信用等级公告

联合[2018] 1589 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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^+，并维持“15 京住总 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月十一日

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

北京住总集团有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

债券简称	债券余额	到期兑付日[1]	跟踪评级结果	上次评级结果
15 京住总 MTN001	10.00 亿元	2018/09/11	AA^+	AA^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

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	--

注：1、2018 年一季度财务数据未经审计；2、公司将“15 京住总 MTN001”计入所有者权益。

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，随着各板块业务较快发展，公司主营业务收入快速增长，其中房地产开发收入占比小幅提升；公司建安工程新签合同规模较为充足，土地一级开发投入规模逐年扩张。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司跟踪期内整体毛利率有所回落、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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“15 京住总 MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 北京市经济发达，基础设施投资建设规模较大，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，公司土地一级开发项目不断投入，公司规模大幅扩张。
3. 跟踪期内，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。

[1] 15 京住总 MTN001 为永续中票，期限均为 3+N（N 为续期数），假设到期兑付日为第 3 个计息年度末。

分析师

黄静雯　张 铖

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

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。

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

北京住总集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京住总集团有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司是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（见附件 1）；跟踪期内，其股东及实际控制人未发生变化。经过多次增资和资本公积转增实收资本，其中 2017 年北京市国有资本经营预算安排资金 1855.00 万元增加公司实收资本，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本及实收资本均为 13.41 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围未发生变化，土地一级开发收入及业务规模逐年扩张。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；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。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评“15京住总MTN001”尚需偿还债券余额10亿元（见表1），其募集资金已按计划全部用于偿还银行贷款。

“15京住总MTN001”在其第3个（2018年9月11日）和之后每个付息日，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“15京住总MTN001”。“15京住总MTN001”前3个计息年度的票面利率保持不变，为5.00%；自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率；若公司不行使赎回权，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。跟踪期内，公司已按期支付该债券利息。

表1 2018年6月底跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15京住总MTN001	10	10	2015/09/11	3+N

注：N为续期数。

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

公司所属行业为建筑施工行业和房地产开发行业，业务涉及住宅建设、市政等基础设施建设，以及商品房、保障性用房开发等领域，承接的项目主要位于北京市。

1. 区域经济

北京市经济持续增长，产业结构不断优化，固定资产投资稳步增长；全市综合实力不断提高，为公司创造了良好的外部环境。

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。

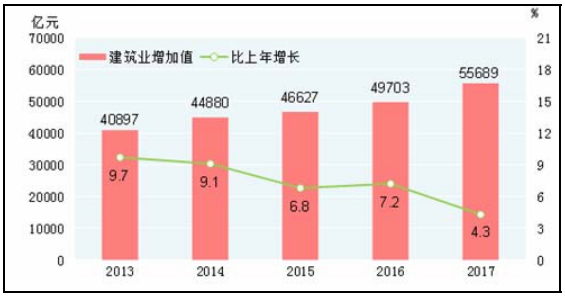
2. 建筑行业分析

（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、%）

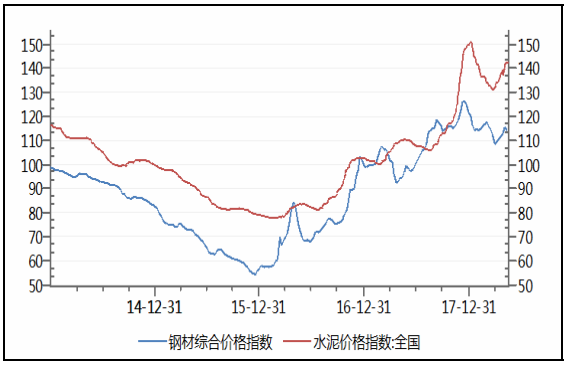


资料来源：国家统计局

（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。

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

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。

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 2　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 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。

在城镇化建设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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

跟踪期内，公司股东和实际控制人未发生变化。

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为北京市国资委。按照《北京市财政局关于批复北京市人民政府国有资产监督管理委员会2017年国有资本经营预算的函》通知，2017年北京市国有资本经营预算安排资金1855.00万元增加公司国家资本金，用于支持4个项目，分别为建筑业转型升级创新技术研发及产业化项目、人力资源共享平台SaaS模式研究项目、管理驾驶舱暨工程项目管理信息系统-PMS升级改造及拓展项目、朱晓峰-住总集团试验和资料网络化与BIM技能培训科技创新团队组建。截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本增加至13.41亿元，北京市国资委100%持股。

2. 股东支持

2017 年北京市一般公共预算收入持续增长，财政实力强。北京市国资委作为公司股东和实际控制人，跟踪期内通过资本金和资产注入给予公司一定支持。

根据《北京市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，北京市全年完成一般公共预算收入 5430.8 亿元，比上年增长 6.8%（剔除营改增影响，同口径增长 10.8%）。其中，与“营改增”相关的增值税等完成 1671.9 亿元，

下降 7.1%；企业所得税和个人所得税分别为1229.8 亿元和 643.2 亿元，分别增长 12.3%和12.6%。一般公共预算支出 6819.5 亿元，增长6.4%。财政自给率为 79.64%，财政自给能力一般。

公司是北京市大型建筑施工企业和房地产开发企业，北京市国资委作为其股东给予公司一定支持。跟踪期内，北京市国有资本经营预算安排资金 1855.00 万元向公司注资。另外，2017 年，根据《北京市人民政府国有资产监督管理委员会关于明斯克北京饭店项目股权结构调整方案的通知》（京国资[2015]343 号），将北京首都开发控股（集团）有限公司和北京市建筑设计研究院有限公司所持明斯克北京饭店有限责任公司的股权无偿划转至公司，增加公司资本 0.47 亿元。

3. 企业规模

公司是北京市大型建筑施工和房地产开发企业，尤其在承接保障性住房上具有重要地位。

目前，公司是北京市四家大型城市建设企业之一，主要从事建筑施工和房地产开发，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，市政公用工程施工总承包一级、机电工程施工总承包一级、钢结构工程专业承包一级、建筑装修装饰工程专业承包一级、地基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，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中，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。

4. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

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。

截至 2018 年 5 月 26 日，公司未被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，由于各板块业务较快发展，公司主营业务收入快速增长；受土地一级开发收入陆续确认影响，房地产开发收入占比略有提升。

跟踪期内，在各板块业务稳步扩张的带动下，公司主营业务收入同比增长22.40%，2017年实现主营业务收入378.54亿元；同期，房地产开发业务收入占主营业务收入比重由2016年的39.91%进一步上升至41.57%，建筑施工收入占比随之下降至31.23%。

从毛利率来看，2017年公司主营业务综合毛利率下降至11.86%，系房地产开发业务毛利率下降所致。其他两个板块毛利率变动小。

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 3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
建筑施工	101.12	32.70	10.06	118.23	31.23	10.06	28.60	37.38	8.82
房地产开发	123.44	39.91	21.00	157.37	41.57	17.39	15.92	20.81	18.58
生产性服务及其他	84.70	27.39	4.62	102.95	27.20	5.46	31.99	41.81	4.74
合计	**309.26**	**100.00**	**12.93**	**378.54**	**100.00**	**11.86**	**76.51**	**100.00**	**9.15**

资料来源：审计报告及公司提供

跟踪期内，公司建筑施工板块业务收入稳步增长，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。

建筑施工是公司的主要业务之一，包括建安工程和市政工程建设。跟踪期内，该板块收入占比仍在30%以上，2017年实现收入118.23亿元，同比增长16.92%。其中建安工程收入占比87.64%。同期，建筑施工业务毛利率同比无变化。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%；毛利率略有下降至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4　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。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5　截至2018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

从新签合同额看，公司新签合同金额规模不断增长，2017年为220.64亿元，同比增长6.70%。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6　公司近年建筑施工新签合同情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

跟踪期内，随着商品房和土地一级开发业务确认收入较多，公司房地产开发业务板块收入规模大幅提升。商品房业务稳步经营，土地一级开发项目投资规模大，未来对公司造成较大资金压力。

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。2017年，公司房地产业务收入157.37亿元，同比增长27.49%，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，随着土地一级开发毛利率较大幅度下降，该板块综合毛利率下降3.61个百分点至17.39%。

表7 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	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
保障房开发	9.69	7.85	8.13	11.98	7.62	4.88	2.65	16.65	0.64
商品房开发	50.28	40.73	29.09	63.37	40.27	30.42	4.06	25.50	22.81
土地一级开发	59.36	48.09	13.40	80.07	50.88	7.25	8.59	53.96	16.31
其他	4.11	3.33	61.80	1.94	1.23	87.46	0.62	3.89	91.90
合计	**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

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。

跟踪期内，公司保障房开发业务经营模式未发生变化。2017 年，公司保障房业务实现收入 11.98 亿元，同比略有增长。由于 2017 年和 2018 年一季度保障房开发收入主要来源于低毛利率的翠城项目，故跟踪期内该板块毛利率持续下降。

表8 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			累计确认收入
					2016年	2017年	2018年1-3月	
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户	0.02	0.97	0.07	13.18
翠城ABC区项目	14.40		经济适用房	住保办配售	--	--	0.17	32.53
翠城D北区项目	6.26		经济适用房	住保办配售	--	3.76	--	6.12
晨光C区项	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	--	10.99
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：京房售证字（2014）限 24 号	自主商品房、限价房	有保障房购房指标的客户	9.65	--	--	9.65
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	9.55
合计	**91.32**	--	--	--	**9.67**	**11.98**	**2.64**	**72.47**

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

2017 年，公司保障房完成投资额 23.98 亿元，主要来自翠成馨园和黑庄户定向安置房项目的投资；但竣工面积大幅缩减至 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，2017年公司房地产收入和毛利率稳步增长；2018年一季度该业务毛利率有所回落，系当年结转的项目对应的土地成本高于以前年度项目。

2017年，公司商品房各项开发经营指标正常变化。其中，开复工面积和在建面积分别增长至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上年有所下降，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。跟踪期内，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。跟踪期内，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

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、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。

2017年，该板块确认收入80.07亿元（收入项目明细见表12），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%。

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**

注：部分项目总投资额有所调整。
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司无新增土地一级开发项目；截至 2018 年 3 月底，公司土地一级开发项目仍为 7 个（见表 12），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。

跟踪期内，公司生产性服务业务收入大幅增长，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。

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，主要包括商贸流通、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。2017 年，公司生产性服务业务规模持续扩大，实现营业收入 102.95 亿元，同比增长 22.40%，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。该板块毛利率稳步增长。

商贸流通业务对公司的生产性服务业务收入贡献最大，2017 年实现收入 100.56 亿元。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。

未来公司将继续立足北京市，逐步推进现有三个经营板块的产业融合发展；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。

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

公司提供的 2017 年度财务数据已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，事务所出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年公司通过投资设立方式新纳入合并范围的子公司 2 家。该合并范围变化对公司财务数据无影响，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，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，对资产流动性产生较大影响，公司资产质量一般。

2017 年底，公司资产总额 1115.84 亿元，较上年底增长 39.70%；其中流动资产占 58.81%，资产结构仍以流动资产为主，但占比较上年度大幅下降。

表13 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	119.17	14.92	117.00	10.49	107.55	9.25
存货	375.38	47.00	374.22	33.54	398.17	34.25
流动资产	**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	**176.62**	**22.11**	**459.66**	**41.19**	**475.18**	**40.87**
资产总计	**798.76**	**100.00**	**1115.84**	**100.00**	**1162.59**	**100.00**

资料来源：公司年报及季报

2017 年底，公司流动资产 656.18 亿元，同比增长 5.47%，构成以货币资金和存货为主。公司货币资金为 117.00 亿元，同比小幅下降 1.82%，其中使用受限的货币资金为 6.97 亿元。应收账款为 67.47 亿元，同比增长 10.34%，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 年以内应收款项占比为 72.56%、1~2 年占比为 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%。预付款项为 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%）。存货为 374.22 亿元，与上年基本持平，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。其他应收款规模相对较小，但下降幅度较大，主要系公司与其他单位往来款下降所致。

2017 年底，公司非流动资产 459.66 亿元，同比增长 160.25%，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。长期应收款 372.16 亿元，同比增长 258.24%，全部为公司子公司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。投资性房地产 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，长期股权投资同比下降 258.24%，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。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益大幅增长，主要系少数股东权益增长所致，所有者权益稳定性较差。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，公司整体债务负担很重。

2017 年底，公司所有者权益 216.01 亿元，同比增长 36.41%；其中少数股东权益占比大。少数股东权益 159.21 亿元，同比增长 44.63%，主要系北京市行政副中心建设发展基金（有限合伙）为公司子公司置地公司进一步注资 31.45 亿元及子公司京宝公司获得无固定期限信托贷款 19 亿元导致少数股东权益增加。资本公积 6.51 亿元，同比略有增加，系资产注入所致。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。

2017 年底，公司负债合计 899.83 亿元，同比增长 40.51%；其中流动负债占 47.91%，

负债结构转变为以非流动负债为主。

表14 公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	93.33	14.57	96.02	10.67	98.72	10.22
应付账款	80.87	12.63	92.86	10.32	79.16	8.20
预收款项	85.58	13.36	73.95	8.22	86.14	8.92
其他应付款	89.10	13.91	112.59	12.51	140.59	14.56
流动负债	**406.20**	**63.43**	**431.15**	**47.91**	**451.52**	**46.75**
长期借款	181.94	28.41	396.30	44.04	431.90	44.72
非流动负债	**234.21**	**36.57**	**468.69**	**52.09**	**514.26**	**53.25**
负债合计	**640.41**	**100.00**	**899.83**	**100.00**	**965.78**	**100.00**
少数股东权益	110.08	69.52	159.21	73.70	138.63	70.44
所有者权益合计	**158.35**	**100.00**	**216.01**	**100.00**	**196.80**	**100.00**

资料来源：公司年报及季报

2017 年底，公司流动负债 431.15 亿元，同比增长 6.14%；构成主要为短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款。公司短期借款 96.02 亿元，同比增长 2.88%，以信用借款为主。应付账款为 92.86 亿元，同比增长 14.82%，主要为应付材料采购款和工程款等。预收款项 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。其他应付款 112.59 亿元，同比增长 26.37%，主要系业务往来款大幅增长所致。

2017 年底，公司非流动负债合计 468.69 亿元，同比增长 100.12%，主要系长期借款大幅增长所致；构成主要为长期借款、应付债券和长期应付款。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，导致 2017 年公司长期借款同比大幅增长 117.82%，以保证借款为主；应付债券 40.00 亿元，与上年持平。长期应付款 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（天津市政府债资金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。

2017 年底，公司全部债务 567.39 亿元，同比上升 57.75%；其中长期债务占 76.90%，长期债务占比有所上升。跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别上升至 80.64%、72.43%和 66.89%。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，公司调整后全部债务 595.52 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 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上升至 76.48%和 72.16%。

3. 盈利能力

跟踪期内，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为稳定；整体盈利能力弱。

2017 年公司实现营业收入 380.43 亿元，同比增长 22.57%；营业成本为 334.35 亿元，同比增长 23.97%。由于成本增速略高，公司营业利润率小幅下降至 9.93%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 77.06 亿元。

2017 年，公司期间费用同比增长 6.95%，构成以管理费用（主要为职工薪酬）为主。随着公司整体经营规模扩张，公司销售费用和管理费用分别同比增长 17.22%和 17.03%；财务费用同比下降 15.49%，系大部分利息进行了资本化处理。同期，公司期间费用占营业收入的比重为 7.52%，有所下降。

2017 年，公司实现利润总额 10.04 亿元，同比增长 29.11%。

从盈利指标看，受政府补贴下降和所得税费用增幅较大影响，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别小幅下降至 2.04%和 2.98%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业利润 2.04 亿元，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。

4. 现金流分析

跟踪期内，随着业务扩张，公司经营支出规模增幅较大，但回款规模未实现增长，导致经营活动现金净流出规模有所增长；公司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。

经营活动现金流方面，2017年，受土地一级开发业务规模大幅增长的影响，公司业务经营产生的现金流出大幅增长，但同时收入回款规模未实现增长，导致经营活动现金流净额仍为负，且净流出规模大幅增长191.05%。公司现金收入比为78.89%，收入实现质量较上年大幅下降。

2017年，公司投资活动现金流规模相对较小，投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主（主要包括处置持有的北京东方双龙时代置业有限公司股权收到的现金）2017年，公司投资活动产生的现金流量净金额为3.29亿元，由负转正。

2017 年，公司筹资活动现金流入以取得借款收到的现金为主；另外，吸收投资收到的现金 50.94 亿元，系北京市行政副中心建设发展基金（有限合伙）对子公司置地公司的注资 31.45 亿元以及子公司京宝公司获得无固定期限信托贷款 19 亿元；当期，筹资活动产生的现金流入额为 418.06 亿元。2017 年，公司筹资活动现金流出为 189.41 亿元，以债务偿还支出为主。筹资活动产生的现金流净额 228.55 亿元，同比增长 58.19%。

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。

5. 偿债能力

跟踪期内，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，公司整体偿债能力较好。

从短期偿债能力指标看，2017 年公司流动比率 152.19%，与上年变化不大；速动比率为 65.40%，同比上升 4.65 个百分点。2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 152.24%和 64.06%。由于公司经营活动净现金流规模有所下降以及流动负债规模上升，2017 年公司经营现金流动负债比仍为负。整体看，公司存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 22.52 亿元，较上年增长 7.25%。公司全部债务/EBITDA 同比大幅上升至 25.19 倍；EBITDA 利息倍数下降至 0.79 倍，EBITDA

对利息支出的保障能力弱，公司长期偿债能弱。

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。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年5月底，公司存续债券余额62.00亿元，一年内到期的应付债券10.00亿元，存续债券的短期兑付压力小，长期兑付压力尚可，未来债券本金偿还集中度受投资者行使回售选择权及公司行使赎回权时点的影响大。

截至2018年5月底，若公司2018年对“15京住总MTN001”行使赎回权，公司一年内到期的应付债券10.00亿元；若投资者在“16住总01”、“16住总02”和“16住总03”的存续期第3年末不行使回售选择权，在“18住总01”的存续期第3年末行使回售选择权，且公司在“15京住总MTN001”的存续期第6年行使赎回权，2021年公司将达到存续债券偿还本金峰值62.00亿元。2017年底，公司现金类资产117.55亿元；2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为468.27亿元、-237.74亿元和22.52亿元，对公司存续债券保障情况见表15。总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对一年内到期的应付债券余额的保障能力强；公司经营活动现金流入量规模大，对公司待偿还存续债券余额的保障能力较强。

表15　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

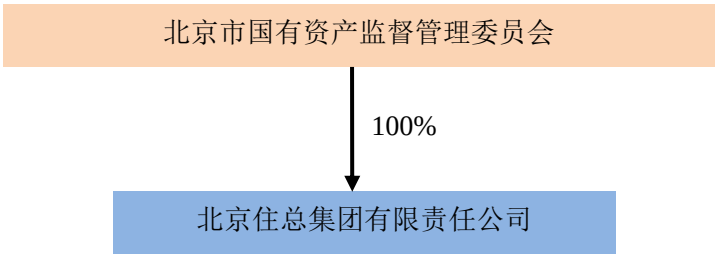
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	62.00
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	46.83
现金类资产/一年内到期债券余额	11.76
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	7.55
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-3.83
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.36

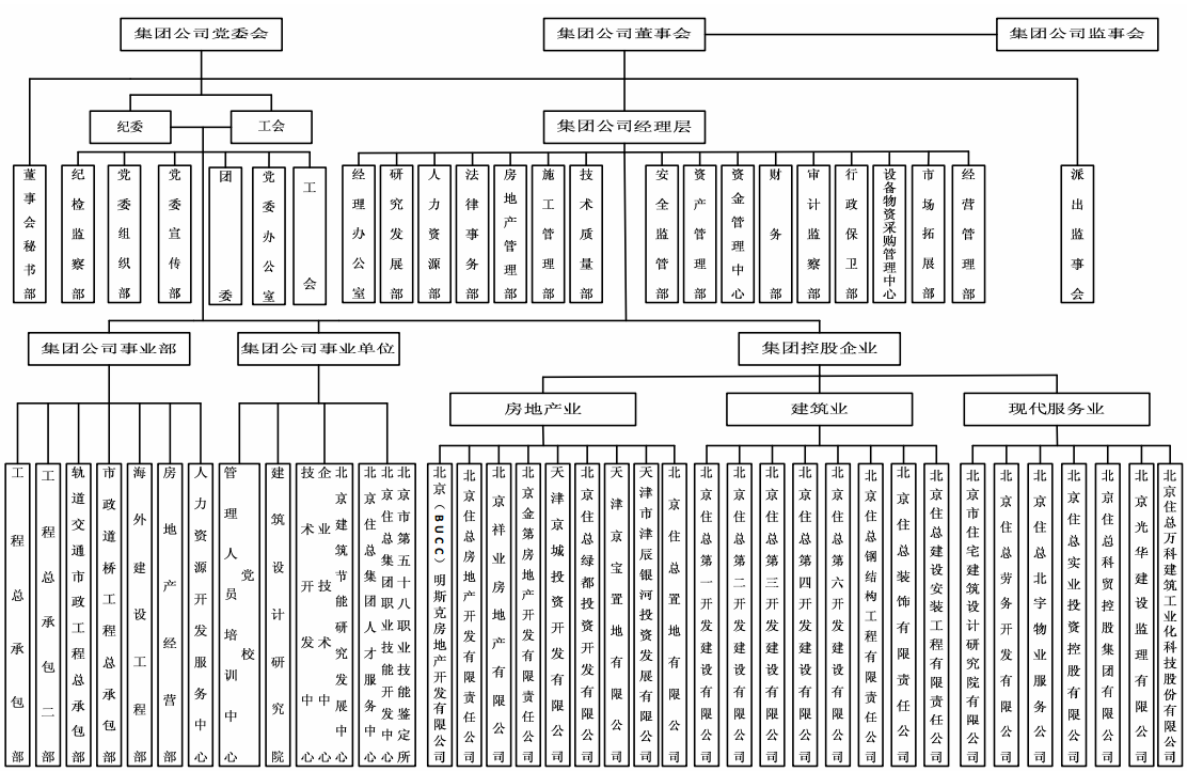
资料来源：公司年报及wind资讯

十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，并维持“15京住总MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2018 年 3 月底公司股权及组织结构图





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	26.44	--

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；3. 公司将“15 京住总 MTN001”计入所有者权益。

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	（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	营业总收入/（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	营业总收入/平均资产总额
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	（营业总收入-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

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。