

信用等级公告

联合〔2020〕2119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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“17 京城投 MTN001”“18 京城投 MTN001”“18 京城投 MTN002A”和“18 京城投 MTN002B”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月十日



北京城建投资发展股份有限公司 2020 年度跟踪评级报告

评级结果

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京城建投资发展股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
*17 京城投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
*18 京城投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
*18 京城投 MTN002A	AAA	稳定	AAA	稳定
*18 京城投 MTN002B	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*17 京城投 MTN001	10.00	10.00	2020/12/25
*18 京城投 MTN001	15.00	15.00	2021/05/08
*18 京城投 MTN002A	8.00	8.00	2021/11/23
*18 京城投 MTN002B	7.00	7.00	2023/11/23

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券,标注为*的债券为永续中期票据,所列到期兑付日为首次赎回权行权日

评级时间:2020年7月10日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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,在北京地区具备较高知名度。跟踪期内,公司在项目储备与获取、开发规模和融资渠道与成本等方面保持很强的竞争优势。公司在北京地区有较多棚改和一级开发项目,未来有望提供较多土地补充;同时公司投资了较多金融类资产和高科技企业股权。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到公司资本支出压力大、债务规模持续增长,土地一级开发及棚改项目资金占用明显以及非经常性损益波动性较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对联合资信评定的存续债券保障能力强。

未来随着公司项目的陆续开发和销售,公司收入和利润规模有望保持稳定。

综合评估,联合资信确定维持北京城建投资发展股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA,并维持“17 京城投 MTN001”“18 京城投 MTN001”“18 京城投 MTN002A”和“18 京城投 MTN002B”信用等级为 AAA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司股东支持力度大。公司是北京市国资委下属城建集团的重要子公司,在资金、项目等方面能够得到控股股东的大力支持。
2. 公司土地储备区域分布较好,且拥有较多棚改和一级开发项目,未来有望提供较多土地补充。公司土地主要位于北京、重庆和成都等一二线城市和三亚、黄山等旅游

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
调整因素和理由				调整子级
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，股东背景强				+1

注:经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级,各级因子评价划分为6档,1档最好,6档最差;财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级,各级因子评价划分为7档,1档最好,7档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师: 韩家麒 柳丝丝

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;同时,公司在北京有较多土地一级开发及棚改项目,土地储备规模尚可,且楼面均价合理。

3. 公司融资渠道通畅,融资成本合理。公司依托上市公司优势,综合利用银团融资、地产基金、中期票据等多种融资方式,融资成本低。

关注

1. 受房地产行业调控政策影响,公司个别项目去化速度减缓。公司作为立足北京区域发展的房地产开发企业,所在区域市场的调控政策对个别项目去化速度造成一定的影响。
2. 公司资本支出压力大,对筹资活动依赖程度高;土地一级开发及棚改项目周期长,存在一定的资金占用。公司在建项目较多,资本支出压力大,经营性现金流持续净流出;债务规模不断扩大,债务负担较重;同时土地一级开发及棚改业务周期较长、面临不确定因素较多,且资金占用情况明显。
3. 非经常性损益波动性较大。公司投资了较多的金融类资产和高科技企业股权,公允价值变动收益和投资收益是公司营业利润重要来源,但存在较大波动性和不确定性。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	120.76	91.86	140.51	108.26
资产总额(亿元)	982.09	1099.50	1225.19	1226.72
所有者权益(亿元)	221.73	259.63	279.76	274.48
短期债务(亿元)	69.31	94.70	77.77	71.51
长期债务(亿元)	417.65	471.00	538.18	548.54
全部债务(亿元)	486.95	565.71	615.95	620.05
营业收入(亿元)	140.43	133.81	164.32	7.42
利润总额(亿元)	18.67	18.14	27.23	-9.04
EBITDA(亿元)	21.56	20.65	35.31	--
经营性净现金流(亿元)	-139.36	-86.21	-7.59	-11.19
营业利润率(%)	18.30	20.32	16.20	22.26
净资产收益率(%)	7.09	5.21	7.94	--
资产负债率(%)	77.42	76.39	77.17	77.62
全部债务资本化比率(%)	68.71	68.54	68.77	69.32
流动比率(%)	257.78	249.15	250.15	251.95
经营现金流动负债比	-41.70	-22.02	-1.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.00	0.80	1.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.59	27.40	17.45	--

公司本部(母公司)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	351.45	374.74	467.12	453.68
所有者权益(亿元)	165.71	198.26	227.49	222.68
全部债务(亿元)	77.43	79.61	72.05	71.40
营业收入(亿元)	0.50	0.51	3.33	0.05
利润总额(亿元)	17.88	15.49	36.72	-6.15
资产负债率(%)	52.85	47.09	51.30	50.92
全部债务资本化比率(%)	31.84	28.65	24.05	24.28
流动比率(%)	237.89	353.34	333.80	344.23
经营现金流动负债比(%)	-0.57	-63.22	-16.09	--

注: 1.2020年1-3月财务数据未经审计; 2.其他流动负债和其他应付款中有息部分计入短期债务

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18京城投MTN002B	AAA	AAA	稳定	2019/7/21	韩家麒 柳丝丝	房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读全文
18京城投MTN002A	AAA	AAA	稳定	2019/7/21	韩家麒 柳丝丝	房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读全文
18京城投MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/21	韩家麒 柳丝丝	房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读全文
17京城投MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/7/21	韩家麒 柳丝丝	房地产行业企业信用评级方法(2018年)	阅读全文
18京城投MTN002B	AA+	AA+	稳定	2018/11/5	潘云峰 李晨	房地产行业企业信用评级方法/模型(2016年)	阅读全文
18京城投MTN002A	AA+	AA+	稳定	2018/11/5	潘云峰 李晨	房地产行业企业信用评级方法/模型(2016年)	阅读全文
18京城投MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/4/25	潘云峰 韩家麒 李晨	房地产行业企业信用评级方法/模型(2016年)	阅读全文
17京城投MTN001	AA+	AA+	稳定	2017/9/28	韩家麒 李晨	房地产企业信用分析要点(2015年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019年8月1日之前的评级方法和评级模型无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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 2020 年度跟踪评级报告

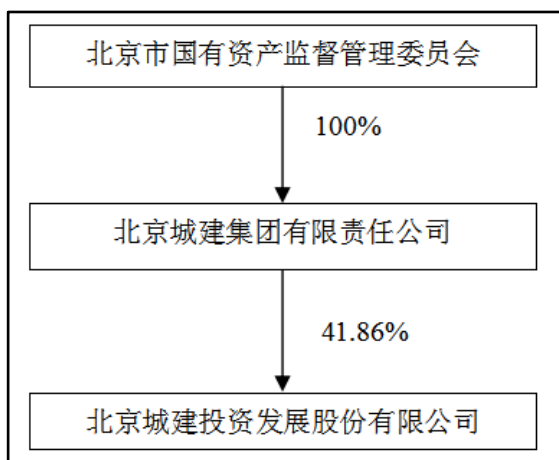
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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及相关债项的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本概况

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，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，股票代码为 600266.SH。经历多次增资转股及定向增发，截至 2019 年底，公司总股本为 188044.80 万股。公司控股股东为城建集团，持股比例为 41.86%；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。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：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 2019 年底，公司设置了董事会秘书部、总经理办公室、人力资源部、企业发展部、政策研究室、策划管理部、产品研发中心、成本策划中心、战略采购中心、工程管理部、销售管理部、客户关系部、财务部、投资证券部、审计部、董监事工作部、商业地产事业部在内的 17 个职能部门，以及党委会下设的党委工作部、纪检部、新闻中心和工会在内的 4 个部门；截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司 44 家，在职员工 2757 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1225.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益 25.06 亿元）279.76 亿元；2019 年，公司实现营业收入 164.32 亿元，利润总额 27.23 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1226.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益 25.12 亿元）274.48 亿元；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.42 亿元，利润总额-9.04 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 12 月发行 10 亿元“17 京城投 MTN001”，期限为 3+N 年，未偿余额为 10 亿元。截至目前，募集资金已按既定用途使用完毕。跟踪期内，公司按期足额支付利息。

公司于 2018 年 5 月发行了“18 京城投 MTN001”，期限为 3+N 年，未偿余额为 15 亿。截至目前，募集资金已按既定用途使用

完毕。跟踪期内，公司按期足额支付利息。

公司于2018年11月发行了“18京城投MTN002A”和“18京城投MTN002B”，期限分别为3+N年和5+N年，未偿余额为8亿元和7亿元。截至目前，募集资金已按既定用途使用完毕。跟踪期内，公司按期足额支付利息。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1 2016—2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP(万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速(%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速(%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速(%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率(%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5

速(%)					
公共财政收入增速(%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速(%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016—2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和

-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅

下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目

等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件

设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业经济环境

1. 房地产开发行业

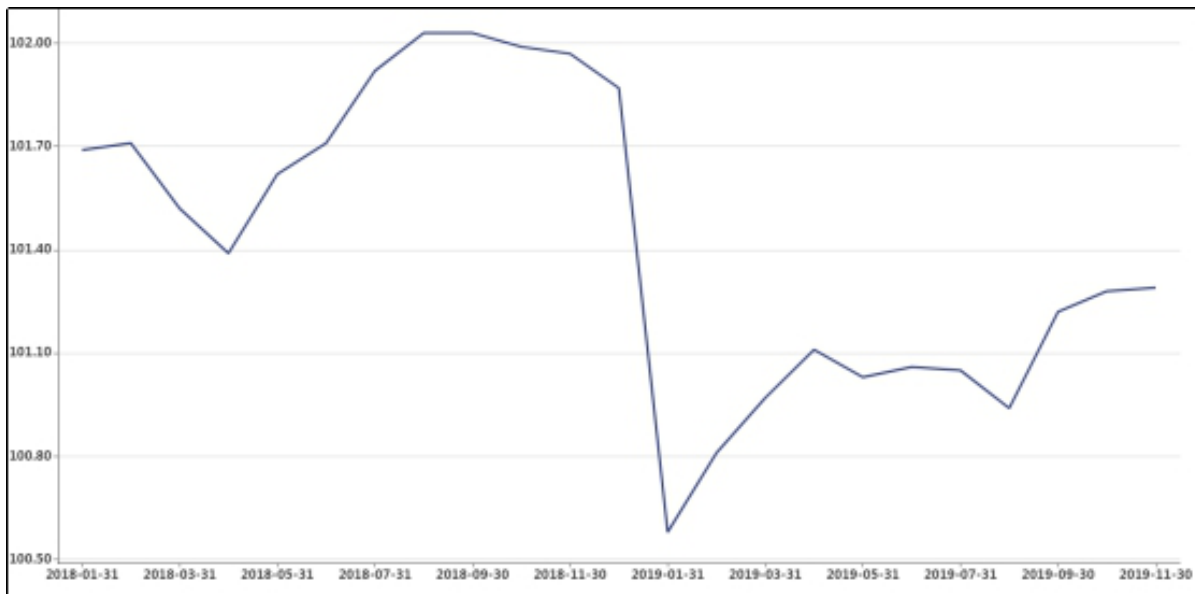
2019年以来,中央坚持房地产调控政策的总基调不变;房地产开发投资额增幅放缓,但增速仍处高位,新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄;销售增速同比下降幅度较大,销售面积增速跌入负值区间,整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一,2019年以来,各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看,中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导

致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来,促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野,压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看,有别于前期从“需求端”进行调控的思路,2019年以来,调控政策加强了从“供给端”调控的力度,房地产行业实施了全面的融资政策调控,对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控,虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势,但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图2 2018年-2019年11月全国房地产开发景气指数(频率:月)



资料来源: Wind

房地产投资开发方面,2019年,全国房地产开发投资完成额13.22万亿元,累计同比增长9.90%,增速较2018年提升0.40个百分点,整体增速仍维持高位。其中,住宅开发投资完成额9.71万亿元,累计同比增长13.90%,增速相较于2018年提升0.50个百分点;办公楼完成投资额0.62万亿元,累计同比增长2.80%,增速相较于2018年提升14.10个百分点;商业营业用房完成投资额1.32万亿元,累计同比下降6.70%,相较于2018年降幅收窄2.70个百分点。施工方面,2019年以来,新开工增速较

2018年明显回落,竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看,2019年,房屋新开工面积22.72亿平方米,同比增长8.50%,增幅较2018年收窄8.70个百分点;在2018年以来房屋新开工面积增长的带动下,2019年全国房屋施工面积达89.38亿平方米,同比增长8.70%,增速相较于2018年提升3.50个百分点;同期全国房屋竣工面积9.59亿平方米,同比增长2.60%,竣工增速在维持了两年负增长后首次转正,相较于2018年增速提升10.40个百分点。

从销售情况来看,2019年,商品房销售面

积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在在建项目复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地

出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%

利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房

地产政策向“松紧对冲”过渡。2019年11月16日，央行发布《2019年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表3）

表3 2019年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年3月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019年4月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019年9月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019年11月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风

险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表4）

表4 2019年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019年5月	银保监会	房地产信托资金受限；银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23号文《关于开展“巩固治乱成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019年7月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行

		外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019年7月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019年8月	银保监会	银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019年9月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019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。

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。

3. 人员素质

公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高；公司员工结构合理，符合行业特点。

截至2019年底，公司高管人员包括董事长、总经理、副总经理、财务总监等共计14人。公司高管均有丰富的行业经验和经营管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展情况。

截至2019年底，公司在职员工共计2,757人。从教育程度看，本科以上学历人员共174人，本科学历人员共702人，大专学历人员共618人，高中中专学历人员共576人，初中以下学历人员共687人；从年龄分类来看，30岁以下人员共628人，30~50岁人员共1,609人，50岁及以上人员共520人。公司员工结构比较合理，能够满足公司经营需要。

4. 股东实力

公司在城建集团下属子公司中处于重要地位，在资金、项目等方面能得到城建集团的大力支持。

公司控股股东城建集团成立于1993年，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。

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。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分高管因换届发生变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

跟踪期内，公司独立董事陈行因董事会换届离任，并聘任胡俞越为独立董事；公司副总经理范亚斌、毛雅请因发生工作变动，不再担任公司副总经理职务。其他董事、监事和高级管理人员无重大变动，换届离任未对公司经营造成重大影响，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营现状

公司业务仍以房地产开发为主，由于项目竣工结转增加，2019年收入规模有所增长；受所结转项目利润空间差异影响，2019年毛利率

水平大幅回落。

跟踪期内，公司业务范围无变化，以房地产开发为主，此外，公司还有少量物业管理和租赁业务。2019年，公司实现营业收入164.32亿元，同比增长22.80%，主要系房地产开发板块结转收入规模增长所致。

从毛利率看，2018年由于所结转世华龙樾项目和海云家园项目毛利率较高，公司房地产开发业务毛利率上升至33.18%，进而带动公司综合毛利率上升至33.05%；2019年由于房地产开发业务毛利率有所回落，综合毛利率下降至23.97%。公司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，服务质量和服务水平较高，导致毛利率持续为负；租赁业务毛利率持续下降，2019年为79.44%，主要由于部分物业装修工程支出增加导致成本上升。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2017年			2018年			2019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（房屋销售）	116.38	82.97	29.29	127.95	96.30	33.18	118.16	72.39	28.96
房地产开发（土地一级开发）	19.49	13.89	6.21	--	--	--	39.36	24.12	8.50
物业管理	2.69	1.92	-9.97	2.97	2.23	-6.74	3.26	2.00	-12.07
租赁收入	1.72	1.22	92.93	1.95	1.46	85.33	2.45	1.50	79.44
合计	140.27	100.00	26.11	132.86	100.00	33.05	163.23	100.00	23.97

注：尾差系由数据四舍五入所致

资料来源：公司年报

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96%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。

（1）项目建设开发情况

公司处于在建阶段的二级市场项目面积规模较大，且基本位于经济较为发达的一二线

城市，可支持公司未来几年的开发建设；同时考虑到房屋预售可以带来部分资金回流以及公司较强的融资能力，实际资本支出压力有所缓解。

公司房地产项目主要定位为刚需产品，顺悦居、徜徉集、世华泊郡等项目均主打刚需户型。

2017—2019年，公司新开工面积逐年增长，2019年新开工项目主要包括台湖项目、未来金茂府项目、宽院国誉府项目、南湖璟院项目。2017—2019年，公司竣工面积波动下降，

主要系建设进度波动所致，2019 年竣工项目主要包括北京世华龙樾、成都龙樾湾和顺义仁和项目等。受上述因素影响，截至 2019 年底，

公司开复工面积为 665.87 万平方米，具体情况如表 6 所示。

表 6 2017-2019 年公司主要开发数据情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积（万平方米）	138.03	221.45	300.42
竣工面积（万平方米）	120.32	167.99	100.13
期末在建项目数（个）	23	28	18
开复工面积（万平方米）	416.95	533.01	665.87

注：1. 由于项目规划建筑面积的动态调整，数据可能存在一定误差，不满足开复工面积=上年开复工面积+新开工面积-竣工面积公式；2. 以上提供的开竣工及开复工数据包含棚改但不包含土地一级开发项目；3. 2018 年数据较以往有追溯调整主要系统口径有所调整所致；4. 2019 年期末在建项目数量不含棚改及土地一级开发项目
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建的二级开发项目共 18 个，规划计容建筑面积为 408.49 万平方米，主要分布在北京、天津、青岛、南京、重庆和成都等经济较为发达的一、二线城市，区域位置较好。从投资额上看，截至 2019 年

底，公司在建项目总投资合计 687.73 亿元，已完成投资 508.24 亿元，尚需投资 179.49 亿元，预计 2020 年重点推进台湖项目、未来金茂府项目、顺义仁和项目和青岛樾府项目等。

表 7 截至 2019 年底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目	地区	经营业态	占地面积	规划计容建筑面积	总投资额	已投资额	2020 年计划投资	2021 年计划投资
台湖项目	北京通州	商办	9.68	17.65	42.22	20.56	11.90	9.77
青岛樾府	山东青岛	住宅	20.95	41.90	35.11	8.70	6.31	4.96
青岛樾郡	山东青岛	住宅	2.40	3.24	2.89	1.74	0.92	0.00
天津珑玺禾院	天津武清	住宅	2.53	3.79	6.54	4.45	0.63	0.95
天津南湖璟院	天津武清	住宅	5.85	8.78	11.51	6.39	0.98	1.78
重庆龙樾湾	重庆九龙坡	住宅	26.79	32.67	26.68	25.43	0.52	0.00
龙樾生态城	重庆两江新区	住宅	22.43	55.36	68.25	39.53	5.22	8.41
顺义国誉府	北京顺义	住宅	6.99	10.42	39.35	30.16	1.60	3.35
西华龙樾	江苏南京	住宅	6.49	9.09	29.18	27.32	1.61	0.25
管庄项目	北京朝阳	住宅	6.04	10.26	47.06	40.37	3.46	2.53
未来金茂府	北京昌平	住宅	9.71	19.42	73.04	48.64	7.91	8.66
成都龙樾湾	成都双流	住宅	20.13	59.70	41.45	38.09	1.50	1.20
成都龙樾熙城	成都金牛	住宅	10.87	40.77	36.39	25.04	5.00	5.31
海云家园	海南三亚	住宅	24.05	23.40	41.55	27.33	5.09	3.60
宽院国誉府	北京大兴	住宅	5.46	5.74	15.39	11.49	3.90	0.00
动感花园	北京朝阳	住宅	10.47	13.04	16.69	16.02	0.00	0.00
顺义仁和项目	北京顺义	住宅	25.78	41.32	91.25	78.29	6.72	1.61
奥体项目	北京朝阳	商业	1.83	11.94	63.15	58.72	4.44	0.00
合计			218.45	408.49	687.73	508.24	67.72	52.37

注：不含棚改、土地一级开发及竣工项目
资料来源：公司提供

（2）项目销售情况

公司项目签约销售均价有所提升，但受房

地产市场调控政策的影响，签约销售面积及金额均有所波动；公司待售项目区域位置良好，

未来销售前景尚可，但需要关注北京密码等个别项目的未来销售去化情况。同时考虑到2017年以来一线城市相关政策有所收紧，由此带来的经营风险仍需关注。

从地域分布看，公司房地产项目立足北京，同时也拓展京外市场，包括成都、重庆、天津、青岛等地。从销售情况看，2019年，公司签约销售面积为85.68万平方米，签约销售金额为202.53亿元，均较上年有所增长，主要系来自于北京未来科学城、动感花园及龙樾生态城等项目超额完成年度目标所致。从房产销售均价上看，2019年公司销售均价呈现明显上涨主要系当年销售额中保障性住房占比不大以及当年销售项目中世华龙樾、未来金茂府、国誉府等销售价格均在4万元/平方米以上从而拉升整体价格的共同影响所致。

表8 公司2017-2019年房产销售情况

项目	2017年	2018年	2019年
签约销售面积(万平方米)	91.31	75.61	85.68

表9 截至2019年底公司在售项目基本情况(单位:万平方米、元/平方米)

项目	地区	经营业态	可供出售面积	已预售面积	销售单价
世华龙樾	北京	住宅、车位、储藏间	19.31	13.60	住宅C7:80000;车位C7及C8:40万/个;储藏间C7:7,300
海梓府	北京	住宅、车位	16.87	15.66	洋房:55,000;别墅:40,000;车位洋房:23万/个;车位别墅:33万/个
北京密码	北京	公寓	32.51	19.78	公寓:25,000
怀柔胜悦居	北京	回迁房	8.70	8.67	回迁房:5,400
延庆康庄	北京	拆迁安置房	28.32	26.84	拆迁安置房:4,000
龙樾湾	青岛	住宅、车位	10.84	10.41	住宅:22,000;车位:15万/个
樾府	青岛	住宅、商业	9.06	7.72	住宅:13,000;商业:21,000
樾郡	青岛	住宅车位	3.16	1.42	住宅:10,000;车位:9万/个
首城国际	北京	住宅、车位、储藏间	37.10	37.09	住宅:31,000
汇景湾	北京	住宅、车位	36.79	29.65	别墅:24,000;车位:10万/个
珑玺	北京	住宅、车位、储藏间	3.42	1.40	高层:84,000;别墅:100,000;车位:48万/个;储藏间:19,000
东郡汇	北京	限价房、车位	0.78	0.78	限价房:9,900;车位:20万/个
南湖壹号	天津	住宅	28.59	28.49	洋房:12,000;别墅:9,000
桃园香谷	北京	共有产权房	4.78	4.74	共有产权房:15,000
上河湾	北京	住宅、车位	23.88	23.85	高层:25,000;车位:15万/个
上悦居	北京	自住房、公租房	12.75	12.68	
龙樾西山	北京	住宅、车位	4.42	1.76	住宅:49,000;车位:20万/个
世华泊郡	北京	住宅、车位、商业	17.75	17.32	车位:30万/个

签约销售金额(亿元)	180.93	151.67	202.53
销售均价(元/平方米)	19828.06	20059.52	23636.80
销售回款率(%)	100.00	100.00	89.00
结转收入面积(万平方米)	73.55	59.08	64.11

注:1. 销售回款率=当年回款/当年签约额,回款额超过签约额的都按100%填写。2. 2018年数据较以往有追溯调整主要系统统计口径有所调整所致
资料来源:公司提供

截至2019年底,公司在售项目业态包括住宅、别墅、高层等,可供出售面积610.54万平方米,已预售面积525.28万平方米,待售面积85.26万平方米,去化率较高;同时,考虑到项目储备以及拟售项目体量,公司可供出售面积尚可。公司在售项目主要位于北京、青岛和重庆等地区,未来销售前景较好,但需关注北京密码(2017年北京限商政策出台以后去化情况明显放缓)等个别项目的未来去化情况;此外,公司部分位于三四线旅游城市(如黄山等)的项目尚未入市,未来需关注该类项目未来销售去化风险。

畅悦居	北京	自住房、限价房、商业	10.71	10.70	商业：21,000
龙樾华府	北京	住宅、车位	4.00	3.91	住宅：57,000；车位：20万/个
未来金茂府	北京	限价商品房、储藏间	14.17	7.14	限价商品房：57,000；储藏间：18,000
悦公馆	北京	限价商品房	3.26	0.18	限价商品房：51,000
西华龙樾	南京	住宅	1.92	0.24	住宅：32,000
畅悦园	北京	共有产权房	7.33	5.75	共有：29,000
城建万科城	北京	住宅、仓储、政策房	21.89	21.45	--
国誉府（房山）	北京	住宅、车位、两限房、商业	17.76	16.85	住宅：45,000；车位：25万/个
国誉府（顺义）	北京	住宅	2.88	0.97	住宅：38,000
徜徉集	北京	住宅、商业、仓储、车位	7.66	4.57	仓储：2,300；车位：17万/个
宽院国誉府	北京	住宅、仓储	7.73	0.27	住宅：28,000；仓储：17,000
朝悦居	北京	棚改定向安置房	9.49	8.22	安置房：25,000
仁悦居	北京	限价房、回迁房、车位	23.71	21.42	限价房：13,000；回迁房：2,500；车位：20万/个
北京合院	北京	住宅、库房、车位、商业	8.82	5.91	高层：48,000；别墅：42,000；库房：13,000；车位：12万/个；商业：46,000
龙樾湾	成都	住宅、车位、办公商业	61.54	59.33	高层：8,000；别墅：14,000；办公商业：9,000
龙樾熙城	成都	住宅、车位、底商	18.96	18.49	住宅：12,000；车位：13万/个；底商：36,000
龙樾湾	重庆	住宅、商业、车位	15.24	15.03	别墅：12,000；车位：11万/个
熙城	重庆	住宅、公寓、商业、车位	30.77	26.39	车位：9万/个
云照台	重庆	住宅	14.62	13.08	别墅：13,000；洋房：10,000
龙樾生态城	重庆	住宅	15.97	12.62	别墅：18,000；高层：12,000；洋房：14,000
海云家园	海南	住宅	6.73	6.66	别墅：75,000
海云府	海南	住宅	6.37	4.26	高层：30,000
合计	--	--	610.54	525.28	--

注：尾差系由数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

（3）土地储备情况

公司通过多元化的拿地方式获取土地，目前公司土地储备主要位于一二线城市和重点旅游城市，区域位置较好；同时考虑到公司在北京有较多土地一级开发及棚改项目，有望为公司提供较多的土地补充，公司土地储备规模尚可，且楼面均价合理。

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，另一种为与土地持有方进行合作与受让等。公司部分项目土地由于拿地时间较早，因此成本相对较低。土地出让金的支付方面，在“招、拍、挂”方式下，一般先支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。此外，公司棚改项

目较多，部分项目可以通过一二级联动等方式进行获取，为公司提供土地储备。

2019年，公司通过“一二级联动”获取保定双胜街地块；通过招拍挂获得了怀柔03街区地块、顺义北小营地块和黄山谭家桥南部组团2宗用地；通过与京城机电成立合作公司的方式推进6个地块整体开发；并与青岛城阳区签订了战略合作框架协议。

截至2019年底，公司持有的处于前期阶段待开发土地储备总占地面积为64.71万平方米，总建筑面积为118.52万平方米，主要位于北京、天津等一二线城市和三亚、黄山等旅游城市；考虑到公司在北京有较多棚改和一级开发项目，后续能够为公司提供较多的土地补充，公司土地储备规模尚可，同时相较于当地

房价，公司土地储备楼面均价合理。

表 10 截至 2019 年底公司处于前期阶段待开发土地储备情况（单位：万平方米、%、元/平方米）

序号	待开发土地项目（区域）	总占地面积	总建筑面积	权益占比	楼面均价
1	府前龙樾（北京怀柔）	8.16	25.47	90	21842.04
2	黄山商服项目（安徽黄山）	22.01	17.34	100	2567.98
3	黄山住宅项目（安徽黄山）	5.06	6.07	100	1624.96
4	北京国际社区（北京顺义）	14.66	44.32	51	14909.33
5	天津南湖广场（天津武清）	1.46	4.05	50	1251.09
6	海南海坡项目（海南三亚）	4.08	7.35	60	2929.68
7	海南 C05 地块（海南三亚）	9.27	13.91	100	5583.04
合计		64.71	118.52	--	--

资料来源：公司提供

3. 其他业务

（1）土地一级开发及棚改业务

公司在手土地一级开发及棚改项目规模大，虽然其开发的不确定因素较多且未来尚需投入大规模资金，资金占用情况明显，给公司带来一定的资金压力且利润空间较低。但公司土地一级开发及棚改业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平，同时棚改项目受国家政策支持，风险较低，能够为公司提供稳定收益。此外，需要关注未来政策可能出现的调整对公司经营的影响。

土地一级开发及棚改业务一般通过政府直接授权或者招标授权的方式，由公司与土储中心签订土地一级开发委托协议，在当地政府的支持帮助下，完成征地补偿、拆迁补偿及安置工作，土地整理达到“三通一平”市政条件，通过土地整理储备中心验收然后完成上市交易。从业务模式来看，公司土地一级开发主要分为两种：①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。②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政府回购，一般按照建设成本的 8%~15%收取报酬。

截至 2019 年底，公司土地一级开发及棚改项目占地面积 913.35 万平方米，规划计容建筑面积 857.36 万平方米，规模较大，主要位于北京地区。截至 2019 年底，公司在手土地一级开发及棚改项目包括 12 个，具体情况如表 11 所示，主要为东城望坛棚改项目、顺义仁和镇临河区棚改项目、怀柔大小中富乐棚改项目等，总投资预计约为 1044.47 亿元；公司已投入资金 373.73 亿元，尚需投资 670.74 亿元，未来随着项目推进，公司存在较大的融资需求。公司土地一级开发及棚改业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平。

表 11 截至 2019 年底公司在手土地一级开发及棚改项目基本情况（单位：亿元、%、万平方米）

土地一级开发及棚改项目	占地面积	规划计容建筑面积	权益占比	总投资	已投资金额
平各庄一级开发项目	40.95	41.32	100	23.73	20.00
走马庄一级开发项目	32.58	15.84	100	3.18	0.82

平各庄村 B 地块一级开发项目	36.15	28.31	100	18.40	12.00
马池口一级开发项目	113.32	87.24	70	47.81	32.53
怀柔大、小中富乐棚改项目	122.22	126.84	65	138.88	0.04
延庆康庄一二三街棚改项目	52.28	51.36	100	46.33	4.60
延庆新农村农村建设棚改项目	10.57	18.93	100	12.44	10.85
保定市棚改	4.61	16.39	65	21.47	0.82
望坛棚改	46.40	130.92	100	360.17	199.50
临河村棚改	202.12	231.92	100	239.00	92.00
张仪村棚改	7.42	16.01	100	38.45	0.46
海子角棚改	244.73	92.28	100	94.60	0.11
合计	913.35	857.36	--	1,044.47	373.73

注：土地一级开发项目仅为土地平整，棚改项目则在土地一级开发的基础上需要进行保障房等建设
资料来源：公司提供

随着政策的调整和变动，未来公司土地一级开发及棚改业务可能会转变为政府通过政府债的形式进行投资，开发企业收取适当管理费的模式进行运营，目前尚未有定论。如模式有所调整，未来公司土地一级开发及棚改业务的利润率将有所波动，且部分项目一二级联动优势或将受到影响，但资金占用问题将会得到明显缓解。

（2）股权投资

公司投资了较多的金融类资产和高科技企业股权，获得一定的投资回报。

近年来，公司通过不断的投资及退出的筛选过程，积累了部分优质股权和金融资产投资，分布于银行、证券、房地产、高科技等多个行业；未来进一步寻求在高科技行业和类金融行业上的突破，加大股权投资和新三板的研究力度，重点关注新能源、新产业、民生产业，推动投资实现多元化、跨行业的战略布局。

2019 年，公司继续对中科曙光的股票进行减持收回资金 0.74 亿元，同期公司间接持有的南微医学完成科创板 IPO 发行并已于 2019 年 7 月 22 日挂牌。

2017—2019 年，公司分别收到现金分红 1.51 亿元、1.21 亿元和 0.98 亿元；同期，公司分别实现投资收益 2.40 亿元、1.40 亿元和 11.80 亿元（有较大增幅主要系会计准则的变更），已成为公司现金流和利润的有效补充。其中，

国信证券股份有限公司、锦州银行股份有限公司（以下简称“锦州银行”）、华能资本、深圳市中科招商创业投资有限公司、北京科技园建设（集团）股份有限公司等股权投资是公司收益和现金分红的主要来源，但需要关注锦州银行目前的经营情况。截至 2019 年底，公司长期股权投资余额 25.77 亿元，交易性金融资产 44.20 亿元，其他非流动金融资产合计 14.50 亿元。

（3）租赁业务板块

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

公司经营性物业招商工作稳步推进，租金收益稳定增加。2019 年，公司城奥大厦按照市政府要求已实现冬奥组委按期进驻办公，青岛漫悦里商业街启动招商，北苑秋实街 1 号楼收回自营已启动。2017—2019 年，公司租赁收入分别为 1.72 亿元、1.95 亿元和 2.45 亿元，主要系商业地产面积增加所致；但毛利率略有下滑，主要系部分物业装修工程支出增加所致。

截至 2019 年底，公司持有的商业地产经营面积 42.58 万平方米（其中小区配套商业占 61.43%，写字楼占 25.99%，公租房占 7.03%）；公司商业地产主要分布于北京市，包括北苑家园、富海中心、（汇景湾）金河街 108 院、（筑华年）双营路 2 号院泰和国际大厦（驸马市大

街8号楼)、世华水岸、红木林、金码大厦、城奥大厦和首城国际等,属于商业中心地区,且出租率较高。公司商业地产大部分为小区配套商业,部分商业物业租赁合同签署的时间早,租期长,租金水平低于周边地区;未来随着过往合同陆续到期更新,采取市场定价,将为公司利润形成有力支撑。

(4) 物业管理板块

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

公司物业管理业务主要由下属子公司北京城建重庆物业管理有限公司(国家一级物业管理企业资质)、北京城建物业管理有限公司(国家二级物业管理企业资质)经营。截至2019年底,公司接管608.27万平方米物业,较上年增长4.93%,涵盖商业、办公、酒店等多种业态,但持续处于亏损状态。

6. 未来发展

公司未来发展规划仍将以地产为核心,在现有业务架构基础上形成三大板块协同发展的局面,强化资金运作理念,贴近公司实际业务,可行性较大;未来城建集团或将北京住总集团有限责任公司地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题,整体规模有望进一步扩大。

未来,公司将以转型升级为重点,持续推

进房地产开发、对外股权投资、商业地产经营三大板块协调、均衡发展。具体来看,公司将坚持稳规模、稳效益,巩固地产板块的核心业务优势,以“去库存、快周转”为工作思路,强化资金运作理念,立足北京和已进入的一二线城市,重点研判环渤海、长三角、粤港澳、中西部城市群及区域核心城市的土地供应,加强优质土地储备;黄山、云蒙山文旅项目要以资本运作寻求资源突破,植入IP业态和内容,实践文旅地产商业模式的落地,通过产城融合、产业融合,形成可持续发展运营模式;以高质量发展为目标,加快推进棚户区改造项目建设;股权投资方面把握时机实现效益最大化的变现,同时积极寻找新的投资机会;商业资产方面,加大高效资产持有、低效资产盘活或退出,发挥资本的最大价值。

此外,公司控股股东城建集团与北京住总集团有限责任公司(以下简称“住总集团”)已于2019年11月实施合并重组(详见九、重大事项),未来城建集团或将住总集团地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题。

7. 经营效率

2019年,公司销售债权周转次数为149.21次、存货周转次数为0.16次、总资产周转次数为0.14次,和同业企业相比,整体资产经营效率一般。

表12 2019年房地产开发类公司主要经营效率指标对比

公司名称	存货周转次数	总资产周转次数
珠海华发实业股份有限公司	0.16	0.16
广州珠江实业集团有限公司	0.29	0.20
建发房地产集团有限公司	0.24	0.23
北京城建	0.16	0.14

资料来源:联合资信根据公开资料整理

九、重大事项

控股股东与住总集团实施合并重组,未来控股股东或将住总集团地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题。

2019年11月13日,公司收到控股股东城建集团转来的《北京市人民政府国有资产监督管理委员会关于北京城建集团有限责任公司与北京住总集团有限责任公司合并重组的通

知》（京国资〔2019〕139号），经北京市国资委研究，并报北京市委、市政府批准，北京市国资委决定对城建集团与住总集团实施合并重组，将住总集团的国有资产无偿划转给城建集团，并由城建集团对其行使出资人职责。

由于城建集团和公司签署了有关同业竞争的协议和承诺，同时住总集团以土地一级开发和房地产开发（商品房及保障房）为主业，因此为解决同业竞争问题，未来控股股东或将以前托管或资产注入等形式来保证公司作为城建集团旗下房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台的地位。

十、财务分析

公司提供了2019年财务报告，中审亚太会计师事务所（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，2019年，公司新纳入合并范围的经营实体4家，不再纳入合并范围的经营实体2家，公司合并范围内主体共44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。

2019年，公司根据财政部新金融工具准则的相关规定对持有的金融资产进行核算调整，将原列示在“可供出售金融资产”科目的股权投资分别调整至“其他权益工具投资”、“交易性金融资产”和“其他非流动金融资产”。同时，根据财政部新金融工具准则对持有的金融资产核算方式进行调整，对交易性金融资产采用公允价值计量且其变动计入当期损益，并按照新金融工具准则的衔接规定，将当期交易性金融资产股价上涨引起变动计入公允价值变动损益。

截至2019年底，公司合并资产总额1225.51亿元，所有者权益（含少数股东权益25.06亿元）279.76亿元；2019年，公司实现营业收入164.32亿元，利润总额27.23亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额

1226.72亿元，所有者权益（含少数股东权益25.12亿元）274.48亿元；2020年1—3月，公司实现营业收入7.42亿元，利润总额-9.04亿元。

1. 资产质量

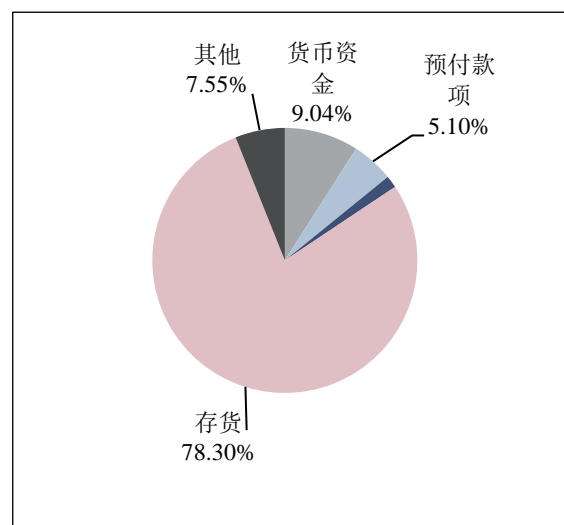
跟踪期内，公司资产规模有所增长，整体规模较大，以流动资产为主，符合行业特征。公司货币资金充足，以房地产开发项目为主的存货占比较大，用于出租的自持物业有所增加，带动投资性房地产大幅增长；公司持有的金融类资产较为优质，但股价变化对公司金融资产价值有较大影响；公司整体资产质量较好。

截至2019年底，公司合并资产总额1225.51亿元，较2018年底增长11.43%。资产构成中，流动资产占86.94%，非流动资产占13.06%，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

截至2019年底，公司流动资产合计1065.16亿元，较2018年底增长9.21%，主要系存货增加以及交易性金融资产核算方式调整所致。从构成来看，主要包括货币资金（占9.04%）、预付款项（占5.10%）、存货（占78.30%）。

图3 截至2019年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报告整理

截至 2019 年底,公司货币资金 96.31 亿元,较 2018 年底增长 4.84%。公司货币资金主要为银行存款(占 86.19%)。货币资金中使用受限金额为 1.39 亿元,占比为 1.44%,主要为按揭保证金与履约保证金。

截至 2019 年底,公司交易性金融资产金额为 44.20 亿元,较 2019 年初增长 44.46%,主要系持有的国信证券股份有限公司股份公允价值变动所致。根据财政部新金融工具准则的相关规定,公司对持有的金融资产进行核算调整,将原列示在“可供出售金融资产”科目的股权投资分别调整至“其他权益工具投资”、“交易性金融资产”和“其他非流动金融资产”。

截至 2019 年底,公司预付款项 54.38 亿元,较 2018 年底下降 45.90%,主要系部分拆迁补偿款结算所致。从构成来看,主要由向北京首创华业房地产开发有限公司购置的尚未交付安置房(28.37 亿元,占预付账款总额的 51.27%)和向北京东城区人民政府房屋征收办公室支付的未结算的拆迁补偿款(14.47 亿元,占预付账款总额的 26.60%)构成。

截至 2019 年底,公司存货账面价值为 834.01 亿元,较 2018 年底增长 11.43%,主要系项目持续投入所致。公司存货构成主要为开发成本(占 81.21%)和开发产品(占 18.79%)。截至 2019 年底,公司存货中,开发成本中规模较大的项目主要有望坛项目(125.58 亿元)、临河棚改项目(89.72 亿元)、仁和镇平各庄项目(50.09 亿元)、城茂未来项目(48.13 亿元)、顺义北小营项目(44.99 亿元)和管庄项目(42.17 亿元);开发产品中金额较大的项目主要有世华龙樾项目(23.23 亿元)、北京密码项目(20.10 亿元)和瀛海项目(15.90 亿元)等。公司对存货已计提跌价准备 1.59 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,主要由于市场价格下跌所致。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。

非流动资产

非流动资产方面,截至 2019 年底,公司非流动资产总额为 160.03 亿元,较 2018 年底增长 28.89%,主要系投资性房地产大幅增长所致。从构成来看,公司非流动资产主要包括长期股权投资(占 16.10%)和投资性房地产(占 56.75%)。

截至 2019 年底,公司可供出售金融资产为 0 亿元,主要系根据财政部新金融工具准则的相关规定,公司对持有的金融资产进行核算调整所致。截至 2019 年底,公司其他非流动金融资产和其他权益工具投资的金额分别为 14.50 亿元和 8.68 亿元。计入其他非流动金融资产的金融资产主要包括对华能资本服务有限公司、锦州银行股份有限公司等公司的股权投资。

截至 2019 年底,公司长期股权投资为 25.77 亿元,较 2018 年底增长 85.33%,主要系联营企业深圳市中科招商创业投资有限公司本期权益法下确认投资损益 10.13 亿元所致。被投资企业主要包括深圳市中科招商创业投资有限公司(占 59.36%)和北京科技园建设(集团)股份有限公司(占 32.56%)等,主要为科技创新类公司,经营状况良好。

截至 2019 年底,公司投资性房地产账面余额为 90.82 亿元,较 2018 年底增长 151.38%,主要系存货、固定资产、在建工程转入(金额为 49.17 亿元)以及公允价值变动的共同影响所致。公司投资性房地产多为公司自持商业物业,较为分散。

截至 2019 年底,公司所有权或使用权受到限制的资产合计 88.07 亿元,占资产总额的 7.19%,包括存货、投资性房地产和货币资金,受限原因主要系用于借款抵押,部分作为按揭保证金和履约保证金。

截至 2020 年 3 月底,公司资产总额 1226.72 亿元,较 2019 年底变化不大;流动资产占比为 86.88%,非流动资产占比为 13.12%,

资产构成仍以流动资产为主。其中，货币资金 70.10 亿元，较 2019 年底下降 27.22%，主要用于购买土地支付土地款；交易性金融资产 38.17 亿元，较 2019 年底下降 13.66%，主要由于价格波动导致。

2. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益中其他综合收益、未分配利润和其他权益工具占比较高，公司所有者权益结构稳定性较弱。受有息债务增加的影响，负债规模有所增长，债务结构相对均衡；公司有息债务以长期债务为主，债务结构合理；债务规模较大且持续增长，总体债务负担较重。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益 279.76 亿元，较 2018 年底增长 7.75%，主要系未分配利润增长所致。所有者权益中归属于母公司所有者权益为 254.69 亿元，较 2018 年底增长 8.62%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 7.38%、资本公积占 13.68%、盈余公积占 5.98%、其他综合收益占 3.89%、未分配利润占 53.44%、其他权益工具(永续债)占 15.62%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 274.48 亿元，较 2019 年底下降 1.88%，主要由于交易性金融资产的公允价值变动导致未分配利润下降所致。

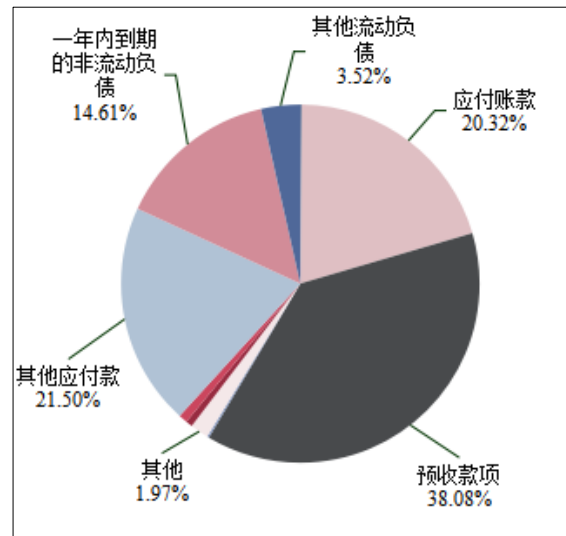
负债

截至 2019 年底，公司负债合计 945.43 亿元，较 2018 年底增长 12.57%，主要系有息债务增加所致。从结构上看，流动负债和非流动负债分别占 45.04%和 54.96%，跟踪期内，负债结构相对均衡，负债结构较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 425.81 亿元，较 2018 年底增长 8.78%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致；公司流动负债主要由预收款项（占 38.08%）、应付账款（占 20.32%）、其他应付款（占 21.50%）和一年

内到期的非流动负债（占 14.61%）构成。

图 4 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



资料来源：根据公司财务报告整理

受项目公司房地产销售周期影响，截至 2019 年底，公司预收款项合计 162.13 亿元，较 2018 年底增长 17.70%，主要系公司预收房款增加所致。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。

截至 2019 年底，公司其他应付款合计为 91.57 亿元，同比增长 37.52%，主要系往来款增加所致；其中金额较大的主要为和北京城市副中心投资建设集团有限公司（11.62 亿元）、北京世纪地和控股有限公司（11.39 亿元）的往来款。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 62.19 亿元，同比下降 34.32%。主要包括 1 年内到期的保证借款 26.81 亿元以及 1 年内到期的其他非流动负债（即公司或子公司发行的债权融资计划一年内到期部分）29.85 亿元。

截至 2019 年底，公司其他流动负债 15 亿元，系于 2019 年 6 月发行的超短期融资券“19 京城投 SCP001”，债券期限 270 天。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债合计 519.62 亿元，较 2018 年底增长 15.88%，主要系其他非流动负债增加所致。非流动负债主要由长期借款（占 59.40%）和其

他非流动负债（占 25.42%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款金额合计 308.63 亿元，较 2018 年底增长 4.50%。其中，抵押借款 40.16 亿元、保证借款 117.24 亿元、信用借款 151.24 亿元。

截至 2019 年底，公司应付债券为 57.69 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”，债券代码为“122402”，票面利率为 4.40%。

其他非流动负债方面，截至 2019 年底，公司其他非流动负债 132.06 亿元，较 2018 年底增长 68.68%，主要系新增债券融资计划所致。截至 2019 年底，公司长期债权融资余额为 99.14 亿元，主要包括与华夏银行签订的“债权融资计划承销协议”（融资余额 30.00 亿元，2021 年 12 月 17 日到期）、与广发银行签订的“债权融资计划承销协议”（融资余额 17.00 亿元，2022 年 3 月 20 日）、子公司兴华地产同泰康资产管理有限责任公司签订的债权融资计划投资合同（融资余额 20.00 亿元，2024 年 5 月 30 日到期）以及子公司北京城建兴顺房地产开发有限公司与泰康资产管理有限责任公司签订“《泰康-北京城建顺义棚户区改造项目债权投资计划投资合同》”（融资余额 20.00 亿元，2023 年 11 月 20 日到期）。公司其他非流动负债全部为有息债务，报告分析中全部计入长期债务及相关指标计算。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 952.23 亿元，较 2019 年底增长 0.72%；流动负债占比为 44.42%，非流动负债占比 55.58%，负债结构及规模均较 2019 年底基本保持稳定。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务规模为 615.95 亿元，较 2018 年底增长 8.88%。债务构成方面，截至 2019 年底，短期债务占比为 12.63%，长期债务占 87.37%，整

体以长期债务为主，债务结构合理。截至 2019 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 77.17%、68.77% 和 65.80%，基本保持稳定。从期限分布来看，一年内到期债务金额为 135.47 亿元，占比为 23.51%，公司整体债务到期分布较为分散。

表 13 截至 2019 年底公司全部债务到期分布情况
(单位: 亿元、%)

期限	金额	占比
1 年以内	135.47	23.51
1~2 年	103.89	18.03
2~3 年	26.94	4.67
3 年以上	309.87	53.78
合计	576.16	100.00

注：上表应付债券到期日期以回售日计算，未包含计入权益的永续债务工具

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入快速增长，期间费用控制能力仍较好，公允价值变动收益和投资收益对营业利润形成较大贡献但存在较大波动，营业利润及利润总额规模均大幅增长，公司整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 164.32 亿元，同比增长 22.80%；同期，公司营业成本 124.69 亿元，同比增长 38.89%，由于公司营业成本增幅大于营业收入，当期营业利润率由 2018 年的 20.32% 下降至 16.20%，较上年下降 4.12 个百分点。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用合计为 18.21 亿元，同比增长 60.14%，主要系财务费用大幅增加所致。从构成来看，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 27.12%、31.87% 和 41.01%，销售费用为 4.94 亿元，同比增长 17.84%，主要系销售服务费用增加所致；管理费用为 5.80 亿元，同比增长 8.84%，主要系人工成本增加所致；财务费用为 7.47 亿元，同比增长 303.97%，主要系融资规模扩大带动财务费用增加。2018 年公司期间费用率为 11.08%，同比增长 2.58 个百分点，但整体

¹ 公司于 2015 年 7 月 21 日发行公司债券，发行总额 58 亿元，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。

费用控制能力仍较好。

2019年，公司公允价值变动收益为8.29亿元，主要由于公司执行新金融工具准则，对交易性金融资产采用公允价值计量且其变动计入当期损益。2019年，交易性金融资产股价变动实现的公允价值变动收益为8.94亿元，带动当期公允价值变动收益较2018年大幅增加。

2019年，公司实现投资收益11.80亿元，较2018年增加10.40亿元，主要系联营企业深圳市中科招商创业投资有限公司权益法下确认的投资收益大幅增加所致。

2019年，公允价值变动收益和投资收益分别占营业利润的30.43%和43.30%，是公司营业利润重要来源，但存在较大波动。2019年，公司实现利润总额27.23亿元，同比增长50.14%，主要系公允价值变动收益和投资收益大幅增加所致。

从盈利指标看，2019年，公司总资本收益率和净资产收益率同比均有所上升，两项指标分别为3.32%和7.94%，同比分别增长1.43个百分点和2.73个百分点。

2020年1—3月，公司实现营业收入7.42亿元，由于交易性金融资产股价变动导致当期计入公允价值变动的损失金额为5.37亿元，一季度利润总额为-9.04亿元。当期，营业利润率22.26%，较2019年增长6.06个百分点。

4. 现金流及保障

跟踪期内，公司仍保持较大规模的棚户区改造的一级土地开发投入，经营活动现金流仍为净流出状态，但随着项目现金回流增加以及项目投入逐步减少，公司筹资活动前净流出规模明显减小。

表14 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
经营活动现金流量净额	-139.36	-86.21	-7.59	-11.19
投资活动现金流量净额	-15.49	0.44	1.73	0.68

筹资活动现金流量净额	178.12	56.05	10.15	-3.61
筹资活动前现金流	-154.85	-85.77	-5.86	-10.50

资料来源：公司财务报告及财务报表

从经营活动现金流来看，公司的现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金，2019年公司经营活动现金流入量为242.06亿元，同比增长34.12%；同期现金流出量为249.65亿元，同比下降6.39%；公司经营活动产生的现金净流出规模有所缩减。从收入实现质量来看，公司2019年现金收入比为124.67%，较2018年提升9.78个百分点，公司收入实现质量良好。

从投资活动现金流来看，2019年，公司投资活动现金流入为3.31亿元，同比下降32.81%；同期，公司投资活动现金流出为1.57亿元，同比下降64.92%，主要系对外投资减少带动投资支付的现金减少所致。

2019年，公司筹资活动前净现金流-5.86亿元，随着经营活动现金流入增加以及项目投入逐步减少，公司筹资活动前净流出规模明显减小。

筹资活动现金流来看，2019年，公司筹资活动现金流入154.49亿元，同比下降18.73%；同期现金流出量为144.34亿元，同比增长7.69%。2019年，公司筹资活动现金净流入规模明显减小。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流仍为净流出，投资活动产生的现金流规模较小，筹资活动现金流量净额为-10.50亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现均较弱，但综合考虑预收账款主要为购房款，不存在实际偿付压力，且公司融资渠道畅通，整体偿债能力强于指标值。

从短期偿债指标看，2019年，公司流动比率和速动比率分别为250.15%和54.28%，由于公司棚户区改造资金投入持续增加，资金沉淀

规模较大，速动比率相对较低。同期，公司经营流动负债比为-1.78%，近三年均为负值。公司短期偿债指标表现较弱，但考虑到流动负债中预收账款主要为购房款，不存在实际偿付压力，公司整体短期偿债能力好于指标值表现。

从长期偿债能力指标看，2019年，主要受益于公司EBITDA的大幅增长，公司EBITDA利息倍数增加至1.19倍、全部债务/EBITDA为17.45倍，EBITDA对债务和利息的保护程度有所提升。同时，公司经营活动现金净流出，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较弱。

截至2019年底，公司根据出资比例为控股子公司应付账款保理业务的全额担保方提供不超过4.8亿元反担保。

截至2019年底，公司合计取得银行授信额度为1051.12亿元，尚可使用额度428.03亿元，公司间接融资渠道畅通；同时公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 母公司财务分析

跟踪期内，受益于投资收益的增加，母公司收入规模大幅增长，债务负担有所提升但仍较轻，利润来源主要为投资收益，偿债需依靠下属子公司。

截至2019年底，母公司资产总额为467.12亿元，较2018年底增长24.65%，主要来自存货规模的增长。其中，流动资产占比为81.68%，非流动资产占比为18.32%。从构成来看，主要包括其他应收款（占66.63%）和长期股权投资（占13.75%）。

截至2019年底，母公司所有者权益合计227.49亿元，较2018年底增长14.74%。从构成来看，实收资本占比为8.27%、其他权益工具-永续债占比为17.49%、资本公积占比为18.06%、盈余公积占比为6.51%、未分配利润占比为49.38%。

截至2019年底，母公司负债总额为239.63

亿元，较2018年底增长35.78%。其中，流动负债占比为47.70%，非流动负债占比为52.30%。从构成来看，主要包括其他应付款（占26.62%）、应付债券（占24.08%）和其他非流动负债（占21.70%）。截至2019年底，母公司资产负债率为51.30%，全部债务资本化比率为24.05%，母公司债务负担较轻。

损益方面，2019年，母公司收入为3.33亿元，利润总额为36.72亿元。同期，投资收益为25.69亿元，投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019年，母公司经营活动现金流净额为-18.39亿元；投资活动净现金流为2.22亿元，筹资活动现金流量净额为17.02亿元。

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2020年6月2日，公司无未结清的不良信贷信息记录；过往债务融资工具均正常还款。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。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续债券的保障能力强。

截至目前，经联合资信评级的公司存续期内中期票据“17京城投MTN001”余额为10亿元、中期票据“18京城投MTN001”余额为15亿元、中期票据“18京城投MTN002A”余额为8亿元、“18京城投MTN002B”余额为7亿元，合计金额为40亿元。

2019年，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为35.31亿元、242.06亿元和-7.59亿元，分别为联合资信评级

的存续债券合计金额40亿元的0.88倍、6.05倍和-0.19倍。

表 15 公司存续期债券情况 (单位: 亿元)

债券简称	起息日	到期兑付日	当前余额
20 京城投 SCP001	2020/2/28	2020/11/24	15
17 京城投 MTN001	2017/12/25	2020/12/25	10
20 京城投 SCP002	2020/4/3	2020/12/29	10
小计			35
18 京城投 MTN001	2018/05/08	2021/05/08	15
18 京城投 MTN002A	2018/11/23	2021/11/23	8
小计			23
15 城建 01	2015/07/20	2022/07/20	58
小计			58
18 京城投 MTN002B	2018/11/23	2023/11/23	7
小计			7
合计			113

注: 表中公司债期限未考虑回售

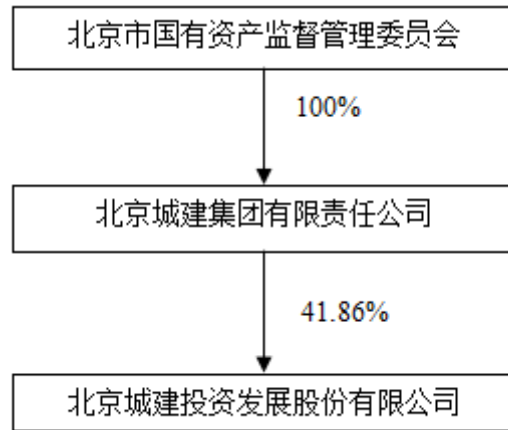
资料来源: Wind

考虑到公司存在其他存续债券, 以单年最大偿还额58亿元进行测算, 2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为单年最大偿还额58亿元的0.61倍、4.17倍和-0.13倍。“15城建01”附有回售权, 行权日为2020年7月20日, 若投资人选择提前回售, 则2020年最大偿还金额为93亿元, 2019年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为该金额的0.38倍、2.60倍和-0.08倍。

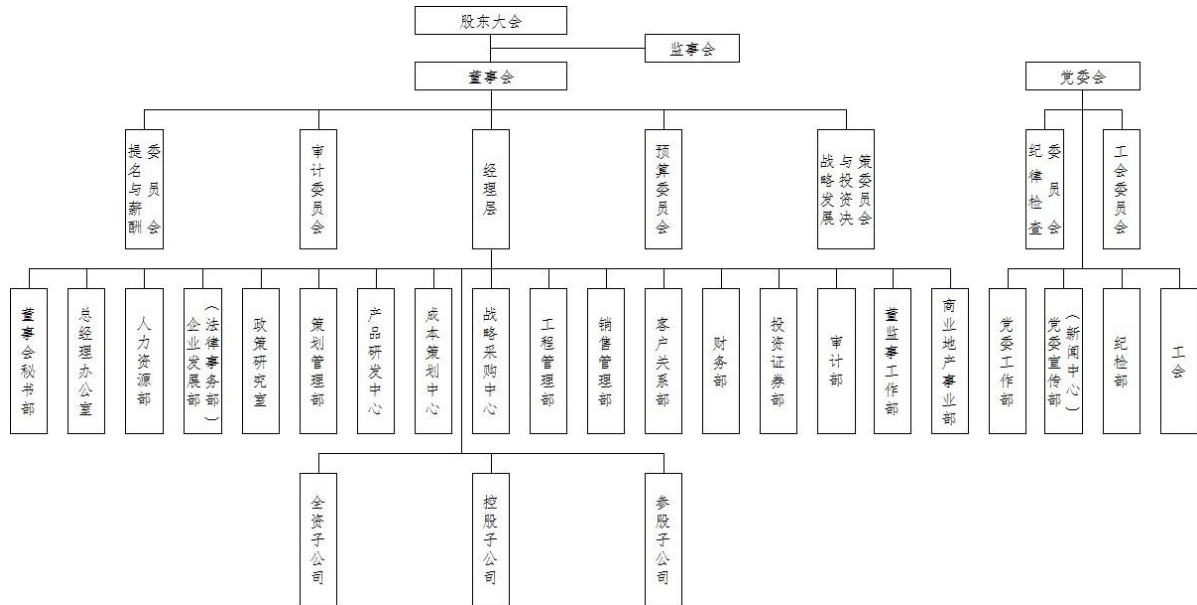
十二、结论

综合评估, 联合资信确定维持北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用等级为AAA, 并维持“17京城投 MTN001”“18京城投 MTN001”“18京城投 MTN002A”和“18京城投 MTN002B”信用等级为AAA, 评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司合并报表范围子公司（单位：%）

序号	子公司名称	子公司类型	主要业务范围	持股比例
1	北京城建兴华地产有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
2	北京城建青岛兴华地产有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
3	青岛双城房地产有限公司	控股子公司	房地产开发	50.00
4	北京城建兴华康庆房地产开发有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
5	北京城建重庆地产有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
6	北京城建重庆物业管理有限公司	全资子公司	物业管理	100.00
7	北京城和房地产开发有限责任公司	控股子公司	房地产开发	74.40
8	北京大东房地产开发有限公司	控股子公司	房地产开发	80.00
9	北京腾宇拆迁工程有限责任公司	全资子公司	拆迁工程	100.00
10	北京城承物业管理有限责任公司	全资子公司	物业管理	100.00
11	北京城建兴业置地有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
12	北京首城置业有限公司	控股子公司	房地产开发	50.00
13	首城（天津）投资发展有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
14	北京平筑房地产开发有限公司	控股子公司	房地产开发	40.00
15	北京世纪鸿城置业有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
16	南京世纪鸿城地产有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
17	北京城志置业有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
18	北京城建兴合房地产开发有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
19	北京城建兴泰房地产开发有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
20	北京城建成都地产有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
21	北京城建成都置业有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
22	北京城建兴云房地产有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
23	北京城建（海南）地产有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
24	三亚城圣文化投资管理有限公司	控股子公司	房地产开发	60.00
25	北京城建新城投资开发有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00

序号	子公司名称	子公司类型	主要业务范围	持股比例
26	北京新城时代房地产开发有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
27	北京新城兴业房地产开发有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
28	北京城建嘉业房地产开发有限公司	控股子公司	房地产开发	70.00
29	北京城建隆达置业有限公司	控股子公司	房地产开发	55.00
30	北京城建万科天运置业有限公司	控股子公司	房地产开发	57.00
31	北京城建兴顺房地产开发有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
32	北京城建三期开发建设合伙企业（有限合伙）	特殊目的主体	财务咨询	--
33	北京城建兴怀房地产开发有限公司	受托经营形成实质控制	房地产开发	--
34	北京城建兴胜房地产开发有限公司	控股子公司	房地产开发	65.00
35	北京城奥置业有限公司	控股子公司	房地产开发	83.00
36	北京城建兴瑞置业开发有限公司	受托经营形成实质控制	房地产开发	--
37	北京城建兴润置业开发有限公司	受托经营形成实质控制	房地产开发	--
38	北京云蒙山投资发展有限公司	控股子公司	房地产开发	60.00
39	北京城建保定房地产开发有限公司	控股子公司	房地产开发	65.00
40	北京城建黄山投资发展有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
41	北京城建兴悦置地有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
42	北京云蒙山旅游景区管理有限公司	全资子公司	房地产开发	100.00
43	北京城建兴胜置业有限公司	控股子公司	房地产开发	90.00
44	北京城茂未来房地产开发有限公司	控股子公司	房地产开发	48.00
45	北京城茂房地产开发有限公司	控股子公司	房地产开发	51.00

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	120.76	91.86	140.51	108.26
资产总额(亿元)	982.09	1099.50	1225.19	1226.72
所有者权益(亿元)	221.73	259.63	279.76	274.48
短期债务(亿元)	69.31	94.70	77.77	71.51
长期债务(亿元)	417.65	471.00	538.18	548.54
全部债务(亿元)	486.95	565.71	615.95	620.05
营业总收入(亿元)	140.43	133.81	164.32	7.42
利润总额(亿元)	18.67	18.14	27.23	-9.04
EBITDA(亿元)	21.56	20.65	35.31	--
经营性净现金流(亿元)	-139.36	-86.21	-7.59	-11.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	220.99	203.70	149.21	--
存货周转次数(次)	0.19	0.13	0.16	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.13	0.14	--
现金收入比(%)	124.34	114.89	124.67	455.98
营业利润率(%)	18.30	20.32	16.20	22.26
总资本收益率(%)	2.60	1.89	3.32	--
净资产收益率(%)	7.09	5.21	7.94	--
长期债务资本化比率(%)	65.32	64.47	65.80	66.65
全部债务资本化比率(%)	68.71	68.54	68.77	69.32
资产负债率(%)	77.42	76.39	77.17	77.62
流动比率(%)	257.78	249.15	250.15	251.95
速动比率(%)	75.49	57.96	54.28	50.71
经营现金流动负债比(%)	-41.70	-22.02	-1.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.00	0.80	1.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	22.59	27.40	17.45	--

注：1. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将“其他非流动负债”中有息债务和“其他权益工具”中的永续中票计入长期债务及相关指标计算

附件 2-2 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.84	9.27	54.32	40.07
资产总额(亿元)	351.45	374.74	467.12	453.68
所有者权益(亿元)	165.71	198.26	227.49	222.68
短期债务(亿元)	18.60	17.68	10.68	10.00
长期债务(亿元)	58.83	61.94	61.37	61.40
全部债务(亿元)	77.43	79.61	72.05	71.40
营业收入(亿元)	0.50	0.51	3.33	0.05
利润总额(亿元)	17.88	15.49	36.72	-6.15
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-0.56	-47.73	-18.39	-7.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	23.50	--
存货周转次数(次)	0.02	0.00	0.19	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.01	--
现金收入比(%)	86.23	106.93	254.92	105.00
营业利润率(%)	77.81	83.42	43.95	84.58
总资本收益率(%)	/	/	/	--
净资产收益率(%)	10.37	7.28	14.84	--
长期债务资本化比率(%)	26.20	23.80	21.25	21.61
全部债务资本化比率(%)	31.84	28.65	24.05	24.28
资产负债率(%)	52.85	47.09	51.30	50.92
流动比率(%)	237.89	353.34	333.80	344.23
速动比率(%)	235.71	348.30	320.58	330.05
经营现金流流动负债比(%)	-0.57	-63.22	-16.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

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 - 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 + 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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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 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。

附件 4-3 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