

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1672 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“13京住总MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月三十日

评级业务专用章

7101030046109

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中期票据跟踪评级报告

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
13 京住总 MTN001	5 亿元	2013/10/17- 2016/10/17	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	38.64	63.94	60.97	62.97
资产总额(亿元)	281.35	372.23	468.76	495.12
所有者权益(亿元)	43.76	56.26	69.06	70.11
长期债务(亿元)	50.97	121.59	135.90	141.32
全部债务(亿元)	123.01	187.57	256.97	255.03
营业收入(亿元)	152.28	182.30	205.91	47.34
利润总额(亿元)	3.31	3.66	4.30	0.85
EBITDA(亿元)	10.36	12.70	19.00	--
经营性净现金流(亿元)	0.46	-9.64	-63.06	13.90
营业利润率(%)	12.58	12.41	11.62	11.39
净资产收益率(%)	5.02	4.88	3.64	--
资产负债率(%)	84.45	84.89	85.27	85.84
全部债务资本化比率(%)	73.76	76.93	78.82	78.44
流动比率(%)	127.95	169.07	159.20	168.32
全部债务/EBITDA(倍)	11.87	14.77	13.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.63	1.12	0.96	--
经营现金流/流动负债(%)	0.25	-5.02	-24.18	--

注: 1、2015 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、2015 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

李毅婷 杨明奇
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,公司营业收入继续增长,其中生产性服务板块规模大幅增长,公司建安工程新签合同规模较大,土地储备充足。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债务负担进一步加重、经营活动现金流出规模大、短期支付压力加大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,且土地储备充足,未来公司整体业务发展仍具备良好空间。基于以上因素,联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信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“13京住总MTN001”信用等级为AA。

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. 跟踪期内,公司建安工程新签合同规模可满足业务收入增长需要,土地储备充足,为公司未来业务收入增长及盈利能力增强提供了有力支撑。
3. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对“13 京住总 MTN001”保障程度好。

关注

1. 跟踪期内,公司房地产开发项目签约销售规模下滑幅度较大,可能对其之后年度商品房板块收入的实现带来一定负面影响。
2. 伴随业务规模的扩大,公司资金需求压力

较大，债务规模大幅上升，债务负担进一步加重，面临一定短期支付压力。

3. 公司经营活动现金流净额波动大，2014 年表现为大规模的净流出。

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“13京住总MTN001”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。截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 11.72 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；室内外装饰装修；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。公司许可经营范围包括：对外派遣本行业工程、生产及服务的劳务人员。

截至 2015 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 25 家。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 468.76 亿元，所有者权益合计 69.06 亿元（其中少数股东权益 31.22 亿元）；2014 年公司实现营业收入 205.91 亿元，利润总额 4.30 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 495.12 亿元，所有者权益合计 70.11 亿元（其中少数股东权益 31.39 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 47.34 亿元，利润总额 0.85 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价

格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2014 年,中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元,比上年增长 11140 亿元,增长 8.6%。其中,中央一般公共预算收入 64490 亿元,比上年增长 4292 亿元,增长 7.1%;地方一般公共预算收入(本级)75860 亿元,比上年增长 6849 亿元,增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元,同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元,比上年增长 11449 亿元,增长 8.2%。其中,中央本级支出 22570 亿元,比上年增长 2098 亿元,增长 10.2%;地方财政支出 129092 亿元,比上年增长 9351 亿元,增长 7.8%。

2014 年,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、常备借贷便利(SLF)等货币政策工具,创设中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款工具(PSL);非对称下调存贷款基准利率;两次实施定向降准。稳健货币政策的实施,使得货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末,广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%;人民币贷款余额同比增长 13.6%,比年初增加 9.78 万亿元,同比多增 8900 亿元;全年社会融资规模为 16.46 万亿元;12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%,比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年,中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出,2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右,居民消费价格涨幅 3%左右,城镇新增就业 1000 万人以上,城镇登记失业率 4.5%以内,进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“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 2014 年国民经济和社会发展统计公报》,2014 年,北京市实现地区生产总值 21330.8 亿元,比上年增长 7.3%,其中,第一产业增加值 159 亿元,下降 0.1%;第二产业增加值 4545.5 亿元,增长 6.9%;第三产业增加值 16626.3 亿元,增长 7.5%。2014 年,北京实现工业增加值 3746.8 亿元,比上年增长 6.0%,其中,规模以上工业增加值增长 6.2%;全年完成全社会固定资产投资 7562.3 亿元,比上年增长 7.5%,其中,第三产业投资 6681.6 亿元,增长 9.5%。

伴随着北京市经济稳步发展,其财政实力进一步增强。2014 年,北京市全年完成地方公共财政预算收入 4027.2 亿元,比上年增长 10.0%;其中,增值税 646.7 亿元,增长 12.5%;营业税 1068.6 亿元,增长 3.3%;企业所得税和个人所得税 915.8 亿元和 383.5 亿元,分别增长 14.2%和 14.9%。稳健的财政收入为城市建设奠定了良好的经济基础。

2014 年,北京市完成房地产开发投资 3911.3 亿元,比 2013 年增长 12.3%。其中,住宅投资完成 1962 亿元,增长 13.8%;写字楼投资完成 750.2 亿元,增长 22.6%;商业、非公益用房及其他投资完成 1199.1 亿元,增长 4.5%。全市商品房施工面积为 13641.5 万平方米,比上年末下降 1.8%。其中,住宅施工面积为 6999.7 万平方米,下降 5.5%;写字楼为 2277.1 万平方米,增长 7.7%;商业、非公益用房及其他为 4364.7 万平方米,与上年持平。

2014年,北京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 8209.8 亿元,比上年增长 10.1%。其中,在本市完成 2895.8 亿元,增长 3.6%;在外埠完成 5314 亿元,增长 13.9%。2014 年新签合同额 10441.8 亿元,增长 7.4%。

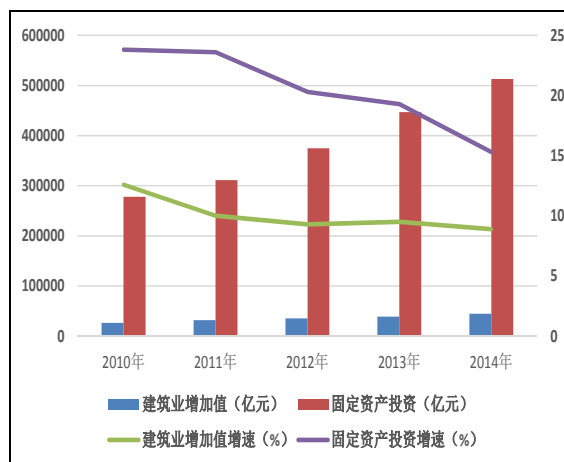
2014 年,全市保障性住房完成投资 639 亿元,保障房施工面积为 4368 万平方米,其中当年新开工面积为 509.5 万平方米,竣工面积为 1201.6 万平方米。全年销售保障房 470.5 万平方米,比上年增长 9.5%。2015 年北京市住房保障工作主要目标为建设筹集各类保障房 10.5 万套,其中公共租赁住房 2 万套,经济适用住房 0.2 万套,限价商品住房 4 万套(包括不少于 2 万套的自住型商品房),棚户区改造安置住房 4.3 万套;基本建成 8 万套。截至 2015 年 4 月底,北京市保障性住房共实现新开工 26994 套,面积 252.7 万平方米,完成全年 10.5 万套任务的 25.7%,其中:公租房 368 套、限价房 9295 套(含自住型商品房)、棚户区改造定向安置房 17331 套;各类保障房基本建成(含竣工)38327 套,面积 325.2 万平方米,完成全年 8 万套任务的 47.9%,其中:公租房 3657 套、经适房 6970 套、限价房 4601 套、棚户区改造定向安置房 23099 套。

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。2014 年,全社会建筑业增加值 44725 亿元,比上年增长 8.9%。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 6913 亿元,增长 13.7%,其中国有及国有控股企业 1639 亿元,增长 11.7%。

图 1 2010~2014 年中国建筑业增加值、固定资产投资及二者的增长率



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。2014 年全社会固定资产投资 512761 亿元,比上年增长 15.3%,扣除价格因素,实际增长 14.7%,固定资产投资增长较快。

同时 2014 年房地产市场持续低迷,城市住宅市场成交量同比下降较快,住宅、办公楼及商品房销售面积同时下降。但考虑到水利建设规模持续增长,铁路建设投资不断恢复,以及政府保障房投资力度加大等利好因素,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 and 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：联合资信通过公开资料整理

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

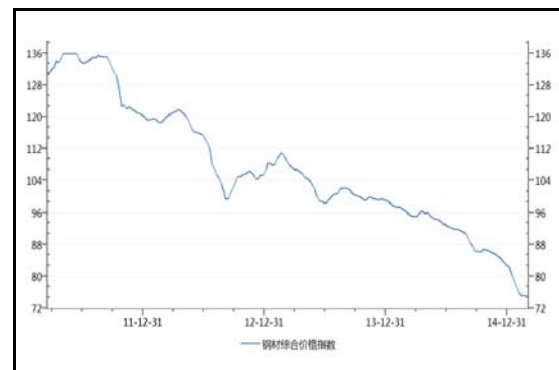
行业竞争加剧挤压利润空间

中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，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较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

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，钢材价格延续了震荡走低的态势。总体看，钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱，短期内难以改善。

2013 年上半年全国水泥平均价格基本处于金融危机以来的最低水平，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 月份又向下回调。

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

区域经济的发展、中国城镇化进程以及保障房建设也为建筑企业提供了市场商机：

区域经济方面，2009 年以来，全国范围内获批上升为国家发展战略的区域规划相继出台，形成了“东部率先”、“中部崛起”、“东北振兴”、“成渝经济圈”等板块。众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，为建筑业企业带来较大的市场需求。

城镇化方面，城镇化建设是建筑市场的亮点。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。城镇化建设步伐的加快将带来对房产和基础设施建设的大量需求，为建筑业开拓了市场空间。

保障房方面，2010 年以来，政府继续增加保障性住房和普通商品住房的有效供给，加快推进保障性安居工程建设，全面启动城市和国有工矿棚户区改造工作。2012 年 1 月国家财政部公布《关于切实做好 2012 年保障性安居工程财政资金安排等相关工作的通知》指出：切实落实资金来源，确保不留资金缺口。同年 5 月，住建部住房保障司副司长表示，中央对保障性安居工程的补助力度只增不减，同时，中央代地方发行的国债优先和倾斜用于保障性安居工程。2012 年 6 月，住建部、发改委等 7 部委联合发文鼓励民间资本参与保障性安居工程建设，此外银行信贷的支持力度也在加大。2013

年 6 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，研究部署加快棚户区改造，促进经济发展和民生改善，未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户，其中 2013 年改造 304 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度；鼓励“债贷组合”方式用于棚改债券；允许棚改债券规模由项目总投 60%提升至 70%。2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20%左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。由于国家的保障性住房建设规划，建筑行业在房地产开发上所能获得市场空间将会扩大。

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

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存

去化。

进入 2014 年,房地产行业外部大环境正在酝酿变化,众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显,土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度,如利率汇率的决定、投融资制度等的改革,都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中,房地产开发方面,2014 年,全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元,同比增长 10.5%,增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中,住宅投资 6.4 万亿元,增长 9.2%,增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点;办公楼投资 0.6 万亿元,增长 21.3%,增速较 2013 年回落 16.9 个百分点;商业营业用房投资 1.4 万亿元,增长 20.1%,增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年,全国房屋新开工面积同比持续下降,全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米,同比下降 10.7%,其中,住宅新开工面积 12.5 亿平方米,同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米,同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米,同比增长 5.9%。房地产销售方面,全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年,全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米,同比下降 7.6%,销售额为 7.6 万亿元,同比下降 6.3%。分物业来看,仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米,同比下降 9.1%,销售额为 6.2 万亿元,同比下降 7.8%;办公楼销售面积为 2498 万平方米,同比下降 13.4%,销售额为 2944 亿元,同比下降 21.4%;商业营业用房销售面积为 9075 万平方米,同比增长 7.2%,销售额为 8906 亿元,同比增长 7.6%。房地产供求对比方面,2014 年市场整体供大于求,库存升至历史高位,去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%,供应量同比增长 3.2%,销供比为 0.82,较 2013 年的 0.93 明显下降。其中,北京当年成交减少而供应增加,销供比仅为 0.64,与 2013 年 1.53 的水平差距较大;上海、广州、武汉也由 2013

年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求,销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度,市场销售下降、供应增加,推动整体库存持续攀升,出清周期延长。进入四季度,销售有所回升,库存仍高位盘整,截至 2014 年 12 月底,20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米,环比增长 1.8%,较 2013 年同期增长 25.5%,为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面,2014 年,在全国房地产行业整体降温的大背景下,宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先,新常态下中央调控更注重市场化,以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性,着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此,2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主,未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产,房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革,货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来,央行明确指出要持续实施稳健的货币政策,继续深化金融体制改革,并贯彻定向调控要求;5 月 30 日,国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长,加大“定向降准”措施力度。二季度以来,央行多次定向调整释放流动性,推进金融市场发展;年末央行对金融机构存款统计口径进行调整,拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据,表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节,中型房企的资金压力得到缓解。此外,支持自住性刚需,差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日,央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》(以下简称“‘930’新政”),对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升:首

套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

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。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 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

2015 年 3 月 30 日，由中国人民银行、住房城乡建设部、中国银行业监督管理委员会联合下发的通知（以下简称“330 新政”）对居民购买二套房首付比例进行了调整。330 新政指出，拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，购买二套房最低首付款比例调整为不低于 40%；公积金贷款买首套房最低首付款比例为 20%，公积金贷款买二套房，已结清一套购房贷款的，最低首付款比例为 30%。330 新政及降准等政策对房地产市场需求的带动效果明显，4 月单月销售面积、销售额同比转降为增，新开工、到位资金同比降幅收窄，但开发投资增速加快回落，企业投资信心仍显不足。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增速

低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策及 330 新政等，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。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. 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。2011 年，根据十二五规划，在“十二五”期间，中国将加大保障性住房的建设规模，提高保障性住房在住房供应体系中的比重，重点将加快发展公共租赁房，继续推进廉租住房和经济适用住房建设，增加限价商品住房供应。同时，继续大力推进各类棚户区改造。“十二五”期间，中国将新建各类保障性住房 3600 万套，保障性住房的覆盖率将达到 20%。

根据财政部综合司发布的《2014 年各级财政支持保障性安居工程建设情况》，2014 年全年保障性安居工程建设共支出 4319.49 亿元，同比增长 11.2%，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 740 万套。2015 年，全国财政一般公共预算安排保障性安居工程资金 3602.28 亿元，比上年增长 7%。

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，此外，以北京为例，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。

2011 年 3 月 16 日，国务院正式发布了《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，其中在保障性住房建设规划方面，通过增加保障性住房的建设和供应增加房地产市场的有效供给，缓解房地产市场供需矛盾。

具体到北京地区，“十二五”期间，北京市将以保障性住房为重点，全面推进住宅产业化，拟将建设、收购保障性住房 100 万套，竣

工 70 万套，投资规模达 6000 多亿元，到 2015 年产业化建造方式的住宅达到当年开工建筑面积 30% 以上，累计示范面积超过 1500 万平方米。同时北京市将进一步扩大棚户区改造范围，将中心城区平房院落修缮、老旧小区综合整治、城中村边角地整治和城乡结合部改造 4 类项目纳入棚户区改造范围。计划用五年时间，改造 527 个中心城区棚户区项目，计划 5 年投入 5000 多亿元，惠及居民 23 万户。

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，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，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率有重要的地位。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

跟踪期内，根据《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；现任公司董事长兼总经理。

截至 2015 年 3 月底，公司在职职工人数为 8518 人，从学历构成看，本科及以上学历占 47.76%，大专及以下占 52.24%；从职称构成看，高级职称占 7.95%，中级职称占 16.94%，初级及以下职称占 75.11%；从年龄构成看，30 岁以下占 29.82%，30~50 岁占 49.04%，50 岁以上占 21.14%。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构和管理体制上无重大变动。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务收入保持增长，2014年实现主营业务收入204.63亿元，较2013年增长12.95%。2014年公司建筑施工为100.04亿元，同比增长9.11%；房地产开发业务收入为53.37亿元，同比增长8.53%；生产性服务收入51.22亿元，同比大幅增长50.82%；其中建筑施工板块收入占主营业务收入比重为48.89%，房地产开发业务收入占比26.08%，生产性服务业占主营业务收入比重上升为25.03%。

从毛利率变化趋势来看，跟踪期内公司综合毛利率有所下滑，2013~2014年分别为15.63%和14.21%。公司承接的建安施工业务种类较多，其中市政工程毛利率相对较高，而房建业务毛利相对较低。2014年，公司建筑施工毛利率由

上年的8.47%提升至13.25%。公司房地产开发业务主要为保障房开发、商品房开发及土地一级开发，近年来该业务毛利率保持相对稳定，2014年为25.02%。2014年公司生产性服务业毛利率较2013年有明显下降，为4.83%。公司各业务板块毛利率均有不同程度升降，但毛利率水平较低的生产性服务在营业收入中的比重逐渐加大，造成公司综合毛利率有一定下降。

2015年1~3月，公司实现主营业务收入46.77亿元，与上年同期相比增长18.41%，毛利率为13.16%。同期，公司房地产开发板块中部分商品房销售毛利率较高，带动该业务板块毛利率有所提升。

表2 2012~2014年及2015年1~3月公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年			2015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	69.99	46.40	12.98	91.69	50.61	8.47	100.04	48.89	13.25	22.52	48.15	10.13
房地产开发	51.16	33.92	24.23	55.52	30.65	25.30	53.37	26.08	25.02	8.81	18.84	33.52
生产性服务	29.69	19.68	9.80	33.96	18.74	19.14	51.22	25.03	4.83	15.44	33.01	6.03
合计	150.84	100.00	16.17	181.17	100.00	15.63	204.63	100.00	14.21	46.77	100.00	13.16

资料来源：公司提供

建安与市政施工

2014年，公司建筑施工业务全年实现营业收入100.04亿元，同比增长9.11%。

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。在成立早期，公司在北京建设了著名的亚运村，建筑面积达176万平方米；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中粮广场、北京航华科贸中心、中华人民共和国最高法院办公大楼、北航东南区教研楼、2008北京奥运会曲棍球场、射箭场等。

目前公司在建的建安工程主要分布于北京、天津等地，截至2014年底，公司主要在建建安工程主要包括广华新城居住区617地块职工住宅建设项目、朝阳区王四营乡官庄新村农民回迁安置房工程项目等，主要在建建安工程合同总金额为49.93亿元，其中北京地区合同金额占比为84.38%。

表3 截至2014年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	所在区域
1	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	9.05	北京市朝阳区
2	朝阳区王四营乡官庄新村农民回迁安置房工程	北京五方嘉和房地产开发有限公司	6.40	北京市朝阳区
3	北京市档案馆新馆建设项目施工总承包	北京市档案局	5.94	北京市朝阳区
4	卫生部心血管病防治研究中心及阜外心血管病医院扩建工程	中国医学科学院阜外心血管病医院	5.17	北京市西城区
5	首都医科大学附属北京天坛医院迁建工程二标段	首都医科大学附属北京天坛医院	4.73	北京市丰台区
6	门头沟区采空棚户区改造黑山地定向安置房项目（6标段）	北京市门头沟采空棚户区改造建设中心	3.78	北京市门头沟区
7	住宅1号楼等6项工程（全国人大机关大郊亭建设项目）	全国人民代表大会常务委员会办公厅机关事务管理局	3.74	北京市朝阳区
8	北航沙河公共实验楼（组团3）	北京航空航天大学	3.32	北京市昌平区
9	南开大学新校区（津南校区）理科生活组团、留学生宿舍、专家公寓工程	南开大学	4.44	天津市
10	南开大学新校区（津南校区）旅游与服务学院、新兴学科组团等建筑工程	南开大学	3.36	天津市
合计			49.93	

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2014年底，公司主要在建市政工程主要为北京地铁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、北京地铁14号线工程土建施工21合同段工程等，主要在建市政工程合同总金额为38.16亿元；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，大部分施工为地铁建设的土建工程，未来随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2014年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	所在区域
1	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	北京市海淀区
2	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	5.72	北京市海淀区
3	北京地铁14号线工程土建施工21合同段工程	北京市轨道交通建设管理有限公司	3.28	北京市朝阳区

4	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	北京市丰台区
5	北京地铁7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	2.60	北京市朝阳区
6	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	2.21	北京市海淀区
7	北京市南水北调配套工程东干渠工程施工第二标段	北京市南水北调工程建设管理中心	3.13	北京市朝阳区
8	广渠路（东四环路-通州区怡乐西路）道路工程6#标段	北京市公联公路联络线有线责任公司	1.70	北京市通州区
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	天津市地下铁道集团有限公司	5.82	天津市
10	西安市地铁三号线一期工程鱼化寨至保税区段（不含试验段）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	西安市
合计			38.16	

资料来源：公司提供

从新签合同额看，2012~2014年，公司新签合同金额规模波动增长，年均复合增长率为10.47%，2014年为151.08亿元，同比下降7.45%。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：万元）

	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
建安	1030020.89	1440797.53	1354309.95	267164.37
市政	119402.00	191618.02	156520.45	0
合计	1238121.65	1632415.55	1510830.40	267164.37

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，为公司业务发展提供有力支撑。

房地产开发

公司下属的北京住总房地产开发有限责任公司是公司房地产业务的经营主体，具有国家一级房地产开发资质，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。公司下属的北京金第房地产开发有限责任公司、北京祥业房地产有限公司主要从事商品房的开发。

房地产开发业务是公司的第二大主业，2012~2014年，公司房地产业务收入占公司主营业务收入的比重分别为33.92%、30.65%和26.08%。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，2014年，上述三项业务收入占公司主营业务收入比重分别为4.70%、13.07%和8.63%。

保障房开发方面，截至2014年底，公司累计承建的保障房面积（京津两地合计）约为600万平方米，已成为北京市大型保障性住房建设主体之一。

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

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。

2012~2014年，公司保障房业务收入波动下降，分别为16.85亿元、7.42亿元和9.62亿元；2012~2014年，公司保障房收入在房地产业务收入中的占比分别为32.94%、13.36%和17.81%；在主营业务收入中的占比分别为11.17%、4.10%和4.70%。

表6 截至2015年3月底公司已完保障房项目情况（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（亿元）				
					2011年	2012年	2013年	2014年	2015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	7.78	1.61	0.634	-	-
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	9.23	-	0.07	0.15	0.05
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	1.37	-	0.08	-	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	3.74	-	0	-	-
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	5.77	-	-	-	-
翠城ABC区项目	14.40		经济适用房	住保办配售	-	-	-	-	-
翠城D区项目（一期）	6.26		经济适用房	住保办配售	-	1.62	1.09	2.64	-
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	-	10.31	-	-	-
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	-	3.31	5.546	0.31	-
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	0.0045

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（亿元）				
					2011年	2012年	2013年	2014年	2015年1-3月
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				27.89	16.85	7.42	9.62	4.70

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司保障房完成投资额波动增长，分别为5.85亿元、3.70亿元和13.33亿元；保障房竣工面积波动下降，分别为50.60万平方米、5.25万平方米和26.48万平方米。总体看，近三年公司保障房建设处于建设周期交替期，伴随之前年度开发的保障房项目集中于2011年和2012年竣工，2013年公司保障房开发规模呈现暂时性回落，2014年随着新项目的陆续投入，整体保障房开发规模较2013年显著提升。

表7 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	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
保障房完成投资	5.85	3.70	13.33	0.98
保障房竣工面积	50.60	5.25	26.48	0.00

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司在建的保障房总投资合计24.41亿元，总建筑面积60.60万平方米，

已完成投资13.00亿元。

2011年8月18日，朝阳区政府授权公司下属子公司北京住总房地产开发有限责任公司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。

总体看，公司保障房项目后续投入资金规模较大，未来公司面临一定的资金压力。此外，公司保障性住房开发业务具有一定周期性，出于对公司房地产开发业务盈利能力的考虑，公司在制定经营计划时适当调整保障房建设比例。随着公司承接的保障房建设任务陆续完成，2013年开发规模相应下降。2012年和2013年期间，公司新增土地规模较大，其中均包含一定比例的保障房配建，加之“十二五”期间北京市大力推进保障房及棚户区改造，其中棚户区改造须由具有一定资质的国有企业承建，公司在该领域具有突出优势，为公司保障房业务未来稳定发展提供了有力支撑。

表8 截至2015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	0.98
翠成馨园经济适用房D南区	定向安置房	25.40	6.40	
东铁营定向安置房项目	定向安置房	13.50	11.75	12.02
总计		60.60	24.41	13.00

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，2012~2014年，此

业务板块收入波动增长，分别为23.78亿元、32.73亿元和26.10亿元，在主营业务收入中的占比分别为15.77%、18.07%和13.73%。与公司保障房业务相比，公司商品房业务毛利率相对较高，2012~2014年分别为32.34%、33.58%和39.77%。

2012~2014年，公司商品房开发指标均呈现不同程度的下降趋势，尤其在2014年，受当年房地产市场景气度下降影响，公司开复工面积、新开工面积、房屋竣工面积及在建面积较上年均明显下降，分别为87.95万平方米、17.95万平方米、28.91万平方米和127.95万平方米。商品房销售方面，2014年，公司签约销售规模较上年大幅下降，签约销售面积和签约销售金额分别为4.13万平方米和8.19亿元，公司2014年签约销售规模的下降可能对其之后年度商品房板块收入的实现带来一定负面影响；受益于北京亦庄金域东郡及门头沟新城实现销售，自2014年起，公司签约销售均价较之前年度有所

增长。

表9 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	2012年	2013年	2014年	2015年 1~3月
开复工面积	205.69	187.84	87.95	60.74
其中：新开工面积	70.73	74.75	17.95	5.53
房屋竣工面积	77.35	41.14	28.91	0.47
在建面积	142.90	155.98	127.95	111.36
新项目签约销售面积	27.02	24.42	4.13	2.32
新项目签约金额	30.91	41.33	8.19	7.23
销售均价	1.06	1.48	1.98	3.12
销售回款金额	47.93	52.30	22.05	4.80

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司主要在建商品房项目规划面积合计256.27万平方米，总投资合计268.15亿元，已完成投资216.96亿元。

表10 截至2015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	33.50
2	门头沟砖厂	北京市门头沟区永定镇冯村	27.49	28.90	21.57
3	门头沟新城	北京市门头沟区	49.00	88.60	69.00
4	怀柔梦想山0024地块	怀柔区杨宋镇	5.87	4.18	4.15
5	桂林润鸿水尚二期B、C区	桂林市象山区凯风路8号	10.58	3.09	2.16
6	金润·凤凰洲（一期一段）	天津市宝坻区马家店镇	3.28	2.63	1.85
7	金第嘉苑（一期）	鞍山铁东区越岭路155号	6.27	2.75	2.27
8	大兴旧宫3号地C-14地块	北京大兴区旧宫镇	26.78	34.67	32.66
9	亦庄金域东郡	亦庄开发区河西区X86地块	20.96	27.39	24.09
10	尚清湾	天津武清区	27.70	15.89	14.15
11	西大望路	北京市朝阳区	7.45	12.50	6.93
12	白俄天鹅小区	白俄罗斯明斯克市	35.83	19.32	4.63
合 计			256.27	268.15	216.96

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2015年3月底，公司土地储备面积合计162.69万平方米，京内土地储备主要在顺义及怀柔区，其余土地储备分布在白俄罗斯、广西、四川等地。上述土地储备主要通过招拍挂及股权收购等方式取得，主要用于商品房项目建设。

表 11 截至 2015 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
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
北京亦庄河西X13R2地块	6.76	北京市经济技术开发区	2013.11	12.20	挂牌	50.00
大兴亦庄新城B01R1地块	9.16	大兴区	2013.11	16.40	挂牌	50.00
门头沟新城MC16-073地块	10.18	门头沟区	2013.12	58.66	挂牌	35.00
门头沟区门头沟新城MC00-0017-6002	3.39	门头沟区	2015.02	11.76	收购	22.00
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
桂林润鸿水尚项目二期、三期	10.71	桂林市象山区凯风路8号	2006.12	1.45	挂牌	60.00
金润凤凰洲	6.31	天津市宝坻区马家店镇	2009.09	0.80	协议出让	36.00
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
七里渠项目	6.89	北京昌平区	2014.01	36.07	公开市场招标	50.00
白俄天鹅小区	31.16	白俄明斯克	2010.01	-	股权收购	70.00
顺义高丽营	32.43	北京顺义区高丽营镇于庄	2013.10	33.00	挂牌	35.00
合计	162.69			178.46		

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做账依据,从土地挂牌到收到土地转让款周期约1个月左右。目前该项目已经收到回款约69.76亿元。

该项目总投资106.16亿元,截至2015年3月底,已完成投资86.57亿元,已完成出让建筑面积173.43万平方米,累计实现收入69.76亿元。

整体看,跟踪期内,公司房地产开发项目签约销售规模下滑幅度较大,可能对其之后年度商品房板块收入的实现带来一定负面影响;公司土地储备较为充足,但房地产业务易受宏观经济及调控政策影响,未来收入及盈利存在一定的波动性。

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。2012~2014年及2015年1~3月,公司生产性服务业务规模持续扩大,实现营业收入分别为29.69亿元、33.96亿元、51.22亿元和15.44亿元。

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,2012~2014年及2015年1~3月,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,2012~2014年,公司通过钢材自用销售实现收入分别为2.34亿元、3.96亿元和8.17亿元,通过外销实现收入分别为17.87亿元、19.64亿元和26.43亿元。

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,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。

根据公司“十二五”发展规划,到“十二五”末,公司要实现综合经营额达到260亿元,利润完成3.8亿元,经济增加值达到1亿元。

公司目前拟建项目主要包括顺义高丽营、怀柔项目0020和0023地块、金润凤凰洲、门头沟新城及七星渠项目,总投资合计约256.53亿元,除已完成的部分项目拿地投资,其余建设

投资规模较大，加之公司各板块在建项目仍存 在资金缺口，公司未来将面临一定资金压力。

表12 截至2015年3月底公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资			投资进度					
	自筹	贷款	合计	截至2015年3月底已完成投资	2015年4-12月	2016年	2017年	2018年	合计
顺义高丽营	32.00	37.00	69.00	36.19	4.40	10.69	5.00	-	56.28
怀柔项目0020、0023地块	/	/	/	0	0	1.50	2.00	-	3.50
金润凤凰洲	3.16	6.00	9.16	3.44	0.22	/		-	3.66
门头沟新城	39.88	81.00	120.88	61.33	3.36	9.28	2.33	-	76.30
七里渠项目	17.25	40.24	57.49	36.10	2.32	3.71	4.84	4.23	51.20
合计	92.29	164.24	256.53	137.06	10.30	25.18	14.17	4.23	190.94

资料来源：公司提供

注：表中已完成投资额主要为拿地投资款，截至2015年3月底，工程尚未开工。

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。凭借其综合竞争能力、优良的产品品质，公司未来业务有望获得较大的发展。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2013年10月17日发行“13京住总MTN001”5亿元，债券期限5年，票面利率6.15%，已于2014年10月17日如期付息。“13京住总MTN001”募集资金5亿元，全部用于偿还银行贷款，目前已全部按计划使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2012-2014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2015年前一季度财务数据未经审计。

从报表合并范围来看，2012年公司合并范围因新设投资增加1家二级子公司，为明斯克北

京饭店有限责任公司；因购买股权和分立新设增加2家三级子公司，分别为北京北奥物业管理有限公司和鞍山瑞福祥房地产开发有限公司；因出售股权减少1家三级子公司，为北京住总天麟投资咨询有限责任公司。2013年公司合并范围因撤销法人资质变更为公司领导下的非法人事业部减少1家二级子公司，为北京住总市政工程有限责任公司；因所属二级子公司撤销，原为三级子公司的北京住总正通市政工程有限公司变更为二级子公司；因二级子公司新投资设立公司增加4家三级子公司，分别为北京住总物流科技有限公司、北京住总工业化住宅科技有限公司、北京住融投资有限公司和北京金第圣融投资有限公司；因转让股权减少1家三级子公司，为鞍山瑞福祥房地产开发有限公司。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。总体看，公司合并范围变化

不大，财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 468.76 亿元，所有者权益合计 69.06 亿元（其中少数股东权益 31.22 亿元）；2014 年公司实现营业收入 205.91 亿元，利润总额 4.30 亿元。

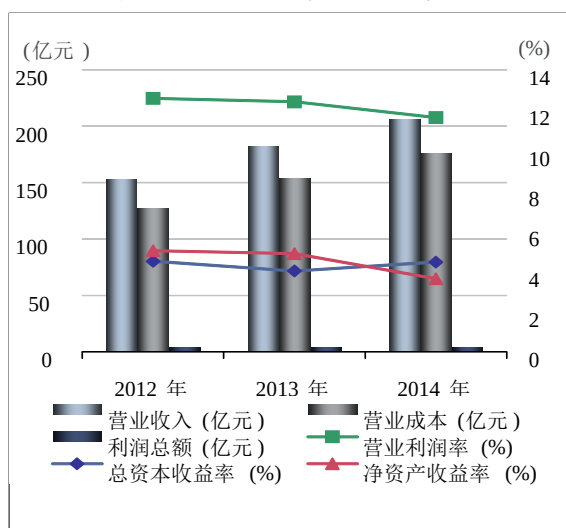
截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 495.12 亿元，所有者权益合计 70.11 亿元（其中少数股东权益 31.39 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 47.34 亿元，利润总额 0.85 亿元。

1. 盈利能力

2014 年公司实现营业收入 205.91 亿元，同比增长 12.95%，主要来自生产性服务业务收入的增长。2014 年公司营业成本 175.99 亿元，较 2013 年增长 14.73%，与营业收入增速基本一致。

2014 年公司期间费用为 23.67 亿元，同比增长 20.56%，其中，销售费用为 1.31 亿元，管理费用为 12.97 亿元，财务费用随着有息债务规模的增长而增长，为 9.48 亿元。2014 年，公司期间费用占营业收入比重为 11.49%。

图 3 2012~2014 年公司盈利水平



资料来源：公司审计报告

2014 年公司投资收益 3.54 亿元，同比大幅增长，主要包括当年公司权益法核算的长期股权投资收益 2.26 亿元和处置长期股权投资产生

的投资收益 1.27 亿元。2014 年，公司投资收益对利润影响大，若剔除投资收益，公司营业利润较之前两个年度明显下降。2012~2014 年，公司实现利润总额分别为 3.31 亿元、3.66 亿元和 4.30 亿元。盈利指标方面，公司净资产收益率分别为 5.02%、4.88%和 3.64%，总资本收益率分别为 4.50%、4.01%和 4.45%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.34 亿元，为 2014 年全年的 22.99%；实现利润总额 0.85 亿元，为 2014 年全年的 19.77%；营业利润率为 11.39%，较 2014 年全年略有下降。

总体看，伴随公司整体业务规模的扩大，公司营业收入及利润总额保持稳定增长，但跟踪期内，公司继续加大融资力度，部分新项目尚未完全实现收入，使公司整体盈利能力略有下滑。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，2012~2014 年公司经营活动产生的现金流入快速增长，分别为 190.38 亿元、217.59 亿元和 293.33 亿元；2014 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 200.51 亿元，同比增长 19.25%，高于营业收入 12.95% 的增幅；收到其他与经营活动有关的现金 92.77 亿元，同比增长 90.48%，主要是公司与其他单位合作开发的房地产项目往来款增加所致。2014 年公司经营活动现金流出 356.38 亿元，同比增长 56.84%，其中，购买商品接受劳务支付的现金为 224.82 亿元，同比增长 48.23%，主要系公司建筑施工与房地产建设投入增长所致；公司与其他单位合作开发的房地产项目支出增长，使得公司支付其他与经营活动有关的现金规模同比增长 103.53%，为 111.50 亿元。2014 年，由于公司各板块经营投入规模增长较快，使公司经营活动产生的现金流量净流出规模进一步扩大，由上年的 -9.64 亿元变为 -63.06 亿元。

从收入实现质量指标看，2012~2014 年，公司现金收入比小幅波动，分别 98.31%、

92.24%和 97.38%，公司收入的实现质量一般。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入量相对较小，2014 年投资活动现金流入量为 1.62 亿元，主要是取得投资收益收到的现金；2012~2014 年，公司投资活动支出波动较大，分别为 2.63 亿元、27.62 亿元和 7.26 亿元，其中 2013 年主要为支付其他与投资活动有关的现金（支付的地价款）22.60 亿元；2012~2014 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为-1.27 亿元、-26.48 亿元和-5.64 亿元。

公司通过对外融资来满足经营及投资方面的资金需求，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量分别为 89.23 亿元、156.34 和 190.30 亿元，主要为公司取得借款收到的现金；2012~2014 年，筹资活动现金流出分别为 76.67 亿元、95.72 亿元和 123.25 亿元，主要为偿还债务支付的现金；2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.56 亿元、60.62 亿元、67.05 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 13.90 亿元，同期公司现金收入比为 109.99%，较 2014 年增长 12.61 个百分点，主要系部分 2014 年四季度房屋销售款于 2015 年一季度到位所致；投资活动现金流量金额为 -1.02 亿元；筹资活动现金流量净额为-12.00 亿元。

总体看，随着公司建筑施工项目及房地产开发投入增加，经营活动现金流净流出规模加大，公司主要依赖外部融资来满足资金需求。考虑到未来建筑施工及房地产项目投资规模，公司仍存在较大的对外融资需求。

3. 资本及债务结构

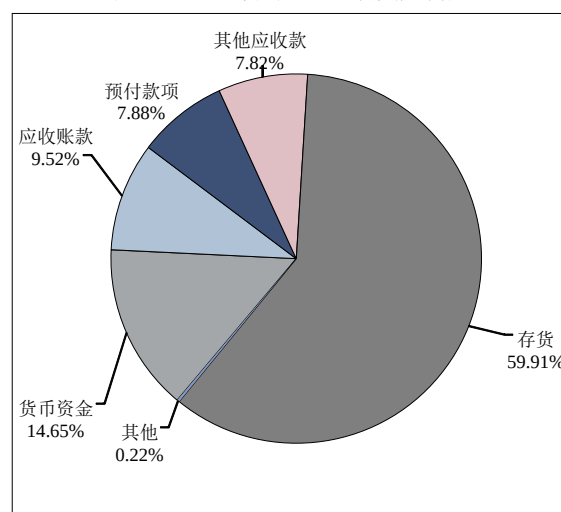
资产

2012~2014 年，公司资产总额分别为 281.35 亿元、372.23 亿元和 468.76 亿元，年均复合增长 29.08%，资产总额快速增长，主要来自流动资产的快速增加。截至 2014 年底，公司资产总额中流动资产占 88.57%，非流动资产占

11.43%。公司资产以流动资产为主，符合建筑施工和房地产开发企业特征。

2012~2014 年，公司流动资产分别为 235.42 亿元、324.26 亿元和 415.17 亿元，年均增长 32.80%，流动资产快速增长，主要是货币资金、其他应收款和存货快速上涨所致。截至 2014 年底，公司流动资产主要由货币资金（占 14.65%）、应收账款（占 9.52%）、预付款项（占 7.88%）、存货（占 59.91%）和其他应收款（占 7.82%）构成。

图 4 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 25.58%，截至 2014 年底，公司货币资金为 60.83 亿元，较 2013 年变化不大。2014 年底公司货币资金中银行存款 58.50 亿元，占比为 96.17%，受限保证金存款 1.37 亿元，占比为 2.25%。

2012~2014 年，公司应收账款有所增长，年均复合增长 8.85%。2014 年底，公司应收账款为 39.54 亿元。公司应收账款中 1 年以内的占比 73.08%，1~2 年占 11.03%，2~3 年占 7.58%，3 年以上的占 8.31%，2014 年公司计提坏账 0.48 亿元，占 2014 年底应收账款账面余额的 1.20%。总体看，公司应收账款中部分账龄有逐渐缩短趋势，且受建筑行业因素影响，应收账款总体规模较大，对公司的营运资金周

转造成了一定影响。

2012~2014 年,公司预付款项分别为 29.19 亿元、53.38 亿元和 32.73 亿元,年均复合增长 5.89%,预付款项波动中有所增长,主要为预付的工程款、拿地款和土地整理款项等,2013 年受新开工项目较多的影响,波动较大。从账龄结构来看,2014 年公司预付款项 1 年以内的占比 63.08%,1~2 年占 8.86%,2~3 年占 28.05%,3 年以上的占 0.01%。账龄超过一年的预付款项主要为土地整理中、尚未结算等原因所致。

2012~2014 年,公司其他应收款分别为 15.14 亿元、27.98 亿元和 32.45 亿元,年均复合增长 46.38%,主要系公司与其他单位往来款增加所致。截至 2014 年底,其他应收款中按账龄组合计提坏账准备的其他应收款占 40.29%,其中,1 年以内占 72.49%,1~2 年占 16.57%,2~3 年占 4.79%,3 年以上占 6.15%,整体账龄较短。截至 2014 年底,公司对其他应收账款共计提坏账准备 0.16 亿元,计提比例为 2.04%,计提比例尚可。

2012~2014 年,公司存货年均复合增长 44.59%。截至 2014 年底,公司存货为 248.73 亿元,同比增长 72.18%,其中,存货中比重最大的房地产开发成本与上年底相比增加了 99.88 亿元,主要是公司当年新拿地及新开工或建设中的项目投入资金较多。从存货的构成上看,工程施工占 13.17%、房地产开发成本占 76.80%、房地产开发产品占 7.18%,剩余项目以及其他占 2.85%。

2012~2014 年,公司非流动资产有所增长,年均增长 8.01%,2014 年底为 53.59 亿元,同比增长 11.71%。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 20.95%)、投资性房地产(占 42.63%)、固定资产(占 20.53%)构成。

2012~2014 年,公司长期股权投资分别为 4.95 亿元、4.32 亿元和 11.23 亿元,年均增长 50.66%。2014 年公司长期股权投资上涨明显,主要为对联营企业投资加大所致;其中对北京

住总万科房地产开发有限公司、天津市津辰河投资发展有限公司和北京首开住总房地产开发有限公司增加投资金额较大,分别为 1.39 亿元、2.00 亿元和 2.24 亿元。

2012~2014 年,公司投资性房地产保持稳定,年均复合增长率 0.12%。截至 2014 年底,公司投资性房地产为 22.84 亿元,较 2013 年小幅上涨 0.12%。

2012~2014 年,公司固定资产年均增长 0.40%,2014 年底为 11.00 亿元。固定资产中绝大部分为房屋、建筑物、机器设备和运输工具,规模与结构基本保持稳定。

2012~2014 年,公司在建工程分别为 1.24 亿元、4.01 亿元和 1.55 亿元,年均增长 0.40%,在建工程有所波动。2014 年较 2013 年在建工程大幅降低的主要原因系明斯克北京饭店建成进入经营期,转入固定资产 3.44 亿元。

2014 年,公司商誉较上年度未发生变化,2014 年底为 3.33 亿元,为公司投资北京市元兴设备安装有限责任公司、北京东方双龙时代置业有限公司、北京北奥物业管理有限公司和北京(BUCC)明斯克房地产开发有限公司形成的商誉。

2012~2014 年,公司无形资产波动增长,分别为 1.68 亿元、1.65 亿元和 2.35 亿元。2014 年无形资产较 2013 年上涨明显,主要系土地使用权增加所致。无形资产主要由土地使用权、房屋使用权和软件等构成。

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额 495.12 亿元,其中流动资产合计占 88.95%,非流动资产占 11.05%。公司流动资产 440.38 亿元,较 2013 年底增长 6.07%,主要源于存货、其他应收款的增加;非流动资产 54.73 亿元,较 2014 年底增长 2.14%,主要源于长期股权投资和在建工程的增加。

跟踪期内,公司资产增长较快,资产结构仍以流动资产为主,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

2012~2014 年，公司所有者权益分别为 43.76 亿元、56.26 亿元和 69.06 亿元，年均增长 25.63%，所有者权益快速增长，主要是公司未分配利润和少数股东权益的增长所致。截至 2014 年底，公司所有者权益中股本占 16.97%、资本公积占 9.18%、盈余公积占 7.45%、未分配利润占 31.16%；其中归属于母公司所有者权益占 54.19%，少数股东权益占 45.21%；根据 2014 年最新会计准则其他综合收益需要单独列报，2014 年公司其他综合收益 91.50 万元。公司所有者权益稳定性一般。

2012~2014 年，公司实收资本保持相对稳定，年均增长 7.31%。截至 2013 年底，公司实收资本 11.00 亿元，较上年增长 8.06%，增长系 2013 年国有资本经营预算资金根据《北京市财政局关于下达 2013 年科技创新项目等国有资本经营预算的函》（京财国资指【2013】817 号）安排给公司国家资本金 0.15 亿元，专项用于支持公司“住宅产业化”全产业链集成技术与生产基地建设项目；2002~2006 年北京市财政局返还公司土地出让金共计 0.48 亿元，2006 年北京市国资委核销公司历史欠税转增国有资本 0.19 亿元，前述共计 0.67 亿元，公司于 2013 年全部计入资本公积；2013 年公司第五次董事会决议和修改后的章程规定，将上述款项增加注册资本。截至 2014 年底，公司实收资本 11.72 亿元，同比增长 6.55%，增长系 2014 年 11 月 7 日，北京市国资委根据《北京市财政局关于下达国有资本经营预算的函》，分别下拨公司 0.60 亿元国家资本金用于支持牵头建设白俄罗斯莫斯科北京饭店项目（京财企指【2014】1825 号）；0.10 亿元用于支持“零排放”绿色搅拌站改造建设（京财企指【2014】1825 号）设项目；220 万元用于支持 BIM（截止信息模型）信息化技术在住宅产业化中的应用系统建设项目（京财企指【2014】1825 号）。公司已增加实收资本（合计 7.2 亿元），该事项尚未进行工商变更。

2012~2014 年，公司资本公积分别为 6.91 亿元、6.19 亿元和 6.34 亿元，波动中有所下降，年均复合下降 4.22%。由于根据最新会计准则变更，其他综合收益科目单独列报，公司在 2014 年财务报告中对之前两年财务报告资本公积科目进行了追溯调整，调整后的 2013 年和 2014 年年初余额分别为 6.88 亿元、6.21 亿元。

2012~2014 年，公司未分配利润有所增长，年均增长 14.80%。截至 2014 年底，未分配利润为 14.61 亿元。公司未分配利润增长主要来自本年净利润转入。

2012~2014 年，公司少数股东权益快速增长，年均增长 69.27%。截至 2014 年底，少数股东权益为 31.22 亿元，同比增长 45.48%，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 2015 年 3 月底，公司所有者权益 70.11 亿元，较 2014 年底增长 1.52%，主要是未分配利润和资本公积的增加。公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益占公司所有者权益的比重分别为 16.72%、9.83%、7.34%、21.30%和 44.78%。整体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

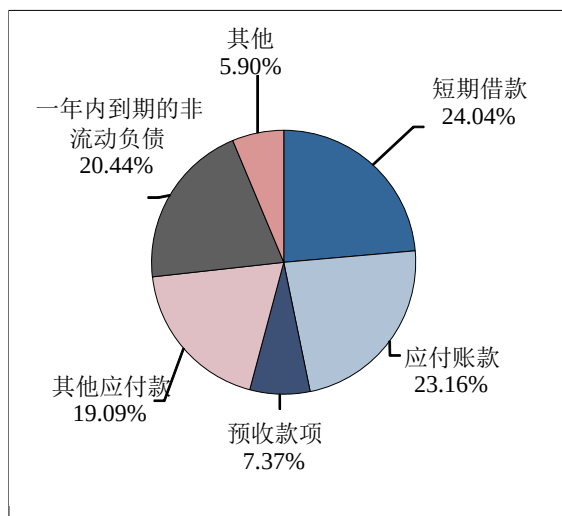
负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，分别为 237.59 亿元、315.98 亿元和 399.70 亿元，年均增长 29.70%。截至 2014 年底，公司负债总额中流动负债占 65.24%，非流动负债占 34.76%。公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，年均增长 19.05%，2014 年底为 260.78 亿元，主要由短期借款（占 24.04%）、应付账款（占 23.16%）、预收款项（占 7.37%）、其他应付款（占 19.09%）和一年内到期的非流动负债（占 20.44%）构成。

2012~2014 年，公司短期借款年均复合增长率为 20.06%，截至 2014 年底，公司短期借款为 62.68 亿元，其中抵押借款 9.30 亿元，保证借款 7.08 亿元，信用借款 46.30 亿元。

图5 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，随公司业务规模扩张，公司应付账款年复合增长率为7.44%。截至2014年底，公司应付账款为61.47亿元，主要为因为应付工程款及材料款。从账龄看，1年以内（含1年）的占73.06%、1至2年（含2年）的占11.79%、2至3年（含3年）的占5.57%、3年以上的占9.58%。

2012~2014年，公司预收款项分别为11.78亿元、26.41亿元和19.55亿元，年均增长28.85%，预收款项波动增长，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。

2012~2014年，公司其他应付款波动中有所增长，分别为40.17亿元、37.98亿元和50.67亿元，年均增长12.31%。从款项性质来看，公司其他应付款主要为拿地保证金及应付拆迁款。从账龄看，1年以内（含1年）的占53.88%、1至2年（含2年）的占20.51%、2至3年（含3年）的占26.67%、3年以上的占12.79%。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债分别为24.08亿元、11.16亿元和54.24亿元。2014年公司一年内到期的非流动负债较2013年增长明显，主要为一年内到期的长期借款38.24亿元，一年内到期的债券为16.00亿元（2014年4月发行的4亿元短期融资券及于

2012年4月发行的3年期非公开定向债务融资工具12亿元）。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，分别为53.59亿元、124.18亿元和138.92亿元，年均增长61.00%。2014年底较上年增长11.87%，主要是由于公司长期借款的大幅上升。截至2014年底，公司非流动负债主要由长期借款（占69.48%）和应付债券（占17.99%）构成。

2012~2014年，公司长期借款分别为30.95亿元、96.52亿元和122.86亿元，年均增长99.23%，长期借款快速增长。2014年底较上年增长27.28%，主要为抵押借款和信用借款增加所致。其中抵押借款占比较高，2014年抵押借款期末余额为74.60亿元，占全部长期借款的60.72%，主要抵押物为所开发土地的使用权以及在建工程。

2012~2014年，公司应付债券分别为20.00亿元、25.00亿元和13.00亿元，其中2014年包括公司于2010年12月23日发行的7年期的8亿元公司债券（“10京住总债”）和于2013年10月发行的3年期的2013年第一期中期票据5亿元。

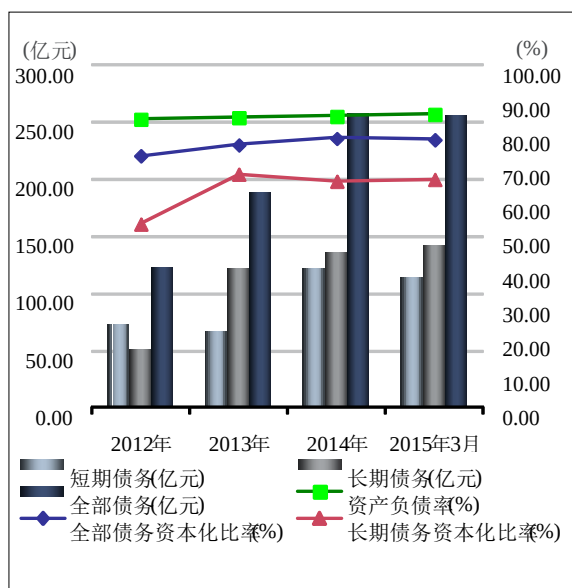
2012~2014年，公司长期应付款保持相对稳定，年均增长0.85%，2013年底为1.98亿元，主要由代管基金、中联重科融资租赁（中国）有限公司应付融资租赁款（已调整至长期债务核算）、安置费和租赁保证金构成。

从有息债务来看，2012~2014年，公司全部债务年复合增长44.54%。截至2014年底，公司全部债务为256.97亿元，同比增长37.00%，其中短期债务占47.11%，长期债务占52.89%。公司债务规模快速增长。

从债务指标情况来看，公司债务负担一直保持高水平，2012~2014年，公司资产负债率分别为84.45%、84.89%和85.27%。2012~2014年，公司长期债务资本化比率呈波动上升态势，分别为53.81%、68.37%和66.31%；公司全部债务资本化比率持续增长，分别为73.76%、76.93%和78.82%。

截至 2015 年 3 月底,公司其他应付款和应付债券(2015 年 3 月份发行的“15 京住总 CP001”5 亿元)规模迅速放大,推动公司负债总额增长至 425.01 亿元,较 2014 年底增长 6.33%,其中流动负债 261.64 亿元,较 2014 年底增长 0.33%,非流动负债 163.37 亿元,较 2014 年底增长 17.60%;公司全部债务为 255.03 亿元,较 2014 年底下降 0.75%,其中短期债务占比 44.59%(2015 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),长期债务占比 55.41%。2015 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变化不大,分别为 85.84%、78.44%和 66.84%。

图 6 2012~2015 年 3 月公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

跟踪期内,为满足经营规模扩大所需资金现状,公司加大了外部融资力度,债务负担重。考虑到公司在建项目和新开工项目仍对资金存在较高需求,预计公司债务负担将呈进一步加重趋势。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2012~2014 年,公司流动比率波动中有所上升,分别为 127.95%、169.07%和 159.20%;速动比有所波

动,三年底分别为 63.29%、93.75%和 63.82%。2014 年流动比率大幅度下降是由于当期流动负债增长快于流动资产,2014 年存货上涨明显导致了速动比率也大幅度下降。2015 年 3 月底,公司流动比率和速动比率分别为 168.32%和 66.45%,2015 年 1 季度流动负债保持平稳,流动资产小幅度上涨导致了流动比率较 2014 年有所上升,但是扣除存货增加的影响因素后,速动比率与 2014 年水平相当。从现金流对短期债务保护程度看,2012~2014 年,公司经营现金流动负债比分别为 0.25%、-5.02%和-24.18%。公司面临短期支付压力较大。

长期偿债能力指标看,2012~2014 年,随公司盈利能力增加,公司 EBITDA 持续增长,三年分别为 10.36 亿元、12.70 亿元和 19.00 亿元;2012~2014 年,公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.63 倍、1.12 倍和 0.96 倍;三年期间公司全部债务/EBITDA 有所波动,分别为 11.87 倍、14.77 倍和 13.53 倍。总体看,公司整体偿债能力指标值较弱,但考虑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 3 月底,公司获得银行授信额度为 162.57 亿元,尚未使用额度为 77.63 亿元,公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2015 年 3 月底,公司对外担保余额为 8.67 亿元,占公司所有者权益的 12.56%,担保比率较高,但考虑到被担保人北京建工集团有限责任公司(担保金额 3.07 亿元)和北京首都开发股份有限公司(担保金额 5.60 亿元)均为北京市国资委下属企业,且目前经营正常,公司或有负债风险较低。

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)(编号:G1011010501664580J),截至 2015 年 5 月 20 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为公司的建筑业务提供了良好的外部环境；公司房地产业务主要以保障性住房开发为主，且土地储备充足；公司收入规模和现金流入规模较大。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

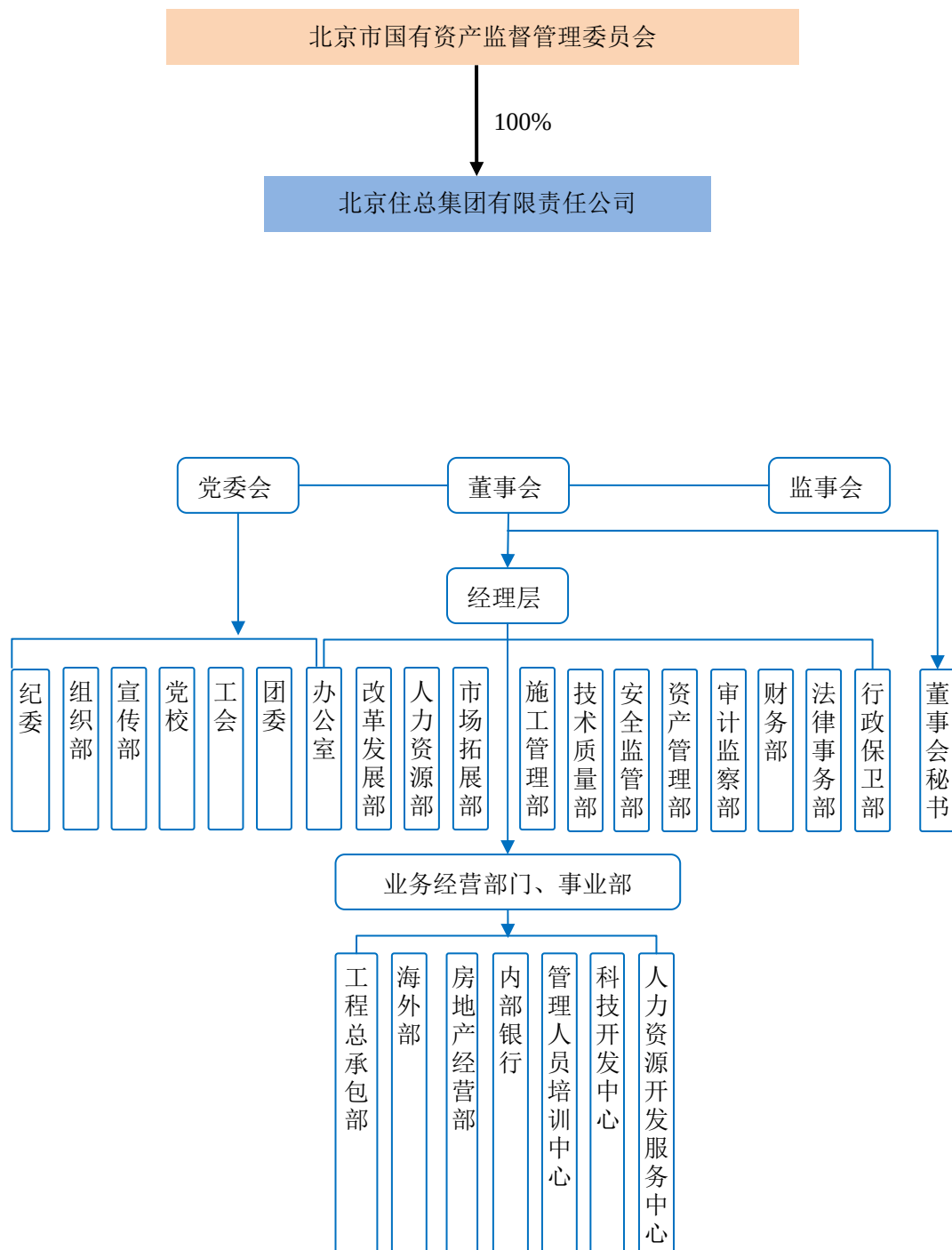
十、存续期内债券偿债能力

2014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 293.33 亿元和-63.06 亿元，为“13 京住总 MTN001”本金的 58.67 倍和 -12.61 倍。2014 年，公司 EBITDA 为 19.00 亿元，为“13 京住总 MTN001”本金的 3.80 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对公司待偿还债券的保障能力强。

十一、结论

综合考虑，联合资信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“13京住总MTN001”信用等级为AA。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.64	63.94	60.97	62.97
资产总额(亿元)	281.35	372.23	468.76	495.12
所有者权益(亿元)	43.76	56.26	69.06	70.11
短期债务(亿元)	72.03	65.97	121.06	113.72
长期债务(亿元)	50.97	121.59	135.90	141.32
全部债务(亿元)	123.01	187.57	256.97	255.03
营业收入(亿元)	152.28	182.30	205.91	47.34
利润总额(亿元)	3.31	3.66	4.30	0.85
EBITDA(亿元)	10.36	12.70	19.00	--
经营性净现金流(亿元)	0.46	-9.64	-63.06	13.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.55	5.37	5.55	--
存货周转次数(次)	1.07	1.16	0.90	--
总资产周转次数(次)	0.54	0.56	0.49	--
现金收入比(%)	98.31	92.24	97.38	109.99
营业利润率(%)	12.58	12.41	11.62	11.39
总资本收益率(%)	4.50	4.01	4.45	--
净资产收益率(%)	5.02	4.88	3.64	--
长期债务资本化比率(%)	53.81	68.37	66.31	66.84
全部债务资本化比率(%)	73.76	76.93	78.82	78.44
资产负债率(%)	84.45	84.89	85.27	85.84
流动比率(%)	127.95	169.07	159.20	168.32
速动比率(%)	63.29	93.75	63.82	66.45
经营现金流动负债比(%)	0.25	-5.02	-24.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.63	1.12	0.96	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.87	14.77	13.53	--

注：1、2015 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、2015 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
 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。