跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1667 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，将北京首都创业集团有限公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AAA，评级展望为稳定，并将“11首创集MTN1”和“11首创集MTN2”的信用等级由AA^{+}调整为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月三十日

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
中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA		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	AAA	AA$^+$
11 首创集 MTN2	35 亿元	2011/2/21-2016/2/21	AAA	AA$^+$

跟踪评级时间：2015 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	176.81	217.59	317.66	365.64
资产总额(亿元)	1126.00	1294.57	1851.08	1944.93
所有者权益(亿元)	242.54	330.61	414.69	450.02
短期债务(亿元)	161.85	220.25	327.30	307.88
全部债务(亿元)	516.78	590.54	819.75	885.59
营业收入(亿元)	196.92	229.27	237.83	34.52
利润总额 (亿元)	25.26	36.92	39.52	-1.49
EBITDA(亿元)	42.72	75.09	81.90	--
经营性净现金流(亿元)	21.70	-43.73	-93.74	-21.37
营业利润率(%)	26.01	24.69	25.32	23.21
净资产收益率(%)	7.01	7.57	6.40	--
资产负债率(%)	78.27	74.46	77.60	76.86
全部债务资本化比率(%)	67.87	64.11	66.41	66.31
流动比率(%)	137.71	145.68	135.29	144.81
全部债务/EBITDA(倍)	12.10	7.86	9.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	2.84	1.37	--
经营现金流动负债比(%)	4.36	-7.76	-10.67	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

李苏磊　王兴萍

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

北京首都创业集团有限公司（以下简称“公司”）是北京市国资委下属承担市政府指导性项目投资任务主体，同时兼有市场化房地产业务。跟踪期内，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领先地位。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，有助于优化产业结构。公司持有首创股份、首创置业、阳光股份、工大首创等多家上市公司股权，资本市场直接融资能力较强，有利于公司优化资本结构。公司经营现金流入量对“11首创集MTN1”和“11首创集MTN2”的保障能力很强。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA$^+$调整为AAA，评级展望为稳定，将“11首创集MTN1”和“11首创集MTN2”的信用等级由AA$^+$调整为AAA。

优势

1. 公司房地产业务聚焦京津地区，在行业景气度下行的情况下，保持了良好的发展态势。
2. 公司为北京市国资委直属企业，跟踪期内公司在水务和基础建设领域得到了良好的政府资源支持。
3. 公司产业布局完善，跟踪期内，资产规模大幅增长，营业收入稳步提升。
4. 跟踪期内，公司下属上市公司首创股份有

限公司非公开发行股票募集资金总额大，公司资本结构有所优化。

关注

1. 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。
2. 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。

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至到期日内有效；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 2015 年 3 月底，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（以下简称“首创股份”，SZ600008）、首创置业股份有限公司（以下简称“首创置业”，2868.HK），以及钜大国际控股有限公司（以下简称“钜大国际”，HK1329）、首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”，HK3989）、成都前锋电子股份有限公司（以下简称“S 前锋”，SH600733）等 5 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 2014 年底，公司合并资产总额 1851.08 亿元，所有者权益 414.69 亿元（其中少数股东权益 303.15 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 237.83 亿元，利润总额 39.52 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 1944.93 亿元，所有者权益 450.02 亿元（其中数股东权益 334.24 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.52 亿元，利润总额-1.49 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：王灏。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）

502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

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。

根据《北京市 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，2014 年，北京市实现地区生产总值 21330.8 亿元，比上年增长 7.3%，其中，第一产业增加值 159 亿元，下降 0.1%；第二产业增加值 4545.5 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 16626.3 亿元，增长 7.5%。2014 年，北京实现工业增加值 3746.8 亿元，比上年增长 6.0%，其中，规模以上工业增加值增长 6.2%；全年完成全社会固定资产投资 7562.3 亿元，比上年增长 7.5%，其中，第三产业投资 6681.6 亿元，增长 9.5%。北京市经济平稳发展，经济质量和产业结构不断优化。

房地产开发方面，2014 年，北京市完成房地产开发投资 3911.3 亿元，比上年增长 12.3%。其中，住宅投资 1962 亿元，增长 13.8%；写字楼投资 750.2 亿元，增长 22.6%；商业、非公益用房及其他投资 1199.1 亿元，增长 4.5%。全年新开工、筹集各类保障性住房 10.1 万套，竣工 10.7 万套，配租配售 4.4 万户。

同期，北京市居民收入水平随经济发展稳步提高。2014 年，全市城镇居民人均可支配收入 43910 元，扣除价格因素后，较上年增长 7.2%，农村居民人均纯收入 20226 元，扣除价格因素后，较上年增长 10.3%。

伴随着北京市经济稳步发展，其财政实力进一步增强。2014 年，北京市全年完成地方公共财政预算收入 4027.2 亿元，比上年增长 10.0%；其中，增值税 646.7 亿元，增长 12.5%；

营业税 1068.6 亿元，增长 3.3%；企业所得税和个人所得税 915.8 亿元和 383.5 亿元，分别增长 14.2%和 14.9%。稳健的财政收入为城市建设奠定了良好的经济基础。

总体看，跟踪期内，北京市经济稳步增长，产业结构不断优化，财政实力进一步加强，为公司的发展创造了良好的外部环境。

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。

2014年全年总用水量6220亿立方米，比上年增长0.6%。其中，生活用水增长2.7%，工业用水增长1.0%，农业用水增长0.1%，生态补水增长0.6%。万元国内生产总值用水量112立方米，比上年下降6.3%。万元工业增加值用水量64立方米，下降5.6%。人均用水量456立方米，比上年增长0.1%。近年自来水用量基本稳定，自来水供应可分为居民生活用水和生产经营用水（包括工业用水、行政事业用水、经营服务用水和特种行业用水），其中工业用水是用水主体。2014年中国自来水生产量为4641137.09万立方米，比上年增长了15.64%。2014年，全国自来水生产量达4948708.8万立方米。

据统计，目前全国36个大中城市，居民生活用水（自来水）价格平均为2.08元/吨，其中36%的城市水价在2元—3元/吨，8%的城市水价高于3元/吨。为体现水资源的稀缺性，充分发挥水价的调节作用，国家正逐步推行工业和服务业用水超额累进加价制度，居民生活用水采用阶梯式水价制度。

从全球角度看，中国水价远远低于国际水平。以全国水价较高的北京市为例，其用水家庭支出占家庭收入的比重也仅为1.8%，全国平均水平仅在1%左右，基本没有体现自来水的稀缺资源价值。

从长期来看，基于水资源的稀缺性和中国城市化水平的不断提升带来的自来水需求量的加大，自来水价格仍将长期处于上行通道。

表 1　2015 年 4 月全国重点城市居民自来水价格

（单位:元/吨）

排名	城市	自来水价	排名	城市	自来水价
1	天津	4.00	19	沈阳	1.80
2	长春	3.80	20	银川	1.80
3	北京	3.64	21	厦门	1.80
4	成都	2.94	22	兰州	1.75
5	重庆	2.70	23	福州	1.70
6	石家庄	2.50	24	南京	1.68
7	昆明	2.45	25	上海	1.63
8	宁波	2.40	26	郑州	1.60
9	哈尔滨	2.40	27	海口	1.60
10	呼和浩特	2.35	28	南昌	1.58
11	太原	2.30	29	合肥	1.55
12	大连	2.30	30	长沙	1.53
13	深圳	2.30	31	武汉	1.52
14	济南	2.25	32	南宁	1.48
15	西安	2.25	33	乌鲁木齐	1.36
16	贵阳	2.00	35	杭州	1.35
17	广州	1.98	36	西宁	1.30
18	青岛	1.80			

资料来源：相应城市物价网、政府网及新闻门户网站

注：该表自来水价格不含污水处理费。

污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，其中生活污水是污水处理的主体，占到全国污水排放总量的 60%以上。未来随着中国人口数量的不断增加、城市化进程的继续推进和人民生活水平的提高，城镇生活污水排放量将平稳增长，成为新增污水排放量的主要来源。

近年来，随着全国各大城市污水排放总量的不断增长，国家政策逐渐向节能环保方向倾斜，对污水处理基础设施投资加大，污水处理能力明显提升，行业进入高速扩张期。根据《中国 2014 年国民经济和社会发展统计公报》，城市污水处理厂日处理能力达到 12896 万立方米，比上年末增长 3.5%，城市污水处理率达到 90.2%，提高 0.8 个百分点。

表 2　2015 年 4 月全国重点城市居民污水处理费

（单位：单位:元/吨）

排名	城市	污水处理费	排名	城市	污水处理费
1	南京	1.42	19	兰州	0.80
2	北京	1.36	20	海口	0.80
3	上海	1.30	21	南昌	0.80
4	南宁	1.17	22	武汉	0.80
5	重庆	1.00	23	长沙	0.75
6	昆明	1.00	24	贵阳	0.70
7	厦门	1.00	25	青岛	0.70
8	天津	0.90	26	银川	0.70
9	深圳	0.90	27	乌鲁木齐	0.70
10	济南	0.90	28	呼和浩特	0.65
11	广州	0.90	29	西安	0.65
12	成都	0.90	30	郑州	0.65
13	福州	0.85	31	沈阳	0.60
14	西宁	0.82	32	合肥	0.51
15	石家庄	0.80	33	太原	0.50
16	宁波	0.80	35	杭州	0.50
17	哈尔滨	0.80	36	长春	0.40
18	大连	0.80			

资料来源：中国水网

在污水处理价格方面，由于污水处理行业较早开始市场化运作，相对于自来水价格，污水价格更多采取市场定价方式。根据中国水网公布的最新数据，截至 2015 年 4 月，居民生活污水处理费排名前十的城市包括南京、北京、上海等地，价格处于 1.3～1.5 元/吨之间。

污水处理行业是典型的公用事业，因此其主要驱动因素是产业政策。近年来，国家政策不断向行业倾斜。作为“十二五”时期七大战略性新兴产业规划之一，2012 年发布的《“十二五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》指出，“十二五”期间，全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划投资近 4300 亿元。同年 5 月，《全国城镇供水设施改造与建设“十二五”规划及 2020 年远景目标》出台，涉及水厂改造、管网改造、新建管网、新建水厂、水质检测监管、供水应急能力建设等多个领域。

目前，污水处理行业正处于快速发展阶段，污水处理总量节节攀升，“十二五”规划对于污水处理又提出了进一步的要求，势必会带动大批行业投资。从污水处理价格来看，目前各地污水处理价格仍然由物价局决定，价格整体仍然处于低位，长期价格上涨已是必然之势。总体来说，污水处理行业长期看好。

城市交通行业

近年来，北京市经济继续保持较快增长。2014 年北京市地区生产总值达到 21330.8 亿元，比上年增长 7.3%，人均地区生产总值 99995.00 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。2014 年，北京市完成全社会固定资产投资 7562.3 亿元，比上年增

长 7.5%，其中，基础设施投资 2018.1 亿元，同比增长 13.0%，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《北京市城市快速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。

根据北京市交通委公布的京津冀协同发展交通一体化北京推进方案，未来干线铁路、城际铁路、市郊铁路和城市轨道交通四层网络将构成“轨道上的京津冀”轨道体系；京津冀国家高速公路的“断头路”京秦高速、京台高速和首都地区环线的密涿高速在 2017 年有望打通；京、津以及河北的石家庄、保定、张家口、廊坊这 6 座城市有望在 2017 年实现区域公交、地铁“一卡通”互联互通；三地签署了《交通一体化合作备忘录》。另外，北京新机场将于 2019 年启用。届时，除了一条连通市区与机场的地铁线将投入使用，京九客专和廊涿城际线都有望在新机场设站。

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. *房地产产业*

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。其中，北京当年成交减少而供应增加，供销比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。“‘930’新政”对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升，对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。多个城市出现多次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，在经济偏弱、旺

季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，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，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段。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，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

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。

自 2005 年股权分置改革以来，我国股票市场制度建设逐步完善，股票市场日趋成熟。中小板、创业板的陆续建立、三板市场的升级扩容以及酝酿之中的国际版的后续推出，都将深入地推动证券市场多层次发展。截至 2014 年末，我国境内上市公司数量达 2613 家；股票总市值达 37.25 万亿元；股票有效账户 1.42 亿户。2014 年，随着 IPO 的重启以及股票二级市场的回暖，全年境内股票筹资金额 4856.43 亿元，全年股票成交金额 74.39 万亿元，均较上年大幅提升；证券化率（股票总市值/GDP 总值）为 58.53%。

根据证券业协会的数据统计，截至 2014 年底，中国共有 120 家证券公司，全行业资产总额 4.09 万亿元，净资产 9205.19 亿元，净资本 6791.60 亿元，证券公司行业资产总额、净资产和净资本均较 2013 年底有所上升。2014 年，证券公司全行业实现营业收入 2602.84 亿元，净利润 965.54 亿元，全行业营业收入和净利润

均较 2013 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（1049.48 亿元，占比 40.32%）为主，其余业务中证券投资收益（710.28 亿元，占比 27.29%）、融资融券业务利息收入（446.24 亿元，占比 17.14%）和证券承销与保荐业务（240.19 亿元，占比 9.23%）。相较 2013 年，2014 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减少，自营业务收入和投资银行业务收入占比增加。

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市场景气度息息相关，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，公司已构建了以水处理为核心的水务环保产业、以城市轨道交通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四大核心主业，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（公司持股 54.32%）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 2015 年 3 月底，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 1700 万立方米/日。

首创置业（公司持股 32.02%）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. 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。

公司主要管理人员变动方面，2015 年 5 月起，刘晓光同志不再担任公司董事长兼总经理。

王灏同志接任公司董事长兼总经理。王灏，男，48 岁，高级经济师、教授、博士生导师，北京大学经济学院博士和政府管理学院博士后。现任公司党委书记、董事长、总经理，兼任首创股份有限公司副董事长、首创企业管理研究院院长。曾任北京市煤炭总公司三厂党委组织干事、企业发展部主任、厂长助理、副厂

长，北京市煤炭总公司副总经理、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）。

本次人事变动不会影响公司正常经营。

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实力和可持续发展能力的大型产业投资控股公司。

2014 年公司实现营业总收入 237.83 亿元，较 2013 年增长 3.73%。公司房地产销售占营业收入比重 40.17%，毛利率为 27.63%，是公司主要利润来源；商品销售业务收入主要来源于贸易和自来水销售，2014 年毛利率为 11.46%，与上年基本保持稳定；2014 年公司土地开发业务收入同比大幅提升 95.40%，主要是政府土地出让返还增多；公路通行费收入和地铁运营清分收入分别来自公司下属快速路、高速路和地铁运营，2014 年上述收入均较上年稳定增长。2014 年新增垃圾填埋回收收入 15.85 亿元，主要是湖南首创投资有限公司和首创环境控股有限公司的固体垃圾处理收入。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.52 亿元，只占 2014 年营业收入的 14.51%，主要系公司房地产业务一季度确认收入较少。2015 年 1~3 月，公司毛利率 18.36%。总体来看，公司保持良好发展态势。

表 3　2012~2014 年公司营业总收入构成情况（单位：亿元，%）

业务	2012 年		2013 年		2014 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
房屋销售	90.70	32.52	110.98	31.31	95.52	27.63
商品销售	44.34	10.39	35.93	9.06	27.48	11.46
土地开发	4.26	43.26	10.86	40.20	21.22	25.25
工程项目	17.15	14.38	20.32	15.22	18.04	11.66
污水处理	12.85	45.06	14.06	47.41	16.46	40.40
公路通行费	8.95	66.91	8.95	67.01	10.08	66.90
垃圾收集填埋回收	--	--	--	--	15.85	26.39
地铁运营票款清分	--	--	6.07	-78.01	7.67	-67.23
融资担保	2.64	86.41	2.94	91.77	3.50	92.65
服务费	4.33	56.51	3.00	68.80	3.21	55.38
其他	11.65	65.12	16.15	63.97	18.80	65.65
合计	**196.92**	**31.48**	**229.27**	**29.46**	**237.83**	**27.37**

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 2015 年 3 月底，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 1700 万立方米/日。

根据 2015 年 1 月 26 日《北京首创股份有限公司非公开发行 A 股股票发行情况报告书》，首创股份非公开发行 A 股股票 210307062 股，发行价格为 9.77 元/股，扣除发行费用后募集资金净额为 20.13 亿元。本次非公开发行后，首创集团持有首创股份股权比例由 59.52%变为 54.32%，首创集团仍为首创股份的第一大股东。

供水方面，截至 2015 年 3 月底，公司拥有供水项目 11 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，2012~2014 年分别为 792.80 万立方米/日、830.30 万立方米/日和 933.33 万立方米/日

表 4　2012~2015 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	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
供水能力	792.8	830.3	933.33	933.33
供水量	14.37	16.10	15.50	3.58
售水量	11.46	13.07	13.01	2.94
产销差率	20.28	18.84	16.06	17.88

资料来源：公司提供

污水处理方面，首创股份通过BOT、收购兼并及委托运营等方式逐步开拓污水处理市场。随着污水项目的持续扩张，首创股份污水处理能力不断提升，2012~2014年分别627万立方米/日、671万立方米/日和850万立方米/日；同期，首创股份污水处理量分别为16.06亿立方米、15.90亿立方米、16.94亿立方米和3.23亿立方米。

根据 2014 年 12 月 15 日《北京首创股份有限公司出售资产进展公告》，首创股份将持有的北京京城水务有限责任公司（以下简称“京城水务”）51%的股权转让给北京城市排水集团有限责任公司，交易价格为 22.71 亿元。截至 2015 年 5 月底，首创股份已收到股权转让款 11.36 亿元。受京城水务股权转让的影响，首创股份污水处理能力有所下降，截至 2015 年 3 月末为 638 万立方米/日。

表 5　2012 年~2015 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	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
污水处理能力	627.00	671.00	850.00	638.00
污水处理量	16.06	15.90	16.94	3.23

资料来源：公司提供

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。

固废处理板块

固废处理业务方面，首创股份通过投资、收购等方式扩大在固废处理行业的影响力。目前，首创股份固废处理业务的运营主体主要为下属全资子公司湖南首创投资有限责任公司（以下简称“湖南首创”）和控股公司首创环境。

湖南首创以 TOT、BOT 模式运营 6 个固废处理项目，截至 2015 年 3 月末已有 5 个项目处于运营状态。随着新建项目逐步投入运营，湖南首创垃圾处理能力不断提升，2015 年 3 月末湖南首创垃圾处理能力为 1610 吨/日。湖南首创垃圾处理量也呈较快增长，2012~2014 年和 2015 年 1~3 月分别为 19.82 万吨、22.72 万吨、31.36 万吨和 8.48 万吨。

表 6　截至 2015 年 3 月底湖南首创固废处理项目情况

（单位：元/吨）

项目名称	开始运营时间	运营期限（年）	处理价格
醴陵垃圾填埋场	2010.10	25	116.00
岳阳垃圾填埋场	2013.08	29	180.45
凤凰垃圾填埋场	2014.01	28	172.00
华容垃圾填埋场	2012.01	26	161.50
湘西台儿冲垃圾填埋场	2010.03	26	70.00
张家界煤炭湾垃圾项目	2015.08	30	56.00

资料来源：公司提供

首创环境前身为新环保能源控股有限公司。根据 2014 年 5 月 27 日《首创环境控股有限公司（前称新环保能源控股有限公司）更改公司名称及股份简称》的公告，新环保能源控股有限公司更名为首创环境控股有限公司，股份中文简称变更为首创环境，股票代码 03989.HK。首创股份通过首创（香港）有限公司持有首创环境股权比例为 54.69%。

截至 2015 年 3 月末，首创环境已运营惠州和深圳平湖的生活垃圾焚烧发电项目以及贵州都匀和瓮安的生活垃圾填埋场，截至 2015 年 3 月末上述四个项目处理能力为 4955 吨/日；此外，首创环境持有淮安废旧汽车家电拆借再生利用厂 55%股份，该项目拥有年拆解废旧家电 200 万台、报废汽车 5 万台的能力。

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。

京通快速路于 1995 年 12 月建成通车，全长 18.4 公里，为全立交、全封闭、收费式快速路，公司拥有其 30 年收费权，持股比例为 100%。在北京东部地区经济快速发展及道路日趋拥挤的情况下，京通快速路通行费收入逐年提升，2012~2014 年分别实现通行费收入 3.39 亿元、3.54 亿元和 3.77 亿元，营业毛利率均保持在 67%以上，为公司贡献较为丰厚的利润。然而目前京通快速路车流量已处于超负荷状态，车流量及通行费收入增长可能性不大，同时人力等成本持续上涨，导致京通快速路利润空间被压缩。

除通行费收入外，京通快速路每年还享受北京市政府的专项补贴。根据北京市人民政府京政函[1999]38号文件规定，自1998年1月1日起至2017年12月31日止，由北京市政府对京通快速路因客观因素造成的损失每年给予补贴。其中，1998年至2001年间每年补贴3.6亿元；2002年起，次年补贴收入3.6亿元和1997年京通快速路过路费收入0.8亿元为基数，按照以下公式计算补贴额：当年补贴额＝3.6亿元－(上年过路费收入－0.8亿元)×70%。按此公式计算，通行费收入越高，公司获得的补贴收入越低，因此2012~2014年公司收到京通快速路补贴收入分别为1.80亿元、1.79亿元和1.68亿元，呈逐年下降趋势，但仍是公司重要的利润来源。

京津高速于 2008 年 7 月建成并全线通车，极大的缓解了京津两地交通紧张的局面。2014 年津高速（天津段）累计实现通行费收入 6.31 亿元，日均收入 173 万元，车流量累计 1544.4 万辆次，日均出口车流量 4.23 万辆次。2012~2014 年京津高速公司净利润分别为 0.45 亿元、0.60 亿元和 29.29 万元。

表 7　京津高速运营情况

年份	2013 年	2014 年
累计通行费收入（亿元）	5.42	6.31
日均收入（万元）	148	173

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 153.80 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。2014 年公司实现地铁运营清分收入 7.67 亿元。

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。

2014 年，首创置业业务发展势头良好。销售方面， 2014 年签约面积为 249.5 万平方米，同比增加 29.75%，同期实现签约收入为 246.8 亿元，同比提高 25.85%。2014 年首创置业项目开发和销售速度有所提高，年内新获项目开工和开盘周期分别为 5.5 个月和 8.4 个月。截至 2014 年末，首创置业开发项目分布于全国 15 个地区，其中北京和天津的项目占比超过 30%。

表 8　2012-2014 年首创置业经营情况

（单位：万平方米、亿元）

年份	2012 年	2013 年	2014 年
竣工面积	157	223.8	198.3
签约面积	173	192.3	249.5
签约收入	133	196.1	246.8
新开工面积	196	233.5	274

数据来源：公司定期报告，联合资信整理

2012~2014 年，首创置业新开工面积分别为 196 万平方米、233.5 万平方米和 274 万平方米，近年新开工面积逐年增加。

土地储备方面，2014 年首创置业新增土地面积 128 万平方米，其中地块面积较大的项目主要有北京顺义赵全营项目（40.4 万平方米）、上海嘉定工业区项目（12.3 万平方米）和重庆嘉陵厂项目（21.8 万平方米）。截至 2014 年末，首创置业拥有土地储备总建筑面积 1091 万平方米，土地储备地上面积 882 万平方米。首创置业现有的土地储备足以满足其未来 3~4 年发展需要，充足的土地储备将进一步强化其在房地产市场中的竞争地位。

3. 金融板块

公司金融服务业务目前形成了包括证券、担保、小额贷款等业务在内业务体系，成为协调公司核心主业发展的重要平台。主要实施主体包括首创证券有限责任公司、北京首创融资担保有限公司、北京市农业投资有限公司和北京市农业融资担保有限公司。

首创证券有限责任公司（以下简称“首创证券”）是一家具备证券经纪、承销、自营的综合类证券公司。截至 2014 年末，首创证券总资产为 156.37 亿元，较 2013 年末增加 89.76%。目前首创证券的收入和利润主要依赖于经纪业务，2014 年首创证券实现经纪业务收入 3.06 亿元，占手续费及佣金收入的 80.43%。自营业务收入自 2014 年以来增长较快，2014 年首创证券实现自营业务收入为 3.02 亿元，较上年的 1.06 亿元大幅提高。投资银行业务 2014 年共实现收入 0.44 亿元，其中证券承销净收入 0.27 亿元，财务顾问收入 0.16 亿元。

北京首创融资担保有限责任公司（以下简称“首创担保”）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 2014 年末，首创担保在保项目 1873 个，累计担保规模 948.22 亿元，代偿率和损失率分别为 1.12%和 0%。2014 年首创担保代偿项目 76 个，代偿金额 2.15 亿元，代偿回收 1.19 亿元，实现担保费收入 1.96 亿元、投资收益 1.01 亿元。

北京市农业投资有限公司（以下简称“农投公司”）是由北京市政府出资、授权首创集团组建的创新型农业投融资平台，截至 2014 年末，农投公司注册资本金增至 28 亿元，公司持股比例为 100%。农投公司自成立以来积极投资农村金融领域，截至 2014 年末，农投公司在农产品流通及农村金融领域完成投资额约 25 亿元，各级控股、参股企业近 30 家，主要包括北京市农业融资担保有限公司、北京农副产品交易所有限责任公司、北京农村产权交易所有限公司等公司。2014 年，农投公司实现营业总收入 5.07 亿元，净利润 1.32 亿元（含农业担保）。

北京市农业融资担保有限公司（以下简称“农业担保”）成立于 2009 年 3 月，是全国首家省市级以服务“三农”为主的专业化农业担保机构，截至 2014 年末，农业担保注册资金 6.6 亿元，其中公司通过农投公司对其持股比例为 60.60%。农业担保已与国开行、北京银行、华夏银行等多家银行开展银担合作业务，截至 2014 年末，农业担保在保项目 1022 个，在保余额为 40.55 亿元；截至 2014 年末，农业担保累计担保规模约 94.52 亿元，代偿率为 1.27%。2014 年，农业担保实现总收入 1.08 亿元，其中保费收入 0.72 亿元。

4. 经营效率

2013~2014 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 12.40 次、0.63 次和 0.25 次，相较之前三年平均值有所提高。总体来看，公司经营效率有所提升。

5. 未来规划

公司在深耕产业链优势的同时，将积极探索“主业+投资”的商业模式，加强资源整合，做好产融结合和业务协同，深化“两轮驱动”，将公司发展成为一个国际知名的产业投资控股集团公司。

公司将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，国有资本的盈利水平明显提升；公司发展方式的转变取得实质进展，资源配置和主要经营效益指标明显改善提升；“城市综合投资运营商”的市场地位显著增强；成为北京市属国企中销售收入百亿级集团公司的领先者，并为成为具有国际竞争力和影响力的北京市属大型企业集团奠定良好基础。

总体来看，公司未来业务发展方向较为明确，在积累了优势资源和较为雄厚的资本实力后，将拓展投资领域，做大做强优势产业。

八、财务分析

公司 2014 年度报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，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，2015 年一季度财务报表未经审计。

公司 2014 年度纳入合并范围的二级子公司共 30 家（含公司本部），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 家，非标准审计意见的 10 家。2014 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 2014 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

2014 年公司实现营业收入 237.83 亿元，较上年增长 3.73%，增长主要来自商业贸易；实现利润总额 39.52 亿元，较上年增长 7.04%，主要得益于公司投资收益的增长。公司净利润 26.56 亿元，较上年增长 6.12%。

2014 年，公司期间费用占营业收入的比重为 23.03%，较上年增长 0.86 个百分点，占比较高，公司费用控制能力有待提高。

2014 年，公司实现投资收益 26.88 亿元，较上年增长 154.23%，其中权益法核算的长期股权投资收益增加 6.50 亿元，处置长期股权投资产生的投资收益 11.45 亿元，其余为持有及处置金融资产产生的收益。2014 年，公司公允价值变动收益 4.72 亿元，主要为按公允价值计量的投资性房地产 3.52 亿元和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 1.63 亿元。2014 年，公司实现营业外收入 16.75 亿元，主要系政府补助利得（补贴收入）中京港地铁票价补偿（10.79 亿元）和京通快速路补贴（1.68 亿元），以及合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额 1.11 亿元。

2014 年，公司营业利润率为 25.32%，较 2013 年增长 0.69 个百分点； 2015 年 3 月底，公司营业利润率为 23.21%，较上年同期增长了 0.66 个百分点。2014 年公司净资产收益率和总资本收益率分别为 6.40%和 4.83%，整体盈利能力一般。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 34.52 亿元，为 2014 年营业收入的 14.51%，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-1.49 亿元。

综合看，公司主业经营较为平稳，投资收益和政府补助对公司利润总额贡献较大，整体盈利能力与去年相比基本持平。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014 年公司经营活动现金流入为 345.59 亿元，较上年增长 17.01%；其中销售商品、提供劳务收到的现金 258.74 亿元，较上年增长 16.93 %；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 67.04 亿元，较上年下降 3.49%。2014 年公司经营活动现金流出为 439.33 亿元，较上年增长 29.56 %，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 313.48 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）63.06 亿元；经营活动现金流量净额为-93.74 亿元，主要系购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长所致。从收入实现质量看，2014 年公司现金收入比为 108.79%，较 2013 年增长 12.28 个百分点，公司现金回收质量提高。

从投资活动看，2014 年公司投资活动现金流入为 180.62 亿元，比 2013 年增长 39.12 %，其中主要为收回投资收到的现金 118.76 亿元；2014 年投资活动现金流出为 244.73 亿元，比 2013 年增长 90.55%，主要由于投资支付的现金大幅增加以及购建固定资产、无形资产等支付的现金和取得子公司等支付的现金净额增加。投资活动产生的现金流量净额为-64.11 亿元。2014 年公司经营活动和投资活动产生的现金流量净额均为净流出状态，对外投资支出规模呈上升趋势。公司经营性净现金流出规模大，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 2014 年筹资活动产生的现金流入为 618.28 亿元，较上年增加 65.47%，相应筹资活动产生的现金流量净额为 228.92 亿元。

2015 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 61.33 亿元；公司收到、支付其他与经营活动有关的现金分别为 157.11 亿元和 177.56 亿元；2015 年 1~3 月经营活动现金流量净额为-21.37 亿元。公司投资活动现金流量净额为-36.71 亿元，筹资活动现金流量净额为 91.03 亿元。

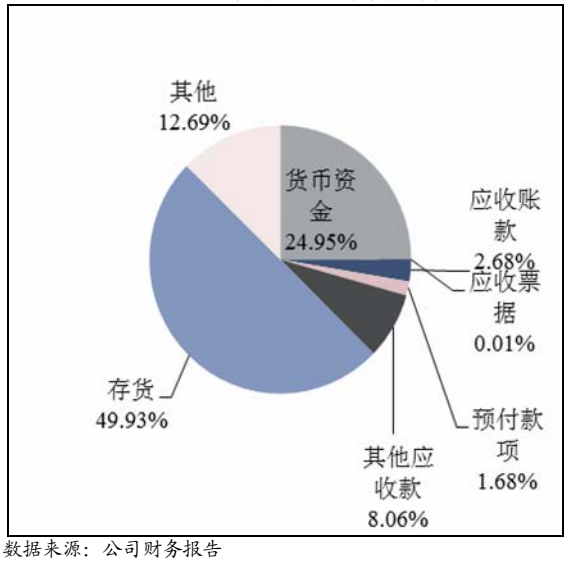
总体看，跟踪期内公司收入实现质量一般，经营活动现金净流出规模较大，对外部筹资的依赖程度加大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 1851.08 亿元，较上年底增长 42.99%，其中流动资产占比 64.22%，非流动资产占比 35.78%。

图 1　2014 年底公司流动资产构成



数据来源：公司财务报告

截至 2014 年底，公司流动资产共计 1188.83 亿元，其中货币资金、其他应收款和存货占比较高，分别为 24.95%、8.06%和 49.93%。

截至 2014 年底，公司货币资金 296.55 亿元，主要系银行存款 291.87 亿元。

截至 2014 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 20.94 亿元，主要由交易性金融资产和初始确认时指定为以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产构成。

截至 2014 年底，公司应收账款 31.87 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 33.19 亿元，计提坏账准备 1.32 亿元，计提比例 3.98%，计提较为充分。

2014 年底，公司其他应收款净额 95.82 亿元，主要以往来款（土地保证金等）为主。从账龄来看，1 年以内的占 65.23%，1~2 年的占 3.35%，2~3 年的占 8.10%，3~4 年的占 5.86%，4~5 年的占 0.49%，5 年以上的占 1.97%，已计提坏帐准备 6.25 亿元，综合计提比例为 10.13%，计提充分。公司其他应收款账龄较长，对公司资金周转形成一定压力。

截至 2014 年底，公司存货余额为 593.56 亿元，较上年增长 67.73%，存货构成以自制半成品为主（522.44 亿元，占 76.57%），其余为库存商品（产成品）（67.97 亿元，占 11.45%）、其他（64.66 亿元，占 10.89%），公司存货的变现能力受房地产行业政策影响较大。

截至 2014 年底，公司其他流动资产为 67.91 亿元，主要为预缴税金、融出资金及证券、财政托管担保资金、暂时性持有资产、委托贷款等。

截至 2014 年底，公司非流动资产共计 662.24 亿元，主要由可供出售金融资产、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 9.90%、11.02%、11.56%、22.01%和 26.20%。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产公允价值为 65.59 亿元，主要由可供出售债券和可供出售权益工具构成。

截至 2014 年底，公司长期股权投资净额为 72.97 亿元，主要是对合营企业和联营企业的投资，其中投资额较大的有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 2014 年底，公司投资性房地产净额为 76.59 亿元，较 2013 年底增加 38.26 亿元，其主要是土地使用权增加所致。

截至 2014 年底，公司固定资产账面余额为 145.73 亿元，累计计提固定资产折旧 47.82 亿元。

2014 年，公司无形资产为 173.52 亿元，主要由土地使用权（占比 3.37%）和特许权（占比 96.12%，主要为京津高速公路经营权）组成。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1944.93 亿元，其中流动资产占比 64.28%，非流动资产占比 35.72%。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

截至 2014 年底，公司所有者权益 414.69 亿元，其中少数股东权益为 303.15 亿元；母公司所有者权益构成主要是实收资本（或股本）、其他权益工具和资本公积，未分配利润为-31.05 亿元。公司所有者权益中归属于母公司的权益比例较低。

2014 年公司实收资本 43.25 亿元，较上年增长 2.42 亿元，主要系收到国有资本经营预算资金 2.42 亿元。

2014 年其他权益工具 20.00 亿元，为公司发行的永续债券。

2014 年公司资本公积为 70.79 亿元，较上年增加 15.6 亿元，其中，北京市财政局拨付专项用于“以政府购买服务开展环境建设”项目启动资本金 10.95 亿元，其余为各子公司资本（股本）溢价。

2014 年公司少数股东权益快速增长，为 303.15 亿元，较 2013 年增加 47.54 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首创置业及其子公司发行高级永续证券和民生加银资管计划收到投资款。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 450.02 亿元（包含少数股东权益 334.24 亿元），其中，实收资本和其他权益工具不变，资本公积增加 8.58 亿元。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比大，2014 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 2014 年底，公司负债合计 1436.39 亿元，较上年增长 49.01 %，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、卖出回购金融资产款、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 53.70%；2014 年底，公司应付账款为 153.84 亿元，比上年增长 122.50%，主要来自京港地铁，账龄方面，1 年以内的应付账款占比为 77.39%，给公司带来一定的流动性压力；公司预收款项 151.83 亿元，比上年增长 72.53%，主要是首创置业的预售房款；公司卖出回购金融资产款 78.19 亿元，全部来自子公司首创证券。

非流动负债以长期借款和应付债券为主，占负债总额的 32.89%。2014 年底，公司应付债券 130.49 亿元，较 2013 年底增加 28.62 亿元，新增包括首创置业发行的金额分别为 20 亿元、2.5 亿元和 10 亿元的中期票据，首创股份发行的金额为 12 亿元的中期票据，首创香港发行的 10 亿元人民币私募债，首创证券发行的 4.2 亿元次级债券。

截至 2014 年底，公司有息债务合计 819.75 亿元，较上年增长 38.81%。其中，长期债务占 60.07%，较上年的 62.70%有所降低。公司 2014 年底资产负债率为 77.60%，公司全部债务资本化比率为 66.41%，长期债务资本化比率为 54.29%，均较上年底有所上升。

截至 2015 年 3 月底，公司有息负债合计 885.59 亿元，较 2014 年底增长 8.03%，主要系公司长期借款和应付债券增长所致。截至 2015 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变动不大，基本保持稳定，分别为 76.86%、66.31%和 56.21%。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，但债务指标变动不大，债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年底公司流动比率和速动比率分别为 135.29 %和 67.74 %，与 2013 年底相比均略有下降。2014 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-10.67 %。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，2014 年公司 EBITDA 为 81.90 亿元，相应 EBITDA 利息倍数为 1.37 倍，比 2013 年有所降低，全部债务/EBITDA 为 9.76 倍，比 2013 年相比有所提高，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同时考虑两期债券偿还额共计 43 亿元。2013~2014 年，公司 EBITDA 对 43 亿元债券的覆盖倍数分别为 1.75 倍和 1.90 倍，EBITDA 对待偿还债券的保障能力较强。2013~2014 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 7.45 倍，2014 年公司经营活动现金流入量为 345.59 亿元，为 43 亿元债券的 8.04 倍，经营活动现金流入量对待偿还债券的覆盖程度高。

截至 2014 年底，公司获得国内多家银行授信额度为 889.87 亿元，尚未使用信用额度为 309.18 亿元。公司旗下拥有首创股份（SH 600008）、首创置业（HK 2868）、首创环境（HK 3989）、钜大国际（HK 1329）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 2014 年 12 月 31 日，公司对外提供的担保金额为 317.22 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 203.56 亿元，北京市农业融资担保有限公司为农业企业及农户共 1023 户提供 40.55 亿元），占净资产的比重为 58.87%。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 88.79 亿元（其中首创置业股份有限公司子公司为购房者提供按揭担保 65.28 亿元，北京首创股份有限公司为通用首创水务有限公司提供贷款担保 8.25 亿元），担保比率为 21.41%。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 2015 年 3 月，公司系统内共存在 7 件未决重大法律纠纷案件，涉案总金额为 69138 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 2015 年 6 月 19 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。

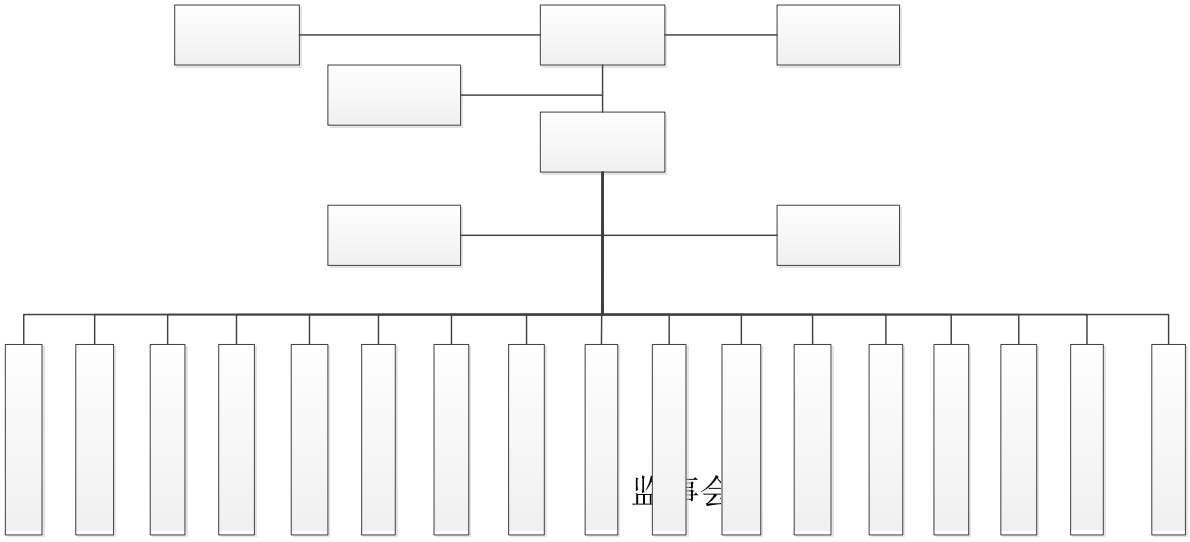
6. 抗风险能力

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极强。

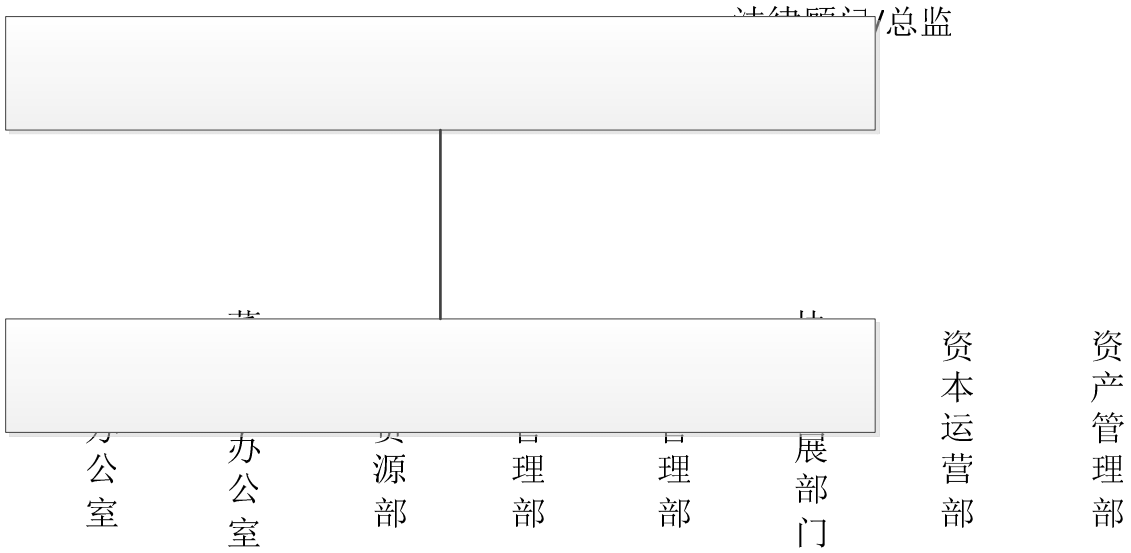
九、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望为稳定，将“11首创集MTN1”和“11首创集MTN2”的信用等级由AA^+调整为AAA。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	176.81	217.59	317.66	365.64
资产总额(亿元)	1126.00	1294.57	1851.08	1944.93
所有者权益(亿元)	242.54	330.61	414.69	450.02
短期债务(亿元)	161.85	220.25	327.30	307.88
长期债务(亿元)	354.93	370.30	472.45	557.72
全部债务(亿元)	516.78	590.54	819.75	885.59
营业收入(亿元)	196.92	229.27	237.83	34.52
利润总额(亿元)	25.26	36.92	39.52	-1.49
EBITDA(亿元)	42.72	75.09	81.90	--
经营性净现金流(亿元)	21.70	-43.73	-93.74	-21.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.87	9.73	8.01	--
存货周转次数(次)	0.85	0.48	0.36	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.19	0.15	--
现金收入比(%)	99.37	96.51	108.79	177.67
营业利润率(%)	26.01	24.69	25.32	23.21
总资本收益率(%)	2.91	2.72	4.83	--
净资产收益率(%)	7.01	7.57	6.40	--
长期债务资本化比率(%)	59.19	52.83	54.29	56.21
全部债务资本化比率(%)	67.87	64.11	66.41	66.31
资产负债率(%)	78.27	74.46	77.60	76.86
流动比率(%)	137.71	145.68	135.29	144.81
速动比率(%)	74.78	82.91	67.74	74.14
经营现金流动负债比(%)	4.36	-7.76	-10.67	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	2.84	1.37	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.10	7.86	9.76	--

注：公司 2015 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	（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+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　中长期债券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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级