

跟踪评级公告

联合[2014]1404号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持北京首都创业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“11首创集MTN1”和“11首创集MTN2”AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十八日



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

<http://www.lhratings.com>

北京首都创业集团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

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
11 首创集 MTN1	8 亿元	2011/1/12- 2016/1/12	AA ⁺	AA ⁺
11 首创集 MTN2	35 亿元	2011/2/21- 2016/2/21	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 28 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	233.61	176.81	217.64	194.04
资产总额(亿元)	1021.94	1126.00	1294.54	1335.45
所有者权益(亿元)	208.23	244.69	330.22	329.34
长期债务(亿元)	299.61	354.93	370.30	412.66
全部债务(亿元)	464.60	516.78	604.77	648.63
营业总收入(亿元)	187.32	196.92	229.27	27.44
利润总额(亿元)	25.83	25.26	36.96	-3.49
EBITDA(亿元)	53.72	54.57	75.13	--
经营性净现金流(亿元)	12.75	21.70	-43.68	-45.98
营业利润率(%)	28.12	24.84	23.27	19.74
净资产收益率(%)	8.17	7.01	7.59	--
资产负债率(%)	79.62	78.27	74.49	75.34
全部债务资本化比率(%)	69.05	67.87	64.68	66.32
流动比率(%)	141.88	137.71	145.58	152.20
全部债务/EBITDA(倍)	8.65	9.47	8.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	2.51	2.84	--
经营现金流动负债比(%)	2.79	4.36	-7.74	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

周 潇 焦 洁
 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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 北京首都创业集团有限公司(以下简称“公司”)资产规模持续扩大, 营业收入稳定增长; 核心业务保持在行业地位、产业布局 and 区域竞争力的综合优势。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到投资收益和政府补助对公司盈利水平影响较大、公司债务负担较重、金融业务业绩波动大、政府加大房地产调控执行力度等因素对公司经营及信用水平可能带来的不利影响。

公司投资的基础设施项目经营业绩稳定, 水务市场布局逐步完善并进入固废处理领域延伸了环保产业链, 城市交通业务运营良好, 各产业的资源整合和转型升级有助于公司进一步优化资本结构和产业结构。公司经营现金流入量对“11 首创集 MTN1”和“11 首创集 MTN2”的保障能力较强。

综合考虑, 联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“11 首创集 MTN1”和“11 首创集 MTN2” AA⁺的信用等级。

优势

1. 公司为北京市国资委直属企业, 跟踪期内公司各投资项目得到了良好的政府资源支持。
2. 公司水务市场布局逐步完善, 2013 年水务业务收入增长较快。
3. 公司经营现金流入量对“11 首创集 MTN1”和“11 首创集 MTN2”的保护程度良好。

关注

1. 政府加大房地产调控执行力度以及市场有效需求的波动对公司房地产业务经营有一定负面影响。
2. 跟踪期内, 公司债务规模持续扩张, 债务负担较重; 短期债务规模大, 存在短期支

付压力。

3. 跟踪期内，公司经营活动现金净流出规模大，公司对外部筹资依赖程度大。
4. 公司 2011~2013 年的审计报告均为有保留意见的非标准意见审计报告。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与北京首都创业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京首都创业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因北京首都创业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京首都创业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于北京首都创业集团有限公司主体长期信用及“11 首创集 MTN1”和“11 首创集 MTN2”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

北京首都创业集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 1995 年 12 月 8 日，是经北京市人民政府办公厅京政办函[1995]181 号文《关于重新组建北京首都创业集团的通知》批准，在原北京市政府办公厅、市计委等下属的 15 家企业基础上重组成立的大型国有独资企业，注册资本 330000 万元。2000 年 12 月 15 日，根据北京市人民政府《关于同意北京首都创业集团建立现代企业制度的批复》（京政函[2000] 183 号），公司改制为国有独资有限责任公司，同时更名为现名。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（以下简称“北京市国资委”）。

公司主要经营范围：对授权范围内的国有资产进行经营管理；主营投资与资产管理、房地产、市政基础设施、金融服务、商业贸易和旅游酒店等业务。

截至 2013 年底，公司纳入合并报表范围的二级子公司 30 家（包括公司本部在内），旗下包括北京首创股份有限公司（首创股份，SZ600008）、首创置业股份有限公司（首创置业，2868.HK），以及阳光新业地产股份有限公司（阳光股份，SZ000608）、哈工大首创科技股份有限公司（工大首创，SH600857）等多家上市公司。公司本部下设 17 个职能部门：集团办公室、董事会办公室、人力资源部、财务管理部、战略管理部、协同发展部门、资本运营部、资产管理部、基础设施部、房地产部、金融管理部、法律部、审计部、企业管理部、党群工作部、纪检监察室和首创研究院（见附件 1-1）。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 1294.54 亿元，所有者权益 330.22 亿元（其中少数股东权益 255.68 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 229.27 亿元，利润总额 36.96 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 1335.45 亿元，所有者权益 329.34 亿元（其中少数股东权益 255.34 亿元）。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.44 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区双榆树知春路 76 号翠宫饭店 15 层；法定代表人：刘晓光。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场

经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济概况

北京市是中华人民共和国的首都，全国政治、文化和国际交往中心，也是中国陆空交通的总枢纽。北京市位于华北平原北端，东南局部地区与天津市相连，其余为河北省所环绕。

据《北京市 2013 年国民经济和社会发展统计公报》显示，北京市 2013 全年实现地区生产总值 19500.6 亿元，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 161.8 亿元，增长 3%；第二产业增加值 4352.3 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 14986.5 亿元，增长 7.6%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 93213 元（按年平均汇率折合 15052 美元）。三次产业结构由上年的 0.8:22.7:76.5 变化为 0.8:22.3:76.9。

全市完成地方公共财政预算收入 3661.1 亿

元，比上年增长 10.4%。其中，实现增值税 574.9 亿元，增长 83.1%；营业税 1034.8 亿元，减少 10.2%；实现企业所得税和个人所得税 802.1 亿元和 333.8 亿元，分别增长 6.6%和 18.6%。地方公共财政预算支出（含中央追加支出）4170.2 亿元，增长 13.2%。其中，用于农林水事务、节能环保、科学技术、城乡社区事务的支出分别增长 33.7%、21.7%、17.4%和 17.4%。

全年实现工业增加值 3536.9 亿元，比上年增长 7.8%。在规模以上工业中，国有控股企业增加值增长 6.8%；高技术制造业、现代制造业增加值分别增长 10.4%和 14.2%。规模以上工业实现销售产值 17062.1 亿元，增长 7%。其中内销产值 15549.7 亿元，增长 7.7%；出口交货值 1512.4 亿元，增长 0.3%，产品销售率为 99.2%。

全年完成全社会固定资产投资 7032.2 亿元，比上年增长 8.8%。其中，国有控股单位完成投资 4156.8 亿元，比上年增长 4.6%；民间投资完成 2419.5 亿元，比上年增长 15.9%。全年完成基础设施投资 1785.7 亿元，下降 0.2%，主要投向交通运输和公共服务业，其中交通运输投资 664.5 亿元，所占比重为 37.2%，公共服务业投资 451.3 亿元，所占比重为 25.3%。全年完成房地产开发投资 3483.4 亿元，比上年增长 10.5%。其中住宅投资 1724.6 亿元，增长 5.9%；写字楼投资 611.7 亿元，增长 59%；商业、非公益用房及其他投资 1147.1 亿元，增长 0.6%。

2. 基础设施产业（水务、城市交通）

公司下属基础设施业务主要以北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”），以及天津京津高速公路有限公司、北京市基础设施投资开发公司和北京首创基础设施投资有限责任公司等负责建设和经营。

水务行业

水务行业包括供水、排水、污水处理、中水回收利用和水污染防治等多个领域。由于水务项目投资规模大、回收期长，行业具有典型的自然垄断属性和规模经济效应。但受供排水

管网分布的地域限制，水务企业服务范围大多具有一定的区域局限性。

“十一五”期间，中国加快城市供水管网建设和改造，在扩大供水服务范围、提高供水普及率的同时，降低供水管网漏损率、促进城市节约用水。据国家统计局最新公布资料显示，2006~2012 年，全国城市用水普及率从 86.73% 上升到 97.16%。尽管城市人口增长和用水普及率提高带来用水需求的增加，但中国城市供水总量自 2007 年起就基本保持在 500 亿立方米左右的水平，直至 2012 年底达到约 523 亿立方米的水平，主要原因是供水基础设施的改善提高了城市供水效率以及节能减排政策的实施有利于工业企业通过技术进步、综合利用、产业结构调整等降低水耗。

随着中国供水量的稳步增加，全国污水排放量亦呈现快速增长趋势，水体污染问题日益突出。近年来，城市污水处理设施建设取得较大进展，污水处理能力日益提升。“十二五”期间，全国预计新增污水处理能力 5000 吨/日，年均增速在 10% 左右，污水处理产能更多向中西部地区、中小城市转移。再生水市场启动，“十二五”期间，城市污水处理再生利用率将达到 10%，再生水将新增投资逾百亿元。由于中国水资源的稀缺性日渐显现并且未来水价上调成为必然趋势，所以污水处理及循环利用、再生水市场、海水淡化市场、自来水供应将成为下一个热点领域。

水务行业是关系国计民生的公共事业，政府对行业运行加以较严格的监督和管理，集中体现在供排水价格的定价机制上。中国水价制度经历了公益性无偿供水、政策性低价供水、按成本核算计收水费、按商品价格管理四个阶段，水价改革呈现价格不断上涨、价格分类不断简化、逐渐推行阶梯式水价等特征。截至 2013 年底，中国 86 个城市居民生活用水平均价格为 2.62 元/立方米，其中自来水价格平均为 1.85 元/立方米、污水处理费平均为 0.77 元/立方米。随着人口增长、城市化推进和经济发展，中国

供水行业和供排水价格将保持稳定上升态势，供水商将迎来新的发展空间。

国家环保总局环境规划院此前一项预测显示，中国“十二五”和“十三五”时期废水治理投入将分别达 1.05 万亿元和 1.39 万亿元，其中工业和城镇生活污水的治理投资将分别达 4355 亿元和 4590 亿元。其次，未来超出水资源控制量之外的增量指标，将通过水权流转或再生水使用的方式满足，这些政策将为从事污水处理的相关公司带来明显利好。

为进一步占领和巩固国内水务市场，各水务公司纷纷加快区域布局，北京、江苏、湖南、内蒙古、山东等省市均已成为各大水务公司抢占的重点区域，一些区域政府也通过投资成立区域性水务公司来规划本地市场，行业竞争日渐激烈。“十二五”期间，国家通过政策发布推动环境产业向环境服务业转型，引导各水务企业把各自的战略定位倾向于综合环境服务商或系统解决方案提供商，这一转型也正在被市场和越来越多的企业所认同。未来几年将是水务市场的快速转型时期，也将是重新洗牌的重要时期，同时污泥处置、海水淡化、再生水循环利用、餐厨垃圾处置、景观水治理等新兴产业也将成为市场关注的热点。

总体看，未来水价改革将成为中国价格改革的重点之一，水价进一步上涨已成为必然趋势，这将为水务行业创造更为可观和稳定的盈利空间，水务环保行业的利润率有望进一步提升。

城市交通行业

近年来，北京市经济继续保持较快增长。2013 年北京市地区生产总值达到 19500.6 亿元，比上年增长 7.7%，人均地区生产总值 15052 美元，在中国大陆位列第二，达到中上等国家和地区的发展水平。在经济快速增长的同时，北京市基础设施投资也保持了较好的发展态势。2007 年以来，以推进奥运基础设施建设为重点，北京市一批重大项目相继建成投入使用，基础设施能力建设进一步加强。2013 年，北京市完

成全社会固定资产投资 7032.2 亿元，比上年增长 8.8%，其中，基础设施投资 1785.7 亿元，同比下降 0.2%，而基础设施投资的重点则是交通运输和公共服务业，其中，交通运输投资 664.5 亿元，占比 37.2%，公共服务业投资 451.3 亿元，占比 25.3%。

根据国家发展改革委批准的《北京市城市轨道交通近期建设规划》，北京市将在 2007~2015 年间，规划建设轨道交通项目 19 项，施工线路长度 447 公里，到 2015 年最终形成 19 条线路 561 公里的轨道交通线网规模。

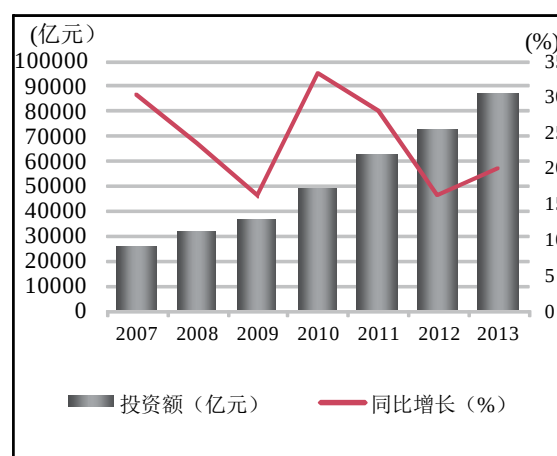
总体看，北京市基础设施建设的快速发展为相关建设和经营企业带来巨大机遇，为其业务发展提供了有力保障。

3. 房地产业

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2009 年，为抑制房价过快上涨和打击投机行为，防范房地产价格泡沫扩大，政府加大对投资炒房的打击力度，重点遏制房价过快上涨，政策取向由“扶持、刺激”转变为“鼓励自住性需求，控制投资性需求，遏制投机性需求”。2010 年 4 月 17 日，国务院下发《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》（国发[2010]10 号通知，即“新国十条”），再次重申严打“炒房”现象，对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况，暂停发放购买第三套及以上住房贷款；对不能提供 1 年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证明的非本地居民暂停发放购买住房贷款。这是近年最严厉的房地产调控政策。2010 年 5 月，北京、广州、深圳、重庆等地陆续出台了地方细则，强化了楼市调整预期。信贷收紧和调控执行力度加强的背景下，开发商的资金链受到影响，一定程度抑制了房价非理性上涨，中长期有利于规范市场健康发展，但短期内市场面临成交量萎缩。2011 年，全国房价上涨过快的重点城市相继推出了包括“限购”在内的严厉调控措施，使一直过热的房地产市场

进一步降温。

图 1 中国房地产开发投资完成额情况



资料来源：wind 资讯

对于房地产开发企业，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业，要在规定时间内一次性公开全部房源，严格按照申报价格，明码标价对外销售。住房城乡建设部门要会同有关部门，加大对捂盘惜售、囤积房源，散布虚假信息、扰乱市场秩序等违法违规行为的查处力度，加强对住房特别是保障性住房的工程质量安全监管。国土资源部门要严格土地出让价款的收缴，深化合同执行监管，加强对闲置土地的调查处理，严厉查处违法违规用地和囤地、炒地行为。

2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定的原则，制定并公布年度新建商品住房价格控制目标，建立健全稳定房价工作的考核问责制度。2013 年下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制，维持宏观政策稳定，十八届三中全会将政府工作重心明确为全面深化改革；不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策，不同城市由于市场走势分化，政策取向各有不同。统计数据显示，2013 年楼市全面回暖，一二线城市

房价持续快速上涨，截至 2013 年 11 月底，百城房价指数环比连续 18 个月上涨，2013 年以来累计上涨 10.74%，同比连续 12 个月上涨，涨幅扩大至 10.98%，十大城市涨幅明显高于百城平均水平，北京、广州、深圳尤为突出。住宅销售量方面，2013 年前 11 个月，全国商品房销售面积已经突破 11 亿平方米，同比增长 21%，商品房销售金额近 7 万亿元，同比增长 31%，其中，住宅销售面积和销售金额同比分别增长 21%和 31%。

2013 年，房地产开发投资 86013 亿元，比上年增长 19.8%。其中，住宅投资 58951 亿元，增长 19.4%；办公楼投资 4652 亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 11945 亿元，增长 28.3%。

未来国内房地产行业将进入快速整合期，国家政策导向成为房地产市场运行的关键，房地产行业竞争的重心将倾向融资能力及品牌影响力，品牌地产商将通过盈利模式复制及合作兼并等方式逐步扩大市场份额，行业集中度将逐步提高。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。

4. 金融服务业

公司金融服务业目前形成了包括证券、保险、基金、期货、担保等业务在内的投资银行体系，成为协调公司核心主业发展的重要平台。

证券市场是金融市场的重要组成部分，在金融体系中占据重要地位。历经 20 多年的发展，中国证券市场初步形成以股票市场、债券市场及衍生品市场为主的市场格局，证券市场规模快速扩大，参与主体不断丰富，市场层次建设和监管体制改革取得一定成效。投资者结构亦渐趋合理，基金、保险公司、证券公司、社保基金、QFII 等机构投资者数量增长较快，投资金额占比较大。

截至 2013 年底，中国境内上市公司数量达 2489 家；股票总市值达 23.10 万亿元；股票有

效账户超过 1.32 亿户，相比 2012 年有所下降，主要是由于证券市场低迷，市场交易活跃度降低，投资者处于观望状态或将资金投向收益率更高的金融资产；受 IPO 暂停政策影响，全年境内股票筹资金额 2802.76 亿元，相比 2012 年有所下降；全年股票成交金额 46.87 万亿元；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 40.61%。

根据证券业协会的数据统计，截至 2013 年底，中国共有 115 家证券公司，全行业资产总额 2.08 万亿元，净资产 7538.55 亿元，净资本 5204.58 亿元，证券公司行业资产总额、净资产和净资本均较 2012 年底有所上升。2013 年，证券公司全行业实现营业收入 1592.41 亿元，净利润 440.21 亿元，全行业营业收入和净利润均较 2012 年有所上升。从收入结构上看，2013 年中国证券行业业务收入以代理买卖证券业务（759.21 亿元，占比 47.67%）为主，其余业务中证券投资收益（305.52 亿元，占比 19.19%）、融资融券业务利息收入（184.62 亿元，占比 11.59%）和证券承销与保荐业务（128.62 亿元，占比 8.07）。相较 2012 年，2013 年证券行业收入中经纪业务收入和资产管理业务收入占比增加，自营业务收入和投资银行业务收入占比减少。

总体看，作为强周期行业，证券行业的景气度与宏观经济及证券场景气度息息相关，在证券市场处于低迷的背景下，证券行业将加速整合，传统经纪业务占比高、同质化服务严重的证券公司将在激烈的市场竞争中被淘汰，而创新能力出众、资本金规模优势明显、差异化服务开展良好的证券公司更有希望在竞争中胜出。

五、基础素质分析

1. 产权状况

北京市人民政府作为公司国有资产的出资者，授权北京市国资委代表国家履行国有资产出资人职责，对公司行使出资人职权并承担相应义务，出资比例占公司实收资本的 100%，是

公司的出资人和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

自 1995 年重组以来,公司已构建了以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发建设为核心的房地产业和以证券、担保业务为核心的金融服务业等三大核心主业,并初步发展成为一个战略定位明确、发展思路清晰、主营业务突出、品牌知名度高、综合实力较强的产业投资控股公司,成为北京市乃至全国有一定影响力和带动力的大型企业集团。近年来,公司逐步打造了以基础设施、房地产、金融业务为核心的三大主业,发展成为具有较强市场竞争实力和可持续发展能力的大型产业投资控股公司。

北京首创股份有限公司(以下简称“首创股份”,公司持股 59.52%)是公司下属经营城市基础设施和公用事业的上市公司。截至 2013 年底,首创股份水务项目分布于全国 40 多个城市,基本形成了全国性布局,水处理能力合计 1500 万立方米/日。

首创置业股份有限公司(以下简称“首创置业”,公司持股 45.58%)是中国大型地产综合运营商,综合实力位居中国地产业前列。目前,首创置业以北京为基地,已逐步形成以环渤海经济圈为核心,以其它区域中心城市为推动的全国布局。

3. 人员素质

截至 2013 年底,公司共有高级管理人员 6 人。

公司董事长刘晓光先生,高级经济师,硕士博士生导师;现任公司党委书记、董事长,兼任首创置业、首创股份董事长,新资本国际投资有限公司董事局主席,瑞士达沃斯世界经济论坛会员,阿拉善 SEE 生态协会创始会长、理事;曾历任北京市计委总经济师、副主任、首都规划建设委员会副秘书长。

公司总经理王灏先生,高级经济师,教授、

博士生导师,经济学博士后;现任公司党委副书记、副董事长、总经理;曾历任北京市煤炭总公司副经理,北京市境外融投资管理中心党组成员、副主任,北京市国有资产经营有限责任公司党组成员、董事、副总经理,北京地铁集团有限责任公司党委常委、董事、副总经理,北京市基础设施投资有限公司党委副书记、董事、总经理,北京市国资委党委委员、副主任(正局级)。

总体看,公司高管人员管理经验丰富,整体素质高。

4. 外部支持

公司是北京市国资委全资公司,在多年的经营发展过程中,能获得政府的政策及资金支持。国家每年给予公司大额专项财政补贴,用于支持其在水务、基础设施建设领域的业务开展。

根据 2008 年 1 月 1 日起实行的《中华人民共和国所得税法实施条例》,企业从事污水处理项目的所得,自项目取得第一笔生产经营收入所属纳税年度起,第一年至第三年免征企业所得税,第四年至第六年减半征收企业所得税,首创股份下属多个项目公司可享受此政策。这些优惠政策有力地支持了公司的经营运作。

六、管理分析

跟踪期内,公司在管理方面无重大变化。

七、经营分析

近年来,公司逐步构建了以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发建设为核心的房地产业和以证券、担保为核心的金融服务业等三大核心主业,已成为具有较强市场竞争力和可持续发展能力的大型产业投资控股公司。

2013 年公司实现营业总收入 229.27 亿元,较 2012 年增长 16.43%。公司主营业务中房地

产营业收入占比 49.50%，毛利率为 30.97%，是公司主要利润来源；市政基础设施类业务发展较为稳定，对公司利润贡献较大；金融服务业毛利率最高，2013 年为 62.54%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业总收入 27.44 亿元，为 2013 年全年总收入 229.27 亿元的

11.97%，主要系房地产业务在 2014 年一季度确认收入金额较小。2014 年 1~3 月，公司毛利率 38.59%，较 2013 年明显上升，系其他类业务在一季度收入占比较大且毛利率高所致。总体来看，公司保持良好发展态势。

表 1 2011~2014 年 3 月公司营业总收入构成情况（单位：亿元，%）

业务分类	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~3 月		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
市政基础设施	40.96	21.87	46.02	39.44	20.03	46.95	53.95	23.53	29.23	10.01	36.46	26.00
房地产	77.93	41.60	39.06	95.05	48.27	31.48	113.48	49.50	30.97	5.09	18.54	26.71
金融服务	11.94	6.37	86.68	6.88	3.49	68.46	9.45	4.12	62.54	2.38	8.67	51.84
贸易	31.92	17.04	6.74	32.78	16.65	6.55	26.02	11.35	7.19	4.98	18.15	8.20
其他	24.56	13.11	37.30	22.76	11.56	31.69	26.37	11.50	37.13	4.99	18.18	100.00
合计	187.32	100.00	37.88	196.92	100.00	31.75	229.27	100.00	29.87	27.44	100.00	38.59

资料来源：公司提供

1. 基础设施板块

公司下属基础设施业务主要以首创股份、全资子公司天津京津高速公路有限公司、北京市基础设施投资开发公司和北京首创基础设施投资有限责任公司等负责建设和经营。

水务板块

公司水务产业以首创股份为龙头和载体，核心业务包括城市供水和污水处理两大领域，水处理规模和市场占有率均位居国内水务行业首位。截至 2013 年底，首创股份水务项目分布于全国 40 多个城市，基本形成了全国性布局，水处理能力合计 1500 万立方米/日。

通过促进存量项目的水量增长、保证新项目投入运营、加强成本管理等多种途径，首创股份稳步提升水务板块盈利能力。2013 年首创股份实现营业收入 42.31 亿元，同比增长 25.06%；实现利润总额 10.94 亿元，同比增长 17.24%；归属于母公司净利润 6.01 亿元，同比增长 3.43%。

供水方面，截至 2013 年底，公司拥有供水项目 14 个，主要分布于安徽马鞍山、铜陵、淮南、江苏徐州、浙江余姚、山西临猗、河北秦皇岛、辽宁盘锦、内蒙古包头、陕西渭南、宝

鸡以及深圳。随着公司供水项目的增加和原有项目的扩建，公司供水能力不断增加，2011~2013 年以及 2014 年 3 月底分别为 669.80 万立方米/日、792.80 万立方米/日、830.30 万立方米/日和 901.67 万立方米/日。

表 2 2011~2014 年 3 月公司供水业务运营情况

（单位：万立方米/日，亿立方米，%）

年度	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
供水能力	669.8	792.8	830.3	901.67
供水量	14.27	14.37	16.10	3.49
售水量	11.37	11.46	13.07	2.86
产销差率	20.32	20.28	18.84	18.05

资料来源：公司提供

污水处理方面，公司通过 BOT、收购兼并及委托运营等方式逐步开拓污水处理市场。截至 2013 年底，公司拥有 25 个污水处理项目，其中 7 个在山东省，在当地形成一定区域优势。随着污水项目的持续扩张，公司污水处理能力不断提升，2011~2013 年以及 2014 年 3 月底分别 582 万立方米/日、627 万立方米/日、671 万立方米/日和 687 万立方米/日；同期，公司污水处理量分别为 14.43 亿立方米、16.06 亿立方米、15.90

亿立方米和2.85亿立方米。由于2013年部分项目尚未投入运营，污水处理量并未随处理能力的提升而增加。

表3 2011年~2014年3月公司污水业务运营情况
(单位: 万立方米/日, 亿立方米)

年度	2011年	2012年	2013年	14年3月
污水处理能力	582.00	627.00	671.00	687.00
污水处理量	14.43	16.06	15.90	2.85

资料来源: 公司提供

为了逐步完善全产业链格局, 2011年首创股份以首创香港为平台, 收购了香港上市公司——新环保能源有限公司(代码 3989), 持有新环保能源控股有限公司 4.49 亿股, 持有其总股本的 28.9%, 成为单一最大股东。此次收购为首创股份开拓了垃圾收集、分选, 到焚烧发电或厌氧发电, 至残渣处理一揽子解决方案等环保能源新业务, 进一步巩固了其市场地位和竞争优势, 完善了城市综合投资运营商的功能。目前, 首创股份已经成功涉足水务及固废领域, 形成了集设计、工程、投资和运营为一体的基本完整的产业链架构。借助新环保能源公司的平台, 固废处理业务还将快速发展, 成为新的利润增长点。

未来, 首创股份将投资与运营并重, 在抢占水务资源同时继续延伸产业链。一般水务企业与政府的合作模式采用固定水价, 所生产的自来水卖给拥有管网的当地自来水公司, 再由自来水公司向终端用户销售。与此不同的是, 首创股份下属的大部分水务公司都拥有或租赁当地的输、配水管网, 直接面向终端用户供水和收取水费, 未来将最大程度受益于水价长期渐进式的上涨。

综合看, 城市供水和污水处理是社会生产和生活所必需的服务, 需求弹性较小, 公司水务板块的经营和盈利具有连续性和稳定性的特点。

城市交通板块

公司城市交通业务主要集中于北京市公共交通设施的建设和经营。多年的经营使公司在

基础设施尤其是城市道路交通建设领域积累了丰富的经验。此外, 良好的政府背景也成为公司在项目孵化、市场开拓、资金融通等各方面的强大支持因素, 保证了公司业务的有效开展。

城市交通方面, 公司已先后投资 60 多亿元控股或参股建设了京石、京津高速路、京通快速路、地铁四号线、地铁五号线、轻轨十三号线、绿化隔离带以及首发公司等基础设施项目。京津高速路(天津段)由天津京津高速公路有限公司负责运营, 公司持股 60%, 地铁四号线由北京京港地铁有限公司(以下简称“京港地铁”)负责运营, 公司持股 49%(由于公司对其具有实质控制权, 故纳入合并范围)。京津高速和北京地铁四号线已成为公司基础设施板块最为核心的部分。

京津高速于 2008 年 7 月 16 日建成, 并全线通车。2013 年, 京津高速累计通行费收入 54153 万元, 日均收入 148 万元, 出口车流量累计 1274 万辆次, 日均出口车流量 3.5 万辆次。

表4 京津高速运营情况

年份	2012年	2013年
累计通行费收入(亿元)	5.56	5.42
日均收入(万元)	152	148

数据来源: 公司提供

北京地铁四号线线路全长 28.65 公里, 工程总投资约 153.8 亿元, 共设 24 座车站。在四号线之后, 京港地铁公司继而获得了四号线的南延长线——大兴线的运营管理和养护维修。委托运营期为 10 年, 期满经市政府同意后可以延长。大兴线于 2010 年 12 月 30 日与四号线贯通运营。

表5 地铁运营情况(单位: 万元)

年份	2012年	2013年	2014年1~3月
地铁四号线			
累计车票收入	34542	35561	7751
日均收入	95	97	86

地铁大兴线			
委托运营收入	14816	16228	4434
日均收入	41	44	49

数据来源：公司提供

综合看，多年的经营使公司在基础设施尤其是城市道路交通建设领域积累了丰富的经验；良好的政府背景也有助于公司在项目孵化、市场开拓、资金融通等方面获得更多支持，从而保证了公司业务的有效开展。

2. 房地产板块

首创置业是公司房地产业务的核心载体，是北京大型综合性房地产营运商之一。此外，公司直属全资子公司北京首创建设有限公司（简称“首创建设”）主营商业贸易和房地产项目开发。

2013年，房地产市场调控政策继续。首创置业竣工面积较上年有所增长，为224万平方米。2013年，首创置业新落成项目主要包括北京和平大道、北京芭蕾雨·悦都、北京澜茵山等项目（见下表）。

表6 2011-2013年首创置业经营情况
(单位：万平方米、亿元)

年份	2011年	2012年	2013年
竣工面积	134	157	224
签约面积	118	173	192
签约收入	110	133	196
结算面积	62	--	--
结算金额	74	91	113

数据来源：公司定期报告，联合资信整理

表7 首创置业2013年新落成项目情况（平方米）

项目名称	物业类型	首创置业持股比例	新落成建筑面积
天津国际半岛	住宅	100%	92297
天津福堤山	住宅	55%	47445
天津A-Z Town	住宅	55%	189778
天津溪堤郡	住宅	40%	72597
天津福特纳湾	住宅	40%	34456
天津红树湾	住宅	100%	60391
西安国际城	住宅/商业	40%	302164
青岛空港国际中心	商业	100%	94122

北京首都创业集团有限公司

镇江首创悦府	住宅	100%	142243
成都万卷山	住宅	55%	220850
成都东公元	住宅	55%	254191
成都国际城	住宅	100%	60473
无锡首创悦府	住宅	100%	48493
重庆宏恩国际生活区	住宅	50%	314853
沈阳国际城	住宅	30%	142251
湖州奥特莱斯	商业	100%	42841
海南奥特莱斯	住宅/商业	55%	118346
合计	--	--	2237791

资料来源：公司提供

从销售方面看，2013年，首创置业不断优化产品结构，取得良好的销售业绩，当年实现签约收入196亿元，同比大幅增长47.37%。2013年，首创置业售楼签约面积为192万平方米，同比增长10.98%，其中住宅产品签约面积175万平方米，实现签约销售收入168亿元。

表8 首创置业2013年项目销售情况
(单位：平方米，元/平方米，亿元)

项目名称	签约销售面积	签约销售均价	签约销售收入
住宅部分（京津地区）	661057	13833	91.45
住宅部分（京津以外地区）	1088344	7050	76.73
商业写字楼部分	93958	26252	24.47
车位	79527	4157	3.31
合计	1922886	10201	196.15

资料来源：公司提供

2013年，公司通过公开招拍挂、并购、合并开发等多种方式新增土地资源。截至2013年底，首创置业拥有的土地储备总建筑面积995万平方米（权益面积785万平方米），土地储备地上面积841万平方米（权益面积675万平方米）。上述土地储备面积中，约63%为住宅、12%为商业、8%为写字楼、2%为酒店、15%为车库及其他。现有土地可满足首创置业3~4年发展需要，土地储备规模适中。

3. 金融板块

公司金融服务业目前形成了包括证券、保险、基金、期货、担保等业务在内的投资银行体系，成为协调公司核心主业发展的重要平台。2013年，公司金融板块实现总收入9.45亿元，毛利率为62.54%。

公司金融服务产业包括证券、担保、农业投资以及风险投资，形成了除银行、保险以外比较完整的金融投行体系。此外，公司还管理着证券投资基金（银华基金、中邮基金）、农业投资基金、境内外地产基金（首创华夏）、股权投资基金（首创成长）等六只基金。这些金融投行体系为公司的资本运作提供了重要的平台，也为公司快速发展提供了重要的融资渠道。

首创证券有限责任公司（简称“首创证券”，公司持股46.15%）是一家具备证券经纪、承销、自营的综合类证券公司。近年来，首创证券不断优化自身业务结构，逐渐形成了以证券经纪业务为基础，投资银行、固定收益业务等中高端中介业务为重点的业务架构。

北京首创融资担保有限责任公司（以下简称“首创担保”，公司持股71.74%）成立以来遵循“政策性资金、法人化管理、市场化运作”的运行模式，大力开拓北京市中小企业担保市场，参与了北京高端制造业、文化创意产业、农业产业、小额绿色通道建设等担保平台的构建与运营，并加快创新担保新品种，业务规模不断扩大。截至2013年底，首创担保在保项目7657个，2013年代偿项目8个，代偿金额0.78亿元，追偿金额0.32亿元。2013年首创担保实现收入4.35亿元。

在农业金融服务方面，经北京市人民政府批准，由政府出资授权公司设立北京市农业投资有限公司（公司持股100%，注册资本10亿元，于2008年12月26日正式成立，以下简称“农投公司”）。2013年，农投公司实现营业总收入0.87亿元。

4. 经营效率

2011~2013年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数三项指标的平均值分别为10.25、0.45次和0.18次，2013年以上三项指标分别为9.55次、0.48次和0.19次。总体来看，公司经营效率一般。

5. 未来规划

2011~2015年，公司计划通过加强与GIC、威利雅、住友、摩根大通等跨国公司以及文化部中国录音录像出版总社、中信集团等央企的合作，加快结构优化和转型升级的步伐，做强做优核心主业，实现由主要依靠规模扩张向依靠质量效益提升转换。

综合看，未来公司将基于自身的行业地位、市场占有率和近年的成长性进行规划，以逐步提高集团资产的运营质量和效率，稳步扩大市场份额和经营收入，在挖潜和管理升级的基础上，完成收入和利润等各项指标。

八、财务分析

公司2011~2013年度报表经北京大华会计师事务所有限公司审计，三年均出具了有保留意见段的非标准意见审计报告。公司于2008年1月1日开始全面执行新会计准则，2014年一季度财务报表未经审计。

公司2013年度纳入合并范围的二级子公司共29户，财务报表均经注册会计师审计；其中，出具标准无保留意见的二级公司有19户，非标准审计意见的10户。2011~2013年，导致公司审计报告出具非标准审计意见事项类型相同，其中2013年非标准审计意见主要事项如下：①公司下属18户子企业因吊销、停业原因未纳入2011年度财务报表合并范围；②公司下属子企业各类款项（例如递延税款、投资收益、往来款等）的存在性、完整性、准确性和可收回性会计师无法予以确认。

1. 盈利能力

2013年公司实现营业收入225.03亿元，较

上年增长 16.08%，增长主要来自来自房地产和商业贸易。2013 年，公司实现利润总额 36.96 亿元，较上年增长 46.31%，主要系公司营业外收入大幅增长。公司净利润 25.07 亿元，较上年增长 46.21%。

2013 年，公司期间费用占营业收入的比重为 22.58%，较上年增长 1.96 个百分点，占比较高，公司费用控制能力有待提高。

2013 年，公司实现投资收益 10.57 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益增加 2.60 亿元，处置长期股权投资产生的投资收益 3.92 亿元，其余为持有及处置金融资产产生的收益。2013 年，公司公允价值变动收益 4.84 亿元，主要为按公允价值计量投资性房地产 4.31 亿元和交易性金融资产 0.52 亿元。2013 年，公司实现营业外收入 19.85 亿元，较 2012 年增长 407.54%，主要系政府补助利得（补贴收入）中项目补贴（10.86 亿元）、开发补偿款（2.07 亿元）和京通快速路补贴（1.79 亿元）。

2013 年，公司营业利润率为 23.27%，较 2012 年略下降 1.57 个百分点；公司净资产收益率和总资产收益率分别为 7.59%和 5.60%，整体盈利能力一般。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入分别为 26.47 亿元，为 2013 年营业收入的 11.76%，收入下降较快，主要系公司房地产业务一季度确认收入较少，以致当期公司整体出现亏损，利润总额为-3.49 亿元。

综合看，公司主业经营较为平稳，投资收益对公司利润总额贡献较大，2013 年政府补助对公司利润总额贡献较大，整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013 年公司经营活动现金流入为 295.41 亿元，较上年增长 4.87%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 221.28 亿元，较上年增长 13.08%；收到其他与经营活动有关的现金（主要为各种往来款、补贴款、代理业务收款等）为 69.52 亿元，较上年增长 7.59%。

2013 年公司经营活动现金流出为 339.09 亿元，较上年增长 30.43%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 224.32 亿元和支付其他与经营活动有关的现金（主要为各类往来款、付现费用代理业务付款）68.53 亿元；经营活动现金流量净额为-43.68 亿元，比上年大幅减少了 65.37 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长 79.96 亿元所致。从收入实现质量看，2013 年公司现金收入比为 98.34%，较 2012 年的 100.94%有小幅下降，公司现金回收质量一般。

从投资活动看，2013 年公司投资活动现金流入为 127.05 亿元，比 2012 年增长 68.72%，其中主要为收回投资收到的现金 73.39 亿元；2013 年投资活动现金流出为 125.65 亿元，比 2012 年减少 17.67%，主要系投资支付的现金减少。2013 年公司投资活动产生的现金流量净额为 1.41 亿元，筹资活动前现金流量净额为-42.27 亿元，经营活动产生的现金流量净额为净流出状态，对外投资支出规模呈下降趋势。公司经营净现金流出规模大，筹资压力大。

从筹资活动看，目前公司主要通过银行贷款和发行债券满足对资金的需求。公司 2013 年筹资活动产生的现金流入为 373.66 亿元，较上年增加 33.37%，相应筹资活动产生的现金流量净额为 78.57 亿元。

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 40.96 亿元；公司收到、支付其他与经营活动有关的现金分别为 74.63 亿元和 63.26 亿元；2014 年 1~3 月经营活动现金流量净额为-45.98 亿元。公司投资活动现金流量净额为-7.69 亿元，筹资活动现金流量净额为 33.08 亿元。

总体看，跟踪期内公司收入实现质量一般，经营活动现金净流出规模较大，对外部筹资的依赖程度加大。

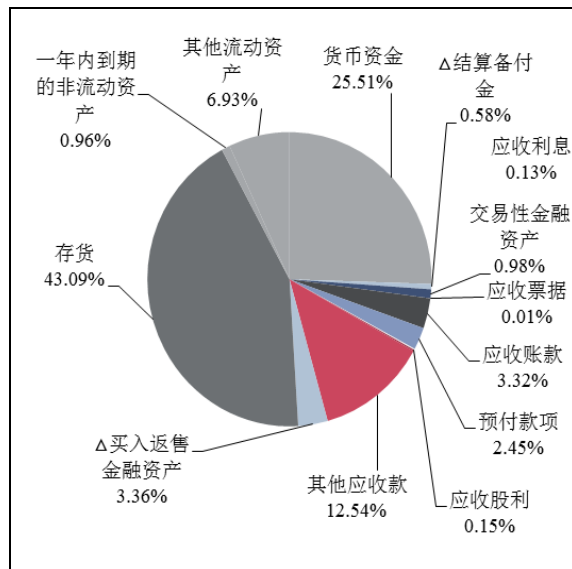
3. 资本及债务结构

资产

2011~2013 年，公司资产总额呈增长趋势，三年年均复合增长 12.55%。截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 1294.54 亿元，较上年底增长 14.97%，其中流动资产占比 63.45%，非流动资产占比 36.55%。

截至 2013 年底，公司流动资产共计 821.34 亿元，其中货币资金、其他应收款和存货占比较高，分别为 25.51%、12.54%和 43.09%。

图 2 2013 年底公司流动资产构成



数据来源：公司财务报告

截至 2013 年底，公司货币资金 209.54 亿元，主要由银行存款构成，其中其他货币资金 4.19 亿元（按揭贷款保证金、本部担保监管资金和银行承兑汇票保证金为主），仅占货币资金的 2.00%。

截至 2013 年底，公司交易性金融资产为 8.04 亿元，主要由交易性债券投资和交易性权益工具投资构成。

截至 2013 年底，公司应收账款 27.26 亿元，主要系下属水务公司的污水处理费和自来水费及下属贸易公司的贸易费用。公司应收账款余额共计 28.84 亿元，计提坏账准备 1.58 亿元，计提比例 5.48%，计提较为充分。

截至 2013 年底，公司预付款项为 20.14 亿元，较期初下降 22.30%，主要为下属子公司首创股份预付的工程款，以及首创置业预付的购

买土地及建筑物的定金。随着部分交易逐步完成并结算，该款项金额逐年减少。

2013 年底，公司其他应收款净额 102.99 亿元，主要以往来款（土地保证金等）为主。其他应收款前五名债务人欠款资金在其他应收款账面余额中占 31.10%，集中度较低（见表 7）。从账龄来看，1 年以内的占 29.46%，1~2 年的占 31.86%，2~3 年的占 6.17%，3~4 年的占 2.14%，4~5 年的占 7.29%，5 年以上的占 23.08%，已计提坏帐准备 18.74 亿元，综合计提比例为 15.39%，计提充分。公司其他应收款账龄长，对公司资金周转形成一定压力。

表 9 2013 年底其他应收款前五名债务人情况

（单位：亿元，%）

序号	债务人名称	金额	占比	帐龄
1	北京土地收购储备中心	19.41	15.95	1~2 年
2	沈阳昊华置业有限公司	4.77	3.92	1~5 年
3	土地开发项目保证金	3.00	2.46	1~2 年
4	天津土地收购储备中心	2.50	2.05	1 年以内
5	奥特莱斯置业广东有限公司	2.35	1.93	2~3 年
合计		32.03	26.31	--

数据来源：公司财务报告

截至 2013 年底，公司存货余额为 353.89 亿元，较上年增长 13.11%，存货构成以自制半成品及库存商品（产成品）为主（276.62 亿元，占 78.07%），其余为库存商品（产成品）（54.44 亿元，占 15.36%）、其他（18.21 亿元，占 5.14%）、工程施工（已完工未结算款）（2.85 亿元，占 0.80%）、原材料（2.11 亿元，占 0.59%）、消耗性生物资产（0.06 亿元，占 0.02%）和周转材料（0.06 亿元，占 0.02%），公司存货的变现能力受房地产行业政策影响较大。

截至 2013 年底，公司其他流动资产为 56.91 亿元，主要为预缴税金、持有待售投资、财政托管担保资金、暂时性持有资产净值、委托贷款等。

截至 2013 年底，公司非流动资产共计

473.20 亿元，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产构成，分别占比 16.62%、8.10%、20.40%和 34.94%。

截至 2013 年底，公司长期股权投资净额为 78.66 亿元，主要是对下属企业的投资，其中投资额较大的有北京京港地铁有限公司、第一创业证券有限责任公司、通用首创水务投资有限公司和北京首创阳光房地产有限责任公司等。

截至 2013 年底，公司投资性房地产净额为 38.33 亿元，较 2012 年底减少 22.00 亿元，其主要是转为自用房地产 32.43 亿元。

截至 2013 年底，公司固定资产账面余额为 147.59 亿元；累计计提固定资产折旧 50.53 亿元，2013 年计提折旧 23.91 亿元，其中机器设备科目 2013 年折旧最高，为 17.02 亿元，占全部折旧的 71.18%；减值准备 0.51 亿元；固定资产净额为 96.55 亿元，其中房屋建筑物占 49.97%，机器设备占 39.23%，其他占 9.04%。

2013 年，公司无形资产为 163.23 亿元，主要由土地使用权（占比 5.88%）和特许权（占比 93.57%，主要为京津高速公路经营权）组成。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1335.45 亿元，其中流动资产占比 64.14%，非流动资产占比 35.86%。总体看，公司资产构成基本稳定。

总体看，公司整体资产质量较高，但资产变现能力较弱，资产流动性一般。

所有者权益

2011~2013 年，公司所有者权益呈增加趋势。截至 2013 年底，公司所有者权益 330.22 亿元，其中少数股东权益为 255.68 亿元；母公司所有者权益构成主要是实收资本（或股本）和资本公积，未分配利润为-32.09 亿元。公司所有者权益中归属于母公司的权益比例较低。

2011~2013 年公司实收资本持续增长。2013 年公司实收资本 40.83 亿元，较上年增长 0.51 亿元，主要系收到国有资本经营预算资金 0.51 亿元。

2011~2013 年公司资本公积持续增长。2013

年，公司资本公积为 62.73 亿元，较上年增加 4.47 亿元，主要系公司及各子公司的资本（股本）溢价。

2013 年公司少数股东权益快速增长，为 255.68 亿元，较 2012 年增加 78.12 亿元，带动公司所有者权益合计数额的快速增长。少数股东权益的增长主要源于子公司首创置业发行永续债券 23.81 亿元（根据该永续债的发行条款，首创置业并无偿还本金或支付任何分配利息的义务，因此将其计入权益工具）和专项资管计划收到投资款 20.10 亿元。

2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 329.34 亿元（包含少数股东权益 255.34 亿元），其中，实收资本不变，资本公积增加 3.45 亿元。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，2013 年少数股东权益大幅增长，未分配利润一直为负。公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 964.32 亿元，较上年增长 9.42%，主要系短期借款和长期借款大幅增加所致。流动负债以短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主，占负债总额的 58.51%；非流动负债以长期借款和应付债券为主，占负债总额的 41.49%。2013 年底，公司应付债券 101.87 亿元，较 2012 年底减少 22.21 亿元，新增包括首创股份 2013 年发行的 5 亿元人民币定向债务融资工具和首创香港 2013 年发行的 1 亿美元私募债。

截至 2013 年底，公司有息债务合计 604.77 亿元，较上年增长 16.69%。其中，长期债务占 61.23%，较上年的 68.68%有所降低。公司 2013 年底资产负债率为 74.49%，公司全部债务资本化比率为 64.68%，长期债务资本化比率为 52.86%，均较上年底有所下降。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 1006.11 亿元，较 2013 年底增长 4.33%，主要系公司长期借款和应付债券增长所致。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和

长期债务资本化比率略有增长，分别为 75.34%、66.32%和 55.61%。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，但受权益增长的影响，债务指标有所下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 145.58%和 82.85%，与 2012 年底相比均有所上升。2013 年公司现金流量净额大幅下降，相应公司经营现金流动负债比为-7.74%，与上年的 4.36%相比有大幅变化。短期债务规模快速上升，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2013 年公司 EBITDA 为 75.13 亿元，相应 EBITDA 利息倍数为 2.84 倍，全部债务/EBITDA 为 8.05 倍，与上年相比有所降低，公司对全部债务和利息的保护能力尚可。

公司所发行的仍在存续期内的债券中，“11 首创集 MTN1”和“11 首创集 MTN2”到期时间分别为 2016 年 1 月 21 日和 2016 年 2 月 21 日，到期时间相近，故下述债券偿还能力分析将以同时考虑两期债券偿还额共计 43 亿元为基准。2011~2013 年，公司 EBITDA 对 43 亿元债券的覆盖倍数分别为 1.25 倍、1.27 倍和 1.75 倍，EBITDA 对待偿还债券的保障能力较强。2011~2013 年，公司经营活动现金流入量对 43 亿元债券的加权平均覆盖倍数为 6.48 倍，2013 年公司经营活动现金流入量为 295.41 亿元，为 43 亿元债券的 6.87 倍，经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖程度高。

截至 2013 年底，公司获得国内多家银行授信额度为 785.38 亿元，尚未使用信用额度为 269.93 亿元。公司旗下拥有首创股份（SH 600008）、首创置业（HK 2868）、阳光股份（SZ 000608）、工大首创（SH 600857）和 S 前锋（SH 600733）共 5 家上市公司，在资本市场具有较强的融资能力。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司对外提供的担保金额为 318.54 亿元（其中北京首创融资担保有限公司为企业或个人提供担保余额 224.44 亿元，北京市农业融资担保有限公司为农业企业及农户共 814 户提供 38.61 亿元），占净资产的比重为 96.46%。不考虑首创担保、农投公司为多户企业或个人提供的担保，公司本部及其他子公司对外担保金额合计 55.49 亿元（其中首创置业股份有限公司为购房者提供按揭担保 31.98 亿元，北京经济发展投资公司为多家购房客户提供担保 6.06 亿元），比率为 16.80%。总体看，公司整体对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

截至 2013 年底，公司系统内共存在 6 件未决重大法律纠纷案件，涉案总金额为 32148.7 万元，存在一定或有负债风险。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至 2014 年 6 月 6 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

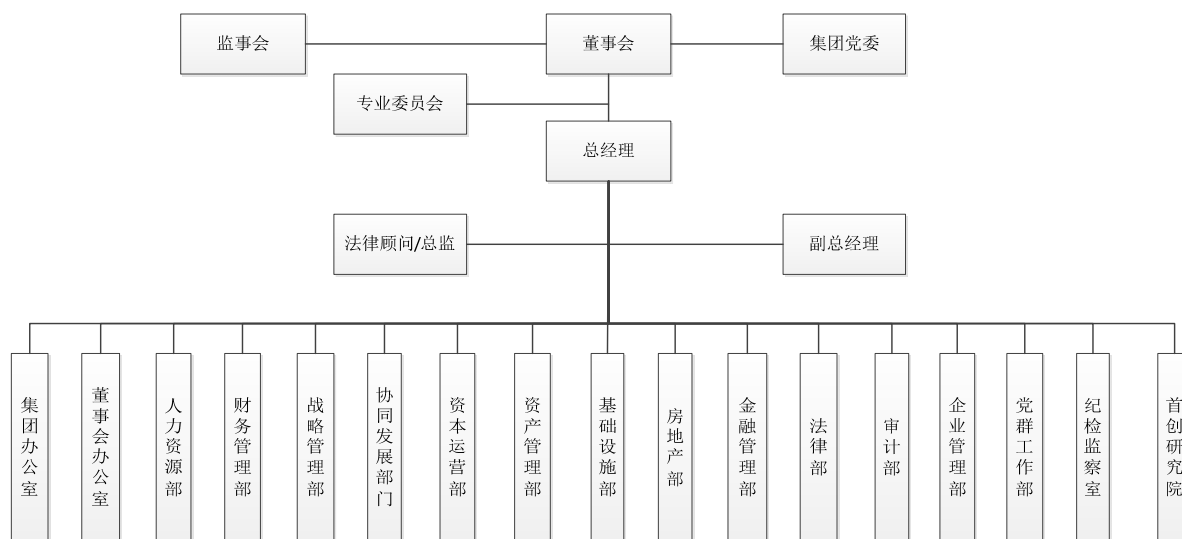
6. 抗风险能力

总体看，公司在水务、城市交通和房地产开发建设领域整体竞争实力强，具有多年的城市基础设施建设管理和房地产投资开发运营实践经验。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

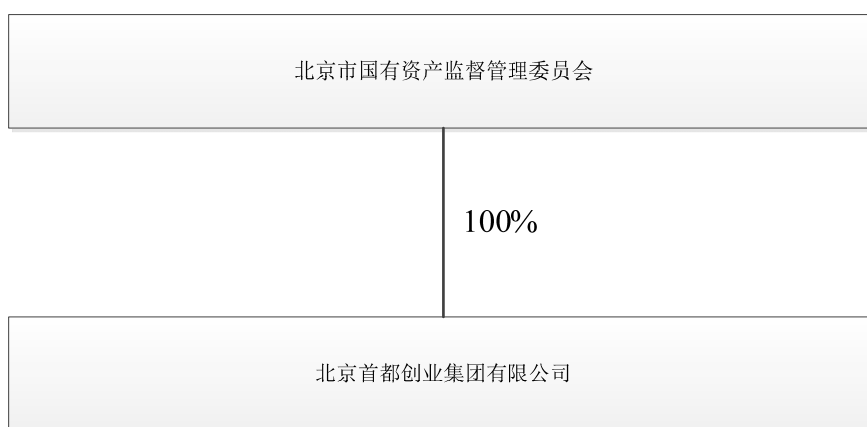
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA⁺的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“11 首创集 MTN1”和“11 首创集 MTN2”AA⁺的信用评级。

附件 1-1 公司股权结构图及组织结构图



附件 1-2 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	233.61	176.81	217.64	194.04
资产总额(亿元)	1021.94	1126.00	1294.54	1335.45
所有者权益(亿元)	208.23	244.69	330.22	329.34
短期债务(亿元)	164.99	161.85	234.47	235.97
长期债务(亿元)	299.61	354.93	370.30	412.66
全部债务(亿元)	464.60	516.78	604.77	648.63
营业收入(亿元)	187.32	196.92	229.27	27.44
利润总额(亿元)	25.83	25.26	36.96	-3.49
EBITDA(亿元)	53.72	54.57	75.13	--
经营性净现金流(亿元)	12.75	21.70	-43.68	-45.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.14	10.82	9.55	--
存货周转次数(次)	0.41	0.45	0.48	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.18	0.19	--
现金收入比(%)	101.23	100.94	98.34	154.71
营业利润率(%)	28.12	24.84	23.27	19.74
总资本收益率(%)	5.56	5.10	5.60	--
净资产收益率(%)	8.17	7.01	7.59	--
长期债务资本化比率(%)	59.00	59.19	52.86	55.61
全部债务资本化比率(%)	69.05	67.87	64.68	66.32
资产负债率(%)	79.62	78.27	74.49	75.34
流动比率(%)	141.88	137.71	145.58	152.20
速动比率(%)	79.93	74.78	82.85	80.63
经营现金流流动负债比(%)	2.79	4.36	-7.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	2.51	2.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.65	9.47	8.05	--

注：公司 2014 年一季度财务数据未经审计。

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	
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 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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 + 一年内到期的长期负债 + 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级