

信用等级公告

联合[2018] 1584 号

联合资信评估有限公司通过对北京住总集团有限责任公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第二期中期票据进行综合分析和评估,确定北京住总集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺,北京住总集团有限责任公司 2018 年度第二期中期票据信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月十一日



北京住总集团有限责任公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

本期中期票据信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据发行金额: 15 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

募集资金用途: 偿还金融机构借款

评级时间: 2018 年 7 月 11 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	62.00	119.24	117.55	108.97
资产总额(亿元)	512.72	798.76	1115.84	1162.59
所有者权益(亿元)	82.38	158.35	216.01	196.80
短期债务(亿元)	116.48	137.74	131.09	129.97
长期债务(亿元)	148.67	221.94	436.30	481.90
全部债务(亿元)	265.15	359.68	567.39	611.87
营业收入(亿元)	217.10	310.37	380.43	77.06
利润总额(亿元)	4.89	8.26	10.04	2.06
EBITDA(亿元)	18.72	21.00	22.52	--
经营性净现金流(亿元)	21.99	-81.68	-237.74	-32.42
营业利润率(%)	10.94	10.63	9.93	9.11
净资产收益率(%)	4.01	3.48	2.98	--
资产负债率(%)	83.93	80.18	80.64	83.07
全部债务资本化比率(%)	76.30	69.43	72.43	75.66
流动比率(%)	161.45	153.16	152.19	152.24
经营现金流负债比(%)	7.90	-20.11	-55.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.98	1.10	0.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.16	17.13	25.19	--

注: 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

黄静雯 张 铨

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

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。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其建筑施工资质齐全且资质水平高、建设经验丰富、品牌优势显著、综合竞争实力较强等方面的优势。同时,联合资信也关注到,公司整体毛利率有所回落、债务规模不断上升且维持在较高水平、土地一级开发项目资金占用大、存在一定的短期支付压力等因素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,在建商品房项目和土地一级开发项目较多,未来可实现持续收入,整体业务发展仍具备良好空间。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点,在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障程度好。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据不能偿还的风险很低,安全性很高。

优势

1. 北京市经济发达,基础设施投资规模大,公司在北京市建筑市场知名度较高,发展前景良好。
2. 公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质,同时拥有设计、开发、物业管理、配套能力,综合竞争实力强。
3. 随着各板块业务较快发展,公司主营业务

收入快速增长；同时建筑施工新签合同规模较为充足，商品房开发业务稳步经营，为公司未来收入增长及盈利能力增强提供了支撑。

关注

1. 伴随建筑施工和房地产业务持续投入，公司资金需求压力仍较大，有息债务规模快速上升，且面临一定短期支付压力。
2. 公司土地一级开发项目投资规模大且投资期较长，应收类款项不断增长，对资金形成较大占用。
3. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京住总集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京住总集团有限责任公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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，并更名为现名。历经多次增资和资本公积转增资本后，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 13.41 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。

公司经营范围包括：对外派遣本行业工程、生产及服务的劳务人员；普通货物运输；制造及加工水泥预制构件；加工钢筋、建筑用地材料、混凝土砌块、免烧砖及金属结构；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 2018 年 3 月底，公司内设市场拓展部、经营管理部、资产管理部、法律事务部、财务部、资金管理中心、审计监察部、安全监管部等共 16 个职能部门和工程总承包部、海外部以及房地产经营部等 7 个事业部（见附件 1）；纳入合并范围内子公司 30 家。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1115.84 亿元，所有者权益合计 216.01 亿元（其中少数股东权益 159.21 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 380.43 亿元，利润总额 10.04 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1162.59 亿元，所有者权益合计 196.80 亿元（其中少数股东权益 138.63 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.06 亿元，利润总额 2.06 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。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司计划于 2018 年注册中期票据 30 亿元，本期计划发行 2018 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行金额 15 亿元。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由银行间市场清算所股份有限公司代理完成赎回工作。

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息方式。在本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差。如果

¹初始基准利率为簿记建档日前 5 个工作日中国债券信息网

公司在本期中期票据第 3 个和其后每个付息日不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率²加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计息年度至第 6 个计息年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如果公司决定递延支付利息的，公司及相关中介机构应在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。公司在有递延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得向普通股股东分红或者减少注册资本。公司如果在付息日前 12 个月内向普通股股东分红或者减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

(www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²当期基准利率为票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1) 本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA 企业与 AA⁺企业发行 3 年期债券利率的利差）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

(2) 本期中期票据在除发生普通股股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

首先，公司根据北京市财政局、北京市国资委、北京市审计局联合下发的《关于印发北京市国有资本收益收缴管理暂行办法的通知》（京财国资[2009]2266 号）（以下简称“办法”）上缴国有资本收益。办法适用范围包括北京市国资委以及其他代表市政府履行出资人职责的机构、部门（以下统称“预算单位”）所监管或所属的国家出资企业（以下简称“企业”）。企业应自年度财务会计决算审计完成之日起 15 个工作日内，且不晚于年度终了后 5 个月，对应交利润一次申报；预算单位在收到企业上报的国有资本收益申报表及相关材料后 15 个工作日内提出审核意见，报送市财政局复核；市财政局在收到各预算单位审核意见后 15 个工作日内提出复核意见，向预算单位下达收益收取通知书；预算单位根据收益收取通知书向所监管或所属企业下达收益上缴通知书，开具“非税收入一般缴款书”；企业根据收益上缴通知书和“非税收入一般缴款书”，在 15 个工作日内办理国有资本收益交库手续，应一次性足额缴纳。故当年应缴纳的国有资本收益的时间节点为次年。

从实际缴纳情况来看，按照该办法，2015~2017 年公司分别缴纳国有资本收益 5139.43 万元、5578.44 万元和 6279.42 万元。总体看，根据北京市国有资本收益上缴的规定，及公司历史国有资本收益缴纳情况，公司业绩

良好，持续缴纳国有资本收益的可能性大。本期债券递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

2. 募投资金用途

本期中期票据计划募集资金 15 亿元，拟用于偿还金融机构借款。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革

创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长

10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经

济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 区域经济概况

根据《北京市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，北京市全年实现地区生产总值 28000.4 亿元，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 120.5 亿元，下降 6.2%；第二产业增加值 5310.6 亿元，增长 4.6%；第三产业增加值 22569.3 亿元，增长 7.3%。三次产业构成由上年的 0.5：19.3：80.2，调整为 0.4：19.0：80.6。2017 年，北京市全年实现工业增加值 4274 亿元，比上年增长 5.4%。其中，规模以上工业增加值增长 5.6%。

2017 年，北京市全年完成全社会固定资产投资 8948.1 亿元，比上年增长 5.7%。其中，完成基础设施投资 2984.2 亿元，增长 24.4%。从基础设施投资投向上看，交通运输投资和公共服务业投资的比重分别为 44.5% 和 23.3%。

建筑业方面，2017 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

建筑业总产值 9736.7 亿元，比上年增长 10.1%。其中，在本市完成 2954.8 亿元，增长 4.1%；在外埠完成 6781.9 亿元，增长 13.0%。2017 年新签合同额 15508.9 亿元，增长 14.1%。

房地产方面，2017 年，北京市全年完成房地产开发投资 3745.9 亿元，比上年下降 7.4%。其中，住宅投资 1725.5 亿元，下降 11.6%；办公楼投资 742.9 亿元，增长 6.3%；商业、非公益用房及其他投资 1277.5 亿元，下降 8.5%。年末全市商品房施工面积 12608.6 万平方米，比上年末下降 3.7%。其中，本年新开工面积 2475.7 万平方米，下降 12.0%；全年商品房竣工面积 1466.7 万平方米，下降 38.5%。保障性住房建设方面，北京市全年新开工、筹集各类保障性住房 6.5 万套，竣工 9.1 万套，同比有所增长；公开配租配售 1.3 万户，同比大幅下降。

2. 建筑行业分析

(1) 建筑行业发展概况

建筑行业为国民经济的重要支柱产业之一，周期性明显，其发展与固定资产投资密切相关。2010 年以来，在国家宏观调控背景下，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，建筑业增加值保持增长态势。2017 年，全社会建筑业增加值 55689 亿元，比上年增长 4.3%；增速同比有所下降。

图 1 2013~2017 年中国建筑业增加值及其增长速度
(单位：亿元、%)



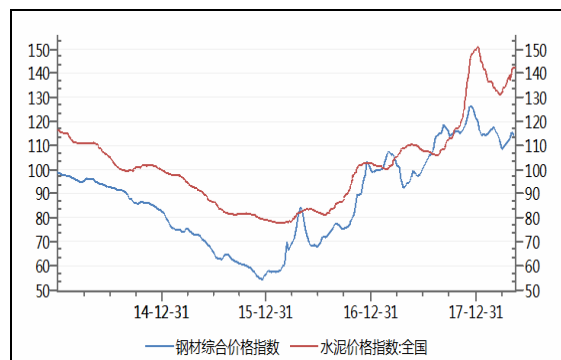
资料来源：国家统计局

(2) 上游原材料供给及下游需求

钢材和水泥作为建筑施工行业的主要原材料，其价格波动对建筑施工企业利润造成影响。

2016 年以来，钢材和水泥价格呈现波动上升态势。尤其是 2017 年 8 月下旬开始，水泥价格出现了与产能过剩相背离的罕见现象。其主要原因一方面是随着华东消费量增加产生了较大市场需求；另一方面则是受大气污染指标考核等因素影响，水泥供给被大幅压减。短期来看，受供需等因素影响，水泥价格将保持高位小幅波动。同样受环境治理、钢企错峰生产、供需等因素综合影响，钢材价格从 2016 年后半年开始持续攀升，并于 2017 年 12 月初达到峰值，之后价格小幅回落。钢铁行业后期或将保持供需平衡或趋紧的状态，有望支撑钢材价格维持高位。

图 2 近年全国水泥、钢材价格指数



资料来源：中国水泥网、中国钢铁工业协会网

行业整体需求增速呈现放缓趋势。其中，国内房地产调控政策的延续以及基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但同时，精准扶贫、棚改、环保及公共基础设施建设等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

2017 年全社会固定资产投资 641238 亿元，扣除价格因素，实际增长 7.2%，较上年回落 1.4 个百分点；全国基础设施建设投资 17.3 万亿元，同比增长 14.9%，增速较 2016 年（15.7%）小幅下降；全国房地产开发投资 10.98 万亿元，比上年增长 7.0%，增速较上年增长 0.1 个百分

点，各类投资增速均呈现回落态势。

但同时，基础设施建设细分行业管道运输业、生态保护与环境治理业、道路运输业以及公共设施管理业 2017 年投资增速均在 20%以上，为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2017 年，我国企业在“一带一路”沿线的 61 个国家新签对外承包工程项目合同额 1443.2 亿美元，同比增长 14.5%；完成营业额 855.3 亿美元，同比增长 12.6%。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.6 万亿美元。

(3) 建筑行业竞争格局

企业资质

建筑企业只有在取得相应资质证书后，才能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

中国建筑市场存在五类参与者：“五大”央企、地方性国企、大型民营企业、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	
地方性国企	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	
大型民营企业	中天建设	普遍已取得特级资质，项目承接能力强，多数完成了民营化改制，企业机制更具活力，成本控制能力很强，市场知名度高。
	南通二建	
	龙信建设	
外资企业	Shimizu 日本清水	占有国内高端市场，主要优势

	Skanska 瑞典斯堪斯卡	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。
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 和 PPP 等已成为建筑业企业主流的承包模式和获利模式，承包商融资能力及技术能力已经成为决定其承揽项目的核心因素。央企在经过大规模的整合之后进入资本市场，具有显著的规模优势，并具有自身侧重的专业建筑领域；地方性国企大多得到当地政府扶持，利用地方优势占据了一定的市场份额，并逐渐从技术要求水平较低的普通建筑市场转向技术要求高、专业性强的高端市场；外资企业及大型民营企业在工程管控及成本控制方面具有较为突出的优势。由此可见，短期内中国建筑业市场企业竞争格局很难打破。

(4) 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，由于建筑行业在管理体制、机制和法律法规等方面尚未健全，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形成，在此种竞争环境下，整个建筑市场毛利率空间受到挤压。

下游行业需求收缩及原材料价格波动对盈利空间影响大

在调控政策持续收紧的基本面下，房地产开发投资增速下行压力持续加大。建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2016 年以来，钢材水泥价格呈上涨趋势，对建筑企业成本控制带来较大压力。

PPP 项目规模迅速扩张导致现金流压力进一步增大

建筑行业具有高负债运营的特点，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。

在城镇化和基建投资资金需求较大的背景下，随着政府债务风险控制力度的加大，PPP 模式被大力推广。近年来，建筑施工企业 PPP 协议总额呈现爆发式增长。PPP 项目具有投资规模大，投资周期长的特点。建筑施工企业在收入增长预期提升的同时，承受较大的现金支出压力；尤其对于融资能力相对较弱的民营企业，较长的回款周期以及持续大规模的资金支出使其筹资前现金流表现为大规模净流出，进而对债务扩张需求更加明显。在目前强监管金融环境下，部分过速扩张的企业短期资金压力将进一步加大。

(5) 建筑行业发展趋势

在宏观经济下行压力持续加大的背景下，建筑行业整体发展速度将趋势性放缓；同时，房地产市场受政策调控影响，市场规模控制力度有望加大；加之建筑施工企业普遍举债经营的特性，仍然具有较大的资金周转压力；短期内，联合资信对行业整体信用风险保持相对谨慎态度。

从中长期来看，建筑施工行业仍存在发展空间，建筑行业增长结构开始切换，房屋建筑工程下行压力持续较大，而基础设施建设产值占比不断提升，基建作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用。整体看，建筑业下游需求量在中长期内仍将保持稳定。

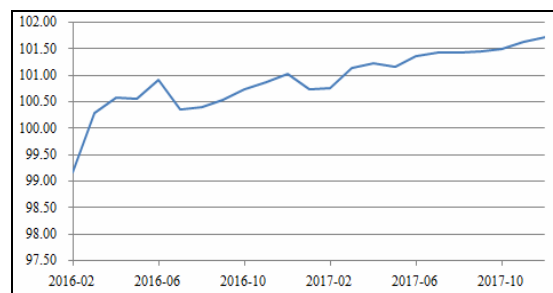
3. 房地产行业分析

(1) 房地产开发行业

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，

“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 3 2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

2017 年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资 10.98 万亿元，同比增长 7.00%；其中住宅投资 7.51 万亿元，同比增长 9.40%，增速较上年上升 3.00 个百分点。全国房屋新开工面积 17.87 亿平方米，同比增长 7.00%，其中住宅新开工面积 12.81 亿平方米，同比增长 10.50%。全国房屋施工面积 78.15 亿平方米，同比增长 3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为 53.64 亿平方米，同比增长 2.90%，增幅较上年上升 1.00 个百分点。总体看，2017 年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017 年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017 年全年商品房销售面积为 16.94 亿平方米，同比增长 7.70%，增速较上年下降 14.80 个百分点；共实现销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.70%，增速较上年下降 21.20 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2017 年百城住宅平均价

格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住

宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13

家,销售额共计8.21万亿元,市场份额超过60%,行业集中度快速提升。2017年,部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机,在重点一线城市市场严控的环境下,抢占具有发展潜力的二、三线市场份额,寻求发展机遇。与此同时,2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势,在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下,行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势,与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

(4) 政策环境

2016年9月末以来,北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策,重新启动限购限贷,提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策,主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”,首次提出“长效机制”:要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位,综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段,加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制,既抑制房地产泡沫,又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币,微观信贷政策要支持合理自住购房,严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策,根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任,房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应,提高住宅用地比例,盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能,带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法,加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监

管和整顿,规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月,40余个城市或地区,出台或升级了限购限贷政策,一线城市北京和广州再次升级政策执行力度,二套房界定标准提升,二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市,由于近期房价涨幅过大,也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日,中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场,坚持政策连续性和稳定性,加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面,2017年7月,住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》,要求在人口净流入的大中城市,加快发展住房租赁市场。目前,住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州,也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》,积极构建购租并举的住房制度,方案中提出了“租购同权”的概念,赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房,在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面,均有详细规定,并明确共有产权住房可落户入学。另外,增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日,中国共产党第十九次全国代表大会开幕,针对房地产市场平稳健康发展,提出“房子是用来住的,不是用来炒的”的定位,坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日,中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作,提出加快住

房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要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。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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。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。

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。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本为13.41亿元。

2. 企业规模及竞争力

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”。2017年获发明专利3项、实用新型专利3项，获全国QC成果8项，住宅设计院获2017年“北京市优秀工程勘察设计奖”11项，获BIM技术成果奖2项。

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。

公司目前年施工规模达800多万平方米，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，在参与北京市保障性住房及城市基础设施项目的建设，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

截至2018年3月底，公司有高级管理人员18人。公司党委书记、董事长、总经理王宝申先生，1957年出生，硕士研究生学历，教授级高级工程师；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；现任公司董事长兼总经理。

截至2018年3月底，公司在职工人数为9866人。从学历构成看，本科及以上学历占53.89%、大专及以下占46.11%；从职称构成看，高级职称占7.50%、中级职称占18.31%、初级及以下职称占74.19%；从年龄构成看，30岁以下占31.85%、31~50岁占50.34%、50岁以上占17.81%。

总体看，公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验；在职工构成情况能够较好的满足公司经营需

要。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G10110106064164706），截至2018年6月13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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司为北京市国资委下属的国有独资企业，公司不设立股东会，设董事会、监事会。董事会为公司的决策机构，按章程规定由7名董事组成（实际北京市国资委委派5名），对北京市国资委负责；负责决定经营计划和投资决策，拟定公司重大收购、合并、分立、解散、变更方案。公司董事会成员由北京市国资委委派6人，职工代表大会选举1人。公司监事会由6人组成。其中，北京市国资委委派4人、公司职工代表大会选举产生职工代表2人；监事会主席由市政府任命；监事每届任期3年。

2. 管理体制

公司注重完善管理制度和提升管理水平，对公司施工质量管理、安全生产管理、财务管理、市场开拓管理和人事与劳工管理等方面进行梳理，建立了一套较为完整的内部控制制度，保证公司经营活动和管理工作有章可循，并在执行过程中不断改进，强化内控，规范流程。

在项目管理上，公司制定了《住总集团工程项目管理实施办法（暂行）》，作为公司推行项目管理的行为规范和考核项目经理和项目经理部的基本依据。

公司承接项目后，由项目经理组建项目部，公司实行项目经理委托责任制，与项目经理签订《项目管理目标责任书》，明确该项目的各项经济技术考核指标，项目经理造成重大损失的，追究其经济责任、行政责任直至法律责任。项目部实行按工程项目独立结算、承包经营。但是项目部的资金在公司统一控制下运行，实行

统筹使用。公司对项目质量、完成情况进行垂直式的统一检查验收。

财务管理方面，公司依照现有的《北京住总集团财务管理制度》系统，建立以总会计师（或财务负责人）为首的财务管理会计核算责任制，公司本部及全资、控股子公司均设置总会计师，总会计师直接对法定代表人负责。公司实行集中结算制度，建立资金管理中心，实行对外统一信贷和互助金制相结合的办法，融通内部资金，提高了资金的使用效率。

投资管理方面，公司下属公司较多。公司要求下属子公司、控股公司对于长期投资必须向公司总部报送年度投资计划，并经审批后下达计划执行。计划外追加项目，必须报公司批准；涉及向境外项目的投资，无论数额大小均必须逐项由公司批准后实施。同时报公司审批和备案的在建项目累计投资（扣除已收回的投资部分）超过本企业净资产的，不得再投资新的项目，有效控制了下属公司的投资规模。

公司作为一家成熟、规范的国有独资企业，建立了完善的法人治理结构，决策监督机制健全；制定了多项内部管理制度，且执行情况良好；综合管理水平较高。

七、经营分析

1. 经营概况

2015~2017年，在各板块业务大幅扩张的带动下，公司营业收入年均复合增长32.38%，2017年为378.54亿元；同期，公司房地产开发收入占主营业务收入比重由24.76%上升至41.57%，建筑施工收入占比由48.16%下降至31.23%，生产性服务收入占比较为稳定。

从毛利率来看，2015~2017年，公司主营业务毛利率逐年下降，2017年为11.86%，主要系房地产开发和工程施工业务毛利率下降所致。生产性服务业务毛利率变动不大。

2018年一季度，公司实现主营业务收入76.51亿元，同比增长21.71%；综合毛利率为9.15%，较上年有所下降。

表2 公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	收入	占比	毛利率
建筑施工	103.88	48.16	12.33	101.12	32.70	10.06	118.23	31.23	10.06	28.60	37.38	8.82
房地产开发	53.41	24.76	27.50	123.44	39.91	21.00	157.37	41.57	17.39	15.92	20.81	18.58
生产性服务	58.43	27.09	5.76	84.70	27.39	4.62	102.95	27.20	5.46	31.99	41.81	4.74
合计	215.71	100.00	14.31	309.26	100.00	12.93	378.54	100.00	11.86	76.51	100.00	9.15

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）建安与市政施工

建筑施工为公司的主要业务之一，包括建安工程和市政工程建设。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。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。公司参与了京城危旧房改造，参与了德宝、天宁寺、东花市、吉祥里、法华南里、金鱼池等十几个危改小区的建设。公司建设的代表性工程包括亚运村、中粮广场、北京航华科贸中心、中华人民共和国最高人民法院办公大楼、北航东南区教研楼、2008北京奥运会曲

棍球场、射箭场等。

2015~2017年，公司建筑施工板块收入占比逐年下降；2017年实现收入118.23亿元，其中建安工程收入占比87.64%。同期，建筑施工业务毛利率有所下降。2018年一季度，建筑施工业务实现收入28.60亿元，占上年该板块收入24.19%；毛利率下降至8.82%。

目前公司在建的建安工程主要位于北京。截至2018年3月底，公司在建建安工程主要包括北京城市副中心行政办公区A3、A4号楼工程、丰台区高立庄西城区旧城保护定向安置房项目三期工程、北京城市副中心职工周转房（北区）项目二标段和朝阳区黑庄户定向安置房项目等，主要在建建安工程合同总金额为90.20亿元，累计施工产值44.40亿元。

表3 截至2018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	北京城市副中心行政办公区 A3、A4 号楼工程	北京市行政副中心工程建设办公室	22.4	15.1	北京市通州区
2	北京城市副中心职工周转房（北区）项目二标段	北京市保障性住房建设投资中心	10.0	1.0	北京市通州区
3	新馨苑住宅区 657 地块住宅项目	中央国家机关公务员住宅建设服务中心	5.3	2.1	北京市海淀区
4	通州口岸（YZ00-0606-0015 地块）项目	北京北建通城国际物流有限公司	5.4	5.1	北京市通州区
5	朝阳区黑庄户定向安置房项目	北京住总房地产开发有限责任公司	9.9	3.9	北京市朝阳区
6	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	6.6	3.0	北京市门头沟区
7	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	8.9	3.1	北京市朝阳区
8	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	11.0	7.9	北京市丰台区
9	北京市通州区潞城镇棚户区改造土地开发项目 A 区杨坨三号地安置房施工总承包（二标段）	北京新奥集团有限公司	5.8	2.8	北京市昌平区
10	北京市冰上项目训练基地 1 标段（综合馆）	北京市体育局	4.9	0.4	北京市延庆县
合 计			90.2	44.4	--

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、沈阳的地铁建设市场。截至2018年3月底，公司在建市政工程项目主要包括北京地铁7号线东延工程土建施工02合同段、北京地铁12号线工

程土建施工12合同段、北京地铁6号线西延工程土建施工03合同段等，主要在建市政工程合同总金额为56.00亿元，累计施工产值30.40亿元；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2018年3月底公司主要在建市政工程项目情况（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	北京城市副中心综合管廊项目	北京市行政副中心工程建设办公室	3.2	2.0	北京市通州区
2	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	6.5	5.8	北京市海淀区
3	北京轨道交通22号线（平谷线）工程土建施工01合同段	北京城市快轨建设管理有限公司	5.6	2.0	北京市平谷区
4	北京地铁12号线工程土建施工12合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	6.6	1.8	北京市朝阳区
5	北京地铁12号线工程土建施工14合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	5.5	1.9	北京市朝阳区
6	北京地铁八通线二期（南延）工程土建施工01合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	4.7	1.6	北京市通州区
7	北京地铁八通线二期（南延）工程土建施工02合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	3.8	0.3	北京市通州区
8	北京地铁7号线东延工程土建施工02合同段	北京市轨道交通建设管理有限公司	13.2	9.8	北京市朝阳区
9	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	5.8	4.6	天津市津南区
10	贵阳市轨道交通2号线一期工程土建施工5标	贵阳市城市轨道交通有限公司	1.1	0.6	贵州省贵阳市
合计			56.0	30.4	--

资料来源：公司提供

表5 公司近年建安与市政板块新签合同情况
（单位：亿元）

	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
建安工程	150.60	170.40	156.41	37.33
市政工程	22.56	36.39	64.23	3.37
合计	173.16	206.79	220.64	40.70

资料来源：公司提供

从新签合同额看，2015~2017年，公司新签合同金额规模不断增长，年均复合增长12.88%，2017年为220.64亿元。公司新签较大项目主要以安置房、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。

（2）房地产开发

公司房地产板块主要包括保障房、商品房建设和土地一级开发业务。公司房地产业务收入由2015年的53.41亿元上升至157.37亿元，系收入规模较大的商品房开发和土地一级开发收入增长所致。同期，该板块综合毛利率也随着两个主要子板块毛利率下降而下降。

表6 公司房地产开发板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	收入	占比	毛利率
保障房开发	9.59	17.96	11.82	9.69	7.85	8.13	11.98	7.62	4.88	2.65	16.65	0.64
商品房开发	23.94	44.82	40.34	50.28	40.73	29.09	63.37	40.27	30.42	4.06	25.50	22.81
土地一级开发	18.24	34.15	12.77	59.36	48.09	13.40	80.07	50.88	7.25	8.59	53.96	16.31
其他	1.63	3.05	96.26	4.11	3.33	61.80	1.94	1.23	87.46	0.62	3.89	91.90
合计	53.41	100.00	27.50	123.44	100.00	21.00	157.37	100.00	17.39	15.92	100.00	18.58

资料来源：公司提供

保障房和商品房开发

公司保障房和商品房建设由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”）承接，其中北京开发和北京金第具有国家一级房地产开发资质。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。公司保障房和商品房项目以北京区域为主。

2015~2017年，公司保障房业务收入有所增加，分别为9.59亿元、9.69亿元和11.98亿元；2018年一季度实现收入2.65亿元，占上年的22.12%。同期，由于公司保障房收入主要来源于毛利率水平较低的翠城项目，公司该板块毛利率持续下降。

表7 截至2018年3月底公司保障房项目收入确认情况（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			
					2015年	2016年	2017年	2018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	0.26	--	--	--
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	--	--	--
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	0.08	--	--	--
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	4.22	--	--	--
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、京房售证字（2007）经33号、京房售证字（2009）经2号）	经济适用房	有经济适用房购房指标的客戶	1.00	0.02	0.97	0.07
翠城ABC区项目	14.40		经济适用房	住保办配售	1.86	--	--	0.17
翠城D北区项目	6.26		经济适用房	住保办配售	0.35	--	3.76	--
晨光C区项目	8.39	朝阳区十里堡居住定向安置房	定向安置房	三定三限客户	--	--	0.10	--
门头沟新城	19.67	自住商品房：预售证号：京房售证字（2014）249号；限价房：预售证号：京	自主商品房、限价房	有保障房购房指标的客戶	--	9.65	--	--

		房售证字（2014）限 24 号						
翠城D南区项目	--	朝阳区翠成馨园 D 南定向安置房	定向安置房	三定三限客户		--	7.15	2.40
合计	175.71	--	--	--	9.59	9.67	11.98	2.64

注：总投资合计数不包括翠城 D 南区项目。

资料来源：公司提供

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、限定销售价格、限定套型面积；限定销售价格、限定套型面积、限定建设标准）、公共租赁房等。经济适用房项目利润率一般为3%，限价房的利润率一般为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，公司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。

保障房开发方面，2015~2017年，公司保障房完成投资额快速增长，分别为4.17亿元、9.02亿元和23.98亿元，2017年主要来自翠成馨园和黑庄户定向安置房项目的投资；保障房竣工面积波动很大，分别为0.93万平方米、21.94万平方米和3.55万平方米。截至2018年3月底，公司在建的保障房总投资合计71.93亿元，总建筑面积104.35万平方米，已完成投资32.30亿元；暂无其他新签但未开工保障房项目。

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	2015年	2016年	2017年
保障房完成投资	4.17	9.02	23.98
保障房竣工面积	0.93	21.94	3.55

资料来源：公司提供

表9 截至2018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南区	定向安置房	25.38	6.40	5.64
黑庄户定向安置房项目	定向安置房	49.57	48.68	24.58
密云区十里堡镇王各庄棚户区改造安置房项目	棚改安置房	19.40	11.69	2.08
宁河区一中片地块一定向安置经济适用房项目	定向安置经济适用房	10.00	5.16	0.00
合 计	--	104.35	71.93	32.30

资料来源：公司提供

商品房开发方面，2015~2017年，此业务板块收入不断增长，分别为23.94亿元、50.28亿元和63.37亿元。与公司保障房业务相比，公司商品房业务毛利率相对较高，但近年来有所下降，主要系结转的项目对应的土地成本高于以前年度项目。

2015~2017年，公司商品房各项开发经营指标正常变化。其中，2017年，公司开复工面积和在建面积均有所增长，分别为198.15万平方米、195.56万平方米，而房屋竣工面积下降至11.47万平方米。商品房销售方面，2017年，公司签约销售面积、签约销售金额和销售回款金

额均较往年有所下降，分别为14.44万平方米、44.02亿元和36.57亿元；而销售均价上升至8.72万元/平方米。公司商品房销售均价有所提升，销售回款情况较好。

截至2018年3月底，公司主要在建商品房项目规划面积合计337.47万平方米，总投资合计409.64亿元，已完成投资283.49亿元，以北京和天津项目为主。

表10 截至2018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	砖厂	门头沟区永定镇	7.32	32.16	30.06
2	亦庄新城	大兴亦庄开发区	5.22	41.59	28.69
3	门头沟新城	门头沟区永定镇	16.85	114.36	91.25
4	桂林润鸿水尚	桂林	44.72	16.84	9.70
5	鞍山金第嘉苑	鞍山	27.31	13.75	5.40
6	高丽营观承	北京	18.98	82.10	69.28
7	白俄天鹅小区项目	白俄罗斯明斯克市	33.13	19.32	8.35
8	4-1号地(福心家园)	天津市宝坻区	27.02	18.37	10.98
9	1-3号地(状元城)	天津市宝坻区	26.19	17.81	8.38
10	2-5号地(蝶恋新园)	天津市宝坻区	15.06	10.24	4.39
11	2-6号地(蝶恋兴园)	天津市宝坻区	58.11	3.95	2.02
12	2-7号地(蝶恋旺园)	天津市宝坻区	8.06	5.48	2.55
13	7-3号地(金玉三园)	天津市宝坻区	17.13	11.65	4.47
14	7-4号地(金玉四园)	天津市宝坻区	15.71	10.69	3.78
15	7-5号地(金玉五园)	天津市宝坻区	16.66	11.33	4.19
合 计			337.47	409.64	283.49

资料来源：公司提供

商品房土地储备来源方面，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，该模式下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行开发运作。2015~2018年3月，公司新增两个项目土地储备，分别位于白俄罗斯首都明斯克市和北京市。截至2018年3月底，公司商品房土地储备面积合计41.38万平方米。

表11 截至2018年3月底公司商品房业务的土地储备情况（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
怀柔项目	11.80	北京怀柔区	2011.1	6.54	挂牌	100
观承项目	7.99	北京顺义区	2013.10	33.00	联合投标获取 出让合同	35
白俄天鹅小区项目	17.67	白俄明斯克市	2017.9	--	新签投资合同	70
北京市通州区台湖镇YZ00-0405-0078、0079、0081地块R2二类居住用地项目	3.92	北京市通州区台湖镇	2018.2	15.70	挂牌	49

注：白俄天鹅小区项目为国外项目，根据当地法规无法核准具体获取价格。

资料来源：公司提供

土地一级开发

公司土地一级开发业务由子公司天津京

城投资开发有限公司（以下简称“京城投资”）、北京住总置地有限公司（以下简称“置地公

司”)、天津市津辰银河投资发展有限公司、天津京宝置地有限公司（以下简称“京宝公司”）和北京住总绿都投资开发有限公司完成。

截至2018年3月底，公司土地一级开发项目共7个，分别为武清旧城改造一级整理项目，轻轨L2线通州段次渠站、垡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目，天津市宝坻新城城中村和平房宿舍区改造项目，密云县十里堡镇棚户区改造项目，天津市北辰区小淀镇示范小城镇项目，丰台岳各庄村、靛厂村棚户区改造项目，门头沟区棚改项目。上述项目模式均为项目公司先垫资，然后政府返还土地资金给项目公司，其中武清旧城改造一级整理项目为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）全部返还项目公司，其他6个项

目返还资金为成本加酬金模式。

2015~2017年，公司该板块确认收入大幅增长，分别为18.24亿元、59.36亿元和80.07亿元；2016~2017年分别收到相关资金3.69亿元和7.27亿元，剩余未收到的资金计入应收账款和长期应收款科目。由于轻轨L2线通州段次渠站、垡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目2017年确认收入占比较大，而该项目毛利率相对偏低，故同期土地一级开发业务毛利率大幅下降至7.25%。

截至2018年3月底，公司土地一级开发项目总投资1244.27亿元，已完成投资536.92亿元；已完成出让土地面积445.28万平方米，累计实现收入223.25亿元。

表12 截至2018年3月底公司土地一级开发项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	总投资额	已出让面积	已完成投资	2016年实现收入	2017年实现收入	2018年一季度实现收入	累计实现收入
武清旧城改造一级整理项目	196.16	207.60	144.60	20.18	19.70	4.82	118.35
轻轨L2线通州段次渠站、垡渠南站、亦庄火车站土地一级开发项目	552.76	237.68	284.87	26.96	56.83	2.72	86.50
天津市宝坻新城城中村和平房宿舍区改造项目	92.00	0.00	58.65	1.38	0.00	0.38	3.33
密云县十里堡镇王各庄棚户区改造项目	33.73	0.00	13.87	0.23	3.55	0.28	4.06
天津市北辰区小淀镇示范小城镇项目	200.00	0.00	22.19	10.63	0.00	0.00	10.63
丰台岳各庄村、靛厂村棚户区改造项目	130.00	0.00	5.59	0.00	0.00	0.39	0.39
门头沟区棚改项目	39.62	0.00	7.15	0.00	0.00	0.00	0.00
合 计	1244.27	445.28	536.92	59.38	80.07	8.59	223.25

资料来源：公司提供

（3）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、钢材物资贸易、设计、物业管理、工程监理以及装饰等业务。2015~2017年，公司生产性服务业务规模持续扩大，实现营业收入分别为 58.43 亿元、84.70 亿元、102.95 亿元，主要系北京住总科贸控股集团有限公司（以下简称“科贸公司”）开展新业务（如焦炭、钛白粉、铁矿石、钢坯等）的收入增长；2018年 1~3 月该板块实现收入 31.99 亿元。同期，生产性服务毛利率较为稳定。

商贸流通业务对公司的生产性服务业务收入贡献最大，其经营主体为科贸公司，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，近年物资供应和物流占该板块收入的85%以上。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，利润率较低；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。2015~2017年，科贸公司实现收入分别为44.00亿元、62.70亿元和100.56亿元。

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。

3. 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。房地产业务实行一、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务要按照集团“一体化”的要求，完善资质，提高经济效益。到2020年，公司要打造以集团甲级设计为依托的EPC装配式工程总承包主体，实现新的产业竞争平台；维护好集团房地产开发一级资质。

八、财务分析

公司提供了2015~2017年合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年1~3月财务数据未经审计。

从报表合并范围来看，2016年和2017年，公司合并范围均新增2家子公司。2016年新增两家子公司为土地一级开发项目主体，公司土地整理业务规模和收入水平大幅提升，故财务数据可比性受到一定影响，主要体现在货币资金、存货、长期应收款和少数股东权益等科目。

1. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额快速增长，年均复合增长47.52%，2017年底为1115.84亿元。2017年底，公司流动资产占58.81%，公司资产构成以流动资产为主。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年		2016年		2017年		2018年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	61.79	12.05	119.17	14.92	117.00	10.49	107.55	9.25
存货	268.60	52.39	375.38	47.00	374.22	33.54	398.17	34.25
流动资产	449.74	87.72	622.14	77.89	656.18	58.81	687.41	59.13
长期应收款	--	--	103.89	13.01	372.16	33.35	387.16	33.30
非流动资产	62.98	12.28	176.62	22.11	459.66	41.19	475.18	40.87
资产总计	512.72	100.00	798.76	100.00	1115.84	100.00	1162.59	100.00

资料来源：根据公司审计报告和季报整理

流动资产

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长20.79%；2017年为656.18亿元，

主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。

2015~2017年，公司货币资金年均复合增

长 37.60%，2017 年为 117.00 亿元。其中使用受限的货币资金为 6.97 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款快速增长，年均增长 17.81%，2017 年底为 67.47 亿元，主要为土地一级开发业务形成的应收款及应收工程款。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款占应收账款账面价值的 80.33%，其中 1 年以内应收款项占 72.56%、1~2 年占 14.94%，账龄较短。该科目前五名合计占比 25.11%，欠款方较为分散；应收账款计提坏账准备比例为 1.90%。2015~2017 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 56.16%，2017 年底为 63.85 亿元，同比增长 123.96%，系子公司京宝公司（负责天津市宝坻新城城中村和平房宿舍区改造项目）预付宝坻新城房屋建设指挥部办公室还迁房补偿资金增加所致；账龄以一年以内为主（占 97.66%）。

2015~2017 年，公司其他应收款快速下降，年均下降 25.81%，2017 年底为 24.23 亿元，主要系公司与其他单位往来款减少所致。其他应收款前五名金额占 48.26%，主要系公司与房地产公司的往来款和天津土地交易中心的押金。

2015~2017 年，公司存货年均复合增长 18.03%，2017 年底为 374.22 亿元，构成以房地产开发产品、房地产开发成本和工程施工（已完工未结算款）为主；2017 年底累计对存货计提跌价准备 2.82 亿元；存货中用于借款抵押的土地资产 81.18 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 170.16%，2017 年底为 459.66 亿元，主要系长期应收款大幅增长所致；构成以长期应收款和投资性房地产为主。

由于公司 2016 年大规模开展土地一级开发业务，形成长期应收款；2017 年底为 372.16 亿元，同比增长 258.24%，全部为北京住总置地有限公司等子公司土地整理业务形成的土地整理、拆迁安置款等，对公司资金形成较大占用。

2015~2017 年，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长 51.85%；2017 年底为 54.88 亿元，同比增长 105.91%，主要系子公司天津京城投资开发有限公司和北京住总科贸控股集团有限公司用于出租的房产由固定资产转入投资性房地产，以及上述房产由成本计量模式变更为公允价值模式计量而形成增值所致。

另外，长期股权投资 2017 年同比下降 35.86%，主要系公司处置持有的北京东方双龙时代置业有限公司股权所致。固定资产和投资性房地产中用于借款抵押的房产分别为 0.43 亿元和 6.08 亿元，用于借款质押的长期应收款 43.21 亿元。

2018 年 3 月底，公司资产总额为 1162.59 亿元，较 2017 年底增长 4.19%；资产结构较 2017 年底变化不大。其他应收款较上年底大幅增长，系公司与其他单位往来款增加所致。其他科目变化不大。同期，公司受限资产合计 153.26 亿元。其中受限货币资金 7.85 亿元、存货中用于借款抵押的土地资产 82.58 亿元、固定资产和投资性房地产中用于借款抵押的房产分别为 0.42 亿元和 13.59 亿元、用于借款质押的长期应收款 48.81 亿元。

近年，公司资产规模稳步增长。受行业经营特点影响，公司应收类款项和存货占比较大；随着土地一级开发业务收入规模的增长，公司长期应收款规模大幅增长，对资产流动性存在较大影响，公司资产质量一般。

2. 资本结构

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 61.93%，主要系少数股东权益增长所致；2017 年底所有者权益为 216.01 亿元，其中少数股东权益占比大。

2015~2017 年，公司实收资本有所增长，年均复合增长 4.01%，系国有资本经营预算安排资金增加公司国家资本金所致；2017 年底实收资本增加至 13.41 亿元。

2015~2017 年，公司少数股东权益快速增长，年均复合增长 108.55%，主要系公司合并范围内新增控股子公司和其参股股东对其增资所致；2017 年底少数股东权益增加至 159.21 亿元。公司子公司置地公司与北京市行政副中心建设发展基金（有限合伙）签订了《北京住总置地有限公司增资扩股协议》，协议约定北京市行政副中心建设发展基金（有限合伙）以现金 70 亿元增资，全部作为置地公司注册资

本金；2016 年和 2017 年分别到位 38.55 亿元和 31.45 亿元。另外，2017 年子公司京宝公司获得无固定期限信托贷款 19 亿元。

公司其他权益工具为公司发行的“15 京住总 MTN001”永续中票 10.00 亿元。

2018 年 3 月底，公司所有者权益 196.80 亿元，较 2017 年底下降 8.89%，主要系子公司京宝公司偿还永续债 19 亿元。

整体看，公司所有者权益稳定性较差。

表 14 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	59.18	13.75	93.33	14.57	96.02	10.67	98.72	10.22
应付账款	64.69	15.03	80.87	12.63	92.86	10.32	79.16	8.20
预收款项	21.87	5.08	85.58	13.36	73.95	8.22	86.14	8.92
其他应付款	65.44	15.21	89.10	13.91	112.59	12.51	140.59	14.56
流动负债	278.56	64.73	406.20	63.43	431.15	47.91	451.52	46.75
长期借款	140.67	32.69	181.94	28.41	396.30	44.04	431.90	44.72
非流动负债	151.78	35.27	234.21	36.57	468.69	52.09	514.26	53.25
负债合计	430.34	100.00	640.41	100.00	899.83	100.00	965.78	100.00
实收资本	12.40	15.05	13.23	8.35	13.41	6.21	13.41	6.81
其他权益工具	10.00	12.14	10.00	6.32	10.00	4.63	10.00	5.08
少数股东权益	36.60	44.43	110.08	69.52	159.21	73.70	138.63	70.44
所有者权益合计	82.38	100.00	158.35	100.00	216.01	100.00	196.80	100.00

资料来源：公司年报及季报

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 44.60%；2017 年底为 899.83 亿元，其中流动负债占 47.91%，负债结构转变为以非流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 24.41%，主要系短期借款、应付账款、预收账款、其他应付款增加所致，2017 年底为 431.15 亿元。

2015~2017 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 27.38%，2017 年底为 96.02 亿元，以信用借款为主。

2015~2017 年，随公司业务规模扩张，公司应付账款快速增长，年均复合增长 19.81%，2017 年底为 92.86 亿元，主要为应付材料采购款和工程款等。从账龄看，1 年以内的占

70.43%、1 至 2 年的占 19.28%、2 至 3 年的占 4.15%、3 年以上的占 6.14%，整体账龄较短。

2015~2017 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 83.88%。2017 年底为 73.95 亿元，同比下降 13.59%，主要系房地产开发项目预收款结转收入规模较大所致。

2015~2017 年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长 31.17%，2017 年底为 112.59 亿元，同比增长 26.37%，主要系业务往来款大幅增长所致。

2015~2017 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 75.73%，主要系长期借款增加所致。2017 年底，非流动负债 468.69 亿元，构成主要为长期借款、应付债券和长期应付款。

2015~2017 年，受土地一级开发业务规模扩张的影响，公司外部融资规模大幅增长，且

整体期限有所拉长，与土地一级开发业务回款时间较长的特点形成匹配，2017 年底公司长期借款 396.30 亿元，同比大幅增长 117.82%，以保证借款为主。

2015~2017 年，应付债券快速增长，2017 年底为 40.00 亿元，包括“16 京住总 01 债”15 亿元、“16 京住总 02 债”20 亿元和“16 京住总 03 债”5 亿元。

2015~2017 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 291.03%，2017 年底为 30.09 亿元，同比增长 168.77%，主要系融资租赁借款大幅增长及新增政府转借资金（天津市政府债券转借子公司京宝公司）所致；长期应付款中的融资租赁借款和政府转借资金均为有息债务，纳入公司调整后全部债务核算。

2018 年 3 月底，公司负债总额 965.78 亿元，较 2017 年底增长 7.33%。公司其他应付款较 2017 年底增长 24.87%，主要为往来款、认购金和保证金押金等。长期借款较 2017 年底增长 8.98%。应付债券增长 25.00%，系子公司北京开发于 2018 年发行的商业地产抵押贷款支持票据 10 亿元。

从有息债务来看，2015~2017 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 46.28%，2017 年底为 567.39 亿元，同比增长 57.75%，主要系长期债务增长所致；其中短期债务占 23.09%、长期债务占 76.91%。考虑将长期应付款中的有息债务计入调整后全部债务核算，2015~2017 年，公司调整后全部债务分别为 265.18 亿元、368.92 亿元和 595.52 亿元。从债务指标看，2015~2017 年，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率呈下降趋势，调整后长期债务资本化比率呈上升趋势，2017 年底分别为 80.64%、73.38%和 68.25%。

2018 年 3 月底，公司全部债务 611.88 亿元，较 2017 年底增长 7.84%，债务结构基本无变化；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别上升至 83.07%、75.66%和 71.00%。调整后全部债务 640.00 亿元，调

整后全部债务资本化比率及调整后长期债务资本化比率分别为 76.48%和 72.16%。

总体看，公司所有者权益随着少数股东权益增长而大幅提升，其稳定性较差。受土地一级开发业务规模扩张的影响，公司有息债务规模大幅增长，长期债务占比进一步上升，公司债务负担重。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司经营情况良好，随着土地一级开发业务规模增长，营业收入快速增长，年均复合增长率为 32.38%。同期，公司营业成本年均复合增长 34.29%，增速高于收入增速。2015~2017 年，公司营业利润率呈现小幅下降趋势，分别为 10.94%、10.63%和 9.93%。

2015~2017 年，公司期间费用年均复合增长 9.06%，2017 年为 28.61 亿元，同比增长 6.95%，主要以管理费用为主；其中，销售费用同比增长 17.22%，系房地产开发项目收入增长，其销售费用相应增长所致；管理费用同比增长 17.03%，主要系职工薪酬、折旧费、办公费等增加所致；财务费用同比下降 15.49%，系大部分利息进行了资本化处理。2015~2017 年，公司期间费用率逐年下降，2017 年为 7.52%，期间费用控制能力较好。

公司投资收益主要来自长期股权投资产生的收益。2015~2017 年，公司投资收益快速下降，年均下降 68.56%，对利润的贡献大幅减弱，2017 年为 0.65 亿元。

2015~2017 年，公司利润总额快速增长，年均复合增长 43.38%，2017 年达 10.04 亿元。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司净资产收益率分别为 4.01%、3.48%和 2.98%，总资产收益率分别为 4.22%、3.06%和 2.04%，均呈下降趋势，公司整体盈利能力弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.06 亿元，相当于 2017 年的 20.26%；实现利润总额 2.06 亿元；同期营业利润率为 9.11%，较 2017 年有所下降。

随着土地一级开发业务规模的增长,公司营业收入及利润规模相应稳步增长;期间费用控制能力较好。公司整体盈利能力弱。

4. 现金流分析

从经营活动来看,2015~2017年,受与其他公司的往来款波动增长影响,公司经营活动产生的现金流入呈增长趋势,分别为303.47亿元、596.26亿元和468.27亿元。其中销售商品提供劳务收到的现金分别为199.14亿元、303.74亿元和300.10亿元。受土地一级开发业务投入大规模增加影响,公司经营活动现金流出快速增长,分别为281.47亿元、677.94亿元和706.01亿元。其中支付与其与经营活动有关的现金主要为与其他公司的往来款。2015~2017年,由于公司各板块经营投入规模增长较快,而主营业务收入回款增长相对较慢,使得公司经营活动产生的现金流量净额由正转负,且资金缺口进一步扩大,分别为21.99亿元、-81.68亿元和-237.74亿元。

从收入实现质量指标看,2015~2017年,公司现金收入比分别为91.73%、97.86%和78.89%,公司收入的实现质量一般。

从投资活动来看,2015~2017年,公司投资活动现金流入量相对较小,主要来自处置长期股权投资及其持有期间产生的收益;受公司对外股权投资减少以及收购子公司的投资款减少影响,公司投资活动现金流出快速下降。2015~2017年,公司投资活动产生的现金流量净额由负转正,分别为-19.94亿元、-6.13亿元和3.29亿元。

鉴于经营活动资金需求较大,公司须通过对外融资来弥补资金缺口。2015~2017年,公司筹资活动收到的现金大幅增长,分别为190.52亿元、356.60亿元和418.06亿元,主要来自借款取得的现金。此外,吸收投资收到的现金主要系子公司的股东注资,收到其他与筹资活动有关的现金主要为融资租赁款;筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的本息。

2015~2017年,受益于筹资活动获得现金的增加,公司筹资活动产生的现金流量净额由负转正,分别为-2.45亿元、144.48亿元和228.55亿元。

2018年1~3月,公司经营活动、投资活动及筹资活动现金净额分别为-32.42亿元、-0.84亿元和23.02亿元;公司现金收入比为123.67%,收现质量好。

随着业务扩张,公司经营支出规模增幅较大,但回款规模未实现同等幅度增长,导致经营活动现金净流出规模大幅增长;公司投资活动相对较少,经营活动资金缺口主要依靠外部筹资规模的扩张予以平衡。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015~2017年,公司流动比率呈下降趋势,分别为161.45%、153.16%和152.19%;速动比有所波动,分别为65.03%、60.75%和65.40%。2018年3月底,上述两项指标分别为152.24%和64.06%。2015~2017年,公司经营现金流动负债比分别为7.90%、-20.11%和-55.14%;公司现金类资产分别为62.00亿元、119.24亿元和117.55亿元,分别为同期公司短期债务的0.53倍、0.87倍和0.90倍,对短期债务保障能力较弱。整体看,公司面临一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看,2015~2017年,公司EBITDA持续增长,分别为18.72亿元、21.00亿元和22.52亿元;EBITDA利息倍数分别为0.98倍、1.10倍和0.79倍;受债务规模快速增长影响,公司调整后全部债务/EBITDA也快速增长,分别为14.16倍、17.57倍和26.45倍。总体看,公司长期偿债能力弱。

截至2018年5月底,公司无对外担保。

截至2017年底,公司本部获得银行授信额度为245.90亿元,尚未使用额度为155.78亿元,公司间接融资渠道较为畅通。

公司存在一定短期支付压力,长期偿债能力一般。考虑到公司股东北京市国资委对其支

持以及其业务性质，公司整体偿债风险较小。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

本期中期票据发行金额15亿元，分别占2018年3月底调整后全部债务和调整后期长期债务的2.34%和2.94%，本期中期票据发行对公司现有债务影响小。

截至2018年3月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为83.07%、76.48%和72.16%。以此财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率将分别上升至83.29%、76.90%和72.74%，公司债务负担略有上升。考虑到本期中期票据募集资金全部用于偿还金融机构借款，公司债务负担将低于上述指标测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的20.23倍、39.75倍和31.22倍；公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的1.47倍、-5.45倍和-15.85倍；公司EBITDA分别为本期中期票据发行额度的1.25倍、1.40倍和1.50倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障程度好，EBITDA对本期中期票据保障程度尚可。联合资信同时关注到，若公司在相应计息年度末不行使赎回权，本期中期票据利息重置会加重公司支付压力。

十、结论

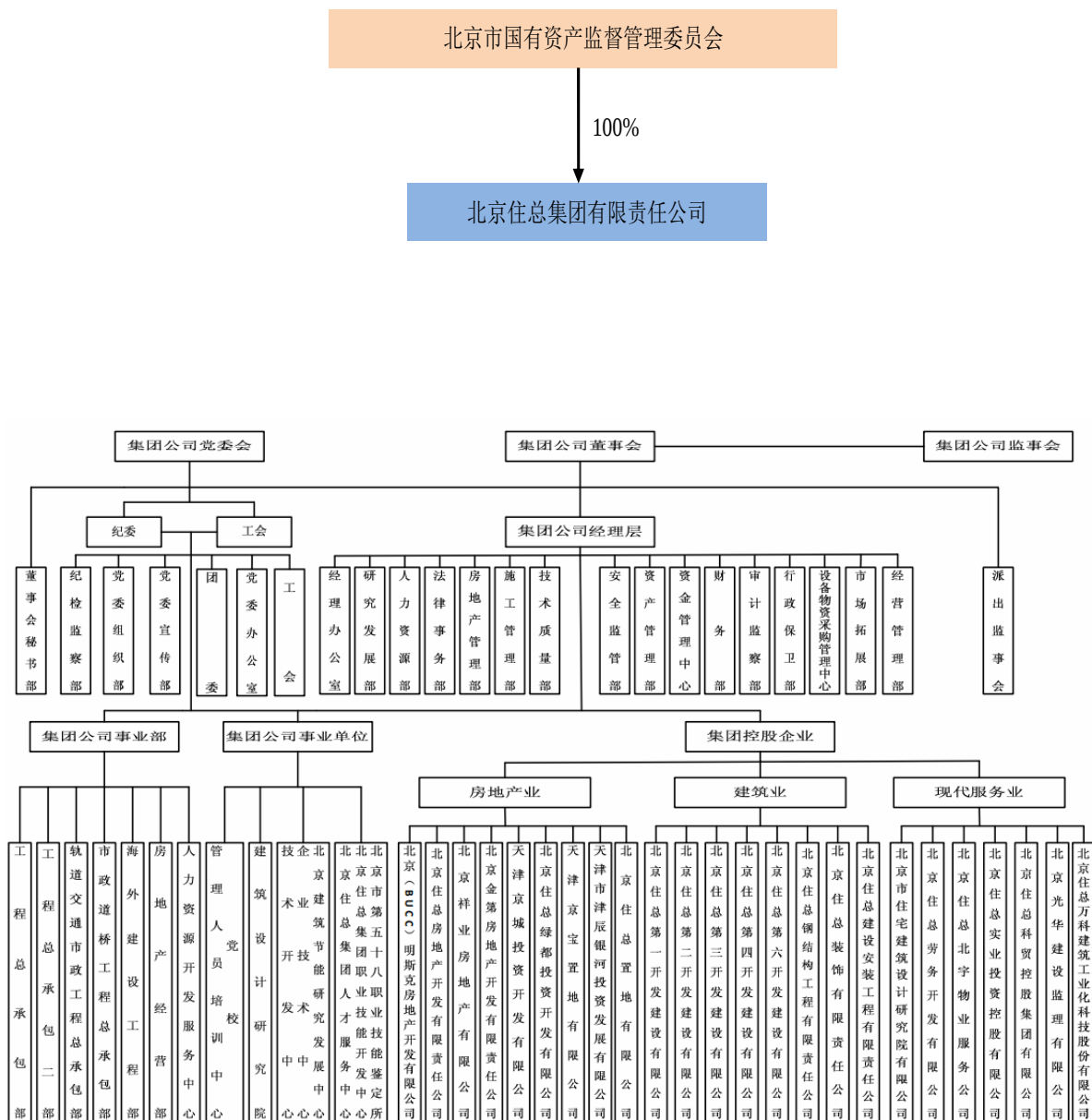
随着中国城市化进程的加快，市政基础设施建设投资在全国固定资产投资的比重逐年上升，为建筑企业提供了广阔的成长空间和持续发展的有利条件。北京市经济发达，持续进行的大规模基础设施建设和保障性住房建设规划，为公司的业务发展提供了良好的发展前景。

公司是北京市大型建筑施工企业和保障性住房开发企业，经营资质齐全，综合竞争实力较强。随着各板块业务较快发展，公司主营业务收入快速增长；建安业务新签合同量具备一定规模，在建商品房项目和土地一级开发项目较多，未来可实现持续收入，公司整体业务发展仍具备良好空间。

公司资产以流动资产为主，应收类款项规模较大，且由于存货以房地产开发相关成本为主，整体资产流动性及质量一般；公司依靠外部融资满足经营规模扩大所需资金，债务负担进一步加重，债务水平持续维持高水平，面临一定短期债务支付压力；考虑到公司股东北京市国资委对其支持以及其业务性质，公司整体偿债风险较小。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障程度好。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	62.00	119.24	117.55	108.97
资产总额(亿元)	512.72	798.76	1115.84	1162.59
所有者权益(亿元)	82.38	158.35	216.01	196.80
短期债务(亿元)	116.48	137.74	131.09	129.97
长期债务(亿元)	148.67	221.94	436.30	481.90
调整后长期债务(亿元)	148.70	231.18	464.43	510.03
全部债务(亿元)	265.15	359.68	567.39	611.87
调整后全部债务(亿元)	265.18	368.92	595.52	640.00
营业收入(亿元)	217.10	310.37	380.43	77.06
利润总额(亿元)	4.89	8.26	10.04	2.06
EBITDA(亿元)	18.72	21.00	22.52	--
经营性净现金流(亿元)	21.99	-81.68	-237.74	-32.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.91	5.64	5.89	--
存货周转次数(次)	0.72	0.84	0.89	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.47	0.40	--
现金收入比(%)	91.73	97.86	78.89	123.67
营业利润率(%)	10.94	10.63	9.93	9.11
总资本收益率(%)	4.22	3.06	2.04	--
净资产收益率(%)	4.01	3.48	2.98	--
长期债务资本化比率(%)	64.35	58.36	66.89	71.00
调整后长期债务资本化比率(%)	64.35	59.35	68.25	72.16
全部债务资本化比率(%)	76.30	69.43	72.43	75.66
调整后全部债务资本化比率(%)	76.30	69.97	73.38	76.48
资产负债率(%)	83.93	80.18	80.64	83.07
流动比率(%)	161.45	153.16	152.19	152.24
速动比率(%)	65.03	60.75	65.40	64.06
经营现金流流动负债比(%)	7.90	-20.11	-55.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.98	1.10	0.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.16	17.13	25.19	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	14.16	17.57	26.45	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 调整后长期债务=长期债务+长期应付款中融资租赁款。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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+一年内到期的长期负债+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

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 北京住总集团有限责任公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京住总集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京住总集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京住总集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京住总集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京住总集团有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京住总集团有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京住总集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京住总集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对北京住总集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京住总集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。