信用等级公告

联合[2018] 1176 号

联合资信评估有限公司通过对北京金融街投资（集团）有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京金融街投资（集团）有限公司主体长期信用等级为 AAA，“12 金融街债/12 金融街”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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

北京金融街投资（集团）有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券名称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
12 金融街债/12 金融街	19 亿元	2019/10/22	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
现金类资产(亿元)	217.50	297.47	241.32
资产总额(亿元)	1720.61	1899.64	2134.51
所有者权益(亿元)	446.64	506.01	584.78
短期债务(亿元)	288.21	245.93	265.79
长期债务(亿元)	575.13	640.04	702.07
全部债务(亿元)	863.34	885.97	967.86
营业收入(亿元)	206.38	299.21	323.55
利润总额 (亿元)	41.80	52.96	54.56
EBITDA(亿元)	54.02	67.17	72.85
经营性净现金流(亿元)	-54.95	275.07	-107.08
营业利润率(%)	26.45	27.39	31.72
净资产收益率(%)	6.84	6.58	6.48
资产负债率(%)	74.04	73.36	72.60
全部债务资本化比率(%)	65.90	63.65	62.34
流动比率(%)	218.99	203.82	200.62
全部债务/EBITDA(倍)	15.98	13.19	13.29
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	2.08	1.88
经营现金流动负债比(%)	-9.77	46.31	-17.68

注：1. 本期报告中 2015 年及 2016 年财务数据均采用模拟财务数据；2. 短期债务包括其他流动负债中有息部分。

分析师

何光美　黄琪融
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对北京金融街投资（集团）有限公司（以下简称“公司”或“金融街集团”）的评级反映了公司作为北京市西城区国资委下属的大型国有企业，品牌知名度较高；项目管理经验丰富，房地产项目所属区位优势明显，在金融街拓展区的土地一级开发和基础设施建设业务具有区域垄断性；跟踪期内得到了股东在资金及资产注入方面给予的大力支持。同时，联合资信也关注到公司保障房业务持续性不足、土地一级开发和房地产业务支出金额较大、所有者权益稳定性一般等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司土地一级开发项目完工入市以及房地产储备项目逐步销售结转，公司整体经营实力有望进一步增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“12 金融街债/12 金融街”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为北京市西城区国资委下属的大型国有企业，跟踪期内，北京金融街资本运营中心在资金及资产注入方面给予了公司大力支持。
2. 公司在金融街拓展区的土地一级开发和配套基础设施建设领域具有专营性优势。
3. 公司子公司金融街控股股份有限公司作为中国商业地产上市公司中的龙头企业之一，在房地产开发方面经验丰富；且项目主要集中于一、二线城市核心区域，其投资性房地产具有较强的盈利能力以及较大的升值潜力。
4. 跟踪期内，公司各板块营业收入规模均同

比增长。

关注

1. 公司房地产业务的占比较大，其对市场供求及行业政策调控的敏感度较高。
2. 公司保障房项目由政府统筹安排，近年无新项目开工，该业务持续性有待关注。
3. 跟踪期内，公司经营活动呈净流出态势，不能满足公司投资活动需求；整体现金流对筹资活动依赖程度大，资金缺口依赖于公司留存资金。

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

北京金融街投资（集团）有限公司跟踪评级报告

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（以下简称“联合资信”）关于北京金融街投资（集团）有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及经营范围均未发生变化。截至 2017 年底，公司实收资本 81.26 亿元，实际控制人为西城区国资委。

截至 2017 年底，公司资产总额 2134.51 亿元，所有者权益 584.78 亿元（其中含少数股东权益 287.78 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 323.55 亿元，利润总额 54.57 亿元。

公司注册地址：北京市西城区高梁桥路 6 号 5 号楼 6 层 A 区（T4）06A2；法人代表：牛明奇。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债中由联合资信评级的“12 金融街债/12 金融街”债券余额 19.00 亿元，债券期限为 7 年，附设第 5 年末（即 2017 年 10 月）公司上调票面利率选择权及投资人回售选择权，到期一次性还本。

“12 金融街债/12 金融街”募集资金中 10 亿元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 亿元用于昌平区回龙观西城区旧城保护定向安置房二期项目。截至 2017 年底，募投项目已完成投资 105.03 亿元。

表 1 跟踪评级债券基本信息（单位：亿元）

债券简称	债券余额	到期兑付日	票面利率
12 金融街债/12 金融街	19 亿元	2019/10/22	5.18%

资料来源：联合资信整理

截至 2017 年底，“12 金融街债/12 金融街”募集资金已全部按上述计划使用完毕。跟踪期内，公司已按时付息，投资人行使回售选择权，回售金额 2000.00 元。

四、宏观经济和政策环境

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

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

面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也同比有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

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

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

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

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

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

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

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业分析

行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发【2014】43 号，以下简称“《43 号文》”）的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

行业政策

在 2014 年发布的《43 号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351 号）对 2014 年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017 年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43 号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP 项目公司、项目公司股东及其

他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投债券相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》财预【2017】50 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
2017 年 11 月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》财办金【2017】92 号	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
2018 年 2 月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金【2018】194 号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金【2018】23 号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》指出，2018 年政府将启动新的三年棚改攻坚计划，有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，加强排涝管网、地下综合管廊等建设工作。2018 年，中央将安排地方专项债券 1.35 万亿元，优先支持在建项目平稳建设，城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，发展环境良好。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职

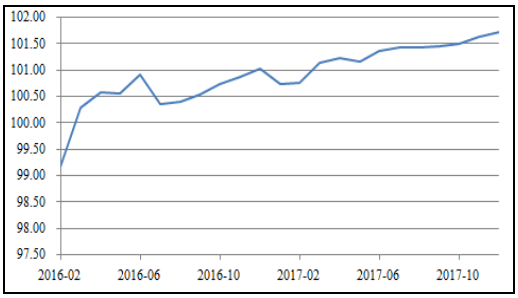
能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

2. 房地产行业分析

行业发展概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1 2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

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

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速同比下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速同比下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

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

分城市来看，一线城市土地供应持续放

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

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

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

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

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，同比增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

政策环境

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

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合

国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

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

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

3. 区域经济

公司是北京市西城区国资委下属国有控股企业，主要根据北京市市级及西城区区级两级政府的统筹安排、规划与实施金融街功能区的拓展工作，其经营发展与北京市经济关系密切。

根据《北京市2017年国民经济和社会发展统计公报》，北京市2017年实现地区生产总值28000.4亿元，按可比价格计算，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值120.5亿元，下降6.2%；第二产业增加值5310.6亿元，增长4.6%；第三产业增加值22569.3亿元，增长7.3%。三次产业构成由上年的0.5∶19.3∶80.2，调整为0.4∶19.0∶80.6。

北京市2017年完成全社会固定资产投资8948.1亿元，比上年增长5.7%。其中，完成基础设施投资2984.2亿元，增长24.4%。分产业看，第一产业投资95.9亿元，比上年下降3.9%；第二产业投资893.8亿元，增长23.6%；第三产业投资7958.4亿元，增长4.2%。

2017年，北京市完成房地产开发投资3745.9亿元，比上年下降7.4%。其中，住宅投资1725.5亿元，下降11.6%；办公楼投资742.9亿元，增长6.3%；商业、非公益用房及其他投资1277.5亿元，下降8.5%。年末全市商品房施工面积12608.6万平方米，比上年底下降3.7%。其中，本年新开工面积2475.7万平方米，下降12.0%。全年商品房竣工面积1466.7万平方米，下降38.5%。

2017年，北京市完成一般公共预算收入5430.8亿元，比上年增长6.8%（剔除营改增影响，同口径增长10.8%）。其中，与“营改增”相关的增值税等完成1671.9亿元，下降7.1%；企业所得税和个人所得税分别为1229.8亿元和643.2亿元，分别增长12.3%和12.6%。

总体看，跟踪期内，北京市经济及财政实力仍处于较高水平，为公司的发展创造了良好的外部环境。

六、基础素质分析

公司是北京市西城区国资委下属国有控股企业，业务范围涵盖政府重点工程建设、房地产开发、物业经营与管理、金融保险、客房餐饮等多个领域。

2017年，公司进行资产重组，解除了对运营中心和北京华融综合投资公司（以下简称“华融综合”）的受托管理关系（托管期间，两家托管公司直接纳入金融街集团合并报表范围）；同时，西城区国资委将华融综合股权无偿划转至公司，运营中心将主要子公司北京华融基础设施投资有限公司（以下简称“华融基础”）和北京华利佳合实业有限公司（以下简称“华利佳合”）的股权注入公司；整体看，本次资产重组导致公司主营业务板块收入有所减少，但考虑到被移出的业务板块收入占比较小，此次资产重组对公司整体经营情况影响不大。

华融基础作为北京市西城区金融街拓展实施主体，在土地一级开发和配套基础设施建设领域具有经营垄断优势和区位优势。子公司金融街控股股份有限公司（以下简称“金融街控股”）作为中国商业地产上市公司中的龙头企业之一，具有包括写字楼、住宅、公寓、商业、酒店等在内的丰富产品业态；商务地产开发运营经验丰富，品牌知名度较高；项目集中于北京、上海、广州、天津、重庆等一、二线城市核心区域，优越的地理位置使其保持了较高的出租率及租金水平。

跟踪期内，为支持公司业务发展及提升公司竞争实力，运营中心对公司在资金注入方面给予了持续有力的支持。2017年，运营中心对公司货币增资17.10亿元，其中5.78亿元计入实收资本，11.32亿元计入资本公积。根据2017年5月签订的增资协议，资本运营中心以其持有的华融基础100%的股权、华利佳合85%的股权对公司进行增资；此次出资按照经审计的2017年底归属于母公司的净资产116.74亿元注入公司，其中39.44亿元计入实收资本，77.30亿元计入资本公积。

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（编号：G1011010201416210D，截至2018年6月19日，公司无不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理体制、管理制度无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务包括房产开发和物业经营与管理等，主营业务收入占营业收入比重为 86.43%，主营业务突出。2017 年，受益于金融街控股房地产项目结转增加，公司主营业务收入有所增长，为 271.63 亿元，同比增长 1.74%。当年，公司毛利率为 30.19%，同比变动不大。

表3 2016~2017年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块名称	2016 年度			2017 年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产开发	230.63	86.38	27.18	234.76	86.43	25.33
物业经营与管理	27.78	10.41	56.88	31.86	11.73	58.54
客房餐饮	3.82	1.43	92.58	3.99	1.47	93.92
其他	4.75	1.78	15.30	1.02	0.38	13.54
合计	**266.98**	**100.00**	**30.99**	**271.63**	**100.00**	**30.19**

资料来源：公司提供

从收入构成看，房产开发为公司核心业务，2017 实现收入 234.76 亿元，同比增长 1.79%。受益于公司重点城市核心区域可租面积的增长以及租金水平的提升，公司物业经营与管理板块收入增长至 31.86 亿元，同比增长 14.69%。公司其他业务板块规模较小，对公司收入结构影响不大。

从毛利率水平看，2017 年，公司房产开发板块毛利率受结转项目影响下滑至 25.33%；受益于出租率及租金水平的提高，物业经营与管理板块毛利率小幅上升至 58.54%。

2. 业务经营分析

（1）房地产开发业务

公司房地产开发业务主要由下属上市公司金融街控股经营，包括住宅及商业地产的开发销售；销售区域主要集中在北京、上海、广州、天津、重庆等一、二线城市核心区域。

项目开发及销售

金融街控股根据市场形势变化和自身库存情况，主动调整部分项目工程进度。2017 年，金融街控股开复工面积为 365 万平方米；其中，新开工面积为 110 万平方米，竣工面积为 177 万平方米。

表 4 金融街控股房地产开发情况（单位：万平方米）

指标	2016 年	2017 年
开复工面积	374	365
其中：新开工面积	105	110
竣工面积	119	177

资料来源：公司提供

房地产销售方面，金融街控股产品涵盖商务和住宅等地产产品。2017 年，受政策环境和市场行情影响，金融街控股签约销售面积下滑至 105 万平方米；签约销售均价为 22476 元/平方米，同比有所增长。2017 年，公司签约销售金额为 236 亿元。

从地区分布来看，金融街控股房地产销售区域主要集中在北京、上海和广州等地区，其销售金额分别占签约销售总金额的 19.22%、19.44%和 27.88%。

表 5 金融街控股房地产销售情况

（单位：万平方米，亿元、元/平方米）

指标	2016 年	2017 年
签约销售面积	142	105
签约销售金额	276	236
签约销售均价	19437	22476

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2017 年底，金融街控股主要在建项目规划投资 820.20 亿元，累计已投资 585.58 亿元，考虑到金融街控股签约销售的体量及稳定性，未来面临的资金支出压力

可控。

土地储备

金融街控股获取土地方式主要是通过公开招拍挂以及股权收购方式获取。2017 年，金融街控股不断完善区域布局，新进入成都、武汉、苏州、佛山、廊坊等城市；同时在北京、上海、天津、重庆等已进入城市补充优质项目资源，通过招拍挂、兼并收购、联合开发等渠道获取项目 18 个；新增土地储备建筑面积 416 万平方米，新增土地投资额 247 亿元。

表 6　2016~2017 年金融街控股土地储备情况

（单位：个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2016 年	2017 年
新拓展项目	2	18
新增土地储备建筑面积	50	416
土地投资金额	11	247
新增土地楼面均价	2245	5937
期末土地储备总建筑面积	878	1203

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，金融街控股土地储备建筑面积合计 1203 万平方米；从区域分布来看，北京、上海、广州、重庆、天津的土地储备面积合计占比达 70%以上。按照公司目前新开工节奏，现有土地储备可满足金融街控股未来 5 年以上的开发需求。

总体看，金融街控股房地产开发主要集中在北京、上海、广州等一、二线城市；跟踪期内，随着市场行情的变动，公司项目签约销售金额回落。目前公司充足的土地储备可为其未来业务发展提供了有力支持，且储备项目多位于一、二线城市，项目预期盈利能力较强。

（2）物业经营与管理业务

公司物业经营业务主要由下属上市公司金融街控股经营。物业管理业务主要由北京金融街物业管理有限责任公司（以下简称“物业管理公司”）经营。

金融街控股确立了“开发＋自持经营”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2017年底，金融街控股持有的物业建筑面积为121.25万平方米，随着天津金融街南开中心和北京金融街•万科丰科中心计入投资性房地产持有经营，自持物业面积同比增长24.86%；金融街控股物业类型包括写字楼、公寓、酒店、商业及其配套项目等，分为租赁型物业和经营性物业两类。区域分布方面，主要集中在北京和天津两地。

物业租赁方面，金融街控股物业租赁类产品分为办公楼及商业两类。办公类租赁物业主要包括：北京金融街中心、北京金融街月坛中心、金融街（广安）中心项目、德胜国际中心项目、天津环球金融中心以及其他零散写字楼等；商业类出租物业主要包括：金融街购物中心、金树街、金融街西单购物中心等。截至2017年底，金融街控股持有出租物业建筑面积合计101.75万平方米，其中，办公楼及配套面积占78.07%，商业及配套面积占21.93%。从办公类物业来看，金融街控股办公楼产品定位于国内外金融机构以及国内大型国企总部，准确把握客户需求的同时，不断完善服务，出租率及租金水平稳定在同业较高水平；商业物业方面，金融街控股商业物业项目整体地理位置优越，较高的客流量为其持续较高的出租率水平提供有力支撑；2017年金融街控股北京区域的物业出租率整体保持在90%以上。2017年，金融街控股物业租赁收入稳步上升至15.60亿元。

物业经营方面，金融街控股持有金融街丽思卡尔顿酒店、金融街公寓、金融街控股体育中心、天津瑞吉酒店、惠州喜来登酒店等经营物业，以酒店经营为主；截至2017年底，金融街控股持有经营物业建筑面积合计19.50万平方米。2017年，金融街控股物业经营收入为6.44亿元。

物业管理方面，截至2017年底，物业管理公司物业管理面积达1524万平方米；2017年，物业管理公司实现物业管理收入9.14亿元。

总体看，公司自持物业项目集中于北京、天津等城市核心商务区，地理位置优越；资产质量高，可为公司贡献稳定的现金流，具有较

大的升值潜力及较好的盈利能力。

（3）保障房业务

公司保障房业务主要由华融基础下属子公司北京华融金晖置业有限公司（以下简称“华融金晖”）和北京金胜嘉谊房地产开发有限公司（以下简称“金胜嘉谊”）承接。

保障房的开发经营模式为公司以低于市场土地出让价的价格取得土地使用权，由华融金晖和金胜嘉谊组织建设，并定向销售给区内重点拆迁、腾退项目的外迁居民。项目建设资金方面，华融金晖为自有资金结合银行借款的方式进行自筹，金胜嘉谊全部为自有资金。保障房项目建设并达到预售状态后，华融金晖和金胜嘉谊按照政府规定的销售价格，与通过政府审核的安置居民签订销售合约，获取房屋销售收益。

2017年，华融基础保障房建设项目主要为金晖公司的“西城区旧城保护定向安置用房项目”。2017年，华融基础保障房协议销售面积为1.85万平方米，协议销售金额2.32亿元，同比均显著减少。

表 7　2016~2017 年华融基础保障房销售情况

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积（万平方米）	4.29	1.85
协议销售金额（亿元）	5.58	2.32
协议销售均价（万元/平方米）	1.30	1.25

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，华融基础保障房库存项目为“首钢合作保障房”项目，预计 2018 年 12 月开工，规划住宅面积 42.30 万平方米，预计 2020 年开始预售。

总体看，华融基础保障安置房源来自政府统筹安排，近年无新开工项目，期末在手保障房项目大部分已实现销售，剩余可售面积较少；“首钢合作保障房”项目开工较晚，现金回笼存在一定周期，预计未来两年公司保障房业务收入及现金流入将持续下滑。

（4）土地一级开发

公司土地开发业务主要由华融基础承担。华融基础根据北京市市级和西城区区级两级政府的统筹安排，规划与实施金融街功能街区的拓展工作，金融街拓展项目的前期工作是完成较大规模的土地开发和整理。华融基础承担的土地一级开发项目采用市场化运作模式，接受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、土地整理等前期土地开发建设工作。土地整理完成后，将通过北京市国土资源局（以下简称“国土局”）对土地进行定价并以“招、拍、挂”方式向社会公开出让；待土地出让后，由国土局支付华融基础土地一级开发成本和应得的土地开发利润。

华融基础土地一级开发项目开发周期较长，且土地出让受市场环境及政府出让计划影响较大，使得华融基础土地一级开发收入波动性较大。跟踪期内，华融基础无完工土地一级开发项目，因此未产生土地一级开发收入。

公司在建的土地一级开发项目为广安一期项目和菜市口西项目。其中，广安一期项目为北京市区联储项目，占地面积 10.06 万平方米，位于金融街核心区域，未来土地上市交易变现流动性较好；该项目立项批复总投资额为 57.01 亿元，截至 2017 年底累计已投资 53.42 亿元，受拆迁工作影响，整体开发周期较长。菜西项目总投资额 40.89 亿元，截至 2017 年底已完成投资 5.52 亿元，目前针对拆迁工作正在与政府商谈之中，项目处于暂停状态。

总体看，华融基础在北京市西城区范围内进行土地一级开发整理，具有明显的垄断经营优势；在手土地开发整理面积较大，市场前景较好；同时，华融基础也面临着拆迁难度大、资金需求大等运营压力，较长的开发周期对资金形成一定的占用。

（5）金融保险

公司金融保险业务主要由长城人寿保险股份有限公司（以下简称“长城保险”）承做。

截至2017年底，长城保险已设立北京、四

川、山东、湖北、青岛、河南、河北、江苏、天津、广东、湖南、安徽等十二家分公司，分支机构数量超过190个。长城保险不断完善客户服务体系，拓展网销、微信、职域销售等新渠道，新增有效客户9.6万人；此外，长城保险获得股权投资资格，并获批成立长城财富资产管理公司，资金运用渠道进一步拓宽；及时落实保监会政策，围绕“偿二代”搭建风险管理体系，研究并稳步推进员工持股计划方案。

2017年，长城保险实现营业收入67.22亿元，同比增长44.43%；同期公司已赚保费实现收入50.21亿元。已赚保费扣除退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金、保单红利支出后的净利润-7.23亿元。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2014~2016年三年连审模拟合并财务报表及2017年财务报表，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

模拟合并财务报表系假设2016年资产重组已于2014年初完成，并按照2016年资产重组完成后的股权架构编制，即假设2014年1月1日，公司已持有华融综合100%股权、华融基础100%股权和华利佳合85%股权并持续经营。

本期报告中2016年数据取自2014~2016年模拟合并财务报表。

截至2017年底，公司纳入合并范围二级子公司共8家。

截至2017年底，公司资产总额2134.51亿元，所有者权益584.78亿元（含少数股东权益287.78亿元）。2017年，公司实现营业收入323.55亿元，利润总额54.56亿元。

2. 资产质量

2017年底，公司资产总额2134.51亿元，同比增长12.36%。其中，流动资产占比56.94%，非流动资产占比43.06%，公司资产结构以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	262.75	13.83	223.28	10.46
存货	739.32	38.92	848.77	39.76
流动资产	**1210.70**	**63.73**	**1215.34**	**56.94**
可供出售金融资产	95.98	5.05	150.39	7.05
持有至到期投资	124.02	6.53	120.02	5.62
长期股权投资	42.23	2.22	119.28	5.59
投资性房地产	305.77	16.10	377.25	17.67
非流动资产	**688.94**	**36.27**	**919.17**	**43.06**
资产总额	**1899.64**	**100.00**	**2134.51**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告整理

2017年底，公司流动资产1215.34亿元，同比变动不大。其中，货币资金223.28亿元，同比下降15.02%，主要系公司拿地节奏加快，土地资金支出增长所致；公司受限货币资金合计12.08亿元，主要为股权收购保证金，受限比例较小。存货账面价值为848.77亿元，同比增长14.80%，主要系房地产在建项目持续推进所致；公司存货以开发成本（占81.38%）和开发产品（18.61%）为主；考虑到公司住宅及商业地产项目主要集中于一线及核心二线城市，调控政策将对项目销售产生一定影响。

2017年底，公司非流动资产919.17亿元，同比增长33.42%，主要来自可供出售金融资产以及长期股权投资的增长。2017年底，公司可供出售金融资产150.39亿元，同比增长56.69%，主要系长城保险投资资产配置结构调整。持有至到期投资120.02亿元，同比下降3.22%，主要系减持企业债所致。长期股权投资119.28亿元，同比增长182.47%，主要系追加对国有企业改革基金（15.00亿元）、北京武夷房地产开发有限公司（31.09亿元）以及华融国际信托有限责任公司（16.00亿元）的增资所致。投资性房地产377.25亿元，同比增长23.38%，主要系公司新增投资性房地产项目金融大厦、金融街工业、金融街·万科丰科中心、

金融街南开中心以及上海海伦中心所致，目前上述资产主要用于出租。其他非流动资产81.12亿元，同比增长48.86%，主要系公司根据投资计划，加大了对保险公司投资产品中资产支持证券、预付股权投资款及信托业保障基金的投资金额所致。

2017年底，公司受限资产合计281.92亿元，主要为用于抵押的土地使用权、房屋所有权及在建工程，用于质押的股权、现金、保证金等。公司受限资产占资产总额的13.21%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长。流动资产中，货币资金及存货占比大，货币资金较为充足，但存货中的房地产项目易受行业政策调控的影响；非流动资产以可供出售金融资产以及投资性房地产为主，公司整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2017年底，公司所有者权益合计584.78亿元，同比增长15.57%。从构成上看，实收资本占13.90%，资本公积占16.31%，未分配利润占16.52%，少数股东权益占49.21%。公司所有者权益中少数股东权益占比大，稳定性一般。

2017年底，公司股东运营中心对公司进行货币增资17.10亿元，其中5.78亿元计入实收资本，11.32亿元计入资本公积；根据2017年5月签订的增资协议，公司将华融基础100%的股权及华利佳合85%的股权（根据截至2016年底的归属于母公司净资产116.74亿元作价）中39.44亿元计入注册资本，77.30亿元计入资本公积。受此影响，2017年底，公司实收资本81.26亿元，同比增长125.47%，公司资本公积95.38亿元，同比下降34.27%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模快速增长，但少数股东权益占比大，稳定性一般。

负债

2017年底，公司负债合计1549.73亿元，同比增长11.20%，主要来自短期借款、应付账款及其他非流动负债的增长。其中，流动负债占39.09%，非流动负债占60.91%。

2017年底，公司流动负债合计605.78亿元，同比变动不大。短期借款39.80亿元，同比增长37.80亿元；其中保证借款24.00亿元、信用借款15.80亿元。应付账款107.46亿元，同比增长79.06%，主要系控股公司项目增加导致的应付地价款增加。预收款项118.70亿元，同比下降35.60%，主要系受当年政策环境及市场行情影响，签约销售规模同比下滑所致。其他应付款46.83亿元，同比增长43.07%，主要由于往来款以及代收契税、维修基金增加所导致。一年内到期的非流动负债71.17亿元，为一年内到期的长期借款（占78.97%）和一年内到期的应付债券（占21.03%）。其他流动负债152.63亿元，同比下降11.73%，主要为保户储金及投资款。

2017年底，公司非流动负债943.95亿元，同比增长18.05%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致。其中，长期借款333.90亿元，同比增长15.78%，主要系公司拿地节奏加快，融资需求增长所致。应付债券368.17亿元，同比增长4.70%，主要为公司及下属子公司金融街控股、长城保险、华融基础发行的私募债、次级债、企业债、中期票据、非公开公司债。其他非流动负债187.49亿元，同比增长69.28%；其中，寿险责任准备金占比68.90%，长期健康险责任准备金占比4.44%，其他占比26.67%。

表9 公司债务主要构成（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年
短期债务	245.93	265.79
长期债务	640.04	702.07
全部债务	**885.97**	**967.86**
长期债务资本化比率	55.85	54.56
全部债务资本化比率	63.65	62.34
资产负债率	73.36	72.60

资料来源：根据公司审计报告整理

有息债务方面，2017 年底，公司全部债务合计 967.86 亿元，同比增长 9.24%。其中，短期债务占 27.46%，长期债务占 72.54%。受益于权益规模的增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均有所下降，分别为 72.60%、62.34%和 54.56%，较 2016 年底分别下降 0.76 个、1.31 个和 1.29 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司负债规模呈增长态势，债务结构以长期为主，债务负担一般。

4．盈利能力

2017 年，受益于房地产开发收入以及物业经营管理收入的增长，公司营业收入同比增长 8.14%至 323.55 亿元。同期，公司营业成本为 199.56 亿元，同比增长 2.14%，低于营业收入的涨幅。

2017 年，公司期间费用 36.22 亿元，同比增长 2.27%，构成以管理费用为主。当年，公司期间费用率为 11.19%，同比下降 0.65 个百分点，期间费用控制能力有所增强。

表 10　公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
营业收入	299.21	323.55
投资收益	18.47	16.39
公允价值变动收益	23.57	26.14
利润总额	52.96	54.56
营业利润率	27.39	31.72
总资本收益率	3.25	3.46
净资产收益率	6.58	6.48
期间费用率	11.84	11.19

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年，公司公允价值变动收益为 26.14 亿元，同比增长 10.89%，主要系投资性房地产公允价值变动收益逐年增长所致；占同期利润总额的 47.91%。

2017 年，公司投资收益为 16.39 亿元，主要为公司在公开市场对权益及债务工具投资期间所取得投资收益。当年，投资收益占利润总额的比重为 30.04%，投资收益对公司营业利润水平贡献较大。

从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率及总资本收益率有所增长，分别为 31.72%和 3.46%，较 2016 年分别增长 4.33 个和 0.21 个百分点；净资产收益率为 6.48%，同比下滑 0.10 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入有所上升，公允价值变动收益及投资收益对利润总额的贡献较大，整体盈利能力一般。

5．现金流

2017 年，公司经营活动现金流入量为 304.73 亿元，同比下降 42.55%，主要系受签约销售量下降的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金减少，同时长城保险当年储金业务保费收入减少、准备金赔付以及退保行为同比增加所致。公司现金收入比为 72.62%，现金收入实现质量一般。受购地支出上升的影响，当年公司经营活动现金流出量增长至为 411.81 亿元，同比增长 61.27%。经营活动现金流量净额由正转负，为-107.08 亿元。

表 11　公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入小计	530.43	304.73
经营管理活动现金流出小计	255.35	411.81
经营活动现金流量净额	275.07	-107.08
投资活动现金流量净额	-129.05	-149.13
筹资活动现金流量净额	-65.55	138.85
现金收入比	108.47	72.62

资料来源：根据公司审计报告整理

2017 年，受长城保险业务规模扩大，投资活动频繁影响，投资活动现金流入和流出均出现大幅增长；公司投资活动现金流入量为 1507.86 亿元，同比增长 75.42%；投资活动现金流出量为 1656.99 亿元，同比增长 67.61%。投资活动产生的现金流量净额为-149.13 亿元。

2017 年，公司筹资活动现金流入量为 1895.91 亿元，筹资活动现金流出量为 1757.06 亿元。筹资活动产生的现金流量净额为 138.85 亿元。

总体看，跟踪期内，受公司房地产开发项目签约销售量及销售回款减少以及项目投资增大的影响，经营活动呈净流出态势，不能满足公司投资活动需求，整体现金流对筹资活动依赖程度大，资金缺口依赖于公司留存资金。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 200.62%和 60.51%，同比分别下降 3.20 个和 18.84 个百分点。2017 年，公司经营现金流量净额为-107.08 亿元，对流动负债无保障能力。2017 年底，公司现金类资产为 241.32 亿元，为同期短期债务的 0.91 倍，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为72.85亿元，同比增长8.44%；全部债务/EBITDA为13.29倍，公司EBITDA对全部债务的保障程度一般。考虑到西城区国资委以及运营中心对公司在资本金注入等方面的支持，以及公司储备土地较高的可开发价值，公司整体偿债能力很强。

截至 2017 年底，公司获得银行授信 856.40 亿元，未使用的授信额度为 559.40 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司金融街控股作为 A 股上市公司，直接融资渠道通畅。

截至2017年底，公司对外担保余额79.41亿元，担保比率为13.58%，为对母公司运营中心所发行的企业债及私募债的担保和对北京未来科技城昌金置业有限公司的担保，或有负债风险一般。

十、存续债券偿还能力分析

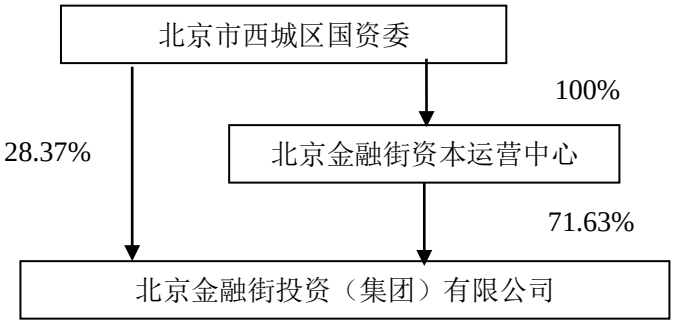
2017年，公司经营活动现金流入量和EBITDA分别为304.73亿元和72.85亿元，分别为“12金融街债/12金融街”余额的16.04倍和3.83倍。

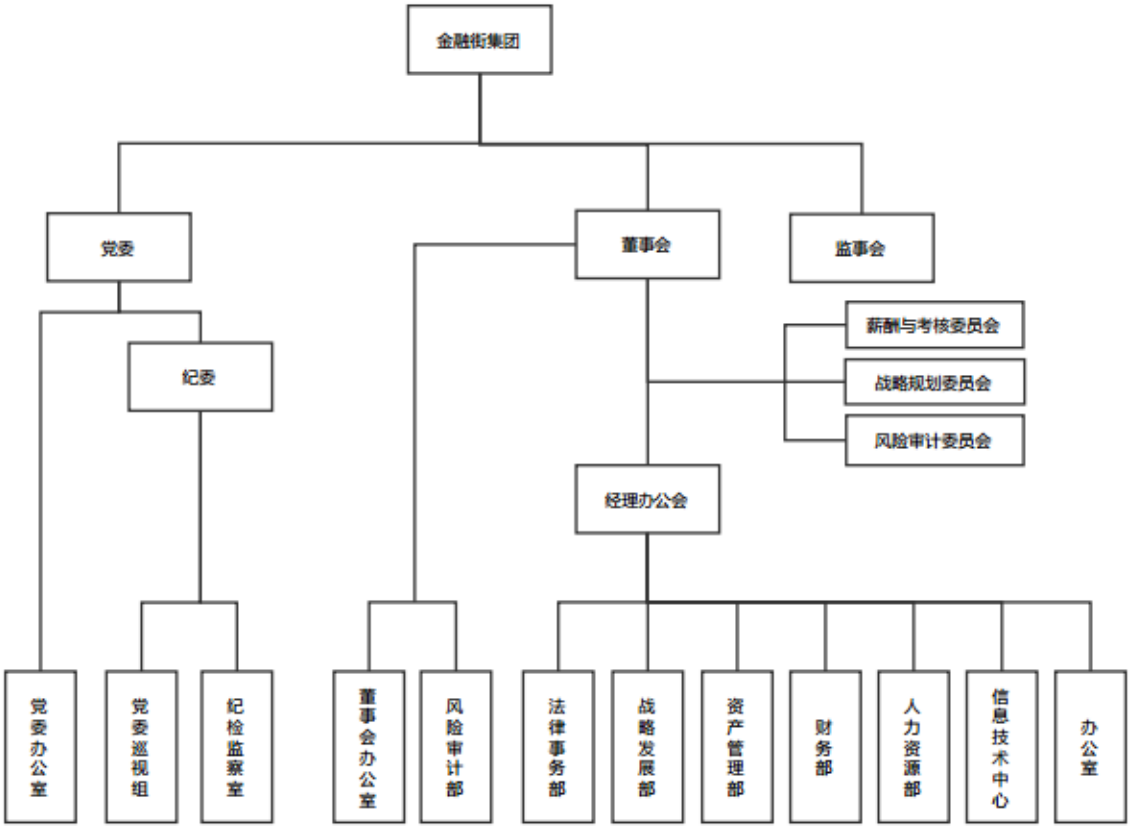
总体看，公司经营活动现金流入量和EBITDA 对存续期债券的保障程度强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，“12金融街债/12金融街”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2017 年底公司股权结构图及组织架构图





附件 1-2　截至 2017 年底二级子公司构成

企业名称	企业类型	注册资本（万元）	持股比例	享有的表决权
北京华融综合投资公司	境内非金融子公司	173500.00	100%	100%
北京金融街集团财务有限公司	境内金融子公司	80000.00	100%	100%
金融街控股股份有限公司	境内非金融子公司	298892.99	31.02%	31.02%
北京金融街投资管理有限公司	境内非金融子公司	20000.00	99.11%	99.11%
北京华利佳合实业有限公司	境内非金融子公司	13909.90	85%	85%
北京华融基础设施投资有限责任公司	境内非金融子公司	792807.37	100%	100%
北京金融街教育投资有限公司	境内非金融子公司	50000.00	80%	80%
长城人寿保险股份有限公司	境内金融子公司	553164.39	50.69%	50.69%

资料来源：审计报告

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	217.50	297.47	241.32
资产总额(亿元)	1720.61	1899.64	2134.51
所有者权益(亿元)	446.64	506.01	584.78
短期债务(亿元)	288.21	245.93	265.79
长期债务(亿元)	575.13	640.04	702.07
全部债务(亿元)	863.34	885.97	967.86
营业收入(亿元)	206.38	299.21	323.55
利润总额(亿元)	41.80	52.96	54.56
EBITDA(亿元)	54.02	67.17	72.85
经营性净现金流(亿元)	-54.95	275.07	-107.08
财务指标			
销售债权周转次数(次)	17.08	23.24	30.94
存货周转次数(次)	0.15	0.24	0.25
总资产周转次数(次)	0.12	0.17	0.16
现金收入比(%)	108.38	108.47	72.62
营业利润率(%)	26.45	27.39	31.72
总资本收益率(%)	3.09	3.25	3.46
净资产收益率(%)	6.84	6.58	6.48
长期债务资本化比率(%)	56.29	55.85	54.56
全部债务资本化比率(%)	65.90	63.65	62.34
资产负债率(%)	74.04	73.36	72.60
流动比率(%)	218.99	203.82	200.62
速动比率(%)	64.18	79.36	60.51
经营现金流动负债比(%)	-9.77	46.31	-17.68
全部债务/EBITDA(倍)	15.98	13.19	13.29
EBITDA 利息倍数(倍)	1.70	2.08	1.88

注：1. 本期报告中 2015 年及 2016 年财务数据均采用模拟报表数据；2. 短期债务包括其他流动负债中有息部分。

附件 3　主要财务指标的计算公式（新准则）

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。