跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1298 号

京投发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

京投发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

京投发展股份有限公司公开发行的“19 京发 G1”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六 月 十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

京投发展股份有限公司
公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

本次债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19京发G1	10.00亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2019年3月1日

担保方：北京市基础设施投资有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2019年6月17日

主要财务数据

发行人

项目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额(亿元)	287.76	278.63	318.68	410.05
所有者权益(亿元)	34.71	42.52	46.15	49.33
长期债务(亿元)	86.91	96.58	173.92	281.05
全部债务(亿元)	149.46	168.69	209.06	299.71
营业收入(亿元)	59.22	62.17	79.75	8.82
净利润(亿元)	7.46	9.47	9.10	2.00
EBITDA(亿元)	12.96	17.15	16.69	--
经营性净现金流(亿元)	50.55	-1.87	1.47	-4.73
营业利润率（%）	24.37	29.90	20.87	48.36
净资产收益率（%）	23.76	24.52	20.52	--
资产负债率（%）	87.94	84.74	85.52	87.97
全部债务资本化比率（%）	81.15	79.97	81.92	85.87
流动比率（倍）	1.63	1.66	2.77	4.63
EBITDA全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.08	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.90	1.32	0.67	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.30	1.72	1.67	--

担保方

项　目	2016年	2017年	2018年	19年3月
资产总额（亿元）	4,354.98	4,829.51	5,583.89	5,888.44
所有者权益（亿元）	1,612.54	1,916.52	2,089.16	2,173.92
全部债务（亿元）	2,265.17	2,473.54	3,033.27	3,133.66
净利润（亿元）	20.20	18.68	25.98	7.52
资产负债率（%）	62.97	60.32	62.59	63.08

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中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；3、其他应付款中关联方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；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018年，京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）作为以北京轨道交通物业开发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等方面仍具有很强的行业竞争优势；2018年，公司新增土储规模较大同时签约销售规模同比大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司土地储备获取不确定性较大、项目尚需投资规模较大以及债务负担重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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稳定。

担保方北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）作为国有大型企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对“19京发G1”的信用水平仍具有显著提升作用。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“19京发G1”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．2018年，随着璟悦府项目和公园悦府项目年初推盘，公司全年签约销售面积和销售金额较2017年有较大提升。

2．2018年以来公司在北京的土地储备有所增加；公司拥有多个储备项目，且多以轨道上盖和沿线物业项目为主，区位优势明显；项目大多交通便利，土地储备成本较为合理，在区域内有较强竞争力，具有良好的盈利前景。

3．公司控股股东京投公司拥有大量轨道项目一级开发土地资源，资产规模大、资金实力雄厚，为公司土地资源获取、外部融资及资

升作用。

关注

1．目前，北京城市核心区域轨道交通建设较为发达，但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。

2．2018 年，公司债务规模进一步增长，整体债务负担重；公司所有者权益稳定性较弱；公司参股的鄂尔多斯项目仍处于停工状态，资金拆借款的减值风险较大。

3．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高。

分析师

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym @unitedratings.com.cn

王　彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan @unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

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

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

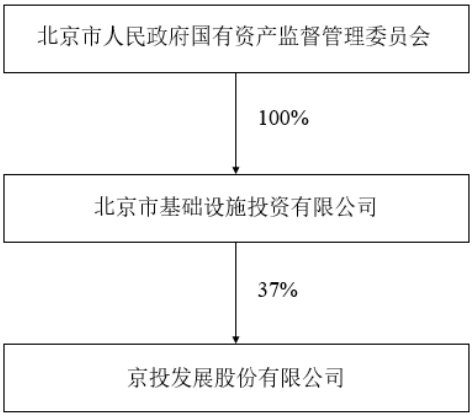
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“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9,600万股。1994~2000年间，经多次送股、配股后，公司总股本增至19,925.37万股；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21,160万股，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”。后历经多次送股、增持等，截至2019年3月底，公司总股本为74,077.76万股，控股股东为京投公司，持股比例为37.00%，实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

图1　截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司经营范围和组织架构未发生调整，公司在职员工632人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 318.68 亿元，负债合计 272.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 25.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 79.75 亿元，净利润（含少数股东损益）9.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.58 亿元；经营活动现金流量净额为 1.47 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.23 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 410.05 亿元，负债合计 360.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 27.31 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，净利润（含少数股东损益）2.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.53 亿元；经营活动现金流量净额为-4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.98 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。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2019]252 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过人民币 15.00 亿元（含 15.00 亿元）的公司债券，实际发行规模为 10.00 亿元，债券期限为 5（3+2）年，票面利率为 3.99%，发行日期为 2019 年 3 月 12 日，债券简称“19 京发 G1”，债券代码

“155247.SH”。本期债券募集资金扣除发行费用后，全部用于偿还公司债务，资金用途与募集说明书保持一致，目前资金已全部使用完毕。截至本报告出具日，“19 京发 G1”未到付息日，债券余额为 10.00 亿元。

“19京发G1”由北京市基础设施投资有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入大部分来源于房地产销售。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 年一季度，全国房地产开发投资 23,803 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧处于高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，但中央政治局会议重申“房住不炒”，预计后续市场仍以“稳”为主。

2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市。政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．未来发展

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2018 年 3 月 8 日，公司副总裁兼董事会秘书田锋先生由于工作原因辞去董事会秘书职位，但仍担任公司副总裁；公司董事会指定财务总监贾卫平先生代行董事会秘书职责；2018 年 4 月 10 日，经股东提名并经股东大会选举，陈洪林先生和闵庆文先生担任公司独立董事；2018 年 4 月 19 日，王萱女士因工作原因辞去公司监事职务，目前刘敬东先生任公司监事；2018 年 10 月 25 日，公司原董事长田振清因工作调动原因，辞去了公司董事、董事长、董事会战略委员会委员及主任委员职务；2018 年 10 月 25 日，郝伟亚先生因工作原因，辞去公司董事、董事会战略委员会委员职务；2018 年 11 月 12 日，公司第十届董事会第七次会议提名郑毅先生、刘建红先生为公司第十届董事会董事候选人，并已于 2018 年 11 月 28 日公司 2018 年第三次临时股东大会审议通过；2018 年 12 月 17 日，公司第十届董事会第十次会议审议通过《关于选举公司董事长的议案》，选举魏怡女士为公司第十届董事会董事长。公司管理制度未发生重大变化。

魏怡，2011 年 10 月至 2015 年 12 月任北京市延庆县政府副县长；2015 年 12 月至 2016 年 10 月任北京市延庆区政府副区长；2016 年 10 月至今任北京市基础设施投资有限公司副总经理。

总体看，公司管理制度连续，董事、监事及高级管理人员发生一定变动，但经营团队基本保持稳定，未对公司经营造成重大不利影响。

五、经营分析

1．经营概况

近年来，公司主营业务收入主要来自房产销售。2018 年，公司房产销售业务收入同比增长 28.67%，主要系达到可竣工结转的项目规模有所增加所致。2018 年，公司房产销售业务毛利率有所下降，但仍处于较高水平，具体情况如下表所示。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 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	571,203.61	96.51	32.92	606,515.49	97.58	36.34	781,453.79	97.99	32.85
物业租赁	2,793.30	0.47	60.06	1,966.81	0.32	45.66	2,475.38	0.31	54.67
进出口贸易	15,312.87	2.59	2.00	11,181.79	1.80	1.60	11,122.43	1.39	1.96
旅游饮食服务及其他	2,562.26	0.43	35.24	1,923.62	0.31	-0.72	2,410.28	0.30	27.21
合计	**591,872.05**	**100.00**	**32.26**	**621,587.71**	**100.00**	**35.63**	**797,461.88**	**100.00**	**32.47**

资料来源：公司年报

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，同比下降 11.87%，主要系达到交付条件的项目减少所致；净利润为 2.00 亿元，同比增长 14.47%。

总体看，2018 年，受竣工交付节奏的影响，公司结转收入规模有所增长；公司毛利率水平有所下滑，但整体仍处于较高水平。

2．土地储备

近年来，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、环京区域以及境外轨道物业项目和特色小镇的拓展工作。公司一般通过联合体的形式获取土地，且一般是和京投公司进行联合拿地。2018 年 1 月 4 日，全资子公司京投置地获取密云檀营地块（即下表的锦悦府项目），持股比例为 100%，成交价款为 19.43 亿元，建设用地面积为 6.36 万平方米，建筑面积 23.80 万平方米，且自持商品住房面积占该宗土地居住用途建筑面积的 2%。2018 年 11 月 21 日，公司全资子公司北京京投置地房地产有限公司（以下简称“京投置地”）与北京益达生投资有限公司组成的联合体获取了三河市 YJ2018-005 号国有建设用地使用权，持股比例为 85%，成交价款为 2.55 亿元，建设用地面积为 5.00 万平方米，建筑面积 15.00 万平方米，容积率为 1.0~3.0。公司于 2019 年 1 月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）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，两个地块项目总规划建筑面积约 46.49 万平方米。公司战略土地储备大幅增加，进一步夯实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。

截至 2019 年 3 月底，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 188.71 万平方米，总建筑面积 430.37 万平方米，剩余可售面积为 238.21 万平方米；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，土地获取成本相对合理，优势明显。

表 2　截至 2019 年 3 月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	持有土地及房产面积	
									土地	房产
公园悦府	北京昌平区	在建项目	51	25.94	62.82	47.00	7,481.69	21.79	12.44	30.14
琨御府	北京海淀区	竣工项目	51	15.91	39.50	46.50	11,772.15	13.33	6.94	17.22
西华府	北京丰台区	在建项目	50	23.32	66.48	33.51	5,040.61	6.95	6.34	18.07
新里程	北京房山区	竣工项目	80	7.78	17.66	9.22	5,218.57	0.02	0.01	0.03
檀香府	北京门头沟区	在建项目	51	23.62	45.00	42.00	10,246.40	27.15	20.19	38.47
无锡公园悦府	无锡惠山区	在建项目	100	24.16	47.04	0.72	152.08	32.74	20.04	39.03
璟悦府	北京市平谷区	在建项目	51	8.92	24.20	14.60	6,028.08	14.44	6.87	18.64
锦悦府	北京市密云区	在建项目	100	6.36	23.80	19.43	15,540.75	21.54	6.36	23.79
郭公庄三期项目	北京丰台区	拟建项目	70	5.67	16.23	37.20	22,915.15	16.23	5.67	16.23
北安河项目	北京海淀区	拟建项目	51	23.94	30.26	63.00	20,819.56	30.26	23.94	30.26
燕郊项目	三河市燕郊高新区	拟建项目	85	5.00	15.00	2.55	1,700.00	15.00	5.00	15.00
潭柘寺 D 地块项目	北京门头沟区	拟建项目	40	18.09	42.38	63.30	26,524.20	38.75	18.09	42.38
合计				**188.71**	**430.37**	--	--	**238.21**	**131.90**	**289.27**

注：1、无锡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、无锡公园悦府为该项目的二期名称，下文如无特指，数据披露均为整个项目数据，含一期鸿墅。
资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司继续贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，土地储备规模尚可，目前主要土地储备集中于北京地区，以合作方式进行开发；与销售均价相比，土地获取成本相对合理，优势明显。

3．开发情况

项目开发方面，公司房地产开发业务以合作开发为主，目前开发项目以轨道物业项目为核心，且开发项目主要位于北京。

在建及拟建项目方面，截至2018年底，公司未完工项目预计总投资551.87亿元，已累计投资391.50亿元，尚需投资额160.37亿元。

公司在位于北京的地铁上盖物业项目的开发建设过程中，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 2018 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 142.98 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%、17.22 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。同时，由于上述项目大多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将不断增长，有助于缓解公司的资金压力。

2018 年，公司新开工项目 1 个，新开工面积 47.18 万平方米，同比增长 129.36%；同期竣工面积 34.58 万平方米，同比增长 15.93%；截至 2018 年底，公司期末在建面积 108.86 万平方米，基本保持稳定。

表3 2016~2018年公司开发数据情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
期末在建项目（个）	6	6	6
期末在建面积（万平方米）	105.52	96.26	108.86
新开工项目（个）	1	--	1
新开工面积（万平方米）	17.95	20.57	47.18
竣工面积（万平方米）	42.66	29.83	34.58

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司新开工面积和期末在建面积增长较快，期末在建面积较大，尚需较大规模的投资，公司主要依赖控股股东为公司提供的资金支持进行项目开发，虽然在一定程度上缓解了公司的资金压力，但外部资金需求依然较大。

4．销售情况

2018 年，公司签约销售面积为 10.95 万平方米，签约销售金额为 45.39 亿元，分别同比增长 243.26%和 515.04%，主要系公司主推项目璟悦府和公园悦府于 2018 年初开盘销售所致；签约销售均价为 4.15 万元/平方米，同比增长 78.88%。截至 2019 年 3 月底，公司剩余可售面积 243.15 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，公司未来销售情况受北京市房地产调控政策影响较大。根据公司经营计划，公司 2019 年计划签约销售额为 76.80 亿元。

表 4 2016~2018 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		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
公园悦府	北京昌平区	3.29	0.43	5.38	6.51	0.34	29.59
琨御府	北京海淀区	6.42	0.62	0.23	35.41	2.75	1.15
西华府	北京丰台区	5.41	0.06	--	19.60	0.28	--
金域公园	北京房山区	0.24	0.25	--	0.77	0.12	--
檀香府	北京门头沟区	3.59	0.74	0.25	14.74	2.75	1.28
新里程	北京房山区	0.11	--	--	0.34	--	--
无锡公园悦府	无锡惠山区	0.98	1.09	1.28	0.86	1.14	1.05
璟悦府	北京平谷区	--	--	3.81	--	--	12.32
合计	--	**20.04**	**3.19**	**10.95**	**78.23**	**7.38**	**45.39**

注：无锡公园悦府为该项目的二期名称，下文如无特指，数据披露均为整个项目数据，含一期鸿墅
资料来源：公司提供

总体看，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调控政策影响较大；2018 年，公司签约销售面积及金额大幅增长，剩余可售面积较充裕。

5．重大事项

公司对参股的鄂尔多斯市京投银泰房地产开发有限责任公司（以下简称“鄂尔多斯项目公司”）提供借款余额 11.22 亿元，借款年利率为 4.90%，由于该项目公司房产销售困难，公司于 2016 年、2017 年以及 2018 年均对鄂尔多斯项目公司涉及的借款计提了资产减值准备，2018 年计提减值准备 0.05 亿元，截至 2018 年底累计计提减值准备 3.40 亿元。针对该项风险，公司从 2015 年 1 月 1 日起暂停确认对鄂尔多斯项目公司借款利息收入并已将此项目停工作为土地储备，避免

加大资金占用，等待市场时机。

总体看，2018 年，公司参股的鄂尔多斯项目仍处于停工状态，公司为项目公司提供的借款进一步计提减值，公司面临较大的资产减值风险。

6．经营关注

（1）房地产市场波动和政策变动的风险

公司房地产开发业务销售收入主要来自北京和无锡，其中北京地区销售收入占公司营业总收入的 90%以上，北京市房地产调控政策较为严格，且随着房地产行业市场结构的调整变化，大中型房企均向一、二线城市回归，北京市内土地供应存量减少、节奏放缓、竞价上涨，市场竞争愈加激烈，公司在北京获取土地资源的难度加大。北京房地产市场的波动和限购限价等调控政策均对公司房地产业务具有重大影响。

（2）轨道物业发展的局限性

目前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。

（3）项目尚需投资规模较大，公司面临资本支出压力

公司未完工项目剩余投资规模较大，且融资方式依赖股东借款，借款金额大且利率水平较高，公司面临一定的资本支出压力。

（4）参股项目仍处于停工状态，资产减值风险进一步加大

公司参股的鄂尔多斯项目仍处于停工状态，公司为项目公司提供的借款进一步计提减值，截至 2018 年底，公司为鄂尔多斯项目公司提供借款余额 11.22 亿元，累计计提减值准备 3.40 亿元，公司仍面临较大的资产减值风险。

7．未来发展

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，2018 年，公司提出“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。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。

总体看，公司战略清晰，发展目标符合自身资源优势。

六、财务分析

公司提供的 2018 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。2018 年公司新设子公司 3 家，因注销、吸收减少子公司 2 家，公司合并范围变化对财务数据可比性影响小，公司会计政策连续，数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 318.68 亿元，负债合计 272.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 25.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 79.75 亿元，净利润（含少数股东损益）9.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.58 亿元；经营活动现金流量净额为 1.47 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.23 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 410.05 亿元，负债合计 360.72 亿元，所有者权益（含

少数股东权益）49.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 27.31 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，净利润（含少数股东损益）2.00 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.53 亿元；经营活动现金流量净额为-4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.98 亿元。

1．资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 318.68 亿元，较年初增长 14.37%，主要系流动资产的增加所致；其中，流动资产占比 82.68%，非流动资产占比 17.32%，以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产 263.49 亿元，较年初增长 15.17%，主要系货币资金、存货和其他流动资产的增长所致；主要由货币资金（占比 11.80%）和存货（占比 80.22%）构成。截至 2018 年底，公司货币资金为 31.08 亿元，较年初大幅增长 186.56%，主要系房地产项目开盘，销售回款增加所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 211.36 亿元，较年初增长 3.07%，主要由开发成本（占比 78.96%）和开发产品（占比 21.03%）构成；从计提跌价准备情况来看，公司累计计提存货跌价准备 0.11 亿元，2018 年无锡公园悦府项目（一期鸿墅）部分结转收入，转销存货跌价准备 0.37 亿元，经减值测试转回存货跌价准备 0.42 亿元。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情况造成一定的影响。截至 2018 年底，公司的其他流动资产为 12.42 亿元，较年初增长 62.95%，主要系公司购买理财产品的增加所致，公司购买的理财产品期限均不超过 1 年且均系保本产品。

截至 2018 年底，公司非流动资产 55.19 亿元，较年初增长 10.72%，主要系投资性房地产和递延所得税资产的增加所致；主要由投资性房地产（占比 7.44%）、递延所得税资产（占比 11.31%）和其他非流动资产（占比 70.52%）构成。公司投资性房地产采用成本法计量，截至 2018 年底，公司投资性房地产为 4.11 亿元，较年初增长 96.84%，主要系完工开发产品转入投资性房地产所致。截至 2018 年底，公司递延所得税资产为 6.24 亿元，较年初增长 79.58%，主要系存货计税基础不同产生的暂时性差异所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 38.92 亿元，较年初增长 1.37%，变化不大，主要由资金往来拆借构成，包含对北京潭柘兴业房地产开发有限公司的资金拆借余额 29.14 亿元（年利率 8.00%）以及对鄂尔多斯项目公司的资金拆借，其中鄂尔多斯项目具有较大的投资风险，公司对鄂尔多斯项目公司的资金拆借款可能进一步减值。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 86.52 亿元，占总资产比重为 27.15%，受限比例一般。其中，受限的存货为 84.35 亿元、受限的固定资产为 0.30 亿元、受限的投资性房地产为 1.21 亿元、受限的长期股权投资为 0.66 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 410.05 亿元，较年初增长 28.67%，主要系流动资产的增加所致。其中，公司流动资产为 353.02 亿元，较年初增长 33.98%，主要系对项目的持续投入使得存货增加所致；公司非流动资产为 57.04 亿元，较年初增加 3.35%，基本保持稳定。

总体看，2018 年，公司资产规模进一步增长，资产结构变动不大；公司存货项目主要位于北京，当地调控政策对未来公司存货去化有较大影响；公司对参股项目公司的资金拆借款规模较大，形成资金占用，其中对鄂尔多斯项目的借款可能进一步减值；公司资产受限程度一般，整体资产质量较好。

2．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 272.52 亿元，较年初增长 15.42%，主要系非流动负债的增加所致；其中，流动负债 95.24 亿元（占比 34.95%）、非流动负债 177.28 亿元（占比 65.05%），以

非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 95.24 亿元，较年初减少 30.89%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债的减少所致；主要由应付账款（占比 19.94%）、预收款项（占比 20.58%）、应交税费（占比 13.78%）和一年内到期的非流动负债（占比 33.76%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款为 18.99 亿元，较年初增长 67.13%，均为应付工程款的增加所致。截至 2018 年底，公司预收账款为 19.60 亿元，较年初减少 54.24%，主要系结转销售收入所致。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 32.15 亿元，较年初减少 52.73%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。截至 2018 年底，公司应交税费 13.12 亿元，较年初增长 144.22%，主要系房地产项目实现销售结转，土增税计提增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 177.28 亿元，较年初增长 80.31%，主要系长期借款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占比 86.87%）和应付债券（占比 11.23%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款为 154.00 亿元，较年初增长 114.88%，主要系项目开发规模扩大、融资需求增长所致；其中，质押借款（占比 58.95%）和信用借款（占比 33.90%）均来自于京投公司的委托贷款；从到期期限来看，截至 2018 年底，公司 1~2 年内到期的长期借款占比 66.24%；2~3 年内到期的长期借款占比 10.51%；3~4 年内到期的长期借款占比 23.21%；4~5 年内到期的长期借款占比 0.04%，公司存在一定的长期借款集中偿付压力，但京投公司提供给公司的委托借款一般可以续借，可减轻一定偿付压力。截至 2018 年底，公司应付债券为 19.92 亿元，较年初减少 0.08%，系公司发行的“18 京发 01”，债券期限 2+1 年。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 209.06 亿元，较年初增长 23.20%，主要系长期债务的增加所致；其中，长期债务占比 83.19%，短期债务占比 16.81%，以长期债务为主。公司资产负债率为 85.52%，全部债务资本化比率为 81.92%，长期债务资本化比率为 79.03%，较年初分别上升了 0.78 个百分点、1.95 个百分点和 9.59 个百分点。公司债务负担进一步加重，债务水平高。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 360.72 亿元，较年初增长 32.36%，主要系长期借款增加所致，负债结构较年初变动不大。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 299.71 亿元，较年初增长 43.36%；其中，短期债务 18.66 亿元，较年初下降 46.90%，主要系公司于 2019 年 3 月兑付“16 京泰 01”所致；长期债务 281.05 亿元，较年初增长 61.60%。截至 2019 年 3 月底，随着公司债务规模的增长，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 87.97%、85.87%和 85.07%，分别较年初增长 2.45 个百分点、3.95 个百分点和 6.04 个百分点，债务负担进一步加重。但考虑到公司长期借款中股东借款占比较高，实际偿付压力仍属可控。

总体看，公司债务规模增长较快，整体债务负担重，但考虑到长期借款中股东借款占比较高，实际偿付压力仍属可控；同时，公司短期债务占比有所下降，债务结构有所改善。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益为46.15亿元，较年初增长8.56%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致；其中，归属于母公司所有者权益25.63亿元，占比为55.54%。归属于母公司所有者权益中，股本占比28.90%，资本公积占比12.79%，未分配利润占比53.13%，盈余公积占比5.10%，未分配利润占比较大，公司权益稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 49.33 亿元，较年初增加 6.89%，主要系其他综合收益和少数股东权益增长所致；权益结构较年初变动不大，公司所有者权益结构稳定性仍属一般。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，但少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性仍属一般。

3．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 79.75 亿元，同比增长 28.27%，主要系公司房地产项目结转规模增加所致；实现净利润 9.10 亿元，同比减少 5.97%，主要系结转项目毛利率下降以及税金及附加增长所致。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用总额为 4.67 亿元，同比增长 15.83%，主要系销售费用和管理费用的增加所致；其中，销售费用占 25.63%，管理费用占 41.87%，财务费用占 32.50%。2018 年，公司销售费用 1.20 亿元，同比增长 50.94%，主要系 2018 年开盘销售项目增加产生的销售费用增多所致；管理费用 1.96 亿元，同比增长 15.33%，主要系公司规模进一步扩大使得管理人员增加、为获取新项目储备人才以及公司可研阶段咨询费用增加所致；财务费用为 1.52 亿元，同比减少 1.67%。

从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率为 20.87%，同比下降 9.03 个百分点；随着利润规模下降和债务规模增长，公司总资产报酬率、总资本收益率和净资产收益率同比均有所下滑，分别为 5.50%、5.46%和 20.52%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，同比下降 11.97%，主要系 2019 年符合交付条件确认收入的项目规模比去年同期减少所致；同期，公司实现净利润 2.00 亿元，同比增长 14.47%，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.53 亿元。

总体看，公司营业收入受房地产项目结转影响有所上升，但盈利能力指标有所降低。

4．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入为 58.81 亿元，同比大幅增长 102.26%，主要系新项目开盘使得销售房产所收现金的增加所致；经营活动现金流出为 57.35 亿元，同比增长 85.32%，主要系公司拿地支出增加所致。综上，2018 年公司经营活动现金流量净额为 1.47 亿元，由上年的净流出转为净流入。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 5.05 亿元，同比减少 66.27%，规模较小；投资活动现金流出为 8.87 亿元，同比减少 85.32%，主要系对外拆借资金的投资支出减少所致；受上述因素的影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.82 亿元，2018 年投资活动产生的现金净流出有所缩减。

从筹资活动情况看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 119.74 亿元，较上年同期增长 33.20%，主要系取得借款收到的现金增加所致；公司筹资活动现金流出为 97.15 亿元，较上年同期增加 14.22%，主要系债务到期偿付规模增加所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 22.59 亿元，筹资活动产生的现金流净流入规模较大。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.73 亿元（上年同期为-14.22 亿元）；投资活动产生的现金流量净额为 7.32 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-8.57 亿元（上年同期为 15.06 亿元），主要系公司偿还债务增加所致。

总体看，受 2018 年新开盘项目销售回款的影响，公司经营活动现金流净额转负为正；投资活动现金流仍为净流出，但规模有所减少；考虑未来项目投资规模较大，公司对外部筹资活动有一定的依赖。

5．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.66 倍上升为 2.77 倍，速动比率由年初的 0.17 倍上升为 0.55 倍，主要系货币资金和其他流动资产的增长所致。截至 2018

年底，公司现金短期债务比由年初的 0.15 倍上升为 0.88 倍，由于现金类资产的增加以及短期借款的减少使得其对短期债务的保护程度有所增强。整体看，公司短期偿债能力大幅增强，但仍属一般。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 16.69 亿元，同比减少 2.67%。2018 年，公司 EBITDA 构成中折旧占 1.00%、摊销占 0.59%、计入财务费用的利息支出占 21.93%、利润总额占比 76.48%，以利润总额为主。2018 年，EBITDA 利息倍数由上年的 1.32 倍下降为 0.67 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度较弱；EBITDA 全部债务比由上年的 0.10 倍下降为 0.08 倍。整体看，公司长期偿债能力有所下降，处于较弱水平。

截至2019年3月底，公司及控股子公司已获银行授信额度83.80亿元，已使用28.84亿元，剩余授信额度54.96亿元。

截至2019年3月底，公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2019年3月底，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区域，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。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G10330203000128408），截至2019年5月7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，该机构已向人行申请清理这些错误信息；从1997年到2009年共148笔关注类贷款，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。

总体看，公司短期偿债能力指标增强，但仍处于一般水平；长期偿债能力指标下降，处于较弱水平。但考虑到公司的股东背景、项目区位及成本、轨道上盖建筑技术方面仍具有较强的竞争优势，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达31.08亿元，约为“19京发G1”债券本金的3.11倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产49.33元，约为债券本金10.00亿元的4.93倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19京发G1”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为16.69亿元，约为债券本金10.00亿元的1.67倍，公司EBITDA对债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入58.81亿元，约为债券本金10.00亿元的5.88倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖倍数较高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、在建项目前景、股东支持等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对“19 京发 G1”的偿还能力较强。

八、债权保护条款分析

公司于2019年3月27日成功发行的5年期（债券存续期第3个计息年度末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）10.00亿元“19京发G1”由京投公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1．担保方概况

京投公司前身是成立于 1981 年的北京市地下铁道总公司，2001 年 12 月，北京市人民政府以“京政函[2001]110 号”文件批复，在北京市地下铁道总公司的基础上成立北京地铁集团有限责任公司。2011 年，北京市国资委决定在不改变原管理体制的基础上，将运营公司纳入京投公司合并范围，并明确京投公司作为其出资人，但仍由北京市国资委行使出资人职责。后经过数次增资，截至 2019 年 3 月底，京投公司实收资本为 1,530.16 亿元，北京市国资委持有其 100%股权，为其实际控制人。

截至 2018 年底，京投公司合并资产总额 5,583.89 亿元，负债合计 3,494.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）2,089.16 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,830.61 亿元。2018 年，京投公司实现营业收入 189.08 亿元，净利润（含少数股东权益）25.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 22.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-54.86 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.96 亿元。

截至 2019 年 3 月底，京投公司合并资产总额 5,888.44 亿元，负债合计 3,714.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）2,173.92 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,914.53 亿元。2019 年 1~3 月，京投公司实现营业收入 43.23 亿元，净利润（含少数股东权益）7.52 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额-68.67 亿元，现金及现金等价物净增加额-29.35 亿元。

京投公司注册地址：北京市朝阳区小营北路 6 号京投大厦 2 号楼 9 层 908 室；法人代表：张燕友。

2．行业分析

由于城市经济区域布局的变化以及大城市的聚集和辐射效应越来越强烈，城市流动人口大为增加，居民出行更为频繁，城市交通需求的矛盾越来越突出。同时，随着工业化进程和经济建设步伐的加快，人们的工作节奏越来越快，时间观念越来越强，对于准时、安全、快捷的交通方式的需求更为强烈。中国城市轨道交通建设已经历了超过 50 年的发展历程。20 世纪以来，随着城市面临的道路拥堵、流动性差、环境污染和安全等问题的愈加恶化，轨道交通环保性及便捷性的认可度逐渐提高，中国城市轨道交通建设已进入黄金发展期。

我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势，“十三五”期间轨道交通将在城市客运系统中发挥着更加重要的作用。国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系统。2016~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

总体看，我国城市轨道交通刚性需求较大，未来市场潜力巨大，行业进入快速发展阶段。

3．业务运营

京投公司主营业务主要包括房地产开发、地铁票款收入、土地一级开发、广告服务、管道、融资租赁业务和商品销售业务等。2018 年，京投公司主营业务收入占营业收入比重为 98.94%，主业十分突出。

分业务板块看，房地产开发和地铁票款收入是京投公司主要收入来源，近两年上述业务收入持续提高，占营业收入合计比重均超过 75%，但票款的占比逐年下降；京投公司土地一级开发业务、管道业务、广告业务均为轨道交通配套业务，配套业务收入占比较小，其中土地开发业务受各区轨道交通地块出让速度影响收入规模有所波动，管道业务收入规模近三年波动下降，广告业务收入近两年有所提升；融资租赁收入增长较快；商品销售收入主要为系统集成销售、少量进出口贸易收入，2018 年商品销售收入 9.37 亿元，同比变化不大；主营业务中其他业务包括咨询服务、饭店旅游服务等，对整体收入规模影响不大。

从毛利率看，2017~2018 年，京投公司房地产开发业务受各地块开发成本、销售均价等差异影响，有所波动，但相对稳定，受地铁准公共品特性、建设投资成本较高等影响，近两年票款业务持续处于亏损状态，毛利率持续为负；土地一级开发业务近两年呈持续上升态势，主要系该业务按照项目实际竣工节点确认收入，且入账方式有所不同，导致该业务的账面收入及毛利率各年波动较大；管道业务及融资租赁业务近三年毛利率均在 40%以上，整体保持在较高水平；广告服务业务毛利率始终维持较高水平，受运维成本影响有所波动；2017~2018 年随着系统集成销售业务的好转，毛利率由负转正。

表 5　2016~2018 年京投公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	57.12	36.51	32.92	60.65	36.15	36.34	78.15	41.33	32.86
票款	70.23	44.89	-17.67	71.12	42.38	-32.56	72.71	38.45	-49.29
土地一级开发	2.24	1.43	14.70	3.73	2.22	70.32	2.90	1.53	90.34
管道业务	3.50	2.24	40.89	2.59	1.54	48.04	2.64	1.40	43.18
广告服务	4.96	3.17	89.86	4.97	2.96	79.67	6.55	3.46	79.85
融资租赁	4.57	2.92	55.45	4.68	2.79	47.92	7.09	3.75	46.69
商品销售	3.87	2.47	-0.42	9.72	5.79	8.45	9.37	4.96	18.25
主营业务-其他	6.24	3.99	44.59	7.41	4.42	26.71	7.67	4.06	52.28
主营业务小计	**152.73**	**97.62**	**11.72**	**164.87**	**98.25**	**7.13**	**187.08**	**98.94**	**4.20**
其他	3.72	2.38	53.27	2.93	1.75	66.25	2.00	1.06	18.00
合计	**156.46**	**100.00**	**12.71**	**167.80**	**100.00**	**8.16**	**189.08**	**100.00**	**4.35**

资料来源：京投公司审计报告，联合评级整理

总体看，京投公司主业突出，京投公司主营业务结构较为稳定，房地产开发业务与地铁票款收入为京投公司最主要的收入来源，但票款业务持续亏损，拉低京投公司的综合毛利率；轨道交通配套业务毛利率较高，其中土地一级开发业务受收入确认模式等影响毛利率波动较大，其他业务整体对营业收入贡献相对较小。京投公司整体毛利率较低，主营业务盈利能力一般。

4．财务分析

京投公司提供的 2018 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。

资产

截至 2018 年底，京投公司合并资产总额 5,583.89 亿元，较年初增长 15.62%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 18.70%，非流动资产占 81.30%。京投公司资产以非流动资产为主。

截至 2018 年底，京投公司流动资产 1,044.00 亿元，较年初增长 16.35%，主要系其他流动资产的增长所致；京投公司流动资产主要由货币资金（占 22.78%）、其他应收款（占 9.56%）、存货（占 41.24%）、其他流动资产（占 18.17%）构成。截至 2018 年底，京投公司货币资金 237.81 亿元，较年初减少 5.08%，以银行存款（占 95.31%）为主，其中含受限资金 0.26 亿元，受限比例很低。截至 2018 年底，京投公司其他应收款 99.84 亿元，较年初增长 11.52%，主要系往来款项增加所致；其他应收款主要系公司与北京市及各区县土地储备中心、财政局、北京轨道交通建设管理有限公司等单位之间的业务往来，公司累计计提坏账准备 0.66 亿元，考虑到其他应收款的性质，回收风险可控。截至 2018 年底，京投公司存货净值 430.56 亿元，较年初增长 5.96%，主要系土地一级开发成本大幅增长所致。京投公司存货余额以房地产开发成本（占 34.99%）和土地一级开发成本（占 50.24%）为主。京投公司其他流动资产主要为理财产品、委托贷款和委托投资。截至 2018 年底，京投公司其他流动资产 189.70 亿元，较年初增长 141.71%，主要系购置理财产品大幅增长所致。

截至2018年底，京投公司非流动资产4,539.88亿元，较年初增长15.45%，主要系长期股权投资和在建工程增长所致；京投公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占8.26%）、固定资产（占32.36%）、在建工程（占52.41%）构成。京投公司可供出售金融资产中包括可供出售权益工具和可供出售债务工具，以权益工具为主，权益工具的计量主要按公允价值计量。截至2018年底，京投公司可供出售金融资产374.78亿元，较年初增长19.80%，其中主要投资标的包括北京银行（601169.SH）、中国通号（03969.HK）、中化国际（600500.SH）等。截至2018年底，京投公司固定资产净值1,469.04亿元，较年初增长0.58%，变化不大。由于北京市地铁属于政府公益项目，根据《北京市轨道交通固定资产更新改造专项资金管理暂行办法》（京财一（2010）1881号）及《北京市财政局关于2008年公共交通企业财政补贴问题的请示》（京财一（2008）1116号）等政策文件规定，轨道交通资产更新改造补贴方式由原来的折旧补贴变为专项资金，且轨道交通资产不计提折旧。截至2018年底，京投公司的在建工程为2,379.36亿元，较年初增长19.68%，主要系地铁线路建设规模增加所致。京投公司主要的在建项目有北京地铁六号线、十四号线、七号线、八号线、十六号线、九号线、十五号线、昌平线及门头沟线等。

截至2018年底，京投公司受限资产合计458.47亿元，其中以存货、固定资产及在建工程受限为主，占总资产的比重为8.21%，受限资产规模占比不大。

截至2019年3月底，京投公司合并资产总额5,888.44亿元，较年初增长5.45%；其中流动资产占20.98%，非流动资产占79.02%，仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，京投公司资产以非流动资产为主，存货（以房地产开发成本、土地一级开发成本为主）、固定资产和在建工程规模较大，资产流动性一般，资产受限程度较低，整体资产质量一般。

负债

截至 2018 年底，京投公司负债总额 3,494.73 亿元，较年初增长 19.97%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 17.40%，非流动负债占 82.60%；以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2018 年底，京投公司流动负债 608.08 亿元，较年初增加 43.30%，主要系京投公司一年

内到期的非流动负债的大幅增加所致；京投公司流动负债主要由短期借款（占 6.72%）、应付账款（占 10.33%）、其他应付款（占 9.41%）、一年内到期的非流动负债（占 52.77%）、其他流动负债（占 9.87%）构成。京投公司流动负债占比较小，下文着重分析非流动负债。

截至 2018 年底，京投公司非流动负债 2,886.65 亿元，较年初增长 15.99%，主要系长期借款大幅增长所致；京投公司非流动负债主要由长期借款（占 66.91%）、应付债券（占 12.49%）、长期应付款（占 10.96%）、递延收益（占 7.44%）构成。截至 2018 年底，京投公司长期借款 1,931.46 亿元，较年初增长 12.81%，主要为信用借款（占比 94.24%）。截至 2018 年底，京投公司应付债券余额 360.52 亿元，较年初增加 27.54%，主要系新发行债券所致，2018 年新增发行 30.00 亿元中票、100.00 亿元公司债券、50.00 亿元企业债、4.00 亿元美元债及 5.00 亿港币私募债等。京投公司长期应付款主要为融资租赁款、各银行表外资金信贷业务融资款和信托融资款等，截至 2018 年底，长期应付款 316.43 亿元，较年初增长 21.84%。截至 2018 年底，京投公司得递延收益为 259.93 亿元，较年初增长 21.53%，其中，来自北京市财政局轨道交通建设专项资金 190.97 亿元、更新改造资金 46.79 亿元。

截至 2018 年底，京投公司债务总额 3,033.27 亿元，较年初增长 22.63%，其中短期债务占 14.01%，长期债务占 85.99%，以长期债务为主。截至 2018 年底，京投公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 62.59%、59.22%和 55.53%，较年初分别增长 2.27 个百分点、2.87 个百分点和 1.47 个百分点。京投公司债务负担有所加重，整体债务水平较高。

截至2019年3月底，京投公司负债总额3,714.52亿元，较年初增长6.29%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占13.92%，非流动负债占86.08%，仍以非流动负债为主。债务指标上，截至2019年3月底，京投公司债务总额3,133.66亿元，较年初增长3.31%；其中，短期债务581.88亿元（占18.57%），长期债务2,551.77亿元（占81.43%）。截至2019年3月底，京投公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.08%、59.04%和54.00%，较年初分别提高0.50个百分点、减少0.17个百分点和减少1.53个百分点，债务负担变动不大。

总体看，京投公司负债结构以非流动负债为主，其中以长期借款、应付债券和长期应付款为主；债务结构以长期债务为主，债务负担较重。

所有者权益

截至2018年底，京投公司所有者权益为2,089.16亿元，较年初增长9.01%，主要系京投公司收到轨道交通授权经营费以及因承接高速公路项目等而收到的来自于北京市财政局的资本金等，以此增加实收资本96.19亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为87.62%，少数股东权益占比为12.38%。归属于母公司所有者权益1,830.61亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占79.37%、8.37%和0.68%。京投公司实收资本主要为各年受到的轨道交通授权服务费及北京市发展改革委员会支付的各类建设资金。京投公司所有者权益结构稳定性强。

截至2019年3月底，京投公司所有者权益为2,173.92亿元，较年初增长4.06%，变动不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为88.07%，少数股东权益占比为11.93%。归属于母公司所有者权益1,914.53亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占79.92%、8.00%和5.85%。

总体看，京投公司所有者权益中实收资本占比较高，所有者权益稳定性强，2018年实收资本进一步增长，资本实力不断增强。

盈利能力

2018年，京投公司实现营业收入189.08亿元，较上年增长12.68%，主要系自轨交线路运营的票款收入、房地产开发收入、广告收入以及其他业务收入的增加所致；实现营业利润32.69亿元，较上年增长31.46%，主要系2017年会计准则变更后，获取的专项运营补贴计入“其他收益”所致。

2018年，实现净利润25.98亿元，较上年增长39.08%，其中归属于母公司所有者净利润为22.01亿元，较上年增长4.54%。

从期间费用来看，2018 年，京投公司期间费用总额为 23.89 亿元，同比增长 6.58%，主要系管理费用的增长所致。从构成看，京投公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 8.17%、71.67%和 20.16%，以管理费用和财务费用为主。其中管理费用为 17.12 亿元，同比增长 9.30%，主要系京投公司的业务种类和下属子公司较多，其日常经营所需费用及工资薪酬规模较大，且逐年增加，对营业利润造成了一定侵蚀。财务费用为 4.82 亿元，同比减少 8.87%，主要系利息支出减少所致。2018 年，京投公司费用收入比为 12.63%，费用控制能力一般。

从利润构成来看，2018 年实现投资收益 12.31 亿元，同比增长 3.68%。2018 年，京投公司实现其他收益 47.85 亿元，主要为轨道交通运营亏损补贴 47.23 亿元，其他收益对当期营业利润影响较大，可持续性较好。京投公司营业利润对投资收益及其他收益的依赖度较高。

从盈利指标看，2018年，京投公司营业利润率为-1.28%，为负值主要系营业税金及附加增长较快所致；京投公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为0.72%、0.79%和1.30%，同比均有小幅上升。京投公司盈利能力仍属较弱。

2019年1~3月，京投公司实现营业收入43.23亿元，较上年同期增长39.01%，实现净利润7.52亿元，较上年同期增长204.62%，主要系当期收入投资收益较上年同期大幅增长所致，其中归属于母公司所有者净利润为6.63亿元，较上年同期增长237.17%。

总体看，京投公司收入规模持续增长，利润来源主要依靠投资收益及运营补贴，整体盈利能力较弱。

现金流

从经营活动看，2018年，京投公司实现经营活动现金流入264.10亿元，较上年下降2.41%。受土地一级开发滚动开发和房地产开发项目涉及的投资资金及往来款项较多影响，京投公司经营活动现金流出规模相对较高，2018年为318.96亿元，较上年减少15.10%。京投公司经营活动现金流净额波动较大，2018年为-54.86亿元，净流出规模同比减少47.79%。2018年，京投公司现金收入比为114.84%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2018年，京投公司投资活动现金流入为929.91亿元，同比增长20.58%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增加所致；2018年，京投公司投资活动现金流出为1,619.78亿元，同比增长36.01%，主要为购建固定资产付现以及投资支付的现金（购买理财产品、可供出售金融资产、长期股权投资等支付）。2018年，京投公司投资活动现金流仍呈现大幅净流出状态，净流出规模689.87亿元。

从筹资活动来看，2018年，随着轨道交通投资建设进程、土地一级开发、房地产开发项目逐步推进，京投公司筹资活动现金流入维持在较高规模，为1,212.17亿元，同比增长26.00%。2018年，京投公司筹资活动现金流出为482.15亿元，同比增长3.68%。2018年，京投公司筹资活动现金净流入730.02亿元，净流入规模同比大幅增长。

2019年1~3月，京投公司经营活动现金流净额为-68.67亿元（上年同期为-8.65亿元），投资活动现金流净额为-236.60亿元（上年同期为-230.88亿元），筹资活动现金流净额为277.03亿元（上年同期为363.83亿元），对外部融资的依赖程度仍然较高。

总体看，京投公司受业务性质影响，经营活动收现质量较好，经营性现金流规模较大但持续净流出；受近两年轨道交通投资及其他股权投资支出较高影响，投资活动现金流持续大幅净流出；为满足轨道交通投资及主营业务发展，京投公司维持较高规模的筹资活动现金流净流入，鉴于后续资本支出需求较大，未来筹资需求仍较高。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，京投公司流动比率为1.72倍，速动比率为1.01倍，较年初有所下降；现金短期债务比由年初的1.15倍大幅下降为0.56倍，主要系短期债务规模大幅增长所致，现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。整体看，京投公司短期偿债能力指标有所下降，但考虑到京投公司有较大规模的可变现理财产品资产，其短期偿债能力仍属尚可。

从长期偿债能力指标看，2018年，京投公司EBITDA为43.27亿元，同比增长28.07%，主要由计入财务费用的利息支出（占19.04%）、利润总额（占75.72%）构成。2018年，京投公司EBITDA利息倍数为1.04倍，EBITDA全部债务比为0.01倍，同比变化不大，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较弱。整体看，京投公司长期偿债能力仍属较弱。

或有负债风险方面，截至2018年底，京投公司对外担保总额为21.80亿元，对外担保对象为上海礼仕酒店有限公司和北京能源投资（集团）有限公司，对外担保总额占期末净资产的比重为1.04%，占比较低，或有负债风险基本可控。

未决诉讼方面，截至2019年3月底，京投公司下属子公司共涉及未决诉讼事项两件，包括子公司基石创投与意帝公司股权回购协议的纠纷，涉案金额共计约1.67亿元；以及子公司基石租赁与浙江八达建设集团融资租赁合同的纠纷，涉案金额约为1.79亿元。京投公司下属子公司均为原告方，涉及标的总金额不大。

银行授信方面，京投公司与建设银行、中国银行、工商银行、交通银行、农业银行以及招商银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，截至2019年3月末，京投公司获取的综合授信额度合计3,049.23亿元，尚未使用授信额度为981.36亿元，京投公司融资渠道畅通。根据京投公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1011010502369520R），截至2019年4月23日，京投公司不存在未结清和已结清的不良或关注类的信贷业务。

总体看，京投公司短期偿债能力指标有所下降但仍属尚可，长期偿债能力指标仍属较弱；但考虑到京投公司作为北京市唯一从事轨道交通类基础设施建设项目投资平台及北京地铁主要运营平台，近年来受到外部支持较为连续，在地铁运营、轨道交通地块一级二级开发等方面优势明显，京投公司整体偿债能力极强。

5．担保效果评价

以2018年底财务数据测算，“19京发G1”债券待偿本金（10.00亿元）占担保方京投公司现金类资产的4.19%、资产总额的0.18%、所有者权益的0.48%，为2018年经营性现金流入的3.79%，EBITDA的23.11%，整体占比低，京投公司对“19京发G1”的保护能力极强。

综合来看，京投公司资产及现金流规模较大，且其股东为北京市国资委、对京投公司给予了持续的支持，其担保对“19 京发 G1”的信用状况具有显著的提升作用。

九、综合评价

跟踪期内，公司作为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等方面仍具有很强的行业竞争优势；2018年，公司新增土储规模较大同时签约销售规模同比大幅增长；同时，联合评级也关注到公司土地储备获取不确定性较大、项目尚需投资规模较大以及债务负担重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

担保方京投公司作为国有大型企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对“19京发G1”信用状况仍然具有显著的提升作用。

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稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持 “19京发 G1”债项信用等级为“AAA”。

附件 1　京投发展股份有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	287.76	278.63	318.68	410.05
所有者权益（亿元）	34.71	42.52	46.15	49.33
短期债务（亿元）	62.56	73.12	35.14	18.66
长期债务（亿元）	86.91	96.58	173.92	281.05
全部债务（亿元）	149.46	168.69	209.06	299.71
营业收入（亿元）	59.22	62.17	79.75	8.82
净利润（亿元）	7.46	9.47	9.10	2.00
EBITDA（亿元）	12.96	17.15	16.69	--
经营性净现金流（亿元）	50.55	-1.87	1.47	-4.73
流动资产周转次数（次）	0.22	0.25	0.32	--
存货周转次数（次）	0.18	0.19	0.26	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.22	0.27	--
总资本收益率（%）	4.97	6.47	5.46	--
总资产报酬率（%）	4.52	5.98	5.50	--
净资产收益率（%）	23.76	24.52	20.52	--
营业利润率（%）	24.37	29.90	20.87	48.36
费用收入比（%）	5.62	6.49	5.86	14.31
资产负债率（%）	87.94	84.74	85.52	87.97
全部债务资本化比率（%）	81.15	79.97	81.92	85.87
长期债务资本化比率（%）	71.46	69.43	79.03	85.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.90	1.32	0.67	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.10	0.08	--
流动比率（倍）	1.63	1.66	2.77	4.63
速动比率（倍）	0.32	0.17	0.55	0.51
现金短期债务比（倍）	0.45	0.15	0.88	1.35
经营现金流动负债比率（%）	30.72	-1.35	1.54	-6.20
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.30	1.72	1.67	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中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；3、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；4、2019 年一季报未经审计，相关指标未年化。

附件 2　北京市基础设施投资有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	4,354.98	4,829.51	5,583.89	5,888.44
所有者权益（亿元）	1,612.54	1,916.52	2,089.16	2,173.92
短期债务（亿元）	246.72	219.01	424.91	581.88
长期债务（亿元）	2,018.45	2,254.53	2,608.36	2,551.77
全部债务（亿元）	2,265.17	2,473.54	3,033.27	3,133.66
营业收入（亿元）	156.41	167.80	189.08	43.23
净利润（亿元）	20.20	18.68	25.98	7.52
EBITDA（亿元）	29.87	33.79	43.27	--
经营性净现金流（亿元）	19.77	-105.07	-54.86	-68.67
应收账款周转率（次）	16.75	12.09	9.26	--
存货周转率（次）	0.42	0.41	0.43	--
总资产周转率（次）	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比率（%）	143.48	127.84	114.84	157.57
总资本收益率（%）	0.61	0.61	0.72	--
总资产报酬率（%）	0.68	0.69	0.79	--
净资产收益率（%）	1.34	1.06	1.30	--
营业利润率（%）	8.98	5.29	-1.28	6.00
费用收入比（%）	11.04	13.36	12.63	17.09
资产负债率（%）	62.97	60.32	62.59	63.08
全部债务资本化比率（%）	58.42	56.34	59.22	59.04
长期债务资本化比率（%）	55.59	54.05	55.53	54.00
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	1.08	1.04	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.01	0.01	--
流动比率（倍）	1.86	2.11	1.72	2.39
速动比率（倍）	1.14	1.16	1.01	1.35
现金短期债务比（倍）	1.13	1.15	0.56	0.36
经营现金流动负债比率（%）	4.21	-24.76	-9.02	-13.28

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中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；3、其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款中的有息部分已计入长期债务；4、2019 年一季报未经审计，指标未年化。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。