

信用等级公告

联合[2014] 693 号

联合资信评估有限公司通过对北京京西鑫融投资管理有限公司及其拟发行的 2014 年度 10 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

北京京西鑫融投资管理有限公司
主体长期信用等级为

AA

北京京西鑫融投资管理有限公司
2014 年度 10 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年五月二十八日



北京京西鑫融投资管理有限公司

2014 年度 10 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期债券信用等级: AA

本期债券发行额度: 10 亿元

本期债券期限: 7 年

偿还方式: 每年付息一次, 分次还本。本期债券自发行后第 3 年起, 分 5 年等额偿还债券本金

发行目的: 门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期

评级时间: 2014 年 5 月 28 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	31.92	40.07	47.52
所有者权益(亿元)	28.39	32.78	35.97
长期债务(亿元)	2.30	0.40	1.80
全部债务(亿元)	2.30	0.49	1.80
营业收入(亿元)	2.65	10.84	11.09
利润总额(亿元)	1.26	2.53	1.62
EBITDA(亿元)	1.35	2.57	1.71
经营性净现金流(亿元)	2.19	4.30	-0.64
营业利润率(%)	44.90	4.76	8.14
净资产收益率(%)	3.59	6.86	3.74
资产负债率(%)	11.05	18.21	24.31
全部债务资本化比率(%)	7.49	1.47	4.77
流动比率(%)	771.38	209.31	226.02
全部债务/EBITDA(倍)	1.71	0.19	1.05
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.26	0.17

分析师

张露雪 田 英

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(以下简称“联合资信”)的评级反映了北京京西鑫融投资管理有限公司(以下简称“公司”)作为北京门头沟区城市基础设施建设的主要实体, 在经营环境和政府支持等方面优势明显, 近年来随公司业务范围不断拓展, 收入规模快速增长。同时, 联合资信也关注到公司自身盈利能力较弱、未来资本支出较大等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

未来随着公司代建基础设施项目政府回购资金到位、建筑施工业务规模不断扩大以及产业孵化器二期项目销售, 公司整体收入水平有望进一步提升; 门头沟区不断增强的财政实力及其对公司持续的支持也有助于支撑公司的整体偿债能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司于 2014 年度拟发行 10 亿元公司债券, 并为本期债券设立了本金提前分期偿还条款, 降低了本金集中偿付风险。基于对公司主体长期信用以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很低。

优势

1. 门头沟区经济实力不断增强, 为公司发展提供良好的外部环境。
2. 公司作为门头沟区基础设施建设重要主体, 政府在资金注入、资产划拨等方面对公司支持力度较大。
3. 近年来随业务范围不断拓展, 公司营业收入不断增长。
4. 公司负债水平很低, 财务弹性大。
5. 本期债券采用分期偿还方式, 降低了本金集中偿还风险。

关注

1. 门头沟区政府债务负担较重；鉴于公司特殊职能定位，公司基建业务对政府政策依赖度高。
2. 公司自身盈利能力较弱，利润对政府补贴依赖大。
3. 公司在建工程占比大，资产流动性一般。
4. 公司未来资本性支出较大，存在一定的融资压力。
5. 采空棚户区定向安置房项目底商销售收入是本期债券偿债资金重要来源，未来其收入实现易受国家调控政策影响，对本期债券本息全覆盖的时效性存在较大不确定性。

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）与北京京西鑫融投资管理有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京京西鑫融投资管理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，未因北京京西鑫融投资管理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京京西鑫融投资管理有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、北京京西鑫融投资管理有限公司 2014 年度 10 亿元公司债券信用等级自本期公司债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京京西鑫融投资管理有限公司（以下简称“公司”）成立于 2003 年 5 月，由北京京门国有资产经营中心投资 2320 万元、北京金源综合投资公司投资 580 万元设立，公司注册资本为 2900 万元。经两次增资，公司注册资本增加至 27000 万元，其中北京京门国有资产经营中心出资 26420 万元，北京金源综合投资公司出资 580 万元。

2011 年，根据北京市门头沟区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“门头沟国资委”）、北京市门头沟区发展和改革委员会（以下简称“门头沟发改委”）《关于鑫融公司股权调整的通知》（门国资字【2011】55 号文件）公司进行股权调整，将出资人变更为门头沟国资委，形成门头沟国资委对公司 100% 出资，出资额为 27000 万元。2013 年 5 月 21 日，根据门头沟区国资委《关于北京京西鑫融投资管理有限公司增加注册资本的批复》（门国资发【2013】46 号），门头沟区国资委以货币形式出资 10000 万元，公司注册资本增加至 37000 万元。2013 年 9 月 5 日，根据《北京市发展和改革委员会关于门头沟区 2013 年投融资平台资本金补助有关事项的批复》（京发改【2013】1327 号）和门头沟区国资委《关于北京京西鑫融投资管理有限公司增加注册资本的批复》（门国资发【2013】64 号），门头沟区国资委以货币形式出资 10000 万元，公司注册资本增加至 47000 万元，经北京高商万达会计师事务所有限公司审验（高商万达验字【2013】第 4819 号）。截至 2013 年底，公司注册资本为 47000 万元，门头沟国资委持有公司 100% 股份。

公司主要经营范围：投资管理；投资顾问；技术培训、转让；企业形象策划；信息咨询（中介服务）；财务顾问；企业管理咨询（中介服务）；承办展览展示活动。

截至 2013 年底，公司内部设立有综合办公室、财务审计部、融资计划部、投资管理部、

工程建设部和运营管理部等 6 个职能部门。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 47.52 亿元，所有者权益合计为 35.97 亿元（其中少数股东权益 0.54 亿元）；2013 年度，公司实现营业收入 11.09 亿元，利润总额 1.62 亿元。

公司住所：北京市门头沟区新桥南大街甲 28 号 417 室。法定代表人：李雷宏。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2014 年发行 10 亿元公司债券（以下简称“本期债券”），本期债券为 7 年期固定利率债券，同时设本金提前偿还条款，在债券存续期的第 3、4、5、6、7 个计息年度末分别按照债券发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金。

2. 募集资金用途

本期债券募集资金总额为 10 亿元，全部用于门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期项目。具体情况如下：

表 1 募集资金投向表（单位：亿元）

资金用途	项目总投资	拟使用本期债券资金	占项目总投资比例（%）
门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期项目	21.46	10	46.60%

资料来源：公司提供

3. 本期债券筹集资金投资项目概况

本期债券募投项目包括采空棚户区黑山安置房地块市政配套工程、采空棚户区中门寺南坡安置房地块市政配套工程、九龙路改造工程、黑山大街北延工程、黑一路西延道路工程等五部分，建设内容为 11 条市政道路。

目前该项目已经北京市门头沟区发展和改革委员会核准批复（门发改〔2011〕390 号）。上述项目投资总额 21.46 亿元，项目建设期为 2012 年至 2014 年，该项目已于 2012 年 3 月开

工，截至 2014 年 3 月 10 日，募投项目已累计完成投资 5.82 亿元。目前，根据京发改【2012】1072 号文《关于门头沟区采空棚户区改造市政配套项目二期实施方案的批复》，该项目获得了北京市政府固定资产投资 6.19 亿元，上述资金将依据具体项目进行配比，并根据项目进度进行拨付。此外，根据《北京市门头沟区人民政府关于门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期建设项目配套收入的决定》，北京市门头沟区人民政府决定将门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期建设项目北京市固定资产投资安排和门头沟区采空棚户区石门营 A 地块、石门营 B 地块、黑山地块、中门寺地块定向安置房项目配套底商中的 70000 平方米的销售收入（按保守销售单价为 2.8 万元/平方米测算，预计销售收入达 19.6 亿元）作为该项目配套收入，用于本期募投项目的资金平衡。预计上述北京市固定资产投资资金及该项目配套收入合计将超过 25.79 亿元，约为该项目投资额的 1.20 倍。

门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期项目的建设将有助于完善黑山、中门寺南坡地块安置房周边路网及九龙路、黑山大街北延道路、黑一路西延道路，提高道路通行能力，满足未来居民出行需求；项目同步实施市政管线，完善小区外部市政基础配套设施，满足安置房入住条件，同时也有利于地区发展和人民生活水平的提高。

总体来看，本期债券募投项目已得到有关政府部门的明确批复，符合公司的职能定位，具有良好的社会效益和经济效益。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落

实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币

信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方

面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来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；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。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产

能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

公司主要从事北京门头沟区基础设施建设、建筑施工和门头沟石龙产业孵化器建设运营业务。北京市及门头沟区域经济发展对公司业务发展有较大影响。

1. 区域经济发展概况

(1) 北京市区域经济发展情况

北京市是中华人民共和国的首都,全国政治、文化和国际交往中心,也是中国陆空交通的总枢纽。北京市位于华北平原北端,东南局部地区与天津市相连,其余为河北省所环绕。

北京市2013全年实现地区生产总值19500.6亿元,比上年增长7.7%。其中,第一产业增加值161.8亿元,增长3%;第二产业增加值4352.3亿元,增长8.1%;第三产业增加值14986.5亿元,增长7.6%。按常住人口计算,全市人均地区生产总值达到93213元(按年平均汇率折合15052美元)。三次产业结构由上年的0.8:22.7:76.5变为0.8:22.3:76.9。

北京市全年完成全社会固定资产投资7032.2亿元,比上年增长8.8%。全年完成基础设施投资1785.7亿元,下降0.2%,主要投向交通运输和公共服务业,其中交通运输投资664.5亿元,所占比重为37.2%,公共服务业投资451.3亿元,所占比重为25.3%。全年完成房地产开发投资3483.4亿元,比上年增长10.5%。其中住宅投资1724.6亿元,增长5.9%;写字楼投资611.7亿元,增长59%;商业、非公益用房及其他投资1147.1亿元,增长0.6%。

(2) 门头沟区域经济发展情况

区域经济概况

门头沟区是北京功能核心区之一,近年来经济发展快速,2008~2012年,门头沟区GDP

年均复合增长14.47%。2012年门头沟区GDP达到116.4亿元,比上年增长12.3%;产业结构进一步优化,三次产业增加值比重为1.7:50.9:47.4,第三产业对经济增长的贡献率显著提升。其中第二产业实现总产值59.3亿元,同比增长10.9%,对全区经济增长发挥稳定支撑作用。第三产业成为拉动经济增长的主要力量,实现增加值55.2亿元,同比增长14%,对全区经济增长贡献率达到53.2%,超过第二产业7.4个百分点。

2012年,门头沟区公共财政预算收入完成19.07亿元,同比增长13.1%。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11.74亿元,占2012年财政收入的61.56%,比上年下降1.85个百分点。

2012年门头沟区公共财政预算支出为60.10亿元,同比增长9.35%,主要体现为教育支出、社会保障和就业支出、城乡社区事务支出以及农林水事务支出。

2012年,门头沟区完成全社会固定资产投资190.7亿元,比上年增长34%,增速全市第一。随着保障性住房工作的推进,门头沟区完成政策性住房投资83.5亿元,比上年增长30.5%;基础设施投资全年完成44.44亿元,占全区投资的23.30%;房地产开发投资全年完成73.39亿元,同比增长49.8%,占全区投资的38.49%。全年住宅施工面积为219.58万平方米,比上年增长178.2%,占全区房屋施工面积的71.78%。全年住宅竣工面积为9.42万平方米,比上年增长310.9%,占全区房屋竣工总面积的88.53%。

总体来看,门头沟区经济保持了较快发展,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。

财政实力

从门头沟区地方可支配收入来看,门头沟区地方财政可支配收入由一般预算收入、基金收入、上级补助收入以及预算外收入构成。

2011~2013年，随着区域经济的快速发展，门头沟区地方财政可支配收入快速增长，根据门头沟区财政局提供的资料，2011~2013年门头沟区可支配收入三年复合增长率为46.28%，2013年达到190.15亿元。其中，基金收入为门头沟区可支配收入的最主要来源，2013年门头沟区基金收入占可支配收入的比重达53.47%，其中土地出让金收入占97.07%，为98.70亿元，较2012年大幅增长。由于土地出让受宏观环境及政策

影响较大，基金收入存在一定不确定性。另外，2013年，一般预算收入和上级补助收入分别占门头沟区可支配收入的10.90%和32.15%。

整体看，门头沟区可控财力增长快速，但是财政收入对于基金收入和上级补助收入的依赖性较强，财政收入稳定性有待提高。未来随着门头沟区域经济的发展，地方可支配收入有望大幅增长，为完善地区基础设施建设提供有力保障。

表2 门头沟区 2011~2013 年地方可支配收入情况（单位：亿元，%）

编号	科目	2011 年	2012 年	2013 年	三年复合增长率
2=3+4	一般预算收入	16.87	19.07	20.72	10.82
3	税收收入	15.58	17.20	18.20	8.08
4	非税收入	1.29	1.87	2.52	39.77
5=6+7	基金收入	26.94	14.62	101.68	94.28
6	土地出让金	25.00	13.41	98.70	98.70
7	其他	1.94	1.21	2.98	23.94
8=9+10+11	上级补助收入	43.84	55.49	61.14	18.09
9	返还性收入				
10	一般性转移支付	26.21	29.24	32.02	10.53
11	专项转移支付	17.63	26.25	29.12	28.52
12=12	预算外财政专户资金	1.21	1.75	6.61	133.73
13=2+5+8+12	地方可控财力	88.86	90.93	190.15	46.28

资料来源：门头沟区财政局

门头沟区地方政府债务余额

地方政府债务全部为直接债务。截至2013年10月底，门头沟区政府债务余额为168.53亿元，债务率为92.50%。总体看，门头沟区本级

综合财力构成中一般预算占比较低，上级补助收入和土地出让收益比重大，对其增长的稳定性造成一定影响。门头沟区本级政府债务负担重。

表3 北京市门头沟区地方政府债务余额及综合财力统计表（单位：亿元）

地方财力（2013 年度）	金额	地方债务（截至 2013 年 10 月底）	金额
（一）地方一般预算收入	20.70	（一）直接债务余额	168.53
1. 税收收入	17.12	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	3.58	2. 解决地方金融风险专项借款	
（二）转移支付和税收返还收入	59.15	3. 国内金融机构借款	168.53
1. 一般性转移支付收入	35.53	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	
2. 专项转移支付收入	23.62	4. 债券融资	
3. 税收返还收入		（1）中央代发地方政府债券	
（三）国有土地使用权出让收入	96.65	5. 其他（村级及其他单位借款）	
1. 国有土地使用权出让金	94.81	（二）担保债务余额	0
2. 国有土地收益基金	1.80	1. 政府担保的国内金融机构借款	0
3. 农业土地开发资金	0.04	2. 政府担保的融资平台债券融资	
4. 新增建设用地有偿使用费		--	

(四) 预算外财政专户收入	5.70	--	
地方综合财力=(一)+(二)+(三)+(四)	182.19	地方政府债务余额=(一)+(二)×50%	168.53
债务率=(地方政府债务余额÷地方综合财力)×100%	92.50%		

资料来源：门头沟区财政局

(3) 石龙经济开发区产业园运营情况

北京石龙经济开发区位于北京门头沟区，始建于 1992 年，2000 年经北京市人民政府批准为市级开发区，批准规划面积为 1.5 平方公里，经历了近二十年的滚动开发，完成了 1.1 平方公里的工业区建设，征地建厂企业达 60 余家，注册挂靠企业 14000 余家，形成了集数控装备、生物医药、轻工建材、仪器仪表、化工、机械为主体的产业形态。

2013 年，石龙经济开发区实现技工贸总收入 283.14 亿元，比上年同期增长 11%；实现工业总产值 103.6 亿元，比上年同期增长 9.06%；上缴税金 39.28 亿元，比上年同期增长 9%；石龙经济开发区区财政留成 11.74 亿元，同比增长 15.12%，上缴区财政收入留成占全区缴纳税性财政收入的 66%。2013 年，石龙开发区范围内完成固定资产投资 5.45 亿元。其中：市政基础设施投资完成 1.2 亿元，其他工程 1.19 亿元。石龙开发区统计口径内固定资产投资完成 3.05 亿元。

石龙开发区开发建设方面，目前已进行了四期征地，征地批复总面积为 156.35 公顷，开发区实际用地为 133.4 公顷，余 22.93 公顷为开发区规划范围外代外商征地。目前五期土地一级开发工作根据区政府统一安排，已将项目转入区土地储备中心。由于石龙开发区土地资源较为稀缺，“十一五”末，石龙经开区提出土地开发模式转型，由裸地出让转变为发展“楼宇经济”。公司控股子公司北京石龙经济开发区投资开发有限公司（以下简称“石龙公司”）作为区属国有企业，主要承担开发区的建设、开发功能。“十一五”末，石龙公司开工建设了石龙经济开发区产业孵化中心一期项目，该项目建筑面积 58325.24 平方米，项目总投资 2.04 亿元，于 2010 年底实现顺利竣工。园区采用

边建设边招商的方法，引进了一批高端产业入驻石龙产业孵化中心一期。截至目前，引进了 68 家企业总部入驻，产业涵盖高新技术、文化创意、现代制造业等。

根据《北京市石龙经济开发区“十二五”发展规划纲要》：“十二五”期间，石龙经开区提出通过加快推进电子商务产业园、五期征地以及与中关村科技园区合作的六期征地（0.5 平方公里）等重大项目建设总部经济孵化基地，提高开发区土地集约利用水平；通过调整产业结构及布局和加快开发区基础设施及环境建设等手段，促进其经济总量和产出能力的大幅增加。到 2015 年，区财政留成要达到 10 亿元，年均增长 10%，比重占全区的 70%以上；工业产值达到 62 亿元，年均增长 10%；五年内累计完成固定资产投资 40 亿，平均每年不低于 8 亿元。

整体看，北京市及门头沟区域经济的持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

2. 行业分析

(1) 基础设施建设行业

城市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。中国是世界上最大的发展中国家，基础设施还比较薄弱，这在一定程度上影响和制约着中心城市综合服务功能的发挥，不利于人民生活水平的提高和国民经济持续稳定快速发展。

随着近年来国民经济实力的增强、全社会固定资产投资总额的增加，中国国内基础设施建设相关领域固定资产投资额也维持较高水平。2013 年全年，全国固定资产投资总额完成 43.65 万亿元，比上年名义增长 19.6%，自 2002

年以来首次增速低于20%。其中电力、燃气及水的生产和供应业完成固定资产投资1.97万亿元，全年其他基础设施（包括建筑业、交通运输、仓储邮政、水利、环境及公共设施管理业）投资7.75万亿元。2013年施工项目计划总投资86.46亿元，其中新开工项目计划总投资35.78万亿元，比上年增长14.2%。

从政策上看，政府一直是中国城市建设的唯一投资者。自1998年以来，中央政府逐年增加基础设施建设投入，特别是增加城市基础设施建设的资金供给规模，对城市基础设施建设的国债项目实行贷款贴息、财政拨款等一系列优惠政策，为城市基础设施建设领域注入了大量的资金，而地方政府也相应出台了许多优惠政策，积极支持城市基础设施的投资建设。

从运营主体看，中国的政府性投资公司被明确为代表国家或地方政府专业从事固定资产投资开发和经营活动的企业，是组织中央或地方经营性投资活动的主体。经过多年的发展，目前国内大多数投资公司已形成了较大的经营规模，在城市基础设施建设领域中发挥着十分重要的作用。城市基础设施建设具有投资数额巨大、回收期长、投资收益的间接性等特点，目前中国从事此项业务的政府性投资公司面临着投资项目公益性与市场性相混淆、投资项目管理模式单一、国有独资导致公司无法进行多元化运作等实际问题。

从政策上看，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策。原国家体改办出台的《1998年建设事业体制改革工作要点》为城市基础设施建设投资主体多元化、资金来源多渠道化、筹资方式多样化、产权结构股份化打开了通道。为进一步深化投资体制改革，国务院于2004年7月16日发布了“国务院关于投资体制改革的决定”，明确指出：要转变政府管理职能，确立企业的投资主体地位，企业的投资决策权应由企业自己行使，并提出进一步拓宽企业投资项目的融资渠道。在信贷支持上，2009年3月，中国人民银

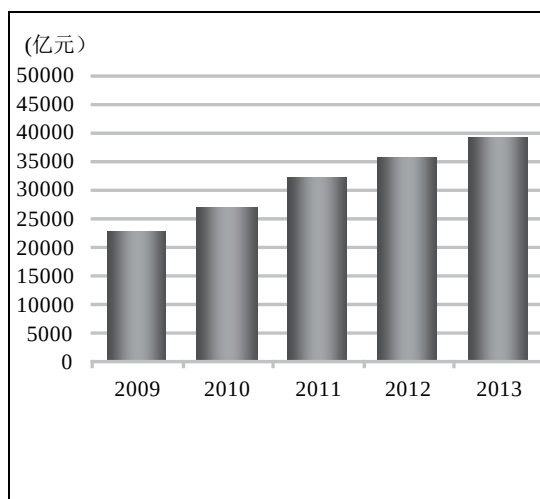
行和中国银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，提出支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道。在2009年4万亿投资的刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，由此造成的投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，为有序合理地发挥该类政府性投资公司的投融资能力，2010年“两会”提出了正确处理政府融资平台带来的潜在财政风险和金融风险，银监会随即出台了《关于地方政府融资平台贷款清查工作的通知》及相关监管文件，并建立了“名单制”，对名单以外的融资平台不得发放贷款。

从未来发展看，中国城镇化进程近十年来进程不断加快，截至2013年底，中国城镇化率为53.73%，较上年提高1.16个百分点，未来中国城镇化率仍有上升的潜质。合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展，是中国现有城市化发展的主要思路。基础设施建设是推进城市化进程必不可少的物质保证，是实现国家或区域经济效益、社会效益、环境效益的重要条件，全国基础设施建设将成为社会发展的重点。而地方政府投融资平台公司作为基础设施建设的主要实施主体，承担着政府投资融资功能，将起到至关重要的作用。落实平台企业的投资决策权，拓宽平台企业的融资渠道，为平台企业构建完整的城市基础设施投融资体系也将成为中国基础设施建设的核心问题。

整体看，城市基础设施建设未来仍将保持较快的发展速度，政府投融资平台将出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。

(2) 建筑行业

图1 2009-2013年中国建筑业增加值



资料来源：国家统计局

建筑行业与固定资产投资密切相关，2011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。根据统计显示，2012年全社会建筑业实现增加值35459亿元，较上年增长9.3%；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4818亿元，增长15.6%，其中国有及国有控股企业1236亿元，增长21.9%。2013年全社会建筑业增加值38995亿元，比上年增长9.5%。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5575亿元，增长16.7%，其中国有及国有控股企业1363亿元，增长20.1%。

2012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。2012年全年固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，增速较2011年下降3个百分点。2013年全社会固定资产投资447074亿元，比上年增长19.3%，扣除价格因素，实际增长18.9%，固定资产投资增长较快。

2013年全国房地产开发投资86013亿元，比上年增长19.8%。其中，住宅投资58951亿元，增长19.4%；办公楼投资4652亿元，增长38.2%；商业营业用房投资11945亿元，增长28.3%，新开工建设城镇保障性安居工程住房666万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房544万套。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。

从建筑行业特点看，存在以下风险：一、行业竞争加剧挤压利润空间。目前中国仍处于建设高峰期，由于建筑市场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。二、原材料价格波动对成本影响较大。建筑企业以水泥、钢材等大宗商品为主要原材料，该类商品市场化程度较高，周期性强，导致价格易受宏观经济周期和市场影响，波动较大，加之近年来人口红利逐步消失，人工成本上升较快，上述因素使得企业成本控制压力大增。三、流动资金压力大。由于垫资施工是中国建筑工程施工领域长期以来的承包方式，在这样的行业背景下，施工企业常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

从行业发展长远来看，中国城镇化进程仍在继续，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。

此外,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,2011年初国务院明确提出全年新建1000万套保障房的任务。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。2013年,国家继续加大对保障房支持力度。

整体看,短期内受经济不确定性增大的影响,中国宏观调整也将处于灵活多变期。基于建筑行业与宏观经济的相关性高,基建投资疲软,以及房地产投资增长继续放缓,加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱,建筑企业经营压力加大,应对建筑行业持谨慎态度;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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资公司,门头沟国资委持有公司100%权益。

2. 企业规模

公司是北京市门头沟国资委下属全资国有企业,近年来在门头沟国资委的大力支持下,公司业务领域不断拓展,由单一的基础设施投资建设业务,新增了建筑施工、产业园孵化器建设运营等业务,公司实力不断增强。

目前公司主要两家子公司分别是北京石龙经济开发区投资开发有限公司和北京京西建设集团有限公司(以下简称“京西建设”),上述两家公司先后于2011年和2012年成为公司下属控股子公司。其中石龙公司主要负责北京石龙经济开发区产业孵化器建设运营业务,是北京石龙经济开发区内产业孵化器建设运营的唯一主体,近年来主要建设项目有产业孵

化器一期项目;京西建设主要负责建筑施工业务,实力较强,承担的多个项目获得省市相关奖项,市场范围以北京市场为主。公司本部主要负责门头沟地区基础设施建设业务,近年来随门头沟区域经济持续发展,基础设施建设不断加大,公司本部承担的基础设施业务不断增加,项目主要涉及区域内非收费道路、公园等基础设施。

3. 人员素质

截至2013年底,公司本部员工18人,其中总经理1人,副总经理1人。

李雷宏先生,1961年生,大学学历,中共党员。历任北京市门头沟区龙泉镇人民政府财政所所长、北京市门头沟区龙泉镇人民政府副镇长、北京市门头沟区发展计划委员会副主任,目前任公司董事长兼总经理。

韩少霞女士,1963年生,大专学历,中共党员。历任北京市门头沟区供销社会计、北京市门头沟区副食蔬菜公司会计,目前担任公司副总经理。

总体看,公司管理人员具有较高文化素质和丰富的管理经验,能够满足日常经营管理需要。

4. 政府支持

公司作为门头沟国资委下属独资企业,承担着区域基础设施建设任务,鉴于公司特殊职能,多年来政府对公司发展予以了大力支持,具体体现在以下方面:

(1) 资产划拨

北京石龙经济投资开发有限公司(以下简称“石龙公司”)原为门头沟国资委控股企业,2011年,根据《关于鑫融公司股权调整的通知》(门国资字【2011】55号文件),将门头沟国资委对石龙公司出资4734万元无偿划入公司,石龙公司成为公司下属子公司。截至2013年底,公司持有石龙公司78.47%的股权。

京西建设原为门头沟国资委控股公司,

2012 年,根据《北京市门头沟区人民政府关于将北京京西建设集团有限责任公司股权划拨至北京京西鑫融投资管理有限公司的决定》及门头沟国资委《关于将北京京西建设集团有限责任公司股权划拨至北京京西鑫融投资管理有限公司的通知》(门国资字【2012】16 号文件)等文件,门头沟国资委将其所持的京西建设 46.95%股权无偿划拨给公司,相应增加公司资本公积 4695.25 万元,截至 2013 年底,公司持有京西建设 46.95%的股权,为京西建设第一大股东。

(2) 财政补贴

政府对公司资金支持主要体现在财政贴息和运营资金补贴等方面,根据门财预【2010】96 号、门财预【2011】261 号、门财预【2012】286 号、门财预【2013】295 号等文件,2010 年~2013 年,公司获得财政贴息和运营补助合计分别 0.29 亿元、0.26 亿元、2.55 亿元和 1.21 亿元,计入营业外收入,体现在收到“其他与经营活动有关现金”科目,具体情况见下表。

表 4 2010 年~2013 年公司获得政府补贴(单位:万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
财政贴息	2889.84	2496.97	1432.42	-
运营补助	37.58	134.42	24062.00	12097.50
合计	2927.42	2631.39	25494.42	12097.50

资料来源:公司审计报告

(3) 资金支持

2012 年公司代建了门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期项目,为支持项目建设,根据京发改【2012】1072 号文《关于门头沟区采空棚户区改造市政配套项目二期实施方案的批复》,该项目获得北京市政府固定资产投资 6.19 亿元,上述资金依据具体项目进行配比,并根据项目进度进行拨付。

2013 年,根据门国资发【2013】46 号、京发改【2013】1327 号和门国资发【2013】64 号等文件,门头沟区国资委两次以货币形式增资合计 20000 万元,公司注册资本增加至

47000 万元。

整体看,公司持续得到政府的大力支持,为公司的发展奠定了坚实的基础。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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(门头沟国资委)履行股东会职权,董事会由 3 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,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,由董事会聘任或解聘,公司设立了经营管理机构,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. 管理水平

从内部管理制度看,公司建立了董事会、监事会、总经理办公会议制度,并完善了包括人事管理和激励制度、内部审计制度、财务管理办法、子公司管理办法、国有资产管理、对外投融资流程在内的各项内部管理制度。

公司本部对下属子公司的管控较弱,现阶段只是参与子公司年终考核目标的制定。资金方面,公司本部尚未对下属子公司采用资金集中管理。

工程项目资金管理方面,公司严格执行项目资金收、付管理制度,并对资金的使用及归集情况进行实时监控,保证专款专用,以确保

项目建设、投资控制在预算范围内。

项目投资管理方面，由于公司所建项目大多为市政、公益类工程，因此公司的项目投资建设主要根据市政府相关部门下达指令完成相应工作。

整体看，公司法人治理结构符合公司目前经营特点。现阶段，公司内部管理基本满足日常经营需求，公司对下属子公司管控力度仍然偏弱，有待进一步加强。

七、经营分析

公司主要职责是承担门头沟区城市基础设施建设和投资，近年来为增强公司投融资能力，政府给予公司一部分可经营性资产供公司运营，目前产生收益的包括孵化器建设运营、工程施工。

1. 经营现状

2011 年~2013 年，公司营业收入分别为 2.65 亿元、10.84 亿元和 11.09 亿元，呈大幅增长态势，主要系公司合并范围变化所致。其中

2011 年公司合并范围增加了石龙公司，营业收入增加至 2.65 亿元，主要是石龙公司产业孵化器建设运营相关收入；2012 年公司合并范围增加了京西建设，营业收入进一步增加至 10.84 亿元，增加主要来自京西建设工程施工收入。

从收入构成看，目前建筑行业收入是公司收入主要来源，2013 年公司建筑施工收入 10.28 亿元，占公司营业收入的 92.70%。房屋销售收入是公司收入的又一来源，近年来波动较大主要由于石龙公司开发建设的产业孵化器一期项目已于 2011 年完成大部分销售，目前仅剩少部分房屋正在销售所致，2013 年该板块收入为 0.50 亿元。其他业务收入主要是租金收入、原材料销售、提供劳务等业务收入，占公司营业收入比重较小，2013 年公司其他业务收入 0.31 亿元，占公司营业收入的 2.80%。

从毛利率水平看，产业孵化器建设运营相关的孵化中心运营业务毛利率水平较高，2013 年该部分毛利率为 68.17%。建筑施工业务受行业特点影响，整体毛利率水平较低，2013 年公司该部分毛利率为 8.04%。

表 5 2011~2013 年公司营业收入变动情况（单位：亿元，%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
孵化中心运营	2.51	1.18	53.05	0.16	0.03	81.91	0.50	0.16	68.17
建筑施工行业	0.00	0.00	--	10.48	9.64	8.05	10.28	9.46	8.04
其他	0.14	0.09	36.05	0.20	0.11	43.61	0.31	0.09	69.85
合计	2.65	1.27	52.12	10.84	9.78	9.78	11.09	9.71	12.47

资料来源：公司提供

2. 基础设施建设

公司作为区属国有企业，承担着门头沟区基础设施建设的重要任务，每年根据政府安排承担区域内基础设施建设任务，在门头沟区内具有垄断优势，该部分业务目前主要由本部及下属全资子公司北京京西鸿远投资管理有限公司（以下简称“鸿远公司”）负责具体实施。

公司基础设施建设项目投资包括非收费性道路、桥梁等，该类项目建设资金来源包括：北京市、门头沟区财政拨付的项目建设资金作

为项目建设资本金，不足部分，以银行贷款、发行债券等融资方式解决。目前公司本部承建的基础设施项目资金平衡主要来自财政资金，项目完工未移交之前计入“在建工程”科目，目前相关财政资金已按项目进度拨付到位。但 2012 年起公司本部新承建基础设施项目的资金平衡未来将主要来源于政府回购、财政补贴以及政府配套收入等方式。

此外，由于该业务项目建设资金目前主要由财政直接拨付给施工单位，公司未将该业务

相关资金往来体现在现金流量表中，仅在资产负债表中在建工程、其他应付、其他应收等科目中反映。

近年来公司先后建设了大峪南路、焦佳坡填埋场、水担路、石门营经济适用房市政配套道路项目，上述项目均为门头沟区域内非收费性道路，对近年来门头沟路网不断完善作出了重大贡献。截至 2013 年底，公司本部主要在建项目为本期公司债券募投项目门头沟区采空棚户区改造市政配套二期工程。

2012 年公司承担建设的门头沟区采空棚户区市政配套二期工程（本期债券募投项目），项目内容主要为：采空棚户区黑山安置房地块市政配套工程、采空棚户区中门寺南坡安置房地块市政配套工程、九龙路改造工程、黑山大街北延工程、黑一路西延道路工程等五部分，建设内容为 11 条市政道路。项目投资总额 21.46 亿元，项目建设期为 2012 年~2014 年，截至 2014 年 3 月 10 日，募投项目已累计完成投资 58227 万元。目前根据京发改【2012】1072 号文《关于门头沟区采空棚户区改造市政配套项目二期实施方案的批复》和《北京市门头沟区人民政府关于门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期建设项目配套收入的决定》，公司除获得北京市固定资产投资 6.19 亿元资金支持外，还将获得门头沟区采空棚户区石门营 A 地块、石门营 B 地块、黑山地块、中门寺地块定向安置房项目配套底商中的 70000 平方米的销售收入（按保守销售单价为 2.8 万元/平方米预测，销售收入将达 19.6 亿元）作为该

项目配套收入，共同用于该项目的资金平衡。预计上述配套收入合计将超过 25.79 亿元。

3. 建筑施工

建筑施工业务是公司 2012 年新增业务，该部分业务由下属子公司京西建设负责运营。京西建设实力较强，为门头沟区建筑行业龙头企业，拥有房屋建筑工程施工总承包壹级和市政公用工程施工总承包叁级、建筑装饰工程、钢结构工程专业承包贰级等专业资质。京西建设承担项目类型主要为住宅、厂房、政府单位办公楼等，业主以房地产开发企业、工商业生产企业以及政府事业单位等为主。

2013 年工程施工实现收入 10.28 亿元，受建筑行业特点影响，该业务毛利率较低，为 8.04%。近年来京西建设承担了大量省市重点工程，其中承泽苑 5#住宅楼、承泽苑二期 1 号楼、门头沟区法院审判业务楼、门头沟区人民检察院办公业务楼、门头沟区精雕科技主轴车间等 20 余项工程分别荣获“市级优质工程”、“优质结构工程”、“北京市长城杯银质奖工程”及“北京市长城杯金质奖工程”等。截至 2013 年底，公司主要在建项目有上海江湾老干部安置住房一期工程二标段、门头沟采空棚户区改造石门营 B 地块定向安置房项目（2 标段）工程、紫芳园五区地下车库及 1#、2#、3#、4#、5#住宅地下、门头沟区龙泉镇高家园地区土地储备项目（2 号地块）定向安置房建设一、二标段工程等。具体见下表。

表 6 截至 2013 年底公司主要在建及拟建大额合同项目（单位：亿元、天）

项目名称	业主单位	合同金额	预计工期
上海江湾老干部安置住房一期工程二标段	中国人民解放军上海江湾老干部住房建设管理局	2.51	560
门头沟采空棚户区改造石门营 B 地块定向安置房项目（2 标段）工程	北京市门头沟区采空棚户区改造建设中心	2.96	1462
紫芳园五区地下车库及 1、2、3、4、5#住宅地下工程	北京首开亿信置业股份有限公司	2.39	443
门头沟区龙泉镇高家园地区土地储备项目（2 号地块）定向安置房建设一、二标段工程	中国水电建设集团房地产有限公司	3.64	496
合计		11.50	--

资料来源：公司提供

从市场范围看，公司市场范围以北京市为重点，近年来不断拓展京外市场领域，目前市场范围已遍及河南、山西、山东等多省市。从合同额看，2013 年新签合同额 13.67 亿元，较上年增长 0.50%。

整体看，未来随建筑施工业务规模扩大，该部分业务收入有望实现持续增长。

4. 产业园孵化器建设及运营

2011 年公司新增产业孵化器建设及运营业务，主要由下属子公司石龙公司负责实施运营。

石龙公司目前产业园孵化器相关业务运营模式主要有两种：一种是公司通过招拍挂获得土地，根据入驻园区企业要求，建设企业办公用楼，项目建成后销售给入驻园区企业。项目建设资金来源主要是石龙公司自有资金和银行贷款，资金平衡主要依靠办公楼销售收入；另一种是公司自建办公楼用于租赁给入驻园区小企业，项目建设资金主要是公司自有资金和银行贷款，资金平衡主要来自租金收入。石龙公司收入主要是办公楼销售收入，公司租金收入占比较小。

2011 年~2013 年，公司产业园孵化中心运营业务收入分别为 2.51 亿元、0.16 亿元和 0.50 亿元，波动较大，主要由于产业孵化器一期项目已于 2011 年完成大部分销售，2012 年及 2013 年主要为少量房屋销售，且新建项目尚未达到销售条件形成销售收入所致。

近年来公司主要完成项目为石龙开发区产业孵化中心一期项目，该项目总投资额 2.04 亿元，施工面积 5.83 万平方米，可售面积约为 5.20 万平方米（其中含自用 0.83 万平方米），目前已完成全部建设任务，已累计销售约 4.25 万平方米，累计实现销售收入 3.26 亿元。

截至 2013 年底，公司土地资产合计 127.13 亩，均为 2007 年取得，公司以出让价格入账，为 10202.61 万元，由于土地取得时间较早，价格较低，该部分土地用地性质均为工业用地，

考虑到门头沟地区土地资源稀缺，未来公司以产业孵化器建设方式进行工业地产开发，公司未来该部分土地升值潜力大。

截至 2013 年底，公司主要在建项目为产业孵化中心二期 A 区、B 区，其中 A 区建设规模 8.86 万平方米，计划投资 4.50 亿元；B 区建设规模 5.5 万平方米，计划投资 2.75 亿元；截至 2013 年底 A 区已完成投资 1.93 亿元，B 区完成投资 0.24 亿元。公司未来三年主要投资项目为产业孵化中心二期 A 区、B 区和 C 区，项目投资总额合计 10.25 亿元。

整体看，未来随产业园孵化器中心二期建设完成投入运营，该业务收入有望实现增长。

5. 未来发展

根据《门头沟区国民经济和社会发展的第十二个五年发展规划》：“十二五”期间，门头沟区地区生产总值（GDP）年均增长 12%，2015 年人均地区生产总值达到 7000 美元以上，财政收入年均增长 10%，旅游综合收入年均增长 15%，社会消费品零售额年均增长 12%；基本完成门头沟新城全部规划道路和山区主要道路建设，城市污水集中处理率达到 90%，村镇污水处理率达到 80%，再生水利用率达到 70%，乡镇居民生活用气比例进一步提升。

公司作为门头沟地区基础设施建设重要主体，承担着门头沟区域城市建设的重要任务，未来二年主要投资项目有门头沟区采空棚户区改造市政配套二期工程及石龙经开区产业孵化器二期项目，项目投资总额 31.71 亿元，截至 2013 年底已完成投资额 2.63 亿元，未来尚需约 29.08 亿元的投资，公司存在一定的资金需求压力，具体情况见下表。

表 7 未来三年公司主要投资项目（单位：亿元）

项目名称	投资总额	截至 2013 年底累计完成投资额	建设期限
门头沟区采空棚户区市政配套二期工程	21.46	0.46	2012-2014
产业孵化中心二期	10.25	2.17	2012-2016

合计	31.71	2.63	--
----	-------	------	----

资料来源：公司提供

总体来看，门头沟区区域经济实力持续增强，为公司发展提供了良好的区域环境。同时，城乡居民生活水平的提高，加大了对城市基础设施和公用事业的需求。公司业务发展前景良好。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2011~2013 年财务报表，经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论。

2011 年~2013 年，公司均执行同一会计准则。从合并范围变化情况看，2011 年公司合并范围增加石龙公司，2012 年公司合并范围增加京西建设，合并范围变化使得公司资产总额、所有者权益等会计科目变化较大。考虑到近三年公司合并范围变化较大，财务报表可比性不强，以下财务分析以 2013 年审计报告为主，比较基数为 2012 年期末数。

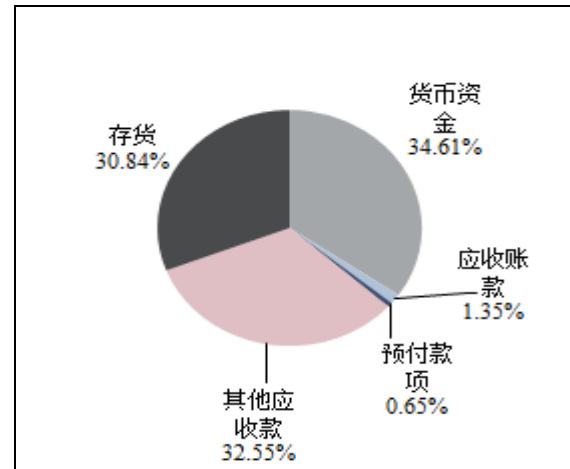
截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 47.52 亿元，所有者权益合计为 35.97 亿元（其中少数股东权益 0.54 亿元）；2013 年度，公司实现营业收入 11.09 亿元，利润总额 1.62 亿元。

2. 资产质量

近年来随公司合并范围扩大，公司资产规模快速增加，2011~2013 年，公司资产总额年均增长 22.02%。截至 2013 年底，公司合并资产总额为 47.52 亿元，较 2012 年底增长 18.58%，其中流动资产占 45.30%，非流动资产占 54.70%。

流动资产方面，受合并范围变化影响，公司流动资产增长较快，近三年年均复合增长 65.08%。截至 2013 年底，公司流动资产为 21.53 亿元，主要由货币资金 7.45 亿元（占 34.61%）、其他应收款 7.01 亿元（占 32.55%）和存货 6.64 亿元（占 30.84%）构成。

图 2 2013 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金为 7.45 亿元，较 2012 年底增长 49.40%，主要由于公司收到股东货币增资及长期借款增长所致；公司货币资金中，银行存款占 90.64%，其他货币资金占 9.33%，为公司购入的理财产品。公司应收账款 0.29 亿元，较 2012 年底增长 19.29%，主要为应收北京灵之秀文化发展有限公司、北京首钢建设集团、北京锋必达矿山机械有限公司等公司的工程款项。从账龄结构看，1 年以内的占 42.29%，1~3 年的占 0.70%，3 年以上的占 57.01%，整体账龄较长。公司应收账款规模不大，未计提坏账准备。

截至 2013 年底，公司其他应收款为 7.01 亿元，较 2012 年底增长 48.02%，主要来自与北京门头沟区财政局往来款的增长。其中，公司应收北京门头沟区财政局的往来款 5.37 亿元，主要为公司代付应由北京门头沟区政府支付的城市基础设施项目投资资金等。从账龄结构看，1 年以内的占 48.09%，1~2 年的占 37.70%，2~3 年的占 0.59%，3 年以上的占 13.62%，整体账龄较长。公司未计提坏账准备。

表 8 公司其他应收款前五名（单位：万元，%）

往来单位	金额	占比	款项性质
北京门头沟区财政局	53688.12	76.61	往来款
北京晟晖投资管理有限公司	4751.00	6.78	往来款

门头沟区永定镇冯村经济合作社	2516.00	3.59	往来款
北京住总第四开发建筑有限公司	2040.00	2.91	往来款
京西旅游公司	1342.87	1.92	往来款
合 计	64337.99	91.81	

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司存货为 6.64 亿元，较 2012 年底上升 72.59%，主要原因系：1)2013 年公司建设工程项目增加导致工程施工成本增加；2) 2013 年公司房地产开发项目工程施工进度推进，导致开发成本增加所致。公司存货主要由开发产品（占 6.16%）、开发成本（占 44.29%）和工程施工（占 48.77%）构成。开发产品主要为石龙公司产业孵化中心一期少部分未销售房产，开发成本主要为石龙公司产业孵化中心一期土地资产和产业孵化中心二期的开发成本，工程施工主要为京西建设的未结算工程款。由于期末不存在存货账面价值低于可收回金额的情况，故公司未计提存货跌价准备。

非流动资产方面，近三年公司非流动资产波动增长，年均复合增长 4.03%。截至 2013 年底，公司非流动资产为 25.99 亿元，较 2012 年底小幅下降 0.58%，主要由于固定资产减少所致。从构成来看，主要由固定资产（占 2.16%）和在建工程（占 95.17%）构成。

截至 2013 年底，公司长期股权投资为 0.34 亿元，较 2012 年底增长 9.65%，主要为北京市农业融资担保有限责任公司、北京运石建龙房地产开发有限责任公司及北京宏达锅炉管道安装公司等公司的长期股权投资。截至 2013 年底，公司投资性房地产为 0.23 亿元，较 2012 年底增长 26.68%，主要为孵化中心一期的出租房屋。

截至 2013 年底，公司固定资产账面价值为 0.56 亿元；从构成看，房屋及建筑物、运输工具和电子设备及其他分别占 75.19%、8.02% 及 16.79%。公司在建工程为 24.73 亿元，主要为公司承担建设的市政道路及配套设施建设。

总体看，近年来随合并范围变化，公司资产规模快速增加。公司资产中在建工程占比大，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011 年~2013 年，公司所有者权益不断增长，年均复合增长 12.55%。截至 2013 年底，公司所有者权益为 35.97 亿元，较 2012 年底增长 9.74%，主要是根据门国资发【2013】46 号和京发改【2013】1327 号文件，2013 年公司增加注册资本 2.00 亿元所致；公司所有者权益中归属于母公司所有者权益 35.43 亿元，其中实收资本 4.70 亿元，占 13.26%，资本公积 25.83 亿元，占 72.89%。整体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，稳定性好。

2011 年~2013 年，公司资本公积分别为 24.18 亿元、25.83 亿元和 25.83 亿元，主要由收到的市政基础设施建设财政资金以及 2011 年、2012 年门头沟区政府向公司划转的石龙公司和京西建设的股权构成。

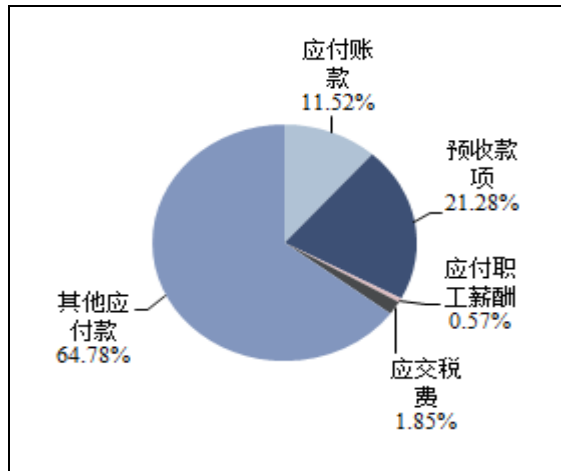
2011 年~2013 年，受合并范围变化影响，公司未分配利润快速增长，年均复合增长 91.63%。截至 2013 年底，公司未分配利润 4.48 亿元，较上年末增长 36.47%。

负债

2011 年~2013 年，受合并范围变化影响，公司债务规模持续增长，年均复合增长率为 81.01%。截至 2013 年底，公司负债总额为 11.55 亿元，较上年增长 58.29%，主要系 2013 年公司预收账款、其他应付款和长期借款增加所致；从负债结构看，流动负债占 82.46%，非流动负债占 17.54%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，2011 年~2013 年，受合并范围变化影响，公司流动负债快速增长。截至 2013 年底，公司流动负债为 9.53 亿元，主要由应付账款 1.10 亿元（占 11.52%）、预收款项 2.03 亿元（占 21.28%）和其他应付款 6.17 亿元（占 64.78%）构成。

图3 2013年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司应付账款1.10亿元，同比下降5.77%，主要为应付北京宏业丰源商贸有限公司的工程施工建设款、北京门头沟区土地局的款项；公司应付账款前五名合计占比23.62%，集中度较低。公司预收账款2.03亿元，较2012年底增长151.25%，主要由于公司工程项目增加导致的预收工程项目款增加所致。

截至2013年底，公司其他应付款为6.17亿元，较2012年底增长47.84%，主要由于公司与其他单位往来款增加所致。

表9 公司其他应付款概况（单位：万元）

往来单位	金额	占比（%）
北京新华泰富置业有限公司	18000.00	29.17
北京新华国泰置业有限公司	13080.00	21.20
北京思源恒丰置业投资有限公司	2520.00	4.08
北京鸿博房地产开发有限公司	1431.43	2.32
北京石龙经济开发区管理委员会	850.00	1.38
合计	35881.43	58.15

资料来源：公司审计报告

非流动负债方面，近三年公司非流动负债波动中有所下降，三年复合下降10.01%。截至2013年底，公司非流动负债2.03亿元，较2012年底大幅增长215.62%，主要系公司长期借款增加所致；公司非流动负债由长期借款1.80亿元（占88.86%）和递延所得税负债0.20亿元（占9.91%）构成。

截至2013年底，公司长期借款1.80亿元，主要是子公司鸿远公司从农业银行门头沟支行处获得1.50亿元担保贷款、石龙公司从北京银行门头沟支行处获得抵押贷款，抵押物为工程土地。公司专项应付款250.22万元，较2012年底大幅下降，主要由于公司支付拆迁补偿款所致。截至2013年底，公司递延所得税负债0.20亿元，主要系石龙公司2008年改制对资产进行重新评估，资产评估增值所致。

从债务规模看，随公司偿还到期长期债务，公司债务规模波动中有所下降，三年复合减少11.53%。截至2013年底，公司债务总额1.80亿元，全部为长期债务，有息债务负担很低。

从债务负担看，随公司所有者权益快速增加及到期长期借款偿还，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率波动中有所下降，资产负债率持续上升，近三年上述指标加权平均值分别为4.24%、4.32%和19.83%。2013年由于公司长期借款增加，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率较2012年底有所上升，分别为4.77%、4.77%和24.31%。

整体看，公司债务以流动负债为主，近年来随到期债务的偿还，公司债务规模波动中有所下降，整体债务负担很低。

4. 盈利能力

近年来公司合并范围变化较大，其中2011年和2012年公司先后将石龙公司和京西建设纳入合并范围，相应增加了产业孵化器运营收入、建筑施工等业务收入，使得营业收入大幅增加，受此影响同期公司各项盈利数据指标也发生较大变化。

2013年公司实现营业收入11.09亿元，同比增长2.32%，其中建筑施工行业收入为10.28亿元，占比92.72%，产业孵化器运营收入0.50亿元。

期间费用方面，近三年随合并范围变化，

期间费用快速增加,增长主要来自销售费用和管理费用,2013年,公司期间费用合计0.56亿元,占营业收入的5.06%。

2011年~2013年公司营业利润分别为9762.57万元、-427.48万元和3732.58万元,波动较大。主要是(1)公司本部代建基础设施业务未有收入实现,仅结转了相应的费用;

(2)2011年公司新合并产业孵化器运营业务受开发进度影响,确认收入波动较大;(3)公司2012年新合并建筑施工业务毛利较低,受上述因素共同影响,公司营业利润波动大。营业外收入是公司利润的重要保障,2011~2013年,分别为0.28亿元、2.59亿元和1.26亿元。2011~2013年,公司实现利润总额分别为1.26亿元、2.53亿元和1.62亿元。

从主要盈利指标看,2011年~2013年,随合并范围变化,公司所有者权益和总资产增长较快,净利润波动较大,总资本收益率波动中有所下降、净资产收益率波动中有所上升,三年加权平均值分别4.81%和4.65%,2013年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.66%和3.74%。

整体看,近年来随合并范围变化,公司营业收入大幅增加,但受制于业务特点,公司盈利对政府补贴依赖程度较高,自身盈利能力较弱。

5. 现金流

经营活动方面,由于公司基础设施业务相关资金往来不在公司现金流量科目有反映,公司经营活动现金情况主要反映除该业务之外的公司经营活动资金往来情况,近三年随合并范围变化较大,公司经营活动现金流入大幅增长,2011年~2013年复合增长率为154.02%。

2013年公司经营活动现金流入21.61亿元,以销售商品、提供劳务收到的现金、财政补贴和往来款项流入(计入“收到其他与经营活动有关的现金”科目)为主;2013年公司现金收入比为114.58%,收入实现质量较好。2011年

~2013年,公司经营活动现金流出年均复合增长337.49%,2013年为22.25亿元,主要来自产业孵化中心二期项目投入的增长。公司经营活动现金流出主要由购买商品、接受劳务支付的现金、经营费用和往来款(计入“支付其他与经营活动有关现金”科目)构成。2013年公司经营活动净现金流为-0.64亿元。

投资活动方面,公司对外投资规模较小,2011年~2013年,分别为13.03万元、2152.51万元和1726.36万元。公司投资活动现金流入方面,2011年和2012年主要是新并入子公司期初现金(计入“收到其他与投资活动有关的现金”科目),2013年基本无现金流入。2011年~2013年,公司投资活动产生的现金净额分别为13369.63万元、949.92万元和-1723.21万元。

筹资活动方面,由于2011年~2012年公司偿还到期银行借款,同时筹资活动现金流入较少,使得公司筹资活动呈净流出态势,2013年由于股东货币增资及长期借款增长,公司筹资活动由净流出转为净流入。其中筹资活动现金流入主要是吸收投资收到的现金以及取得借款收到的现金,2013年公司筹资活动现金流入为3.55亿元;公司筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金,2013年公司筹资活动现金流出0.28亿元。2011~2013年公司筹资活动净现金流分别为-3.05亿元、-1.54亿元和3.27亿元。

整体看,近年来受益于政府持续补贴及公司合并范围扩大,经营活动现金流入状况持续改善,同期公司投资活动规模较小,筹资活动以银行借款为主。但考虑到公司未来投资规模较大,未来存在一定资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看,2013年公司流动比率和速动比率分别为226.02%和156.30%。虽公司经营现金流动负债比率为负,为-6.70%,但考虑到公司短期债务规模较小,货币资金相

对较为充足，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2013 年公司 EBITDA 为 1.71 亿元；同期 EBITDA 利息倍数为 48.55 倍，公司全部债务/EBITDA 为 1.05 倍。财务报表反映公司偿还总债务能力较强。

总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2013 年底，公司无对外担保。

截至 2013 年底，门头沟区政府已与建行、中行等银行签订银行授信框架性协议，所涉金额约 155 亿元，鉴于公司是门头沟区唯一的基础设施建设主体，未来在该授信额度内将根据公司需要适时用于公司，公司间接融资渠道较为通畅。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行出具的企业信用报告（2012 银行版，机构信用代码：G1011010902136610N），截至 2014 年 5 月 12 日，公司无不良信贷信息记录。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务状况，以及门头沟区区域经济发展及财力水平的综合分析，并考虑到北京市及门头沟区政府对于公司在股权注入、资本金补助和税费减免等方面的支持，公司整体抗风险能力较强。

九、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

本期公司债券发行额度为 10 亿元，为 2013 年底公司全部债务的 5.56 倍，对公司现有债务的影响程度很大。

2013 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 24.31%、4.77%。以 2013 年底财务报表为基础，不考虑其他因素，预计本期公司债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至 37.47%和 24.70%，公司债务负担有所加重，但整体债务水平仍较

低。

2. 本期债券偿还能力分析

2013 年，公司经营活动产生的现金流入量和净额分别为本期债券发行额度的 2.16 倍和 -0.06 倍；EBITDA 为本期公司债券发行额度的 0.17 倍。EBITDA 值对本期债券覆盖能力较弱。但由于本期债券本金偿付采取分期偿付方式，分散了公司集中偿付风险。同时考虑到未来随公司经营规模扩大、北京市固定资产投资资金支持，以及门头沟区政府为本期募投项目安排的相关配套收入陆续到位，公司 EBITDA 值有望进一步提高，对本期债券的偿付能力有望增强。

十、债权保护条款分析

1. 偿债资金来源

本期债券偿债资金主要来源于北京市政府固定资产投资资金安排、采空棚户区定向安置房项目底商的销售收入以及公司营业收入等。

其中北京市政府固定资产投资资金安排 6.19 亿元。根据京发改【2012】1072 号文《关于门头沟区采空棚户区改造市政配套项目二期实施方案的批复》，该项目获得北京市政府固定资产投资 6.19 亿元，上述资金依据具体项目进行配比，并根据项目进度进行拨付。

门头沟区政府未来将采空棚户区定向安置房项目底商的销售收入中不少于 19.60 亿元资金拨付给公司作为本期债券的偿债资金来源。根据相关建设规划，采空棚户区定向安置房项目将配套建设底商。根据《北京市门头沟区人民政府关于门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期建设项目配套收入的决定》，门头沟区政府决定将石门营 A 地块、石门营 B 地块、黑山地块、中门寺地块定向安置房项目配套底商中的 70000 平方米销售收入作为门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期建设

项目配套收入拨付给公司，该项目建设期为2012年~2014年，预计售价为2.8万元/平方米，未来随项目逐渐销售，预计可拨付资金将不少于19.60亿元。

政府将上述采空棚户区定向安置房项目底商销售收入作为本期债券偿债资金的重要来源，考虑到未来其销售收入实现易受国家调控政策影响，对本期债券本息全覆盖的时效性存在较大不确定性。

2. 偿债资金专户监管

公司为本期债券设立了偿债资金专户，由公司在中国邮政储蓄银行股份有限公司北京门头沟区支行（以下简称“中国邮储门头沟支行”）设专门账户，用于归集本期债券还本付息资金。同时，公司委托中国邮政储蓄银行股份有限公司北京门头沟区支行作为本期债券偿债资金的监管银行。根据《2014年北京京西鑫融投资管理有限公司偿债资金专户监管协议》的约定，本期债券发行当年起按年计提利息偿债资金，在利息兑付日前十个工作日将所归集的偿债资金集中存放在偿债资金专户。本金偿债资金提取以《募集说明书》披露为准。

中国邮储门头沟支行应根据本期债券实际发行额度和利率计算债券本息，并在每年本息兑付日前十五个工作日书面通知公司划款金额，核对公司是否将每年应计提的偿债资金及时足额划拨至协议第二条所述账户。如果中国邮储门头沟支行发现公司未按中国邮储门头沟支行通知的偿债资金计提金额或者《募集说明书》的约定时间将偿债资金划拨至偿债资金专户，中国邮储门头沟支行应及时通知本期债券的主承销商，在公开媒体（包括但不限于中国证券报和中央国债登记公司网站）发布公司违约公告，并向公司发出书面通知并要求其在五个工作日内补足。

综合考虑公司自身的偿债能力、政府支持、北京市固定资产投资安排等对本期债券的保护以及相关资金监管安排等因素，联合资信

认为本期债券到期不能偿还的风险较低。

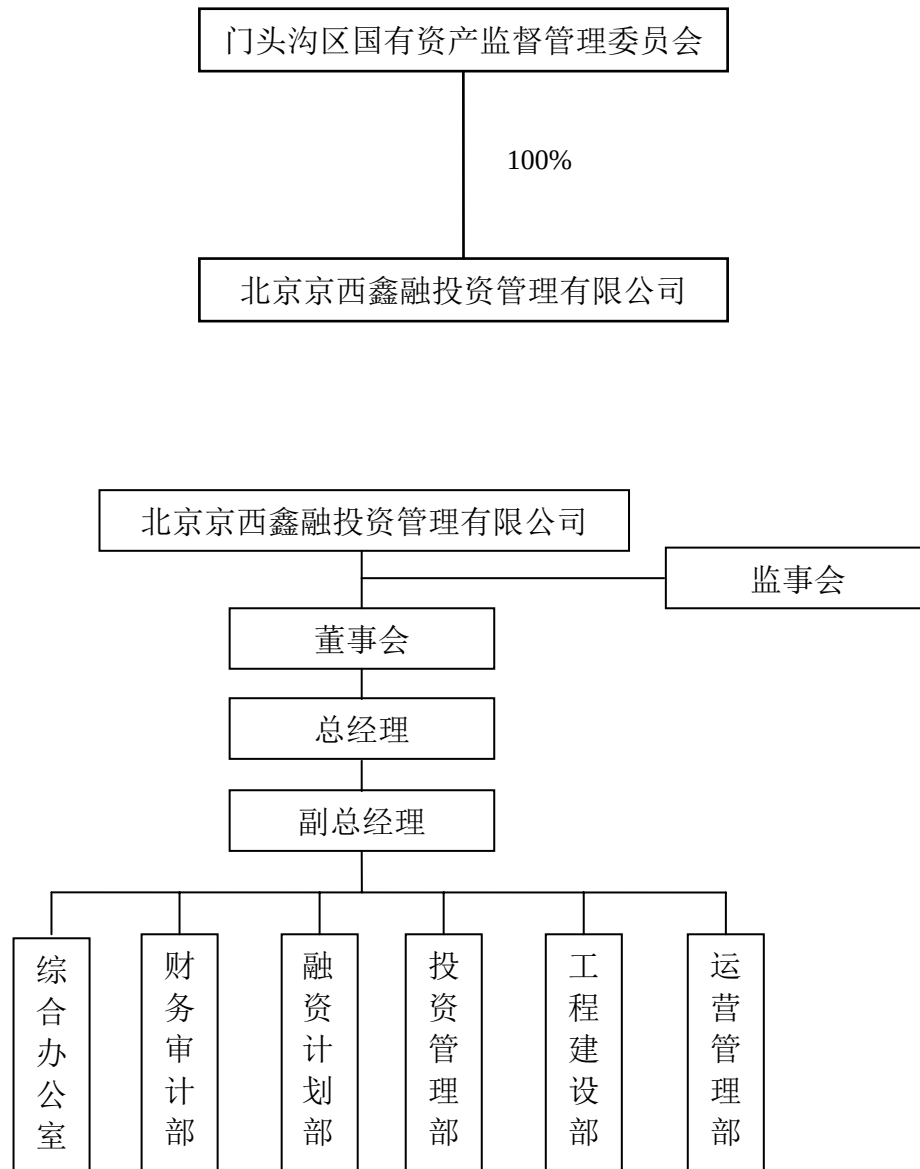
十一、 结论

北京市门头沟区经济持续增长，财政实力不断增强，为公司发展提供良好环境。公司作为门头沟区重要的基础设施建设及国有资产运营主体，在政府支持和区域经营等方面的显著优势。

近年来随基础设施建设规模及合并范围变化，公司资产总额快速增长。公司利润对政府支持存在一定的依赖，盈利能力较弱。近年来受益于所有者权益快速增加，公司整体负债负担很低。未来随BT项目移交、产业园孵化器运营业务持续增长，以及建筑业务规模扩大等多元业务领域的积极拓展，有利于提升公司整体盈利能力。

本期债券采用分期偿还方式，降低了本金集中偿还风险，同时近年来公司持续在财政补贴获得政府大力支持，此外未来北京市固定资产投资资金也将陆续到位，均为本期债券到期偿还提供了保障。整体看，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	2.14	4.99	7.45
资产总额(亿元)	31.92	40.07	47.52
所有者权益(亿元)	28.39	32.78	35.97
短期债务(亿元)	0.00	0.09	0.00
长期债务(亿元)	2.30	0.40	1.80
全部债务(亿元)	2.30	0.49	1.80
营业收入(亿元)	2.65	10.84	11.09
利润总额(亿元)	1.26	2.53	1.62
EBITDA(亿元)	1.35	2.57	1.71
经营性净现金流(亿元)	2.19	4.30	-0.64
财务指标			
销售债权周转次数(次)	130.30	76.30	41.56
存货周转次数(次)	2.14	3.89	1.85
总资产周转次数(次)	0.09	0.30	0.25
现金收入比(%)	27.52	85.90	114.58
营业利润率(%)	44.90	4.76	8.14
总资本收益率(%)	4.31	7.05	3.66
净资产收益率(%)	3.59	6.86	3.74
长期债务资本化比率(%)	7.49	1.21	4.77
全部债务资本化比率(%)	7.49	1.47	4.77
资产负债率(%)	11.05	18.21	24.31
流动比率(%)	771.38	209.31	226.02
速动比率(%)	655.64	151.50	156.30
经营现金流动负债比(%)	213.49	64.54	-6.70
EBITDA 利息倍数(倍)	4.43	27.24	48.55
全部债务/EBITDA(倍)	1.71	0.19	1.05
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.33	2.12	2.16
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.22	0.43	-0.06
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.14	0.26	0.17

附件 3 有关计算指标的计算公式（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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 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%
本期债券偿债能力	
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 / 本期债券到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

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（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
 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 4 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 北京京西鑫融投资管理有限公司 2014 年度 10 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。

北京京西鑫融投资管理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。北京京西鑫融投资管理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，北京京西鑫融投资管理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京京西鑫融投资管理有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京京西鑫融投资管理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。

如北京京西鑫融投资管理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京京西鑫融投资管理有限公司、主管部门、交易机构等。

