跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]1460 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持北京住总集团有限责任公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“10京住总债”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

北京住总集团有限责任公司公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
10 京住总债	8 亿元	2010/11/23-2017/11/23	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 21 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	63.94	60.97	62.00	78.31
资产总额(亿元)	372.23	468.76	512.72	541.19
所有者权益(亿元)	56.26	69.06	82.38	83.11
短期债务(亿元)	65.97	121.06	116.48	103.54
全部债务(亿元)	187.57	256.97	265.18	283.32
营业收入(亿元)	182.30	205.91	217.10	51.32
利润总额(亿元)	3.66	4.30	4.89	0.96
EBITDA(亿元)	12.70	19.00	18.72	--
经营性净现金流(亿元)	-9.64	-63.06	21.99	2.52
营业利润率(%)	12.41	11.62	10.94	7.93
净资产收益率(%)	4.88	3.64	4.01	--
资产负债率(%)	84.89	85.27	83.93	84.64
全部债务资本化比率(%)	76.93	78.82	76.30	77.32
流动比率(%)	169.07	159.20	161.45	184.87
全部债务/EBITDA(倍)	14.77	13.53	14.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.12	0.96	0.98	--
经营现金流动负债比(%)	-5.02	-24.18	7.90	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；长期应付款中融资租赁款调整至长期债务核算；公司将 2015 年 9 月发行的 10 亿元“15 京住总 MTN001”计入所有者权益；2016 年一季度应付债券中一年内到期的存续债券调整至短期债务核算。

分析师

刘秀秀　王兴萍
lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

北京住总集团有限责任公司（以下简称“公司”）是北京市大型建筑施工企业和房地产开发企业。跟踪期内，公司营业收入持续增长，其中，生产性服务板块增幅较大，公司建安工程新签合同规模较为充足，商品房开发业务销售均价不断提升、销售回款情况较好，经营活动净现金流由负转正。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司跟踪期内保障房投资规模回落较大、实际债务负担进一步加重、存在一定的短期支付压力等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

北京市经济发达，持续进行的大规模基础设施建设尤其是轨道交通建设为公司的建筑业务提供了良好的外部发展环境；公司建安业务新签合同量具备一定规模，在建商品房项目较多，未来可实现持续收入，公司整体业务发展仍具备良好空间。

北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）为“10 京住总债”提供全额不可撤销的连带责任保证担保。京投公司担保实力强，有效提升“10 京住总债”本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“10京住总债”的信用等级为AAA。

优势

1. 北京市经济发达，基础设施投资中轨道交通建设规模较大，公司在北京市建筑市场知名度较高，发展前景良好。
2. 跟踪期内，公司建安工程新签合同规模持续增长，商品房开发业务销售均价不断提升、销售回款情况较好，为公司未来收入增长及盈利能力增强提供了支撑。

3. 京投公司为“10 京住总债”提供全额不可撤销的连带责任保证担保，有效提升了其本息偿付的安全性。
4. 公司经营活动现金流入量对“10 京住总债”的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司保障房开发投资规模显著下滑，或对未来年度保障房板块收入的实现带来一定负面影响。
2. 伴随建筑施工和房地产项目资金的持续投入，公司资金需求压力仍较大，有息债务规模不断上升，实际债务负担进一步加重，面临一定短期支付压力。
3. 公司建筑施工业务垫资较大，应收款项不断增长，对资金形成较大占用，且坏账计提比例较低。
4. 公司存货规模大，房地产开发业务仍主要集中于北京、天津等地，近年来，土地储备获得成本提高、取得难度加大，对公司未来经营形成一定挑战。

信用评级报告声明

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

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京住总集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京住总集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

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

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于北京住总集团有限责任公司主体长期信用及存续期内相关债券“10京住总债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

北京住总集团有限责任公司（以下简称“公司”或“住总集团”）前身为由中国建设总公司二局、北京建筑工程总公司及北京房管局于1983年5月成立的北京市住宅建设总公司。1992年11月，公司更名为北京住宅开发建设集团总公司。1995年10月，北京市政府授权公司经营管理所属单位的国有资产。1996年10月，公司改制为国有独资公司，并更名为北京住总集团有限责任公司。经过多次增资和资本公积转增实收资本，截至2016年3月底，公司注册资本12.40亿元，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”）下属国有独资企业。

公司一般经营范围包括：房地产开发经营；可承担各类工业、能源、交通、民用工程建设项目的施工总承包；室内外装饰装潢；建筑技术开发、技术咨询；大型建筑机械、模板、工具租赁；销售建筑材料、金属材料、百货、五金交电化工；房屋修缮管理；承包本行业国外工程和境内外资工程；上述工程所需的设备、材料及零配件出口；自营和代理除国家组织统一联合经营的16种出口商品和国家实行核定公司经营的14种进口商品以外的商品及技术的进出口业务；开展“三来一补”、进料加工业务；经营对销贸易和转口贸易。

截至2016年3月底，公司设市场拓展部、改革发展部、施工管理部、资产管理部、法律事务部、财务部和审计监察部等共11个职能部门和工程总承包部、海外部、内部银行以及房地产经营部等7个事业部，拥有纳入合并范围二级子公司26家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额512.72亿元，所有者权益合计72.38亿元（其中少数股东权益36.60亿元）；2015年，公司实现营业收入217.10亿元，利润总额4.89亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额541.19亿元，所有者权益合计83.11亿元（其中少数股东权益36.57亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入51.32亿元，利润总额0.96亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区慧忠里320号；法定代表人：王宝申。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%。具体来看，2015年，中国第一产业增加值6.1万亿元，同比实际增长3.9%，增速较2014年下降0.4个百分点；第二产业增加值27.4万亿元，同比实际增长6.0%，增速较2014年下降1.3个百分点；第三产业增加值34.2万亿元，同比实际增长8.3%，增速较2014年上升0.5个百分点。整体看，2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额14.3万亿元，同比增长7.8%，增幅较2014年下降1.5个百分点，整体上较为平稳；2015年各月社会消费品

零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域环境

公司所属行业为建筑施工行业和房地产开发行业，主要业务涉及住宅建设、市政等基础设施建设，以及商品房、保障性用房开发领域。

1. 区域经济概况

从北京地区情况来看，近年来北京市国民经济持续快速增长，全市综合实力不断提高。根据《北京市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，北京市实现地区生产总值 22968.6 亿元，比上年增长 6.9%。其中，第一产业增加值 140.2 亿元，下降 9.6%；第二产业增加值 4526.4 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 18302 亿元，增长 8.1%。2015 年，北京实现工业增加值 3662.9 亿元，比上年增长 0.9%。其中，规模以上工业增加值增长 1.0%。

伴随着北京市经济稳步发展，其财政实力

进一步增强。2015 年，北京市全市完成一般公共预算收入 4723.9 亿元，比上年同口径增长 12.3%。其中，增值税 716.1 亿元，增长 10.7%；营业税 1186.1 亿元，增长 11.0%；企业所得税和个人所得税分别为 1024.7 亿元和 478.1 亿元，分别增长 11.9%和 24.7%。一般公共预算支出 5751.4 亿元，增长 27.1%。

2015 年，北京市完成全社会固定资产投资 7990.9 亿元，比上年增长 5.7%；分产业看，第一产业投资 111 亿元，下降 32.2%；第二产业投资 677.1 亿元，下降 5.5%；第三产业投资 7202.8 亿元，增长 7.8%。全年完成基础设施投资 2174.5 亿元，增长 7.7%；从投向上看，交通运输投资 827 亿元，所占比重为 38.0%；公共服务业投资 494.4 亿元，所占比重为 22.7%。全年新开工、筹集各类保障性住房 10.8 万套，竣工 8.2 万套，公开配租配售 7.8 万户。全年完成房地产开发投资 4226.3 亿元，比上年增长 8.1%；其中，住宅投资 1962.7 亿元，与上年持平；写字楼投资 906.6 亿元，增长 20.8%；商业、非公益用房及其他投资 1357 亿元，增长 13.2%。

2015 年，北京市全市具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业完成建筑业总产值 8436.7 亿元，比上年增长 2.8%。其中，在本市完成 2699.1 亿元，下降 6.8%；在外埠完成 5737.6 亿元，增长 8.0%。2015 年新签合同额 10790.5 亿元，增长 3.3%。

2. 建筑行业分析

（1）建筑行业发展概况

建筑行业与固定资产投资密切相关，2010 年以来，在国家宏观经济调控背景下，固定资产投资增速持续放缓，相应建筑业增速有所下降，但在国家保障房、水利建设、铁路投资等基础设施建设投资的支持下，建筑业增加值保持持续增长态势。2015 年，全社会建筑业增加值 46456 亿元，比上年增长 6.8%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润 6508 亿元，同比增长 1.6%，其中国有及国有控股企业 1676 亿元，同比增长 6.0%。

图 1　2011~2015 年中国建筑业增加值及其增长速度

（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2013 年以来，由于受外围经济持续疲软，房地产调控基调从紧，以及政府路桥、铁路等基建投资持续下降影响，全国固定资产投资增速持续放缓。2015 年全社会固定资产投资 562000 亿元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素，实际增长 11.8%，固定资产投资增长较快。

2015 年，全国固定资产投资（不含农户）562000 亿元，同比名义增长 9.8%。分产业看，第一产业投资 15561 亿元，比上年增长 31.8%；第二产业投资 224090 亿元，增长 8.0%；第三产业投资 311939 亿元，增长 10.6%，其中基础设施投资 101271 亿元，增长 17.2%，占固定资产投资（不含农户）的比重为 18.4%。2016 年 1~3 月，全国固定资产投资（不含农户）85843 亿元，同比名义增长 10.7%。

2015 年房地产行业有所回暖，全年全国房地产开发投资 95979 亿元，比上年名义增长 1.0%，其中住宅投资增长 0.4%。房屋新开工面积 154454 万平方米，比上年下降 14.0%，其中住宅新开工面积下降 14.6%。全国商品房销售面积 128495 万平方米，比上年增长 6.5%，其中住宅销售面积增长 6.9%。全国商品房销售额 87281 亿元，比上年增长 14.4%，其中住宅销售额增长 16.6%。2016 年 1~3 月，全国房地产开发投资 17677 亿元，同比名义增长 6.2%。2016 年 1~3 月，房地产开发企业房屋施工面积 617975 万平方米，同比增长 5.8%，商品房销售面积 24299 万平方米，同比增长 33.1%。

考虑到基础设施投资规模持续增长，以及房地产行业有所回暖等因素，建筑业发展环境仍较好。

（2）建筑行业政策及竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，方可在资质许可的范围内从事建筑施工活动，资质等级是建筑企业的重要基础条件。建筑企业资质等级划分为施工总承包、专业承包、劳务分包三个序列。

竞争格局

中国建筑市场存在四类参与者："五大"央企、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

表 1　中国建筑业市场企业竞争格局

企业类型	代表企业	经营状况
五大央企	中国建筑	经过大规模的整合之后进入资本市场，是中国建筑市场的领导者，规模上均达到世界500强的水平，在国际工程承包市场占有一席之地。
	中国铁建	
	中国中铁	
	中国中冶	
	中国交通建设集团	
区域龙头	浦东建设	在所在区域做深做透的同时，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力，获取较好的收益。
	上海建工	
	北京建工	
	其他省属建工企业	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势在设计和工程管理，业务主要在总承包（EPC）、项目管理承包（MPC）层面。
	Skanska 瑞典斯堪斯卡	
其他中小建筑企业	--	成为专业的劳务分包企业，依靠中国巨大的廉价劳动力资源，故能够长久持续生存。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，加之 EPC、BT、BOT 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。

（3）建筑行业风险关注

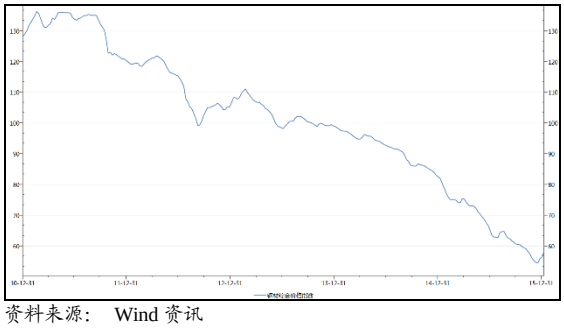
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育上不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

原材料价格波动对成本影响大

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。近年来，钢材和水泥价格波动下降，有利于建筑企业的成本控制。

图 2　近年钢材综合价格指数



资料来源：　Wind 资讯

2011 年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012 年 3 月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从 2012 年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入 2013 年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但 2013 年 3 月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于 2013 年 7~9 月小幅冲高后，持续下行。2014 年至 2015 年 12 月底，钢材价格延续了震荡走低的态势。2016 年全国钢材价格受基建和工业需求有所回升而出现大幅

度上涨，整体价格累计涨幅已经超过 30%。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机后的最低水平，整体表现出较好的抗跌性，四季度在华东和中南等地水泥价格的强势拉抬之下，全国水泥均价持续上行至全年最高价，接近 2009 年末水平；四季度水泥在中国主要消费地区价格上涨是水泥企业 2013 年获利的关键。进入 2014 年后，受到各地房地产等新增项目开工增量不足、农忙时节和雨水等因素的影响，各地水泥价格在波动中呈总体下行趋势；月度走势表现为前高后低形态，与 2013 年走势相反，与 2012 年走势相近。根据数字水泥网监测的高标号水泥市场价格来看，前 8 个月从 380 元/吨的高位持续下降至 8 月底最低位的 325 元/吨，四季度虽然季节性表现出反弹行情，但反弹力度明显弱且 12 月份又有向下回调。2015 年 1~6 月，煤炭价格的大幅下滑，未能给水泥行业带来良好的盈利能力，在产能过剩和需求大幅下滑的形势下，水泥价格快速下行，下半年，中国水泥价格指数逐月不断下降，2015 年底降至 79.25；同期，全国水泥均价降至 266.60 元/吨，同比下降 18.91%。2016 年 1~2 月，全国水泥市场价格仍然低迷并呈下行走势，3 月有所反弹，但截至 2016 年 3 月底，全国整体价格仍较年初低 0.43%。

流动资金压力大

建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

（4）建筑行业发展趋势

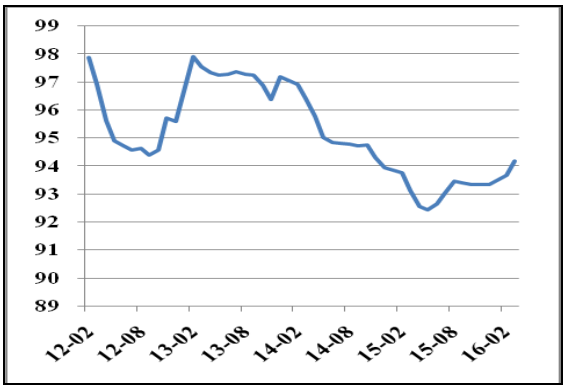
联合资信认为，短期内，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

3. 房地产行业分析

（1）房地产行业概况

进入 2015 年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

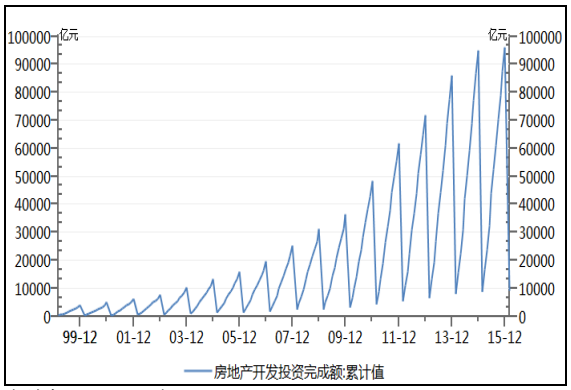
图 3　2012 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

房地产投资：2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。

图 4　房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房屋开工/竣工面积：2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其

中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1～2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增加 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1～2 年，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

（2）房地产供求与信贷环境

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。2014 年 11 月，《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2～4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

（3）政策环境

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息

降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

（4）行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015 年底，全国商品房待售面积 71853 万平方米，比 11 月末增加 2217 万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015 年三季度，按 Wind 资讯整体法计算的房地产板块资产负债率为 77.93%，较 2014 年底提高了 3.18 个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（5）行业发展

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，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。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，房企通过银行贷款、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。地产呈现金融化趋势。

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。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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。

4. 保障房行业分析

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用住房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009 年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不可替代的作用。

国家各部门对保障性住房多次出具相关政策。根据财政部综合司发布的《2015 年各级财政支持保障性安居工程建设情况》，各级财政实际支出继续增加，2015 年各级财政用于保障性安居工程建设共支出 4881.01 亿元，同比增长 11.3%，分资金使用情况看，各类棚户区改造支出 1582.04 亿元，增长 46.8%，占 32.4%；公共租赁住房（含原廉租住房，下同）支出 1442.51 亿元，下降 13.2%（主要原因是公共租赁任务量下降），占 29.6%；农村危房改造支出 528.43 亿元，增长 40.6%，占 10.8%；保障性住房租金补贴支出 52.52 亿元，增长 3%，占 1.1%；其他支出（主要用于配套设施建设）1275.51 亿元，增长 4.6%，占 26.1%。同时，中央财政补助力度进一步加大。2015 年，中央财政一般公共预算安排用于保障性安居工程的补助资金达 2548.31 亿元，比上年增加 326.1 亿元，增长 14.7%。分项目情况看，中央一般公共预算补助资金重点向各类棚户区改造倾斜，补助各类棚户区改造及配套基础设施建设 1464 亿元，占城镇保障性安居工程中央补助资金的 67.2%。此外，中央国有资本经营预算安排用于困难中央企业，特别是独立工矿区、三线地区和资源枯竭城市棚户区改造配套设施建设补助资金 20.72 亿元，支持 31 家中央企业 10.36 万户棚户区住房改造。此外，财政部积极落实税费优惠政策，一是减免税收，对经济适用住房、公共租赁住房建设运营管理以及各类棚户区改造，减免城镇土地使用税、印花税、土地增值税、契税等相关税收。对企业按规定用于工矿、林区、垦区棚户区改造的支出，准予在企业计算所得税前扣除。二是免收各项收费基金，对建设经济适用住房、公共租赁住

房以及各类棚户区改造等，免收各项行政事业性收费和政府性基金。三是免收土地出让收入，对棚户区改造中的安置住房、经济适用住房以及面向经济适用住房对象供应的公共租赁住房建设用地，实行行政划拨方式供应，除依法支付土地补偿费、拆迁补偿费外，一律免缴土地出让收入。

财政部对保障房的创新支持方式包括：一是开展公共租赁住房 PPP 试点。2015 年，财政部会同有关部门印发《关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知》（财综〔2015〕15 号），吸引社会资本参与公共租赁住房建设、运营和管理，部署各地抓紧组织开展运用 PPP 推进公共租赁住房项目试点工作。截至目前，新疆、宁夏、四川、贵州等 16 个省份已经部署开展试点工作，试点项目 78 个。二是推进政府购买棚改服务。2015 年，财政部印发《关于做好城市棚户区改造相关工作的通知》（财综〔2015〕57 号），要求地方各级财政部门积极稳妥做好棚户区改造政府购买服务工作，多渠道筹集棚户区改造资金，尽快制定政府购买棚改服务办法，并将政府购买棚改服务资金纳入年度财政预算管理。河北、江苏、安徽、广东、贵州、青海、湖南等省制定了政府购买棚改服务办法。吉林省吉林市、广东省广州市使用国开行棚改贷款，积极开展政府购买棚改服务试点，取得明显成效。截至 2015 年底，国开行对各地政府购买棚改服务项目授信 3023 亿元。三是实施棚改货币化安置。2015 年，针对房地产库存增加的情况，调整棚改安置方式，积极推行棚改货币化安置，全年货币化安置 180 万套，占当年新开工量的 29.9%。

2015 年 6 月，国务院印发《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》（国发[2010]87 号），意见提出，按照推进以人为核心的新型城镇化部署，实施三年计划，2015~2017 年改造包括城市危房、城中村在内的各类棚户区住房 1800 万套（其中 2015 年 580 万套），农村危房 1060 万户（其中 2015 年 432 万户），加大棚改配套基础设施建设力度，使城市基础设施更加完备，布局合理，运行安全，服务便捷。

由于近年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策，北京推出自住型住房等限价房，以满足居民安居需求。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

2015 年，北京市保障性安居工程用地实际完成供应 495 公顷，超额完成任务。2016 年，北京市计划建设筹集各类保障房 5 万套，其中棚户区改造安置房 4.4 万套，其他类保障性住房（含公共租赁房、自住型商品住房）0.6 万套。2015~2017 年，北京力争改造包括城市危房、老旧小区在内的各类棚户区住房 12.7 万户、农村危房 2600 户；根据《北京市 2016 年棚户区改造和环境政治任务》（京政办发[2016]6 号）的通知，2016 年北京市将完成 3.5 万户棚改，其中，中心城区共 3 万户，112 个项目；郊区怀柔共 5000 户，27 个项目。

综上所述，中国尤其是北京市的保障性住房建设行业未来仍存在较大的发展空间和较好的发展机遇。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是北京市国资委下属国有独资企业，北京市国资委持有公司100%股权，为公司的实际控制人。

2. 企业规模

公司主要从事建筑施工和房地产开发，是目前北京市四家大型城市建设企业之一，开发资质齐全。在建筑施工领域，公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质，建筑装修装饰工程专业承包一级、机电设备安装工程专业承包一级、

钢结构工程专业承包一级和地基与基础工程专业承包一级资质。

公司具有丰富的建筑施工经验，曾参与人民大会堂、毛主席纪念堂、中国海关总署大楼、亚运村场馆、奥运会曲棍球场、射箭场场馆、首都国际机场综合业务楼、北京地铁10号线、4号线等多项大型重点项目的施工。同时公司先后在30多个国家承接了近百项工程，连续多年入选“全球最大225家国际承包商”。

公司通过了国际质量体系、环境体系和职业健康安全体系的QHSE“三标一体”管理体系的国际、国家双重认证，成为国内为数不多的完成“三标一体”认证的大型企业之一。

公司同时拥有从项目设计、开发、施工、物业管理一套完整的产业链条，在建筑施工行业内具有较强的综合实力。

公司作为北京市国资委直属的国有独资企业，拥有完备的住宅建设开发产业链条，丰富的建设管理经验，在业界享有良好口碑，在参与北京市保障性住房及城市基础设施项目的建设中，可以得到北京市政府高度重视和多方面的大力支持，使公司在激烈竞争的北京市场占有重要的地位。公司在承建北京市保障性住房和基础设施建设任务时，获得政府在项目资源、税收优惠、收益返还等多方面的支持。对于一些重大项目，政府还通过以绿色通道审批、减免土地出让金、减免基础设施建设费等方式给与支持。目前公司已成为北京市大型保障性住房建设主体之一，保障性住房建设成为公司的重要业务。

3. 人员素质

2015 年 4 月，根据北京市国资委《关于张贵林同志免职的通知》，张贵林同志不再担任公司董事长、委员会书记职务。公司新任董事长、总经理王宝申先生，1957 年出生，硕士学历，高级工程师；2000 年 4 月荣获“全国劳动模范”称号。王宝申先生曾任北京市住宅三公司副经理，北京市住宅六公司经理、董事长，北京住总第六公司党委书记、董事长；现任公司党委书记、董事长兼总经理。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理体制方面无重大变动。2015 年以来，公司进一步梳理内部管理制度，包括《北京住总集团外汇管理办法》、《发展战略规划管理办法》和《房地产品牌管理业务管理办法》等，使公司管理制度更加完善。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入保持增长，2015年实现主营业务收入215.71亿元，同比增长5.41%，其中，建筑施工、房地产开发业务和生产性服务三大板块收入均较2014年有所增长；且生产性服务业占主营业务收入比重上升为27.09%。公司其他业务收入为商品混凝土免增值税收入、出租咨询费收入等，2015年其他业务收入合计1.38亿元，较上年增长7.90%。

从毛利率来看，2015年公司主营业务综合毛利率同比持平，为14.31%，分板块来看，建筑施工业务毛利率小幅下降（其中市政工程毛利率相对较高，而房建业务毛利相对较低），由于盈利能力较强的商品房开发收入占比提高带动公司房地产开发板块毛利率小幅提升至27.50%；同期，生产线服务业板块毛利率增至5.76%。

2016年1~3月，公司实现主营业务收入50.98亿元，与上年同期相比增长9.00%，综合毛利率为9.38%，同比下降5.73个百分点，主要由于毛利率较高的房地产开发业务板块当期结转收入较少，占比下降所致。

总体看，跟踪期内，公司各板块业务收入相对稳定，收入结构变化不大。

表 2　公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
建筑施工	100.04	48.89	13.25	103.88	48.16	12.33	21.37	41.91	10.09
房地产开发	53.37	26.08	25.02	53.41	24.76	27.50	3.88	7.61	36.40
生产性服务	51.22	25.03	4.83	58.43	27.09	5.76	25.73	50.48	4.73
合计	**204.63**	**100.00**	**14.21**	**215.71**	**100.00**	**14.31**	**50.98**	**100.00**	**9.38**

资料来源：公司提供

建安与市政施工

公司拥有房屋建筑工程施工总承包特级资质、建筑装修装饰工程专业承包一级、机电设备安装工程专业承包一级、钢结构工程专业承包一级和地基与基础工程专业承包一级资质等。建筑施工为公司的主要业务。公司成立之初，根据北京市专业施工规划，以北京市的住宅建设、维修为主要业务。2015年，公司建筑施工业务全年实现营业收入103.88亿元，同比增长3.84%，增幅较小。

目前，公司在建的建安工程主要分布于北京、天津等地，截至2016年3月底，公司主要在建建安工程主要包括广华新城居住区617地块建设项目、丰台区高立庄西城区旧城保护定向安置房项目三期工程和朝阳区百子湾保障房项目公租房地块第一标段等，主要在建建安工程合同总金额为64.80亿元，累计施工产值26.23亿元，以北京地区为主。

表3　截至2016年3月底公司主要在建建安工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	业主单位	合同金额	累计施工产值	所在区域
1	首都医科大学附属北京天坛医院迁建工程	首都医科大学附属北京天坛医院	4.70	1.86	北京市丰台区
2	广华新城居住区 617 地块建设项目	中央国家机关公务员住宅建设服务中心	9.10	9.10	北京市朝阳区
3	门头沟区采空棚户区改造城子 D 地块定向安置房项目（1 标段）	北京市门头沟采空棚户区改造建设中心	6.60	0.50	北京市门头沟区
4	温哥华时代广场工程	郑州枫华商业管理有限公司	8.00	5.40	河南省郑州市
5	朝阳区百子湾保障房项目公租房地块第一标段	北京市保障性住房建设投资中心	8.90	0.07	北京市朝阳区
6	丰台区高立庄西城区旧城保护定向安置房项目三期工程	北京广安融达置业有限公司	11.00	1.90	北京市门头沟区
7	北京市档案馆新馆	北京市档案局	5.90	2.90	北京市朝阳区
8	北京银行顺义科技研发中心	北京银行股份有限公司	6.00	1.80	北京市朝阳区
9	大光明商城	天津京城投资开发有限公司	4.60	2.70	天津市武清区
合计			**64.80**	**26.23**	**--**

资料来源：公司提供

市政工程领域，公司拥有市政施工一级资质，公司下属的北京住总市政工程有限责任公司主营地铁盾构施工，拥有多台先进的盾构机，承接了北京地铁10号线、4号线、北京地铁大兴线的多个标段，并成功进入了西安、贵阳的地铁建设市场。截至2016年3月底，公司主要在建市政工程项目主要为北京地铁6号线西延工程土建施工03合同段、北京地铁16号线工程土建施工05合同段和天津地铁1号线东延至国家会展中心项目土建施工第5合同段等，主要在建市政工程合同总金额为34.79亿元，截至2016年3月底累计已施工产值21.22亿元；从区域分布来

看，市政工程项目目前主要集中在北京地区，从工程类型来看，大部分施工项目为轨道交通、地铁建设的土建工程，未来随着中国城市轨道交通建设的加快，此部分业务有望获得较好发展。

表4　截至2016年3月底公司主要在建市政工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	业主单位	合同金额	累计施工产值	所在区域
1	北京地铁 14 号线工程土建施工 06 合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	3.10	2.90	北京市丰台区
2	西安市地铁三号线一期工程鱼化寨至保税区段土建施工项目 D3TJSG-12 标段	西安市地下铁道有限责任公司	4.10	3.70	陕西省西安市
3	北京地铁 16 号线工程土建施工 05 合同段	北京城市快轨建设管理有限公司	5.70	4.60	北京市海淀区
4	北京地铁 6 号线西延工程土建施工 03 合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	6.50	3.70	北京市海淀区田村路
5	北京地铁 16 号线二期工程土建施工 04 合同段	北京城市快轨建设管理有限公司	2.20	1.80	北京市海淀区
6	天津地铁 1 号线东延至国家会展中心项目土建施工第 5 合同段	天津市地下铁道集团有限公司	5.80	3.80	天津市津南区
7	贵阳市轨道交通 2 号线一期工程土建施工 6 标段	贵阳市城市轨道交通有限公司	5.10	0.60	贵州省贵阳市
8	翠湖南路道路工程 3#标段工程	北京市公联公路联络线有限责任公司	1.09	0.04	北京市海淀区
9	门头沟采空棚户区市政配套三期工程	北京市门头沟区市政市容管理委员会	1.20	0.08	北京市门头沟区
合计			**34.79**	**21.22**	**--**

资料来源：公司提供

从新签合同额看，公司新签合同金额规模不断增长，2015年为173.16亿元，同比增长14.61%。公司新签较大项目仍主要以安置房、旧村改造、限价房以及地铁土建工程项目为主，公司业务结构保持稳定。总体来看，公司新签合同规模能满足建筑施工业务增长的需要。

表5　公司近年建筑施工新签合同情况（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
建安工程	135.43	150.60	27.07
市政工程	15.65	22.56	0.77
合计	**151.08**	**173.16**	**27.84**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司建筑施工板块业务有所增长，新签合同额较充足，仍以建安工程为主，为公司业务发展提供支撑。

房地产开发

公司下属子公司北京住总房地产开发有限责任公司（以下简称“北京开发”）、北京金第房地产开发有限责任公司（以下简称“北京金第”）和北京祥业房地产有限公司（以下简称“北京祥业”）等是公司房地产业务的经营主体，其中，北京开发和北京金第具有国家一级房地产开发资质，公司房地产开发项目以北京区域为主，从项目类型来看，北京开发主要从事北京市危改小区的住宅开发以及廉租房、经济适用房、两限房等保障性住房的开发等，同时有少量商品房开发；北京金第、北京祥业主要从事商品房的开发。

2015年，公司房地产业务收入53.41亿元，占公司主营业务收入的比重为24.76%，同比小幅下降。公司房地产开发业务包括保障房开发、商品房开发及土地一级开发，2015年，上述三项业务收入占房地产开发业务收入比重分别为17.96%、44.82%和34.15%。

表6　公司房地产开发板块收入构成情况（单位：亿元、%）

业务类型	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
保障房开发	9.62	18.03	2.49	9.59	17.96	11.82
商品房开发	26.10	48.90	39.77	23.94	44.82	40.34
土地一级开发	17.65	33.07	15.52	18.24	34.15	12.77
其他	--	--	--	1.63	3.05	96.26
合计	**53.37**	**100.00**	**25.03**	**53.41**	**100.00**	**27.50**

资料来源：公司提供

保障房开发方面，公司所建保障房一般为经济适用房、双限房、三定三限项目（限定供应对象、定销售价格、定套型面积；限定销售价格、限定套型面积、限定建设标准）、公共租赁房等。经济适用房项目盈利一般为3%，限价房的盈利一般为8%，回迁房项目本身无盈利，以土地出让收入弥补成本支出。资金平衡模式方面，公司保障性住房项目土地主要通过招拍挂和协议方式取得，土地出让金及建设资金主要来源于公司日常经营收入、银行贷款及各类债务融资工具。项目建成后，由北京住房保障办公室（以下简称“住保办”配售部分，公司不具备销售权，由住保办配售，销售收入根据协议规定比例返还公司；其余由公司自售部分，签订销售合同并完成交房后，公司确认销售收入。同时，对项目周边商业地产公司拥有优先开发的权利，以此获得盈利；此外，公司通过租赁型保障房配套的商业性房产或棚户区改造中可出售部份销售获得收入。和商品房相比，保障性住房的建设具有利润低，市场稳定性高，风险可控，现金流有保障等特点。相比于目前商品房市场政策调控力度日益加大的局面，保障性住房市场较为稳定。2015年，公司保障房业务实现收入9.59亿元，同比持平；毛利率较2014年上升9.33个百分点至11.82%，主要系2014年确认收入较多的项目为定向安置房，盈利能力较低，2015年毛利率水平略高的限价商品房和经济适用房收入占比有所提升。

表7　截至2016年3月底公司已完成保障房项目确认收入情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	隶属的国家保障房建设项目	属于的保障房类别	销售对象	实现收入		
					2014年	2015年	2016年1~3月
沙河镇北区居住项目	11.04	昌平区沙河巩华城及北区（立项批号：京发改[2010]963号）	定向安置房	三定三限客户	--	0.40	--
西三旗项目	32.85	瑞旗家园（期房预售证号：京房售证字（2008）限12号）	限价商品住房、廉租房	住保办配售	0.15	0.26	--
常营项目	9.73	宏仁家园（期房预售证号：京房售证字（2011）限18号）	限价商品住房	住保办配售	--	0.43	--
康庄项目	10.41	兴康家园（期房预售证号：京房售证字（2009）限25号）	限价商品住房	住保办配售	--	1.00	--
翠城E区项目	42.60	翠城馨园（期房预售证号：京房售证字（2005）经26号、京	经济适用房	有经济适用房购房指标的客户	--	1.00	--
翠城ABC区项目	14.40		经济适用房	住保办配售	--	1.86	--

翠城D区项目（一期）	6.26	房售证字（2007）经33号、京房售证字（2009）经2号）	经济适用房	住保办配售	2.64	0.35	--
晨光C区定向安置房	8.56	朝阳区十里堡居住定向安置房	定向安置房	三定三限客户	--	--	--
马驹桥两限房	8.61	宏仁家园（期房预售证号：京房售证字（2011）限18号）	限价商品住房	住保办配售	0.31	0.08	--
怀柔杨宋镇公租房	-	怀柔杨宋镇公租房	公租房	公租房配租客户	0.02	--	0.01
东铁营定向安置房项目	11.75	东铁营定向安置房	定向安置房	三定三限客户	6.50	4.22	--
合计	**156.21**	--	--	--	**9.62**	**9.59**	**0.01**

资料来源：公司提供

2015年，公司保障房完成投资额同比下降68.72%至4.17亿元；保障房竣工面积大幅下降至0.93万平方米。2016年一季度，保障房竣工面积有所回升，但投资额仍处于低位，主要系2015年东铁营定向安置房项目已竣工交付，同时，公司无新增保障房项目所致，总体看，公司保障房开发规模回落较大。截至2016年3月底，公司在建的保障房总投资合计12.66亿元，总建筑面积47.10万平方米，已完成投资12.66亿元。

2011年8月18日，朝阳区政府授权北京开发作为黑庄户保障房项目开发建设主体（朝政函字[2011]147号）。黑庄户保障房项目总投资约为46亿元，截至目前，黑庄户项目正处于前期阶段。

表8　公司近年保障房已完成投资建设情况（单位：亿元、万平方米）

项　目	2014年	2015年	2016年1~3月
保障房完成投资	13.33	4.17	0.78
保障房竣工面积	26.48	0.93	2.00

资料来源：公司提供

表9　截至2016年3月底公司在建保障房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目性质	建筑面积	总投资	已完成投资
翠成馨园经济适用房D北区	经济适用房	21.70	6.26	12.66
翠成馨园经济适用房D南区	定向安置房	25.40	6.40	
合计	--	**47.10**	**12.66**	**12.66**

资料来源：公司提供

商品房开发方面，近三年，受国内房地产宏观调控及市场波动影响，2015年，此业务板块收入同比小幅下降，为23.94亿元。与公司保障房业务相比，公司商品房业务毛利率相对较高，2015年为40.34%，同比回落7.09个百分点，主要系结转项目土地成本影响。

2015年，除新开工面积外，公司商品房各项开发指标总体来看较2014年有所回升，其中，开复工面积、新开工面积、房屋竣工面积及在建面积分别为129.42万平方米、12.11万平方米、51.01万平方米和110.62万平方米，同比分别增长47.15个百分点、-32.53个百分点、76.44个百分点和-13.54个百分点。商品房销售方面，2015年，公司签约销售面积、签约销售金额、销售均价和销售回款金额均较2014年大幅增长，基本回归到2012年和2013年的销售水平，分别为23.14万平方米、47.64亿元、2.06万元/平方米和40.79亿元。

2016年1~3月，公司商品房新开工面积较2015年有所增长，销售均价不断提升，销售回款情况较好。

表10　公司近年商品房经营情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项　目	2014年	2015年	2016年1~3月
开复工面积	87.95	129.42	86.00
其中：新开工面积	17.95	12.11	19.61
房屋竣工面积	28.91	51.01	--
在建面积	127.95	110.62	85.73
新项目签约销售面积	4.13	23.14	5.29
新项目签约金额	8.19	47.64	13.71
销售均价	1.98	2.06	2.59
销售回款金额	22.05	40.79	17.70

资料来源：公司提供

截至2016年3月底，公司主要在建商品房项目规划面积合计366.81万平方米，总投资合计394.41亿元，已完成投资324.31亿元。

表11　截至2016年3月底公司主要在建商品房项目（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	项目所在地	规划面积	总投资	已完成投资
1	门头沟亚华	北京门头沟区石龙工业区	35.06	28.23	29.40
2	门头沟砖厂	北京市门头沟区永定镇冯村	27.49	28.90	26.00
3	门头沟新城	北京市门头沟区	49.00	88.60	68.30
4	怀柔梦想山0024、0026地块	怀柔区杨宋镇	5.87	4.18	4.09
5	桂林润鸿水尚	桂林市象山区凯风路8号	44.72	3.09	6.09
6	金润.凤凰洲	天津市宝坻区马家店镇	32.61	2.63	2.21
7	金第嘉苑（一期）	鞍山铁东区越岭路155号	6.27	2.75	2.99
8	大兴旧宫3号地C-14地块	北京大兴区旧宫镇	26.78	34.67	37.13
9	亦庄金域东郡	亦庄开发区河西区X86地块	20.96	27.39	27.87
10	顺义高丽营项目（观承别墅）	北京市顺义区高丽营镇	18.98	61.80	48.65
11	尚清湾	天津武清区	27.70	15.89	15.24
12	西大望路	北京市朝阳区	7.45	12.50	8.57
13	白俄天鹅小区	白俄罗斯明斯克市	35.83	19.32	4.41
14	七里渠	北京市昌平区	28.09	64.46	43.36
合　计			**366.81**	**394.41**	**324.31**

资料来源：公司提供

土地储备来源方面，公司主要通过两种方式获得土地储备，一种是通过收购相关项目公司股权、合作开发的方式取得土地储备，通过股权收购、合作开发取得的土地成本往往远低于公开市场招拍挂取得土地成本，能够降低房地产综合开发成本。另一种是通过招拍挂方式获得出让土地，一般情况之下，通过招拍挂获得的土地产权清晰，便于房地产企业后续快速进入开发运作。

截至2016年3月底，公司土地储备面积合计103.35万平方米，京内土地储备主要在朝阳区、门头沟区及怀柔区，其余土地储备分布在白俄罗斯、四川、辽宁等地。2015年，公司新增门头沟和黑庄户土地储备，为未来商品房开发业务不断发展奠定基础。

表12　截至2016年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元、%）

土地名称	土地面积	地区	获得时间	获得价格	获取方式	公司持有比例
白俄天鹅小区	31.16	白俄明斯克	2010.01	--	股权收购	70.00

金第嘉苑二、三期	7.28	鞍山铁东区越岭路155号	2010.08	1.59	挂牌	80.00
怀柔杨宋镇项目（除0024地块与0026地块外）	22.96	北京市怀柔区杨宋镇	2011.01	6.53	挂牌	100.00
成都双流县胜利镇白塔村1、2号地	15.46	成都双流县胜利镇	2013.11	4.31	拍卖	60.00
门头沟区门头沟新城MC00-0017-6002	3.39	北京市门头沟区	2015.02	11.76	收购	22.00
黑庄户	23.10	北京市朝阳区	2015.09	16.57	划拨	100.00
合计	**103.35**			**40.76**		

资料来源：公司提供

土地一级开发方面，公司2009年开始与天津市武清区政府签署合作协议，获得武清区政府授权出资成立天津京城投资开发有限公司（以下简称“京城投资”），运作武清旧城改造一级整理项目。其中，公司以自有资金现金出资1.96亿元，武清区政府下属天津运城投资有限公司以现金出资2.04亿元。该项目涉及天津市武清区杨村街道17个村街，总占地面积10300亩，其中用于回迁安置用地约2300亩，拟解决1万余户、3万多人的还迁住楼，建筑面积720.36万平方米。

公司前期进行征地拆迁并建设回迁房，然后对土地进行平整至达到出让条件，再由天津土地储备中心进行挂牌出让，公司根据协议获得相应的土地出让金的返还，土地出让金返还弥补公司土地整理成本后获得盈余收益。此外公司优先获得当地配套设施及开发项目的建设权利，到期出售获得盈余。

根据2009年公司与天津市武清区政府签订合作协议，该项目范围内还迁用地为无偿划拨方式，土地性质为住宅、商业性经营用地，土地出让后所获区级土地出让收益（包括整理成本和政府净收益）全部返还京城投资。公司与天津运城投资有限公司按对京城投资所持股权比例分配收益。公司以土地整理中心给开发商拿地发票和公司收到的土地转让款作为入账依据，从土地挂牌到收到土地转让款周期约1个月左右。

武清项目总投资106.16亿元，截至2016年3月底，已完成投资102亿元，已完成出让建筑面积193万平方米，累计实现收入73.11亿元。

整体看，跟踪期内，公司保障房开发规模回落较大；商品房开发板块竣工面积、销售金额等同比增幅较大，公司土地储备规模尚可，但房地产业务易受宏观经济及调控政策影响，未来收入及盈利可能存在波动性；且海外房地产项目受所处国政治、经济环境影响较大，存在一定的风险。

生产性服务

公司的生产性服务业务主要是围绕建筑施工、房地产开发的上下游辅助业务，主要包括混凝土生产、钢材物质贸易、设计、物业管理、工程监理以及装饰等业务。2015 年，公司生产性服务业务规模持续扩大，实现营业收入 58.43 亿元，2016 年 1~3 月为 25.73 亿元。

贸易物流方面，该业务经营主体为北京住总物流有限公司和住宅建设设备物资公司，主要为公司建筑施工和房地产开发提供物资供应和物流服务。公司该业务销售的产品主要是各种型号的钢材，包括板材、型材等，钢材销售收入占该板块销售收入的 80%以上。其主要运营模式主要为贸易和物流及粗加工：1）贸易模式指公司从各供应商采购各种类型的钢材等物资对外销售。2）粗加工物流模式主要指公司对外采购成卷的钢板，在粗加工厂进行压平、切割成客户需要的规格尺寸再销售给客户。其盈利模式主要分为代理模式和自营两种：对于代理的产品公司仅通过自身渠道销售，无定价权，利润较低；对于自营的商品公司买进后再进行销售，拥有销售定价权，其销售方式分为销往集团内部（自用）和销往集团外部（外销）两种。2015 年，公司贸易物流板块实现收入 44 亿元，同比增长 25.71%，全部为物资供应与物流收入。

建筑设计及物业方面，北京市住宅建筑设计研究院有限公司、北京住总劳务开发有限公司、北京市北宇物业服务公司和北京住总京体体育文化有限公司为该业务经营主体。这四家子公司注册规模较小，对该板块收入贡献较小，但较物资供应和物流服务相比毛利率较高，对公司该板块利润有一定贡献，其中公司投资性房地产租金收入每年大约为 1.5 亿元。

总体看，跟踪期内，该板块业务经营规模进一步增长，以贸易物流收入为主，已逐渐成为公司建筑、房地产业务的重要辅助配套，提高了公司的综合竞争实力。

未来发展

公司未来将继续坚持以房地产开发为龙头，建安、市政施工为基础，快速培育商贸物流及生产性服务业，实行立足北京，辐射全国，进军海外的发展战略，特别是要推进三个板块的产业融合发展，打造住宅产业链和一体化的竞争优势。房地产业实行一、二级开发共同发展，探索城市运营商模式，在保障房、商品房、高端持有物业和土地一级开发上合理配比；建安施工板块要“突破高端、兼顾中端、放弃低端”，不断拓展市政、地铁等基础设施领域，打造有竞争力的专业施工工程总承包企业；商贸物流及生产性服务业要按照集团“一体化”的要求，完善资质，提高经济效益。

总体看，公司将继续立足北京市，同时积极开展面向全国的房地产开发业务、公建业务，并努力发展海外业务。联合资信同时也关注到，伴随公司各板块业务规模的扩大，未来投资需求将对公司形成一定的资金压力。

八、募集资金使用情况

公司于 2010 年 11 月 23 日发行的“10 京住总债”，募集资金 8 亿元，其中 3 亿元用于海淀区西三旗住宅及配套中低位、中小套型普通商品房项目，0.4 亿元用于朝阳区常营二期经济适用房住房（一期）项目，3 亿元用于大兴区康庄限价商品住房（一期）项目，1.6 亿元用于补充公司营运资金，目前募投项目均已完工，募集资金已全部使用完毕。

“10 京住总债”附第五年末上调票面利率选择权，公司有权决定在其存续期的第五年末上调票面利率 0 至 100 个基点（含本数）。2015 年 11 月，根据公司发布的公告，公司决定不上调票面利率，即在“10 京住总债”存续期后 2 年的票面年利率仍为 5.30%固定不变。目前，“10 京住总债”存续期内余额仍为 8 亿元。

九、财务分析

公司提供的2013~2015年财务报告已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。

从报表合并范围来看，2014年，公司二级子增加公司1家、减少1家；分别为设立北京住总市政道桥工程有限责任公司，因根据公司章程规定明斯克北京饭店有限公司进入经营期后，控制权转移至北京首都旅游集团有限责任公司，故该二级子公司不纳入报表合并范围。2014年公司二级子公司通过收购和新设立共7家三级子公司，因北京住海石油销售有限公司修改公司章程，获本集团控制纳入本年度报表合并范围。2015年，公司合并范围内二级子公司新增2家，分别为北京住总绿都投资开发有限公司和天津京宝置地有限公司，合并范围内三级子公司新增3家，减少1家，新增子公司均为投资设立。总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 512.72 亿元，所有者权益合计 72.38 亿元（其中少数股东权益 36.60 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 217.10 亿元，利润总额 4.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 541.19 亿元，所有者权益合计 83.11 亿元（其中少数股东权益 36.57 亿元）；2016 年 1~3 月，

公司实现营业收入 51.32 亿元，利润总额 0.96 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 217.10 亿元，同比增长 5.43%，其中，建筑施工、房地产开发和生产性服务三大业务板块收入均较 2014 年有所增长。2015 年，公司营业成本 185.41 亿元，同比增长 5.35%，与营业收入增速基本一致。

2015 年，公司期间费用为 24.06 亿元，同比持平，其中，管理费用和财务费用占比较高。2015 年，公司期间费用占营业收入比重为 11.08%，较 2014 年下降 0.41 个百分点。

2015 年，公司资产减值损失 1.80 亿元，同比大幅增长，包括计提的存货跌价损失（主要系当期计提的房地产开发业务计提损失 1.33 亿元）和坏账损失。

2015 年，公司投资收益 6.60 亿元，同比增长 86.34%，主要系当年公司按权益法核算的长期股权投资收益增长所致，其中，北京住总万科房地产开发有限公司按权益法核算的投资收益 4.27 亿元，北京万筑房地产开发有限公司按权益法核算的投资收益 1.12 亿元。2015 年，公司投资收益对利润影响大，若剔除投资收益，公司营业利润较 2014 年明显下降。2015 年，公司实现利润总额 4.89 亿元，同比增长 13.74%。2015 年，公司向北京市国资委上交分红 0.51 亿元。

盈利指标方面，2015 年，随着净利润的不断增长，公司净资产收益率为 4.01%，较 2014 年增长 0.37 个百分点；由于费用化利息支出同比下降，公司总资本收益率较 2014 年下降 0.23 个百分点，为 4.22%。

2016年1~3月，公司实现营业收入51.32亿元，同比增长8.41%；实现利润总额0.96亿元，同比增长12.94%；营业利润率为7.93%，较2015年下降3.01个百分点，主要系毛利率较高的房地产开发业务板块当期收入占比下降所致。

总体看，跟踪期内，公司各板块业务收入相对稳定，收入结构变化不大。受公司业务特征影响，整体盈利能力较弱。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流入同比变动不大，为 303.47 亿元，虽然营业收入同比增长，但主业回款能力有所下滑，销售商品提供劳务收到的现金小幅下降，现金收入比为 91.73%，较 2014 年下降 5.65 个百分点，收入实现质量有所下滑；收到其他与经营活动有关的现金 104.23 亿元，主要是公司与其他单位合作开发的房地产项目往来款。2015 年，公司经营活动现金流出同比大幅下降 21.02%，主要系应付账款、应付票据增长导致购买商品、接受劳务支付的现金（主要系公司建筑施工与房地产建设投入）下滑，同时，支付其他与经营活动有关的现金（主要系公司与其他单位合作开发的房地产项目支出）同比大幅下降所致。2015 年，公司经营活动现金流量净额由负转正，为 21.99 亿元。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流入量规模较小，虽然当年公司长期股权投资单位北京住总万科房地产开发有限公司宣告发放现金股利 2.09 亿元，但公司将其直接与往来款冲抵，未收到投资收益现金流；投资活动支出主要为投资支付的现金（系公司增加对子公司的投资以及门头沟砖厂项目投入）和支付其他与投资活动有关的现金（系子公司北京金第支付关联方项目公司借款），2015 年，公司投资活动产生的现金净流量为-19.94 亿元。

从筹资活动来看，公司吸收投资收到的现金同比大幅增长 146.86%至 28.22 亿元，主要系公司将永续中票“15 京住总 MTN001”计入权益，外部筹资规模同比持平；当期，公司偿还债务支付的现金大幅增长，支付其他与筹资活动有关的现金 12.19 亿元，主要系公司支付房地产项目公司其他股东减资退出款，筹资活动产生的现金流量净额为-2.45 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 2.52 亿元，公司现金收入比为 155.96%，较 2015 年大幅增长，主要系部分 2015 年四季度房屋销售款于 2016 年一季度到位所致；投资活动现金流量金额-0.91 亿元；筹资活动现金流量净额 14.34 亿元，主要系公司于 2016 年一季度发行债券所致。

总体看，跟踪期内，由于支付下游工程款及往来款下降，公司经营活动净现金流由负转正，但随着债务的到期偿付，公司对外筹资仍保持一定规模，随着公司建筑施工项目及房地产开发投入增加，仍存在较大的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 512.72 亿元，同比增长 9.38%，主要系存货和长期股权投资增长所致。从构成来看，流动资产占 87.72%，非流动资产占 12.28%，资产结构变动不大，以流动资产为主，符合建筑施工和房地产开发企业特征。

截至 2015 年底，公司流动资产 449.74 亿元，同比增长 8.33%，主要是应收款项和存货增长所致，主要由货币资金（占 13.74%）、应收账款（占 10.81%）、预付款项（占 5.82%）、存货（占 59.72%）和其他应收款（占 9.79%）构成。公司货币资金与 2014 年底持平，主要为银行存款，受限保证金存款 2.77 亿元，占比为 4.48%。受建筑行业因素影响，公司应收账款规模较大，2015 年底为 48.62 亿元，同比增长 22.95%，对公司营运资金周转形成一定影响，应收账款集中度较低，合计计提坏账准备 0.59 亿元，占 2015 年底应收账款账面余额的 1.20%，计提比例较低。预付款项同比下降 20.00%至 26.18 亿元，主要为预付的工程款、拿地款和土地整理款项等，账龄以 1 年以内为主。其他应收款同比增长 35.68%至 44.02 亿元，系公司与其他单位往来款增加所致（主要是公司长期股权投资单位北京金第万科房地产开发有限公司和北京祥业万科房地产开发有限公司等），账龄以 1 年以内为主，合计计提坏账准备 1.04 亿元，计提比例为 2.96%，计提比例尚可。存货为 268.60 亿元，同比增长 7.99%，其中，工程施工（已完工未结算款）占 12.51%、房地产开发成本占 75.16%、房地产开发产品占 7.88%，剩余项目以及其他占 4.45%；存货合计计提跌价准备 1.34 亿元，计提比例 0.50%，计提比例较低，存货中用于融资抵押的房地产在建工程和土地使用权账面价值合计 95.49 亿元，抵押比例为 35.55%。

公司非流动资产不断增长，2015 年底为 62.98 亿元，同比增长 17.52%。受经营业务特点影响，公司非流动资产规模较小，主要由长期股权投资（占 28.35%）、投资性房地产（占 37.79%）、固定资产（占 17.61%）构成。公司长期股权投资同比增长 59.01%至 17.85 亿元，主要系按权益法核算的长期股权投资确认投资收益以及对联营企业加大投资所致。投资性房地产小幅增长，2015 年底为 23.80 亿元，主要为房屋和建筑物。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 541.19 亿元，较 2015 年底增长 5.55%，主要系货币资金和存货增长所致，资产结构变动不大。

跟踪期内，公司资产不断增长，仍以流动资产为主，货币资金相对较为充足，但应收款项规模较大，且由于存货以房地产开发成本为主，易受行业影响，变现能力具有一定的不确定性，资产流动性及质量一般。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 82.38 亿元，同比增长 19.29%，主要系公司将 2015 年 9 月发行的 10 亿元“15 京住总 MTN001”计入权益所致。公司所有者权益中股本占 15.05%、资本公积占 7.25%、其他权益工具（永续中票）占 12.14%、盈余公积占 6.47%、未分配利润占 15.17%，少数股东权益占 44.44%。

截至 2015 年底，公司实收资本 12.40 亿元，同比增长 5.78%，主要系根据京国资[2015]279

号文件，国有资本经营预算安排资金 4000 万元增加公司国家资本金，用于支持技术开发中心超低能耗被动式建筑研发及产业化项目；同时，公司以资本公积 0.28 亿元转增实收资本。资本公积同比下降 5.78%，主要系部分转增股本所致。未分配利润 12.49 亿元，同比下降 14.51%，主要系子公司北京住总房地产开发有限公司 2015 年购买下属子公司的少数股权时，调减留存收益所致。公司少数股东权益同比增长 17.24%至 36.60 亿元，主要系公司合并范围内控股子公司的参股股东对其增资所致。截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 83.11 亿元，较 2015 年底变动不大。

整体来看，公司所有者权益稳定性一般，少数股东权益占比较大。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额 430.34 亿元，同比增长 7.67%，主要由于应付票据、其他应付款和长期借款增长所致，其中，流动负债占 64.73%，非流动负债占 35.27%，负债结构变动不大。

截至 2015 年底，公司流动负债 278.56 亿元，同比增长 6.82%，主要由短期借款（占 21.24%）、应付账款（占 23.22%）、预收款项（占 7.85%）、其他应付款（占 23.49%）和一年内到期的非流动负债（占 15.83%）构成。公司短期借款中抵押借款占 20.63%，保证借款占 21.71%，信用借款占 57.65%。应付账款主要为应付工程款及材料款。预收款项主要为因购房业主没有办理入住的预收房款、预收租金、预收工程款。其他应付款 65.44 亿元，同比增长 29.16%，主要为往来款。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款 21.10 亿元及一年内到期的应付债券 23.00 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债 151.78 亿元，同比增长 9.25%，主要由于长期借款增长所致，以抵押借款和保证借款为主，主要抵押物为房地产开发项目的土地使用权以及在建工程。应付债券 8 亿元为“10 京住总债”。

从有息债务来看，2015 年底，公司全部债务 265.18 亿元，同比增长 3.20%，其中短期债务占 43.93%，长期债务占 56.07%。从债务指标情况来看，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较 2014 年底均小幅下降，分别为 83.93%、64.35%和 76.30%，但仍处于较高水平。若将 10 亿元永续中票“15 京住总 MTN001”从权益中剔除，计入非流动负债核算，则上述三项指标分别为 85.88%、68.68%和 79.17%，均较 2014 年底小幅上升。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 458.08 亿元，较 2015 年底增长 6.45%，主要系短期借款、其他应付款和应付债券增长所致；公司全部债务为 283.32 亿元，较 2015 年底进一步上升，其中，短期债务占比有所下降（2016 年一季度应付债券中一年内到期的存续债券已调整至短期债务核算），公司债务结构进一步优化。2016 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率较上年底均有所增长，分别为 84.64%、77.32%和 68.39%。

总体来看，跟踪期内，为满足在建项目和新开工项目对资金的需求，公司外部融资力度仍较大，债务规模不断扩大，债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年底，公司流动比率和速动比率均较 2014 年底小幅增长，分别为 161.45%和 65.03%，2016 年 3 月底进一步增至 184.87%和 78.18%，若将应付债券中一年内到期的存续债券调整至一年内到期的非流动负债核算，实际两项指标低于上述数值。2015 年，公司经营现金流动负债比为 7.90%，经营活动净现金流对短期债务的保障能力较弱。公司面临一定的短期支付压力。

长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 同比有所下降，为 18.72 亿元，EBITDA 利息倍数为 0.98 倍，全部债务/EBITDA 增至 14.16 倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债能力有所弱化，整体偿债能力指标值较弱；考虑

到公司房地产实现销售后资金回笼，将有助于公司整体偿债能力的提高。

截至 2015 年底，公司获得银行授信额度为 152.62 亿元，尚未使用额度为 79.79 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保余额为 11 亿元，担保比率为 13.24%，考虑到被担保人北京建工集团有限责任公司（担保金额 3 亿元）和北京首都开发股份有限公司（担保金额 8 亿元）均为北京市国资委下属企业，且目前经营正常，公司代偿风险较低。

截至 2015 年底，公司涉诉金额在 500 万元以上的案件共 36 起，涉及金额 8.94 亿元，其中：起诉/仲裁案件 19 件，涉案金额 6.70 亿元；被诉案件 17 件，涉案金额 2.24 亿元，金额较大，公司面临一定的资金损失风险。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（信用机构代码：G1011010501664580J），截至 2016 年 6 月 8 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

北京市经济发达，持续进行的大规模基础设施建设尤其是轨道交通建设为公司的建筑业务提供了良好的外部发展环境；公司房地产业务涉及保障性住房开发和商品房开发，土地储备充足。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿债能力

2015 年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 303.47 亿元和 21.99 亿元，为“10 京住总债”本金 8 亿元的 37.93 倍和 2.75 倍。公司 EBITDA 为 18.72 亿元，为“10 京住总债”本金的 2.34 倍。

总体来看，公司经营活动现金流入量对“10 京住总债”的保障能力强。公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对“10 京住总债”的保障程度较强。

担保方分析

此外，“10 京住总债”由北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）提供全额不可撤销的连带责任保证担保。

京投公司作为国有独资公司，承担北京市重大基础设施建设职能，在北京市城市轨道交通行业处于垄断地位，北京市极强的财政实力保障公司职能的发挥，为京投公司发展提供有力支撑。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 4045.08 亿元，所有者权益合计 1408.65 亿元；2015 年，公司实现营业总收入 175.44 亿元，利润总额 22.18 亿元。

（1）经营分析

作为北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，京投公司主要负责北京市轨道交通建设项目的前期运作、资产管理和线路的维护运营等工作。

截至2016年3月底，北京市运营的轨道交通线路18条，总运营里程约554公里。

北京地铁建设投资主要由政府主导，其中项目总投资的40%由政府作为资本金注入，其余60%资金由京投公司通过贷款、发债等方式代市政府筹措，未来由北京市政府每年向京投公司拨付专项资金偿付到期债务本息。2013年根据京发改【2013】23号文，为确保北京市轨道交通建设目标按期实现，政府加大对轨道交通建设的力度，2013~2035年轨道交通专项资金政策由每年的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”，在授权经营的模式下，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，建立授权经营服务费，对应支撑京投公司提供投资、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，暂定2016至2025年每年安排295亿元，2026年至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。

从在建和拟建项目来看，根据国家发改委的《北京市城市轨道交通第二期建设规划调整方案（2015~2021年）》，北京市城市轨道交通2020年线网由30条线路组成，总长度1177公里；远景年线网由35条线路组成，总长度1524公里。

从地铁运营方面看，除北京地铁4号线、大兴线以及14号线（由北京京港地铁有限公司运营）之外，剩余线路均由北京市地铁运营有限公司运营，为京投公司重要子公司。2015年，北京地铁日均客运量约910.63万人次，2015年京投公司票款收入65.59亿元，较2014年大幅提升，主要系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，由北京市政府对京投公司进行运营亏损补贴。2014年12月底北京市地铁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20公里。票价改革后，2015年公司票款收入虽大幅上涨，但仍难以弥补运营成本。

此外，京投公司一直致力于推动北京轨道交通沿线土地一级开发、房地产二级开发及地下空间的统筹规划和集约利用，推动轨道交通与沿线土地协同发展，促进“轨道+土地”模式的市场化运作。京投公司房地产业务由控股子公司京投发展股份有限公司（原京投银泰股份有限公司，以下简称“京投发展”，600683.SH）负责运营。2015年，实现签约销售额98亿元，同比增长38.0%，全年确认房地产营业收入81.55亿元，同比增长157.19%，2015年底，京投发展在开发房地产项目已实现预售面积27.06万平方米，尚有44.17万平方米可供出售。

（2）财务分析

截至2015年底，京投公司资产总额为4045.08亿元，较2014年底增加239.23亿元。其中流动资产减少116.67亿元至815.06亿元，主要系货币资金、其他应收款和其他流动资产下降所致；非流动资产较2014年底增加355.90亿元至3230.03亿元，主要为可供出售金融资产及在建工程增加所致。

跟踪期内，股东北京市国资委对京投公司增资77.51亿元，实收资本增至909.10亿元；2015年8月，京投公司发行40亿元“14京投可续债02”，计入其他权益工具。截至2015年底，京投公司所有者权益1408.65亿元，较上年底增加153.56亿元。

截至2015年底，公司负债总额2636.44亿元，较2014年底增加85.67亿元。其中，流动负债减少24.45亿元至434.72亿元；非流动负债增加110.13亿元至2201.72亿元。截至2015年底，京投公司资产负债率为65.18%，较2014年底下降1.84个百分点。

2015年，京投公司实现营业总收入175.44亿元，同比增长57.02%，主要系当期开发及运营收入和服务收入增长所致。受益于营业外收入19.42亿元，利润总额达22.18亿元，同比增长37.04%。

跟踪期内，京投公司房地产开发业务购地支出增大，导致经营活动净现金流出37.43亿元，规模同比持平；随着在建项目的推进，投资活动净现金流为-253.54亿元；京投公司仍保持较大规模的筹资活动现金流入，净流量为256.84亿元。

银行授信方面，截至2015年底，京投公司授信总额合计2360亿元，尚未使用额度646亿元，公司间接融资渠道通畅。

或有负债方面，截至2015年底，京投公司对外担保合计92.78亿元，担保比率为6.59%，被担保企业均为北京市行政区的核心国有企业，目前运营情况良好，京投公司或有负债风险较低。

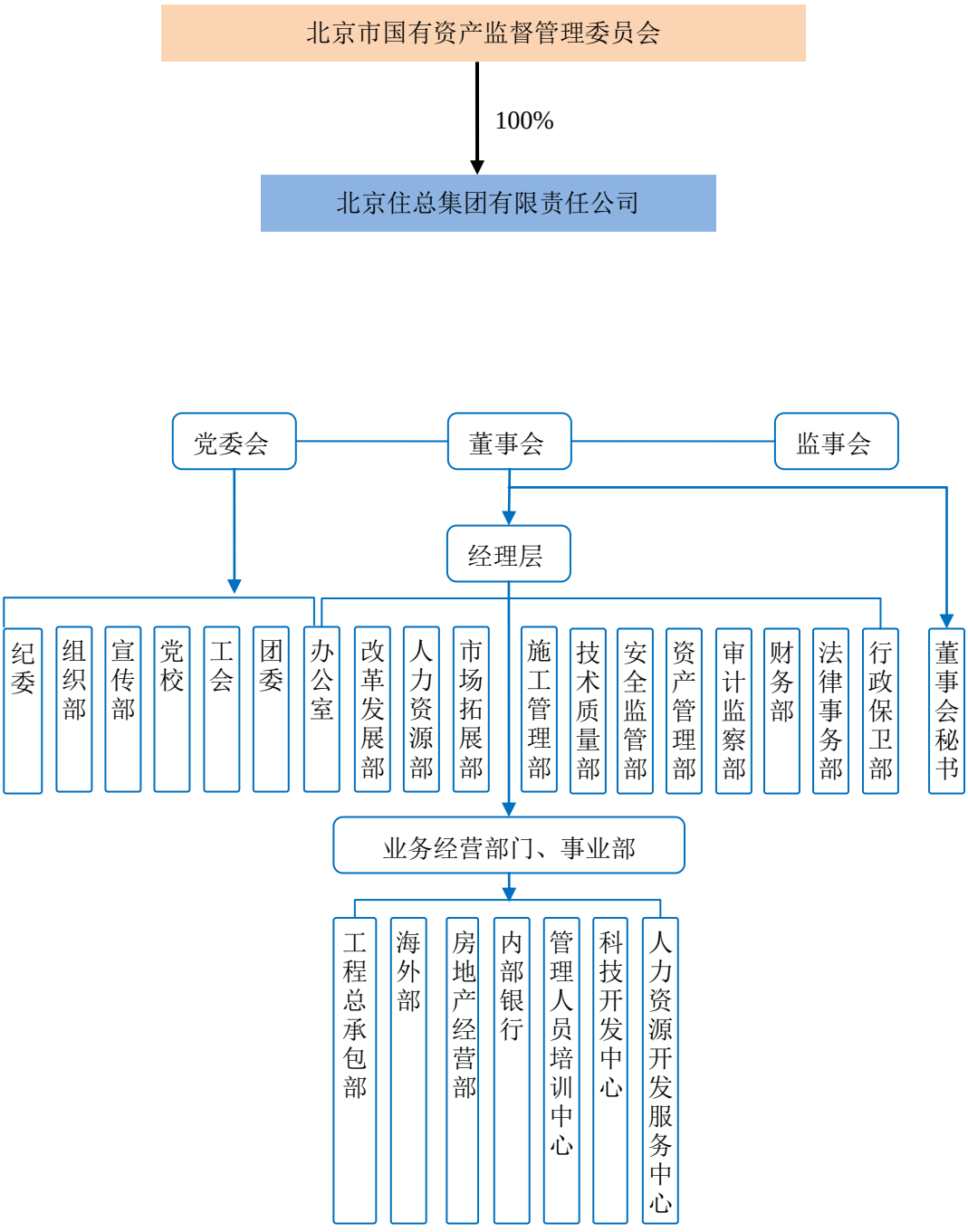
总体看，跟踪期内，北京市经济和财政实力不断增强，未来几年仍为北京市地铁投资高峰期，京投公司仍将面临一定融资压力。地铁票价调升，房地产开发业务顺利推进，京投公司盈利能力得到提升，对财政补贴依赖程度降

低。联合资信维持京投公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。京投公司对“10京住总债”提供的不可撤销连带责任担保有效的提升了其本息偿付的安全性。

十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“10京住总债”信用等级为AAA。

附件 1　公司股权结构图和组织结构图



附件 2　公司主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	63.94	60.97	62.00	78.31
资产总额(亿元)	372.23	468.76	512.72	541.19
所有者权益(亿元)	56.26	69.06	82.38	83.11
短期债务(亿元)	65.97	121.06	116.48	103.54
长期债务(亿元)	121.59	135.90	148.70	179.78
全部债务(亿元)	187.57	256.97	265.18	283.32
营业收入(亿元)	182.30	205.91	217.10	51.32
利润总额(亿元)	3.66	4.30	4.89	0.96
EBITDA(亿元)	12.70	19.00	18.72	--
经营性净现金流(亿元)	-9.64	-63.06	21.99	2.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.37	5.55	4.91	--
存货周转次数(次)	1.16	0.90	0.72	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.49	0.44	--
现金收入比(%)	92.24	97.38	91.73	155.96
营业利润率(%)	12.41	11.62	10.94	7.93
总资本收益率(%)	4.01	4.45	4.22	--
净资产收益率(%)	4.88	3.64	4.01	--
长期债务资本化比率(%)	68.37	66.31	64.35	68.39
全部债务资本化比率(%)	76.93	78.82	76.30	77.32
资产负债率(%)	84.89	85.27	83.93	84.64
流动比率(%)	169.07	159.20	161.45	184.87
速动比率(%)	93.75	63.82	65.03	78.18
经营现金流动负债比(%)	-5.02	-24.18	7.90	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.12	0.96	0.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.77	13.53	14.16	--

注：1、2016 年一季度财务数据未经审计；
2、长期应付款中融资租赁款调整至长期债务核算；
3、公司将 2015 年 9 月发行的 10 亿元“15 京住总 MTN001”计入所有者权益；
4、2016 年一季度应付债券中一年内到期的存续债券调整至短期债务核算。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。