18.28亿元所致。

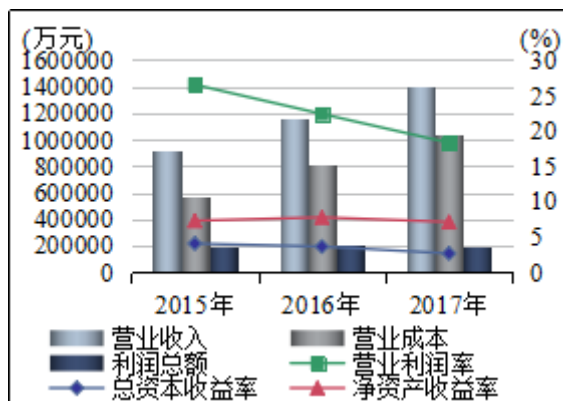
公司持有较大规模的优质股权投资，每年实现的投资收益规模较大。2015~2017年，公司实现投资收益波动增长，年均复合增长6.58%。2017年公司实现投资收益2.40亿元，同比下降31.63%，主要系对国信证券投资收益大幅下降所致，2017年公司投资收益占公司营业利润的比例为12.90%，是公司营业利润的有力补充。2017年，公司实现全年利润总额18.67亿元，同比下降11.09%。

2017年，公司公允价值变动收益为0.69亿元，由负转正，主要系按公允价值计量的投资性房地产账面价值增长所致，2017年公司公允价值变动收益占公司营业利润的比例为

3.70%，公司盈利对公允价值变动收益依赖性一般。

期间费用方面，2015~2017年，公司期间费用持续增长，年均复合增长18.91%，2017年公司期间费用合计为10.36亿元，同比增长18.91%，公司三费均有所增加。其中，销售费用为3.19亿元（占30.79%），同比增长13.07%，随着签约金额增长，销售服务费用（广告费、样板间费用和展览费等）相应增长；管理费用为4.95亿元（占47.78%），同比增长22.47%，主要系职工薪酬增长所致；财务费用为2.21亿元（占21.34%），同比增长74.03%，主要系公司债务增加，利息支出大幅增长所致。2017年公司期间费用率为7.37%，同比有所增长。

图4 公司近年盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

从盈利指标看，2015~2017年，公司营业利润率与总资本收益率逐年下降，净资产收益率波动下降，近三年均值分别为22.39%、3.42%和7.37%。2017年，公司所有者权益规模有所增长；同期，公司营业成本及费用亦有所增长，公司净利润有所上升。从盈利指标看，受上述因素影响，2017年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，公司营业利润率为18.30%，同比下降4.07个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为2.60%和7.09%，同比分别下降0.93个百分点和0.65个百分点。

总体看，公司营业收入逐年有所增长，但受成本与费用拉升影响，利润水平有所波动，

营业利润率逐年下滑，投资收益对营业利润贡献度较大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动现金流来看，2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长11.66%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2017年公司经营活动现金流入量为200.00亿元，同比下降1.59%，主要因公司收回投标保证金同比大幅下降至收到其他与经营活动有关的现金同比下降；近三年，公司经营活动现金流出量快速增长，年均复合增长25.14%，2017年为339.36亿元，同比增长53.79%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长所致。2015~2017年，公司经营活动产生的现金净流量波动下降，且连续呈净流出状态，净流出规模较大，近三年分别为-56.31亿元、-17.43亿元和-139.36亿元。从收入实现质量来看，公司2015~2017年现金收入比分别为122.52%、145.33%和124.34%，受项目结转与现金回流时点变动影响，公司收入实现质量有所波动，整体尚可。

从投资活动现金流来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入快速下降，三年分别为13.20亿元、3.54亿元和1.49亿元，同期，现金流出量波动增长，年均复合增长42.57%。受收到的投资收益现金下降的影响，2017年公司投资活动现金流入为1.49亿元，同比下降57.75%；同期，受投资支付的现金大幅增长的影响，公司投资活动现金流出量大幅增加至16.98亿元，构成为对华能资本增资9.50亿元、国信QDII资管计划1.5亿元以及城建兴华地产公示收购青岛双城公司股权5.97亿元。2017年，公司投资活动现金流量净额为-15.49亿元，资金流出规模由净流入转至净流出且规模较大。2015~2017年，公司投资活动现金流量净额分别为4.85亿元、0.68亿元和-15.49亿元，资金流出规模由净流入转至净流出。

2017年，公司经营与投资活动合计现金净

流出量为 154.85 亿元，净流出规模大，公司有较大筹融资需求。从筹资活动现金流来看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均增长 42.93%，同期现金流出量亦波动增长，年均复合增长 9.35%。公司筹资活动现金流入主要包括通过银行借款、发行债务等方式获得资金，筹资活动现金支出主要为偿还借款本金和利息及向股东派息等。2017 年，公司筹资活动现金流入 269.73 亿元，同比增长 50.63%；同期现金流出量为 91.61 亿元，同比下降 32.16%。2017 年，公司筹资活动现金净流入 178.12 亿元，同比大幅增长 304.55%。

总体看，公司近三年经营活动现金流均呈净流出状态，投资活动维持较低水平，公司通过融资活动满足日常经营和投资的需要，对融资的需求较大，筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015~2017 年，公司流动比率、速动比率和经营活动流动负债比三年均值分别为 232.97%、58.64%和-26.89%；2017 年，公司流动比率和速动比率分别为 257.78%和 75.49%，同比分别增长 41.67 个百分点和 30.27 个百分点，主要系公司在建项目增多，存货规模增大，同时销售回款增加，货币资金规模增加所致。同期，公司经营活动现金净流出量大幅增长，公司经营活动流动负债比为-41.70%，近三年均为负值。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 规模与全部债务规模均有所增长，年均增幅分别为 1.54%与 56.15%；EBITDA 利息倍数逐年下降，三年分别为 1.66 倍、1.37 倍和 1.00 倍；公司全部债务/EBITDA 持续上升，三年分别为 11.32 倍、12.59 倍和 22.59 倍。2017 年，公司 EBITDA 规模同比下降 5.39%至 21.56 亿元，但全部债务规模同比大幅增长 66.27%至 477.00 亿元。受此影响，2017 年，

公司 EBITDA 利息倍数下降至 1.00 倍；公司全部债务/EBITDA 上升至 22.59 倍，公司 EBITDA 对债务和利息的保护程度趋弱。同时，公司经营活动现金净流出规模同比进一步扩大，对全部债务的保障能力不足。总体看，公司长期偿债能力指标弱。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 9 月底，公司合计取得银行授信额度为 957.20 亿元，已使用额度为 540.55 亿元，尚未使用额度 416.65 亿元，公司间接融资渠道畅通；同时亦为上市公司，直接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，（机构信用代码：G1011010801382300S），截至 2018 年 10 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良/违约类信贷信息记录；过往债务融资工具均已按时还本付息。总体看，公司债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对行业运行情况、公司基础素质、经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司本期中期票据发行额度为 15 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析。截至 2017 年底，公司长期债务和全部债务分别为 417.65 亿元和 486.95 亿元，本期中期票据发行额度分别占上述两项指标的 3.59%和 3.08%，对公司现有债务影响较小但公司现有债务规模较大。

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 77.42%、68.71%和 65.32%；考虑到公司于

2018年5月8日发行额度为15亿元的2018年度第一期中期票据，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至78.09%、69.98%和66.88%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据将部分用于偿还有息债务，发行后，公司实际负债水平或低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为160.40亿元、203.23亿元和200.00亿元，对本期中期票据品种一和品种二（分别按7.5亿元计算）发行额度覆盖倍数均分别为21.39倍、27.10倍和26.67倍，对本期中期票据合计发行额度15亿元的覆盖倍数分别为10.69倍、13.55倍和13.33倍；近三年公司经营活动现金净流量分别为-56.31亿元、-17.43亿元和-139.36亿元。公司经营活动现金净流量无法覆盖本期中期票据的本金偿付，经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力好。

2015~2017年，公司EBITDA分别为20.91亿元、22.78亿元和21.56亿元，对本期中期票据品种一和品种二发行额度覆盖倍数均分别为2.79倍、3.04倍和2.87倍，对本期中期票据合计发行额度覆盖倍数分别为1.39倍、1.52倍和1.44倍。公司EBITDA对本期中期票据的覆盖程度较好。考虑到公司已发行的“17京城投MTN001”以及“18京城投MTN001”，募集金额分别为10亿元和15亿元，债券到期日分别为2020年12月以及2021年5月，公司或存在一定的集中兑付压力。

本期中期票据具有利息递延累积特点，从约定的条款上看，公司利息递延支付可能性小，但一旦出现递延，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付的压力。

十、结论

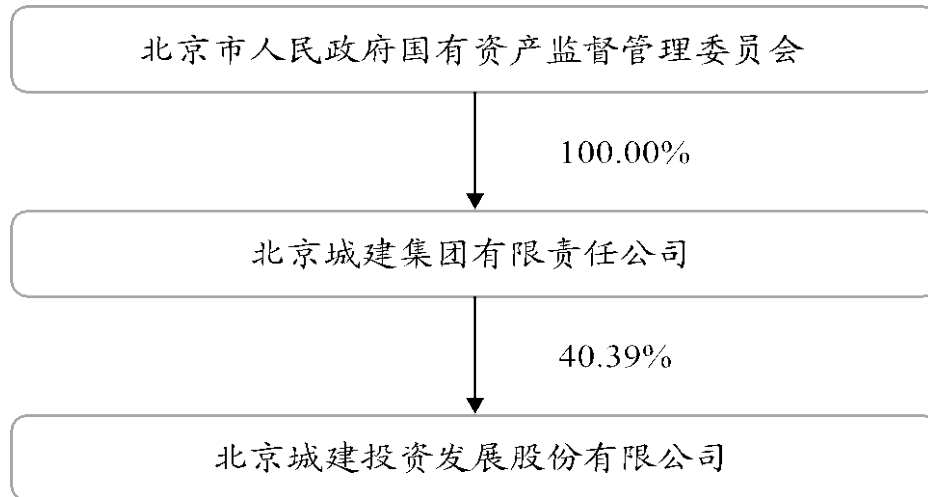
北京城建投资发展股份有限公司作为北京市国资委下属北京城建集团有限责任公司

的重要子公司，房地产开发主业突出，在北京地区具备较好知名度。公司深耕北京地区，土地储备均位于一二线城市，新开工、竣工及在建面积保持在较大规模；房地产开发收入及盈利规模稳定增长，同时公司拥有优质金融类股权资产与自持物业，对利润形成有力补充。同时，联合资信也关注到公司一级开发项目与在建项目尚需投入大规模资金、债务规模快速增长、经营活动现金流持续净流出等因素对公司信用水平的不利影响。

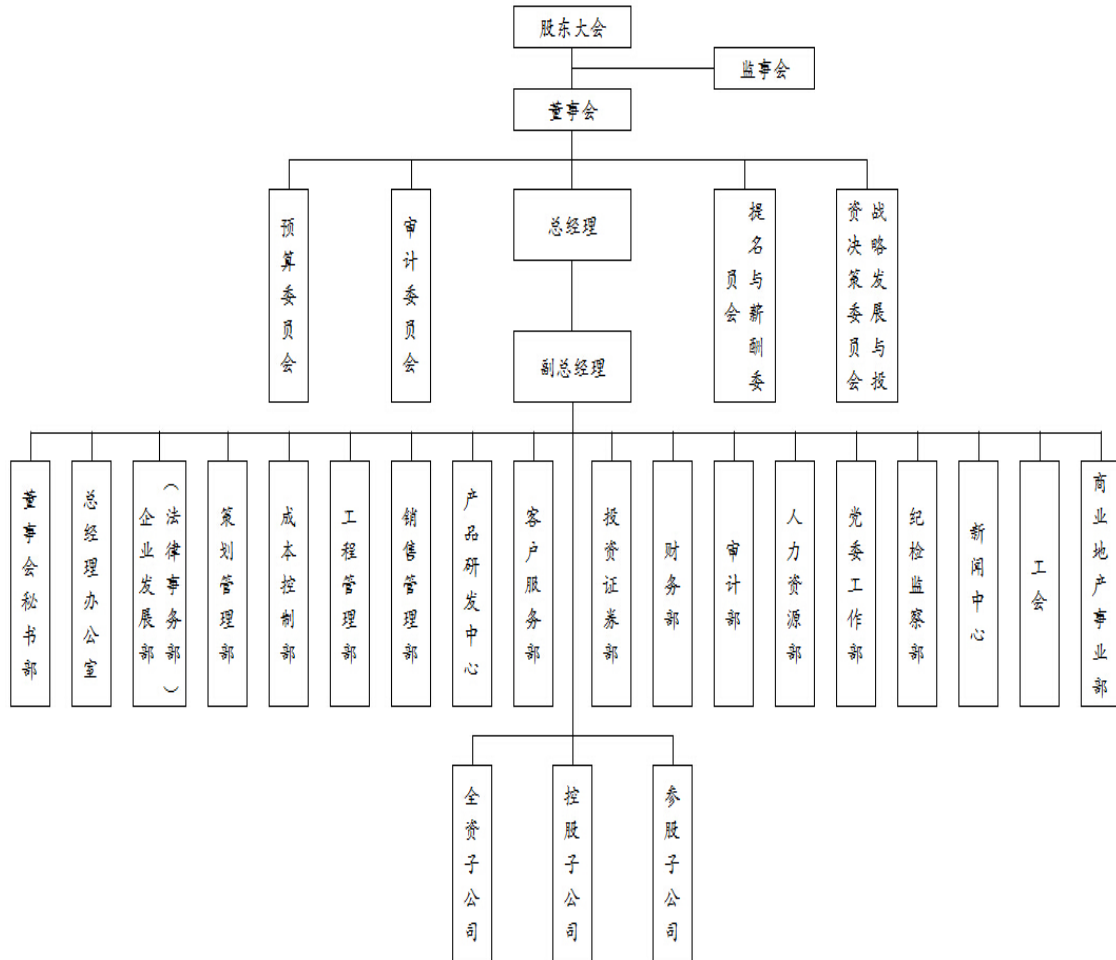
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	69.95	97.28	120.76
资产总额(亿元)	640.35	760.57	982.09
所有者权益(亿元)	204.05	210.56	221.73
短期债务(亿元)	84.60	52.75	69.31
长期债务(亿元)	152.05	234.13	417.65
全部债务(亿元)	236.65	286.89	486.95
营业总收入(亿元)	91.78	116.28	140.43
利润总额(亿元)	19.23	20.99	18.67
EBITDA(亿元)	20.91	22.78	21.56
经营性净现金流(亿元)	-56.31	-17.43	-139.36
财务指标			
销售债权周转次数(次)	114.74	145.21	220.99
存货周转次数(次)	0.15	0.17	0.19
总资产周转次数(次)	0.16	0.17	0.16
现金收入比(%)	122.52	145.33	124.34
营业利润率(%)	26.50	22.37	18.30
总资本收益率(%)	3.70	3.61	2.60
净资产收益率(%)	7.27	7.74	7.09
长期债务资本化比率(%)	42.70	52.65	65.32
全部债务资本化比率(%)	53.70	57.67	68.71
资产负债率(%)	68.13	72.32	77.42
流动比率(%)	196.27	216.11	257.78
速动比率(%)	36.66	45.22	75.49
经营现金流动负债比(%)	-21.37	-5.87	-41.70
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.37	1.00
全部债务/EBITDA(倍)	11.32	12.59	22.59

注：将其他非流动负债与其他权益工具中的永续中票计入公司长期债务；2017 年公司所有者权益中包含 10 亿元永续债务（17 京城投 MTN001）。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

注：联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 北京城建投资发展股份有限公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京城建投资发展股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京城建投资发展股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京城建投资发展股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京城建投资发展股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京城建投资发展股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京城建投资发展股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京城建投资发展股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京城建投资发展股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对北京城建投资发展股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京城建投资发展股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。