信用等级公告

联合〔2020〕1544 号

联合资信评估有限公司通过对京投发展股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持京投发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA，并维持“19 京投发展 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十一日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

京投发展股份有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
京投发展股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 京投发展 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 京投发展 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022-08-28

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020 年 6 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a+	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F3	现金流	盈利能力	2
			现金流量	4
			资产质量	3
		资本结构		5
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司以轨道交通物业开发为主，在细分领域专业化程度高；且其控股股东北京市基础设施投资有限公司拥有大量轨道项目一级开发土地资源，资产规模大、资金实力强，为公司发展提供多方面支持。				+2

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

评级观点

京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）作为一家以北京轨道交通物业为专业特色的房地产上市公司，在资源获取、股东资金支持、土地储备区域分布及取得成本、轨道上盖项目开发专业程度等方面仍具有很强的行业竞争优势。2019年，公司依托股东在京内区域获取了质量优良的地铁上盖及沿线土地资源、凭借技术优势不断向京外区域进行拓展，新增土地储备规模较大，签约销售规模继续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业政策调控、公司土地储备获取不确定性较大以及债务负担加重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期内债券的保障程度一般。如 2020 年“18 京投 01”实施回售，公司将面临一定的集中兑付压力。

未来，随着在建、拟建项目的推进，公司经营规模及盈利水平有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持京投发展股份有限公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“19 京投发展 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司依托股东的资金以及资源支持获取项目。**公司控股股东北京市基础设施投资有限公司拥有大量轨道项目一级开发土地资源，资产规模大、资金实力强，为公司发展提供多方面支持。2019 年，公司凭借股东优势获取了北京市郭公庄轨道沿线物业项目和北安河的轨道上盖项目。
2. **公司在细分领域专业化程度高，具有一定的竞争优势。**公司以轨道交通物业开发为主要商业模式。2019 年，公司凭借轨道上盖的技术优势获取了无锡具区路项目，不断向京外拓展，全年新增土地储备规模较大。

分析师：牛文婧　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

3. **公司签约销售规模继续扩大，可为未来收入结转提供一定支撑。**受益于 2018 年底推盘的无锡公园悦府、2019 年 4 月份开盘的锦悦府项目以及北京公园悦府的持续销售，公司签约销售规模继续保持增长，可为未来收入结转提供一定保障。

关注

1. **土地获取市场竞争激烈，需关注未来盈利空间。**北京地区土地市场竞争愈加激烈，并且未来新推出的潜在轨道物业项目位置可能渐渐远离城市中心区，土地增值空间减小，且项目推出的时间不确定、不规律、不连续；此外，需关注新获取京外项目未来的盈利空间。
2. **在建拟建项目资本支出压力大，公司对筹资活动依赖性仍然很强。**公司储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量大，对股东借款和外部融资的依赖程度仍然很高。
3. **公司债务负担有所加重且权益的稳定性仍然有待提升。**2019 年，由于新获取土地储备体量较大，公司整体债务规模继续扩大；受未分配利润和少数股东权益的占比较高的影响，公司所有者权益稳定性仍然有待提升。
4. **公司往来资金拆借款规模较大，对公司资金形成一定占用。**截至 2020 年 3 月底，公司其他非流动资产为 70.05 亿元，全部为往来资金拆借款；同时，由于部分借款企业经营情况欠佳，存在一定回收风险。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产（亿元）	10.85	39.19	21.98	19.16
资产总额（亿元）	278.63	319.78	461.93	464.56
所有者权益（亿元）	42.52	46.97	41.36	43.39
短期债务（亿元）)	73.12	35.14	108.18	91.91
长期债务（亿元）	96.58	173.92	209.14	225.06
全部债务（亿元）	169.69	209.06	317.31	316.97
营业收入（亿元）	62.17	79.75	43.28	9.92
利润总额（亿元）	13.57	12.76	6.74	1.36
EBITDA（亿元）	17.15	16.69	11.20	--
经营性净现金流（亿元）	-1.87	1.47	-72.42	4.09
营业利润率（%）	29.90	20.87	28.68	26.06
净资产收益率（%）	22.27	19.37	11.13	--
资产负债率（%）	84.74	85.31	91.05	90.66
全部债务资本化比率（%）	79.97	81.65	88.47	87.96
流动比率（%）	166.03	276.64	179.07	193.90
经营现金流动负债比（%）	-1.35	1.54	-35.18	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.90	12.53	28.34	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	1.09	0.49	--

公司本部（母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	51.51	59.65	69.69	72.14
所有者权益（亿元）	13.67	14.43	21.69	24.65
全部债务（亿元）	35.31	42.96	43.95	42.31
营业收入（亿元）	0.80	0.28	0.38	2.43
利润总额（亿元）	-0.62	2.23	6.87	2.11
资产负债率（%）	73.46	75.80	68.87	65.83
全部债务资本化比率（%）	72.09	74.85	66.96	63.19
流动比率（%）	117.93	122.42	248.27	45.09
经营现金流动负债比（%）	-31.61	-16.56	60.86	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；公司其他应付款中资金拆借已计入短期债务，其他非流动负债中的长期债权融资部分已计入长期债务；公司 2018 年数据采用 2019 年期初追溯调整数据；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 京投发展 MTN001	AA	AA	稳定	2019/7/15	牛文婧、李晨	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

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

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

京投发展股份有限公司跟踪评级报告

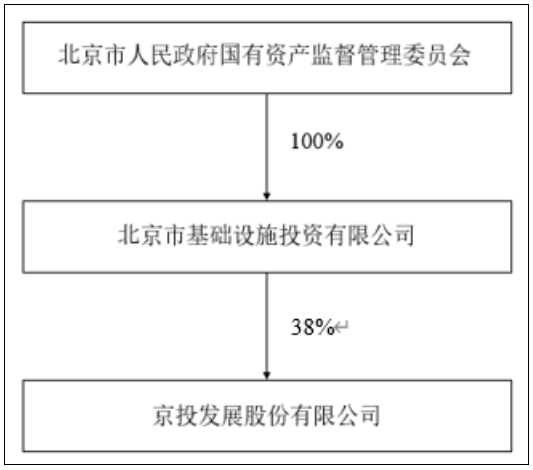
一、 跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、 企业基本情况

京投发展前身为在浙江省宁波市注册的宁波华联集团股份有限公司，于 1993 年 10 月在上海证券交易所挂牌上市，股票代码“600683.SH”，证券简称“宁波华联”，发行完成后公司总股本增至 9600 万股。1994－2000 年，经多次送股、配股后，公司总股本增至 19925.37 万股；2002 年，公司更名为“银泰控股股份有限公司”，证券简称改为“银泰股份”。2009 年 3 月，公司非公开发行 A 股股票 21160 万股，本次发行完成后北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）持有公司 29.81%的股份，成为公司第一大股东；同年 7 月公司更名为“京投银泰股份有限公司”，证券简称变更为“京投银泰”。2010 年，公司资本公积转增股本后，公司总股本为 74077.76 万股。2016 年 6 月，公司名称变更为现名。近年来，京投公司通过公开市场不断增持公司股权。截至 2020 年 3 月底，公司总股本为 74077.76 万股，控股股东为京投公司，持股比例为 38.00%，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”）。

图1 截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为房地产开发、经营及租赁。截至 2020 年 3 月底，公司本部内设公司内设十四个部门，分别为：董事会办公室、审计部、战略投资部、设计研发部、成本管理部、招采管理部、营销策划部、客户服务部、运营管理部、资本管理部、商业管理部、财务管理部、人力行政部和风险控制部。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 461.93 亿元，所有者权益合计为 41.36 亿元（含少数股东权益 14.49 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 43.28 亿元，利润总额 6.74 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 464.56 亿元，所有者权益合计为 43.39 亿元（含少数股东权益 14.90 亿元）；2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 9.92 亿元，利润总额 1.36 亿元。

公司注册地址：宁波市海曙中山东路 238 号；办公地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号银泰中心 C 座 17 层；法定代表人：魏怡。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2019 年 8 月 28 日发行了 5.00 亿

元的“19 京投发展 MTN001”，期限为 3 年；按年付息，到期一次性偿还本金；募集资金已全部用于偿还项目借款。

跟踪期内，“19 京投发展 MTN001”尚未到首个付息日。

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

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

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

表 1　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差

2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

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

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

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

2. 宏观政策

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效

投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定

大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

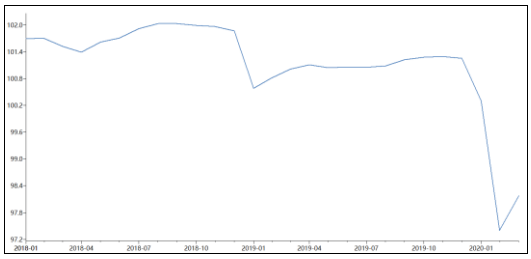
1. 房地产行业概况

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

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

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

图 2　2018 年－2020 年 4 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平

方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

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

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

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

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

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

表 2　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

3.　政策环境

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

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 2）

表 3　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 3）

表 4　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司总股本为 74077.76 万股，控股股东为京投公司，持股比例为 38.00%，实际控制人为北京市国资委。

2. 企业规模

公司贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，专注于轨道上盖建筑的开发建设，依托股东的资金以及资源支持，在北京区域的土地储备获取上具备一定的区位和价格优势；同时，公司凭借轨道上盖项目的技术优势不断向京外区域拓展。

（1）土地储备

近年来，公司与股东组成投标联合体，从土地一级市场获取质量优良的地铁上盖及轨道沿线土地。公司子公司北京京投置地房地产有限公司（以下简称“京投置地”）具有二级房地产开发资质；公司子公司北京京投银泰尚德置业有限公司（以下简称“尚德置业”）具有一级房地产开发资质。公司已获储备土地大部分紧密依托于北京市轨道交通，具备地理区域优势，公司凭借轨道交通开发优势以较为合理的价格获取储备土地，为后续拓展盈利空间、实现经营利润最大化提供了保障。2019 年，公司以联合体形式成功获取北京市丰台区地铁九号线郭公庄车辆段项目（三期）和海淀区地铁 16 号线北安河车辆段综合利用项目两个地块，进一步提升了公司在北京轨交车辆基地细分市场的地位。

（2）技术优势

轨道交通属于城市公共交通业，是一种独立运行的有轨交通系统，提供了资源集约利用、环境舒适、安全快捷的大容量运输服务，而衍生的轨道交通上盖物业符合国家关于节约集约用地的精神。但轨道沿线物业与普通住宅开发存在明显的不同，尤其是地铁车辆段上盖物业在开发和施工上存在较大的复杂性和较高的安全性要求，公司作为全国唯一一家设立轨道物业技术研究中心的房地产上市公司，在轨道上盖物业具有一定的技术优势，在无缝对接、无障碍通道、减震、防噪音等方面具有一定的技术优势。公司凭借该技术优势，积极推进京外轨道物业项目的拓展工作；具体来看，2019 年，公司竞得无锡具区路中瑞生态城地铁 TOD 综合示范项目用地，成为公司“植根北京、茂盛全国”战略发展目标落地的首个

项目。

（3）股东支持

京投公司是北京市内唯一负责轨道交通类基础设施建设项目的投资主体以及北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，同时推动轨道交通与沿线土地协同发展。2010 年，公司与控股股东京投公司形成了合作投资房地产项目的方案，即公司与京投公司组成联合体或其他合作方式参与开发地块的竞标，竞标成功后合资组建项目公司，京投公司为项目公司提供融资支持以支付部分或全部地价款；公司在资源获取、融资以及资金支持等方面获得了京投公司的大力支持。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，经营团队基本保持稳定。

2019 年 10 月 28 日，公司职工监事邢林霞因工作原因，不再担任公司职工监事职务；经公司基联工会第六届第一次会员代表大会审议通过，选举朱琳女士担任公司第十届监事会职工监事直至第十届监事会期满为止。

2020 年 4 月 22 日，公司副总裁田锋先生因个人原因辞去副总裁工作并不再在公司担任任何职务；截至本报告出具日，公司暂无新上任的副总裁。

朱琳，女，1987 年出生，金融学及英语学双学士。2011 年 8 月至 2015 年 4 月曾就职于致同会计师事务所（特殊普通合伙）；2015 年 5 月至 2019 年 8 月，历任京投公司项目经理，高级项目经理；2019 年 9 月至 2019 年 10 月，任公司董事会办公室副主任；2019 年 10 月至今，任公司董事会办公室主任兼证券事务代表。

除上述变动以外，公司经营管理团队无其他变动；管理制度保持连续稳定。

八、经营分析

1. 经营现状

房产销售是公司主要收入来源，2019 年公司结转收入及净利润规模大幅下滑主要系结转项目规模下滑所致，但公司整体毛利率处于行业较高水平。

2019 年，公司实现主营业务收入 43.28 亿元，同比下降 45.73%，主要系房产销售收入下降所致。2019 年，公司房产销售收入 41.71 亿元，同比下降 46.63%，主要系可竣工结转项目规模下滑所致；房产销售收入占主营业务收入的比例为 96.38%，仍为公司收入和利润的主要来源。2019 年公司结转收入主要来自于璟悦府项目（12.26 亿元）、公园悦府项目（19.35 亿元）和琨御府项目（7.50 亿元）等。

2019 年，公司主营业务和房产销售业务毛利率均较上年基本保持稳定，分别为 31.66%和 32.17%，处于行业较高水平。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 9.92 亿元，同比增长 12.38%；综合毛利率为 28.22%，较 2019 年有所下降，主要系本期结转项目成本较高所致。

表5　公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	606515.49	97.58	36.34	781453.79	97.99	32.85	417100.71	96.38	32.17
物业租赁	1966.81	0.32	45.66	2475.38	0.31	54.67	3759.94	0.87	58.72
进出口贸易	11181.79	1.80	1.60	11122.43	1.39	1.96	9523.64	2.20	1.97
旅游饮食服务及其他	1923.62	0.31	-0.72	2410.28	0.30	27.21	2373.29	0.55	17.67
合计	**621587.71**	**100.00**	**35.63**	**797461.88**	**100.00**	**32.47**	**432757.58**	**100.00**	**31.66**

资料来源：公司财务报告

2. 土地储备

公司土地储备规模尚可，主要集中于北京地区，公司依托股东能够获取质量优良的地铁上盖优良土地；同时，公司依托技术优势逐步向京外区域进行拓展。与销售均价相比，公司整体土地获取成本相对合理，但需关注新获取的无锡具区路项目的未来盈利空间。

公司贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，积极推进北京地区、环京区域以及京外轨道物业项目和特色小镇的拓展工作。2019年1月，公司全资子公司京投置地”）联合京投公司、北京郭公庄投资管理公司以联合体形式成功获取了2018年底挂牌出让的北京市丰台区地铁九号线郭公庄车辆段项目（三期）地块（即下表的臻御府项目）；同期，京投置地联合京投公司获取了海淀区地铁16号线北安河车辆段综合利用项目地块（即下表的北安河项目），两个地块项目总规划建筑面积约46.49万平方米，纳入合并范围。2019年12月，公司与无锡地铁集团有限公司（以下简称“无锡地铁”）和中铁四局集团有限公司（以下简称“中铁四局”）组成的联合体以32.59亿元的价格获取了无锡市锡国土（经）2019-54XDG-2019-53号地块（以下简称“A地块”）、以29.30亿元的价格获取了锡国土（经）2019-55XDG-2019-54号地块（以下简称“B地块”）、以23.11亿元的价格获取了锡国土（经）2019-56XDG-2019-55号地块项目（以下简称“C地块”）（上述三个地块即表7的无锡具区路项目，其中只有A地块涉及商业、商务用地且核定建筑面积占该地块建筑面积的比例不小于20%、不大于21%；B地块及C地块为纯住宅用地），该项目公司持股50%，不纳入合并范围。2019年，公司土地储备增加，进一步提升了公司在北京地区轨道交通车辆基地综合开发细分市场的地位，并将该优势进一步向京外区域拓展。2020年一季度，公司无新增土地储备。

表 6 公司并表范围新增土地储备情况

（单位：个、万平方米、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新拓展项目	0	2	2
新增土地储备	0	11.36	29.61
新增土地储备地价总额	0	21.98	100.20
期末土地储备总面积	79.55	85.51	102.94

注：期末土地储备总面积已剔除在建项目中已售部分对应的土地面积

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要项目（包括在建、拟建、竣工以及前期项目）总占地面积 229.10 万平方米，总建筑面积 549.14 万平方米，剩余可售面积为 306.85 万平方米，相对于公司的开发规模而言，土地储备相对充足；除无锡公园悦府和锦悦府项目外，其他土地储备公司延续合作拿地的模式。从土地获取成本来看，公司整体土地获取相对合理，优势明显；但无锡具区路项目楼面均价相对较高，需关注该项目未来的盈利空间和发展潜力。

此外，联合资信关注到北京城市核心区域轨道交通建设较为发达，未来新推出的潜在轨道物业项目位置可能渐渐远离城市中心区，土地增值空间减小，且项目推出的时间不确定、不规律、不连续，使得公司项目规划和利润筹划有更大难度。

表 7 截至 2019 年底公司主要项目及储备情况（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	位置	状况	权益	占地面积	总建筑面积	土地成交价	楼面价	剩余可售面积
公园悦府	北京市昌平区	在建	51.00	25.94	62.79	47.00	7481.69	18.02
琨御府	北京市海淀区	竣工	51.00	15.91	39.50	46.50	11772.15	12.69
西华府	北京市丰台区	竣工	50.00	23.32	66.48	33.51	5040.61	8.14
檀香府	北京市门头沟区	在建	51.00	23.62	45.17	42.00	10246.40	32.28

新里程	北京市房山区	竣工	80.00	7.78	17.66	9.22	5218.57	0.11
无锡公园悦府	无锡市惠山区	在建	100.00	24.16	48.02	0.72	152.08	18.90
璟悦府	北京市平谷区	在建	51.00	8.92	24.20	14.60	6028.08	11.69
锦悦府	北京市密云区	在建	100.00	6.36	23.80	19.43	15540.75	18.79
臻御府	北京市丰台区	在建	70.00	5.67	24.08	37.20	22915.15	19.45
北安河项目	北京市海淀区	在建	51.00	23.94	36.87	63.00	20819.56	30.81
京投发展朝东中心项目	三河市燕郊高新区	拟建	85.00	5.00	18.61	2.55	1700.00	14.74
金域公园	北京市房山区	竣工	49.00	2.75	6.96	4.01	6446.95	0.44
潭柘寺 D 地块项目	北京市门头沟区	拟建	40.00	18.09	42.38	63.30	26524.20	38.75
无锡具区路项目	无锡市经开区	拟建	50.00	37.64	92.62	85.00	13297.83	82.02
合计				**229.10**	**549.14**	--	--	**306.85**

注：1. 无锡公园悦府项目为公司收购项目，上表所列为原始土地出让合同的成本价，因而较低。2. 上述部分项目包括公租房、限价房，导致土地成交价偏低。3. 锦悦府、京投发展朝东中心项目是规证面积，潭柘寺 D 地块项目为拿地公告建筑面积，其他项目为年报公告面积。4. 公司琨御府、西华府为竣工项目，剩余可售面积主要为待售办公楼、车库、配套仓库等。5. 剩余可售面积包含未取得预售证面积

资料来源：公司提供

3. 开发情况

公司目前房地产开发项目所需建设投资资金较大，尤其是 2019 年新获取项目体量较大使得公司资金需求明显上升，但控股股东为公司提供的资金支持在一定程度上降低了开发建设的资金风险；同时，公司大部分建设项目属于地铁上盖物业，采用滚动开发方式，经营风险较小。

2019年，公司新开工面积为30.16万平方米，同比有所下降，主要系公司开发建设节点影响所致，其中2019年主要新开工项目主要来自于臻御府、檀香府、无锡公园悦府（无锡公园悦府项目二期）、北安河项目；竣工面积为17.62万平方米，同比有所下降，主要系竣工交付时间差异所致，其中2019年主要竣工项目为北京公园悦府、西华府、檀香府和璟悦府项目。2020年1－3月，公司新开工面积为8.79万平方米，当期无竣工面积。截至2020年3月底，公司期末在建面积为130.19万平方米。

表8 公司房地产业务经营情况

（单位：万平方米、亿元）

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
新开工面积	20.57	47.18	30.16	8.79
期末在建面积	96.26	108.86	121.40	130.19
竣工面积	29.83	34.58	17.62	0.00
销售签约面积	3.18	10.95	23.25	7.74
销售签约金额	7.39	45.39	65.42	12.50

注：表中数据包括公司合并报表范围内房地产项目11个（公园悦府、琨御府、西华府、新里程、檀香府、璟悦府、锦悦府、臻御府、北安河项目、京投发展朝东中心项目、无锡公园悦府），以及合并报表范围外房地产项目3个（北京金域公园项目和北京潭柘寺镇D地块项目，鄂尔多斯泰悦府项目已停工）；表中所有面积均为项目整体面积，未按照公司权益折算

资料来源：公司提供

在建及拟建项目方面，截至2019年底，公司主要项目集中于北京和无锡地区，公园悦府、檀香府、臻御府、北安河项目及无锡具区路项目属于地铁上盖物业项目，预计投资均超过了60亿元，体量较大；公司在轨道上盖建筑方面具备一定的技术优势，有一定的排他性，经营风险可控。截至2019年底，公司主要项目预计总投资1002.95亿元，已累计投资699.75亿元，尚需投资额303.20亿元，权益尚需投额167.84亿元，具体情况如下表。2020年，公司预计新开工面积44.91万平方米，竣工面积25.34万平方米。

表 9　截至 2019 年底公司开发投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	地区	权益占比	总建筑面积	规划计容建筑面积	建设情况				
					预计总投资	2019 年投资额	截至 2019 年底累计投资	项目完工情况	进度
公园悦府	北京市昌平区	51.00	62.79	51.64	116.08	8.75	110.74	在建	95.00
琨御府	北京市海淀区	51.00	39.50	32.99	100.57	2.51	97.26	竣工	97.00
西华府	北京市丰台区	50.00	66.48	62.92	84.36	1.55	76.87	竣工	91.00
檀香府	北京市门头沟区	51.00	45.17	27.97	93.73	9.03	87.28	在建	93.00
璟悦府	北京市平谷区	51.00	24.20	17.96	37.04	5.54	28.34	在建	77.00
锦悦府	北京市密云区	100.00	23.80	12.71	38.98	5.05	28.04	在建	72.00
臻御府	北京市丰台区	70.00	24.08	16.23	66.09	41.42	41.42	在建	63.00
北安河项目	北京市海淀区	51.00	36.87	30.26	105.77	69.70	69.70	在建	66.00
京投发展朝东中心项目	三河市燕郊高新区	85.00	18.61	15.00	18.90	0.53	3.27	拟建	17.00
无锡公园悦府	无锡市惠山区	100.00	48.02	33.72	28.03	3.70	16.96	在建	61.00
潭柘寺 D 地块	北京市门头沟区	40.00	42.38	23.87	138.60	5.45	80.94	拟建	58.00
无锡具区路项目	无锡市经开区	50.00	92.62	65.57	174.80	58.93	58.93	拟建	34.00
合计	--	--	**524.52**	**390.84**	**1002.95**	**212.16**	**699.75**	--	--

注：1. 表格中所有面积、金额数据，均为项目全口径面积、金额。2. 无锡公园悦府为无锡公园悦府项目的二期名称，表格中数据为整个项目数据，含一期鸿墅。3. 无锡经开区具区路项目尚未取得规划方案审批文件，规划计容面积为目前最新版方案指标。4. 表格数据包括非并表项目
资料来源：公司提供

此外，公司参股的鄂尔多斯泰悦府项目因销售困难目前处于停工状态，未在上表列示，公司为该项目公司提供的借款规模较大，虽已于 2016 年、2017 年以及 2018 年针对借款部分全额计提减值准备。

在上述地铁上盖物业项目的土地获取及开发建设过程中，公司获得了控股股东京投公司的大力支持。控股股东主要通过委托贷款方式给予公司融资支持，以缓解公司建设资金紧张的局面。截至 2019 年底，公司以委托贷款的形式从控股股东京投公司拆入资金合计为 262.21 亿元（其中 27.60 亿元年利率为 9.00%、37.36 亿元年利率为 9.60%、60.00 亿元年利率为 8.60%、136.45 亿元年利率为 8.00%、0.80 亿元年利率为 5.90%），未来公司在上述项目后续建设过程中有望继续获得京投公司的资金支持，但公司需要提供股权质押或其他担保措施来进行委托贷款。同时，由于上述项目大多都是采用分期滚动开发的方式，随着项目所处的地铁周边及相关配套不断完善，预计项目实现的预售收入可观，或将有效缓解项目投资额大的局面。

4. 销售情况

公司在售项目多集中分布在北京地区，签约销售金额及面积受区域市场影响较大；公司剩余可售面积较充裕，未来随着项目陆续达到预售节点，公司签约销售规模有望增长。

2019 年，公司签约销售面积为 23.25 万平方米，销售金额为 65.42 亿元，均有所提升，增幅主要来自于 2018 年底推盘的无锡公园悦府（无锡公园悦府项目二期）于 2019 年大规模销售、2019 年 4 月份开盘的锦悦府项目以及北京公园悦府的持续销售；签约销售均价为 2.81 万平方米，同比下滑 32.29%，主要系京外销售面积占比增加所致；全年计划完成草签销售额 76.80 亿元，全年实际完成草签销售额 75.15 亿元，草签完成比例 97.85%；全年实际完成网签销售额 65.42 亿元，网签完成草签计划比例为 85%，低于预期主要系受调控影响，部分类型产品销售难度增加所致；回款率为 94.15%（上年同期为 120.26%），大幅下滑主要系锦悦府项目未封顶，按揭未放款所致。根据公司经营计划，2020 年公司将着力于促销售、抓回款，并推动商办项目的去化；计划实

现销售额 79.50 亿元。

截至2019年底，公司剩余可售面积306.85万平方米，其中剩余可售面积在10万平方米以上的包括：无锡具区路项目82.02万平方米、潭柘寺D地块项目38.75万平方米、檀香府项目32.28万平方米、北安河项目30.81万平方米、臻御府项目19.45万平方米、无锡公园悦府项目18.90万平方米、锦悦府项目18.79万平方米、公园悦府项目18.02万平方米、京投发展朝东中心项目14.74万平方米、琨御府12.69万平方米、璟悦府11.69万平方米。考虑到近年来公司的销售规模，剩余可售面积较充裕，公司剩余可售项目主要位于北京地区，但集中度较高，受区域调控政策变动影响较大。

表 10　2017－2019 年公司主要项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	地点	销售面积			销售金额		
		2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
公园悦府	北京昌平区	0.43	5.38	5.13	0.34	29.59	28.49
琨御府	北京海淀区	0.62	0.23	0.99	2.75	1.15	5.34
西华府	北京丰台区	0.06	--	0.02	0.28	--	0.07
金域公园	北京房山区	0.25	--	--	0.12	--	--
檀香府	北京门头沟区	0.74	0.25	0.43	2.75	1.28	1.89
新里程	北京房山区	--	--	0.04	--	--	0.03
无锡公园悦府	无锡惠山区	1.09	1.28	11.59	1.14	1.05	15.51
璟悦府	北京平谷区	--	3.81	2.40	--	12.32	7.56
锦悦府	北京密云区	--	--	2.64	--	--	6.52
合计	--	**3.18**	**10.95**	**23.25**	**7.39**	**45.39**	**65.42**

注：1. 檀香府项目 2019 年销售均价下滑较为明显主要系户型有差异，以及当年销售去化较慢采取降价促销方式的共同影响所致。2. 本表部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的
资料来源：公司提供

5. 经营效率

2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次分别为 11.37 次、0.11 次和 0.11 次，均较 2018 年有所下降。公司整体经营效率一般。

表 11　2019 年同行业企业经营效率指标
（单位：万平方米、次、亿元）

项目	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
京投发展	11.37	0.11	0.11
安徽省高速地产集团有限公司	523.14	0.19	0.20
格力地产股份有限公司	14.25	0.13	0.13

资料来源：联合资信整理

6. 未来发展

公司战略清晰，发展目标符合自身资源优势。

鉴于近两年房地产行业格局的变化及北京首都功能定位的明确，为更好地引领公司业务向全国拓展，支持公司可持续发展，实现“亚洲轨道物业专家”愿景，公司提出了“植根北京，茂盛全国”发展理念，重点落实快周转和控成本的主题工作，拓展轨交车辆基地一体化开发项目，积极获取优质土地，回归产品力本身。在“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略导向下，公司将调整优化资产结构，着力开发北京地区轨道物业，打造轨道物业专业开发核心竞争力。

九、财务分析

公司提供的 2019 年度合并财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2019 年 1 月 1 日，公司执行新金融工具准则，2019 年期初数据以追溯调整数据为准。公司提供的 2020 年一季报未经审计。

2019 年，公司合并范围内新设 2 家子公司，注销 1 家子公司，合并范围变化较小，对财务数据可比性影响小。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 461.93 亿元，所有者权益合计为 41.36 亿元（含少数股东权益 14.49 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 43.28 亿元，利润总额 6.74 亿元。

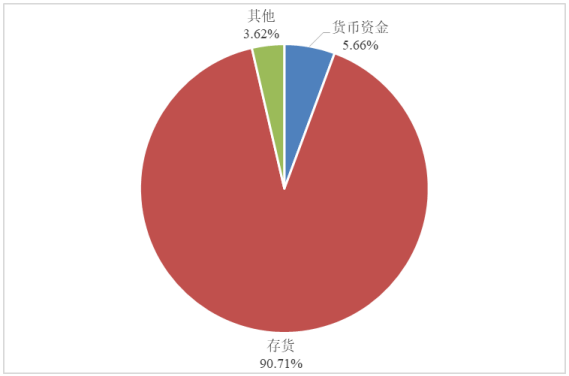
截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 464.56 亿元，所有者权益合计为 43.39 亿元（含少数股东权益 14.90 亿元）；2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 9.92 亿元，利润总额 1.36 亿元。

1. 资产质量

公司资产结构以流动资产为主，其中以房地产项目开发成本为主的存货占比大，短期内限购限售限价等政策可能对公司存货去化造成一定的影响，同时需关注部分开发产品的去化速度状况；非流动资产以其他非流动资产为主，后续需要持续的开发投入，但未来可为公司提供一定的现金和投资收益支撑。此外，公司受限资产占比一般，但子公司股权质押情况较为突出。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 461.93 亿元，较年初增长 44.45%，主要系流动资产的增加所致；其中，流动资产占比 79.81%，非流动资产占比 20.19%，以流动资产为主。

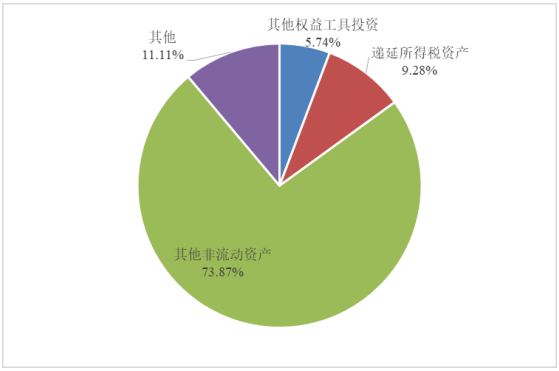
图 3　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司流动资产 368.65 亿元，较年初增长 39.92%；主要由货币资金（占比 5.66%）和存货（占比 90.71%）构成。截至 2019 年底，公司货币资金为 20.87 亿元，较年初减少 32.84%，主要系公司当年新获取土地资源支付地价款规模较大所致。公司货币资金中不存在抵押、质押、冻结等对使用有限制的款项。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 334.42 亿元，较年初增长 58.22%，主要系公司于 2019 年初分别以 37.20 亿元和 63.00 亿元获得了北京市丰台区花乡郭公庄项目和北京市海淀区北安河车辆段综合利用项目所致；主要由开发成本（占比 70.21%）和开发产品（占比 29.79%）构成，其中开发产品主要由公园悦府项目（2019 年竣工）、西华府项目（2019 年竣工）、檀香府项目（2019 年竣工）和琨御府项目（2018 年竣工，位于北京市海淀区西三、四环之间，主要是写字楼和商业，原计划 2019 年以股权出让方式出售给京投公司，但受交易所问询该事项目前进度暂停）构成。从计提跌价准备情况来看，截至 2019 年底，公司计提存货跌价准备 42.69 万元（可变现净值低于成本），全部来自于无锡公园悦府项目，虽然开发产品占比较高，但计提比例尚可；考虑到公司开发项目中北京区域项目占比较高，房地产调控政策可能对公司存货去化速度等造成一定的影响。

图 4　截至 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司非流动资产 93.28 亿元，较年初增长 65.66%；主要由其他权益工具投资（占比 5.74%）、递延所得税资产（占比 9.28%）和其他非流动资产（占比 73.87%）

构成。2019 年 1 月 1 日，公司执行新金融工具准则并对期初数据进行追溯调整，原金融工具准则下可供出售金融资产在新金融工具准则下列示为其他权益工具投资；截至 2018 年及 2019 年底，公司其他权益工具投资分别为 4.37 亿元和 5.35 亿元，以公允价值法计量且其变动计入其他综合收益，主要包括对北京基石创业投资基金（有限合伙）及北京基石仲盈创业投资中心（有限合伙）的投资。截至 2019 年底，公司递延所得税资产为 8.65 亿元，较年初增长 38.39%，主要系存货计税基础不同产生的暂时性差异规模增加所致。截至 2019 年底，公司其他非流动资产 68.90 亿元（全部为往来资金拆借），较年初增长 86.62%，主要系公司于 2019 年向项目公司无锡望愉地铁生态置业有限公司（股权占比 50%）以借款方式支付 29.89 亿元用于支付无锡具区路项目地价款所致。公司对联营及合营企业的资金拆借款规模较大，且其中部分企业经营情况欠佳，存在一定回收风险。

表 12　截至 2019 年底公司其他非流动资产明细（单位：万元、%）

项目	本金	年利率	应计利息	小计	减值准备
北京潭柘兴业房地产开发有限公司	253200.00	8.00	58768.86	311968.86	311.97
鄂尔多斯市京投银泰房地产开发有限责任公司	112266.64	4.90	--	112266.64	33990.72
无锡望愉地铁生态置业有限公司	298871.45	8.00	540.01	299411.54	299.41
合计	**664338.09**	**--**	**59308.95**	**723647.04**	**34602.10**

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司受限资产合计 65.58 亿元，占总资产比重为 14.20%，受限比例一般。其中，受限的存货为 63.32 亿元、受限的固定资产为 0.29 亿元、受限的投资性房地产为 1.07 亿元、受限的长期股权投资为 0.90 亿元，受限原因主要为借款抵、质押。此外，公司全资子公司京投置地对 7 家项目公司进行股权质押担保，涉及到的担保金额合计 196.11 亿元；公司前十大股东中未解押的质押股权为 8231.00 万股（涉及质押股东为程少良及中国银泰投资有限公司），合计占总股本的 11.11%。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 464.56 亿元，较年初增长 0.57%。其中，流动资产占 79.41%，非流动资产占 20.59%，资产构成较年初变化不大。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

受未分配利润和少数股东权益的占比较高的影响，公司所有者权益稳定性一般。

截至2019年底，公司所有者权益为41.36亿元，较年初减少11.95%，主要系2019年公司原计划将子公司京投置地持有的北京京投兴业置业有限公司（以下简称“兴业置业”）51%股权转让给控股股东京投公司[1]，股权转让前将兴业置业留存收益进行了分配（其中分配给京投公司10.05亿元），导致公司少数股东权益减少所致；其中，归属于母公司所有者权益26.87亿元，占比为64.97%。归属于母公司所有者权益中，股本占比27.57%，资本公积占比12.19%，未分配利润占比45.40%，盈余公积占比7.38%，其他综合收益占比7.47%，未分配利润占比较大，公司权益稳定性一般。2019年，归属于上市公司股东的净利润为0.77亿元，本期不进行利润分配。

截至2020年3月底，公司所有者权益为43.39亿元，较年初增长4.90%，主要系其他综合收益和少数股东权益增长所致。

负债

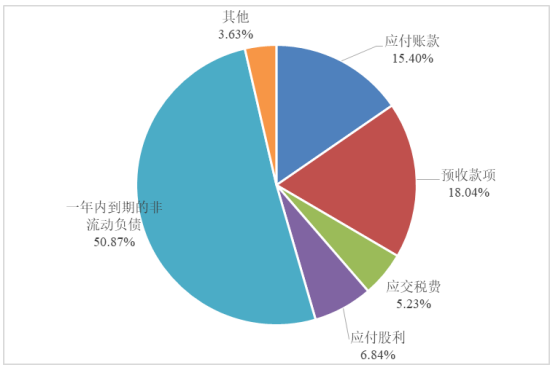
公司整体债务负担重且随着 2019 年公司大规模拿地公司债务负担大幅攀升，但考虑

[1] 目前该事项属于停滞状态。

到长期借款中大股东借款占比较高，实际兑付压力尚可。

截至 2019 年底，公司负债合计 420.57 亿元，较年初增长 54.16%，主要系流动负债及非流动负债的共同影响所致；其中，流动负债占比 48.95%、非流动负债占比 51.05%。

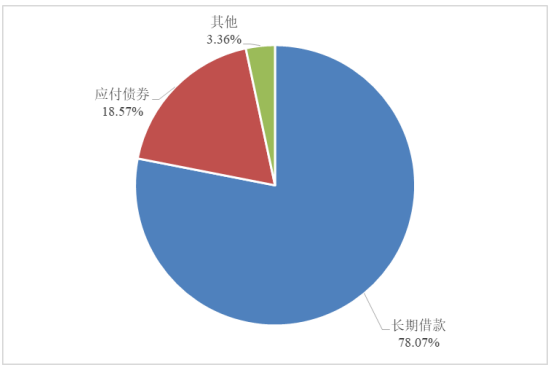
图 5　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司流动负债 205.87 亿元，较年初增长 116.16%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致；主要由应付账款（占比 15.40%）、预收款项（占比 18.04%）、应交税费（占比 5.23%）、应付股利（占比 6.84%）和一年内到期的非流动负债（占比 50.87%）构成。截至 2019 年底，公司应付账款为 31.70 亿元，较年初增长 66.98%，主要由应付工程款构成。截至 2019 年底，公司预收账款为 37.14 亿元，较年初增长 89.47%，主要系项目开盘预售增加所致。截至 2019 年底，公司应交税费为 10.76 亿元，较年初减少 18.00%，主要系应交土地增值税减少所致。截至 2019 年底，公司应付股利 14.08 亿元，较年初增长 249.60%，主要系项目公司分红应付股利大幅增加所致。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 104.72 亿元，较年初大幅增长 225.70%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

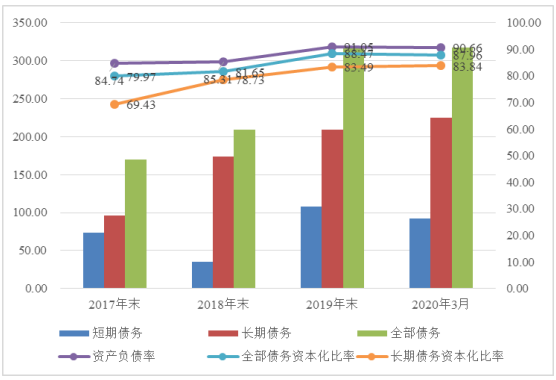
图 6　截至 2019 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 214.69 亿元，较年初增长 20.91%，主要由长期借款（占比 78.07%）和应付债券（占比 18.57%）构成。截至 2019 年底，公司长期借款为 167.61 亿元，较年初增长 8.84%，增幅不大主要系当年新增长期借款与重分类至一年内到期的非流动负债的共同影响所致；其中，质押借款（占比 72.03%）和信用借款（占比 24.06%）均来自于京投公司的委托贷款，一般来自京投公司的委托贷款可借新还旧，且期限较长，实际集中偿付压力尚可。截至 2019 年底，公司应付债券为 39.87 亿元，较年初大幅增长 100.17%，主要系公司于 2019 年发行“19 京发 G1”（发行规模 10.00 亿元，有担保，3+2 年，票面利率 3.99%）、“19 京发 G2”（发行规模 5.00 亿元，有担保，3+2 年，票面利率 3.78%）和“19 京投发展 MTN001”（发行规模 5.00 亿元，无担保，3 年，票面利率 4.70%）。

图 7　公司负债情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

截至2019年底，公司全部债务为317.31亿元，较年初增长51.78%，主要系公司拿地规模较大导致融资规模扩大所致；其中，长期债务占比65.91%，短期债务占比34.09%，以长期债务为主，债务结构较为合理。截至2019年底，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分别为91.05%、88.47%和83.49%，分别较年初增加5.74个百分点、6.82个百分点和4.76个百分点，上述指标均处于较高水平，但考虑到公司长期借款中股东委托借款占比较高，实际兑付压力可控。从期限分布来看，截至2019年底，公司全部债务为317.31亿元（公司以委托贷款的形式从控股股东京投公司拆入资金合计为262.21亿元）；其中2020年到期债务合计127.52亿元，但考虑到大部分是来自于京投公司的委托贷款且可借新还旧，集中偿付压力尚可，具体情况如下表所示。

表13　截至2019年底假设债券全部回售前提下公司全部债务到期分布情况（单位：亿元）

项目	2020年到期部分	2021年到期部分	2022年到期部分	2023年及以后到期部分
一年内到期的非流动负债	104.72	--	--	--
其他应付款中资金拆借	--	--	--	1.0045
长期借款	--	12.54	155.01	0.065
应付债券	20.00	--	20.00	--
其他非流动负债	--	--	--	--
短期借款	2.45	--	--	--
长期应付款中售后回租	0.35	0.37	0.40	0.55
合计	**127.52**	**12.90**	**175.41**	**1.62**

注：上表与正文数据债务余额略有差异主要系应付债券是否扣除承销费用差异所致，上表应付债券余额为债券规模40.00亿元（面值）与正文39.87亿元（摊余成本）略有不同

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司负债合计421.17亿元，较年初增长0.14%，负债构成较年初变动不大。截至2020年3月底，公司全部债务316.97亿元，较年初下降0.11%。其中，长期债务占71.00%，短期债务占29.00%。截至2020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分别为90.66%、87.96%和83.84%，分别较年初下降0.39个百分点、下降0.51个百分点和增加0.35个百分点，公司债务负担重。

3. 盈利能力

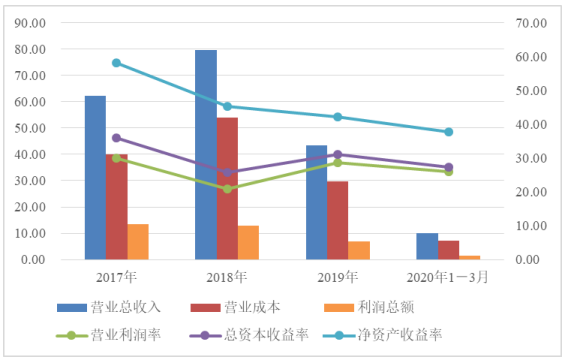
公司营业收入受房地产项目结转影响较大，波动性较强；2018年以来，结转项目毛利率虽然有所下滑但仍处于较高水平。

2019年，公司实现营业收入43.28亿元，同比下降45.73%；实现利润总额6.74亿元，同比下降47.18%，主要系当年公司达到结转收入条件的项目规模减少使得公司整体经营业绩下滑所致。

期间费用方面，2019年，公司期间费用总额为5.95亿元，同比增长27.26%，主要来自于财务费用和销售费用的增长。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用的占比分别为27.33%、32.72%和39.95%。2019年，公司销售费用同比增长35.71%，主要系开盘项目增加使得广告宣传及推广费较前期大幅增加所致；管理费用同比下滑0.56%，其中2019年略有下滑主要系公司在规模不断扩大的情况下，控制管理人员规模所致；财务费用同比增长56.44%，一方面系公司于2019年1月1日起执行新金融工具准则将原列报在财务费用中的委托贷款利息收入4003.67万元调整至投资收益列报所致，另一方面系公司当期费用化利息支出增加所致。2019年公司期间费用率为13.74%，同比增加7.88个百分点，

公司费用控制能力尚可。

图8　公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

从各项盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 28.68%，同比增加 7.81 个百分点，主要系 2019 年税金及附加大幅减少所致；总资本收益率和净资产收益率分别为 2.45%和 11.13%，分别同比下降 2.54 个百分点和 8.24 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 9.92 亿元，同比增长 12.38%；利润总额 1.36 亿元，同比下降 54.77%，营业利润率为 26.06%。

4. 现金流分析

公司经营活动现金流净额受项目销售进度及合并范围内新获取土地储备的地价款规模影响较大；投资活动现金流受合作开发项目支付的土地价款等因素影响呈净流出状态。预计公司未来建设投资需求将进一步扩大；同时，考虑公司储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量较大，公司对筹资活动依赖程度仍然高。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 65.32 亿元，同比增长 11.07%，主要系签约销售规模的扩大所致；经营活动现金流出为 137.74 亿元，同比大幅增长 140.19%，主要系公司 2019 年年初获取郭公庄及北安河项目支付地价款 100.20 亿元所致。综上，2019 年，公司经营活动现金流量净额为-72.42 亿元，呈现大幅净流出状态。

从投资活动情况来看，2019 年，公司投资活动现金流入为 18.40 亿元，同比大幅增长 264.49%，主要系 2018 年公司收回委托理财金额的减少以及当年并未产生因收回拆借资金和利息的投资收益所致；投资活动现金流出为 40.00 亿元，同比大幅增长 350.81%，主要系公司投资无锡具区路轨道物业项目支付地价款 29.89 亿元所致。受上述因素的影响，2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-21.60 亿元，净流出规模有所扩大。

2019 年，公司筹资活动前现金流量为-94.02 亿元，经营活动所得现金不能满足投资活动所需现金，存在较大对外融资需求。

从筹资活动情况看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 152.06 亿元，同比增长 26.99%，融资渠道主要为股东借款；公司筹资活动现金流出为 68.25 亿元，同比下降 29.75%，主要系债务到期偿付时间差异所致。综上，2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 83.81 亿元，净流入规模较大主要系公司当年新获取项目体量较大所致。

表 14　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	29.08	58.81	65.32	12.31
经营活动现金流出量	30.94	57.35	137.74	8.21
经营活动现金净流量	-1.87	1.47	-72.42	4.09
现金收入比	42.84	70.52	146.68	121.80
投资活动现金净流量	-20.13	-3.82	-21.60	0.91
筹资活动现金净流量	4.84	22.59	83.81	-6.72

资料来源：公司财务报告

2020 年 1－3 月，公司公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 4.09 亿元、0.91 亿元和-6.72 亿元，主要系本期销售回款增加且各项支出减少所致。

5. 偿债能力

公司偿债能力指标进一步下滑且处于相对一般水平，但考虑到公司在股东背景、股东支持、项目区位及土地成本优势、轨道上盖建筑技术等方面具有较强的竞争优势，公

司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为179.07%和16.63%，均较2018年底有所下滑，主要系流动负债增幅较大所致。截至2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为193.90%和17.26%。截至2019年底和2020年3月底，公司现金短期债务比分别为0.20倍和0.21倍。2019年，公司经营现金流动负债比为-35.18%。整体看，公司短期偿债指标有待提高。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为11.20亿元，同比下降32.92%，主要系利润总额下降所致。2019年，公司EBITDA利息倍数由上年的1.09倍下降至0.49倍，全部债务/EBITDA由上年的12.53倍上升至为28.34倍，EBITDA对利息及全部债务的保障程度较弱。整体看，公司长期偿债指标较弱。

截至2019年底，公司及控股子公司已获银行授信额度59.25亿元，已使用17.04亿元，剩余授信额度42.21亿元。

截至2019年底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2019年底，公司对外担保合计13.80亿元，全部为对上海礼仕酒店有限公司（合营企业）的担保；其中12.80亿元的担保期限为2017年1月23日至2027年1月22日，1.00亿元的担保期限为2018年6月8日至2021年7月10日。被担保方所经营的酒店位于上海市中心，酒店紧邻地铁，是凯悦酒店集团旗下全新品牌酒店，目前酒店经营状况良好，年营业额约2.00亿元，或有负债风险不大。

6. 同行业对比情况

与同行业相比，公司资产规模尚可，但债务负担重。受益于地产项目毛利率较高，公司盈利能力强。考虑到公司股东支持力度大，整体偿债能力很强。

表15　2019年同业对比数据情况

项目	京投发展	安徽省高速地产集团有限公司	格力地产股份有限公司
资产总额（亿元）	461.93	257.45	326.63
所有者权益（亿元）	41.36	55.80	78.63
全部债务（亿元）	317.31	56.55	177.04
资产负债率（%）	91.05	78.32	75.92
全部债务资本化比率（%）	88.47	50.33	69.25
营业收入（亿元）	43.28	47.14	41.93
利润总额（亿元）	6.74	7.15	7.08
营业利润率（%）	28.68	23.73	26.71

资料来源：联合资信整理

7. 母公司财务分析

母公司为管理机构，资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司债务负担较重，投资收益为其主要利润来源。

截至2019年底，母公司资产总额为69.69亿元，较年初增长16.83%，主要系母公司以借款方式支付无锡项目公司地价款使得其他非流动资产大幅增长所致；其中，流动资产占比为18.71%，非流动资产占比为81.29%。从构成来看，母公司资产主要由其他非流动资产（占45.83%）、长期股权投资（占21.61%）和应收股利（占12.26%）构成。

截至2019年底，母公司负债总额为48.00亿元，较年初增长6.15%，基本保持稳定；其中，流动负债占比为10.94%，非流动负债占比为89.06%。从构成来看，母公司负债主要由应付债券（占83.06%）构成。截至2019年底，母公司全部债务43.95亿元，以长期债务为主，主要为应付债券。截至2019年底，母公司资产负债率和全部债务资本化比例分别为68.87%和66.96%，母公司债务负担较重。

截至2019年底，母公司所有者权益合计21.69亿元，较年初增长50.50%，主要系未分配利润增长所致。从构成来看，实收资本占34.15%、资本公积占比15.54%、其他综合收益占9.25%、盈余公积占9.14%、未分配利润占31.92%。

损益方面，2019 年，母公司营业收入为 0.38 亿元，利润总额为 6.87 亿元。同期，投资收益为 8.94 亿元，主要为持有联、合营企业股权产生的投资收益。投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为 3.20 亿元，投资活动现金流净额为-4.47 亿元，筹资活动现金流量净额为-3.39 亿元。

短期偿债能力方面，截至 2019 年底，母公司流动比率和速度比率均为 248.27%，经营现金流动负债比为 60.86%。2019 年，母公司短期债务规模大幅下降，短期偿债指标尚可，长期债务偿付方面需依靠下属子公司。

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至2020年6月3日，公司不存在未结清的不良或关注类的信贷业务。根据相关金融机构出具的证明，公司已结清信贷业务中，从1999年到2002年共32笔不良类信贷记录，系公司合作的金融机构在数据批量导入人行数据库时误入所致，该机构已出具相关情况说明；从1997年到2009年共148笔关注类贷款和2笔关注类银行承兑汇票，经核实均按时结清，不存在不良信贷记录；此外，公司2014年11月22日存在一笔欠息，根据公司反馈资料，该笔欠息主要是工作疏忽未能按时将利息转入付息账户所致。

9. 抗风险能力

基于对房地产行业发展趋势的基本判断，以及公司在股东支持、区域布局、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流入量和 EBITDA 对存续期内债券保障程度一般。

截至 2020 年 3 月底，公司存续期内由联合资信评级的债券为“19 京投发展 MTN001”，余额 5 亿元。若同时考虑公司发行的公司债“18 京投 01”“19 京投 G1”和“19 京投 G2”，假设上述债券均于行权日行使投资者回售选择权，则 2020 年和 2022 年公司单年偿还金额均为 20 亿元。

表 16 截至 2020 年 3 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	余额	起息日	到期日	下一行权日
18 京投 01	20.00	2018/09/21	2021/09/21	2020/09/21
19 京投发展 MTN001	5.00	2019/08/28	2022/08/28	--
19 京投 G1	10.00	2019/03/14	2024/03/14	2022/03/14
19 京投 G2	5.00	2019/07/17	2024/07/17	2022/07/17

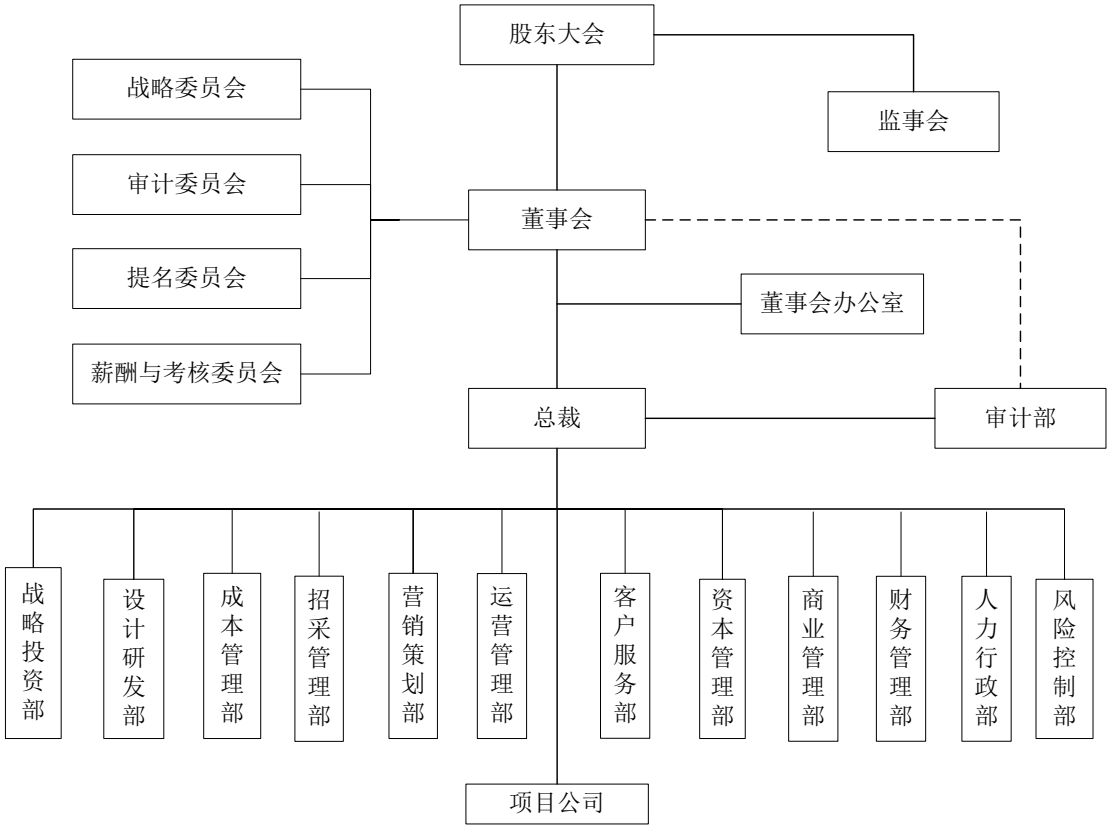
资料来源：联合资信整理

2017 年－2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 20 亿元的 1.45 倍、2.94 倍和 3.27 倍，公司经营活动现金流量净额分别为 20 亿元的-0.09 倍、0.07 倍和-3.62 倍，公司 EBITDA 分别为 20 亿元的 0.86 倍、0.83 倍和 0.56 倍，公司现金类资产分别为 20 亿元的 0.54 倍、1.96 倍和 1.10 倍。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持京投发展股份有限公司的主体长期信用等级为 AA，并维持“19 京投发展 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件1－1　截至2020年3月底公司组织结构图



附件 1－2　截至 2019 年底纳入公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
				直接	间接	
1	北京京投万科房地产开发有限公司	北京	房地产		80	设立
2	北京京投银泰置业有限公司	北京	房地产		50	设立
3	北京京投银泰尚德置业有限公司	北京	房地产		51	设立
4	北京京投兴业置业有限公司	北京	房地产		51	设立
5	北京潭柘投资发展有限公司	北京	房地产	100		设立
6	宁波华联房地产开发有限公司	宁波	房地产	100		设立
7	北京京投瀛德置业有限公司	北京	房地产		51	设立
8	北京定都峰旅游开发有限公司	北京	服务业		60	设立
9	宁波银泰对外经济贸易有限公司	宁波	进出口	90	10	设立
10	京投银泰（宁波）物业服务有限公司	宁波	服务业	100		设立
11	北京京投置地房地产有限公司	北京	房地产	100		收购
12	无锡嘉仁花园酒店管理有限公司	无锡	酒店管理	100		收购
13	无锡惠澄实业发展有限公司	无锡	房地产		100	收购
14	北京京投兴平置业有限公司	北京	房地产		51	设立
15	京投科技（北京）有限公司	北京	服务业	100		设立
16	北京京投睿德物业管理服务有限公司	北京	服务业	100		设立
17	北京京投兴檀房地产有限公司	北京	房地产		100	设立
18	三河市京投发展致远房地产开发有限公司	廊坊	房地产		85	设立
19	北京京投丰德房地产有限公司	北京	房地产		70	设立
20	北京京投兴海房地产有限公司	北京	房地产		51	设立

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	10.85	39.19	21.98	19.16
资产总额（亿元）	278.63	319.78	461.93	464.56
所有者权益（亿元）	42.52	46.97	41.36	43.39
短期债务（亿元）	73.12	35.14	108.18	91.91
长期债务（亿元）	96.58	173.92	209.14	225.06
全部债务（亿元）	169.69	209.06	317.31	316.97
营业收入（亿元）	62.17	79.75	43.28	9.92
利润总额（亿元）	13.57	12.76	6.74	1.36
EBITDA（亿元）	17.15	16.69	11.20	--
经营性净现金流（亿元）	-1.87	1.47	-72.42	4.09
财务指标				
销售债权周转次数（次）	148.76	35.40	11.37	--
存货周转次数（次）	0.19	0.26	0.11	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.27	0.11	--
现金收入比（%）	42.84	70.52	146.68	121.80
营业利润率（%）	29.90	20.87	28.68	26.06
总资本收益率（%）	6.04	4.98	2.45	--
净资产收益率（%）	22.27	19.37	11.13	--
长期债务资本化比率（%）	69.43	78.73	83.49	83.84
全部债务资本化比率（%）	79.97	81.65	88.47	87.96
资产负债率（%）	84.74	85.31	91.05	90.66
流动比率（%）	166.03	276.64	179.07	193.90
速动比率（%）	17.22	54.72	16.63	17.26
经营现金流动负债比（%）	-1.35	1.54	-35.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	1.09	0.49	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.90	12.53	28.34	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；公司其他应付款中资金拆借已计入短期债务，其他非流动负债中的长期债权融资部分已计入长期债务；公司 2018 年数据采用 2019 年期初追溯调整数据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.64	7.31	2.65	1.48
资产总额（亿元）	51.51	59.65	69.69	72.14
所有者权益（亿元）	13.67	14.43	21.69	24.65
短期债务（亿元）	14.58	21.96	2.25	2.25
长期债务（亿元）	20.73	21.00	41.70	40.06
全部债务（亿元）	35.31	42.96	43.95	42.31
营业收入（亿元）	0.80	0.28	0.38	2.43
利润总额（亿元）	-0.62	2.23	6.87	2.11
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-5.26	-3.94	3.20	-0.36
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1325.33	73.26	85.84	
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.00	0.01	
现金收入比（%）	10.03	303.16	150.14	52.96
营业利润率（%）	92.62	77.36	85.99	99.18
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	-4.50	15.40	31.18	61.91
长期债务资本化比率（%）	60.27	59.26	65.78	63.19
全部债务资本化比率（%）	72.09	74.85	66.96	65.83
资产负债率（%）	73.46	75.80	68.87	304.20
流动比率（%）	117.93	122.42	248.27	304.20
速动比率（%）	117.93	122.42	248.27	61.91
经营现金流动负债比（%）	-31.61	-16.56	60.86	63.19
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

附件 4　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－税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计－存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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 5－1　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 5－2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5－3　评级展望设置及其含义

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

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