

信用等级公告

联合[2012] 322 号

联合资信评估有限公司通过对北京金融街投资（集团）有限公司及其拟发行的 2012 年度 19 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

北京金融街投资（集团）有限公司

主体长期信用等级为

AAA

北京金融街投资（集团）有限公司

2012 年度 19 亿元公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一二年七月二日

评级业务专用章

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

网址：www.lhratings.com

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）与北京金融街投资（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与北京金融街投资（集团）有限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、联合资信与评估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，未因北京金融街投资（集团）有限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金融街投资（集团）有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、北京金融街投资（集团）有限公司 2012 年度 19 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。



北京金融街投资（集团）有限公司

2012 年度 19 亿元公司债券信用评级报告

评级结果

主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AAA
本期债券发行额度：19 亿元
本期债券期限：5+2 年

评级时间：2012 年 7 月 2 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
资产总额(亿元)	612.01	852.76	1034.97
所有者权益(含少数股东权益) (亿元)	213.18	243.14	288.41
长期债务(亿元)	197.23	270.77	212.72
全部债务(亿元)	238.23	339.47	365.17
营业总收入(亿元)	84.05	114.39	125.66
利润总额(亿元)	24.37	32.87	24.39
EBITDA(亿元)	26.84	42.29	36.87
经营性净现金流(亿元)	-17.17	-32.76	-63.70
营业利润率(%)	28.33	34.67	30.64
净资产收益率(%)	8.25	9.59	5.52
资产负债率(%)	65.17	71.49	72.13
全部债务资本化比率(%)	52.77	58.27	55.87
流动比率(%)	227.91	218.42	153.08
全部债务/EBITDA(倍)	8.87	8.03	9.90
EBITDA 利息倍数(倍)	3.37	3.20	2.04
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.41	2.23	1.94

分析师

张 莉 高景楠 王妮娜
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

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）对北京金融街投资（集团）有限公司（简称“公司”）的评级反映了公司作为中国商业地产龙头企业，在项目开发经验、品牌知名度和物业资产质量等方面具备的突出优势；公司作为北京市西城区土地一级开发和基础设施建设主体，所承担的金融街拓展区土地一级开发业务具有区域垄断性，受西城区政府支持力度大；公司执行稳健的发展战略，近年来所投资的保险、文化等领域稳步发展；下属金融街资本运营中心逐步转化为北京市西城区国有资本运营中心。联合资信也关注到，公司土地一级开发业务和房地产项目投入支出较大，面临一定的资金压力；住宅项目的销售也在一定程度上受到房地产政策调控的负面影响。

北京市商务地产市场需求强劲，公司正在实施中的金融街拓展区项目位置稀缺，未来随着项目的推进和陆续出让，公司有望获得大量优质土地储备，将迎来新一轮发展机遇。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司作为北京金融街拓展区唯一的土地一级开发主体，业务具有区域垄断性；西城区政府对公司支持明确，增资力度大。
2. 北京市商业地产发展迅速，金融街拓展区位置稀缺，未来逐步开发出让后，公司有望增加大量优质土地储备，持续发展具有良好的保障。
3. 公司是北京金融街的总体开发商，具有丰富的商务地产开发经验和良好的品牌影响

力；开发的商务地产项目地理位置优越、盈利能力强，且销售基本不受宏观调控的影响。

4. 截至2011年底，公司在北京、天津等城市的核心商务区持有经营性和出租商业物业87.40万平方米，资产质地优良，可贡献稳定增长的现金流，并分享所处区域商业资产升值溢价。
5. 公司土地储备持续扩大，惠州项目极具成本优势，其他主要地块位于城市核心区，预期收益好，资产质量高。
6. 2012年3月，根据西国资发【2011】145号文件，公司下属西单公司改组为金融街资本运营中心，未来将成为西城区国有资本运营中心。
7. 公司EBITDA和经营活动现金流入量对本期公司债券保障能力较强。

关注

1. 公司所承担的金融街拓展区土地一级开发任务，拆迁安置压力大，项目进度存在一定不确定性。
2. 中国政府新一轮房地产调控具有持续性。公司住宅项目集中于北京、天津等重点调控城市，销售一定程度受此影响。
3. 公司房地产开发业务购置支出较大，且金融街拓展区土地一级开发业务处于前期投入阶段，经营性净现金流持续为负。
4. 未来资本支出规模大，面临一定的资金压力。

一、主体概况

北京金融街投资（集团）有限公司（以下简称“公司”），成立于1996年5月6日，前身为北京金融街建设集团，2010年12月更名为北京金融街投资（集团）有限公司。公司唯一出资人是北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”），公司性质为国有独资的有限责任公司。经过多次增资，截至2011年底，公司的注册资本为21.2亿元人民币。

公司经营范围包括投资及资产管理；投资咨询；企业管理；承办展览展示活动；经济信息咨询；技术推广；设计、制作广告；计算机技术服务；组织文化艺术交流活动（不含演出）。

截至2011年底，公司拥有控股子公司3个，包括全资子公司北京金融街投资管理有限公司（以下简称“金融街投资公司”）、控股子公司北京汇金嘉业投资有限公司（以下简称“汇金嘉业”，持股比例为53.66%），以及相对控股子公司金融街控股股份有限公司（以下简称“金融街控股”），持股比例为26.55%，其中，金融街控股为A股上市公司。同时公司经西城区国资委授权，对北京华融综合投资公司（以下简称“华融公司”）、北京市西单商业区建设开发公司（以下简称“西单公司”）以及北京华融基础设施投资有限责任公司（以下简称“基础公司”）3家公司进行托管，对其拥有实际控制权。

2012年3月，根据西国资发【2011】145号文件，西单公司改组并更名为金融街资本运营中心（以下简称“资本运营中心”），该中心未来将成为西城区国有资本运营中心，为此西城区国资委将陆续将部分区属国有企业股权划入该中心。

截至2011年底，公司内部设立有董事会办公室、财务部、审计部、风险管理部、房地产事业部、金融保险部等15个职能部门。

截至2011年底，公司资产总额1034.97亿元，所有者权益合计288.41亿元；2011年公司实现营业收入125.66亿元，利润总额24.39亿元。

公司注册地址：北京市西城区金融大街33号通泰大厦B座11层西区；法人代表：王功伟。

二、本期公司债券募集资金概况

1. 本期债券概况

公司计划于2012年发行人民币债券19亿元，债券期限为7年，附设第5年末公司上调票面利率选择权及投资人回售选择权。本期债券采用固定利率形式，计息方式为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券募集资金总额为19亿元，其中10亿元拟用于昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房一期项目；9亿元拟用于昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房二期项目。

表1 本期债券募集资金投向明细如下：

项目名称	投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 金额度(亿元)	占募集资金 比例(%)
昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房一期项目	48.86	10.00	52.63%
昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房二期项目	39.26	9.00	47.37%
合计	88.12	19.00	100%

资料来源：公司提供

2. 本期债券筹集资金投资项目概况

昌平回龙观西城区旧城保护定向安置房一期项目

该项目是针对西城区部分旧城居民住房拆迁对接安置所建，经北京市住房保障办公室批准按经济适用房产权管理。项目位于昌平区回龙观镇，东至规划西二旗东路，南至回龙观村中街，西至规划安宁庄西路，北至回龙观村西北外环。规划用地总面积209130平方米，其中

建设用地 181954 平方米，代征道路用地 27175 平方米。总建筑规模控制 692000 平方米，建设内容为住宅及居住公共服务设施。

该项目已经北京市发改委《关于昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房一期项目核准的批复》（京发改[2010]653 号）核准，并经北京市发改委《关于昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房一期项目继续办理前期手续的批复》（京发改投资函[2012]第 50 号）批准延期，总投资估算为 488605 万元。项目已于 2010 年 9 月正式施工，预计 2013 年 10 月竣工。截至 2012 年 4 月底，该项目已完成投资 28 亿元。

昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房二期项目

该项目位于昌平区回龙观镇回龙观村，其中南侧区域四至为：东至八达岭高速，西至回龙观村规划一路，南至东北旺北路，北至回龙观村中街；北侧区域四至为：东至安宁西路，西至西二旗西路，北至回龙观村西北环路，南至回龙观村中街。项目规划总用地面积 280713 平方米，地上建筑控制规模 479377 平方米，建设内容主要为住宅及配套。

该项目已经北京市发改委《关于西城区旧城保护定向安置房二期项目核准的批复》（京发改[2011]1381 号）核准，总投资估算为 392596 万元。目前该项目正在进行前期准备工作，预计于 2012 年 8 月正式施工，2016 年 4 月竣工。截至 2012 年 4 月底，该项目已完成投资 18.85 亿元。

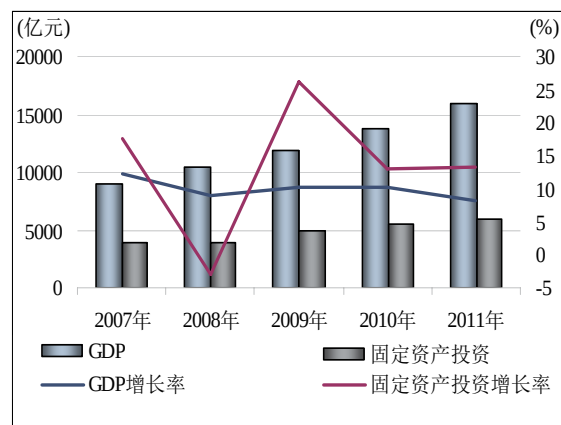
三、行业分析

公司主要从事北京市金融街拓展项目土地一级开发和基础设施建设、以及商业地产开发业务。

1. 北京市经济发展情况

(1) 北京市经济发展概况

图1 2007~2011年北京市GDP及固定资产投资

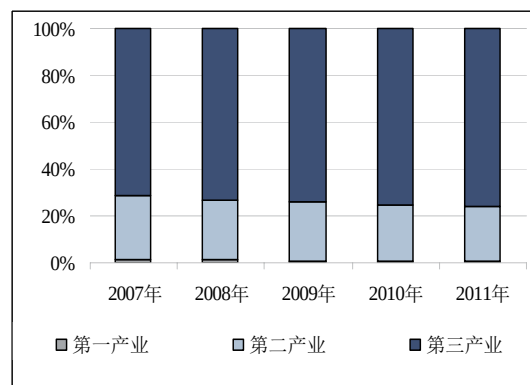


资料来源：历年北京市国民经济和社会发展统计公报

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。2011年，全市GDP达到16000.4亿元，同比增长8.1%；全市城镇居民人均可支配收入32903元，扣除价格因素后，较上年同期增长7.2%，农村居民人均纯收入14736元，较上年同期增长7.6%。2011年全市完成固定资产投资5910.6亿元，同比增长13.3%。其中，完成基础设施投资1400.2亿元，同比增长0.3%。

经过多年的发展，北京市产业结构不断调整，三次产业结构由2007年的1.3:27.8:70.9调整为2011年的0.9:23.4:75.7；服务业为全市国民经济的主体，农业占比有所下降，符合产业结构调整升级的一般规律。

图2 2007~2011年北京市产业占比

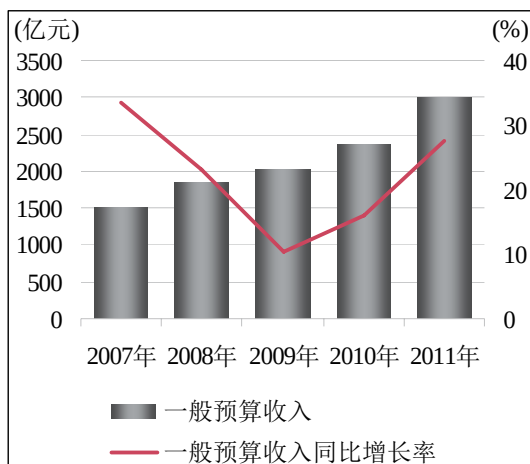


资料来源：历年北京市国民经济和社会发展统计公报

伴随着北京市经济持续快速发展，其财政实力稳步增强。2011年，北京市全年完成地方

一般预算财政收入 3006.3 亿元，比上年增长 27.7%，增幅比上年提高 11.6 个百分点。其中，实现增值税和营业税 237.8 亿元和 1071.5 亿元，同比分别增长 13.2% 和 25.3%，财政收入持续快速的成长为城市建设奠定了良好的经济基础。

图3 2007~2011年北京市财政收入及增速



资料来源：历年北京市国民经济和社会发展统计公报

总体来看，北京市经济保持持续快速增长，产业结构不断优化，第三产业占比逐步提升，财政实力稳步加强，未来发展前景良好。

(2) 西城区经济发展概况

公司主要从事西城区金融街拓展业务，西城区的经济发展对公司业务的开展具有重大影响。

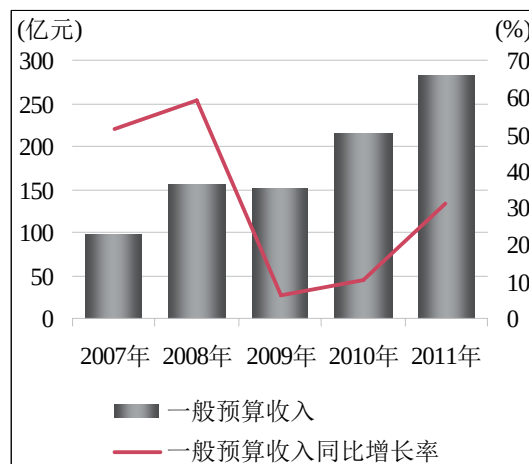
西城区是北京功能核心区之一，近年来经济发展快速，2007~2011年，西城区GDP年均复合增长16.3%。2011年西城区GDP达到2302亿元，比上年增长11.9%；实现区级财政收入281.5亿元，比上年增长30.9%。其中第二产业实现增加值231.7亿元，比上年增长4.4%；第三产业实现增加值2070.3亿元，比上年增长12.8%，占全区GDP比重达89.9%。

2010年7月1日，经国务院批复西城区与宣武区合并，成立新西城区，面积50.7平方公里，设15个街道、255个社区常住人口124.6万人。2011年，新西城区经济持续保持良好的发展势头，各项主要经济指标完成情况在城六区中排名情况良好。其中，全区财政收入居城六区第

二位。

从财政收入来看，2007~2008年，西城区地方财政收入快速增长，2009年受金融危机的冲击，地方财政收入增长速度大幅下降，2010和2011年西城区地方财政收入增速较快，其变动趋势同北京市财政收入增速基本一致。

图4 西城区地方财政收入情况



资料来源：历年西城区国民经济和社会发展统计公报

2011年，西城区实现地方财政收入281.5亿元，同比增长30.9%，其中营业税、房产税、增值税和企业所得税四大主体税种共完成231.4亿元，占2011年财政收入的82.2%，比上年增长28.7%。

2011年西城区地方财政支出245.6亿元，同比减少1.3%，主要体现为城乡社会事务支出、教育支出、社会保障和就业支出，以及医疗卫生事业支出。

2011年，西城区完成固定资产投资187.3亿元，比上年增长8.3%。其中，房地产开发投资全年完成101.2亿元，同比增长27.2%，占全区投资的54%。全年开复工面积共计383.1万平方米，比上年下降12.6%；其中，房地产开发开复工面积为286.7万平方米，比上年下降11.9%，占全区开复工总面积的74.8%。全年竣工面积164.1万平方米，比上年增长91.9%；其中，房地产开发竣工面积为119.2万平方米，比上年增长115.5%，占全区竣工总面积的72.6%。

总体来看，西城区经济保持了较快发展，

固定资产投资尤其是房地产开发投资支出力度较大, 财政收入增长较快, 财政实力稳步加强, 能够为公司发展提供良好的外部环境和有力的财政支持。

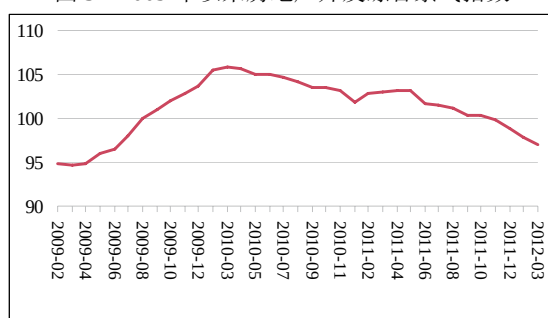
2. 房地产业发展情况

(1) 行业概况

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业, 房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此, 土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

2009 年以来, 由于中国房价的快速上涨, 中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来, 国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策, 各地纷纷出台相应的细化措施, 房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施, 房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势, 尤其是 2011 年下半年, “新国八条” 等一系列严厉的调控政策效果集中显现, 国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始, 房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下。

图 5 2009 年以来房地产开发综合景气指数



资料来源: 国家统计局

从房地产投资情况看, 2011 年中国房地产开发累计投资 61739.78 亿元, 同比增长 27.9%, 增速较上年下降 7.3 个百分点。其中, 2011 年前三季度房地产开发投资同比增长 32%, 仍呈现快速增长的态势, 主要原因为: 一方面, 房地产开发一般需要 2~3 年建设周期, 投资具有连续性, 由于前两年的房地产项目上马较多, 大多尚未完工, 后续资金将继续投入; 另一方面, 2011 年初国务院明确提出全年新建 1000 万套保障房的任务, 保障房建设资金投入大幅增加。但是, 随着限购范围扩大到二三线城市, 前期房地产调控效果集中显现, 2011 年 4 季度房地产市场异常低迷, 企业库存和资金压力明显加大, 在市场、库存和资金的重重压力下, 房地产企业不得不放缓项目建设进度, 在一定程度上影响了房地产开发投资的增长。

从投资结构来看, 在城市化迅速发展的背景下, 作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响, 部分资金逐步向商业地产转移, 商业地产成为楼市调控新政的受益者, 办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2011 年, 住宅地产开发累计投资 44308.43 亿元, 同比增长 30.2%, 占房地产开发投资总额的 71.77%; 办公楼开发累计投资 2543.53 亿元, 同比增长 40.2%, 投资占比提高至 4.12%; 商业营业用房开发累计投资 7370.21 亿元, 同比增长 30.5%, 投资占比提高至 11.94%。

表 2 2008~2012 年 1 季度中国房地产开发投资完成情况 (单位: 亿元)

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资总额
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21%	1111.58	3.64%	3200.21	10.47%	4186.77	13.69%	30579.82
2009	22368.99	84.27%	1204.98	4.54%	3646.66	13.74%	4050.29	15.26%	26545.73

2010	34038.14	70.52%	1806.55	3.74%	5598.84	11.60%	6823.54	14.14%	48267.07
2011	44308.43	71.77%	2543.53	4.12%	7370.21	11.94%	7517.61	12.18%	61739.78
2012	7443.07	68.12%	518.26	4.74%	1420.09	13.00%	1545.74	14.15%	10927.17

资料来源：国家统计局

从整体供应情况看，2011年下半年以来，房地产市场急转直下，商品房销售异常低迷，为缓解资金压力和销售压力，部分企业不得不暂停或减缓新开工项目计划，全年商品房新开工面积 19.01 亿平方米，同比增长 16.2%，增速较上年同比下降 24.5 个百分点；由于前两年快速增长的房地产项目 2011 年开始陆续、集中完工，全年商品房竣工面积累计 8.92 亿平方米，同比增长 17.5%，增速较上年同期提高 13.0 个百分点；随着新开工增速持续放缓、竣工速度总体加快，商品房施工面积增速下滑，全年商品房施工面积 50.80 亿平方米，同比增长 25.3%，增速较上年下降 1.3 个百分点。

供应结构方面，由于市场销售萎缩加上新盘不断上市，企业新建商品住宅库存量创新高，其中，北京、上海、深圳、广州 4 个一线城市新建商品住宅库存量高达 3084 万平方米，同比增长 46.0%。从目前住宅地产整体情况看，如何消化库存将是企业的最大难题。相反，2011 年以来，随着楼市住宅调控政策日益从紧，住宅市场的投资空间进一步紧缩，然而商业地产投资价值再次提升，开发商以及保险业、私募及企业渠道的资金开始转投商业地产，商业地产供应力度加大，尤其是办公楼供应呈现高速增长。2011 年办公楼新开工面积累计 5360.94 万平方米，同比增长 46.2%，高于商品房新开工面积增速 30 个百分点；施工面积累计 15949.87 万平方米，同比增长 31.3%，高于商品房施工面积增速 6.0 个百分点；竣工面积累计 2179.42 万平方米，同比增长 24.6%，高于商品房竣工面积增速 7.1 个百分点。

从整体需求情况看，2011 年，随着前期房地产政策调控积蓄的压力集中爆发，以及限购范围的扩大，房地产市场销量持续萎缩，2011 年全年商品房销售面积 109946 万平方米，同

比增长 4.9%，较上年同期下降 5.7 个百分点。

需求结构方面，2011 年在住宅市场销售低迷的氛围下，以办公楼和商业营业用房为主的商业地产销售保持较快增长势头，办公楼和商业营业用房销售增速均显著高于住宅，尤其是商业营业用房增速更快，商业地产发展势头较好。

表 3 2011 年中国主要房地产市场运行指标

指标	绝对数	同比增长 (%)
房屋施工面积	507959	25.3
其中：住宅	388439	23.4
办公楼	15950	31.3
商业营业用房	56278	26.1
房屋新开工面积	190083	16.2
其中：住宅	146035	12.9
办公楼	5361	46.2
商业营业用房	20671	18.3
房屋竣工面积	89244	13.3
其中：住宅	71692	13
办公楼	2179	20
商业营业用房	9045	9.2
商品房销售面积	109946	4.9
其中：住宅	97030	3.9
办公楼	2008	6.2
商业营业用房	7878	12.6

资料来源：国家统计局公报

土地市场方面，2011 年以来，限购、限贷等调控政策持续从紧，房地产市场不确定性加大，企业拿地日趋谨慎，6 月开始单月房地产土地购置面积就呈现同比下滑态势，随着 3 季度限购范围扩大到二三线城市，房地产市场下行态势逐步确定，部分房企开始停止拿地或大幅缩减拿地规模，土地市场成交低迷。2011 年全年，房地产企业土地购置面积累计 40972.95 万平方米，同比增长 2.6%，增速较上年同期下降 25.8 个百分点。同时，受地产调控政策间接影响，2011 年第四季度住宅平均地价环比增幅

跌落至 0。

融资方面，2011 年以来，受限贷、货币政策从紧等影响，房地产开发企业融资难度加大，银行对房地产开发商贷款和购房按揭贷款偏紧，导致房地产开发投资资金来源增速持续放缓，房地产企业频现资金链断裂危机，尤其是中小企业，2011 年全年，房地产开发投资资金来源合计 8.32 万亿元，同比增长 14.1%，增速较上年同期下降 11.3 个百分点。资金来源方面，2011 年，自筹资金依旧是房地产开发投资资金的主要来源，其次为定金及预收款和银行贷款。2011 年，房地产企业自筹资金 34093.4 亿元，同比增长 28%，增速较上年下降 20.8 个百分点；定金及预收款 21610.12 亿元，同比增长 12.1%，增速较上年下降 5.2 个百分点；受房产调控、房贷紧缩、贷款利率上调等影响，房地产开发国内贷款持续低迷，2011 年为 12563.79 亿元，同比停涨；另外，伴随着 3 季度末持续从紧的政策调控，外资快速撤离房地产市场，2011 年 4 季度房地产开发利用外资同比下降 60.67%，全年累计 813.63 亿元，同比增长 2.9%。

表 4 2009~2011 年房地产开发企业资金来源情况
(单位: 亿元)

资金来源		2009 年	2010 年	2011 年
国内贷款	金额	11292.69	12540	12564
	占比	19.77%	17.30%	15.09%
	同比增长	48.50%	10.30%	0.00%
利用外资	金额	469.73	796	814
	占比	0.82%	1.10%	0.98%
	同比增长	-35.50%	66%	2.90%
自筹资金	金额	17905.99	26705	34093
	占比	31.34%	36.84%	40.95%
	同比增长	16.90%	48.80%	28.00%
其他资金	金额	27459.22	32453	35775
	占比	48.07%	44.77%	42.98%
	同比增长	71.90%	15.90%	8.60%
合计	金额	57127.63	72494	83246
	同比增长	44.20%	25.40%	14.10%

资料来源：国家统计局

总体来看，中国住宅地产行业在经历了快速发展后进入目前调整阶段，随着国家宏观调控政策的加强，房价上涨和销售量增速均将回落并逐渐回归理性。而由于政策对商业地产影响小，商业地产开发投资增长率呈持续上行态势，商业地产新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积增幅均高于商品住宅市场，表现出良好的发展态势。

(2) 行业发展趋势

商品住宅市场调控常态化，房地产行业加速洗牌

2009 年以来，为了遏制房价快速上涨，中国对房地产的政策逐步收紧，“国十条”、“新国十条”等多项政策陆续出台。严格开发商缴纳土地出让价款、收紧土地储备贷款发放、打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

2011 年 12 月 3 日，住建部发布《地方住房限购令到期需延续》的通知，指出：对于限购政策将于 2011 年年底到期的城市地方政府需在到期之后对限购政策进行延续；2011 年 12 月 14 日，国务院主持召开中央经济工作会议，会议首次明确提出推进房产税试点，2012 年很可能增加试点城市，由于当前实施的限购政策是行政手段，房产税试点范围的扩大，将逐步替代限购令，成为未来房地产调控的主要措施。地方住房限购令到期需延续的通知，以及房产税试点工作的推进，都已经说明房地产调控在 2012 年仍将持续，并在未来相当一段时间内常态化。

同时，常态化的房地产调控将推动房地产市场的洗牌，一批中小房地产企业将加速整合，房地产资源将向大房地产企业集中。

政府在引导房地产供应结构调整上将着力加大保障房以及商业地产、旅游地产的开发

过去靠储备土地赚取暴利的粗放式经营模式，将迎来巨大挑战。未来政府在房地产供

应结构上的调整主要有四个方面：一是住房供应体系进一步健全，将加快提供基本住房保障，大量增加保障房和中低价位商品房供应，让市场满足中高层次需求；二是将继续遏制投机投资性购房，通过健全差别化住房信贷、税收政策，来合理引导自住性和改善性住房需求；三是将坚持租售并举，注重培育和发展租赁市场及二手房市场；四是在继续增加住宅有效供应的同时，积极引导商业地产、旅游地产的开发。

商业地产将迎来加速发展期

随着中国经济的快速发展，中国的商业地产将迎来加速发展期。一是经济发展阶段：与住宅不同，商业地产起步期较晚但持续期很长。国际经验表明，人均 GDP 在 3000~8000 美元是商业地产的起步期，8000 美元之后进入加速发展期，直至 20000 美元之后才进入成熟发展期。而在起步期时，新增供应增速往往最快。中国目前正处于起步期，而一线城市已步入加速发展期。未来十年，人均 GDP 在 3000~8000 美元的城市数量将从 200 座增加至 320 座，而人均 GDP8000 美元以上城市将从 28 座增至 177 座。二是根据城市发展规律，城市化率在 50%~70%时，是大城市商业地产发展的黄金阶段，目前中国刚好跨入 50%关口，商业地产将迎来较好的发展机遇。三是根据人口变化规律，中国适龄购房人口正在逐步减少，未来将进入老龄化和消费型社会，意味着住宅市场趋于稳定，商业地产将完成接棒。

自持商业物业经营模式将被广泛采用

在政府大力转变房地产供应结构的形势下，中国房地产正在进入产业升级调整阶段。房地产由资本收益向现金流收益发展，更多的商业物业会采取持有运营获取长期的现金流收益。

房地产金融将不断完善

2010年，保险资金获得许可，可以将总资产10%的资金用于购买非住宅类不动产，假设实际投资比例为5%，将有2500亿元资金入市。

而在此之前保险公司以“自用”的名义悄悄购置的写字楼面积，已超过120万平方米，总投资额约为200亿元，在获取政策“通行证”以后，保险资金对商业地产的扩张将加速推进。

截至2011年底，中国信托资产规模达到48114.38亿元，其中房地产信托规模总量占比为35.23%。据不完全统计，2011年，国内共发行1003款房地产信托产品（含保障房），发行规模为2846.1亿元，与上年同期相比发行数量增长66.33%，发行规模同比增长43.7%。

除此之外，国务院已同意对房地产信托投资基金（REITS）进行试点，虽然目前房地产信托投资基金试点仅作为保障性住房融资平台，与业内期盼的商业地产新融资平台有一定差距，且在短期内REITs并不一定会向商业地产领域开放，但REITs开闸的消息，对商业地产仍是利好消息。

伴随着经济发展和向消费型社会转型，中国将进入商业地产快速发展阶段，写字楼和商业将以每年 15%~20%的增速前行，价格将同步上涨。但是商业地产专业性强，波动性大，经济下滑和信贷紧缩对商业地产的影响将高于住宅市场。总体来讲，未来中国商业地产风险与机遇并存。

（3）北京市商业地产市场

商业地产供求及交易情况

近年来，北京市写字楼市场供给逐步下降甚至停滞。在新增供给短缺期间，北京写字楼市场的需求量却不断增加。北京写字楼市场属于业主市场，由于土地供给尤其是核心商务区非常有限，未来此趋势将继续维持，预计未来，在一线城市商业地产开发趋于饱和的背景下，未来商业地产开发将呈现普遍向二、三线城市蔓延的趋势。

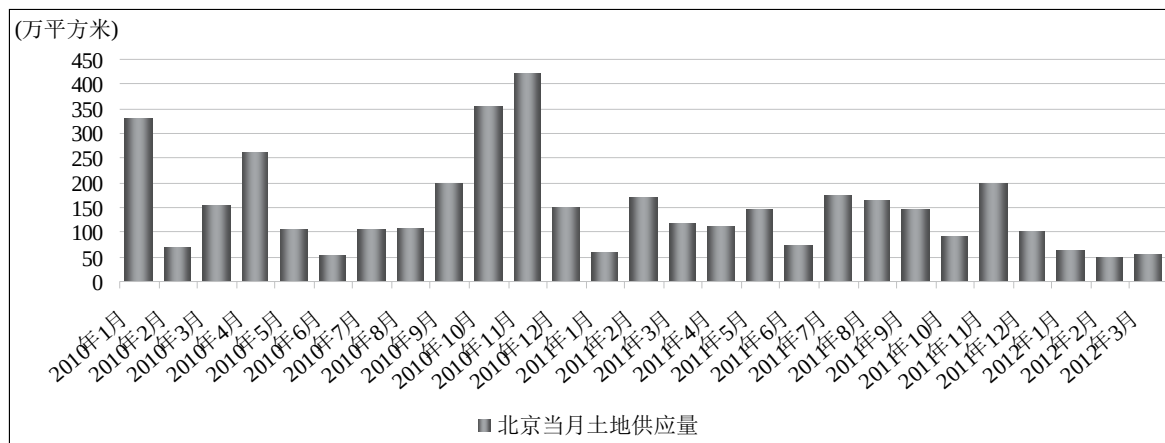
2011年，在严厉的行业政策调控下，住宅市场陷入低迷，但写字楼市场仍然火爆。从市场供需来看，2011年写字楼市场新增供应量较上年同期下降 36.7%；需求方面，受益于经济的持续增长，写字楼市场需求持续上升，导致

2011 年写字楼售价持续上涨，达到十年历史高位。2011 年北京市写字楼市场平均售价 30555 元/平方米（建筑面积报价），与上年同期相比

上涨 23.2%。

土地市场情况

图6 2010年1月~2012年3月北京市土地推出量



资料来源：wind 数据库

随着北京近几年的开发建设，北京市土地量供应呈缩减趋势，特别是主城区由于人口密度大，拆迁成本高企，土地供应量已明显呈现量跌趋势。从 2011 年开始，北京市土地供应量突降数倍，缩减趋势一直延续，2011 年，北京市土地出让总额同比锐减 587 亿元，但商用地块的成交却并未受影响，相反由于住宅受限，许多开发商将拿地的眼光放到了商业地产的发展前景上，2011 年北京市共成交 82 幅商用地块，成交总金额达 734.62 亿元。2012 年 1 季度，土地供应量锐减趋势明显，2012 年 3 月土地供应量仅为 57.32 万平方米，较上年同期下降 51.4%，较 2010 年高峰时期下降了六倍。

从土地供应区域来看，近 70%的土地供应量集中在北京郊县区域，中心城区供应量不大，北京已明显呈现中心城区土地稀缺的现象。从规划用途来看，北京市土地规划用途主要集中在工业用地，占比为 43.19%，其次是商业、办公楼用地，占比为 28.24%。

租金及空置率情况

受到市场需求旺盛的影响，北京写字楼租金不断攀升，空置率持续下滑，2011 年 10 月份租金水平一度达到顶峰，国贸三期写字楼租

金最高超过 1600 元/平方米/月，但这种租金攀升的势头在 11 月份有所遏制，2011 年第四季度，北京甲级写字楼的平均租金达到每月每平方米 336.1 元，环比增长 2.77%。2011 年全年，北京市甲级写字楼平均租金 262 元/平方米/月（建筑面积报价），与上年同期相比上涨 55%，整体租金累计上涨超过 50%。

2011 年，北京市甲级写字楼的空置率在低位徘徊，2011 年四季度达到 6.1%，环比下调 1.2 个百分点。甲级写字楼吸纳量为 15.4 万平方米，环比下降 4.9%。另外，除东二环区域外，主要商务区空置率均低于 10%。金融街区域空置率为北京市最低值，仅为 0.5%。

2011 年全年，北京甲级写字楼市场呈现以下几个特点：租金大幅上涨，但速度逐步放缓；写字楼整售市场活跃，内资买家占主导；需求来源更为广泛，且公司选址由于租金成本的上升而日趋分散化。同时，由于核心区域空置面积短缺且租金剧涨，许多大型跨国企业已经选择到非核心区域或更分散地区。

总体来看，近年来北京市商业地产发展较快，租售价格水平呈双升态势。同时，随着市内商业地产存量日渐趋紧，商业地产稀缺性凸

显，商务核心区商业地产价值快速提升。

三、基础素质分析

1. 企业规模和竞争实力

公司为北京市西城区国资委下属的大型国有独资企业，并受西城区国资委授权管理华融公司、基础公司和西单公司等国有资产。

金融街拓展潜力大，公司承担的金融街拓展区土地一级开发业务具有区域垄断性

作为首都第一个大规模整体定向开发的金融功能区，经过近二十年的发展，金融街已经成为对中国金融业最具影响力的金融决策监督中心、资产管理中心、金融支付结算中心、金融信息中心，聚集了“一行三会”等国际金融决策和监督机构，区域内各类企业总部和地区总部达到 153 家。然而目前，金融街发展空间已达饱和，虽然金融街区域已建成的总建筑面积超过 400 万平方米，但仍不能满足众多企业扩张和入驻的需求，因此 2006 年，北京市委市政府及时作出了推进金融街拓展区建设的决定，将金融产业区由原 118 公顷向西、南、东拓展为 259 公顷，并在《关于促进首都金融业发展意见》中将金融街定位为“金融主中心区”，核心区及周边政策辐射区构成北京金融产业区。公司作为北京市西城区土地一级开发和基础设施建设主体，承担着金融街拓展区土地一级开发和基础设施建设业务，具有区域垄断性，同时，拓展过程中释放出来的位于核心区域的较大规模优质土地储备将进一步提升公司的资产质量和盈利能力，为公司商业地产业务带来新的发展机遇。

公司为中国商业地产龙头企业，在项目开发经验、品牌知名度及资产质量方面具有显著优势

公司以商业物业运营为主业，是中国商业地产龙头企业，具有包括写字楼、住宅、公寓、商场、酒店等不同业态的丰富产品线，在城市中心商务街区建设和综合开发方面拥有丰富的

经营经验，多年来已成功打造了北京“金融街”区域、西单商业区、西直门交通枢纽、德胜科技园等重要产业功能区，同时将“金融街”模式面向全国重点城市推广，参与运作了天津环球金融中心、重庆金融中心等多个区域性商业地标，在城市运营和区域开发领域专业运营优势明显。近年来公司不断加大在城市核心地段持有优质商用物业，目前自持优质物业有北京的金融街购物中心一、二期、金融街中心大厦、金融街 C3 四合院、德胜国际中心等，天津的津塔写字楼，位于惠州的喜来登酒店和公司等。截至 2011 年底，公司在北京、天津等城市的核心商务区持有经营性和出租商业物业 87.40 万平方米。优质商用物业能够为公司贡献稳定增长的现金流，且随着物业所在区域价值提升，为公司未来融资提供有力支持。

金融保险、文化等业务迅速增长

近年来公司金融保险、文化等业务增长迅速。其中，保险业务方面，市场份额逐年扩大，业内排名稳步上升。文化领域方面，连锁影院经营管理模式基本形成，广告业务收入于 2011 年首次突破千万，并实现跨区域发展。以房地产开发为平台的物业经营、文化投资、物业管理产业协同发展，可作为“商务综合体”、“区域开发”的配套产业，提升区域与产品价值。

总体来看，公司商业物业运营经验丰富，自持优质商业物业未来升值潜力大；金融街拓展工作的推进为公司带来良好的发展机遇；未来随公司商业地产运营、保险、文化等业务板块间协同作用逐步显现，公司抗风险能力将进一步增强，公司综合竞争实力较强。

2. 人员素质

截至 2012 年 3 月底，公司有高级管理人员 13 人，其中董事长 1 人，监事会主席 1 人，总会计师 1 人，总经理 1 人。公司高层管理人员中，1 人具有博士生学历，7 人具有研究生学历，3 人具有本科学历，2 人具有大专学历。

王功伟先生，现年 55 岁，研究生学历，高级工程师。曾历任北京市西城区计经委科长、副主任，金融街建设开发公司董事长兼总经理、党委副书记，北京华融综合投资公司董事长、总经理、党委副书记、党委书记，金融街控股股份有限公司董事长，目前担任公司董事长。

鞠瑾先生，现年 48 岁，硕士研究生学历、经济师。曾历任共青团北京市委青运史研究室副部长、部长，北京金融街建设开发有限责任公司副总经理，北京华融综合投资公司副总经理、常务副总经理、总经理，金融街控股股份有限公司副董事长，目前担任公司总经理和董事。

截至 2012 年 3 月底，公司拥有员工 9003 人，按年龄划分，25 岁以下员工占 13%，26~35 岁员工占 47%，36-45 岁员工占 28%，45 岁以上员工占 12%；从文化程度来看，博士文化程度员工占 1%，硕士文化程度员工占 7%，本科文化程度员工占 43%，专科文化程度员工占 28%，专科以下文化程度员工占 21%。

总体来看，公司高层管理人员具有较高文化素质和丰富的管理经验，公司员工文化素质较高，能够满足日常经营管理需要。

3. 政府支持

公司是北京市西城区国资委下属独资企业，多年来在股东西城区国资委的大力支持下获得了快速发展。

为支持公司业务发展和提升公司竞争实力，近年来西城区国资委对公司及其授权管理的华融公司、西单公司及基础公司等 3 家公司均进行了多次增资。2009-2011 年，西城区国资委对公司增资 1 次，增资数额为 0.2 亿元；对华融公司增资 5 次，增资数额合计 5.11 亿元；对基础公司增资 6 次，增资数额合计 39.85 亿元；对西单公司增资 2 次，增资数额合计 20.04 亿元。

总体看，西城区政府对公司支持明确，支持力度大。

四、公司管理

1. 公司治理结构

公司按照《公司法》等国家有关法律、法规的规定，建立了较为完善的法人治理结构。公司不设股东会，由出资人履行股东会职权，董事会由 7 名董事组成，除 1 名职工董事由公司职工代表大会选举产生外，其余董事均由出资人委派，董事会设董事长 1 名、副董事长 1 名，由出资人从董事会成员中指定。董事会对出资人负责，是公司决策执行机构，实施出资人的决定，决定经营计划和投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案等职责。

公司监事会由 5 名监事组成，除 2 名职工监事由公司职工代表大会选举产生外，其余监事均由出资人委派，监事会设监事会主席 1 名，由出资人在监事会成员中指定。

公司设总经理 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，公司设立了经营管理机构，并实行董事会领导下的总经理负责制，对公司业务实施日常经营管理，具体包括执行董事会决议、组织公司各项业务经营活动等。

2. 管理体制

公司根据业务和管理需要设立了董事会办公室、党委办公室、办公室、资产管理部、财务部、人力资源部、房地产事业部、金融保险部、审计部、风险管理部等 15 个职能部门。

公司目前拥有控股公司 3 个，并经西城区国资委授权，对华融公司、西单公司以及基础公司等 3 家公司进行托管。公司对托管公司的管控视同控股公司，控股公司和托管公司领导班子成员由公司提出调整任免，并对领导班子成员建立了经济指标、党建目标、管理指标互为补充的较为科学系统的考核体系和奖惩办法。对子公司的财务管理方面，实行财务管理人员委派制度，每年对其进行评价和考核，强化财务、资金管理。

风险控制方面，公司建立了较为全面的风

险管理体系,在公司设立了专门的风险管理部,负责风险管理工作具体实施,并建立风险会议制度,包括董事长月度风险专题会,以及按照业务组建专业风险小组,定期召开小组会议,随时监控公司主要业务运营风险,使风险管理工作实现常态化。

资金管理方面。公司建立了筹资管理体系,每年年初所属单位要编制年度借款计划,以便全面掌握公司借款规模,同时规范借款审批办理程序。年中不定期召开资金会议,及时了解资金使用情况及资金风险,较为有效、及时地对公司日常筹资资金使用进行监控。

投资管理方面,作为公司重要的业务活动,公司投资管理部门建立了相应的投资管理制度。明确投资项目可研分析的责任人及要求,建立投资评审机制,设立董事会明确投资审批流程。根据制度规定随时监控投资项目进展,投资管理部门定期进行经营指标分析,判断投资收益及风险,形成投资分析报告,向管理层报送。

此外公司还建立了担保业务管理制度,规定了担保审批流程及担保事项办理程序,明确规定担保范围,担保事项实行集体决策。

总体来看,公司法人治理结构符合其经营需要,内部管控制度健全,并形成了有效的风险监督管理体系,综合管理水平较高。

五、经营分析

2009~2011 年,公司营业收入持续增长,分别为 84.05 亿元、114.39 亿元和 125.66 亿元。其中,占比较大的板块分别为商业物业运营、住宅地产、金融保险,基础设施板块由于开发周期较长、运营时间较短,收入规模较小。2009~2011 年,公司营业毛利率相对稳定,分别为 38.71%、37.26%和 38.27%。

公司基础设施板块主要系金融街拓展一级土地开发和相关基础设施建设项目,由于该板块建设开发周期较长,且成立时间较短,尚

未实现土地一级开发收入。2011 年公司基础设施板块实现收入 4.41 亿元,主要系月坛南街和灵境项目进展中储备房源用于对接安置确认销售收入,以及承担政府委托建设项目所得拆迁管理费。2009~2011 年,公司基础设施建设板块收入分别为 0.001 亿元、0.06 亿元和 4.41 亿元。

2009~2011 年,公司商业物业运营板块实现收入分别为 60.00 亿元、47.44 亿元和 69.38 亿元,占主营业务收入的比重分别为 74.21%、42.10%和 55.38%。2010 年公司商业物业运营收入较上年下降了 20.93%,主要系:①商业物业开发周期相对较长,部分项目当年尚未实现收入;②公司加大对金融保险等业务板块投入,商业物业板块投入相对较少。2011 年,在住宅地产政策调控下,公司加大了商务地产投资,积极促进商务地产销售,商务地产销售额大幅增长,商业物业运营业务收入同比增长 46.25%。盈利方面,2009~2011 年,公司商业物业运营板块毛利润波动增长,2011 年达 32.29 亿元;毛利率分别为 45.15%、54.49%和 46.54%,盈利能力较强。

2009~2011 年,公司住宅地产业务收入年均复合增长率达 77.61%。2010 年,公司住宅地产业务实现收入 41.77 亿元,同比增长 215.01%,主要系 2010 年住宅地产调控政策下,为了尽快回笼资金公司加快了项目工程进度,住宅竣工面积及销售面积均大幅增长,带动收入增加所致;2011 年,公司住宅地产业务实现收入 41.83 亿元,在持续的地产调控下仍实现了小幅增长,一方面来源于部分上年销售额本年确认收入,另一方面系公司调整产品结构,实施差异化营销等方式积极促进销售所致。2011 年,公司住宅地产收入占主营业务收入的比重为 33.39%,为公司收入的第二大来源。2009~2011 年公司住宅地产业务毛利润分别为 3.98 亿元、16.29 亿元和 16.33 亿元,与收入变动趋势一致。由于公司住宅地产产品中改善型产品比重较大,毛利率水平较高,2011 年为

39.04%。

公司金融保险业务收入主要为华融综合下属长城保险保费收入。2009~2011 年金融保险业务收入分别为 6.79 亿元、22.48 亿元和 8.69 亿元。2011 年收入大幅下降，主要系保险公司进行再保险，冲减了部分保费收入所致。2011 年，由于国内寿险业务竞争激烈，保险业务成本维持较高水平，公司金融保险板块毛利率为负。

公司文化业务板块收入主要为影院票房

收入，随着票房收入的稳步提升，公司文化投资板块盈利能力也大幅提高，毛利率由 2009 年的 2.50% 上升至 2011 年的 56.25%。

从公司近年来业务及利润构成可以看出，公司商务地产和住宅地产业务仍是最重要组成部分，但随着公司基础设施和金融保险板块规模的增长，公司收入结构将呈现更加多元化的趋势。

表 5 2009~2011 年公司营业收入及利润构成

业务分类	2009 年			2010 年			2011 年		
	收入(亿元)	毛利润	毛利率	收入(亿元)	毛利润	毛利率	收入(亿元)	毛利润	毛利率
商业物业运营	60.00	27.09	45.15	47.44	25.85	54.49	69.38	32.29	46.54
住宅地产	13.26	3.98	30.02	41.77	16.29	39.00	41.83	16.33	39.04
基础设施	0.001	-0.02	-1900.00	0.06	0.04	66.67	4.41	1.75	39.68
金融保险	6.79	0.51	7.57	22.48	0.69	3.08	8.69	-0.66	-7.59
文化	0.80	0.02	2.50	0.94	0.15	15.96	0.96	0.54	56.25
其他业务合计	3.20	0.95	29.57	1.70	-0.41	-23.99	0.39	-2.16	-557.58
合计	84.05	32.53	38.71	114.39	42.62	37.26	125.66	48.09	38.27

资料来源：2009~2011 年数据均来自公司审计报告

注：营业收入含金融保险板块保费收入；

1. 基础设施建设

公司基础设施建设业务板块主要由基础公司承担，基础公司成立于 2006 年，为西城区土地一级开发和基础设施建设主体，自成立以来主要负责金融街拓展工作。其中，金融街功能区拓展一级土地开发项目采用市场化运作模式，西城区基础设施项目采取政府委托代建模式。目前基础公司市场化运作项目均为初期投入阶段，尚未实现收入，基础设施建设板块收入全部为房屋安置确认施工销售收入及政府委托代建项目管理费收入。

土地一级开发

基础公司为金融街功能区拓展一级土地开发的实施主体。2011 年 3 月，北京市成立金融街建设领导小组，将金融街拓展工作纳入北京市重点项目。基础公司承担的土地一级开发项目采用市场化运作模式：基础公司接受北京市

土地整理储备中心的委托，按照土地利用总体规划、城市总体规划等，统一组织实施拆迁及土地整理等工作，项目前期建设资金全部由基础公司筹集，土地整理完成具备上市交易条件后，将通过北京市土地储备中心进行土地上市出让，届时，北京市财政局将全额返还公司土地整理成本，并给予公司整理成本的 6%~8% 作为土地开发利润。公司采用滚动开发的方式，在一定程度上可以降低项目投资资金压力。

目前基础公司着力实施的项目是月坛南街金融中心项目、华嘉项目和复兴门项目，未来将逐步启动阜成门项目和月坛北街等土地一级开发项目。另外，基础公司还承接了危房改造项目一灵境项目，目前正处于项目拆迁过程中。

其中，月坛南街金融中心项目总搬迁户数约 557 户，总投资 40.67 亿元，截至 2011 年底已投入资金 22.50 亿元，该项目于 2010 年启动拆迁，目前项目一期已基本完成拆迁，项目二

期已完成拆迁工作量的 85%以上，预计 2013 年完成土地上市交易，并实现一级开发成本及利润返还，预计收益为 2.44 亿元；华嘉金融中心项目位于西城区金融主中心区，总搬迁户数 484 户，总投资估算为 44699 万元，截至 2012 年 4 月底，该项目还处于前期准备阶段，预计 2012 年 6 月底 7 月初启动拆迁工作，2014 年完成土地上市交易，并实现一级开发成本及利润

返还；复兴门项目预计总投资 139.7 亿元，截至 2011 年底已投资 12 亿元，将于 2013 年启动拆迁工作，2017 年完成土地上市交易，并实现一级开发成本及利润返还；阜成门项目和月坛北街项目目前正处于前期规划过程中，预计将于 2018 年启动。公司土地一级开发业务完成土地出让前反映在“存货”中。

表 6 基础公司主要项目情况（单位：万元）

项目名称	项目性质	预计上市时	总投资额
月坛南街项目	土地一级开发	2013 年	406719
华嘉项目	土地一级开发	2014 年	44699
复兴门项目	土地一级开发	2017 年	1397062
阜成门项目	土地一级开发	--	363140
月坛北街项目	土地一级开发	--	2498811
灵境项目	危房改造	--	35252
合计	--	--	4966105

资料来源：公司提供

除土地一级开发项目外，基础公司还承接了灵境项目的危房改造。灵境项目位于灵境胡同以北，总占地面积 5500 平方米，总建筑面积 3683 平方米，涉及被拆迁居民 144 户。目前灵境项目拆迁工作已经基本完成。

总体来看，基础公司开发土地均位于金融街核心区域，该区域土地交易前景良好，未来土地上市交易变现流动性较好，但土地拆迁风险较高，中心城区拆迁安置压力大，前期资金需求量大，对基础公司未来经营带来不利影响。

代建工程项目

基础公司作为西城区基础设施建设主体，成立以来承接了部分政府工程项目，已完工的项目是地铁 6/8 号线西城区段拆迁项目，35 中学新址建设项目仍处于建设过程中。以上项目建设资金全部由政府划拨，且采用封闭式管理，基础公司仅行使代建管理职能，并收取少量代建管理费。代建管理费收费依据为：根据《基建财务管理基本规定》第 22 条“建设单位管理费的总额控制数以项目投资总概算为基数，并按投资总概算的不同规模分档计算”。

表 7 代建政府项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	截至 2011 年底 已投入资金	代建 管理费
地铁 6/8 号线西城区段拆迁	217000.00	145169.36	1120
35 中学	248402.00	163275.56	--

资料来源：公司提供

地铁 6/8 号线西城区段拆迁项目是由基础公司与地铁建设方签订拆迁委托协议，涉及居民和单位合计 732 户，正式房屋建筑面积合计 2.89 万平方米，于 2009 年 5 月正式启动拆迁，目前已完成全部拆迁工作，向轨道公司交地，完成代建任务，基础公司确认代建管理费收入 1120 万元。

北京市高中示范校“35 中学”新址建设项目地处西直门内大街与赵登禹路交汇处，总用地面积 46547 平方米，其中建筑用地面积 42143 平方米，项目总建筑规模 45260 平方米，项目涉及居民单位拆迁 801 户。基础公司于 2009 年 6 月启动项目拆迁，截至 2011 年底，拆迁工作

已经完成 80%以上，建筑规划方案已经落实。目前基础公司尚未确认代建管理费收入。

总体来看，基础公司作为金融街功能区拓展土地一级开发和西城区基础设施建设主体，具有区域垄断性，随着金融街拓展项目的推进，有着广阔的业务发展空间。同时，基础公司也面临着拆迁难度大、资金需求大等风险。

2. 商业物业运营与商品住宅开发

地产开发概况

公司商业物业运营与商品住宅开发业务主要由公司下属上市公司金融街控股经营，业务涉及商业物业和住宅地产的开发销售及运营管理。

从房地产板块经营数据来看，近三年，金融街控股房产开复工面积、竣工面积和销售面积等指标都呈上升趋势。2009~2011 年，随着公司在北京、天津、重庆、惠州等地业务的发展，公司开工规模稳步上升，三年完成总开复工面积分别为 212 万平方米、289 万平方米和 423 万平方米，年复合增长率为 41.25%。销售方面，金融街控股一直以来实行积极促进销售、快速回笼资金的经营政策，2010 年实现销售面积和销售金额分别为 86 万平方米和 162 亿元，2011 年，由于住宅地产销售受政策影响较大，公司销售面积和销售金额分别为 70 万平方米和 130 亿元，分别同比下降了 18.60%和 19.75%。

从业态结构来看，金融街控股房地产开发以商务地产为主导。金融街控股商务地产产品包括写字楼、公寓、酒店、商业及其配套项目等，2011 年以来，随着商品住宅调控政策的日益趋紧，公司进一步加大商务地产投资，积极促进商务地产销售，2011 年全年实现商务地产销售额 83 亿元，同比增长了 37%，占房地产合同销售额的 63.85%；由于金融街控股商品住宅改善型产品比重较大，且主要集中在北京、天津等受地产调控政策影响较大的区域，2011 年住宅销售受到较大影响，实现住宅销售额 47

亿元，同比下降了 54%。2011 年，金融街控股商务地产和住宅销售额的比例为 1.77:1。

表 8 房地产板块主要指标（单位：万平方米，亿元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年
开复工面积	212	289	423
其中：新开工面积	112	98	203
竣工面积	44	74	94
合同销售面积	85	86	70
合同销售金额	105	162	130
结算面积	35	42	53
结算金额	51	74	84

资料来源：公司提供

2012 年，金融街控股计划竣工面积 120 万平方米，同比增长 27.66%，将进一步带动公司收入的提高。

土地储备

近年来，公司积极通过项目收购和招、拍、挂等方式获取土地资源。2009~2011 年，金融街控股新增土地储备分别为 136 万平方米、234 万平方米和 60 万平方米，其中，2011 年新增中信城 30 万平米公建项目、E2 项目和天津世纪中心等三个项目。2009~2011 年，新增土地楼面均价分别为 4180 元/平方米、5380 元/平方米和 14763 元/平方米，2011 年新增土地楼面均价大幅上升，主要是由于 2011 年新增地块除天津世纪中心为商住综合项目外，另两个项目均为商业地产项目，且均位于北京和天津地区核心区域，地块价格较高。

金融街控股的业务发展战略为“立足北京、面向全国重点城市”，目前，金融街控股房产开发业务分布在北京、天津、重庆和惠州。截至 2011 年底，金融街控股土地储备面积合计 795.8 万平方米，北京、天津、重庆、惠州占比分别为 33.70%、16.02%、24.11%和 26.17%。

表 9 2009~2011 年公司土地储备情况

指标	2009 年	2010 年	2011 年
新拓展项目（个）	4	5	3
新增土地储备（万平方米）	136	234	60
土地购置支出（亿元）	57	125.9	88.58
新增土地楼面均价（元/平方米）	4180	5380	14763
土地储备面积（万平方米）	639	788	796

资料来源：公司提供

注：新增土地储备面积及土地储备面积均为建筑面积。

其中，惠州地区土地储备 208.29 万平方米，为公司于 2005 年 10 月以 2.6 亿元总价款获得的 348.88 万平米地块的剩余土地储备，公司计划将其打造成融养生、休闲、度假于一体的旅游项目。由于拿地时间较早，该地块楼面地价仅近百元，极具成本优势；惠州市与深圳、香港毗邻，交通便利，房产升值潜力很高，惠州市商品住宅销售均价已经由 2005 年的 2597 元/平方米上升至 2012 年 3 月的 5415 元/平方米；项目所在地惠东巽寮湾自然环境优美，拥有 16 公里原生海岸线、11 公里白色沙滩、60 亩红树林保护区，为国家 4A 级景区，且当地政府正在进行 5A 景区的申报工作，将逐渐发展为集滨海娱乐、休闲度假、商务会议、生态观光、高尚运动、文化体验、健康养生、消闲居住于一体的世界级滨海旅游景区。截至目前，该项目已经完成喜来登酒店和风池岛公寓。

从土地储备类型看，金融街控股储备土地以商住综合项目为主，将通过城市综合体的形式开发，提升项目综合价值；土地储备中用于住宅开发的土地占比较高，均是 2011 年之前储备地块，公司将针对行业调控和市场变化动态调整开发计划；2011 年以来金融街控股加大商用物业储备规模，且项目均位于所在城市的核心地段，有较强的盈利能力和较大的升值空间。

总的来看，金融街控股土地储备面积稳步上升，由 2009 年底的 639 万平方米增至 2011 年底的 795.8 万平方米，充足的土地储备为公司未来业务规模持续扩张提供了有力支持，且储备项目多位于重点城市核心地段，项目预期盈利能力强。

表 10 截至 2011 年底金融街控股土地储备明细

地区	土地类型	项目数量 (个)	建筑面积 (万平方米)
北京	办公	5	28.89
	商业	1	1.18
	商业、办公	4	99.52
	住宅	6	138.55
	小计	16	268.14
天津	公寓、商业	1	3.02
	办公、商业	1	6.82
	办公、住宅	1	88.16
	住宅、商业、办公	1	29.50
	小计	4	127.50
重庆	办公	1	3.86
	住宅、办公	1	164.77
	住宅	2	23.23
	小计	4	191.85
惠州	住宅、商业及配套	1	208.29
	小计	1	208.29
总计		26	795.80

资料来源：公司提供

自持物业的经营与租赁

公司确立了“开发+自持经营”，以自持经营为主的运营模式，逐步增持商业、写字楼等优质物业，优化自持物业结构。截至 2011 年底，公司自持物业建筑面积达到约 87.40 万平方米。其中，金融街控股自持物业建筑面积 63 万平方米，全年实现租赁和经营收入 8.58 亿元，同比增长了 17.62%。金融街控股对北京金融街购物中心（一、二期）、金树街、C3 四合院、北京德胜国际中心部分房产、北京金融街中心项目和天津环球金融中心部分房产，合计约 33 万平方米自持物业采取公允价值计量方法计入投资性房地产科目，截至 2011 年底该部分对外出租房产反映为投资性房地产 90.81 亿元，其余经营性自持物业计入固定资产科目。金融街控股自持物业项目经营模式分为：租赁和经营两种。

物业租赁方面，金融街控股持有出租物业建筑面积约 42.3 万平方米，其中办公楼 27.1 万平方米，商业和餐饮 15.2 万平方米，包括：

北京金融街中心、北京德胜国际中心部分房产、天津环球金融中心部分房产、北京金融街购物中心（一期、二期）、北京金融街 C3 四合院、北京金树街餐饮、北京金融街区域的零散写字楼和车位等。公司租赁物业主要位于城市核心地段，一方面物业的升值能够提升公司资产的质量，另一方面，出租率和平均租金较高，能够为公司带来稳定的现金流，2009~2011 年，金融街控股物业租赁收入稳步上升，分别为 2.9 亿元、4.44 亿元和 5.03 亿元。

物业经营方面，金融街控股持有经营物业建筑面积 20.7 万平方米，主要以酒店经营为主。2009~2011 年，金融街控股物业经营收入分别为 2.43 亿元、2.86 亿元和 3.56 亿元，呈持续上升态势。公司所持经营性物业均位于核心城区，随着经营规模扩大以及项目运营逐步成熟，公司未来收入将持续增长。

总体看，公司自持物业项目集中于北京、天津、重庆等城市的核心区域，地理位置优越，具有较大的升值潜力及盈利能力。

表 11 截至 2011 年底金融街控股持有物业运营情况

物业名称	所在区域	物业类型	持有面积（平方米）	出租率/入住率	平均租金（元/平方米/月）	投入运营时间（开业时间）
丽思卡尔顿酒店	北京	酒店	42460	75.3%	1870	2006-10-14
惠州喜来登酒店	惠州	酒店	43649	36.8%	915	2008-06-18
天津瑞吉酒店	天津	酒店	64630	18%	893	2011-10-30
金融街公寓	北京	酒店	49978	80.5%	897	2006-10-18
金融家俱乐部	北京	酒店	6422	—	—	2007-10-18
酒店小计：			207139			
金融街购物中心	北京	商业	134996	95%	362	2007-9-16
金树街	北京	商业	14771	100%	289	2007-04-26
C3 四合院	北京	商业	2081	100%	241	2007-05-18
商业小计：			151848			
金融街中心	北京	写字楼	92455	100%	220	2009-05-1
德胜国际中心	北京	写字楼	31206	100%	147	2008-05-1
金融大厦（A1）	北京	写字楼	12175	因项目改造，已于 2012 年 3 月停止出租。	200	2006-04-1
天津环球金融中心	天津	写字楼	97971	34.4%	128	2011-10-8
其他零散写字楼	北京	写字楼	6600	100%	270	2003-10-24
其他车位及配套	北京	配套	30695	—	—	
写字楼小计：			271102			
合 计：			630089			

资料来源：公司提供

注：①本表为金融街控股自持物业经营情况，另外，公司集团本部还自持物业 24.39 万平方米；②酒店平均租金为平均房价；③天津环球金融中心于 2011 年上半年竣工，目前处于招租阶段，故出租率较低；④天津瑞吉酒店于 2011 年 10 月开业，目前尚处于培育期，故入住率较低。

3. 金融保险

长城保险

由华融公司控股的长城人寿保险股份有限公司（以下简称“长城保险”）是金融街集团主要的金融产业平台。长城保险成立于 2005 年，

是北京市西城区国资委授权管理的华融综合的子公司，其主要经营范围包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险及上述保险业务的再保险业务。长城保险的自身定位是“价值领先，规模适中，盈利增长，结构合理”的中小寿险公

司。

截至 2011 年底，长城保险已设立北京、山东、四川、湖北、青岛、河南、河北、江苏、广东、天津、湖南、安徽等 12 家分公司，并已开业三级机构 55 家，四级机构 130 家，基本完成中部主要省份的布局。2012 年，长城保险除继续对新设广东、湖南、安徽等分公司完成布局外，将致力于提高当前布局的团组效益，走规模化与集约化协同发展路径。

2009~2011 年，长城保险实现的总规模保费分别为 15.23 亿元、25.03 亿元和 31.18 亿元，三年复合增长率为 43.08%，2012 年第一季度为 9.29 亿元。2011 年，公司在 61 家寿险主体中排名第 25 位，较 2010 年上升了 4 位，市场份额为 0.33%，同比提升了 0.09 个百分点。

保费收入构成方面，2010 年及以前银保趸交保费是长城保险保费收入的最大来源，2011 年开始，为了增加价值类保险占比，提高盈利能力，长城保险加大调整业务结构，2011 年和 2012 年一季度，银保趸交保费收入占比持续大幅下降至 58.76%和 49.30%。

表 12 2009~2012 年一季度长城保险各渠道保费收入

规模保费（亿元）	2009	2010	2011	2012 年 1~3 月
个险	1.01	1.25	2.14	0.82
个险中介（经代）	0.02	0.47	0.84	0.21
团险（不含特需）	0.07	0.17	0.26	0.05
银保趸交	10.72	17.56	18.32	4.58
银保期交	0.73	1.75	3.30	1.07
续期	2.32	3.83	6.33	2.55
合计	15.23	25.03	31.18	9.29
价值类保费占比	22.00%	22.17%	29.86%	38.54%

资料来源：公司提供

注：价值类保费包括个险、个险经代、银保期交以及续期保费。

从价值类保费看，2009~2011 年，长城保险个险、个险经代、银保期交及续期保费均呈稳步增长态势，三年复合增长率分别为 45.56%、548.07%、112.62%和 65.18%，均高于保费总规模年均复合增速，故而价值类保费占比逐年递增，由 2009 年的 22%增长至 2011 年的 29.86%，2012 年一季度，价值类保险占

比进一步提升至 38.54%。

从产品结构看，个险方面，长城保险的个险业务一直坚持以“价值增长”为核心，产品的销售以保障型产品为主，传统险种保费占比较高，并根据行业的发展变化，在 2010 年大力推动分红险的销售，分红型险种由 2009 年占比 17.43%至 2012 年 1 季度占比 82.80%。银保方面，自 2009 年下半年开始，长城保险致力于推动银保渠道产品结构的转型，主力产品由万能险为主转变为以分红险为主，以增加银保渠道的业务价值。2010 年开始，长城保险银保渠道的产品结构发生显著变化，万能险的占比大幅降低，至 2011 年，万能险基本不再销售，分红险的保费占比接近 100%。2012 年一季度，长城保险银保渠道销售品种全部为分红险。

总体来看，长城保险在发展过程中以价值提升为导向，采取规模与效益并行的集约化发展方式，业务规模稳定增长，价值类保费占比持续上升，行业市场份额逐年扩大，在行业中影响力不断增加。

金融股权投资

表 13 截至 2011 年底公司主要参股金融类企业

企业名称	持股比例（%）
恒泰证券有限责任公司	30.12
北京农村商业银行股份有限公司	5.23
国泰君安投资管理股份有限公司	0.09
金融资产交易所	0.36
北京产权交易所有限公司	11.06

资料来源：公司提供

除长城保险外，公司还不断拓展在证券、银行等金融行业的投资布局，通过股权投资的方式参股各类优质金融类企业，主要包括恒泰证券有限责任公司、北京农村商业银行股份有限公司、国泰君安投资管理股份有限公司、金融资产交易所、北京产权交易所有限公司等。

公司对恒泰证券持股比例为 30.12%，恒泰证券 2011 年完成营业收入 6.95 亿元，净利润 1.04 亿元。2011 年恒泰证券投资银行业务取得较大进展，三个 IPO 项目成功过会；资产管理业务全面启动，成功发售两只产品，其中恒泰

先锋 1 号收益在同期同类发行的产品中名列第一；取得股指期货业务资格和三板业务资格，并已做好融资融券业务启动的前期准备工作。

总体来看，被投资企业质地优良，发展前景良好。

4. 文化产业

公司文化产业由北京华融文化投资有限公司（以下简称“华融文化”）承担，该公司成立于 2006 年 9 月，由华融综合公司和北京华方投资有限公司共同投资成立。目前，华融综合公司持股 82.79%。

影院连锁业务

影院连锁业务是华融文化的核心业务。目前，华融文化主要投资项目为首都电影院，正式运营的有西单店和金融街店 2 家。首都影院西单店位于北京市西单商业区西单大悦城购物中心 10 层，为原首都电影院异地改扩建。影院按照五星级标准建设，总建筑面积约 1 万平米，包括 14 个厅 2008 个座位。其中，包含 1 个豪华 VIP 厅、3 个商务厅、2 个可容纳 300 人的大厅、8 个时尚影厅。自 2008 年 3 月开业以来，首都电影院西单店票房收入始终位居全国和北京市前列，票房收入持续、稳步增长。其中，2008 年开业首年票房收入突破 3150 万元，成为全国唯一一家开业首年票房超 3000 万的影院；2009 年票房为 6241 万元，位居全国单体影院票房第一；2010 年票房为 7467 万元，在单体影院中排名全国第四、北京市第二；2011 年票房达 7311 万元，在全国单体影院中排名第二；2012 年一季度实现票房收入 1804 万元。首都电影院西单店自开业以来票房收入始终位居全国和北京市前列，票房收入稳定增长。

2010 年，华融文化与新影联院线签订了战略合作协议，获得了新影联院线在片源、宣传以及活动等各方面的大力支持，进一步推动双方在影院经营中的互助。

在保持首都电影院良好运营的同时，华融文化也在积极进行影院连锁拓展，目前，已在

金融街购物中心、北京昌平金隅万科城和天津远洋国际中心成功拓展了三家影院。其中，金融街购物中心影院已于 2012 年 3 月 28 日正式开业；天津远洋国际中心和昌平金隅万科城正在进行影院装修，计划分别于 2012 年底和 2013 年底试营业。华融文化影院拓展稳步推进，连锁影院经营管理模式基本形成。

广告业务

华融文化广告业务主要为户外媒体开发及经营，2009~2012 年一季度实现广告业务收入分别为 998 万元、691 万元、1091 万元和 279 万元。公司广告业务收入规模相对较小，与北京主要户外媒体公司相比，仍有较大发展、提升空间。

5. 资本运营中心

为了搭建全民所有制性质的西城区国有资本运营平台，2011 年 9 月 16 日，西城区国资委下发了“关于同意组建《北京金融街资本运营中心》的通知”（西国资发[2011]145 号），通知决定：将西单公司改组为西城区国有资本运营平台，并更名为“北京金融街资本运营中心”。

根据西城区国资委要求，在保持管理关系不变的前提下，逐步选取其他优质区属国有企业股权划入运营平台，不断增强运营平台的投融资能力。股权划转后的区属国有企业，出资人由区国资委变更为北京市西单商业区建设开发公司。股权划转后，运营中心下属子公司仍根据实际管理关系确定是否合并进入公司报表。

根据西城区国资委《关于调整区属国有企业股权关系的通知》，第一批股权划转企业名单包括：北京金正资产经营公司（以下简称“金正公司”）、北京华兴新业商贸有限责任公司（以下简称“华兴新业”）、北京华天饮食集团公司（以下简称“华天集团”）和北京华利佳合实业有限公司（以下简称“华利佳合”），截至目前，华兴新业、华天集团和华利佳合三家公司均已完成产权划拨手续，金正公司产权划拨手续正

在办理中。

另外,根据《北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会关于北京西单商业区建设开发公司未分配利润转增注册资本和无偿划转北京华融基础设施有限责任公司股权的通知》(西国资发[2011]148号文),西城区国资委批复将华融基础设施投资有限公司100%股权无偿划转至西单公司(根据西国资发[2011]145号,西单公司更名为资本运营中心),并于2012年2月3日完成了产权划拨手续。本次股权划转后,华融基础公司仍由公司负责管理,公司拥有实际管理权,属公司合并范围。未来将根据西城区国资委划转批复,逐批划入国有资产。

资本运营中心被定位为北京市西城区唯一的国有资本运营平台,平台内企业可以资本运营中心为主体进行投融资运作,从而增强各企业投融资能力。

6. 经营效率

2009~2011年,公司销售债权周转次数持续上升,2011年底为27.06次;存货周转次数和总资产周转次数均呈现下降趋势,2011年底分别为0.18次和0.13次。

总体看,公司整体经营效率处于适宜水平。

7. 未来发展

根据公司战略规划,公司将坚持以商业物业运营为主业,加快发展金融服务、住宅地产和投资管理业务,推动产融结合,不断提升市场竞争能力与资本运作能力。

房地产业务方面,面对住宅市场持续的政策调控,公司将积极把握政策变化,逐步提升系统化精细化管理,强化商务地产,把握金融街拓展机遇,加大公司在城市核心区域的商务地产投资,丰富商务地产的产品系列和经营模式,开展商务服务和资产管理等增值服务,进

一步提升公司商务地产品牌影响力;逐步提升自持物业规模,增持商业、写字楼等优质物业,优化自持物业结构,并着力提升自持业务投资管理、运营管理、资产管理能力,提升自持物业盈利水平;调整住宅产品结构,实施差异化销售策略,加快现有住宅产品销售和回款;加强风险控制,确保现金流安全,实现公司持续、稳健、健康发展。

基础设施业务方面,公司将全力推动金融产业功能区拓展及两区合并后的广安产业园区建设,未来发展成为一家在土地开发、资源并购、物业经营等领域具有核心能力,在企业内部运作上具有科学管理体系和管理能力的区域性综合性企业。

保险业务方面,长城保险要转变发展方式,进行以盈利为导向的综合经营探索,推进产品、渠道和服务创新;要保持个险、银保期交、续期保费等价值类保费的长足增长;相应调减机构开设计划,严格控制经营成本,加强成本考核,走集约化发展路径。

文化产业方面,公司将探索发展影院的综合经营模式,以首都电影院为平台,围绕电影产业和各层次市场需求,开发可以获得政府支持和切合市场需求的综合经营业务,提升盈利能力;确定落实连锁影院的发展规划,未来五年,整体拓展影院15家左右,储备新影院项目5个左右;广告业务要继续保持快速扩张势头,提供广告专业能力和市场竞争力,加强与系统内公司的业务协作。同时,公司将抓住国家扶持文化产业发展的契机,研究确定文化产业的布局和发展方向,加快培育形成新增长点。

项目投资方面,截至2011年底,公司在建项目43个,总投资额合计1393.67亿元,以基础公司土地一级开发项目和房地产投资项目为主。截至2011年底已完成投资413.16亿元,未来还需投入980.51亿元,其中2012年计划投资223.42亿元,公司面临较大的资金压力。

表 14 截至 2011 年底公司在建项目情况

所在公司	项目数量	总投资	筹资计划 (亿元)		截至 2011 年末已完成投资金额 (亿元)	2012 年 计划投资 (亿元)
			自筹	其他融资		
基础公司	10	371.67	130.08	241.59	71.79	116.58
金融街控股	26	957.16	707.36	255.80	297.44	72.86
其他	7	64.84	33.78	31.06	43.93	33.98
合计	43	1393.67	871.22	528.45	413.16	223.42

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

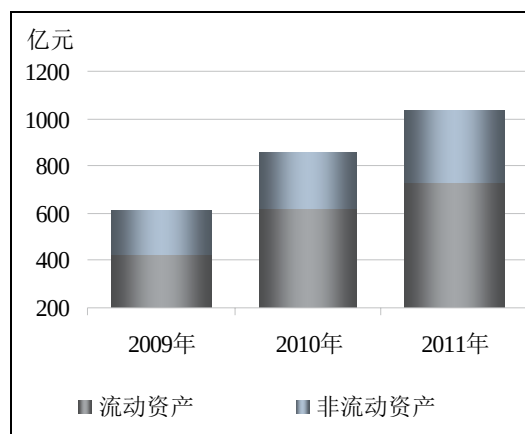
公司提供的 2009 年~2011 年财务报表均经由中磊会计师事务所有限责任公司审计，并对上述报告均出具了标准无保留意见的审计报告。

2010 年公司合并范围较 2009 年减少了北京冠佳置业投资有限公司，2011 年合并范围增加了金融街投资公司（原名为北京市华融广告公司），合并范围变化对报表影响不大。此外依据西国资复[2010]23 号文，公司经西城区国资委授权管理华融公司、基础公司和西单公司等 3 家公司。上述三家公司与本公司虽无股权结构上的控制关系，但公司对其拥有实际控制权，因此在编制财务报表时将上述三家公司纳入合并财务报表范围。

2. 资产质量

2009 年~2011 年，公司资产总额持续快速增长，年均增长 30.04%，增长主要来自存货、投资性房地产和固定资产等科目。截至 2011 年底，公司资产总额 1034.97 亿元，较上年增长 21.37%，其中流动资产占 71.01%，较上年的 72.68%略有下降，非流动资产占 28.99%，较上年的 27.32%略有上升，公司资产仍以流动资产为主，资产构成较上年变化不大。

图 7 2009~2011 年公司资产构成

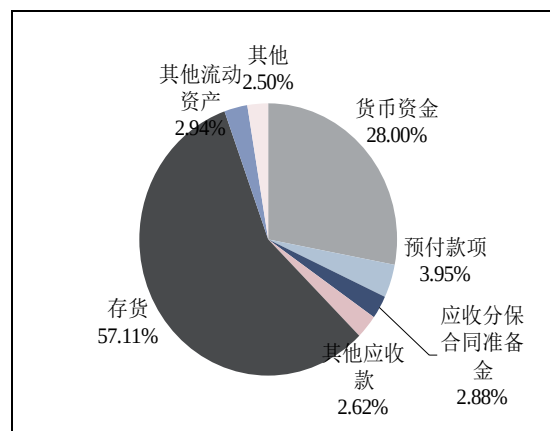


资料来源：公司审计报告

流动资产

2009~2011 年，公司流动资产持续快速增长，年均增长 31.00%，增长主要来自预付款项、应收分保合同准备金、存货和其他流动资产等科目。截至 2011 年底，公司流动资产 734.97 亿元，较上年增长 18.58%，流动资产构成以货币资金（占 28.00%）和存货（57.11%）为主。

图 8 2011 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2009 年~2011 年,公司货币资金有所增加,年均增长 2.44%,以银行存款为主。截至 2011 年底,公司货币资金 205.79 亿元,其中银行存款占 99.92%。

2009 年~2011 年,公司交易性金融资产快速增长,年均增长 22.64%,主要是下属子公司长城保险增加了交易性金融资产配置所致。截至 2011 年底,公司交易性金融资产 10.71 亿元,较上年增长 7.43%。

公司预付款项主要是地价款和工程款。2009 年~2011 年,随公司项目开发投入增加,公司预付款项快速增长,年均增长 195.90%。截至 2011 年底,公司预付款 29.03 亿元,较上年大幅增长 158.76%,主要为本年度公司预付北京中信房地产有限公司的地价款 25.18 亿元(占 98.63%)。

公司应收分保合同准备金主要是公司下属子公司长城保险合同分保应收准备金,近三年公司应收分保合同准备金持续快速增长,截至 2011 年底,公司应收分保合同准备金 21.20 亿元,较上年增加 21.17 亿元,主要是本年度长城保险合同分保业务增长所致。

2009 年~2011 年,公司其他应收款波动增长,年均复合增长率为 26.94%。其中 2010 年公司其他应收款账面价值 32.78 亿元,较上年增长较多,主要是该年度转让时代广场股权形成应收股权转让款 26.21 亿元所致。2011 年,随公司收回时代广场股权转让款,其他应收款减少较多。截至 2011 年底,公司其他应收款账面金额 19.28 亿元,较上年下降 41.17%,主要是与其他单位往来款及押金。从账龄看,1 年以内占 58.86%,1~2 年占 31.94%,2~3 年占 2.33%,3 年以上占 6.87%,整体账龄偏长。从欠款单位看,前五名欠款单位欠款额合计占其他应收款总额的 23.13%,整体较为分散。截至 2011 年底,公司共计提坏账准备 1286.34 万元。

2009 年~2011 年,随公司房地产开发项目一级土地一级开发项目的增加,存货持续快速增长,年均增长 45.90%。截至 2011 年底,公

司存货 419.75 亿元,较上年增长 27.12%。其中开发成本占 71.01%,开发产品占 4.98%,自制半成品及在产品占 8.32%,库存商品占 9.74%,其他占 5.81%。

表 15 公司前五名其他应收账款情况(万元)

名称	账面 余额	款项 内容
西城旧城保护和居民改善工程指挥部办公室	40000.00	往来款
惠东县财政局	3162.60	往来款
押金	679.81	押金
时代创建物业	634.44	往来款
员工借款	416.53	借款
合计	44893.37	

资料来源:审计报告

公司其他流动资产主要是预交税款及待摊费用等。2009 年~2011 年,公司其他流动资产持续快速增长,年均增长 167.06%,主要是预交税款增加所致。截至 2011 年底,公司其他流动资产 21.75 亿元,主要是预交税款 13.35 亿元(占 61.87%)和公司子公司金融街控股投资信托计划 8.00 亿元(占 37.10%)。

非流动资产

2009 年~2011 年,公司非流动资产持续快速增长,年均增长 27.79%,增长主要来自持有到期投资、投资性房地产和固定资产等资产科目。截至 2011 年底,公司非流动资产 300.01 亿元,较上年增长 28.78%,构成主要以持有到期投资(占 17.66%)、投资性房地产(占 32.22%)、固定资产(占 17.70%)、商誉(占 6.96%)和其他非流动资产(占 8.32%)为主。

2009 年~2011 年,公司长期应收账款持续快速增长,年均增长 20.42%。截至 2011 年底,公司长期应收账款 3.77 亿元,全部为债权计划。

2009 年~2011 年,公司持有到期投资快速增长,年均增长 35.72%。截至 2011 年底,公司持有到期投资 52.99 亿元,较上年增长 26.10%,主要是下属子公司长城保险增加了债

权性投资所致。

2009 年~2011 年，公司长期股权投资分别为 23.07 亿元、22.99 亿元和 23.05 亿元，保持相对稳定。其中 2011 年底，公司长期股权投资单位主要是恒泰证券、北京农村商业银行股份有限公司、北京敬远房地产开发有限公司、北京石开房地产开发有限公司等。

2009 年~2011 年，公司投资性房地产持续快速增长，年均增长 20.32%，主要是公司持有商业物业增加及物业升值（公司投资性房地产以公允价值计量）。截至 2011 年底，公司投资性房地产 96.67 亿元，主要包括 F7/9 购物中心、A5 写字楼、F7 二期、德胜门国际中心、金树街底商以及今年新增的部分津塔写字楼及商业等。公司自持物业主要位于城市核心地段，未来随物业升值，公司投资性房地产将可能快速增长。

公司固定资产构成以房屋建筑物为主。2009 年~2011 年，公司固定资产持续快速增长，年均增长 32.67%，主要是随公司在建商业项目完工增加，结转至固定资产所致。截至 2011 年底，公司固定资产 53.09 亿元（其中房屋建筑物占 91.03%），较上年增加 27.12 亿元，主要是本年度津塔项目自持部分完工转入。

公司无形资产主要是土地使用权。2009 年~2011 年，公司无形资产分别为 12.11 亿元、10.97 亿元、11.91 亿元，略有波动。

截至 2011 年底，公司商誉 20.87 亿元，主要是本年度公司收购北京金亚光房地产经营管理有限公司、茂名侨光置业有限公司、北京天叶信恒房地产开发有限公司等公司，导致商誉增加所致。

公司其他非流动资产主要是长城保险定期存款。2009 年~2011 年，公司其他非流动资产持续快速增长，年均增长 167.06%，主要是长城保险定期存款增加所致。截至 2011 年底，公司其他非流动资产 21.58 亿元（其中定期存款占 78.14%），较上年增长 23.81%。

总体来看，公司货币资金较为充裕，存货

以在建商业地产开发项目和土地储备为主，项目地理位置优越；投资性房地产均位于城市核心地段，仍具有升值潜力。整体看，公司资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

2009 年~2011 年，公司所有者权益持续增长，年均增长 16.31%，主要系实收资本增加所致。截至 2011 年底，公司所有者权益合计 288.41 亿元，其中归属母公司权益占 51.73%，少数股东权益占 48.27%，少数股东权益占比较大，主要是公司在控股子公司金融街控股和长城保险中股权占比较低所致。截至 2011 年底，公司归属母公司所有者权益 149.20 亿元，其中实收资本占 73.61%，资本公积占 13.35%，未分配利润占 11.79%，公司所有者权益稳定性一般。截至 2011 年底，公司实收资本 109.82 亿元，较上年增加 40.45 亿元，其中西城区国资委对公司增资 0.2 亿元，对华融公司增资 0.3 亿元，对西单公司增资 24 亿元、对基础公司增资 15.95 亿元。公司实收资本大于注册资本金，主要是公司将其托管的华融公司、西单公司和基础公司纳入合并范围所致。截至 2011 年底，公司资本公积 19.92 亿元，较上年有所减少，主要是本年度权益法核算下公司下属子公司长城保险及北京富景旅游公司权益发生变动，导致资本公积减少所致。截至 2011 年底，公司少数股东权益 139.21 亿元，较上年略有增长，主要是少数股东投入增加所致。

2009 年~2011 年，随公司项目开发建设推进，负债总额持续快速增长，年均增长 36.82%。截至 2011 年底，公司流动负债占 64.31%，占比较上年的 46.55%增加了 17.76 个百分点，非流动负债占 35.69%。

2009 年~2011 年，公司流动负债持续快速增长，年均增长 59.84%，主要系预收款项、保险合同准备金及一年内到期的非流动负债增加所致，截至 2011 年底，公司流动负债 480.12 亿元，较上年增长 59.84%，其中预收款占 28.63%、

其他应付款占 11.65%、保险合同准备金占 10.65%、一年内到期的非流动负债占 30.09%。

2009 年~2011 年，公司短期借款分别为 27.20 亿元、50.10 亿元和 8 亿元，整体呈快速下降趋势。其中 2010 年，公司短期借款增加主要是该年度公司加快推进重庆金融中心、津塔项目等京外项目，对外融资加大所致，2011 年，随公司偿还到期借款，短期借款大幅下降。

2009 年~2011 年，公司预收款项持续快速增长，年均增长 118.56%，主要是随公司部分开发项目完成陆续上市，相应预收款增加较多所致。截至 2011 年底，公司预收款项 137.47 亿元，较上年增长 51.94%。

2009 年~2011 年，公司其他应付款持续增长，年均增长 17.38%。截至 2011 年底，公司其他应付款 55.94 亿元，主要是 2010 年公司代中石油收购的金融街 1 号资产，中石油 2011 年支付了代购款（占 54.26%）以及与其他公司往来款。

表 16 公司大额其他应付账款情况（万元）

名称	账面 余额	占比
能源费	856.78	0.15
国土局~西直门土地出让金	6361.70	1.14
百骏投资公司	1074.79	0.19
中国石油天然气集团公司	303500.00	54.26
北京国泰恒生投资（集团）有限公司	6914.56	1.24
合计	318707.83	56.98

资料来源：审计报告

2009 年~2011 年，随公司下属子公司长城保险业务增长，保险合同准备金持续快速增长，年均增长 176.59%。截至 2011 年底，公司保险合同准备金 51.15 亿元，较上年增长 100.13%。

2009 年~2011 年，公司一年内到期的长期负债持续快速增长，年均增长 223.53%。截至 2011 年底，公司一年内到期的非流动负债 144.45 亿元，其中 1 年内到期的长期借款 122.05 亿元，1 年内到期的应付债券 22.40 亿元。

2009 年~2011 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率为 12.40%。截至 2011 年底，公司非流动负债 266.45 亿元，主要以长期借款（占 51.50%）、应付债券（28.79%）和其他非流动负债（13.92%）为主。

2009 年~2011 年，公司长期借款分别为 140.55 亿元、211.74 亿元、136.01 亿元，波动较大。其中 2010 年，因开发项目投入较多，新增长期借款较多，2011 年部分长期借款到期，长期借款余额下降较多。

2009 年~2011 年，公司应付债券快速增长，年均增长 16.34%，主要是近年来公司开发项目增多，公司加大直接融资力度所致。截至 2011 年底，公司应付债券 76.73 亿元，主要是下属子公司金融街控股公司 2009 年发行的仍未到期公司债 34.44 亿元，下属子公司长城保险 2010 年发行的 2.27 亿元次级债，以及公司 2011 年发行的 40 亿元中票。

2009 年~2011 年，公司递延所得税负债快速增长，年均增长 22.28%，主要是投资性房地产公允价值变动，导致预提税款增加所致。截至 2011 年底，公司递延所得税负债 11.56 亿元，较上年增长 32.43%。

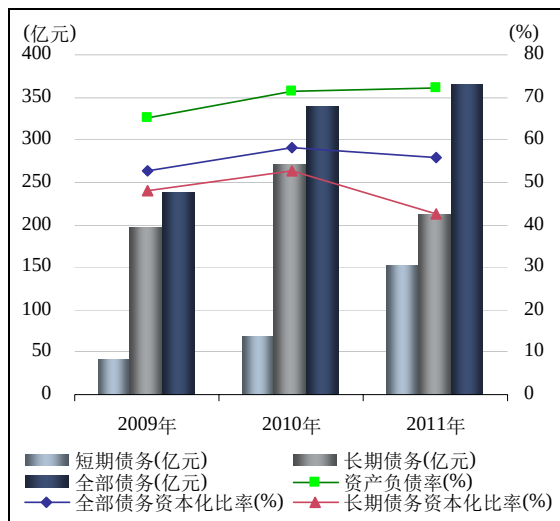
公司长期应付款主要是专项维修基金，截至 2011 年底，公司长期应付款 0.11 亿元。公司专项应付款主要是下属子公司基础公司代建项目资金结余及土地出让金返还款。截至 2011 年底，公司专项应付款 4.94 亿元。公司其他非流动负债主要是下属子公司长城保险的保户储金及投资款。2010 年~2011 年，公司其他非流动负债分别为 41.30 亿元和 37.10 亿元。

近年来随公司业务发展，公司有息债务规模增长较快，年均增长 23.81%。截至 2011 年底公司有息债务 365.17 亿元，其中长期债务 212.72 亿元，占 58.25%。公司有息债务以长期债务为主，符合公司经营特点。

2009 年~2011 年，公司资产负债率逐年提升，截至 2011 年底，公司资产负债率上升至 72.13%，负债水平受预收款影响较大，公司实

际资产负债率略低于上述值。从有息债务负担看，2011 年底公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率分别为 42.45%、55.87%。整体看，公司债务负担处于合理水平。

图 9 2009~2011 年公司债务情况



资料来源：审计报告

4. 盈利能力

商业物业运营和商品住宅开发是公司最主要收入来源。2009 年~2011 年随公司业务发展，营业总收入快速增长，年均增长 22.27%。其中 2010 年，公司营业收入增长较多，主要是该年度住宅地产及金融保险业务收入增加较多所致。2011 年，随商业物业运营业务快速增长，公司营业收入达 125.66 亿元，较上年增长 9.85%，其中商业物业运营收入、住宅地产收入、基础设施收入、金融保险收入和文化产业收入占比分别为 55.21%、33.29%、3.51%、6.92% 和 0.76%。

从毛利率水平来看，近三年公司综合毛利率分别为 38.71%、37.26%、38.27%，整体保持稳定。从主要业务板块看，2009 年~2011 年，公司核心业务商业物业运营毛利率波动上升。其中 2010 年随经济回暖，商业地产逐步复苏，商业物业售价及租金均有所上涨，导致毛利率较 2009 年的 45.15% 提升至 54.49%，2011 年受公司房地产投入加大和运营成本上涨影响，毛利率下降至 46.54%，但毛利率水平仍处高位；

近三年公司商品住宅开发业务以不断加大销售力度消化库存为主，随着销售收入确认不断增加，毛利率基本保持稳定增长，分别为 30.02%、39.00% 和 39.04%；2009 年~2011 年，公司基础设施业务毛利率波动较大，主要是目前该板块收入多为政府委托项目的拆迁管理费，不确定性较大，而成本多为项目人员的工资及相关支出，较为固定所致。

从期间费用看，2009 年~2011 年，公司期间费用持续增长，年均增幅为 10.81%，主要是随公司业务发展，销售费用及管理费用逐年增加所致。2011 年公司期间费用 22.72 亿元，较上年增长 9.21%，其中管理费用和销售费用分别占 27.31% 和 56.12%。2009 年~2011 年，公司财务费用分别为 5.37 亿元、4.88 亿元和 3.76 亿元，整体规模较小，主要是每年公司将部分利息资本化所致。

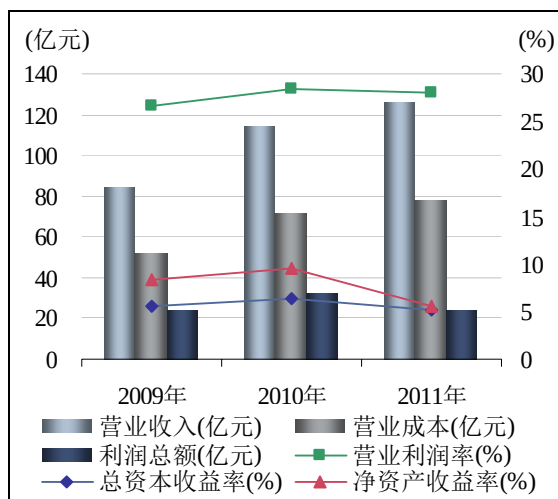
2009 年~2011 年，公司公允价值变动收益分别为 9.63 亿元、3.81 亿元和 10.28 亿元，波动较大，主要系公司持有的交易性金融资产和投资性房地产均以公允价值计算，交易性金融资产价格以及当年转入投资性房地产资产的数量变动均会导致公允价值变动收益波动所致。其中 2009 年公允价值变动收益主要来源于北京置业 A5、德胜国际中心出租物业计入投资性房地产所致，2010 年，公允价值变动收益主要源于位于北京的 F7 写字楼二期转入投资性房地产，2011 年，公允价值变动收益主要是公司对津塔部分写字楼及商业准备长期持有，导致以公允价值计算的投资性房地产增加所致。

2009 年~2011 年，公司投资收益分别为 9.26 亿元、13.17 亿元和 3.33 亿元，波动较大。其中 2010 年，公司投资收益较上年增加 2.91 亿元，主要是出售了时代广场股权所致。2011 年公司投资收益较上年下降 9.74 亿元，主要是本年度公司处置长期股权投资收益减少所致。

受公允价值和投资收益波动较大影响，近三年公司营业利润额整体亦呈波动态势，分别为 23.88 亿元、30.14 亿元和 24.05 亿元。公司

营业外收入主要是固定资产处置利得和政府补贴收入等。受上述因素影响，近三年公司净利润分别为 17.59 亿元、23.31 亿元和 15.93 亿元。

图 10 2009~2011 年公司盈利情况



资料来源：审计报告

整体看，公司以商务地产开发和自持物业为主要模式的房地产业务盈利能力较强；土地一级开发业务处于前期投入阶段，未来有望形成良好的收益。

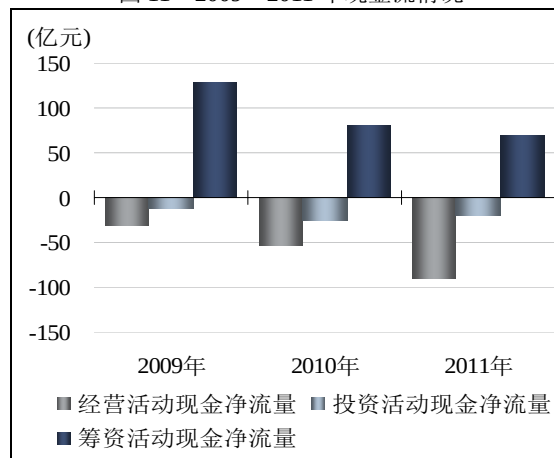
5. 现金流

从经营活动看，近三年随公司房地产开发经营和保险业务的增长，经营活动现金流入规模不断扩大，由 2009 年的 214.73 亿元增至 2011 年的 255.30 亿元，但由于同期公司土地储备增加较多以及土地一级开发业务较大的开工规模使得经营活动流出规模较大，导致经营性净现金流呈现净流出态势，2009 年~2011 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -17.17 亿元、-32.76 亿元、-63.70 亿元。从收入实现质量看，2009 年~2011 年公司经营活动现金收入比分别为 103.37%、134.69%、125.72%，现金回收质量较好。

从投资活动看，2009 年~2011 年公司投资活动净现金流分别为 -11.46 亿元、-25.86 亿元和 -19.01 亿元。2009 年公司投资活动现金流入主要是下属子公司长城保险出售股票、债券、基金收回投资的现金流入，投资活动的现金流出主要是购买股票、债券、基金等投资的现金

流出。2010 年公司投资活动现金流入主要是基础公司收回时代广场转让款的现金流入，投资活动现金支出主要是基础公司支付金亚光公司、茂名侨光置业有限公司、购买金融街 1 号股权以及购买股票、债券、基金等支付资金。2011 年，公司投资活动现金流入主要是长城保险出售股票、债券、基金等收回投资。投资活动的现金流出主要是长城保险购买股票、债券、基金等现金支出、金融街控股购买信托产品等。

图 11 2009~2011 年现金流情况



资料来源：审计报告

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要为取得银行借款和收到与其他筹资活动有关现金，2009 年~2011 年公司筹资活动现金流入量增幅较快，2011 年为 514.19 亿元；公司筹资活动现金流出主要是偿还银行借款和支付其他与筹资活动有关现金。2009~2011 年公司筹资活动净现金流分别为 128.01 亿元、81.10 亿元、69.92 亿元。

总体上看，公司经营活动获取现金能力较强，但近年来随土地储备扩张以及项目开发投入快速增加，公司经营性现金流持续为负；投资支出规模也较快增长，公司对外融资压力较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年公司流动比率和速动比率持续下降。2011 年流动比率和速动比率分别为 153.08% 和 65.65%；2009~2011

年公司经营现金流入量/流动负债分别为0.50倍、0.38倍、0.34倍。考虑公司现金类资产充裕，对短期债务覆盖程度高，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2009年~2011年，公司EBITDA利息倍数逐年下降，2011年为2.04倍；公司全部债务/EBITDA持续上升，2011年为9.90倍。公司利息偿还能力较强，对全部债务的保障能力适宜。

截至2012年3月底，公司获得银行授信额度858.70亿元，其中已使用额度205.38亿元，未使用额度653.32亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2012年3月底，公司对外担保12.94亿元，主要是公司下属子公司金融街控股对购房者的担保，担保期限自公司、按揭银行与购房者签订的抵押贷款合同生效之日起，至公司为购房者办妥《房屋所有权证》并协助按揭银行办理抵押登记且将《他项权利证书》交与按揭银行之日为止，公司或有负债风险较低。

七、 本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行金额为19亿元，占2011年底全部债务的5.20%，长期债务的8.93%，对公司现有债务影响较小。

截至2011年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为72.13%和55.87%，以公司2011年底报表财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至72.64%和57.12%。本期债券的发行将导致债务负担有所加重，但处于可控范围。

2. 本期债券偿还能力分析

2009~2011年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期债券的11.30倍、12.52倍和13.44倍；经营活动产生的现金流净额分别为本

期债券的-0.90倍、-1.72倍和-3.35倍；EBITDA分别为本期债券的1.41倍、2.23倍和1.94倍。公司EBITDA和经营活动产生的现金流入量对本期债券覆盖程度高。

八、 总体评价

公司作为中国商业地产龙头企业以及北京市西城区土地一级开发和基础设施建设主体，已形成了商业物业运营、基础设施建设、住宅地产、金融保险、文化投资多板块协同发展格局，市场整体竞争实力强，并得到西城区政府大力支持。

公司土地与项目储备丰富，金融街拓展区位置稀缺，整体运营态势平稳，抗风险能力很强。公司资产质量良好，债务负担合理，盈利能力较强，但经营性净现金流持续为负值。综合看，公司主体信用风险极低。

公司EBITDA和经营活动产生的现金流入量对本期公司债券保障能力较强。总体看，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	3 年变动率(%)
流动资产：				
货币资金	1961140.93	2185855.70	2057943.89	2.44
交易性金融资产	71255.61	99763.73	107172.00	22.64
应收票据		9494.14		
应收账款	71421.54	51084.98	25875.95	-39.81
预付款项	33156.79	112194.19	290316.06	195.90
应收保费	3652.74	3696.35	5740.85	25.37
应收分保账款	8602.38	3804.01	20411.86	54.04
应收分保合同准备金	406.55	233.75	211960.15	2183.33
应收利息	11631.91	16984.53	24202.08	44.25
其他应收款	119662.72	327762.97	192816.63	26.94
存货	1971835.36	3302020.80	4197476.06	45.90
其他流动资产	30253.26	85001.63	215774.33	167.06
流动资产合计	4283019.80	6197896.80	7349689.87	31.00
非流动资产：				
发放贷款及垫款	5961.16	9012.34	16032.05	63.99
可供出售金融资产	18122.70	15531.52	69815.15	96.27
持有至到期投资	287693.47	420224.24	529904.33	35.72
长期应收款	26000.00	32200.00	37700.00	20.42
长期股权投资	230708.27	229941.85	230451.12	-0.06
投资性房地产	667794.78	695438.98	966728.55	20.32
固定资产	301643.96	419975.72	530899.60	32.67
在建工程	3507.92	109.62	11003.31	77.11
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	121089.72	109716.76	119138.66	-0.81
开发支出				
商誉	56.87	174182.10	208724.51	5,958.14
合并价差				
长期待摊费用	1583.32	1427.10	2294.87	20.39
递延所得税资产	17333.94	20324.83	27800.56	26.64
其他非流动资产	155540.18	201578.57	249567.25	26.67
非流动资产合计	1837036.29	2329663.63	3000059.96	27.79
资产总计	6120056.09	8527560.43	10349749.84	30.04

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	3 年变动率(%)
流动负债：				
短期借款	272000.00	501000.00	80000.00	-45.77
卖出回购金融资产款		70688.00	197370.00	
应付手续费及佣金	1055.89	3350.51	4073.18	96.41
应付账款	164244.26	165018.26	232153.61	18.89
预收款项	287767.69	904758.61	1374663.85	118.56
应付职工薪酬	15901.56	22265.88	28131.40	33.01
应交税费	123467.93	183921.48	132162.90	3.46
应付利息		1420.05	11401.00	
其他应付款	406024.19	539980.29	559376.84	17.38
应付分保账款	7407.05	3269.95	225619.03	451.91
保险合同准备金	66857.79	255575.10	511472.75	176.59
一年内到期的非流动负债	138000.00	186000.00	1444465.60	223.53
其他流动负债	396527.01	335.00	296.21	-97.27
流动负债合计	1879253.37	2837583.12	4801186.39	59.84
非流动负债：				
长期借款	1405487.42	2117391.29	1360073.33	-1.63
应付债券	566795.14	590294.55	767121.93	16.34
长期应付款	1067.48	1069.93	1098.23	1.43
专项应付款	58350.68	49350.68	49350.68	-8.03
预计负债		171.67	171.67	
递延收益				
递延所得税负债	77318.45	87305.10	115618.94	22.28
其他非流动负债		412972.30	371016.04	
非流动负债合计	2109019.17	3258555.52	2664450.82	12.40
负债合计	3988272.54	6096138.64	7465637.21	36.82
所有者权益：				
实收资本(或股本)	382915.26	693744.12	1098244.12	69.36
资本公积	200390.58	201537.75	199209.73	-0.30
减：库存股				
盈余公积	35237.19	17913.67	18631.00	-27.29
未分配利润	254143.87	170748.82	175909.77	-16.80
外币报表折算差额				
归属于母公司权益合计	872686.90	1083944.36	1491994.63	30.75
少数股东权益	1259096.64	1347477.42	1392118.00	5.15
所有者权益合计	2131783.54	2431421.79	2884112.63	16.31
负债和所有者权益总计	6120056.09	8527560.43	10349749.84	30.04

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	3 年变动率(%)
一、营业总收入	840543.38	1143895.74	1256604.27	22.27
其中: 营业收入	772671.14	919075.56	1169711.23	23.04
已赚保费	67872.25	224816.19	86893.04	13.15
减: 营业总成本	515165.79	717713.84	775648.33	22.70
其中: 营业成本	452432.19	499832.77	682159.13	22.79
手续费及佣金支出	8845.70	19115.40	35102.03	99.20
退保金	4254.67	4013.15	11707.18	65.88
赔付支出净额	3500.61	4882.30	1403.13	-36.69
提取保险合同准备金净额	45472.38	188856.52	44039.57	-1.59
保单红利支出	660.24	1013.40	1237.30	36.89
营业税金及附加	101350.10	100608.93	129150.04	12.88
销售费用	35821.70	47096.79	62051.83	31.61
管理费用	95471.48	112157.60	127504.51	15.56
财务费用	53724.30	48787.61	37647.03	-16.29
资产减值损失	-10960.60	-14192.15	20128.50	
加: 公允价值变动收益	96318.65	38102.12	102829.96	3.32
投资收益	92568.81	131673.44	33338.22	-39.99
其中: 对合营企业投资收益				
汇兑收益		-65.68	-96.06	
二、营业利润	238858.08	301433.00	240546.14	0.35
加: 营业外收入	5966.59	28899.93	4249.38	-15.61
减: 营业外支出	1135.31	1675.48	922.65	-9.85
其中: 非流动资产处置损失	13.46	95.53	73.48	133.62
三、利润总额	243689.36	328657.44	243872.87	0.04
减: 所得税费用	67762.90	95594.31	84539.80	11.70
四、净利润	175926.46	233063.13	159333.07	-4.83
其中: 归属于母公司的净利润	61020.48	103877.62	55476.57	-4.65
少数股东损益	114905.98	129185.51	103856.50	-4.93

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	3 年变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	868878.38	1540766.70	1579825.06	34.84
△收到原保险合同保费取得的现金	65855.78	222647.08	312794.64	117.94
△收到再保险业务现金净额	-37.11	497.85	515.98	
△保户储金及投资款净增加额	77241.60	15970.24		-100.00
收到的税费返还	0.00	1817.89	1221.88	
收到其他与经营活动有关的现金	1135345.97	597213.76	658669.53	-23.83
经营活动现金流入小计	2147284.62	2378913.52	2553027.08	9.04
购买商品、接受劳务支付的现金	996150.38	1689865.39	1898394.65	38.05
△支付原保险合同赔付款项的现金	4453.09	2132.06	3720.79	-8.59
△支付利息、手续费及佣金的现金	9202.34	16820.78	34379.35	93.29
△支付保单红利的现金	229.17	49.00	103.74	-32.72
支付给职工以及为职工支付的现金	59814.52	76301.78	105810.01	33.00
支付的各项税费	201779.37	208744.49	320360.83	26.00
支付其他与经营活动有关的现金	1047331.49	712644.86	827236.01	-11.13
经营活动现金流出小计	2318960.35	2706558.36	3190005.38	17.29
经营活动产生的现金流量净额	-171675.74	-327644.84	-636978.30	92.62
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	153039.52	813149.04	515152.00	83.47
取得投资收益收到的现金	48552.02	32370.29	48500.36	-0.05
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2075.96	36467.02	82.69	-80.04
处置子公司及其他单位收到的现金净额	10647.80	52737.07	48487.67	113.40
收到其他与投资活动有关的现金	143765.64	10832.95	6128.04	-79.35
投资活动现金流入小计	358080.94	945556.37	618350.76	31.41
购建固定资产、无形资产等支付的现金	22114.55	28821.15	40619.78	35.53
投资支付的现金	348361.97	1172139.18	756183.40	47.33
△质押贷款净增加额	583.12	3051.19	7019.71	246.96
取得子公司等支付的现金净额	155.34	2.24	348.57	49.80
支付其他与投资活动有关的现金	101424.86	114.69	4311.63	3659.45
投资活动现金流出小计	472639.83	1204128.44	808483.09	30.79
投资活动产生的现金流量净额	-114558.89	-258572.07	-190132.33	28.83
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	194263.14	251399.96	424990.49	47.91
取得借款收到的现金	2198540.00	1630889.27	1522667.28	-16.78
发行债券收到的现金		22700.00		
收到其他与筹资活动有关的现金	34326.78	2109717.99	3294226.22	879.63
筹资活动现金流入小计	2427129.92	4014707.22	5241884.00	46.96
偿还债务支付的现金	961249.96	973560.22	1104052.99	7.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	185766.19	192097.51	271962.83	21.00
支付其他与筹资活动有关的现金		2038049.02	3166576.95	
筹资活动现金流出小计	1147016.14	3203706.76	4542592.77	99.01
筹资活动产生的现金流量净额	1280113.78	811000.46	699291.23	-26.09
四、汇率变动对现金的影响	-45.41	-68.78	-92.41	42.66
五、现金及现金等价物净增加额	993833.74	224714.77	-127911.81	
加: 期初现金及现金等价物余额	967307.19	1961140.93	2185855.70	50.32
六、期末现金及现金等价物余额	1961140.93	2185855.70	2057943.89	2.44

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	3 年变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	175926.46	233063.13	159333.07	-4.83
加: 资产减值准备	-10960.60	-14192.15	20128.50	
固定资产折旧及其他	18555.04	21510.19	18054.07	-1.36
无形资产摊销	4348.16	4572.74	3322.55	-12.59
长期待摊费用摊销	1850.54	956.57	1256.80	-17.59
处置固定资产、无形资产等损失	-45.57	-14119.54	-71.00	24.83
固定资产报废损失	3.07	0.36	52.26	312.80
公允价值变动损失	-96318.65	-73499.92	-102829.96	3.32
财务费用	79583.77	65537.23	89544.50	6.07
投资损失	-92568.81	-132372.31	-33338.22	-39.99
递延所得税资产减少	-2697.24	-1267.08	-7475.73	66.48
递延所得税负债增加	22614.72	19074.21	28313.84	11.89
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-608894.46	-1299159.40	-916330.98	22.67
经营性应收项目的减少	120598.67	-327882.79	-889736.35	
经营性应付项目的增加	216329.18	1138950.59	992798.35	114.23
其他				
经营活动产生的现金流量净额	-171675.74	-378828.18	-636978.30	92.62
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	1961140.93	2185855.70	2057943.89	2.44
减: 现金的期初余额	967307.19	1961140.93	2185855.70	50.32
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	993833.74	224714.77	-127911.81	

附件 4 主要计算指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
经营效率			
销售债权周转次数(次)	10.82	13.93	27.06
存货周转次数(次)	0.23	0.19	0.18
总资产周转次数(次)	0.14	0.16	0.13
现金收入比(%)	103.37	134.69	125.72
盈利能力			
营业利润率 (%)	28.33	34.67	30.64
总资本收益率(%)	5.66	6.27	5.20
净资产收益率(%)	8.25	9.59	5.52
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	48.06	52.69	42.45
全部债务资本化比率(%)	52.77	58.27	55.87
资产负债率(%)	65.17	71.49	72.13
偿债能力			
流动比率(%)	227.91	218.42	153.08
速动比率(%)	122.98	102.05	65.65
经营现金流动负债比(%)	-9.14	-11.55	-13.27
EBITDA 利息倍数(倍)	3.37	3.20	2.04
全部债务/EBITDA(倍)	8.87	8.03	9.90
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.12	-0.17	-0.23
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-1.07	-1.39	-2.24
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.41	2.23	1.94
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.30	12.52	13.44
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.90	-1.72	-3.35
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-1.51	-3.09	-4.35

附件 5 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	
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	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 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%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / 利息支出
本期公司债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

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 6 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券信用评级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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 北京金融街投资（集团）有限公司 2012 年度 19 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

北京金融街投资（集团）有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。北京金融街投资（集团）有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，北京金融街投资（集团）有限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金融街投资（集团）有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京金融街投资（集团）有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如北京金融街投资（集团）有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权撤销信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送北京金融街投资（集团）有限公司、主管部门、交易机构等。

