

信用等级公告

联合〔2020〕771号

北京城建投资发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）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 AAA，评级展望为“稳定”

北京城建投资发展股份有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京城建投资发展股份有限公司

2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 58 亿元（含 58 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 27 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	982.09	1,099.50	1,225.19
所有者权益(亿元)	221.73	259.63	279.76
长期债务(亿元)	407.69	431.21	498.39
全部债务(亿元)	477.00	525.92	576.16
营业收入(亿元)	140.43	133.81	164.32
净利润(亿元)	15.73	13.53	22.22
EBITDA(亿元)	21.56	20.65	35.50
经营性净现金流(亿元)	-139.36	-86.21	-7.59
营业利润率(%)	18.30	20.32	16.20
净资产收益率(%)	7.28	5.62	8.24
资产负债率(%)	77.42	76.39	77.17
全部债务资本化比率(%)	68.27	66.95	67.31
流动比率(倍)	2.58	2.49	2.50
EBITDA 全部债务比(倍)	0.05	0.04	0.06
EBITDA 利息倍数(倍)	1.00	0.80	1.19
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.37	0.36	0.61

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务

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“城建发展”）作为北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）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，在项目储备、区域布局、开发规模、产业布局、融资渠道和融资成本等方面具备较强的竞争优势。公司持续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市和重点旅游城市，且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，新开工及在建面积保持在较大规模；同时，公司拥有金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业调控政策趋于长期化；公司资本支出压力大、债务规模增长较快、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虽然贡献大但波动性较强等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望保持稳定；同时公司持有优质金融类股权资产，综合竞争力有望保持稳定。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，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。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以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是城建集团房地产类业务和资源整合的唯一上市平台和资本运作平台，股东支持力度大。公司控股股东实力强，公司能够在

资金、项目等方面得到控股股东的大力支持。

2. 公司土地储备区域分布较好、拿地方式多元化,且有较多的土地一级开发及棚改项目可能为公司提供一定土地补充。公司通过联合竞买、股权收购、合作开发、棚户区改造、政府授权实施等方式获取土地,主要位于北京、重庆和成都等一二线城市和三亚、黄山等旅游城市;同时考虑公司在北京有较多土地一级开发及棚改项目,公司土地储备规模尚可,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、债权融资计划、中期票据等多种融资方式,且融资成本合理。

4. 公司持有优质金融类股权资产与自持物业。公司持有优质金融类股权资产与自持物业,可为公司贡献相对稳定的现金流,同时可变现能力强。

关注

1. 房地产行业调控趋于长期化,需关注个别项目的去化速度。公司作为立足北京区域发展的房地产开发企业,所在区域调控政策趋于长期化,需重点关注由此带来的对个别项目去化速度的影响。

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,流动性弱于一般住宅项目,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;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. 非经常性损益虽然贡献大但波动性较强。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。

分析师

支亚梅 登记编号(R0040216100002)

卢瑞 登记编号(R0040219010003)

邮箱:lh@unitedratings.com.cn

电话:010-85172818

传真:010-85171273

地址:北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层(100022)

网址: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）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



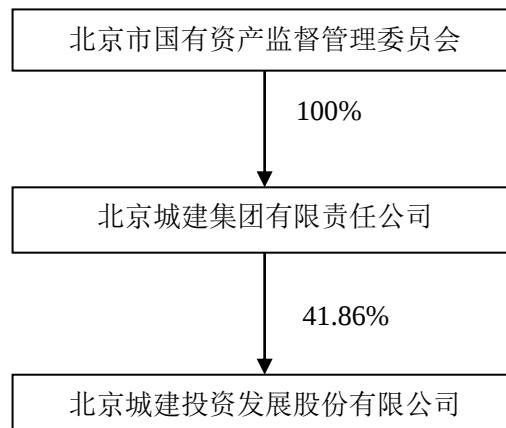
联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“公司”或“城建发展”）系经北京市人民政府京政函（1998）57号文批准，由北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）305号文批复批准，公司于1998年12月9日发行人民币普通股10,000万股，发行后总股本40,000万股，注册资本为人民币40,000万元，股票简称为“北京城建”（2019年11月更为现名“城建发展”），股票代码为600266.SH。经历次增资转股及定向增发，截至2019年底，公司总股本为188,044.80万股，注册资本为188,044.80万元。

截至2019年底，公司控股股东为城建集团（在城建集团对公司拥有控制权期间，城建集团将公司作为旗下房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台，持续在房地产业务方面优先支持公司，协助其做大做强主营业务），持股比例为41.86%；公司实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”），具体情况如下图所示。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司坚持房地产开发主业，经营范围为：房地产开发、销售商品房；投资及投资管理；销售金属材料、木材、建筑材料、机械电器设备；信息咨询（不含中介服务）；环保技术开发、技术服务。截至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，详见附件1；截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司44家，在职员工2,757人。

截至2019年底，公司合并资产总额1,225.19亿元，负债合计945.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计279.76亿元，其中归属于母公司所有者权益合计254.69亿元。2019年，公司实现营业收入164.32亿元，净利润（含少数股东损益）22.22亿元，其中归属于母公司的净利润20.88亿元；经营活动现金流量净额为-7.59亿元，现金及现金等价物净增加额4.29亿元。

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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“北京城建投资发展股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）”，发行规模为不超过 58 亿元（含 58 亿元），拟按照面值平价发行。本期债券的期限为不超过 5 年（含 5 年），票面利率将由公司和簿记管理人根据利率询价确定利率区间，通过簿记建档方式确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还行权回售的公司债券本金。如回售规模未及预期导致本期债券募集资金偿付回售债券本金后尚有剩余，剩余募集资金将用于偿还公司其他债务。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务，同时涉及部分土地一级开发业务。

1. 房地产开发行业

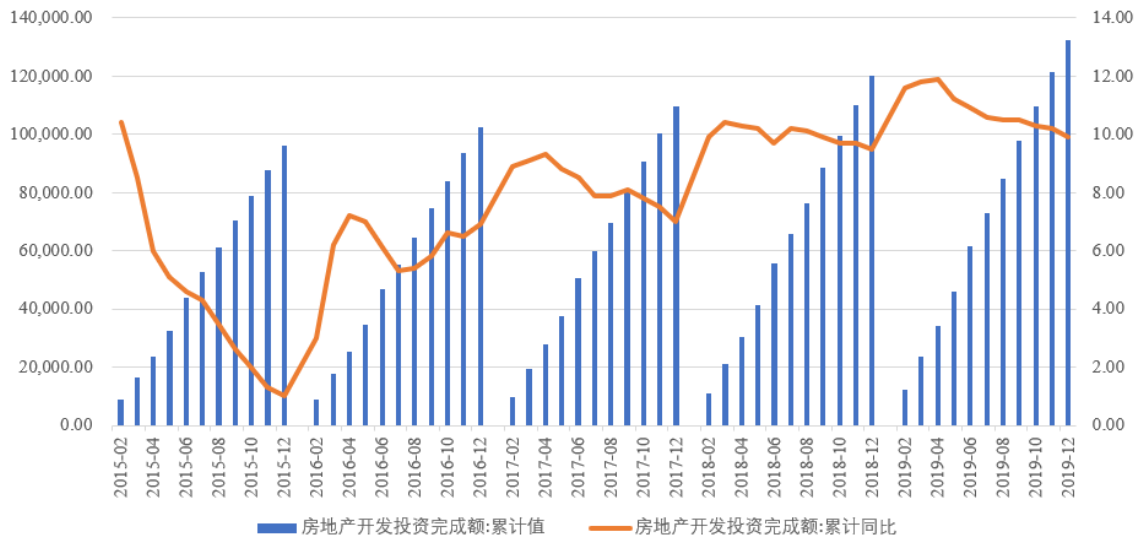
（1）行业概况

受国家政策导向的影响，房地产投资增速自 2016 年后有所回升，虽然连续多年保持较高的增速水平，但 2019 年小阳春以来行业开发投资完成额同比增速持续下降；同时，叠加突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓。

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。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，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。

从近年房地产业发展趋势来看，2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高；2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位；2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，总体仍维持高位，但自 2019 年小阳春行情以来持续下降，主要系土地购置费进一步降速所致，具体情况如下图所示。2020 年以来，受疫情冲击的影响，2020 年 1—2 月房地产开发投资完成额累计同比下降 16.30%。

图 2 2015 年以来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

（2）市场供需

土地供应情况：随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年后，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低；2019 年，土地市场整体运行相对平稳，但内部出现结构性分化且自 2019 年下半年开始土地市场趋冷，而突发疫情加快了上述分化趋势。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增长 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%。其中，住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年，全国 300 个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下滑，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积

均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑 2 个百分点。2020 年以来，受疫情影响，全国土地市场供给及成交双双下滑。

表 1 2016 - 2019 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	103,212	111,907	128,440	129,816
同比	-9	8	20	1
成交面积	85,885	95,036	105,492	106,568
同比	-3	8	14	-1
出让金	29,047	40,623	41,773	50,294
同比	31	38	2	19
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,507
同比	40	26	-11	17
土地平均溢价率	43	29	13	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

2020 年 1—2 月，全国土地购置面积、成交价款分别同比下滑 29.3%和 36.2%。其中一线城市土地成交表现相对较好，二三线城市量价下行明显。

开发资金来源情况：房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向，实施全面的融资政策管理，重点在于对非标等融资方式的管控；2020 年以来，地产行业融资边际性改善特征已出现，但主基调仍然保持不变。

2017 年，房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.6%。其中，国内贷款同比增长 5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品 2019 年上半年增幅较大，但自 2019 年 6 月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长 4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长 10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019 年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

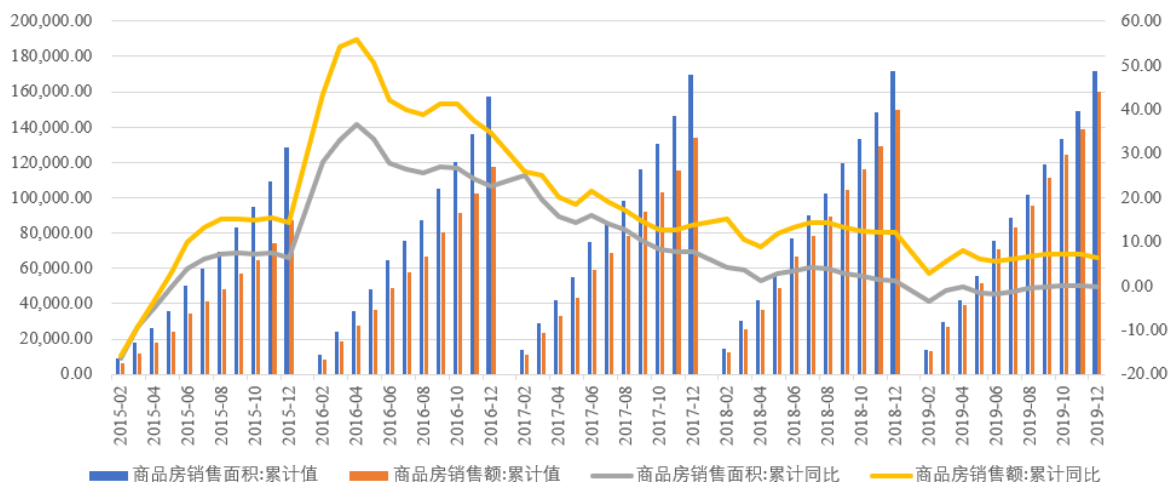
2020 年 1—2 月，房地产开发企业到位资金 20,209.94 亿元，同比下滑 17.50%；受疫情影响，虽然央行通过公开市场操作及降准等多种方式释放流动性，地产融资边际性改善已开始显现，但整体融资基调与以往保持不变。

市场供需情况：房地产销售呈现的主要特征为“韧性”，2019 年销售面积略有下滑，但销售金额仍然有一定增幅；2020 年以来，受疫情影响，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。

2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，同比减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 3 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.10%，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为 159,725.12 亿元，同比增长 6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自 2019 年 8 月就结束了 2019 年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

2020 年 1—2 月，全国房地产销售面积 8,475 万平方米，同比下降 39.9%。其中，住宅销售面积下降 39.2%，办公楼销售面积下降 48.4%，商业营业用房销售面积下降 46.0%。同期，房地产销

售额 8,203 亿元，下降 35.9%。其中，住宅销售额下降 34.7%，办公楼销售额下降 40.6%，商业营业用房销售额下降 46.0%。

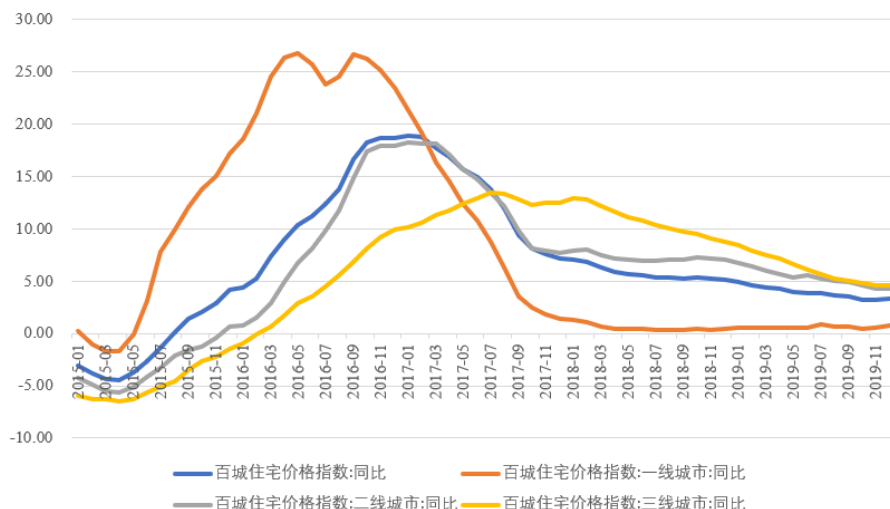
销售价格情况：自 2016 年调控以来，百城住宅价格指数同比增速不断下行，但二三线城市价格增速仍有一定的下探空间

从商品房销售价格看，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中，一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，百城住宅价格指数同比增长 5.09%，较 2017 年有所放缓。其中，一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数同比增长 3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的 0.40% 小幅提升至 0.71%、二线城市同比增速由 7.08% 下降至 4.24%、三线城市同比增速由 8.71% 下降至 4.60%。整体看，一、二、三线住宅价格指数同比增速均有不同程度的下滑。

图 4 2015 - 2019 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

（3）行业竞争

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

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。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.28% 和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.95% 和 27.07%。

表 2 2016 - 2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	18.81	24.10	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	25.33	32.50	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	12.19	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	15.94	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利控股
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中房网

（4）行业政策

继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	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。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导

	预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 3 月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，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	银保监会指出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 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
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。
2019 年 12 月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020 年 2 月	央行 2020 年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展
2020 年 2 月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调 LPR
2020 年 3 月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

2019 年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6 月份以来，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；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。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以来结构性的土地供应增加来实现：短期内，供给端的修复会通过库存周期来实现结构性调整；中长期来看，供给端的修复会通过城镇化、宅基地复垦和集体经营性用地入市方面政策的推进等来改变土地流转的政策环境从而结构性调整土地供给来实现。

（5）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019 年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控

目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；2019年，国家在创造土地流转环境方面做出了多项努力；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头房地产开发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开发企业也会获得一定的生存空间。

2. 土地一级开发行业

(1) 行业概况

土地一级开发对资金需求量较大，受区域政策影响较为显著，资金渠道通畅且深耕区域的企业有一定优势。

土地一级开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性土地一级开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约土地一级开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期被占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给土地一级开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开发市场的激烈竞争，使得不少大型房地产企业转而进军土地一级开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

(2) 行业风险

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发商面临亏损风险。而《物权法》第四十二条进一步保障被征收人的合法权益，对土地补偿费、安置补助费等费用的详细规定，进一步加大了拆迁成本。

土地一级开发占用大量资金，房地产市场持续低迷将影响土地一级开发资金的回笼

土地一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，其资金回笼与土地出让进度密切相关。若未来房地产市场景气度有所下降，将导致地产企业拿地意愿下降，进而影响土地一级开发业务的资金回笼。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府拥有绝对的强势地位。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发相比，土地一级开发的政策不全面，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为北京市国资委下属的大型国有控股房地产开发上市公司，目前已形成房地产开发、对外股权投资和商业地产经营三大板块协调发展的局面。其中，房地产开发经验丰富，区域竞争力较强；股权投资和商业地产经营也为公司业务多元化和现金流形成了一定有益补充。

房地产开发方面，公司具有一级房地产开发资质。经过多年积累，公司在北京、天津、重庆、成都、南京、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，形成了以世华龙樾项目为代表的“龙樾”系列高端商品住宅楼盘、以国誉府项目为代表的“国誉府”系列中高端楼盘和以畅悦居项目为代表的“悦居”系列保障房产品品牌。截至 2019 年底，公司持有处于前期阶段待开发土地总建筑面积为 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，楼面价格相对合理；同时，公司在北京有较多棚改和一级开发项目（2019 年完工的怀柔 03 街区项目是北京市唯一一个两年内完成的棚改

项目），可为未来新增土地储备提供一定保障。

对外股权投资方面，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，可获得相对稳定的收益和现金流。截至 2019 年底，公司持有国信证券（证券代码：002736.SZ，初始成本 1.27 亿元，持股比例 4.18%）、锦州银行（证券代码：0416.HK，初始成本 2.60 亿元，持股比例 1.67%）、中科曙光（证券代码：603019.SH，初始成本 1.40 亿元，持股比例 0.18%）、华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”，初始成本 10.50 亿元，持股比例 2.86%）以及北京科技园建设（集团）股份有限公司等公司的股权；此外，公司股权投资资产结构也获得了进一步优化，公司间接持有的南微医学科技股份有限公司（以下简称“南微医学”）完成科创板 IPO 发行并已于 2019 年 7 月 22 日挂牌。

商业地产经营方面，截至 2019 年底，公司持有商业地产面积 42.58 万平方米，规模持续扩大，主要包括泰和大厦、富海大厦、首城国际、三亚建国酒店、城奥大厦等；2019 年，公司商业地产板块实现租赁收入 2.45 亿元，经营性物业招商工作持续推进，对公司的现金流形成了一定补充。

2. 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。

公司董事长陈代华先生，1963 年生，EMBA。陈代华先生于 2009 年 12 月至 2012 年 5 月任城建集团副总经理；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。陈代华先生于 2007 年 10 月至 2009 年 12 月任公司董事、总经理、党委副书记；2009 年 12 月至 2012 年 3 月任公司董事、党委书记；2012 年 3 月至 2012 年 6 月任公司董事；2012 年 6 月至 2015 年 4 月任公司副董事长；2015 年 4 月至今任公司董事长，主要负责城建集团和公司的总体发展规划战略以及决策企业发展方向等。

公司总经理储昭武先生，1965 年生，EMBA。储昭武先生于 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 月任公司董事、副总经理、党委书记；2013 年 4 月至 2016 年 8 月任公司董事、总经理、党委副书记；2016 年 8 月至今任城建集团党委常委及公司董事、总经理、党委副书记，全面负责公司的各项工作。

截至 2019 年底，公司在职工共计 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。

3. 股东实力

公司股东实力强，同时公司作为城建集团旗下房地产类业务和资源整理的唯一上市平台和资本运作平台，在项目、管理及资源等方面能得到股东的大力支持。

公司控股股东城建集团成立于 1993 年，北京市国资委持有城建集团 100% 股权。城建集团经过不断发展成为以工程总承包、房地产开发、设计勘察为主业，经营生产和资本运作相结合的大型综合性建筑企业集团。

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。首先，从职能定位来看，

城建集团承诺在对公司拥有控制权期间，公司将作为城建集团旗下房地产类业务和资源整合的唯一上市平台和资本运作平台，持续在房地产业务方面优先支持公司，协助其做大做强主营业务。其次，从同业竞争来看，为解决历史同业竞争的问题，城建集团就子公司北京城建房地产开发有限公司（以下简称“开发公司”）等与公司签订了承诺函，在五年以内将开发公司等注入公司，未注入之前继续将开发公司等托管给公司进行管理；为避免新增同业竞争，城建集团承诺若获得与公司主营相同、相似并构成实质性竞争关系的房地产类业务的商业机会，在符合法律法规的情况下将该机会通知公司，在通知指定期间内做出愿意利用该等商业机会的肯定答复的，城建集团将积极促进公司获得该等商业机会。最后，从管理层来看，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。

五、公司管理

1. 治理结构

公司作为上市公司，法人治理结构规范，实际运行情况良好。

截至 2019 年底，城建集团持有公司 41.86% 的股权，为公司控股股东，公司最终控制人为北京市国资委。公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高管能按照各自的职责独立运作。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，由全体股东构成。

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。公司的董事会由 7 名董事组成，任期三年，可连选连任；董事可由总经理或其他高级管理人员兼任，但兼任董事不得超过公司董事总数的二分之一。董事会设董事长 1 名，由全体董事的过半数选举产生；独立董事 3 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，任期 3 年，可连选连任。其中，监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生；职工监事 2 名，由公司职工通过职工代表大会或职工大会民主选举产生。

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

公司内部管理体制及管理制度较为完善，内控机制有效运行。

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，公司的组织构架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、各相关子公司进行自我评估，推进内控体系的建立健全。总部各部门及各相关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。

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，以便发现存在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人员的绩效考评制度，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。

对外担保方面，公司原则上只为控股子公司向银行等金融机构融资提供担保，并实行公司统一管理。除特殊情况外，公司及控股子公司不得为其他任何单位或个人提供担保。

子公司管理方面，公司实行“集中决策、授权管理、分级核算”的基本管理制度，即资金筹集、管理和收益分配由总部集中决策，事业部、项目部及各子公司的成本费用控制、资金具体使用和财务监督等财务活动在总部授权下自行管理。

六、经营分析

1. 经营概况

公司业务以房地产开发为主，结转项目规模及毛利率有所波动；土地一级开发项目当期能否实现收入存在一定的不确定性，公司整体毛利率呈波动下降态势。

2017—2019年，公司分别实现营业收入140.43亿元、133.81亿元和164.32亿元，其中2018年有所减少主要系土地一级开发业务未实现收入所致；同期，公司分别实现净利润15.73亿元、13.53亿元和22.22亿元，其中2019年大幅增加主要系当年公司执行了新金融工具准则，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所致（2019年公司公允价值变动收益8.29亿元，上年同期仅为0.90亿元）。

从业务构成情况来看，2017—2019年，公司房屋销售分别实现收入116.38亿元、127.95亿元和118.16亿元，主要系房地产项目结转波动所致；土地一级开发分别实现收入19.49亿元、0.00

亿元和 39.36 亿元，波动较大，主要系 2017 年公司结转顺义平各庄项目、2019 年公司结转怀柔 03 街区项目所致；物业管理分别实现收入 2.69 亿元、2.97 亿元和 3.26 亿元，主要系物业管理面积增加所致；租赁业务分别实现收入 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。

从毛利率情况来看，2017—2019 年，公司房屋销售业务毛利率分别为 29.29%、33.18%和 28.96%，其中 2018 年上升主要系世华龙樾项目和海云家园项目毛利率上升所致；土地一级开发毛利率随具体项目情况而有所波动；2017—2019 年，物业管理业务毛利率持续为负值，主要系近年来物业公司人工成本上升而收费标准不变（尤其是部分老旧小区合同时间长、收费标准较低）所致；2017—2019 年，租赁业务毛利率分别为 92.93%、85.33%和 79.44%，呈持续下降态势，主要系部分物业装修工程支出增加使得成本上升所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司综合毛利率分别为 26.11%、33.05%和 23.97%，呈波动下降态势，主要系房屋销售毛利率波动以及毛利率较低的土地一级开发业务收入占比波动的共同影响所致，具体情况如下表所示。

表 5 2017—2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2017 年			2018 年			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

资料来源：公司年报

2. 房地产开发业务

（1）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。

2018 年，公司通过招拍挂获得了天津武清和青岛胶州、大兴采育、昌平科技城、东黄山国际小镇项目；通过股权收购获得了平谷项目；通过战略合作积极推进 2 个项目。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。截至 2019 年底，公司处于前期阶

段待开发土地储备情况如下表所示。

表6 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	21,842.04
2	黄山商服项目（安徽黄山）	22.01	17.34	100	2,567.98
3	黄山住宅项目（安徽黄山）	5.06	6.07	100	1,624.96
4	北京国际社区（北京顺义）	14.66	44.32	51	14,909.33
5	天津南湖广场（天津武清）	1.46	4.05	50	1,251.09
6	海南海坡项目（海南三亚）	4.08	7.35	60	2,929.68
7	海南 C05 地块（海南三亚）	9.27	13.91	100	5,583.04
合计		64.71	118.52	--	--

资料来源：公司提供

（2）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。

从开发业态上来看，公司开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼等多种业态。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；2012年起，公司在北京、重庆、成都先后推出了高端产品系列“北京城建·龙樾”。

2017—2019年，公司新开工面积分别为138.03万平方米、221.45万平方米和300.42万平方米，呈逐年增长态势；其中，2018年新开工项目主要包括龙樾生态城、奥体项目、怀柔项目、管庄项目、临河棚改项目和青岛胶州项目等，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，公司竣工面积分别为120.32万平方米、167.99万平方米和100.13万平方米，呈波动下降态势，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，具体情况如下表所示。

表7 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统计口径有所调整所致。

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，具体情况如下表所示。

表 8 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

（3）房产销售情况

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，2018 年，公司签约销售面积为 75.61 万平方米，签约销售金额为 151.67 亿元，均较上年有所减少，主要系房地产市场调控政策影响所致；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，2018 年公司销售均价较上年基本保持稳定，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，具体情况如下表所示。

表 9 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
签约销售金额（亿元）	180.93	151.67	202.53
销售均价（元/平方米）	19,828.06	20,059.52	23,636.80
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。截至 2019 年底，公司在售项目基本情况如下表所示。

表 10 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 C7:80,000；车位 C7 及 C8:40 万/个；储藏间 C7:7,300
海樾府	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
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
云熙台	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：部分尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

3. 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。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，具体情况如下表所示，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1,044.47亿元；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。

4. 其他业务

（1）股权投资业务

公司拥有部分优质股权和金融资产投资标的，能够对公司现金流形成一定补充。

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。

2017 年，公司股权投资额为 10.80 亿元，主要系公司出资 10.50 亿元以认购华能资本新增注册资本 2.80 亿元，占其增资后注册资本的 2.86%所致；2018 年，公司无重大新增股权投资，同时对中科曙光的股票进行减持，变现资金 0.75 亿元；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。

（2）商业地产经营业务

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。2018年，公司海南三亚建国酒店开始试营业，海南三亚万豪酒店按照三亚退海岸线200米要求调整了规划方案并重新申报，城奥大厦已经完成验收；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（骡马市大街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。

（3）物业管理业务

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）、北京城承物业管理有限责任公司（国家二级物业管理企业资质）经营。截至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。

5. 经营效率

公司经营效率指标有一定波动性，但整体经营效率尚可。

2017—2019年，公司流动资产周转率分别为0.19次、0.15次和0.16次，其中2019年主要系新金融工具准则影响；存货周转次数分别为0.19次、0.13次和0.16次，其中2018年处于较低水平主要系当年确认成本规模下降以及加大棚改力度投入的共同影响所致；总资产周转率分别为0.16次、0.13次和0.14次，基本保持稳定。

6. 重大事项

控股股东与北京住总集团有限责任公司（以下简称“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。

7. 经营关注

公司房地产业务集中于北京地区，政策环境不放松，有一定区域集中度较高风险

公司房地产业务中北京地区项目占比较大，不利于分散风险，区域风险抵抗能力一般。考虑到 2016 年 9 月以来一线城市房产调控政策有所收紧，北京限售、限价等政策出台，对公司项目去化周期等方面会造成影响；需关注个别项目的去化情况。

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

公司发展速度快，一方面使得公司债务规模增长较快，另一方面，公司项目后续开发尚需较大规模投资，资本支出压力大，对外部融资活动的依赖程度高。同时，公司有较多的土地一级开发项目和棚改项目，也需大规模投资，资金占用明显，融资压力大。

未来棚改政策可能出现的调整

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。

8. 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，整体规模有望进一步扩大。

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，牢牢把握“去库存、快周转”的工作思路，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住总集团已于 2019 年 11 月实施合并重组，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。

七、财务分析

公司提供的 2017 年度合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018—2019 年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计；上述会计师事务所均出具了标准无保留审计意见。2018 年，公司新纳入合并范围的经营实体新增 3 家，不再纳入合并范围的经营实体 1 家；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，考虑到被合并企业规模不大，上述合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。从会计政策来看，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记入当期损益，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 1,225.19 亿元，负债合计 945.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 279.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 254.69 亿元。2019 年，公司实现营业收入 164.32 亿元，净利润（含少数股东损益）22.22 亿元，其中归属于母公司的净利润 20.88 亿元；经营活动现金流量净额为-7.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.29 亿元。

1. 资产质量

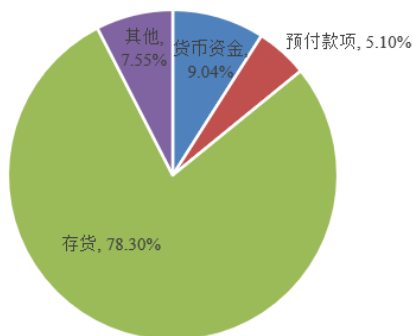
公司整体资产规模较大，受限比例一般，质量较好。公司货币资金充足，以房地产开发项目为主的存货占比较大，但需要关注部分项目的去化速度；用于出租的自持物业有所增加，带动投资性房地产大幅增长；公司持有的金融类资产较为优质，但股价变化对公司金融资产价值有较大影响。

2017—2019 年，公司资产总额年均复合增长率为 11.69%，呈逐年增长态势，主要系流动资产增加所致。截至 2019 年底，公司资产总额 1,225.19 亿元，较上年底增长 11.43%；从资产构成看，流动资产占比 86.94%，非流动资产占比 13.06%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产年均复合增长率为 11.20%，呈逐年增长态势，主要系存货增加以及 2019 年起公司交易性金融资产核算方式调整所致。截至 2019 年底，公司流动资产总额为 1,065.16 亿元，较上年底增长 9.21%；主要由货币资金（占 9.04%）、预付款项（占 5.10%）和存货（占 78.30%）构成。

图 5 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司货币资金年均复合减少 10.70%，呈波动下降态势。截至 2018 年底，公司货币资金为 91.86 亿元，较年初减少 23.93%，主要系公司棚改项目资金投入较大所致。截至 2019 年底，公司货币资金 96.31 亿元，较上年底增长 4.84%，基本保持稳定；公司货币资金主要为银行存款（占 86.19%），其中使用受限金额为 1.39 亿元，占比为 1.44%，主要为按揭保证金与履约保证金。

2017—2019 年，公司预付款项年均复合减少 30.59%，呈持续下降态势，主要系部分拆迁补偿款结算所致。截至 2019 年底，公司预付款项 54.38 亿元，较上年底下降 45.90%；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%，账龄为 1~2 年和 2~3 年）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%，账龄为 2~3 年）构成。

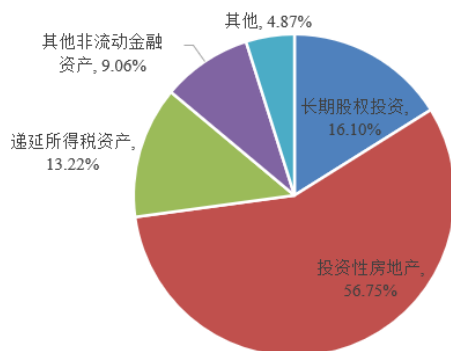
2017—2019 年，公司存货年均复合增长 17.01%，呈逐年增长态势。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 748.46 亿元，较年初增长 22.86%，主要系望坛及临河等棚改项目投入增加所致。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 834.01 亿元，较上年底增长 11.43%，主要系望坛、顺义北小营、城茂未来、怀柔新城 03 街区、龙樾生态城等项目持续投入所致；主要由开发成本（占 81.21%）和开发产品（占 18.79%）构成。截至 2019 年底，公司开发成本中规模较大的项目主要有望坛项目（125.58 亿元）、临河棚改项目（89.72 亿元）、仁和镇平各庄项目（50.09 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，需要关注部分项目的去化速度；同时，公司存货中棚改及土地一级开发项目体量较大，其存货流动性弱于一般地产开发类企业。

由于公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，根据相关规定，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”；经上述准则调整后公司 2019 年初交易性金融资产为 30.60 亿元。截至 2019 年底，公司交易性金融资产金额为 44.20 亿元，较年初增长 44.46%，主要系公司持有的国信证券股份有限公司股价上升使得公允价值变动所致。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产年均复合增长率为 15.18%，呈逐年增长态势，主要系投资性房地产的增加所致。截至 2019 年底，公司非流动资产总额为 160.03 亿元，较上年底增长 28.89%；主要由长期股权投资（占 16.10%）、投资性房地产（占 56.75%）、递延所得税资产（占 13.22%）和其他非流动金融资产（占 9.06%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司长期股权投资分别为 13.91 亿元、13.90 亿元和 25.77 亿元，年均复合增长率为 36.11%。由于公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，经调整后的 2019 年年初长期股权投资为 15.54 亿元；截至 2019 年底，公司长期股权投资较上年底（或年初）大幅增长，主要系联营企业深圳市中科招商创业投资有限公司当年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。

2017—2019 年，公司投资性房地产以公允价值法计量，年均复合增长 74.82%，呈逐年增长态势，主要系 2019 年公司城奥大厦由存货转为投资性房地产所致。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面余额为 90.82 亿元，较上年底增长 151.38%；多为公司自持商业物业，较为分散。其中，城奥大厦、海南红塘湾 E01 商业以及海兴大厦西配楼 6~7 层整层、8 层部分及配套车位产权证书尚在办理中。

2017—2019 年，公司递延所得税资产年均复合增长 18.24%，呈逐年增长态势，主要系可抵扣暂时性差异增加所致。截至 2019 年底，公司递延所得税资产为 21.15 亿元，主要来自于内部交易未实现利润、可抵扣亏损、预提土地增值税和预售房款等。

由于公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，根据相关规定，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”；经上述准则调整后公司 2019 年初其他非流动金融资产为 20.42 亿元。截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产为 14.50 亿元，较年初有所减少主要系公司持有的锦州银行股价下跌所致；主要包括对华能资本服务有限公司（期末余额 10.50 亿元）、锦州银行（期末余额 2.83 亿元）等公司的股权投资。

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%，受限比例一般，包括存货、投资性房地产和货币资金，受限原因主要为借款抵押、按揭保证金和履约保证金。此外，截至报告出具日，公司控股股东未对持有的公司股权进行质押。

2. 负债及所有者权益

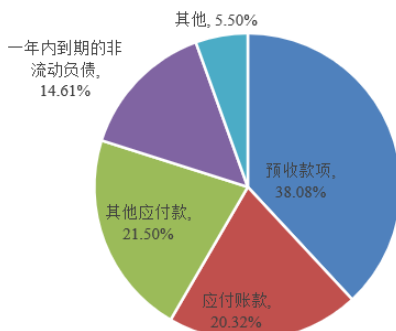
（1）负债

受项目持续投入的影响，公司负债及债务规模持续扩大，总体债务负担较重；但公司全部债务以长期债务为主，集中偿付压力尚可且整体融资成本相对合理。

2017—2019 年，公司负债年均复合增长率为 11.51%，呈逐年增长态势，主要系流动负债与非流动负债增加的共同影响所致。截至 2019 年底，公司负债合计 945.43 亿元，较上年底增长 12.57%；从负债构成来看，流动负债和非流动负债分别占 45.04%和 54.96%。

2017—2019 年，公司流动负债年均复合增长率为 12.88%，呈逐年增长态势。截至 2018 年底，公司流动负债合计 391.46 亿元，较年初增长 17.14%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。截至 2019 年底，公司流动负债合计 425.81 亿元，较上年底增长 8.78%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致；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 7 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司预收款项年均复合增长率为 12.28%，呈逐年增长态势，主要系预收房款增加所致。截至 2019 年底，公司预收款项合计 162.13 亿元，较上年底增长 17.70%；预收款项待交房后将结转为收入，因此公司不存在实际偿付压力。

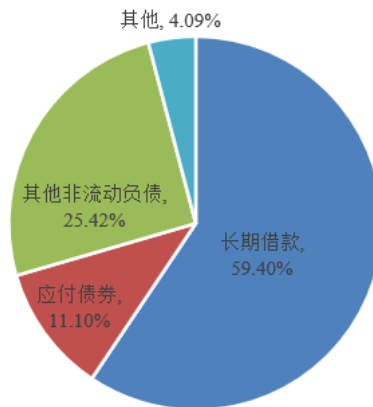
2017—2019 年，公司应付账款分别为 70.00 亿元、84.05 亿元和 86.52 亿元，年均复合增长率为 11.18%，主要系公司加大建设力度使得应付工程款增加所致。

2017—2019 年，公司其他应付款分别为 60.90 亿元、66.58 亿元和 91.57 亿元，年均复合增长率为 22.62%，主要系往来款增加所致。截至 2019 年底，公司其他应付款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）和北京首都开发股份有限公司（8.44 亿元）的往来款。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 69.21 亿元、94.69 亿元和 62.19 亿元，年均复合下降 5.21%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降 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。

2017—2019 年，公司非流动负债年均复合增长率为 10.42%，呈逐年增长态势，主要系长期借款和其他非流动负债的共同影响所致。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 519.62 亿元，较上年底增长 15.88%，主要由长期借款（占 59.40%）、应付债券（占 11.10%）和其他非流动负债（占 25.42%）构成。

图 8 截至 2019 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司长期借款年均复合增长率为 7.53%，呈逐年增长态势，主要系 2018 年公司一级开发业务规模增加使得银行借款规模增加所致。截至 2019 年底，公司长期借款金额合计 308.63 亿元，同比增长 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。

2017—2019 年，公司应付债券年均复合增长率为 0.19%，基本保持稳定。截至 2019 年底，公司应付债券为 57.69 亿元，主要为公司于 2015 年 7 月 20 日发行的 7（5+2）年期公司债券 58.00 亿元，债券简称为“15 城建 01”，债券代码为“122402.SH”，票面利率为 4.40%；将于本年面临回售，拟采用借新还旧的方式进行偿还。

2017—2019 年，公司其他非流动负债年均复合增长率为 25.91%，呈波动增长态势。截至 2018 年底，公司其他非流动负债 78.29 亿元，较年初减少 6.01%，主要系子公司与北京银行签订的债权融资计划中 5.86 亿元转入一年内到期的非流动负债科目所致；截至 2019 年底，公司其他非流动

负债 132.06 亿元，较上年底增长 68.68%，主要系新增债权融资计划所致。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 日到期）、子公司兴华地产同泰康资产管理有限责任公司签订的债券融资计划投资合同（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的《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）；一年以上的往来借款 11.62 亿元；作为北京城建三期开发建设合伙企业（有限合伙）的次级有限合伙人融资 21.30 亿元。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。

全部债务方面，2017—2019 年，公司全部债务分别为 477.00 亿元、525.92 亿元和 576.16 亿元，年均复合增长率为 9.90%，主要系土地一级开发项目资金需求较大以及 2019 年加大二级项目开发投入的共同影响所致；公司整体平均融资成本分别为 5.60%、5.07%和 5.26%，处于相对合理水平。截至 2019 年底，公司短期债务占比 13.50%、长期债务占比 86.50%，以长期债务为主，结构相对合理。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 77.42%、76.39%和 77.17%，全部债务资本化比率分别为 68.27%、66.95%和 67.31%，长期债务资本化比率分别为 64.77%、62.42%和 64.05%，均呈现波动下降态势，主要系 2019 年公司新增大量债权融资计划及超短期融资券所致。从期限分布来看，截至 2019 年底，公司全部债务为 576.16 亿元，其中 2020 年到期部分合计 135.47 亿元、2021 年到期部分合计 103.89 亿元，集中偿付压力尚可，具体情况如下表所示；整体看，公司债务规模较大，但债务结构较好。

表 12 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

资料来源：公司提供

2017 年 12 月 21 日，公司在银行间市场发行 2017 年度第一期长期限含权中期票据，即 17 京城投 MTN001 永续债（10 亿元，票面利率 6.43%）；2018 年 5 月 8 日，公司发行永续中票，即 18 京城投 MTN001（15 亿元，票面利率 6.27%）；2018 年 11 月 21 日，公司发行永续中票，即 18 京城投 MTN002A（8 亿元，票面利率 5.16%）和 18 京城投 MTN002B（7 亿元，票面利率 5.89%），均计入所有者权益。考虑到公司未来赎回永续债的可能性，若将永续债计入应付债券，2017—2019 年，公司资产负债率分别为 78.44%、80.01%和 80.41%，全部债务资本化比率分别为 69.69%、72.01%和 71.96%，长期债务资本化比率为 66.35%、68.18%和 69.16%，公司债务负担进一步加重。

（2）所有者权益

受利润留存带动，公司权益规模有所增长，但权益结构中未分配利润和其他权益工具占比大，公司权益结构稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益年均复合增加 12.33%，主要系未分配利润增加所致。截至 2019 年底，公司所有者权益为 279.76 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 254.69 亿元，占比

为 91.04%。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%；公司所有者权益中其他权益工具与未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

受土地一级开发业务影响公司营业收入有一定波动性，此外公允价值变动收益和投资收益对营业利润贡献大但存在较大波动，公司整体盈利能力一般。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 140.43 亿元、133.81 亿元和 164.32 亿元，其中 2018 年有所减少主要系土地一级开发业务未实现收入所致；同期，公司分别实现净利润 15.73 亿元、13.53 亿元和 22.22 亿元，其中 2019 年大幅增加主要系当年公司执行了新金融工具准则，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所致（2019 年公司公允价值变动收益 8.29 亿元，上年同期仅为 0.90 亿元）。

期间费用方面，2017—2019 年，公司期间费用总额分别为 10.36 亿元、11.37 亿元和 18.21 亿元，年均复合增长 32.59%，主要系财务费用增加所致；2019 年，公司期间费用中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 27.12%、31.87%和 41.01%。2017—2019 年，公司销售费用年均复合增长 24.44%，主要系随着签约销售规模的扩大公司销售服务费有所增加所致；管理费用年均复合增长 8.22%，主要系人工成本增加所致；财务费用年均复合增长 83.67%，其中 2018 年有所下滑主要系公司利息资本化占比增加所致，2019 年大幅增长主要系融资规模扩大带动财务费用增加所致。

利润构成方面，2017—2019 年，公司分别实现投资收益 2.40 亿元、1.40 亿元和 11.80 亿元，年均复合增长率为 121.69%，其中 2018 年有所下滑主要系国奥投资发展有限公司（对北京奥林匹克公园 B 区国家体育馆和奥运村进行投资、设计、开发、建设、运营、维护，公司持股比例为 20%）2018 年亏损使得权益法下确认的投资收益大幅减少所致，2019 年大幅上升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；投资收益分别占营业利润的 12.90%、7.73%和 43.30%。2017—2019 年，公司公允价值变动收益分别为 0.69 亿元、0.90 亿元和 8.29 亿元，其中 2019 年大幅增长主要系公司自 2019 年 1 月 1 日起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 年公司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）；分别占营业利润的 3.68%、4.97%和 30.43%。整体看，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。

从各项盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 18.30%、20.32%和 16.20%，其中 2018 年处于较高水平主要系毛利率较低的一级开发业务当年未产生收入确认以及房地产结转项目毛利率较高的共同影响所致；总资本收益率分别为 3.08%、2.11%和 3.64%，总资产报酬率分别为 2.45%、1.94%和 3.00%，净资产收益率分别为 7.28%、5.62%和 8.24%，均呈现波动上涨态势，主要系 2019 年公司非经常性损益大幅增加所致。

4. 现金流

公司保持较大规模的土地一级开发整理工作，使得经营活动现金流持续为净流出状态，但随着项目现金回流增加以及项目投入逐步减少，净流出规模有所收缩；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，筹资活动现金持续呈现净流入状态。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入分别为 200.00 亿元、180.49 亿元和 242.06 亿元，年均复合增长 10.01%，呈波动增长态势，主要系签约销售规模波动所致；经营活动

现金流出分别为 339.36 亿元、266.69 亿元和 249.65 亿元，年均复合减少 14.23%，呈持续减少态势，主要系项目投入减少所致。综上，2017—2019 年，公司经营活动现金流量净额分别为-139.36 亿元、-86.21 亿元和-7.59 亿元，净流出规模有所减少，主要系项目投入尤其是土地一级开发项目投入减少所致。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 1.49 亿元、4.92 亿元和 3.31 亿元，年均复合增长 48.76%，其中 2018 年增幅较大主要系子公司收回理财产品以及公司将持有曙光信息产业股份有限公司股权部分变现所致；投资活动现金流出分别为 16.98 亿元、4.48 亿元和 1.57 亿元，年均复合减少 69.58%，其中 2017 年规模较大主要系公司当年大规模投资华能资本所致。综上，2017—2019 年，公司投资活动现金流净额分别为-15.49 亿元、0.44 亿元和 1.73 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 269.73 亿元、190.08 亿元和 154.49 亿元，呈持续下降态势；筹资活动现金流出分别为 91.61 亿元、134.03 亿元和 144.34 亿元，呈持续增长态势，主要系债务偿还规模增加所致。综上，2017—2019 年，公司筹资活动现金流净额分别为 178.12 亿元、56.05 亿元和 10.15 亿元，净流入规模大幅减少。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力指标处于较好水平，长期偿债能力指标一般；考虑到公司融资渠道畅通，在开发项目规模较大，能为未来销售提供支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 2.58 倍、2.49 倍和 2.50 倍，速动比率分别为 0.75 倍、0.58 倍和 0.54 倍，其中 2018 年有所下滑主要系公司棚改项目资金投入较大所致，2019 年较上年底基本保持稳定。2017—2019 年，公司现金短期债务比分别为 1.74 倍、0.97 倍和 1.81 倍，2018 年该指标迅速下滑主要系一年内到期的非流动负债规模大幅增长所致，但公司现金对短期债务的覆盖程度仍属很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 21.56 亿元、20.65 亿元和 35.50 亿元，呈波动增长态势。2019 年公司 EBITDA 构成中，折旧占 0.86%、摊销占 0.84%、计入财务费用的利息支出占 21.59%、利润总额占比 76.71%，以利润总额为主。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.00 倍、0.80 倍和 1.19 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.05 倍、0.04 倍和 0.06 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

公司依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、债权融资计划、中期票据等多种融资方式进行融资，同时公司与中国银行、建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2019 年底，公司总部及子公司可使用授信额度总计 1,051.12 亿元，尚可使用额度 428.03 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司已在上海交易所主板上市，直接融资能力较强。

截至 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，公司无重大未决诉讼情况。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 G1011010801382300S），截至 2020 年 3 月 9 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，公司过往债务履约情况良好。

6. 母公司财务分析

受益于投资收益的增加，母公司利润规模大幅增长，债务负担有所提升但仍较轻，利润来源主要为投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 467.12 亿元，同比增长 24.65%，主要来自其他应收款的增长。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，母公司负债总额为 239.63 亿元，同比增长 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 37.94%，母公司债务负担较 2018 年底有所提升但仍较轻。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 227.49 亿元，同比增长 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%、其他综合收益占比为 0.28%、盈余公积占比为 6.51%、未分配利润占比为 49.38%。

损益方面，2019 年，母公司营业收入为 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。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司全部债务总额为 576.16 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 58 亿元，占目前公司全部债务的 10.07%，对债务规模影响一般。

以 2019 年底财务数据为基础，若募集资金总额为 58 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 78.20%、69.39% 和 66.54%，较发债前分别提高 1.03 个百分点、2.07 个百分点和 2.49 个百分点，债务负担略有加重。考虑到公司本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还行权回售的公司债券本金，如回售规模未及预期导致本期债券募集资金偿付回售债券本金后尚有剩余，剩余募集资金将用于偿还公司其他债务，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 35.50 亿元，为本期债券发行额度（58 亿元）的 0.61 倍，EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度较高。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 242.06 亿元，为本期债券发行额度的 4.17 倍，对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为北京地方国资背景的房地产开发上市公司，在股东实力与支持、业务规模、地域品牌及财务结构等方面具有的竞争优势，加之公司持有优质的可变现金融资产，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、综合评价

公司作为城建集团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，在项目储备、区域布局、开发规模、产业布局、融资渠道和融资成本等方面具备较强的竞争优势。公司持续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市和重点旅游城市，且土地一级

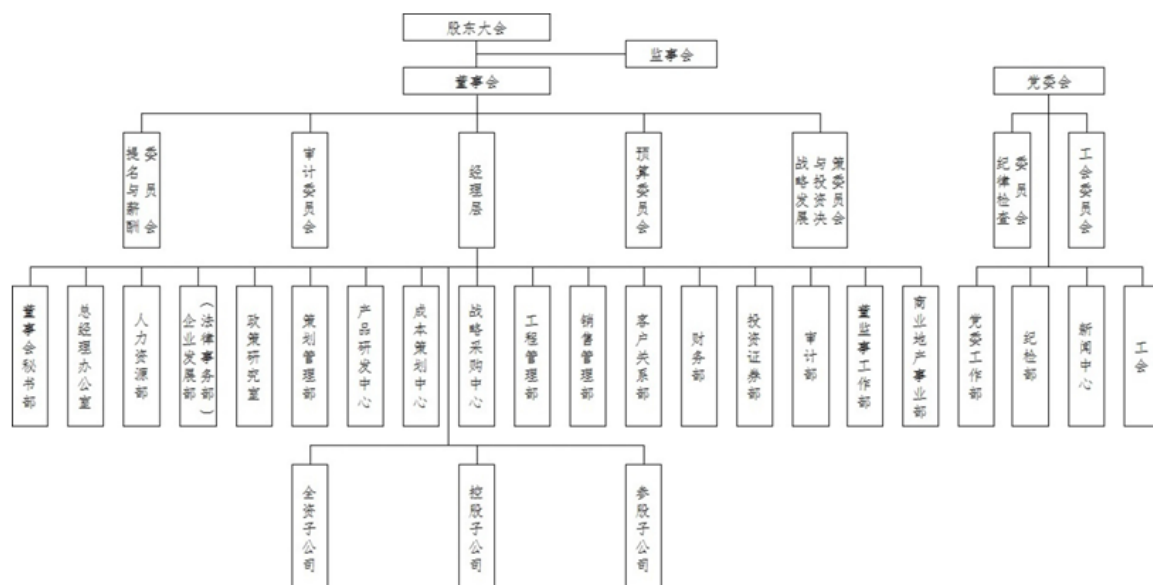
开发及棚改项目有望为公司提供较多的土地补充，新开工及在建面积保持在较大规模；同时，公司拥有金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合评级也关注到房地产行业调控政策趋于长期化；公司资本支出压力大、债务规模增长较快、土地一级开发及棚改项目资金占用明显以及非经常性损益虽然贡献大但波动性较强等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望保持稳定；同时公司持有优质金融类股权资产，综合竞争力有望进一步提升。此外，公司控股股东城建集团与住总集团已于2019年11月实施合并重组，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。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以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 北京城建投资发展股份有限公司

组织架构图



附件 2 北京城建投资发展股份有限公司

主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	982.09	1,099.50	1,225.19
所有者权益（亿元）	221.73	259.63	279.76
短期债务（亿元）	69.31	94.70	77.77
长期债务（亿元）	407.69	431.21	498.39
全部债务（亿元）	477.00	525.92	576.16
营业收入（亿元）	140.43	133.81	164.32
净利润（亿元）	15.73	13.53	22.22
EBITDA（亿元）	21.56	20.65	35.50
经营性净现金流（亿元）	-139.36	-86.21	-7.59
流动资产周转次数（次）	0.19	0.15	0.16
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
现金收入比率（%）	124.34	114.89	124.67
总资本收益率（%）	3.08	2.11	3.64
总资产报酬率（%）	2.45	1.94	3.00
净资产收益率（%）	7.28	5.62	8.24
营业利润率（%）	18.30	20.32	16.20
费用收入比（%）	7.37	8.50	11.08
资产负债率（%）	77.42	76.39	77.17
全部债务资本化比率（%）	68.27	66.95	67.31
长期债务资本化比率（%）	64.77	62.42	64.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	0.80	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04	0.06
流动比率（倍）	2.58	2.49	2.50
速动比率（倍）	0.75	0.58	0.54
现金短期债务比（倍）	1.74	0.97	1.81
经营现金流动负债比率（%）	-41.70	-22.02	-1.78
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.37	0.36	0.61

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3. 其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务

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= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/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	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-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+勘探费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券发行额度

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 北京城建投资发展股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期） 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（期）债券存续期内，在每年北京城建投资发展股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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。北京城建投资发展股份有限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城建投资发展股份有限公司的相关状况，如发现北京城建投资发展股份有限公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如北京城建投资发展股份有限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，可公布信用等级暂时失效，直至北京城建投资发展股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）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城建投资发展股份有限公司、监管部门等。

