跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]703 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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 AA^+，评级展望为稳定，并维持“17 京城投 MTN001”信用等级为 AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年四月二十七日

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)
电话：010-85679696
传真：010-85679228
网址：www.lhratings.com

北京城建投资发展股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定		
上次评级结果：AA^+	评级展望：稳定		

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 京城投 MTN001[1]	10.00	2020/12/25	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 4 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	69.95	97.28	120.76
资产总额(亿元)	640.35	760.57	982.09
所有者权益(亿元)	204.05	210.56	221.73
短期债务(亿元)	84.60	52.75	69.31
长期债务(亿元)	152.05	234.13	407.69
全部债务(亿元)	236.65	286.89	477.00
营业收入(亿元)	91.78	116.28	140.43
利润总额 (亿元)	19.23	20.99	18.67
EBITDA(亿元)	20.91	22.78	21.56
经营性净现金流(亿元)	-56.31	-17.43	-139.36
营业利润率(%)	26.50	22.37	18.30
净资产收益率(%)	7.27	7.74	7.09
资产负债率(%)	68.13	72.32	77.42
全部债务资本化比率(%)	53.70	57.67	68.27
流动比率(%)	196.27	216.11	257.78
经营现金流动负债比(%)	-21.37	-5.87	-41.70
全部债务/EBITDA(倍)	11.32	12.59	22.13
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.37	1.00

注：将其他非流动负债计入公司长期债务

分析师

潘云峰　李 晨
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

[1]"17 京城投 MTN001"为永续中票，在第 3 个和其后每个付息日，北京城建投资发展有限公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据。

评级观点

北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“公司”或“北京城建”）作为北京市国资委下属北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）的重要子公司，房地产开发主业突出，在北京地区具备较好知名度，土地储备充足，新开工、竣工及在建面积保持较大规模。同时公司拥有优质金融类股权资产与自持物业，对利润形成有力补充。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到一线城市房地产政策环境趋严、公司一级开发项目与在建项目尚需投入较大规模资金、债务规模增长较快、经营活动现金流持续净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

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AA^+，评级展望为稳定，维持“17 京城投 MTN001”信用等级为AA^+。

优势

1. 公司是北京市国资委下属城建集团的重要子公司，能够在资金、项目等方面得到控股股东的大力支持。
2. 跟踪期内，公司在建面积规模较大，且均位于一二线城市，能够满足公司未来 2~3 年项目开发需要。
3. 公司 2017 年签约销售金额较大，对未来结转收入及利润有一定支撑；考虑到公司在建面积较大以及所处区域优势，公司未来销售前景较好。
4. 公司持有优质金融类股权资产与自持物业，投资收益与物业收入对利润形成有力

补充。

关注

1. 跟踪期内，房地产行业政策变化较大，公司作为立足北京区域发展的房地产开发企业，受房地产行业政策调整的影响需持续关注。
2. 公司在建项目较多，同时土地一级开发和棚改业务所需投资规模大，存在较大的资本支出压力。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重。
4. 受土地储备规模增加及项目开发成本费用提升的影响，跟踪期内，公司经营性现金呈净流出状态，且净流出量同比大幅增长。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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号文批复批准，公司于1998年12月9日发行人民币普通股10000万股，发行后总股本40000万股，注册资本为人民币40000万元，股票简称为“北京城建”，股票代码为600266.SH。经历多次增资转股及定向增发，截至2018年3月底，公司总股本为156704万股，公司控股股东为城建集团，持股比例为40.39%；公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

公司坚持房地产开发主业，经营范围为：房地产开发、销售商品房；投资及投资管理；销售金属材料、木材、建筑材料、机械电器设备；信息咨询（不含中介服务）；环保技术开发、技术服务。

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

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

公司注册地址：北京市海淀区大柳树富海中心2号楼19层；法定代表人：陈代华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2017年底，公司存续债券“17京城投MTN001”募集资金已使用完毕，尚需偿还债券本金合计10亿元（见表1），公司均已按期支付存续债券利息。

表1　截至2018年3月底公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	债券余额	存续期限	募集资金用途
17京城投MTN001	10	10	2017/12/25-2020/12/25	5亿元用于偿还有息负债；5亿元用于补充流动资金
合计	**10**	**10**	--	--

资料来源：公司提供

注：“17京城投MTN001”为永续中票，在第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据。

公司存续期债券“17京城投MTN001”于发行条款的约定赎回前长期存续，并依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“17京城投MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）“17京城投MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“17京城投MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“17京城投MTN001”如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，公司在“17京城投MTN001”赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）“17 京城投 MTN001”在除公司发生向普通股股东分红和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。跟踪期内，公司无规定的强制付息事件发生，并对普通股股东进行分红，每 10 股派息（含税）2.80 元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“17 京城投 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“17 京城投 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能

力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

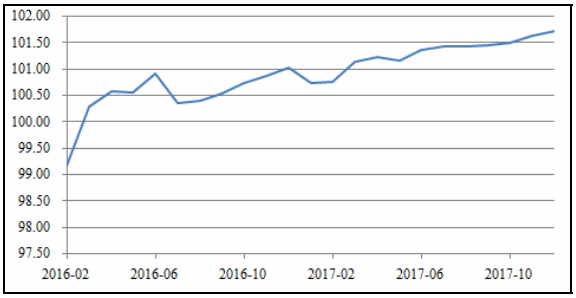
五、行业经济环境

1. 房地产开发行业

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、

限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

2. 房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保

房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

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

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

3. 行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

4. 政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市

或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

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

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年底，公司控股股东为城建集团，北京市人民政府国有资产监督管理委员会是公司的实际控制人。

2. 公司规模

公司作为北京市国资委下属的一家大型国有控股房地产开发上市公司，具有丰富的开发运营经验。经过多年积累，公司在北京、天津、重庆、成都、三亚和青岛等城市相继开发一批住宅和商业项目，逐步建立了立足北京、辐射外埠重点区域的开发布局，具有一级房地产开发资质。公司的行业地位和影响力不断提升，公司品牌影响力日益扩大。总体上看，公司作为北京市国资委下属的国有控股房地产开发上市公司，房地产开发经验丰富；公司开发规模较大，具有较强的竞争力。

3. 人员素质

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

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

公司管理层素质高，从业经验丰富，能够

给公司未来发展提供有力支持；员工构成合理，能够满足公司运营的需要。

4. 股东实力

公司控股股东城建集团成立于 1993 年，截至 2017 年底，城建集团实收资本为人民币 30.00 亿元，北京市人民政府国有资产监督管理委员会持有城建集团 100%股权。城建集团作为北京市国资委旗下大型综合建筑企业集团，业务涵盖建筑施工、房地产、设计勘察、园林绿化等多个领域，产业链完整且协同作用较强，近年收入及利润规模稳定增长，具有很强的综合实力。截至 2017 年 6 月底，城建集团资产总额 1328.99 亿元，所有者权益 268.45 亿元；2016 年，城建集团实现营业收入 602.10 亿元，利润总额 32.98 亿元。

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

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

七、管理分析

跟踪期内，公司对其章程进行修改。根据修改后的公司章程，公司的董事会成员由 11 人减少至 7 人，其中董事长 1 名、独立董事 4 名；监事会成员由 4 名增加至 5 名，其中监事会主席 1 名，职工监事 2 名。根据公司 2018 年 2 月 8 日所发公告，公司独立董事胡俞越辞去公司第六届董事会独立董事及战略发展与投资决策委员会委员、提名与薪酬委员会委员职务。此外，跟踪期内，公司副董事长郭延红因工作调动原因离任。以上人员变更均属于公司正常人事变动，不会对公司日常管理、生产经营及偿债能力产生不利影响，公司其他高层管理人员无重大变化，公司治理结构符合法律规定和公司章程规定。公司在管理体制和管理制度等方面无其他重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司业务范围无变化，以房地产开发为主，近三年房地产开发销售在主营业务收入中占比均在 96%以上。此外，公司还有少量物业管理和租赁业务，占比均不足 3%。

从毛利率看，跟踪期内，受土地与建安成本拉升的影响，公司房地产开发业务毛利率同比下降 4.87 个百分点，受此影响，公司综合毛利率同比下降 4.45 个百分点至 26.14%。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 2017 年较上年增加 6.36 个百分点至 93.02%。

表 2　公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

注：尾差系由数据四舍五入所致。

2. 房地产开发

房地产开发为公司核心业务，包括商品房住宅、商业地产和保障性住房等，由此形成的房产销售收入占比多年维持在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。

2017 年，公司房地产开发业务实现收入135.86 亿元，同比增长 21.74%。受项目结转进度波动影响，2017 年公司房地产开发板块结转收入大幅增长，收入的结转主要来源于龙樾湾、首城国际、汇景湾（墅）和熙城等项目。

（1）商品房住宅及配套商业地产项目情况

公司商品房住宅项目主要定位为刚需类产品，公司房地产板块收入中商品房住宅及配套商业地产项目的占比均超过 75%，是公司收入及利润的主要来源。2017 年，公司商品房及配套商业实现营业收入 116.38 亿元，同比增长34.73%，主要由于当年完工结转项目较多。进入 2017 年以来，公司主要结转项目包括三亚红塘湾项目、青岛金色港湾项目、重庆龙樾湾项目和成都龙樾湾项目等，所结转项目毛利率均较低，导致房地产开发业务板块毛利率进一步下滑。

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

表 3　近三年公司房地产开发主要经营指标

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

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在售/在建房地产项目共 19 个，在建项目主要以北京地区项目为主，京外项目分布在成都、重庆、三亚、青岛和天津等经济发达的一二线城市。截至 2017 年底，公司在建项目总投资金额合计 711.15 亿元，2017 年年度投资金额为 46.77 亿元，根据项目进度来看，公司尚需投入资金规模大。

总体看，跟踪期内，公司在建项目规模较大，投资资金需求大；虽然房屋预售可以带来部分资金回流，公司仍将面临较大资金压力。

表 4　截至 2017 年底公司主要住宅项目投资情况（单位：万平方米、万元）

地域	项目名称	总建筑面积	在建建筑面积	总投资额	2017 年全年投资额
北京	海淀-世华龙樾	80.83	32.28	859787	46476

	平谷-汇景湾	46.73	6.86	359073	16718
	朝阳-东坝	13.97	13.97	343106	11178
	房山-理工大学	23.25	11.00	312286	21810
	门头沟	29.08	29.08	450547	57601
	昌平-北七家	36.49	5.95	337738	16487
	延庆-城建万科城	23.26	16.82	202585	26970
	大兴-瀛海	21.44	21.44	395136	41874
	朝阳-动感花园	10.14	14.44	230000	17224
	顺义-顺义仁和	59.91	49.12	877299	50208
	怀柔	30.41	16.14	286300	35681
青岛	龙樾湾	16.31	16.31	144662	11928
南京	南京	14.51	14.51	284461	18477
天津	武清-南湖壹号	30.91	7.40	178786	5095
成都	成都龙樾熙城	54.58	30.68	362507	21045
	成都龙樾湾	88.95	35.85	395578	20034
三亚	海云家园	22.55	13.15	359770	27867
重庆	龙樾湾	43.16	13.06	225376	17590
	龙樾生态城	55.36	6.92	506551	3400
合计		**701.84**	**354.98**	**7111548**	**467663**

资料来源：公司 2017 年年度报告

注：重庆龙樾生态城、南京项目、动感花园及怀柔项目，为公司 2017 年新开工项目。

土地储备方面，公司在拿地前会做详细的考察并仔细测算成本，在成本可控的情况下拿地。公司主要通过两种方式获得土地，一种为公开市场“招拍挂”流程，另一种为股权受让方式。公司部分项目土地由于拿地时间较早，因此成本相对较低。

截至 2017 年底，公司持有的待开发土地面积共 78.88 万平方米，计容建筑面积为 159.60 万平方米，同比均有所增长，主要位于北京、三亚和青岛地区。与近年公司的新开工面积相比，土地储备规模可供未来 2~3 年项目开发需要；与近年公司的期末在建面积相比，土地储备规模较小。但考虑到公司已开发项目中尚有部分地块待开发，未列入土地储备中，总体看，公司土地储备规模尚可。

表 5　截至 2017 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、万元/平方米、%）

地块名称	取得时间	待开发土地面积	计容建筑面积	权益占比
三亚红塘湾旅游度假区 C-05、E-02	2014 年	13.06	15.18	100

地块项目				
重庆两江新区悦来组团 C 分区项目	2016 年	18.74	46.14	100
朝阳官庄乡塔营村 1208-605 地块	2017 年	6.04	10.26	100
海淀区小营 C7 地块	2017 年	6.31	10.09	100
顺义区仁和镇 SY00-0005-6001 地块	2017 年	0.71	1.28	100
成都金牛区何家堰村项目1#、3#地块	2017 年	4.08	20.40	100
天津武清区下朱庄津武（挂）2016-037地块	2017 年	2.53	3.79	100
三亚市三亚湾海坡片区 HPA-01-11、HPA-01-12 地块	2017 年	4.08	7.35	60
青岛海达伟业股权竞买项目	2017 年	20.93	41.87	50
青岛胶州市株洲路西侧地块	2017 年	2.40	3.24	50
合计	--	**78.88**	**159.60**	--

资料来源：公司 2017 年年度报告

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

（2）保障房项目及一级开发情况

保障房是指政府向低收入住房困难家庭提供的具有保障性质的政策性住房，包括廉租房、公共租赁房、经济适用房、限价商品房、定向安置房、危旧房和棚户区改造房等。

中国保障房体系目前已基本形成包括销售型和租赁型在内的保障性住房体系。销售型保障房（又称产权型保障房）是指针对符合要求购房人出售产权的保障房，包括限价商品住房（又叫两限房，即限房价、限套型普通商品住房）、经济适用住房（经适房）和各类定向安置房（又称三定三限房，即定性、定向、定量，限户型、限价和限交易）、危旧房棚户区改造住房（棚改房）。租赁型保障房指房屋产权不发生转移，仅向特定群体出租的保障房，包括公共租赁住房（公租房）和廉租住房（廉租房）。

公司保障房项目主要包括三种业务模式，业务模式一：通过棚户区改造一次性招标获得项目，由项目公司负责项目的前期手续，进行项目范围内居民住宅（私房、公房）征收；非住宅房屋腾退；市政基础设施建设；项目回迁安置房及资金平衡区住宅开发建设工作。由区政府根据棚户区改造前期工作成本、项目公司最终获得的项目投资利润及审定的政府土地收益，进行资金平衡测算，从而确定用于资金平衡的商品房的使用方向和销售定价。项目公司的最终利润主要来源于资金平衡区商品房住宅的销售。业务模式二：通过政府授权进行项目开发建设，由项目公司负责项目范围内征地工作、宅基地拆迁、非住宅拆迁、市政基础设施建设、回迁安置房建设，棚改工作进展到一定程度后，向区政府申请进行成本审核，项目资金平衡地块达到净地并通过审核后，项目实施主体向市规划国土委申请资金平衡地块入市。项目公司的最终利润主要来源于资金平衡用地上市交易的收入。业务模式三：在二级市场招拍挂获得土地，商品房用地中必须配建一部分的保障房，在土地出让和规划设计上明确项目保障房和商品房各自的比例，公司按照规划好的商品房面积和保障房面积进行开发建设，利润主要来源于商品房销售部分。

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

表 6　截至 2017 年底公司在建保障房项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

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

资料来源：公司提供

除保障房项目外，公司还承接了少量北京地区土地一级开发项目，由于土地一级开发建设周期较长，截至 2017 年底，该部分业务尚未确认收入。公司目前正在进行的土地一级开发项目共两个：1.密云溪翁庄镇走马庄村北一级开发项目，该项目规划建筑面积 15.84 万平方米，总投资额 3.14 亿元，截至 2017 年底已完成投资 0.69 亿元；2.顺义平各庄 B 地块项目，该项目规划建筑面积 28.31 万平方米，总投资额 20.78 亿元，截至 2017 年底，已完成投资 0.89 亿元。

3. 其他业务

（1）股权投资

近年来，公司通过不断的投资及退出的筛选过程，积累了部分优质股权和金融资产。截至 2017 年底，公司长期股权投资余额 13.91 亿元，同比有所增长；可供出售金融资产合计 59.90 亿元，同比有所下降。2017 年，公司实现投资收益 2.40 亿元，虽同比有所下降，仍为公司利润的有效补充。其中，国信证券股份有限公司（以下简称“国信证券”）、锦州银行股份有限公司（以下简称“锦州银行”）、中科招商及北京科技园建设（集团）股份有限公司（以下简称“北京科技园”）资产质量较好，是投资收益的主要来源。公司主要股权投资情况如下表所示。

表 7　截至 2017 年底公司主要的股权投资情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司 2017 年年度报告

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

总体看，公司积累了部分优质股权和金融资产，跟踪期内，虽所持部分公司股价有所下跌，整体所获得的投资收益仍对公司利润形成有效补充。

（2）租赁业务板块

公司商业地产大部分为小区配套商业，部分商业物业租赁合同签署的时间早，租期长，租金水平低于周边地区。截至 2017 年底，公司持有的商业地产可出租面积 18.22 万平方米。公司商业地产主要分布于北京市，2016~2017 年出租率均达到 100%。2017 年，公司实现租赁收入 1.72 亿元，同比增长 31.52%，未来随着过往合同陆续到期更新，采取市场定价后，或为公司利润形成一定支撑。

表 8　公司 2014~2017 年租赁业务板块经营情况（单位：平方米、万元、%）

项目名称	可出租面积	出租率			出租收入		
		2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
金码大厦	2755.85	100.00	100.00	100.00	414.20	437.42	552.79
红木林	2059.64	100.00	100.00	100.00	545.00	622.00	701.30
牡丹园	11432.49	100.00	100.00	100.00	1067.68	796.22	1307.30
北苑	73903.83	100.00	100.00	100.00	3764.70	3715.26	4856.65
北苑南区	35087.54	100.00	100.00	100.00	919.80	1131.01	1389.22
富海中心	13607.33	100.00	100.00	100.00	420.24	651.00	739.20
世华水岸	8072.02	100.00	100.00	100.00	363.92	508.81	672.90
清河嘉园	371.50	100.00	100.00	100.00	12.56	27.19	31.76
首城国际	8394.87	87.20	100.00	100.00	1352.39	1722.10	2072.20
泰和国际大厦	26468.44	100.00	100.00	100.00	3447.21	3447.21	4850.92
合计	**182153.51**	--	--	--	**12307.70**	**13058.22**	**17174.24**

资料来源：公司提供

总体看，公司持有的经营性物业可对公司利润形成一定补充。

（3）物业管理板块

公司物业管理业务主要由下属子公司北京城建重庆物业管理有限公司（国家一级物业管理企业资质）和北京城承物业管理有限责任公司（国家二级物业管理企业资质）经营，收入主要来源于小区物业管理、自供暖、车位租金以及其他（维修、代收电费等）。该部分业务主要为销售产品的配套服务，旨在提高商品房项目品质及品牌形象，因此提供的服务成本较高，跟踪期内该板块业务毛利率持续为负。

6. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数为 220.99 次，同比有所增长；存货周转次数为 0.19 次，同比有所增长；同期，总资产周转次数为 0.16 次，同比略有下降，公司存货周转速度较慢，整体资产经营效率一般。

7. 未来发展

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

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

房地产销售方面，多措并举促进销售，新开项目要做好充分的市场分析、开盘预热、客

户积累等工作，加快入市步伐；已开项目要加大营销力度，加快销售节奏，提高去化率，加速回款；商业项目要提前布局，加大招商和销售力度。

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

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

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

九、财务分析

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

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

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

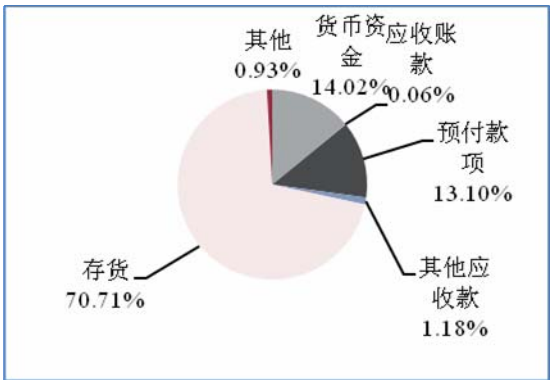
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 982.09 亿元，同比增长 29.12%。资产构成中，流动资产占比 87.72%，非流动资产占比 12.28%，资产构成以流动资产为主且近年来资产结构变化不大，符合房地产开发企业特征。

流动资产

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

图2　截至2017年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

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

截至 2017 年底，公司预付款项 112.88 亿元，同比 2016 年底的 19.42 亿元大幅增长，主要系未结算拆迁补偿款以及公司购置的安置房未交付所致，主要为望坛棚改项目的相关款项。从账龄方面看，公司预付款项 1 年以内占 87.05%，1 至 2 年占 12.13%，2 至 3 年占 0.24%，3 年以上占 0.58%。总体看，公司预付款项账龄较短，结构合理。公司预付款项金额前五名共计 110.87 亿元，占全部预付款项的 98.22%，集中程度很高。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额为 10.35 亿元，主要由保证金（占 29.86%）、

往来款（占 61.15%）和代垫款（占 8.02%）构成。公司按信用风险特征计提坏账准备其他应收款账面余额 10.25 亿元，占 99.03%，计提比例为 1.09%；单项金额不重大但单独计提坏账准备其他应收款账面余额 0.10 亿元，占 0.97%，计提比例为 100%，计提较为充分。按欠款方归集的其他应收款前五名合计 5.26 亿元，占 50.86%，集中程度较高，但均为无风险土储保证金与往来款项。

表 9　截至 2017 年底公司其他应收款情况

（单位：万元、%）

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

资料来源：公司财务报告

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

非流动资产

非流动资产方面，截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 120.62 亿元，同比增长 1.72%，主要系递延所得税资产与投资性房地产增长所致。公司非流动资产构成以可供出售金融资产（占 49.66%）、长期股权投资（占 11.53%）、投资性房地产（占 24.63%）和递延所得税资产（占 12.54%）为主。

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

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 13.91 亿元，同比增长 0.40%，变动不大；其中被投资企业主要包括北京科技园建设（集团）股份有限公司（占 52.91%）、深圳市中科招商创业投资有限公司（占 26.86%）和国奥投资发展有限公司（占 12.44%）等，主要为科技创新

类公司，经营状况良好。

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面余额为 29.72 亿元，同比增长 20.96%，主要系公司新增住宅小区配套底商所致。公司投资性房地产多为公司自持商业物业，较为分散。受限投资性房地产规模为 5.93 亿元，占比为 19.95%，占比较大，主要用于借款抵押。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产为 15.13 亿元，同比大幅增长 53.89%，主要系预提土地增值税、预售房款以及内部交易未实现利润较高导致递延所得税资产大幅增加所致。

跟踪期内，公司资产有所增长，整体规模较大，以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中，公司货币资金充足，以房地产开发项目为主的存货占比较大；非流动资产中可供出售金融资产、投资性房地产及长期股权投资等占比较大，股价变化对公司可供出售金融资产价值有较大影响；公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 221.73 亿元，同比增长 5.31%，主要系公司 2017 年成功发行计入其他权益工具的 10 亿元永续债所致。所有者权益中归属于母公司所有者权益为 202.13 亿元，同比增长 2.79%。归属于母公司所有者权益占 91.16%，其中股本占 7.75%，资本公积占 18.79%，其他综合收益占 18.67%、盈余公积占 5.03%、未分配利润占 44.84%、其他权益工具（永续债）占 4.92%，其中，其他综合收益主要来源于可供出售金融资产公允价值变动损益（占 87.03%）。

整体看，公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

负债

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

截至 2017 年底，公司流动负债合计 334.19 亿元，同比增长 12.50%，主要系其他应付款与一年内到期的非流动负债增长所致；其中，公司流动负债以应付账款（占 20.94%）、预收款项（占 38.48%）、其他应付款（占 17.25%）和一年内到期的非流动负债（占 20.71%）为主。

截至 2017 年底，公司应付账款账面价值为 70.00 亿元，同比增长 8.39%，主要系预提土地增值税增加所致。公司应付账款主要为应付工程款（占 53.37%）、应付土地拆迁款（占 8.46%）和预提土地增值税（占比 37.80%）等。应付账款账龄主要以一年内为主；超过一年的重要应付账款合计 29.06 亿元，占年末应付账款账面价值的 41.51%，主要系预提土地增值税、石榴庄项目一期预提土地征用拆迁补偿费、中央农业广播电视学校拆迁回建款暂估拆迁回建款、北京城建亚泰建设工程有限公司及北京城建一建设发展有限公司未结算关联方工程款等。

受项目公司房地产销售周期影响，截至 2017 年底，公司预收款项合计 128.59 亿元，同比下降 5.13%。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。公司主要预收房款项目有门头沟上悦居项目（24.18 亿元）、天成家园项目（13.16 亿元）、仁和镇平各庄项目（13.87 亿元）和北七家项目（9.27 亿元）等。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 57.65 亿元，同比增长 56.16%，主要系与城建集团的往来款增加所致；公司其他应付款主要包括往来款（占 72.99%）、项目合作款（占 18.18%）和代收款（占 4.54%）等。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 69.21 亿元，同比增长 31.44%，一年内到期的长期借款同比下降；一年内到期的其他流动负债同比大幅增长。截至 2017 年底，

公司一年内到期的长期借款为 33.21 亿元，其中抵押借款占 14.31%，信用借款占 2.41%，保证借款占 83.28%。同期，公司一年内到期的其他非流动负债 36.00 亿元，包括公司同北京银行股份有限公司（以下简称“北京银行”）金运支行签订“北京城建投资发展股份有限公司 2016 年度债权融资计划之受托管理协议”（融资金额 15.00 亿元，2018 年 1 月 13 日到期）；公司之子公司兴华地产同北京银行金运支行签订的“北京城建兴华地产有限公司 2016 年度第一期债权融资计划之受托管理协议”（融资金额 18 亿元，2018 年 3 月 14 日到期）以及公司同北京银行签订的“委托债权投资计划”（融资金额 20 亿元，于一年内到期金额 3 亿元）。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债合计 426.17 亿元，同比大幅增长 68.48%，主要系长期借款大幅增长所致。截至 2017 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 62.63%）、应付债券（占 13.49%）、递延所得税负债（占 4.33%）和其他非流动负债（占 19.55%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款金额合计 266.92 亿元，同比大幅增长 160.52%，主要系 2017 年公司房地产开发项目较多，相应信用、保证借款等大幅增加所致；其中，质押借款占 2.90%，抵押借款占 1.76%，保证借款占 41.66%以及信用借款占 53.68%。从贷款期限结构上看，公司贷款以 3 年期借款为主，借款到期日基本集中在 2019~2020 年且待偿付金额大，存在一定集中偿付压力。

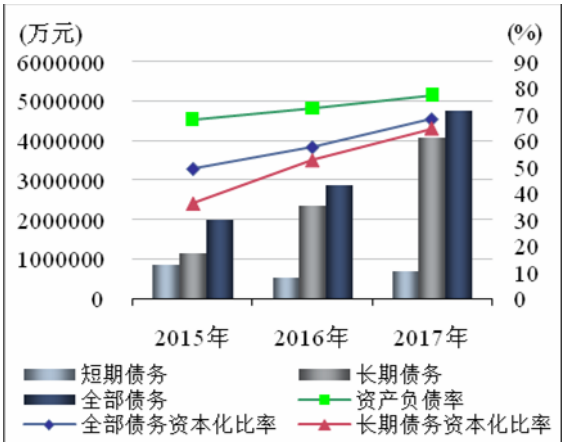
截至 2017 年底，公司应付债券为 57.48 亿元。公司应付债券主要系公司于 2015 年 7 月 20 日发行的 7 年期公司债券 58.00 亿元，债券简称为“15 城建 01[2]”，债券代码为“122402”，票面利率为 4.40%。

[2] 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。

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

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务规模为 477.00 亿元，同比增长 66.27%，主要系长期借款增长及债权融资计划增加所致。债务构成方面，截至 2017 年底，短期债务占比为 14.53%，长期债务占 85.47%，长期债务比重同比增长 3.86 个百分点。以长期债务为主的债务结构有利于公司在大规模投资阶段资金调配的稳定性。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率与长期债务资本化比率分别为 77.42%、68.27%和 64.77%，同比均有所增长。整体看，跟踪期内公司有息债务规模较大且持续增长，公司总体债务负担较重。

图3　近年公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司所有者权益因永续债发行而有所增长，但未分配利润占比仍大，整体稳定性一般；公司流动负债与非流动负债占比相当，债务规模有所增长，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，公司总体债务负担较重。

3. 盈利能力

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

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

2017 年，公司公允价值变动收益为 0.69 亿元，由负转正，主要系按公允价值计量的投资性房地产账面价值增长所致，2017 年公司公允价值变动收益占公司营业利润的比例为 3.70%，公司盈利对公允价值变动收益依赖性一般。

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

图4 公司近年盈利指标情况



资料来源：公司财务报告

2017 年，公司所有者权益规模有所增长；同期，公司营业成本及费用亦有所增长，公司净利润有所上升。从盈利指标看，受上述因素影响，2017 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比均有所下降，公司营业利润率为 18.30%，同比下降 4.07 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 2.64%和 7.09%，同比分别下降 0.97 个百分点和 0.65 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入有所增长，但受成本与费用拉升影响，利润水平有所下滑，投资收益对营业利润贡献度较大，公司整体盈利能力较好。

4. 现金流及保障

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，2017 年公司经营活动现金流入量为 200.00 亿元，同比下降 1.59%，主要因公司收回投标保证金同比大幅下降至收到其他与经营活动有关的现金同比下降；同期现金流出量为 339.36 亿元，同比增长 53.79%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金同比大幅增长所致。受此影响，2017 年公司经营活动产生的现金净流量为 -139.36 亿元，同比 2016 年，经营活动现金净流出规模大幅扩大。从收入实现质量来看，公司 2017 年现金收入比为 124.34%，同比下降

20.99 个百分点，受项目结转与现金回流时点变动影响，公司收入实现质量有所下滑，整体尚可。

从投资活动现金流来看，受收到的投资收益现金下降的影响，2017 年公司投资活动现金流入为 1.49 亿元，同比下降 57.75%；同期，受投资支付的现金大幅增长的影响，公司投资活动现金流出量大幅增加至 16.98 亿元。2017 年，公司投资活动现金流量净额为-15.49 亿元，资金流出规模由净流入转至净流出且规模较大。

2017 年，公司经营与投资活动合计现金净流出量为 154.85 亿元，净流出规模大，公司有较大筹融资需求。筹资活动现金流来看，2017 年，公司筹资活动现金流入 269.73 亿元，同比增长 50.63%；同期现金流出量为 91.61 亿元，同比下降 32.16%。公司筹资活动现金流入主要包括通过银行借款、发行债务等方式获得资金，筹资活动现金支出主要为偿还借款本金和利息及向股东派息等。2017 年，公司筹资活动现金净流入 178.12 亿元，同比大幅增长 304.55%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流均呈净流出状态，且流出规模大幅扩大；投资活动流入维持较低水平，但流出量大幅增长；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，经营与投资净流出量的大幅增长拉升公司筹资活动现金净流入的规模大幅扩大。

5. 偿债能力

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

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 规模同比下降 5.39%至 21.56 亿元，但全部债务规模同比大幅增长 66.27%至 477.00 亿元。受此影响，2017 年，公司 EBITDA 利息倍数下降至 1.00 倍；公司全部债务/EBITDA 上升至 22.13 倍，公司 EBITDA 对债务和利息的保护程度趋弱。同时，公司经营活动现金净流出规模同比进一步扩大，对全部债务的保障能力不足。总体看，公司长期偿债能力指标弱。

截至 2017 年底，公司为商品房买受人提供住房按揭借款担保，尚未结清的担保余额为 73.70 亿元，除此之外，公司无对外担保。

截至 2017 年底，公司合计取得银行授信额度为 857.40 亿元，已使用额度为 436.76 亿元，尚可使用额度 420.64 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. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，（机构信用代码：G1011010801382300S），截至 2018 年 3 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；过往债务融资工具均已按时还本付息。总体看，公司债务履约情况良好。

7. 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、存续债券偿还能力分析

2017 年，公司 EBITDA 为 21.56 亿元，其对存续中期票据“17 京城投 MTN001”余额的覆盖倍数为 2.16 倍，覆盖程度一般。

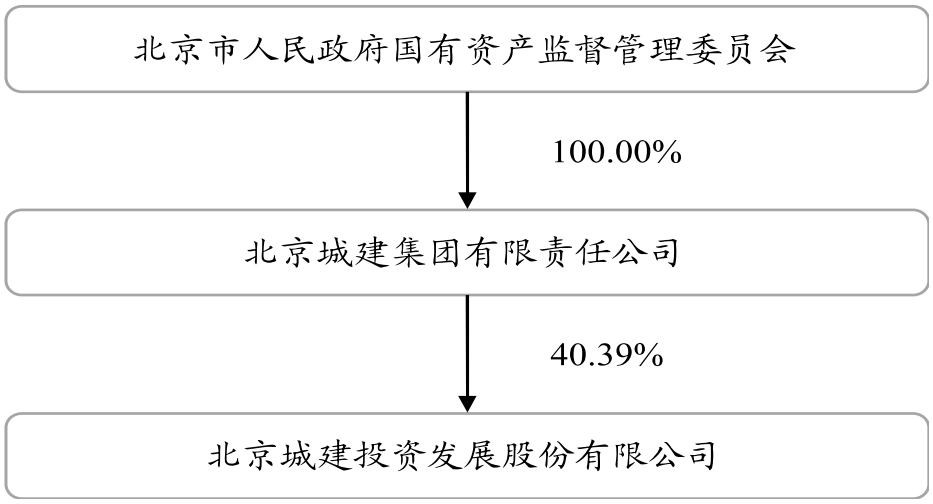
总体看，公司经营活动产生的现金流与 EBITDA 规模对“17 京城投 MTN001”的保障

能力一般。

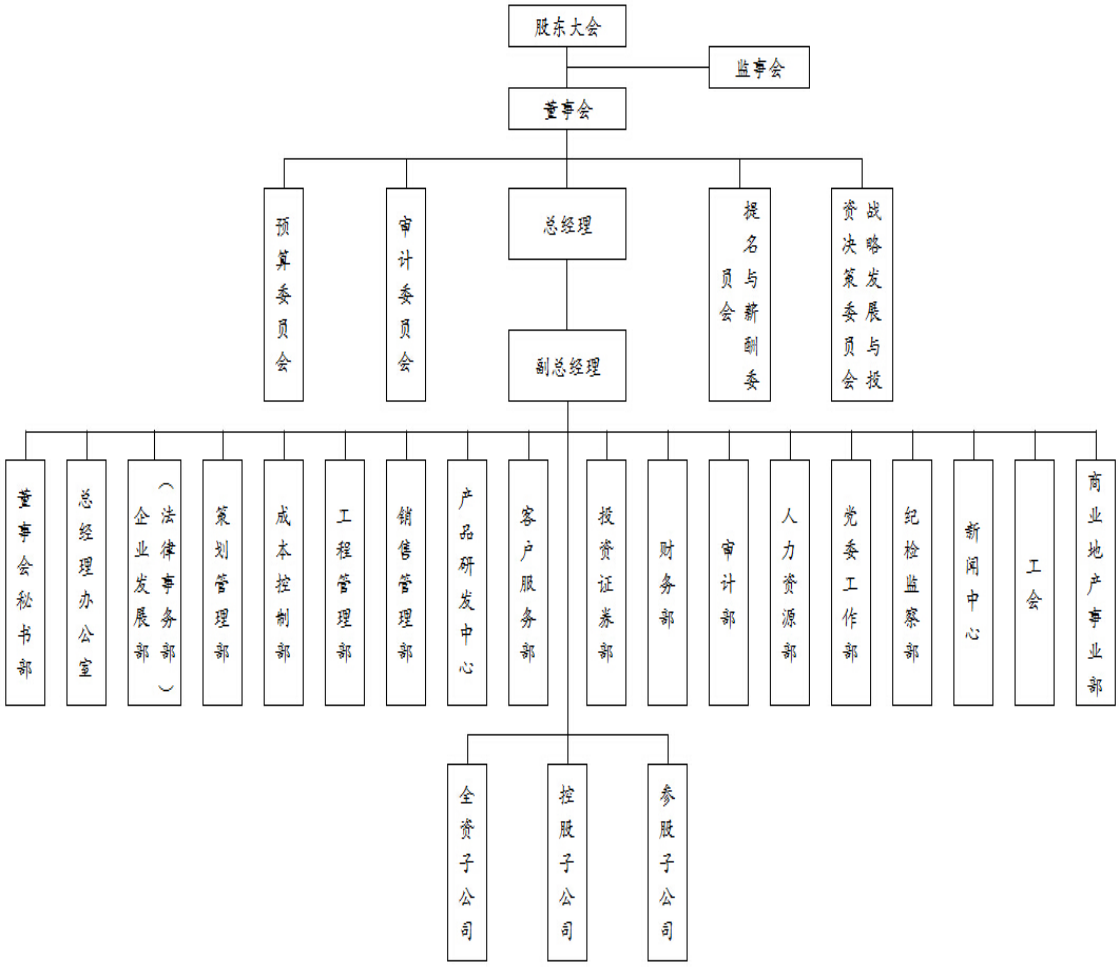
十一、结论

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AA^+，评级展望为稳定，维持“17 京城投MTN001”信用等级为AA^+。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	69.95	97.28	120.76
资产总额(亿元)	640.35	760.57	982.09
所有者权益(亿元)	204.05	210.56	221.73
短期债务(亿元)	84.60	52.75	69.31
长期债务(亿元)	152.05	234.13	407.69
全部债务(亿元)	236.65	286.89	477.00
营业总收入(亿元)	91.78	116.28	140.43
利润总额(亿元)	19.23	20.99	18.67
EBITDA(亿元)	20.91	22.78	21.56
经营性净现金流(亿元)	-56.31	-17.43	-139.36
财务指标			
销售债权周转次数(次)	114.74	145.21	220.99
存货周转次数(次)	0.15	0.17	0.19
总资产周转次数(次)	0.16	0.17	0.16
现金收入比(%)	122.52	145.33	124.34
营业利润率(%)	26.50	22.37	18.30
总资本收益率(%)	3.70	3.61	2.64
净资产收益率(%)	7.27	7.74	7.09
长期债务资本化比率(%)	42.70	52.65	64.77
全部债务资本化比率(%)	53.70	57.67	68.27
资产负债率(%)	68.13	72.32	77.42
流动比率(%)	196.27	216.11	257.78
速动比率(%)	36.66	45.22	75.49
经营现金流动负债比(%)	-21.37	-5.87	-41.70
EBITDA 利息倍数(倍)	1.66	1.37	1.00
全部债务/EBITDA(倍)	11.32	12.59	22.13

注：将其他非流动负债计入公司长期债务。

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。