

信用等级公告

联合〔2020〕855号

京投发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对京投发展股份有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 年公开发行 公司债券（面向专业投资者）（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 20 亿元（含 20 亿元）

本期债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

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

评级时间：2020 年 5 月 15 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	278.63	319.78	461.93
所有者权益(亿元)	42.52	46.97	41.36
长期债务(亿元)	96.58	173.92	209.14
全部债务(亿元)	169.69	209.06	317.31
营业收入(亿元)	62.17	79.75	43.28
净利润(亿元)	9.47	9.10	4.60
EBITDA(亿元)	17.15	16.69	11.20
经营性净现金流(亿元)	-1.87	1.47	-72.42
营业利润率(%)	29.90	20.87	28.68
净资产收益率(%)	24.52	20.33	10.42
资产负债率(%)	84.74	85.31	91.05
全部债务资本化比率(%)	79.97	81.65	88.47
流动比率(倍)	1.66	2.77	1.79
EBITDA 全部债务比(倍)	0.10	0.08	0.04
EBITDA 利息倍数(倍)	1.32	1.09	0.49
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.86	0.83	0.56

担保方

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	4,829.64	5,583.80	6,211.65	6,550.62
所有者权益(亿元)	1,918.06	2,074.49	2,331.58	2,337.35
全部债务(亿元)	2,473.34	3,033.27	3,401.69	--
净利润(亿元)	20.22	26.03	31.81	6.87
资产负债率(%)	60.29	62.85	62.46	64.32

注：1. 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。2. 担保方 2020 年一季度财务报表未经审计。3. 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；担保方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. 公司 2018 年数据采用 2019 年期初追溯调整数据

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）的评级反映了公司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，股东实力强，在手项目交通便利，轨道上盖项目开发专业程度高。公司控股股东北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，公司依托股东能够在京内区域获取质量优良的地铁上盖土地储备、依托技术优势能够进行京外区域土地拓展，且股东为公司地产开发业务提供较大力度的资金支持。同时，联合评级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较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。

本期债券由公司控股股东京投公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。京投公司作为北京市大型国有企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对本期债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司业务以北京为中心，外部发展环境好。公司业务中心地处北京，北京作为全国政治、教育、文化中心，第三产业发达，人口较为集中，公司目标市场具备很强的区位优势。

2. 公司依托股东的资金以及资源支持获取项目，并凭借轨道上盖项目的技术优势不断向京外拓展。京内项目依托大股东，公司在北

京拥有多个储备项目，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。此外，公司作为全国唯一一家设立过轨道物业技术研究中心的房地产上市公司，能够凭借轨道上盖的技术优势在京外进行土地项目的拓展。

3. 京投公司股东背景好、资本实力强，对公司支持力度大，其担保有效提升了本期债券信用水平。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、外部融资及资金拆借等方面提供了较多支持，其提供的担保对本期债券信用水平具有明显的提升作用。

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高。

3. 公司债务负担重且权益的稳定性有待提升。公司整体债务规模大，债务负担持续加重；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有待提升。

分析师

支亚梅 登记编号（R0040216100002）

王彦 登记编号（R0040219040002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



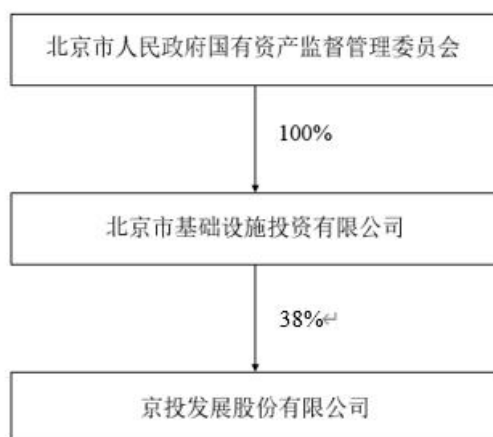
联合信用评级有限公司

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1992年9月以募集方式设立，股本总额为720万股。1993年9月经批准发行人民币普通股，并于同年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”。

2007年，公司根据股东大会决议进行了利润转增股本，转增后公司股本为28,225.17万股。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，2016年6月6日，公司变更名称为“京投发展股份有限公司”并办理工商变更登记，证券简称由“京投银泰”变更为“京投发展”，证券代码保持不变。截至2019年底，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”），具体情况如下图所示。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产开发、经营及租赁。自营和代理货物和技术的进出口，但国家限制或禁止进出口的货物和技术除外；技术咨询、房地产咨询、实业投资及咨询。（以工商部门核准为准）

截至2019年底，公司设立了董事会办公室、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共14个部门（详见附件1）；公司在职工666人。

截至2019年底，公司合并资产总额461.93亿元，负债合计420.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.36亿元，其中归属于母公司所有者权益合计26.87亿元。2019年，公司实现营业收入43.28亿元，净利润（含少数股东损益）4.60亿元，其中归属于母公司所有者净利润0.77亿元；经营活动现金流量净额为-72.42亿元，现金及现金等价物净增加额为-10.21亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“京投发展股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期）”，发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元），期限为 3 年，拟按照面值平价发行。本期债券为固定利率债券，票面利率将以公开方式向具备风险识别和承担能力的专业投资者进行询价，由公司和簿记管理人根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由京投公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟全部用于偿还公司债务。

三、行业分析

目前，公司主营业务以房地产开发销售为主，属于房地产行业。

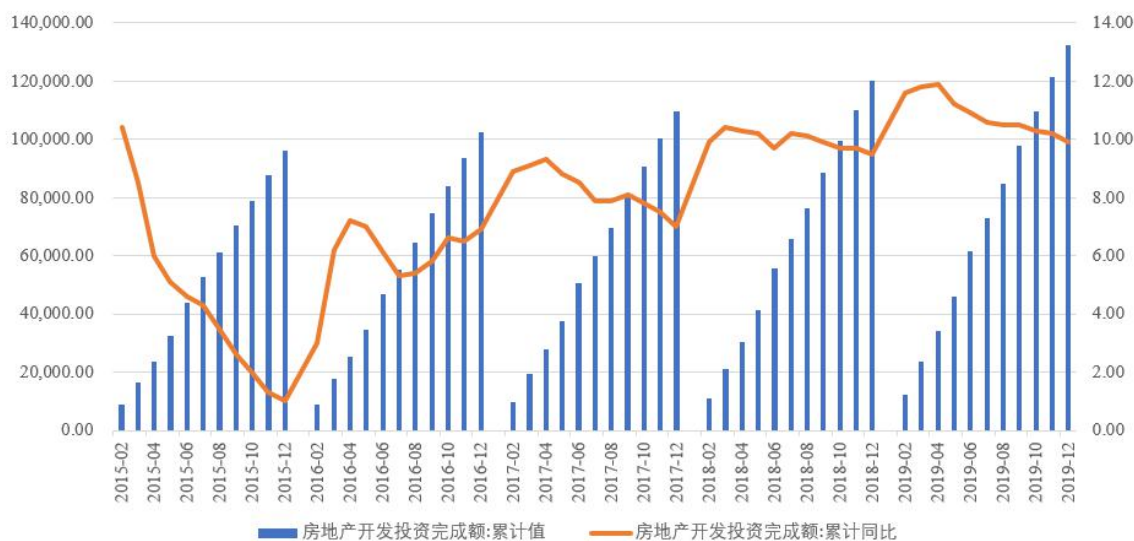
1. 行业概况

受国家政策导向的影响，房地产投资增速自 2016 年后有所回升，虽然连续多年保持较高的增速水平，但 2019 年小阳春以来行业开发投资完成额同比增速持续下降；同时，叠加突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高；2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点，但仍高于 2017 年水平，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；2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，总体仍维持高位，但自 2019 年小阳春行情以来持续下降，主要系土地购置费进一步降速所致，具体情况如下图所示。2020 年以来，受疫情冲击的影响，2020 年 1—3 月房地产开发投资完成额累计同比下降 7.70%。

图 2 2015 年以来全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 联合评级整理

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响, 楼面均价及溢价率有所回落; 2018年后, 房企拿地趋于理性, 土地溢价率继续走低; 2019年, 土地市场整体运行相对平稳, 但内部出现结构性分化且自2019年下半年开始土地市场趋冷, 而突发疫情加快了上述分化趋势。

土地是房地产开发企业主要的成本来源, 土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大, 同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为, 加之需求端限购等政策, 导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化, 直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据, 2017 年, 全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米, 同比增长 8%; 土地出让金总额为 40,623 亿元, 同比增长 38%。其中, 住宅用地成交面积 35,433 万平方米, 同比增长 24%; 商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米, 同比减少 10%。分城市来看, 2017 年, 一线城市土地供应持续放量, 成交量及出让金随之上涨, 但受调控政策影响, 楼面均价及溢价率均有所下滑; 二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平, 土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄, 溢价率各季度均同比下降, 土地市场总体趋稳; 三四线城市内部热度分化。

2018 年, 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%。其中, 住宅用地成交面积 38,931 万平方米, 同比增长 10%; 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, 房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看, 2018 年, 一线城市供地节奏放缓, 同比下降 12%, 成交指标均降, 其中出让金总额下降 12%; 二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策, 土地供应量同比增长 16%, 但土地出让金和溢价率同比回落; 三四线城市面对热点城市的需求外溢, 加快供地节奏, 土地供应量、成交面积、出让金均同比走高, 但溢价率同比下滑明显。

2019 年, 全国 300 个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看, 一季度全国土地市场供求同比下滑, 出让金和楼面均价双双缩水, 土拍趋冷; 二季度市场出现短暂回暖, 出让金同比增加过半; 三四季度, 土地市场持续低迷。分城市来看, 一线城市供求同比走

高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑 2 个百分点。2020 年以来，受疫情影响，全国土地市场供给及成交双双下滑。

表 1 2016 - 2019 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	103,212	111,907	128,440	129,816
同比	-9	8	20	1
成交面积	85,885	95,036	105,492	106,568
同比	-3	8	14	-1
出让金	29,047	40,623	41,773	50,294
同比	31	38	2	19
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,507
同比	40	26	-11	17
土地平均溢价率	43	29	13	13
同比	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

2020 年 1—3 月，全国土地购置面积、成交价款分别同比下滑 22.6%和 18.1%。其中一线城市土地成交表现相对较好，二三线城市量价下行明显。

（2）开发资金来源情况

房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向，实施全面的融资政策管理，重点在于对非标等融资方式的管控；2020年以来，地产行业融资边际性改善特征已出现，但主基调仍然保持不变。

2017年，房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,052.62亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,241.76亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872.21亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770.46亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,693.57亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906.31亿元，同比下降2.00%。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.6%。其中，国内贷款同比增长5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品2019年上半年增幅较大，但自2019年6月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

2020年1—3月，房地产开发企业到位资金33,565.80亿元，同比下滑13.80%；受疫情影响，虽然央行通过公开市场操作及降准等多种方式释放流动性，地产融资边际性改善已开始显现，但整

体融资基调与以往保持不变。

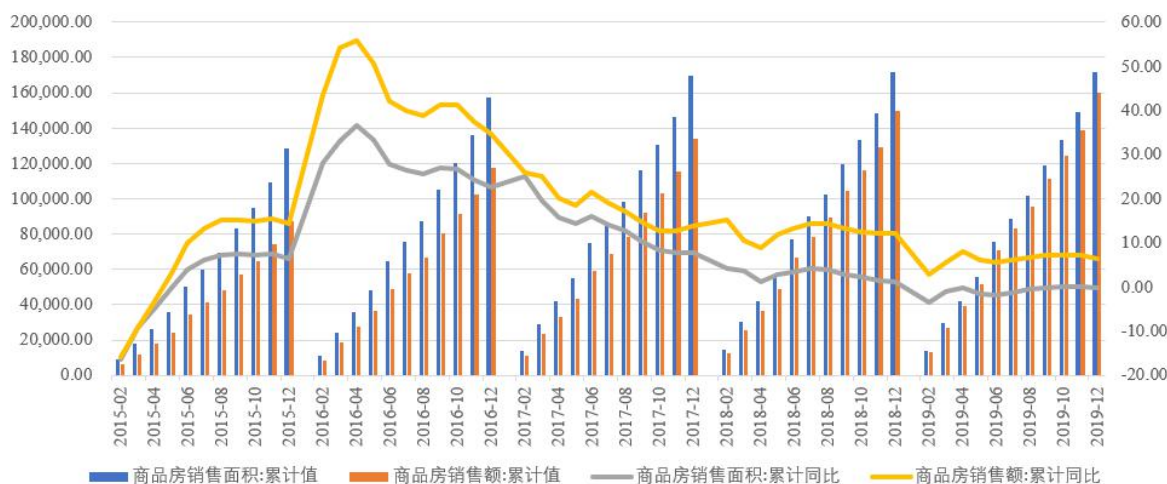
(3) 市场供需情况

房地产销售呈现的主要特征为“韧性”，2019年销售面积略有下滑，但销售金额仍然有一定增幅；2020年以来，受疫情影响，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。

2018年，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年下滑6.40个百分点；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年下滑1.50个百分点。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，同比减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图3 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2019年，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.10%，2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为159,725.12亿元，同比增长6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自2019年8月就结束了2019年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

2020年1—3月，全国房地产销售面积21,978.3万平方米，同比下降26.3%。其中，住宅销售

面积下降 25.9%，办公楼销售面积下降 36.2%，商业营业用房销售面积下降 35.1%。同期，房地产销售额 20,364 亿元，下降 26.3%。其中，住宅销售额下降 25.9%，办公楼销售额下降 36.2%，商业营业用房销售额下降 35.1%。

（4）销售价格情况

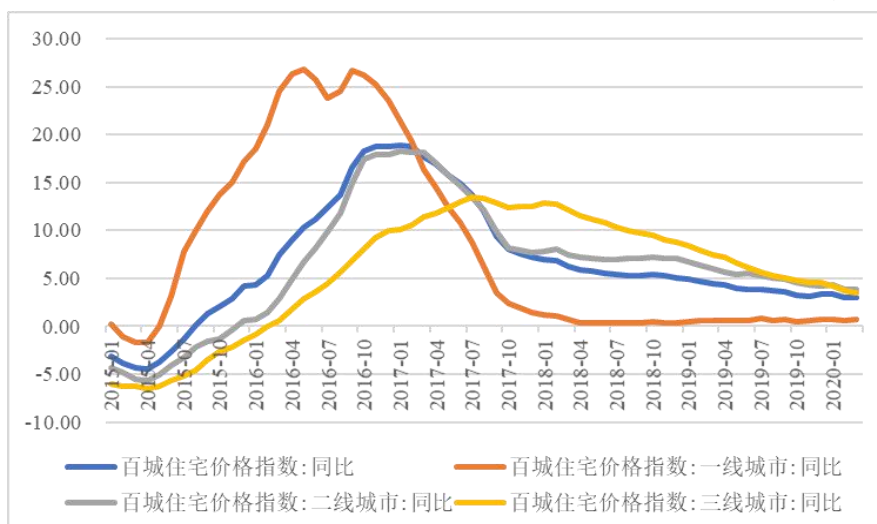
自 2016 年调控以来，百城住宅价格指数同比增速不断下行，但二三线城市价格增速仍有一定的下探空间

从商品房销售价格看，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中，一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，百城住宅价格指数同比增长 5.09%，较 2017 年有所放缓。其中，一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数同比增长 3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的 0.40% 小幅提升至 0.71%、二线城市同比增速由 7.08% 下降至 4.24%、三线城市同比增速由 8.71% 下降至 4.60%。

图 4 2015 - 2019 年及 2020 年 1 - 3 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3. 行业竞争

房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提高的发展态势。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.28%

和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%。

表 2 2016-2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	18.81	24.10	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	25.33	32.50	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	12.19	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	15.94	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利控股
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中房网

4. 行业政策

继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健

	全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 3 月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，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	银保监会指出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机制
2019 年 7 月	中央政治局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 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》(信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
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。
2019 年 12 月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020 年 2 月	央行 2020 年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展
2020 年 2 月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调 LPR
2020 年 3 月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

2019 年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6 月份以来，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；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。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以来结构性的土地供应增加来实现：短期内，供给端的修复会通过库存周期来实现结构性调整；中长期来看，供给端的修复会通过城镇化、宅基地复垦和集体经营性用地入市方面政策的推进等来改变土地流转的政策环境从而结构性调整土地供给来实现。

5. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务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。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，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。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；2019年，国家在创造土地流转环境方面做出了多项努力；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

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；同时，2020年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，或将加速行业拐点的到来。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，龙头房地产开发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开发企业也会获得一定的生存空间。

7. 区域房地产市场

公司立足北京地区，北京市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响；北京市房地产政策环境整体稳定，楼市调控边际调整，市场监管不松懈，土地、人才、住房保障等领域政策持续完善，整体市场有所回暖。

2019年，北京市实现地区生产总值35,371.3亿元，按可比价格计算，比上年增长6.1%。其中，第一产业增加值113.7亿元，下降2.5%；第二产业增加值5,715.1亿元，增长4.5%；第三产业增加值29,542.5亿元，增长6.4%。三次产业构成由上年的0.4：16.5：83.1，变化为0.3：16.2：83.5。截至2019年底，北京市常住人口2,153.6万人，比上年末减少0.6万人。

2019年，北京市房地产施工面积12,515.0万平方米，同比下降3.5%，新开工面积2,073.2万平方米，同比下降10.7%；竣工面积1,343.3万平方米，同比下降13.8%；房地产开发投资同比下降0.9%。土地方面，2019年北京市住宅用地成交50宗，成交土地规划建筑面积642万平方米，同比增长3%，但不限价纯商品住宅地块明显增加、限竞房地块成交占比回落；住宅用地溢价率10%，同比下降5个百分点。成交方面，2019年北京市商品房销售面积为938.9万平方米，同比增长34.9%；全年成交均价（不含保障房）同比上涨6%。

2017年3月17日，北京市住建委、市规划国土委、市住房公积金中心、市银监局、人民银行营业管理部联合举行新闻发布会，北京楼市调控进一步升级。政策规定居民家庭名下在本市已拥有1套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金贷款记录的，购买普通自住住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住住房的首付款比例不低于80%。暂停发放贷款期限25年以上的个人住房贷款。2017年4月，北京市发布《北京市2017—2021年及2017年度住宅用地供应计划》，明确未来5年内将建立租购并举的住房制度，优化住宅供应结构。2017年9月，北京市住建委会同有关部门联合发布《北京市共有产权住房管理暂行办法》，共有产权住房是政府与购房人按份共有产权的政策性商品住房。2018年6月15日，北京市住房和城乡建设委员会正式发布实施《关于发展租赁型职工集体宿舍的意见（试行）》；2018年9月，北京市公积金贷款政策有所变化，公积金贷款将与缴存年限挂钩，每缴存一年可贷10万元。2019年，北京市规划和自然资源局公布宅地入市将不再混搭商办，后续围绕城市整体规划，或将出台商办、住宅用地规划。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

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，具备优越的地理区域优势，公司凭借独有的轨道交通开发优势以较为合理的价格获取储备土地，不但增强了公司的抗风险能力，也为公司后续可持续发展夯实了基础，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，进一步夯实了公司在北京轨交车辆基地细分市场中的地位。

（2）技术优势

轨道交通属于城市公共交通运输业，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过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，公司竞得无锡县路中瑞生态城地铁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工程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。

2. 人员素质

公司主要管理人员从业时间较长，管理经验较为丰富，公司员工学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

截至2019年底，公司董事、监事及高级管理人员等共计15人。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

董事长魏怡女士，1966年生，本科，高级工程师。2011年10月至2015年12月，任北京市延庆县政府副县长（副局级）；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，任京投公司副总经理。2018年12月至今，任公司法定代表人、董事长。

总裁高一轩先生（曾用名“高轩”），1981年生，硕士研究生。2006年6月至12月，任美国规划协会项目官员；2007年1月至10月，任美国规划协会驻华副总代表；2007年11月至2008年5月，任中国银泰投资有限公司前期部项目经理；2008年5月至2009年9月，任公司投资部高级经理、总经理；2009年9月至2014年8月，任公司副总裁；2014年8月至2015年7月，任公司执行总裁；2015年7月至今，任公司副董事长兼总裁。

截至2019年底，公司员工总数666人。从岗位构成来看，销售人员31人，占员工总数的4.65%；财务人员29人，占员工总数的4.35%；管理人员115人，占员工总数的17.27%；工程人员79人，占员工总数的11.86%；其他人员412人，占员工总数的61.86%。从文化素质来看，硕士及以上学历

107人，占员工总数的16.07%；本科学历334人，占员工总数的50.15%；大专学历82人，占员工总数的12.31%，高中及以下学历143人，占员工总数的21.47%。从年龄分布来看，30岁以下的员工122人，占员工总数的18.32%；30—50岁的员工482人，占员工总数的72.37%；50岁以上的员工62人，占员工总数的9.31%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司作为上市公司，法人治理结构规范，实际运行情况良好。

公司建立了较为完善的法人治理结构，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制，建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构。

股东大会由全体股东构成，是公司的最高权力机构，依法行使公司经营方针、投资、发行债券和利润分配等重大事项的表决权。

公司董事会由9名董事组成（独立董事3名），由股东大会选举或更换，任期三年，可由总裁或者其他高级管理人员兼任，但兼任职务的董事及由职工代表担任或公司其他内部人担任的董事不得超过公司董事总数的二分之一；其中，董事长1人，副董事长1人，以全体董事过半数选举产生和罢免。董事会对股东大会负责，主要职责包括执行股东大会的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案等。

公司监事会由3名监事组成，其中1名由公司职工代表担任。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事会负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为及公司财务进行监督。

公司设总裁1名，副总裁若干名，由董事会聘任或解聘；公司总裁、副总裁、财务负责人和董事会秘书为公司高级管理人员。总裁对董事会负责，行使组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

公司内部管理规范，内部控制水平较高。

公司根据《企业内部控制基本规范》《上海证券交易所上市公司内部控制指引》等有关规则，制定了相应的内控制度，有效落实公司各职能部门专业系统风险管理和流程控制，提高公司经营效率和盈利水平。公司内控制度涉及环境控制、战略控制、业务控制、会计系统控制、计算机管理信息系统控制、信息传递控制、内部审计控制等多个方面。

公司各职能部门根据自身专业系统的特点和业务需要，制定各项业务管理规章、操作流程和岗位手册，以及针对各个风险点制定必要的控制程序等。业务制度所规定的业务控制主要包括项目论证、项目策划、项目设计、项目采购、项目施工、项目销售及客户入住等。例如，公司拓展部负责建立市场、政策信息平台 and 土地资源信息库，负责根据公司战略拓展和获取新项目；运营中心负责组织拟定规划设计、市场营销、工程管理制度，牵头组织建立工程质量标准体系、规划设计、产品定位和项目策划的成果文件标准，同时编制、调整和监督实施项目总体开发计划等；成本管理部负责全面成本管理体系，建立和实施目标成本、动态成本和责任成本机制等。各部门有严格的报批程序，完善的内控体制。公司除业务控制以外，还制定了环境控制、战略控制、会计系统控制等多个方面。具体来讲，环境控制包括授权管理和人力资源管理；战略控制包括战略环境的分析和公司战略的选择；会计系统控制包括会计核算控制和财务管理控制，由财务部依据

《会计法》《企业会计准则》《企业会计制度》《企业财务通则》和《会计基础工作规范》等法律法规制定；公司设立审计部，受公司董事会或董事会审计委员会委派，对公司进行内部审计监督时，向公司董事会或董事会审计委员会负责并报告工作。

六、经营分析

1. 经营概况

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。

公司以轨道物业项目为核心，主营业务为房地产开发及经营等。2017—2019 年，公司分别实现营业收入 62.17 亿元、79.75 亿元和 43.28 亿元，年均复合下降 16.57%，主要系公司房地产项目结转规模有所波动所致；净利润分别为 9.47 亿元、9.10 亿元和 4.60 亿元，年均复合下降 30.28%，其中 2018 年营业收入和净利润变动方向有所背离主要系主营业务毛利率下降以及税金及附加规模较大所致。

近年来，公司主营业务收入主要来自房产销售，收入占比均在 95%以上。2017—2019 年，公司房产销售业务收入呈波动下降态势，主要系 2019 年公司可竣工结转的项目规模有所下滑所致；2018 年公司结转收入主要来自于北京琨御府项目（26.95 亿元）、公园悦府项目（25.75 亿元）和西华府项目（23.19 亿元），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）。2017—2019 年，公司房产销售业务毛利率呈持续下降态势但仍属较高水平，其中 2017 年公司毛利率较高主要系结转的琨御府住宅项目毛利率较高拉动整体毛利率上升所致，具体情况如下表所示。

表 5 2017—2019 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

产品	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	606,515.49	97.58	36.34	781,453.79	97.99	32.85	417,100.71	96.38	32.17
物业租赁	1,966.81	0.32	45.66	2,475.38	0.31	54.67	3,759.94	0.87	58.72
进出口贸易	11,181.79	1.80	1.60	11,122.43	1.39	1.96	9,523.64	2.20	1.97
旅游饮食服务及其他	1,923.62	0.31	-0.72	2,410.28	0.30	27.21	2,373.29	0.55	17.67
合计	621,587.71	100.00	35.63	797,461.88	100.00	32.47	432,757.58	100.00	31.66

资料来源：公司年报

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。

2017 年 1 月 19 日，公司全资子公司京投置地联合北京首都开发股份有限公司、保利（北京）房地产开发有限公司、北京龙湖天行置业有限公司、北京德俊置业有限公司，以联合体的形式以 63.30 亿元竞得了北京市门头沟区潭柘寺镇 D 地块。2018 年 1 月 4 日，公司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，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（即下表的燕郊项目）。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；2019 年 12 月，公司、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”）（上述三个地块即下表的无锡具区路项目，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）。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并将该优势进一步向京外区域拓展。

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；除无锡鸿墅和锦悦府项目外，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。

表 6 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	持有土地及房产面积	
									土地	房产
公园悦府	北京市昌平区	在建项目	51.00	25.94	62.79	47.00	7,481.69	18.02	10.02	24.26
琨御府	北京市海淀区	竣工项目	51.00	15.91	39.50	46.50	11,772.15	12.69	6.61	16.41
西华府	北京市丰台区	竣工项目	50.00	23.32	66.48	33.51	5,040.61	8.14	7.09	20.21
檀香府	北京市门头沟区	在建项目	51.00	23.62	45.17	42.00	10,246.40	32.28	20.44	39.09
新里程	北京市房山区	竣工项目	80.00	7.78	17.66	9.22	5,218.57	0.11	0.06	0.14
无锡鸿墅	无锡市惠山区	在建项目	100.00	24.16	48.02	0.72	152.08	18.90	12.71	25.26
璟悦府	北京市平谷区	在建项目	51.00	8.92	24.20	14.60	6,028.08	11.69	5.82	15.80
锦悦府	北京市密云区	在建项目	100.00	6.36	23.80	19.43	15,540.75	18.79	5.58	20.86
臻御府	北京市丰台区	在建项目	70.00	5.67	24.08	37.20	22,915.15	19.45	5.67	24.08
北安河项目	北京市海淀区	在建项目	51.00	23.94	36.87	63.00	20,819.56	30.81	23.94	36.87
燕郊项目	三河市燕郊高新区	拟建项目	85.00	5.00	18.61	2.55	1,700.00	14.74	5.00	15.00

金城公园	北京市房山区	竣工项目	49.00	2.75	6.96	4.01	6,446.95	0.44	0.19	0.47
潭柘寺 D 地块项目	北京市门头沟区	拟建项目	40.00	18.09	42.38	63.30	26,524.20	38.75	18.09	42.38
无锡县路项目	无锡市经开区	拟建项目	50.00	37.64	92.62	85.00	13,297.83	82.02	37.64	92.62
合计			229.10	549.14	--	--	306.85	158.87	373.46	

注：1. 无锡鸿墅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、燕郊项目是规证面积，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
 资料来源：公司提供

3. 项目开发

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。

项目开发方面，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体；房产开发分自主开发和合作开发，除无锡鸿墅项目、密云锦悦府项目外，其它均为合作开发，合作方包括京投公司、北京万科、无锡地铁、中铁四局等。目前公司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。截至 2019 年底，公司共有从事房地产开发业务的控股公司 12 家，其中有 10 家注册地在北京，具体情况如下表所示。

表 7 截至 2019 年底公司从事房地产开发公司控股子公司情况（单位：%、万元）

序号	公司名称	持股比例	主要经营范围	注册资本	注册地
1	北京京投万科房地产开发有限公司	80	房地产开发、经营	40,000.00	北京
2	北京京投银泰置业有限公司	50	房地产开发、经营	10,000.00	北京
3	北京京投银泰尚德置业有限公司	51	房地产开发、经营	10,000.00	北京
4	北京京投兴业置业有限公司	51	房地产开发、经营	10,000.00	北京
5	北京京投瀛德置业有限公司	51	房地产开发、经营	5,000.00	北京
6	北京京投置地房地产有限公司	100	房地产开发、经营	500,000.00	北京
7	无锡惠澄实业发展有限公司	100	房地产开发、经营	12,000.00	无锡
8	北京京投兴平置业有限公司	51	房地产开发、经营	5,000.00	北京
9	北京京投兴檀房地产有限公司	100	房地产开发、经营	5,000.00	北京
10	三河市京投发展致远房地产开发有限公司	85	房地产开发、经营	5,000.00	廊坊
11	北京京投丰德房地产有限公司	70	房地产开发、经营	2,000.00	北京
12	北京京投兴海房地产有限公司	51	房地产开发、经营	10,000.00	北京

资料来源：公司提供，联合评级整理

2017—2019 年，公司新开工面积分别为 20.57 万平方米、47.18 万平方米和 30.16 万平方米，呈波动增长态势，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（无锡鸿墅项目二期）、北安河项目；竣工面积分别为 29.83 万平方米、34.58 万平方米和 17.62 万平方米，呈波动下降态势，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。

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、北安河项目及无锡县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；公司在地铁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 1,002.95 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 8 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	62.79	51.64	116.08	8.75	110.74	在建	95
琨御府	北京市海淀区	51	39.50	32.99	100.57	2.51	97.26	竣工	97
西华府	北京市丰台区	50	66.48	62.92	84.36	1.55	76.87	竣工	91
檀香府	北京市门头沟区	51	45.17	27.97	93.73	9.03	87.28	在建	93
璟悦府	北京市平谷区	51	24.20	17.96	37.04	5.54	28.34	在建	77
锦悦府	北京市密云区	100	23.80	12.71	38.98	5.05	28.04	在建	72
臻御府	北京市丰台区	70	24.08	16.23	66.09	41.42	41.42	在建	63
北安河项目	北京市海淀区	51	36.87	30.26	105.77	69.70	69.70	在建	66
三河·燕郊项目	三河市	85	18.61	15.00	18.90	0.53	3.27	拟建	17
无锡鸿墅	无锡市惠山区	100	48.02	33.72	28.03	3.70	16.96	在建	61
潭柘寺 D 地块	北京市门头沟区	40	42.38	23.87	138.60	5.45	80.94	拟建	58
无锡具区路项目	无锡市经开区	50	92.62	65.57	174.80	58.93	58.93	拟建	34
合计	--		524.52	390.84	1,002.95	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. 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，公司为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，但该项目仍面临进一步减值的风险。3. 无锡公园悦府为无锡鸿墅项目的二期名称，表格中数据为整个项目数据，含一期鸿墅。4. 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。5. 表格数据包括非并表项目
资料来源：公司提供

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. 房产销售

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；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。

2017—2019 年，公司签约销售面积分别为 3.18 万平方米、10.95 万平方米和 23.25 万平方米；销售金额分别为 7.39 亿元、45.39 亿元和 65.42 亿元，其中 2017 年销售面积及销售金额较低主要

系公司各项目开发进度尚未达到可预售条件所致。2018 年，随着璟悦府项目和公园悦府项目在年初开盘销售，全年签约销售面积和销售额较上年增长较大；签约销售均价为 4.15 万元/平方米，同比增长 78.88%。2019 年，公司签约销售面积和金额持续增长，增幅主要来自于 2018 年底推盘的无锡公园悦府（无锡鸿墅项目二期）于 2019 年大规模销售以及 2019 年 4 月份开盘的锦悦府项目；签约销售均价为 2.81 万平方厘米，同比下滑 32.29%，主要系京外销售面积占比增加所致；全年销售计划完成率为 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。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。

表 9 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
无锡鸿墅	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

从回款情况来看，2017—2019 年，公司签约销售回款率分别为 293.23%、120.26%和 94.15%，其中 2017 年处于较高水平主要系 2016 年签约金额部分于 2017 年回款所致，2019 年大幅下滑主要系锦悦府项目未封顶，按揭未放款所致。

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 万方以上的包括：无锡县路项目 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、无锡鸿墅项目 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、燕郊项目 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，公司未来销售情况受北京市房地产调控政策影响较大。

5. 经营效率

公司经营效率尚可。

2017—2019 年，公司存货周转次数分别为 0.19 次、0.26 次和 0.11 次；总资产周转次数分别为 0.22 次、0.27 次和 0.11 次；流动资产周转次数为 0.25 次、0.32 次和 0.14 次。上述指标均呈现波动下降态势，主要系结转规模波动下降所致。

6. 关联交易

公司关联方资金往来及担保规模较大，但也在一定程度上体现了控股股东对公司的支持。

公司关联交易中体量较大的为关联方资金拆借以及关联方担保，日常关联交易不多，具体如下：（1）2017—2019 年底，公司以委托借款的形式从控股股东京投公司方拆入资金余额分别为 116.54 亿元、142.98 亿元和 262.21 亿元，用于合作开发项目及补充公司流动资金，委托贷款利率不超过 12%，具体利率由双方参照市场利率协商确定；2017—2019 年，公司分别向京投公司支付利息 10.30 亿元、12.24 亿元和 19.39 亿元，支付方式为货币资金。（2）公司与京投公司签署了相关协议，担保协议约定京投公司收取相关担保费用，担保费以公司债券未偿还债券票面金额为基数，年费率为 1%，“18 京发 01”“19 京发 G1”和“19 京发 G2”均由京投公司提供担保。

7. 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，其中北京地区剩余货值占比处于绝对地位，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。

（2）京内轨道物业发展有一定局限性，京外轨道物业盈利空间可能有所下滑

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；为应对此问题，公司已开始凭借技术优势向京外布局，但 2019 年获取的无锡项目土地成本优势不明显，需关注无锡县路项目的未来盈利空间。

（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。

8. 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。

七、财务分析

公司 2017—2019 年的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。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制；2019

年1月1日，公司依据财政部《关于修订印发2019年度一般企业财务报表格式的通知》，采用追溯调整法变更了相关财务报表列报，并执行新金融工具确认和计量等准则，2019年期初数据以追溯调整数据为准。公司近三年合并范围变化小，对财务数据可比性影响小，公司财务数据具有可比性。

截至2019年底，公司合并资产总额461.93亿元，负债合计420.57亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.36亿元，其中归属于母公司所有者权益合计26.87亿元。2019年，公司实现营业收入43.28亿元，净利润（含少数股东损益）4.60亿元，其中归属于母公司所有者净利润0.77亿元；经营活动现金流量净额为-72.42亿元，现金及现金等价物净增加额为-10.21亿元。

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。

2017—2019年，公司资产总额持续增长，年均复合增长28.76%。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。

（1）流动资产

2017—2019年，公司流动资产呈持续增长态势，年均复合增长26.94%，主要系存货的增加所致。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。

2017—2019年，公司货币资金年均复合增长38.73%，呈波动增长态势。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%，主要系筹资活动流入增加所致；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。

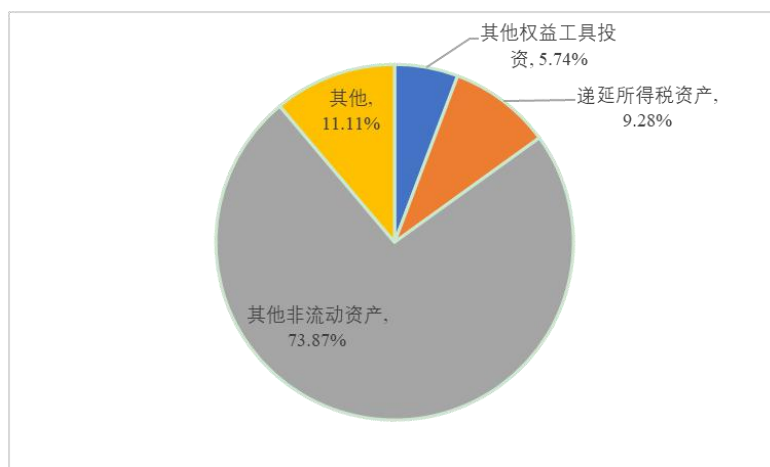
2017—2019年，公司存货账面价值年均复合增长27.70%，呈持续增长态势。截至2019年底，公司存货账面价值为334.42亿元，较年初增长58.22%，主要系公司于2019年初分别以37.20亿元和63.00亿元获得了北京市丰台区花乡郭公庄项目和北京市海淀区北安河车辆段综合利用项目所致；主要由开发成本（占比70.21%）和开发产品（占比29.79%）构成，其中开发产品主要由公园悦府项目（2019年竣工）、西华府项目（2019年竣工）、檀香府项目（2019年竣工）和琨御府项目（2018年竣工，位于北京市海淀区西三、四环之间，主要是写字楼和商业，原计划2019年以股权出让方式出售给京投公司，但受交易所问询该事项目前进度暂停）构成，实际去化压力尚可，但需关注开发产品去化速度问题。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，全部来自于无锡公园悦府项目（即无锡鸿墅项目二期），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。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产年均复合增长率为36.80%，呈逐年增长态势，主要系其他非流动资产的增加所致。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。

图 5 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

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 2017 年底，公司可供出售金融资产为 3.31 亿元，以成本法计量；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。

2017—2019 年，公司递延所得税资产年均复合增长率为 57.78%，呈持续增长态势，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，公司递延所得税资产为 8.65 亿元，较年初增长 38.39%。

2017—2019 年，公司其他非流动资产年均复合增长 33.97%，呈波动增长态势。截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 36.92 亿元，较年初减少 3.83%，主要系 2019 年 1 月 1 日起公司执行新金融工具准则并对期初数据进行追溯调整所致，部分金额被拆分至债权投资科目所致，主要由公司于 2017 年向项目公司北京潭柘兴业房地产开发有限公司（股权占比 40%）支付潭柘寺镇 D 地块土地价款及前期费用 26.44 亿元构成；截至 2019 年底，公司其他非流动资产 68.90 亿元，较年初增长 86.62%，主要系公司于 2019 年向项目公司无锡望榆地铁生态置业有限公司（股权占比 50%）以借款方式支付 29.89 亿元用于支付无锡县路项目地价款所致。

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，公司全资子公司北京京投置地房地产有限公司（以下简称“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股权质押梳理为 8,231.00 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%。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

公司整体债务负担较重且随着 2019 年公司大规模拿地公司债务负担进一步大幅攀升，但考虑到长期借款中大股东借款占比较高，实际兑付压力尚可。

2017—2019 年，公司负债年均复合增长 33.46%，呈持续增长态势。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%。

2017—2019 年，公司流动负债年均复合增长 22.23%，呈波动增长态势，主要系一年内到期的非流动负债波动所致。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%）、其他应付款（占比 9.08%）和一年内到期的非流动负债（占比 50.87%）构成。

图 6 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司应付账款年均复合增长 67.05%，呈持续增长态势，主要系项目竣备暂估工程款增加所致。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。

2017—2019 年，公司预收款项年均复合减少 6.89%，呈波动下降态势。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规模较大所致；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。

2017—2019 年，公司应交税费年均复合增长 41.52%，呈波动增长态势。截至 2018 年底，公司应交税费为 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，土地增值税计提增加所致；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。

2017—2019 年，公司其他应付款年均复合增长 87.96%，呈持续增长态势。截至 2019 年底，公司其他应付款为 18.69 亿元，较年初大幅增长 118.34%，主要系项目公司分红应付股利大幅增加所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 24.07%，呈波动增长态势。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 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，其中一年内到期的长期借款中京投公司股东借款金额为 97.36 亿元。

2017—2019 年，公司非流动负债年均复合增长率为 47.77%，呈持续增长态势，主要系应付债券增加所致。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。

2017—2019 年，公司长期借款年均复合增长 52.93%，呈持续增长态势，主要系项目开发规模扩大使得融资需求增加所致。截至 2019 年底，公司长期借款为 167.61 亿元，较年初增长 8.84%，虽然增幅不大但新增长期借款规模较大主要系一年内到期的长期借款重分类至一年内到期的非流动负债所致；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进行到期续贷，且期限较长，实际集中偿付压力尚可。

2017—2019 年，公司应付债券年均复合增长 41.42%，呈波动增长态势。截至 2018 年底，公司应付债券为 19.92 亿元，较年初减少 0.08%；截至 2019 年底，公司应付债券为 39.87 亿元，较年初增长大幅 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，2+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%）。

2017—2019 年，公司全部债务分别为 169.69 亿元、209.06 亿元和 317.31 亿元，年均复合增长 36.74%，呈逐年增长态势，其中 2019 年增幅较大主要系公司拿地规模较大导致融资规模扩大所致。截至 2019 年底，公司全部债务较年初增长 51.78%；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。2017—2019 年底，公司资产负债率分别为 84.74%、85.31%和 91.05%，全部债务资本化比率分别为 79.97%、81.65%和 88.47%，长期债务资本化比率分别为 69.43%、78.73%和 83.49%，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续贷，集中偿付压力尚可，具体情况如下表所示。

表 10 截至 2019 年底假设债券全部回售前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

（2）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。

2017—2019 年，公司所有者权益年均复合减少 1.37%，主要系少数股东权益 2019 年下滑所致。截至 2018 年底，公司所有者权益为 46.97 亿元，较年初增长 10.49%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致。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北京京投置地房地产有限公司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。

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，整体盈利能力尚可。

2017—2019年，公司分别实现营业收入62.17亿元、79.75亿元和43.28亿元，年均复合下降16.57%，主要系公司房地产项目结转规模有所波动所致；净利润分别为9.47亿元、9.10亿元和4.60亿元，年均复合下降30.28%，其中2018年营业收入和净利润变动方向有所背离主要系主营业务毛利率下降以及税金及附加规模较大所致，2019年公司原计划以股权出让方式将琨御府项目剩余的写字楼和商业出售给京投公司，但受同业竞争影响，该事项暂停导致2019年收入及净利润下降。

期间费用方面，2017—2019年，公司期间费用总额分别为4.03亿元、4.67亿元和5.95亿元，年均复合增长率为21.41%，主要来自于财务费用和销售费用的增长。2017—2019年，公司销售费用年均复合增长率为43.12%，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；管理费用年均复合增长7.09%，呈波动增长态势，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；财务费用分别为1.54亿元、1.52亿元和2.38亿元，其中2019年明显增长，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4,003.67万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。

从各项盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率分别为29.90%、20.87%和28.68%，呈波动减少态势，其中2018年下降幅度较大，主要系税金及附加规模较大所致；总资产报酬率分别为5.98%、5.49%和2.79%，总资本收益率分别为6.47%、5.45%和2.85%，净资产收益率分别为24.52%、20.33%和10.42%，均呈持续下降态势，其中2019年降幅较大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。

4. 现金流

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较高。

从经营活动来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为29.08亿元、58.81亿元和65.32亿元，年均复合增长49.88%，其中2018年大幅增长主要系新项目开盘使得销售房产所收现金的增加以及代收代付客户契税及专项维修基金等的增加所致，2019年有所增长主要系签约销售规模的扩大所致；经营活动现金流出分别为30.94亿元、57.35亿元和137.74亿元，年均复合增长110.98%，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，2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为-1.87亿元、1.47亿元和-72.42亿元。

¹ 目前该事项属于停滞状态。

从投资活动情况来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为14.97亿元、5.05亿元和18.40亿元，呈现波动增长态势，其中2018年投资活动现金流入减少主要系收回委托理财金额的减少以及本期并未产生因收回拆借资金和利息的投资收益所致；投资活动现金流出分别为35.09亿元、8.87亿元和40.00亿元，呈波动增长态势，其中2017年规模较大主要系公司对潭柘寺镇D地块的项目公司支付土地款及前期费用26.44亿元所致，2019年规模较大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，2017—2019年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-20.13亿元、-3.82亿元和-21.60亿元。

从筹资活动情况看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为89.90亿元、119.74亿元和152.06亿元，年均复合增长率为30.06%，融资渠道主要为股东借款；公司筹资活动现金流出分别为85.05亿元、97.15亿元和68.25亿元，年均复合减少10.42%，主要系债务到期偿付时间差异所致。综上，2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为4.84亿元、22.59亿元和83.81亿元，2019年筹资活动产生的现金流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。

5. 偿债能力

公司偿债能力指标一般，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，2017—2019年底，公司流动比率分别为1.66倍、2.77倍和1.79倍，速动比率分别为0.17倍、0.55倍和0.17倍，均呈波动态势，其中2018年上述指标有明显增长主要系销售回款的快速增加所致。2017—2019年底，公司现金短期债务比分别为0.15倍、1.12倍和0.20倍，其中2018年处于较高水平主要系销售回款的增加以及短期借款的减少使得指标大幅回升所致。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为17.15亿元、16.69亿元和11.20亿元，呈持续下降态势，主要系利润总额持续下降所致。2019年，公司EBITDA构成中折旧占1.92%、摊销占0.65%、计入财务费用的利息支出占37.22%、利润总额占比60.22%，以利润总额为主。2017—2019年，EBITDA利息倍数分别为1.32倍、1.09倍和0.49倍，EBITDA对利息支出的保障程度较弱。2017—2019年，EBITDA全部债务比分别为0.10倍、0.08倍和0.04倍。整体看，公司长期偿债能力较弱。

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。

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3月9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。

6. 母公司财务分析

母公司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。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司全部债务总额为 317.31 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 20 亿元，占目前公司全部债务的 6.30%，对公司债务规模影响有限。

以 2019 年底财务数据为基础，若募集资金总额为 20 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 91.42%、89.08% 和 84.71%，较发债前分别提高 0.37 百分点、0.61 个百分点和 1.22 百分点，债务负担略有加重，仍处于较高水平。考虑到公司本期债券的筹集资金拟用于偿还公司债券，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 11.20 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 0.56 倍，EBITDA 对本期债券额度的覆盖一般。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 65.32 亿元，为本期债券发行额度的 3.27 倍，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为京投公司的子公司能够获得较大的资金支持，在轨道物业项目开发方面技术水平较强，区域内综合竞争力较高；公司土地成本优势较强，盈利能力很强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由京投公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本次发行公司债券的本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付的合理费用。

京投公司承担保证责任的期间为本次债券存续期及公司债券到期日起二年；如本次债券分期发行，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期日届满后两年止。如本次债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人概况

（1）京投公司概况

京投公司前身是成立于 1976 年的北京地铁公司（1984 年更名为“北京市地下铁道总公司”），成立时隶属于北京市公共交通总公司。2001 年，在北京市地下铁道总公司的基础上改制并组建了北京地铁集团有限责任公司（简称“地铁集团”），改制后的地铁集团由北京市人民政府作为其唯一出资者。同时，地铁集团以投资的形式设立了北京地铁建设管理有限责任公司（简称“地铁建设公司”）和北京地铁运营有限责任公司（简称“地铁运营公司”）。2003 年，根据北京市市委、市政府有关精神，地铁集团再次进行改制，更名组建北京市基础设施投资有限公司（于 2004 年根据“京国资函（2004）14 号”正式更名并完成工商变更）。同时，将原地铁建设公司和地铁运营公司单独分立出来，成立北京市轨道交通建设管理有限公司和北京市地铁运营有限公司（简称“运营公司”）。在此次改制中，上述 3 家公司均改组为由北京市国资委出资设立的国有独资公司。其中，京投公司主要负责建设前期的投融资、地铁资产管理、地铁资源开发和后期的线路更新改造等投资工作。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 2020 年 3 月底，京投公司实收资本为 1,642.07 亿元，北京市国资委持有其 100% 股权，为其实际控制人。

截至 2019 年底，京投公司纳入合并范围的全资及控股二级子公司 54 家。

截至 2019 年底，京投公司合并资产总额 6,211.65 亿元，负债合计 3,880.07 亿元，所有者权益 2,331.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 2,073.25 亿元。2019 年，京投公司实现营业收入 159.25 亿元，净利润 31.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 30.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额-163.44 亿元，现金及现金等价物净增加额-89.11 亿元。

截至 2020 年 3 月底，京投公司合并资产总额 6,550.62 亿元，负债合计 4,213.28 亿元，所有者权益 2,337.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 2,076.87 亿元。2020 年 1—3 月，京投公司实现营业收入 24.31 亿元，净利润 6.87 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 30.14 亿元。

（2）规模与竞争力

京投公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资主体，在地铁运营、轨道交通建设等多方面受到补贴支持、资本金支持较大，且较为持续。

京投公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资运营主体，承担着为北京市轨道交通类基础设施建设和发展筹集资金的职能，并负责相关的运营管理，目前北京市地铁运营主要由运营公司负责。截至 2020 年 3 月底，京投公司已开发完工并投入运行的轨交线路共计 23 条，

线路总长度 699.30 公里，车站总数 405 座。其中：由北京京港地铁有限公司（以下简称“京港地铁”）负责运营的线路为 4 号线、大兴线、14 号线和 16 号线；委托北京市内其他国有企业运营的线路包括由北京市轨道交通运营管理有限公司（以下简称“轨交运营管理公司”）负责运营的燕房线，以及由北京公交有轨电车有限公司（以下简称“公交有轨电车公司”）负责运营的西郊线。除此之外，其他线路均由北京市地铁运营有限公司（以下简称“运营公司”）负责运营。

项目承接方面，作为北京市内唯一负责轨道交通类基础设施建设项目的开发主体，京投公司在轨道交通的投资和运营中有着举足轻重的地位。

财政补贴方面，北京市政府每年根据北京市地铁建设进度和当年财政预算拨付给京投公司财政专项资金和补贴，其中包含新线建设资本金、已运营线路的还本付息资金、既有线路的改造资金以及地铁运营补贴等。根据北京市发改委《关于轨道交通建设资金筹措有关事项的通知》（京发改〔2013〕23 号），决定 2013—2035 年轨道交通专项资金政策由每年 100 亿元调整为每年 155 亿元。2016 年初，京投公司与北京市政府签署“授权经营协议”（ABO 协议），将轨道交通建设专项资金、更新改造专项资金、运营补贴等政府性资金进行整合，统一纳入授权经营服务费，用来支撑京投公司的投资、建设、运营等整体服务。根据当期轨道交通建设规划和市财力承受水平，协议约定 2016—2025 年北京市政府每年向京投公司提供资金支持调整为 295 亿元，同时约定 2026—2045 年将按照总投资完成情况、利率水平、票制票价变化、新增调整事项等进行调整。近三年，政府专项资金每年足额、及时到位。京投公司每年收到的资金支持或以补贴的形式计入到营业外收入或其他收益科目，反映至当期损益，或增加京投公司实收资本。

（3）经营分析

京投公司主业突出，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，房地产结转规模波动对京投公司收入规模影响较大。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。

京投公司主营业务主要包含票款、房地产开发、广告、商品销售、融资租赁、土地一级开发和管道业务等。2017—2019 年，京投公司营业收入分别为 167.92 亿元、189.08 亿元和 159.25 亿元，波动下降，年均复合下降 2.62%，其中 2019 年营业收入较上年减少 15.78%，主要系房地产结转规模下降所致。2017—2019 年，京投公司净利润分别为 20.22 亿元、26.03 亿元、31.81 亿元，逐年增长，年均复合增长 25.43%，2019 年净利润较上年增长 22.24%，主要系运营亏损补贴和投资收益增长所致。

从收入构成看，票款和房地产开发是京投公司最主要的收入来源，2017—2019 年，票款和房地产开发收入占比合计分别为 78.47%、79.79%和 70.74%，占比有所波动，主要系房地产结转规模波动所致。2017—2019 年，京投公司票款收入较为稳定，年均复合增长 0.23%，可为京投公司创造稳定的现金流入；房地产收入波动下降，年均复合下降 16.93%，2019 年同比下降 46.44%，主要系当期房地产结转规模下降所致；广告、商品销售、融资租赁、土地一级开发和管道等业务收入占比一般，其波动对京投公司收入影响有限。

从毛利率看，2017—2019 年，京投公司毛利率逐年下降，分别为 9.13%、4.37%和-6.72%，主要系收入占比很高的票款毛利率下降所致。具体看，2017—2019 年，京投公司票款毛利率长期为负且逐年下降，主要系地铁运营为公共服务且地铁运营人工成本增加所致，考虑到京投公司每年可获得很大规模的财政补贴，京投公司票款业务实际可为公司提供较大规模的现金流入；房地产开发毛利率波动增长，其中 2017 年毛利率增长较快，主要系结转的琨御府住宅项目毛利率较高拉

动整体毛利率上升所致，京投公司房地产开发毛利率处于行业较高水平；土地一级开发毛利率波动增长，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所致；其他板块收入占比一般，其毛利率波动对京投公司影响有限。具体情况见下表。

表 11 京投公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

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
票款	71.12	42.35	-32.93	72.71	38.46	-49.21	70.79	44.46	-66.92
房地产开发	60.65	36.12	36.34	78.15	41.33	32.85	41.86	26.28	37.63
广告	4.97	2.96	79.67	6.65	3.52	72.35	8.73	5.48	69.01
商品销售	9.72	5.79	8.45	7.85	4.15	27.17	8.08	5.07	13.77
融资租赁	4.68	2.79	47.92	7.09	3.75	46.69	7.41	4.66	51.92
土地一级开发	3.73	2.22	70.32	2.90	1.53	90.50	2.67	1.68	74.51
管道	2.59	1.54	48.04	2.64	1.40	43.23	2.18	1.37	35.00
其他主营业务	7.54	4.49	49.32	9.86	5.21	40.50	14.03	8.81	40.63
主营业务小计	164.99	98.25	8.02	187.85	99.35	4.21	155.76	97.81	-7.82
其他业务	2.93	1.75	71.73	1.23	0.65	30.10	3.49	2.19	42.59
合计	167.92	100.00	9.13	189.08	100.00	4.37	159.25	100.00	-6.72

注：2018年数据引自2019年审计报告期初数，2017年数据采用2018年审计报告期初数

资料来源：联合评级依据京投公司审计报告整理

2020 年 1—3 月，京投公司实现营业收入 24.31 亿元，较上年同期下降 43.77%；净利润 6.87 亿元，较上年同期下降 8.61%。

房地产开发业务

京投公司房地产开发业务由京投发展负责，具体见公司经营分析。

轨道交通建设运营

近年来京投公司轨道交通运营业务运营平稳，业务专营优势明显，北京市轨道交通建设后续投资规模仍较高，后续在轨道交通建设投资方面存在较高的资本支出压力。

京投公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资运营主体，行使北京市国资委对基础设施的出资人代表职责，承担了北京市的轨道交通类基础设施投资职能。其中，京投公司本部主要作为轨道交通资产的投资人及业主方，而轨道交通线路的日常运营则由运营公司负责。

业务模式方面，京投公司对北京市轨道交通基础设施投资的开发模式主要包括两种：其一，京投公司按照市政府的要求参与北京市轨道交通基础设施建设项目的投融资、前期规划、建设监管、路网指挥以及资产管理等环节，使用政府提供的资本金及自筹资金共同投入项目开发，其中政府提供的资本金约占总投资的 40%。项目建成后，京投公司委托运营公司负责运营。运营期间，政府每年提供一定的专项资金和补贴，包含线路建设的还本付息资金、更新改造资金以及地铁运营补贴等（京投公司与北京市政府签署 ABO 协议，约定 2016—2025 年，每年北京市政府向京投公司支付轨道交通建设专项资金、更新改造专项资金、运营补贴等 295 亿元）。其二，通过 PPP 特许经营的方式进行市场化运作，引入社会资本与政府资金共同投入项目开发。目前，采用该模式的主要包括地铁 4 号线（含大兴线）、14 号线、16 号线和新机场线，以上线路的 B 部分投资及后续运营由项目公司京港地铁负责，该公司系由京投公司、北京首都创业集团有限公司及香港

铁路有限公司分别出资 2%、49%、49%共同组建。具体来看，PPP 模式下的轨交项目分为 A、B 两部分资产，其中 A 部分为土建及隧道建设，由京投公司代表北京市政府出资；B 部分为机电及车辆等。

从地铁运营情况来看，北京市轨道交通线路的客运量相对稳定，其运营票款收入受票价变动的影响较大。2015 年之前，北京地铁实行联网一票制，票价为 2 元/人次，票款收入无法弥补运营成本，主要依靠北京市政府提供的运营补贴。北京市地铁在 2014 年 12 月底正式实施票价涨价方案，具体方案为：6 公里（含）内 3 元；6—12 公里（含）4 元；12—22 公里（含）5 元；22—32 公里（含）6 元；32 公里以上每加 1 元可乘坐 20 公里。近三年，京投公司随线路开通增加，地铁运营收入逐年稳步增长，年客运总量和日均客运量均有所提升，未来随在建拟建地铁线路开通运行，京投公司票款收入有望实现进一步增长。

表 12 京投公司运营线路主要指标情况

年度	运营主体	票款收入	运行线路 总数（个）	运行线路 总长（公里）	年客运总量	日均客运量	最高单日客运量
		（亿元含税）			（亿人次）	（万人次）	（万人次）
2016 年	运营公司、京港地铁	70.23	19	574	36.59	999.82	1,270.00
2017 年	运营公司、京港地铁	71.12	22	608	37.78	1,035.07	1,294.00
2018 年	运营公司、京港地铁、 轨道运营、有轨电车	72.71	22	637	38.48	1,054.36	1,349.25
2019 年	运营公司、京港地铁、 轨道运营、有轨电车	70.79	23	699	--	--	--

资料来源：京投公司提供

在建线路方面，截至 20120 年 3 月底，京投公司在建线路共计 17 条（段），在建线路规划总长度 389.30 公里，车站总数 155 座，规划总投资 3,957.44 亿元，截至 2020 年 3 月底已完成投资 1,253.78 亿元，预计完工时间集中在 2021—2022 年之间。后续运营方面，目前已确定的后续运营主体包括运营公司、京港地铁以及城市铁建，其中以运营公司为主；暂未确定运营方的线路 4 条。

拟建线路方面，截至 2020 年 3 月底，京投公司拟建线路 3 条（段）（3 号线二期、昌平线南延二期和燕房线支线），规划总长度 25.80 公里，车站总数 17 座。拟建线路项目规划总投资、建设期均待定。

表 13 截至 2020 年 3 月底京投公司在建及拟建线路情况（单位：公里、个、亿元、年）

线路名称	起终点	运营主体	总长度	车站数	总投资	已完成投资	建设期间
M14 线剩余段	西局—右安门	京港地铁	47.30	5	445.09	365.33	2010—2021
S1 线剩余段	金安桥—苹果园	运营公司	10.20	1	88.99	72.99	2013—2021
M16 线二期剩余段	二期（苏州街—西苑）	京港地铁	23.70	2	505.14	243.17	2013—2021
M16 线一期	一期（宛平—苏州街）	京港地铁	26.10	17			
M8 线三期剩余段	珠市口—中国美术馆	运营公司	17.36	3	182.59	134.12	2014—2021
M12 线	四季青—管各庄西	运营公司	29.60	21	332.78	83.89	2015—2022
M17 线	未来科技城北区—亦庄站前区南	京港地铁	49.70	20	435.29	97.88	2015—2022
M19 线一期	新宫—牡丹园	轨道运营	22.40	10	240.15	115.14	2015—2021
机场线西延	东直门—北新桥	运营公司	1.84	1	17.02	6.77	2015—2021
房山线延伸线	郭公庄—丰益桥南	运营公司	5.30	4	48.03	27.74	2015—2020
M3 线一期	东四十条—曹各庄北	运营公司	20.80	15	314	67.40	2015—2022
平谷线	东大桥—平谷	待定	78.60	20	639.30	6.09	2017—2023
昌平线南延	西二旗—国家图书馆	运营公司	12.60	7	126.26	29.45	2017—2021

CBD 线	东大桥—九龙山	运营公司	8.80	9	127.50	--	2018—2023
13 号线扩能提升工程	13A（车公庄—天通苑地区）； 13B 线（东直门—马连洼）	待定	27.90	15	366	--	2019—2023
11 号线（冬奥支线）	金顶街—首钢站	待定	3.60	4	48.90	3.81	2019—2021
新机场北延	草桥—丽泽商务区	待定	3.50	1	40.40	--	2019—2022
3 号线二期	田村—东四十条	待定	15.40	12	--	--	--
昌平线南延二期	蓟门桥—国家图书馆	待定	4.30	2	--	--	--
燕房线支线	周口店—饶乐府	待定	6.10	3	--	--	--
合计	--	--	415.10	172	3,957.44	1,253.78	--

注：14 号线剩余段、S1 线剩余段、16 号线二期剩余段、8 号线三期剩余段线路起终点、车站数为剩余段数据，长度为线路全线数据，总投资及已完成投资为全线投资数，其中部分线路为分段开通
资料来源：京投公司提供

土地一级开发业务

土地一级开发业务作为轨道交通建设投资过程中相关配套业务，该业务投资规模较高，后续资本支出压力较大，资金回笼受各区土地出让速度等因素影响较大。

依托于丰富的轨道交通线路运营优势，京投公司在推动轨交沿线土地一级开发方面发挥了重要作用。京投公司土地一级开发业务主要由京投公司本部负责。

业务类型方面，京投公司进行一级开发的土地分为两大类，一是轨道交通沿线的土地，京投公司受北京市政府及各区县政府的委托及授权，对轨道交通沿线指定地块进行平整；二是轨道交通车辆段对应的上盖土地，即对地铁停靠、检查、整备、运用和修理的管理中心所在地对应的地上土地平整开发，目前该类土地的开发建设准入门槛较高。

开发模式方面，京投公司对以上两类土地的开发模式基本一致。具体来看，京投公司土地一级开发业务主要采取委托代开发的模式。京投公司接受北京市政府及各区县政府的委托及授权，获取相应地块的土地一级开发权后，由其垫付资金进行土地平整及配套设施建设。土地开发完成后，由该地块所在地的土地储备中心通过“招拍挂”程序出让。待土地成功上市交易后，北京市及各区县土储中心向京投公司返还全部土地开发成本，并按照土地开发成本的 8%—12%左右向京投公司支付管理费。

会计处理方面，根据所签订的土地开发协议约定的不同，京投公司的土地一级开发业务账务处理有所不同：第一类，京投公司将垫付的开发成本计入存货核算，项目开发完成并实现出让或销售后，账面按照结算的开发成本加成 8%—12%全额确认收入，同时结转成本；第二类，京投公司账面按照结算开发成本的 8%—12%净额确认管理费收入，同时结转成本，入账方式下的账面成本仅包括项目管理服务所发生的相关费用，而京投公司所垫付的土地平整和配套设施建设所产生的支出则计入其他应收款，待实际收到回款时直接冲减该科目。土地一级开发业务账面均按照项目实际竣工节点确认收入，各个项目开发建设周期不一，加之账面按照所签订的开发协议约定的入账方式不同，该业务各年收入波动较大。

截至 2020 年 3 月底，京投公司已完工土地一级开发项目共计 8 块，全部位于北京市范围内，占地面积共计 122.54 万平方米，总投资 176.33 亿元，已回笼资金 104.53 亿元，剩余尾款预计于 2020—2021 年收回，回款情况尚可。

表 14 截至 2020 年 3 月底京投公司已完工的土地一级开发项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	位置	成交时间	出让	占地面积	总投资	已回笼资金
亚林西 7 号地	丰台	2017.7	挂牌	6.56	36.10	28.00
28.1 大兴四五六街项目	大兴	2016.2	挂牌	4.52	12.30	14.16

潭柘寺 D 地块	门头沟	2017.1	挂牌	18.08	30.00	20.67
檀营 B2 地块	密云	2017.3	挂牌	8.39	7.71	6.03
檀营 B3 地块	密云	2017.12	挂牌	9.43	8.33	5.24
亚林西公租房用地	丰台	2017.7	划拨	7.80	3.43	3.30
海户西城对接地块	大兴	2017.12	其他	36.26	25.80	--
北安河车辆段项目	海淀	2019.01	招标	31.50	52.66	27.13
合计	--	--	--	122.54	176.33	104.53

资料来源：京投公司提供

在建、拟建项目方面，截至 2020 年 3 月底，京投公司仍在开发或拟开发的项目 15 个，由多个下属子公司负责运营，上述项目受多种因素影响呈现不同的项目状态。其中，包括潭柘寺中心区（A—D）地块、潭柘寺中心区（E—F）地块、水源路南侧土地储备项目 B、C 地块项目和亚西林项目在内 14 个项目进展相对顺利，目前处于推进状态。上述 14 个项目占地面积合计 1,210.08 万平方米，规划总投资 1,076.31 亿元，已投资 411.69 亿元，预计利润额 30.30 亿元，目前累计已回笼资金 153.60 亿元。而平谷二号地项目（二期、三期）项目由于推进过程中存在一定限制，已被列为问题项目。该项目占地面积 83.99 万平方米，项目规划总投资 19.35 亿元。其中，平谷二号地（二期、三期）已投资 5.65 亿元，平谷二号地（三期）已上市成交，收回投资成本 4.30 亿元，该项目整体实施困难，准备退出。

截至 2020 年 3 月底，京投公司在建土地一级开发项目预计总投资 1,294.07 亿元，已实现投资 417.34 亿元，其中正常项目尚需投资 664.62 亿元，正常项目和问题项目合计回笼资金 157.90 亿元，受土地一级开发项目各区土地出让进度及回款安排影响，目前在建项目回款效率一般，后续存在较大的资本支出压力。

表 15 截至 2020 年 3 月底京投公司在建的土地一级开发项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	预计总投资	已投资	预计利润额	已回笼资金	项目状态
正常项目：						
海户项目	88.37	52.52	37.82	1.20	--	加快推进，预计 2020 年完成开发，2021 年完成供地
四五六街项目	31.00	30.35	18.37	1.01	16.28	目前已完成投资，部分成本已回收，2020 年完成供地
檀营项目	55.06	35.64	28.13	0.94	11.27	加快推进，预计 2020 年完成开发，2021 年完成供地
水源路南侧土地储备项目 B、C 地块	82.00	21.70	2.83	0.04	--	加快推进，预计 2020 年完成开发，2021 年完成供地
亚林西项目	97.00	123.34	100.60	4.27	75.23	加快推进，预计 2021 年完成全部开发工作
东坝北西区棚改项目	429.85	531.00	114.31	7.37	--	加快推进，预计 2020 年开始陆续供地
潭柘寺镇中心区（A—D）地块	146.64	61.40	55.24	3.58	50.82	已完成全部地块入市，正在开展收尾工作
潭柘寺镇中心区（E—F）	96.68	69.14	28.14	1.79	--	加快推进，预计 2020 年开始供地
六里桥车辆段项目	3.80	4.30	3.26	0.33	--	加快推进，预计 2020 年完成入市
郭公庄车辆段项目	23.00	6.95	2.68	0.50	--	已完成入市，加快尾工实施及结算工作
东小营车辆段项目	35.38	26.10	0.08	2.32	--	加快推进
黄村火车站项目	67.00	4.32	0.05	0.32	--	加快推进
磁各庄车连段项目	30.30	55.55	20.10	3.40	--	加快推进
榆树庄车辆段项目	24.00	54.00	0.08	3.23	--	加快推进
合计	1,210.08	1,076.31	411.69	30.30	153.60	--

退出及问题项目：

平谷二号地项目	83.99	19.35	5.65	--	4.30	实施困难，退出存在影响
合计	83.99	19.35	5.65	--	4.30	--

资料来源：京投公司提供

其他业务

京投公司其他业务主要围绕轨道交通产业链展开，业务类型覆盖广泛，能够有效发挥其北京市轨道交通投资运营的管理及业务专营优势。

除房地产开发业务、轨道交通投资运营及土地一级开发业务外，京投公司还从事部分融资租赁、车辆销售、以及与轨道交通线路相关的沿线媒体广告资源的经营、进出口贸易、城市地下综合管廊设施的开发建设业务等。其中，轨交沿线的媒体广告运营业务模式主要为外包。商品销售业务中进出口贸易业务主要由全资子公司宁波银泰对外经济贸易有限公司经营。地下综合管廊业务则包括电力、通讯、燃气供热、给排水以及逃生通道等各种工程管线。目前在建地下综合管廊项目主要包括：轨道交通 8 号线三期（王府井）地下综合管廊（一期）工程，轨道交通 7 号线东延（万盛南街）地下综合管廊工程、轨道交通 3 号线（东坝中路）地下综合管廊工程、北京世界园艺博览会园区地下综合管廊工程、新机场高速公路地下综合管廊以及 2022 冬奥会延庆赛区外围配套地下综合管廊等多个项目等。

3. 担保人财务分析
（1）财务概况

京投公司提供的 2017—2019 年审计报告均经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计（均出具标准无保留意见的审计结论）。财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则—基本准则》及其应用指南的有关规定进行编制。

从合并范围看，截至 2017 年底，京投公司合并范围所属二级子公司 51 家，较上年底增加 2 家；截至 2018 年底，京投公司合并范围内二级子公司 55 家，较上年底增加 4 家；截至 2019 年底，京投公司合并范围内二级子公司 54 家，较上年底减少 1 家。总体看，近三年京投公司合并范围变化不大，新纳入合并范围子公司规模相对较小，财务数据可比性较强。

（2）资产质量

京投公司资产以非流动资产为主，以房地产开发成本、土地一级开发成本为主的存货、固定资产和在建工程规模较大，京投公司资产流动性一般。

2017—2019 年，京投公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 13.41%，系流动资产和非流动资产共同增长所致。截至 2019 年底，京投公司合并资产总额 6,211.65 亿元，较年初增长 11.24%，其中流动资产占 18.30%，非流动资产占 81.70%，资产以非流动资产为主。

流动资产

2017—2019 年，京投公司流动资产逐年增长，年均复合增长 12.53%。截至 2019 年底，京投公司流动资产 1,136.46 亿元，较年初增长 8.86%，主要系存货和其他流动资产增长所致。京投公司流动资产主要由货币资金（占 13.09%）、其他应收款（占 8.08%）、存货（占 51.69%）和其他流动资产（占 19.49%）构成。

2017—2019 年，京投公司货币资金逐年下降，年均复合下降 22.93%。截至 2019 年底，京投公司货币资金 148.82 亿元，较年初下降 37.42%，主要系购置土地储备增加和净融资规模下降共同影响所致；货币资金中有 0.37 亿元受限资金，受限比例为 0.25%，受限比例很低。

2017—2019年，京投公司其他应收款波动下降，年均复合下降0.62%，主要系往来款项规模波动减少所致。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款，截至2019年底，京投公司其他应收款91.86亿元，较年初下降11.80%，累计计提坏账准备0.71亿元，考虑到其他应收款的性质，回收风险较小。

2017—2019年，京投公司存货逐年增长，年均复合增长20.23%。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。截至2019年底，京投公司存货587.39亿元，较年初增长36.42%，主要系土地一级开发成本增加和购置土地储备所致。存货主要由土地一级开发成本（占42.64%）、房地产开发成本（占36.31%）和房地产开发产品（占16.78%）构成，累计计提跌价准备61.07亿元，计提比例1.03%，计提的跌价准备主要来自库存商品（产成品，3.97亿元）和土地一级开发成本（1.94亿元）。

2017—2019年，京投公司其他流动资产连续增长，年均复合增长67.99%，主要为理财产品、委托贷款和委托投资。截至2019年底，京投公司其他流动资产221.48亿元，较年初增长23.73%，主要系理财产品和委托贷款及委托投资增加所致。

非流动资产

2017—2019年，京投公司非流动资产逐年增长，年均复合增长13.61%。截至2019年底，京投公司非流动资产5,075.18亿元，较年初增长11.79%，主要系可供出售金融资产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8.77%）、固定资产（占29.02%）和在建工程（占54.58%）构成。

2017—2019年，京投公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长19.28%，主要为可供出售权益工具，且以成本模式计量为主。截至2019年底，京投公司可供出售金融资产445.05亿元，较年初增长18.75%，其中主要投资标的包括北京银行（601169.SH）、中国再保险（01508.HK）、中国通号（03969.HK）、中化国际（600500.SH）等。

2017—2019年，京投公司固定资产变动不大。截至2019年底，京投公司固定资产1,472.89亿元，较年初增长0.26%。固定资产主要由房屋及建筑物（占79.62%）和机器设备（占18.38%）构成，累计计提折旧35.67亿元，计提减值准备1.02亿元；固定资产成新率97.57%，成新率97.57%，成新率很高。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。

2017—2019年，京投公司在建工程逐年增长，年均复合增长18.04%，主要为在建的地铁工程。截至2019年底，京投公司在建工程2,770.20亿元，较年初增长16.43%，主要在建项目有6号线、7号线、8号线、14号线、16号线、9号线、昌平线、北京新机场高速路、15号线和门头沟线等。

截至2019年底，京投公司受限资产合计473.21亿元，占期末资产总额的7.62%，受限比例很低。受限资产主要为固定资产（297.20亿元）、在建工程（占110.35亿元）和存货（63.32亿元），主要为京投发展抵押借款产生。

截至2020年3月底，京投公司合并资产总额6,550.62亿元，较年初增长5.46%，资产总额和资产结构较年初变动不大。截至2020年3月底，京投公司货币资金178.73亿元，较年初增长20.10%，主要系净融资规模较大所致。

（3）负债及所有者权益

负债

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，债务结构合理，债务负担较重。

2017—2019年，京投公司负债总额连续增长，年均复合增长15.44%，系流动负债和非流动负债共同增长所致。截至2019年底，京投公司负债总额3,880.07亿元，较年初增长10.56%，其中流动负债占14.07%，非流动负债占85.93%，负债以非流动负债为主。

2017—2019年，京投公司流动负债波动增长，年均复合增长13.63%，主要系一年内到期的非流动负债波动所致。截至2019年底，京投公司流动负债546.10亿元，较年初下降12.30%。京投公司流动负债占比小，本报告重点分析非流动负债。

2017—2019年，京投公司非流动负债逐年增长，年均复合增长15.74%。截至2019年底，京投公司非流动负债3,333.96亿元，较年初增长15.50%，主要系长期借款和长期应付款增长较快所致。京投公司非流动负债主要由长期借款（占65.79%）、应付债券（占12.73%）、长期应付款（占14.52%）和递延收益（占6.45%）构成。

随地铁线路投资建设进度推进，2017—2019年，京投公司长期借款逐年增长，年均复合增长13.18%。截至2019年底，京投公司长期借款2,193.27亿元，较年初增长13.55%；长期借款主要由信用借款（占95.61%）和保证借款（占4.26%）构成，信用借款占比很高，京投公司间接融资能力很强。

2017—2019年，京投公司应付债券逐年增长，年均复合增长22.52%。截至2019年底，京投公司应付债券424.30亿元，较年初增长17.69%，主要系新发行各类债券所致。2019年，京投公司共发行135.00亿元公司债券、25.00亿元中期票据、3.00亿美元债和10.00亿元人民币债，期限以3年和5年为主。

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。2017—2019年，京投公司长期应付款逐年增长，年均复合增长36.46%。截至2019年底，京投公司长期应付款484.11亿元，较年初增长52.13%，主要系投资规模大后债务融资规模增加所致。本报告已将长期应付款中有息部分纳入到长期债务进行核算。

2017—2019年，京投公司递延收益波动增长，年均复合增长0.25%。截至2019年底，京投公司递延收益214.97亿元，较年初下降17.30%，主要系轨道交通建设专项资金本年转入实收资本或支付下属公司运营补贴所致。

2017—2019年，京投公司全部债务逐年增长，年均复合增长17.28%。截至2019年底，京投公司全部债务3,401.69亿元，较年初增长12.15%，主要系长期借款规模增长所致；其中短期债务占8.92%，长期债务占91.08%，以长期债务为主，债务结构合理。截至2019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62.46%、59.33%和57.06%，较年初分别下降0.38个百分点、下降0.05个百分点和上升1.36个百分点。京投公司债务负担较重。

如将永续债调入长期债务，截至2019年底，京投公司全部债务增至3,561.69亿元；其中短期债务303.28亿元（占8.52%），长期债务3,258.41亿元（占91.48%）。截至2019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65.04%、62.12%和60.01%，较调整前分别上升2.58个百分点、2.79个百分点和2.95个百分点。

截至2020年3月底，京投公司负债总额4,213.28亿元，较年初增长8.59%，主要系长期借款增长所致。截至2020年3月底，京投公司长期借款2,320.31亿元，较年初增长5.79%。

所有者权益

近年来实收资本持续较快增长，资本实力不断增强。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。

2017—2019年，京投公司所有者权益逐年增长，年均复合增长10.25%，主要系实收资本增加和发行永续债所致。截至2019年底，京投公司所有者权益为2,331.58亿元，较年初增长12.39%。其中，归属于母公司所有者权益占比为88.92%，少数股东权益占比为11.08%。归属于母公司所有者权益2,073.25亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占79.20%、7.72%、7.36%、0.02%和4.91%。所有者权益结构稳定性较好。

截至2020年3月底，京投公司所有者权益为2,337.35亿元，较年初增长0.25%，所有者权益规模和结构较年初变动不大。

(4) 盈利能力

京投公司净利润逐年增长，但受房地产结转规模下降影响，2019年京投公司收入有所下降。京投公司利润来源主要依靠投资收益及运营补贴，整体盈利能力有待提升。

2017—2019年，京投公司营业收入分别为167.92亿元、189.08亿元和159.25亿元，波动下降，年均复合下降2.62%，其中2019年营业收入较上年减少15.78%，主要系房地产结转规模下降所致。2017—2019年，京投公司净利润分别为20.22亿元、26.03亿元、31.81亿元，逐年增长，年均复合增长25.43%，2019年净利润较上年增长22.24%，主要系运营亏损补贴和投资收益增长所致。

2017—2019年，京投公司费用总额连续增长，年均复合增长32.14%。2019年，京投公司期间费用总额为39.14亿元，较上年增长57.58%，主要系财务费用增长所致。从构成看，京投公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为7.88%、47.95%、5.05%和39.12%，以管理费用和财务费用为主。2019年，京投公司销售费用为3.09亿元，较上年增长58.14%，主要系广告费用和职工薪酬增长所致；管理费用为18.76亿元，较上年增长9.60%，主要系业务规模扩大后工资薪酬增长所致；研发费用为1.98亿元，研发费用规模小；财务费用为15.31亿元，较上年增长217.92%，主要系对外投资规模增加后费用化利息费用增长所致。2019年，京投公司费用收入比为24.57%，较上年上升11.44个百分点，京投公司费用控制能力变弱。

从利润构成看，2017—2019年，京投公司投资收益分别为11.88亿元、12.31亿元和34.40亿元，分别占当期营业利润的44.72%、37.61%和92.16%，投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益。2017—2019年，京投公司其他收益分别为32.22亿元、47.85亿元和63.03亿元，分别占当期营业利润121.33%、146.16%和168.87%，主要为运营亏损补贴。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，2017—2019年，京投公司营业利润率分别为6.23%、-1.26%和-8.49%，呈下降态势。2017—2019年，京投公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均逐年增长，其中总资本收益率分别为0.65%、0.72%和0.97%，总资产报酬率分别为0.73%、0.79%和0.98%，净资产收益率分别为1.15%、1.30%和1.44%。京投公司盈利能力较弱。

2020年1—3月，京投公司实现营业收入24.31亿元，较上年同期下降43.77%；净利润6.87亿元，较上年同期下降8.61%。

(5) 现金流

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；受近三年轨道交通投资及其他股权投资支出始终较高影响，投资活动近三年持续大幅净流出；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，鉴于后续资本支出需求较大，未来筹资需求仍较高。

从经营活动来看，2017—2019年，京投公司经营活动现金流入分别为270.63亿元、264.10亿元和341.26亿元，波动增长，年均复合增长12.30%，其中2019年经营活动现金流入较上年增长29.22%，主要系新增土地储备所致。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，2017—2019年，京投公司经营活动现金流出分别为375.69亿元、318.96亿元和504.71亿元，波动增长，年均复合增长15.91%。2017—2019年，京投公司经营活动现金净额分别为-105.07亿元、-54.86亿元和-163.44亿元，持续净流出。2017—2019年，京投公司现金收入比分别为127.75%、114.84%和154.89%，波动上升，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2017—2019年，京投公司投资活动现金流入分别为771.19亿元、929.91亿元和908.48亿元，波动增长，年均复合增长8.54%。2017—2019年，京投公司投资活动现金流出分别为1,190.89亿元、1,619.78亿元和1,379.57亿元，波动增长，年均复合增长7.63%，主要为购建固定资产付现以及投资支付（购买理财产品、可供出售金融资产、长期股权投资等支付）的现金。2017—2019年，京投公司投资活动现金净额分别为-419.70亿元、-689.87亿元和-471.09亿元，持续为净流出。

从筹资活动来看，随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，京投公司融资规模逐年扩大，2017—2019年，京投公司筹资活动现金流入分别为962.04亿元、1,212.17亿元和1,277.10亿元，逐年增长，年均复合增长15.22%。2017—2019年，京投公司筹资活动现金流出分别为465.04亿元、482.15亿元和732.20亿元，逐年增长，年均复合增长25.48%。2017—2019年，京投公司筹资活动现金净额分别为497.00亿元、730.02亿元和544.90亿元，波动增长，年均复合增长4.71%，持续变现为净流入状态。

2020年1—3月，京投公司经营活动现金净流出14.87亿元，投资活动现金净流出282.13亿元，筹资活动现金净流入325.75亿元。

（6）偿债能力

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。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，京投公司流动比率和速动比率均波动下降，其中流动比率分别为2.12倍、1.68倍和2.08倍，速动比率分别为1.16倍、0.99倍和1.01倍。京投公司流动资产对流动负债的保障程度较好。2017—2019年，京投公司现金短期债务比分别为1.14倍、0.58倍和0.50倍，逐年下降，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，京投公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，京投公司EBITDA分别为35.37亿元、43.33亿元和60.54亿元，逐年增长，其中2018年增长主要系利润总额增长所致，2019年增长主要系财务费用增长所致。从构成看，2019年，京投公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占34.15%）和利润总额（占61.37%）构成。2017—2019年，京投公司EBITDA利息倍数分别为1.14倍、1.04倍和0.88倍，逐年下降，EBITDA对利息的覆盖程度一般。2017—2019年，京投公司EBITDA全部债务比分别为0.01倍、0.01倍和0.02倍，波动上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，京投公司长期债务偿债能力较弱。

对外担保方面，截至2019年底，京投公司对外担保余额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0.93%，占比较低，或有负债风险基本可控。

未决诉讼方面，截至2019年底，京投公司涉及1项重大未决诉讼。京投公司子公司基石国际融资租赁有限公司（以下简称“基石租赁”）与共同承租人青海省投资集团有限公司和青海桥头铝电股份有限公司发生融资租赁合同纠纷，基石租赁作为原告已向北京市第一中级人民法院提起诉讼，案件已受理。案件涉案金额1.51亿元，规模较小，对京投公司影响一般。

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年底，京投公司获取的综合授信额度合计3,175.32亿元，尚未使用授信额度为1,022.80亿元，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2月19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。

4. 担保效果分析

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。本期债券发行规模占其资产比重极低，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有显著的积极影响。

从本期公司债券的担保能力看，以2020年3月底财务数据测算，本期债券发行额度占京投公司资产总额及所有者权益的比重分别为0.32%和0.86%，整体占比小，京投公司资产和权益对本期债券的保护程度很高。

十、综合评价

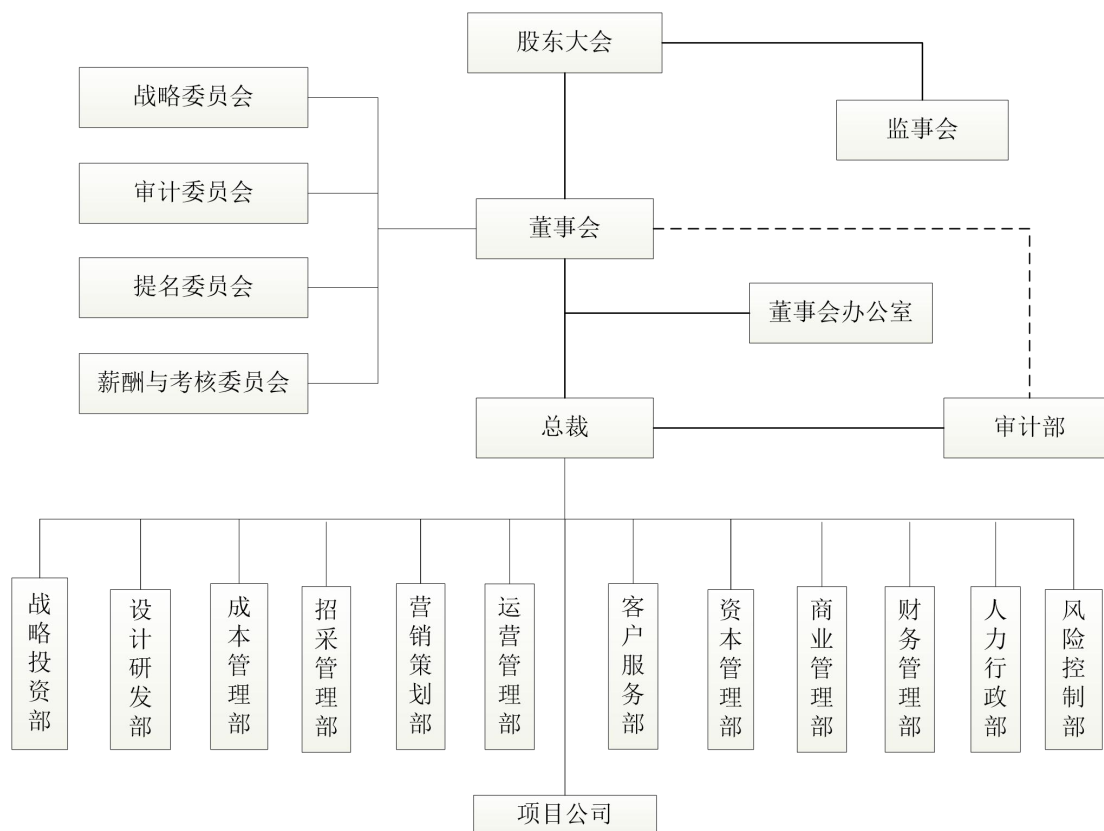
公司作为一家以北京轨道交通物业为专业特色的房地产上市公司，土地储备区域市场空间大，项目交通便利，轨道上盖项目开发专业程度高。公司控股股东京投公司主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，公司依托股东能够在京内区域获取质量优良的地铁上盖土地储备、依托技术优势能够进行京外区域土地拓展，且股东为公司地产开发业务提供较大力度的资金支持。同时，联合评级也关注到房地产行业政策调控、公司土地储备获取不确定性较大以及债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

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。

本期债券由公司控股股东京投公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。京投公司作为大型国有企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对本期债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 京投发展股份有限公司 组织架构图



附件 2 京投发展股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	278.63	319.78	461.93
所有者权益（亿元）	42.52	46.97	41.36
短期债务（亿元）	73.12	35.14	108.18
长期债务（亿元）	96.58	173.92	209.14
全部债务（亿元）	169.69	209.06	317.31
营业收入（亿元）	62.17	79.75	43.28
净利润（亿元）	9.47	9.10	4.60
EBITDA（亿元）	17.15	16.69	11.20
经营性净现金流（亿元）	-1.87	1.47	-72.42
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
总资产收益率（%）	6.47	5.45	2.85
总资产报酬率（%）	5.98	5.49	2.79
净资产收益率（%）	24.52	20.33	10.42
营业利润率（%）	29.90	20.87	28.68
费用收入比（%）	6.49	5.86	13.74
资产负债率（%）	84.74	85.31	91.05
全部债务资本化比率（%）	79.97	81.65	88.47
长期债务资本化比率（%）	69.43	78.73	83.49
EBITDA 利息倍数（倍）	1.32	1.09	0.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.08	0.04
流动比率（倍）	1.66	2.77	1.79
速动比率（倍）	0.17	0.55	0.17
现金短期债务比（倍）	0.15	1.12	0.20
经营现金流动负债比率（%）	-1.35	1.54	-35.18
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.86	0.83	0.56

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

附件 3 北京市基础设施投资有限公司

主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额（亿元）	4,829.64	5,583.80	6,211.65	6,550.62
所有者权益（亿元）	1,918.06	2,074.49	2,331.58	2,337.35
短期债务（亿元）	218.81	424.91	303.28	--
长期债务（亿元）	2,254.53	2,608.36	3,098.41	--
全部债务（亿元）	2,473.34	3,033.27	3,401.69	--
营业收入（亿元）	167.92	189.08	159.25	24.31
净利润（亿元）	20.22	26.03	31.81	6.87
EBITDA（亿元）	35.37	43.33	60.54	--
经营性净现金流（亿元）	-105.07	-54.86	-163.44	-14.87
应收账款周转率（次）	38.96	17.30	7.24	--
存货周转率（次）	0.41	0.43	0.33	--
总资产周转率（次）	0.04	0.04	0.03	--
现金收入比率（%）	127.75	114.84	154.89	136.43
总资本收益率（%）	0.65	0.72	0.97	--
总资产报酬率（%）	0.73	0.79	0.98	0.45
净资产收益率（%）	1.15	1.30	1.44	1.18
营业利润率（%）	6.23	-1.26	-8.49	-35.83
费用收入比（%）	13.35	13.13	24.57	29.39
资产负债率（%）	60.29	62.85	62.46	64.32
全部债务资本化比率（%）	56.32	59.39	59.33	--
长期债务资本化比率（%）	54.03	55.70	57.06	--
EBITDA 利息倍数（倍）	1.14	1.04	0.88	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.01	0.01	0.02	--
流动比率（倍）	2.12	1.68	2.08	2.36
速动比率（倍）	1.16	0.99	1.01	1.30
现金短期债务比（倍）	1.14	0.58	0.50	0.88
经营现金流动负债比率（%）	-24.84	-8.81	-29.93	-2.64

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. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未经年化。4. 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

附件 4 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= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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-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+勘探费用) / 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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券发行额度
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 / 本期债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券发行额度

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 5 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。

联合信用评级有限公司关于 京投发展股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向专业投资者）（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年京投发展股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

京投发展股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。京投发展股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注京投发展股份有限公司的相关状况，如发现京投发展股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如京投发展股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至京投发展股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送京投发展股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇二〇年五月十五日

