

跟踪评级公告

联合[2015] 1923 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持北京京西鑫融投资管理有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“14京西鑫融债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月二十八日



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(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

北京京西鑫融投资管理有限公司公司债跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 京西鑫融债	10 亿元	2014/5/30-2021/5/30	AA	AA

跟踪评级时间: 2015 年 8 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	4.99	7.45	16.73
资产总额(亿元)	40.07	47.52	68.69
所有者权益(亿元)	32.78	35.97	37.25
短期债务(亿元)	0.09	0.00	0.25
全部债务(亿元)	0.49	1.80	14.60
营业收入(亿元)	10.84	11.09	13.18
利润总额(亿元)	2.53	1.62	1.54
EBITDA(亿元)	2.57	1.71	1.61
经营性净现金流(亿元)	4.30	-0.64	-3.15
营业利润率(%)	4.76	8.14	7.33
净资产收益率(%)	6.86	3.74	3.80
资产负债率(%)	18.21	24.31	45.78
全部债务资本化比率(%)	1.47	4.77	28.15
流动比率(%)	209.31	226.02	252.66
全部债务/EBITDA(倍)	0.19	1.05	9.05
经营现金流流动负债比(%)	64.54	-6.70	-18.65

分析师

喻宙宏 李毅婷
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

北京京西鑫融投资管理有限公司(以下简称“公司”)是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。跟踪期内,北京市门头沟区经济持续增长,财力不断增强,公司资产规模持续扩大,收入规模持续增长。同时,联合资信也关注到公司自身盈利能力较弱,公司债务水平上升较快,公司其他应收款大幅增长,对公司资金形成一定占用等因素对其整体偿债能力带来的不利影响。

受益于中国城市化进程的加快,城市基础设施建设行业前景良好。北京市门头沟区整体经济实力和财政实力持续增强,公司可持续获得门头沟区政府的有力支持,进而支撑其良好的信用基本面。

综合分析,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA,评级展望为稳定,维持“14 京西鑫融债”信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内,北京市门头沟区经济实力稳步发展,为公司发展提供了良好外部环境。
2. 作为门头沟区基础设施建设重要主体,公司营业收入稳步增长,资产和净资产持续增加。
3. 跟踪期内,政府在资本金补助方面对公司支持力度较大。

关注

1. 跟踪期内,公司自身盈利能力较弱,利润对政府补贴依赖大。
2. 公司未来资本性支出大,存在一定的融资压力。
3. 跟踪期内,公司债务水平上升较快。公司其他应收款大幅增长,对公司资金形成一定占用。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于北京京西鑫融投资管理有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

北京京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2014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2014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2014年底,公司(合并)资产总额68.69亿元,所有者权益合计为37.25亿元(其中少数股东权益0.56亿元);2014年度,公司实现营业收入13.18亿元,利润总额1.54亿元。

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:彭鹏。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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

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

502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2. 政策环境

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

2014年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014年末，广义货币供应量M2余额同比增长12.2%；人民币贷款余额同比增长13.6%，比年初增加9.78万亿元，同比多增8900亿元；全年社会融资规模为16.46万亿元；12月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.77%，比年初下降0.42个百分点。

2015年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长7.0%左右，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口增长6%左右。2015年是全面深化改革的关键之年，稳增长为2015年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发

展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

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2014全年实现地区生产总值21330.8亿元，比上年增长7.3%。其中，第一产业增加值159亿元，下降0.1%；第二产业增加值4545.5亿元，增长6.9%；第三产业增加值16626.3亿元，增长7.5%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到99995元（按年平均汇率折合16278美元）。三次产业结构由上年的0.8:22.3:76.9变为0.7:21.4:77.9。

北京市全年完成全社会固定资产投资7562.3亿元，比上年增长7.5%。全年完成基础设施投资2018.1亿元，增长13.0%，主要投向交通运输和公共服务业，其中交通运输投资756.5亿元，所占比重为37.5%，公共服务业投资502.5亿元，所占比重为24.9%。全年完成房地产开发投资3911.3亿元，比上年增长12.3%。其中，住宅投资1962亿元，增长13.8%；写字楼投资750.2亿元，增长22.6%；商业、非公益用房及其他投资1199.1亿元，增长4.5%。

（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。2014年门头沟区GDP达到133.8

亿元，按不变价计算比上年增长 10%；产业结构进一步优化，三次产业增加值比重为 0.9:50.9:48.2，第三产业对经济增长的贡献率进一步提升。其中第二产业实现总产值 68.1 亿元，同比增长 9.8%，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 64.5 亿元，同比增长 7.1%。

2014 年，门头沟区公共财政预算收入完成 22 亿元，同比增长 6.3%。其中，实现增值税 2.9 亿元、营业税 7.1 亿元、企业所得税 1.9 亿元，增速分别为 4.8%、10.7%、-16%。非税收入完成 4.4 亿元，比上年增长 49.8%。全区区级政府性基金收入完成 180 亿元，同比增长 272.9%。

2014 年门头沟区公共财政预算支出为 68.9 亿元，同比下降 9.5%，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。

2014 年，门头沟区完成全社会固定资产投资 267.8 亿元，比上年增长 16.4%。保障性安居工程中的棚户区改造完成投资 44.6 亿元，同比增长 21.9%；基础设施投资全年完成 48.0 亿元，占全区投资的 17.92%；房地产开发投资全年完成 168.3 亿元，同比增长 75.3%，占全区投资的 62.85%。

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。2012~2014 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，2012~2014 年门头沟区可支配收入三年复合增长率为 69.45%，2014 年达到 261.10 亿元。其中，基金收入为门头沟区可支配收入的最主要来源，2014 年门头沟区基金收入占可支配收入的比重达 68.92%，其中土地出让金收入占 94.11%，为 169.35 亿元，较 2013 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，2014 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 8.44% 和 21.84%。

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 1 门头沟区 2012~2014 年地方可支配收入情况（单位：亿元）

编号	科目	2012 年	2013 年	2014 年	三年复合增长率
2=3+4	一般预算收入	19.07	20.71	22.03	7.48%
3	税收收入	17.20	18.20	18.06	2.47%
4	非税收入	1.87	2.52	3.97	45.70%
5=6+7	基金收入	14.62	48.26	179.95	250.83%
6	土地出让金	13.41	45.28	169.35	255.37%
7	其他	1.21	2.98	10.60	195.98%
8=9+10+11	上级补助收入	55.49	61.14	57.02	1.37%
9	返还性收入	15.20	16.19	17.27	6.59%
10	一般性转移支付	14.04	15.83	15.13	3.81%
11	专项转移支付	26.25	29.12	24.62	-3.15%
12=12	预算外财政专户资金	1.75	6.61	2.1	9.54%
13=2+5+8+12	地方可控财力	90.93	136.73	261.10	69.45%

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2014年底，门头沟区政府债务余额为156.40亿元，债务率为60.03%。总体看，门头沟区本级政府

债务负担较2013年有所下降，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。

表2 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（2014年度）	金额	地方债务（截至2014年底）	金额
（一）地方一般预算收入	22.03	（一）直接债务余额	156.40
1. 税收收入	18.06	1. 国债转贷资金	
2. 非税收入	3.97	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	57.02	3. 国内金融机构借款	156.40
1. 一般性转移支付收入	15.13	（1）由财政承担偿还责任的融资平台公司借款	156.40
2. 专项转移支付收入	24.62	4. 债券融资	0
3. 税收返还收入	17.27	（1）中央代发地方政府债券	
（三）国有土地使用权出让收入	179.38	5. 其他（村级及其他单位借款）	
1. 国有土地使用权出让金	169.35	（二）担保债务余额	0
2. 国有土地收益基金	9.94	1. 政府担保的国内金融机构借款	0
3. 农业土地开发资金	0.09	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	2.10	--	
地方综合财力=（一）+（二）+（三）+（四）	260.53	地方政府债务余额=（一）+（二）×50%	156.40
债务率=（地方政府债务余额÷地方综合财力）×100%	60.03%		

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1.2平方公里的工业区建设，目前园区有土地产权企业60家，有房屋产权企业88家，登记注册、异地经营企业8000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。

2014年，石龙经济开发区实现技工贸总收入273.86亿元，比上年同期增长0.48%；实现工业总产值98.59亿元，比上年同期增长0.12%；上缴税金39.15亿元，比上年同期增长2.59%；石龙经济开发区区财政留成11.75亿元，同比增长0.14%，上缴区财政收入留成占全区缴税性财政收入的65.16%。

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

20 世纪 90 年代末期以来,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,主要着眼于确立企业的投资主体地位,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等。2009 年,在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下,城市基础设施建设投资速度猛增,造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升,2010 年以来,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,国家相继出台了一系列清理及监管政策,严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预[2012]463 号,通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月,银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》(以下简称“《指导意见》”)要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路,以降旧控新为重点,以风险缓释为目标,继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底,国家发改委办公厅下发发改办财金【2013】2050 号文,支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用,创新点在于银行的引入,一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持;另一方面银行作为综合融资协调人,在债券存续期内通过动

态长效监控,强化包括贷债在内的整体债务风险管理,为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境,迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次,《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策,对国家鼓励的项目继续进行信贷支持,这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初,国务院发布“国发【2014】43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称“《43 号文》”)。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制:首先,明确了政府性债务举债主体,且规定融资平台公司不得新增政府债务,地方政府性债务采取政府债券形式;其次,地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理,地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务,不得用于经常性支出;再次,明确了偿债主体为地方政府,中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底,财政部发布《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,以下简称“《351 号文》”),《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括:①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求;②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务,其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况,正式明确其不能纳入政府性债务;③新增“凡债务率超过预警线的地区,必须做出书面说明”。综上,《43 号文》及《351 号文》的出台,对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日,国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地

方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》(国办发[2015]40号),为确保融资平台公司在建项目后续融资,化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015年以来,从财政部部长楼继伟2015年3月6日针对地方政府债务问题答记者问,到2015年上半年地方政府债券系列政策的推出,再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地,以及2015年5月份国家发改委积极推进项目收益债同时放松企业债券发行标准等政策的出台,融资平台公司整体违约概率较2014年43号文出台时的预期违约概率有所降低,融资平台公司债务短期周转能力有望增强,流动性风险将得以缓释。

整体看,通过多次分类整合,不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范,在政策不断细化的大背景下,政府投融资平台逐步出现两极分化,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。同时,监管机构对于债券管理也逐步重视,未来从发债审批到后督管理的全程监控,将成为新趋势。

(2) 建筑行业

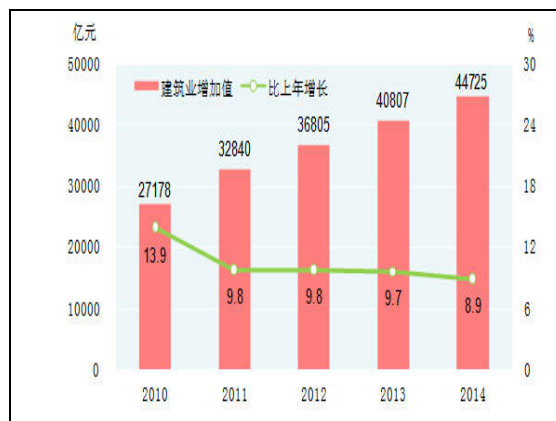
建筑行业定位于我国第二大产业范畴,在国民经济中处于举足轻重的地位。改革开放三十年来,国民经济呈现持续快速发展,全社会固定资产投资逐年增加,在此大背景下建筑业得到了迅猛发展,产业地位不断加强,对整体经济的贡献度大幅提高。

2011年以来,由于受欧债危机、国内通货膨胀、房地产调控基调从紧等因素影响,全国固定资产投资增速有所放缓。2012年全社会固定资产投资374676亿元,比上年增长20.3%,增速较2011年下降3.3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%,增速较2012年下降1个百分点;2014年全社会固定资产投资增速放缓。全年全社会固定资产投资512761亿元,比上年增长

15.3%,增速较2013年下降4个百分点。

建筑行业与固定资产投资密切相关,在固定资产投资增速放缓的背景下,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的投资支持下,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%;2014年全年全社会建筑业增加值44725亿元,比上年增长8.9%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润6913亿元,增长13.7%,其中国有及国有控股企业1639亿元,增长11.7%。

图1 2010~2014年中国建筑业增加值



资料来源：国家统计局

中国当前正处于建设高峰期,由于建筑市场发育上不完善,体制和机制尚未完全理顺,大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争,导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治,但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立,导致整个建筑市场在此种竞争环境下,毛利率空

间受到挤压。此外，建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

从建筑行业特点看，存在以下风险：一、行业准入门槛较低，市场竞争激烈。我国建筑行业准入门槛较低，市场竞争激烈，大量的无资质建筑行业企业通过挂靠有资质企业、低资质企业挂靠高资质企业游走在建筑行业的灰色地带。为争夺项目，这些企业在价格上恶性竞争，导致行业竞争无序化，行业产值利润下降。二、原材料价格波动对成本影响较大。建筑行业对水泥、钢材等原材料消耗量较大，因此原材料的价格波动对建筑企业经营和成本控制产生了重大影响。近年来国内水泥、钢材等建筑原材料需求较为旺盛，但受原材料价格下降和产能增长过快等因素的影响，国内水泥、钢材价格变动较为频繁。三、流动资金压力大。建筑行业具有高负债运营的特点。其主要原因如下：一方面，因工程业主的资金紧张，造成了工程欠款的增加，同时，BT和BOT等资本运营项目的增多不断加大建筑企业的资金压力，从而导致建筑企业资产负债率普遍偏高；另一方面，建筑行业竞争激烈，建筑企业相对于业主的议价能力相对较弱，其利润空间被压缩；此外，近几年建筑原材料的持续上涨，建筑公司的成本转嫁能力不强，导致其利润率的降低。总体而言，建筑企业的利润率偏低和工程项目对资金的需求加大导致了其较大的对外融资需求，较高的资产负债率也导致建筑企业内部流动性压力。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

从短期看，宏观经济增速放缓，建筑行业与宏观经济的相关性高，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，应保持对建筑行业的谨慎态度；但从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企

业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

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。截至2014年底，公司注册资本4.70亿元。

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（以下简称“石龙公司”）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发展持续，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

跟踪期内，公司高管人员除法人代表和总经理变更为彭鹏外，其余均未变化。

彭鹏先生，1972年生。博士学历，中共党员。历任中国大地财产保险股份有限公司宁波分公司总经理助理、中国再保险（集团）股份

有限公司战略发展部副总经理、中国人民健康保险股份有限公司市场部副总经理、北京市门头沟区政府区长助理兼产业发展办公室主任，目前任公司法定代表人兼总经理。

截至 2014 年底，公司本部员工 19 人，其中总经理 1 人，副总经理 1 人。

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。2014 年，公司收到门头沟区财政局拨付的 1.20 亿元的运营补贴，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；公司收到门头沟区发改委的 5 亿元资本金补助，用于支持门头沟区采空棚户区市政配套二期工程，暂时挂在“其他应付款”科目。

六、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、组织架构和管理制度等方面无重大变化。

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

2014 年，公司营业收入 13.18 亿元，较 2013 年增长 18.77%，主要系建筑施工行业收入增长所致。从收入构成看，跟踪期内，公司营业收入仍然主要来自建筑施工行业，占比达到 97.12%，建筑施工行业的收入主要来自子公司北京京西建设集团有限责任公司（以下简称“京西建设”）的工程施工收入。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，2014 年该板块收入为 0.04 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，2014 年公司其他业务收入 0.34 亿元，占公司营业收入的 2.58%。

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，2014 年该部分毛利率为 86.74%。建筑施工业务受行业特点影响，整体毛利率水平较低，2014 年公司该部分毛利率为 9.06%，较 2013 年略有增加。2014 年，公司其他业务毛利率为 66.03%。公司整体毛利率为 10.75%，较 2013 年有所下降，主要系毛利率较低的建筑施工行业的收入占营业收入的比重上升所致。

表 3 2012~2014 年公司营业收入变动情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 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	0.16	0.03	81.91	0.50	0.16	68.17	0.04	0.01	86.74
建筑施工行业	10.48	9.64	8.05	10.28	9.46	8.04	12.80	11.64	9.06
其他	0.20	0.11	43.61	0.31	0.09	69.85	0.34	0.11	66.03
合计	10.84	9.78	9.78	11.09	9.71	12.47	13.18	11.76	10.75

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主要来源于政府回购、财政补贴以及政府配套收入等方式。

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2014年底，公司本部无重大在建项目。

3. 建筑施工

建筑施工业务主要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为主。

2014年工程施工实现收入12.80亿元，受建筑行业特点影响，该业务毛利率较低，为9.06%。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、门头沟区人民法院审判业务楼、门头沟区人民检察院办公业务楼、门头沟区精雕科技主生产车间等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2014年底，公司主要在建项目有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，门头沟区黑山地区居住、托幼用地（配建公共租赁住房）项目三标段和1#住宅楼等11项（大兴区瀛海镇镇区改造B地块开发项目）等。具体见下表。

表4 截至2014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
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
门头沟区黑山地区居住、托幼用地（配建公共租赁住房）项目三标段	北京昊泰房地产开发有限公司	1.41	811
1#住宅楼等11项（大兴区瀛海镇镇区改造B地块开发项目）	北京兴海创业投资管理有限公司	1.18	527
合计		6.23	--

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。但受经济低迷和房地产市场影响，公司 2014 年新签合同额 7.07 亿元，较上年减少 44.20%。

整体看，受新签合同额度下降影响，未来该部分业务收入增长将受到限制。

4. 产业园孵化器建设及运营

2011 年公司新增产业园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。

截至 2014 年 12 月底，产业孵化中心销售金额 1.5 亿，确认租金收入 0.04 亿。2014 年，石龙公司新完工项目为产业孵化中心二期 A 区，总投资额 4.5 亿元，施工面积为 88641 平方米，可售面积为 80304.53 平方米，已经累计销售 16938.33 平方米；在建项目为产业孵化中心二期 B 区，拟建项目为产业孵化中心二期 C 区。截至 2014 年底，公司主要在建项目为产业孵化中心二期 B 区，建设规模为 5.5 万平方米，计划投资 2.5 亿，已完成投资 1.14 亿。公司未来三年主要投资项目为产业孵化中心二期 C 区，项目投资总额合计为 3.75 亿。2014 年，公司无新增土地资产。

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 C 区，项目投资总额 32.21 亿元，截至 2014 年底已完成投资额 9.42 亿元，未来尚需约 22.79 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 5 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 2014 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	4.02	2012-2014
产业孵化中心二期	10.75	5.40	2012-2016
合计	32.21	9.42	--

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2013~2014 年财务报表经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的审计结论。2014 年公司合并范围内二级子公司较 2013 年相比无变化，财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司资产总额 68.69 亿元，所有者权益 37.25 亿元（其中少数股东权益 0.56 亿元）；2014 年实现营业收入 13.18 亿元，利润总额 1.54 亿元。

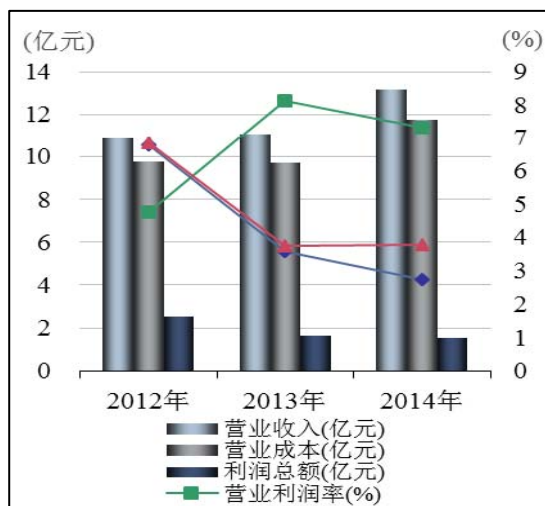
1. 盈利能力

2014年，公司实现营业收入13.18亿元，同比增长18.77%，主要系建筑施工行业收入增长所致。2014年，公司主营业务收入主要来自建筑施工行业收入、孵化中心运营收入和物业及租赁收入，分别占比97.14%、0.29%和2.54%。

2014年，公司期间费用0.40亿元，同比下降28.57%，占营业收入比重由2013年的5.06%下降至3.02%。2014年公司收到营业外收入1.21亿元，主要为政府补助资金，基本与2013年持平；当期公司实现利润总额1.54亿元，同比小幅下降5.14%，整体看，公司利润总额受政府补助影响较大。

从盈利指标看，2014年，受利息费用支出及净资产增加影响，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.73%和3.80%，总资本收益率较2013年的3.58%有所下降，主要系公司资产增长所致，净资产收益率较2013年3.74%变化不大。

图2 2012~2014年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告。

综合来看，跟踪期内，公司营业收入有所增长，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，以政府补贴为主的营业外收入对公司利润形成良好补充。公司利润总额较上年小幅减少，随着公司发行公司债后长期债务的增加，跟踪期内，公司总资本收益率有所下降。未来随门头沟区政

府对公司代建工程回购的增加，公司营业收入有望增长。

2. 现金流及保障

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。2014年公司经营活动现金流入22.85亿元，较2013年略有增长，其中销售商品、提供劳务收到的现金为13.56亿元（主要包含孵化中心二期预售收入、建筑施工收入和租金收入），收到其他与经营活动有关的现金为9.29亿元，主要包含实际收到的政府补助和与其他企业和政府的往来款。2014年公司现金收入比为102.93%，较2013年114.58%有所下降，但收入实现质量仍然较高。2014年公司经营活动现金流出26.00亿元，较2013年有所增长，主要系支付其他与经营活动有关的现金增长所致，其中购买商品、接受劳务支付的现金12.69亿元（主要包含孵化中心二期开发成本和建筑施工成本），支付其他与经营活动有关的现金12.22亿元（主要为公司和其他企业及政府之间的往来款）。2014年公司经营活动净现金流为-3.15亿元。

投资活动方面，公司对外投资规模较小，2014年公司投资支付的现金0.27亿元。2014年公司投资活动现金进本无流入，投资活动现金流净额为-0.27亿元。

筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入13.03亿元，较2013年大幅增长，主要系公司2014年发行公司债所致，公司筹资活动现金流出0.34亿元，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，公司筹资活动现金流净额为12.69亿元，延续筹资活动现金流入状况。

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入较大，较2013年稳步增长，同期公司投资活动规模较小，筹资活动现金流入较大，主要为发行债券收到的资金和银行借款，考虑到公司

未来仍有一定的投资规模，将存在一定的资金需求。

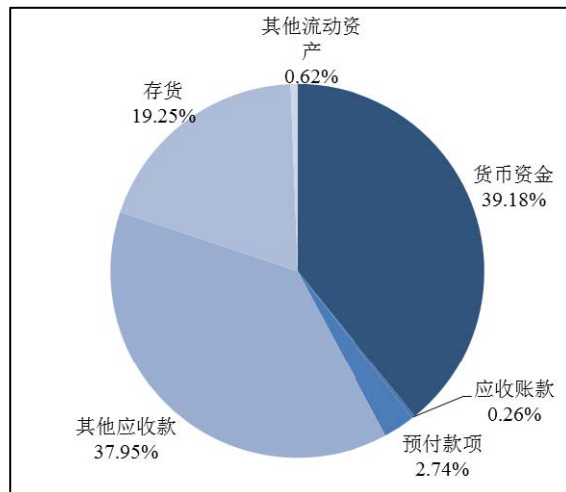
3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额为 68.69 亿元，同比增长 44.55%，其中流动资产占比 62.16%，非流动资产占 37.84%，资产结构由 2013 年的非流动资产为主变为流动资产为主。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产 42.70 亿元，同比增长 98.32%，其中，占比较大的科目主要为货币资金、预付款项、其他应收款和存货、其他应收款和存货，分别占流动资产的 39.18%、2.74%、37.95%和 19.24%。

图 3 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报。

截至 2014 年底，公司货币资金 16.73 亿元，同比增长 235.41%，主要系公司发行企业债使得银行存款相应增加所致。公司货币资金以银行存款为主，受限资金（全为银行定期存款）占比较少。

截至 2014 年底，公司预付款项 1.17 亿元，同比增加 741.29%，主要系本期预付给门头沟区人民政府国有资产监督管理委员会购买 S1 线 01-11 地铁及曹各庄安置房项目配套商业及地下商业车库的款项合计 1.00 亿元。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 16.47 亿元，较 2013 年底增长 131.24%，主要系公司

与北京门头沟区财政局的往来款增加所致。其中，公司应收北京门头沟区财政局的往来款 13.80 亿元，整体账款较为集中，但由于应收款主要集中在政府，因而整体回收风险较小。从账龄结构看，期末余额前五名中，1 年以内的占 60.79%，1~2 年的占 16.27%，2~3 年的占 14.26%，整体账龄较长。公司计提坏账准备 0.26 亿元。

表 6 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	137978.61	83.78	往来款
中国电建地产集团有限公司	6960.13	4.23	往来款
北京晟晖投资管理有限公司	3874.13	2.35	往来款
门头沟区永定镇冯村经济合作社	2516.00	1.53	往来款
北京住总第四开发建设有限公司	1600.00	0.97	往来款
合 计	152928.86	92.86	

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司存货 8.22 亿元，较 2013 年底增长 23.73%，主要系开发成本中的孵化中心二期工程进展较大所致。公司存货主要由开发产品（占比 4.98%）、开发成本（占比 69.05%）和工程施工（占比 25.59%）构成。开发产品为石龙公司孵化中心一期，开发成本主要为石龙公司孵化中心二期、三期和五期，工程施工主要为京西建设的未结算工程款。2014 年，公司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

截至 2014 年底，公司非流动资产 26.00 亿元，较上年基本没有变化。其中占比较大科目主要为固定资产和其他非流动资产，分别占比 2.01%和 95.06%。

截至 2014 年底，公司固定资产为 0.56 亿

元，较 2013 年底下降 7.03%，公司固定资产主要由房屋建筑物、运输工具和电子设备构成，分别占比 75.39%、7.51%和 13.08%。

截至 2014 年底，公司在建工程为 122.04 万元，较 2013 年大幅下降，主要系公司本期将代建并已完工的市政基础设施项目转入其他非流动资产核算所致。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产 24.71 亿元，较 2013 年大幅增长，主要系公司本期将代建并已完工的市政基础设施项目转入其他非流动资产核算所致。

总体看，2014 年，公司资产规模增加较大，公司资产中流动资产占比较大，资产结构由 2013 年的非流动资产为主变为流动资产为主，且流动资产中其他应收款占比较大，对资金形成一定占用，存货中开发成本和工程施工占比较高，存货流动性尚可，占比不大，流动资产整体流动性尚可；非流动资产中其他非流动资产占比较高，其他非流动资产中全为代建并已完工的市政基础设施项目，公司整体资产质量一般、流动性一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益 37.25 亿元，同比增长 3.55%，主要系未分配利润增长所致，公司所有者权益中归属于母公司权益为 36.69 亿元，其中资本公积 25.83 亿元、实收资本 4.70 亿元、未分配利润 5.61 亿元，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。

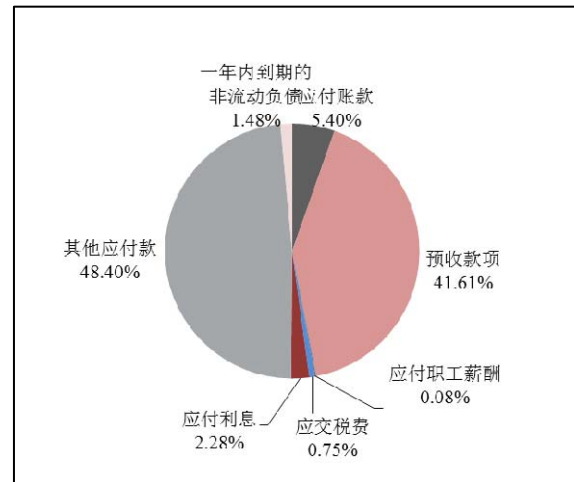
负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 31.45 亿元，同比增长 172.24%，主要系预收款项、其他应付款、长期借款及应付债券增加所致。从债务结构看，公司流动负债占比 53.74%，非流动负债占比 46.26%，公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 16.90 亿元，同比增长 77.41%，主要系预收款项和其他应付款增长所致，流动负债主要由应付账款（占比 5.40%）、预收款项（占比 41.61%）和其

他应付款（占比 48.40%）构成。

图 4 2014 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司应付账款 0.91 亿元，同比下降 16.79%，主要为应付北京立水桥聚元建材市场有限公司、北京门头沟区土地局、北京骏城胡星建筑工程有限公司及正镶白旗日新煤栈的款项，公司应付账款前五名合计占比 18.28%，集中度较低。

截至 2014 年底，公司预收款项为 7.03 亿元，同比增长 246.99%，主要系公司 2014 年收到孵化中心二期建设项目预收款所致。

截至 2014 年底，公司其他应付款为 8.18 亿元，同比增长 32.54%，主要系公司与门头沟区财政局的往来款增加所致。

表 7 公司其他应付款概况（单位：万元）

往来单位	金额	占比（%）
门头沟区财政局	50000.00	61.14
黑龙江省建工集团有限责任公司	2823.86	3.45
北京市门头沟区人民政府国有资产监督管理委员会	1236.12	1.51
北京市门头沟区龙泉镇大峪村村民委员会	1000.00	1.22
北京市门头沟区石龙经济开发区管委会	850.00	1.04
合 计	55910.00	68.36

资料来源：公司审计报告

截至 2014 年底，公司非流动负债为 14.55 亿元，同比增长 618.10%，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致，非流动负债主要由长期借款（占比 29.87%）和应付债券（占比 68.74%）构成。

截至 2014 年底，公司长期借款 4.35 亿元，同比增加 141.39%，主要系公司担保借款大幅增加所致，其中石龙公司从北京银行和建设银行处获得抵押贷款 0.61 亿元，京西鸿远公司从中国农业银行处获得担保贷款 3.74 亿元。

截至 2014 年底，公司应付债券 10.00 亿元，较 2013 年底增长 10.00 亿元，主要系 2014 年公司发行了总额为 10 亿元的公司债券。

从债务规模看，截至 2014 年底，公司短期债务 0.25 亿元，长期债务 14.35 亿元，全部债务较 2013 年 1.80 亿元大幅上升，主要系 2014 年公司发行了 10 亿元的公司债所致。

从债务负担看，截至 2014 年底，由于长期借款和应付债券大幅增长，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 2013 年底大幅增长，分别为 27.80%、28.15% 和 45.78%。

整体看，公司债务以长期债务为主，2014 年债务水平和债务负担均大幅增长，但仍然处于适宜水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2014 年公司流动比率为 252.66%，速动比率为 204.03%；公司短期有息债务为 0.25 亿元，虽然公司经营现金流动负债比率为-18.65%，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。

从长期偿债指标看，2014 年公司 EBITDA 为 1.61 亿元，较 2013 年略有下降；全部债务/EBITDA 为 9.05 倍，较 2013 年大幅增加。公司长期偿债能力尚可。

总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2014 年底，公司无对外担保。

截至 2014 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。

5. 债券偿还分析

（1）债券概况

公司于 2014 年 7 月 7 日发行 10 亿元公司债券，债券简称“14 京西鑫融债”，“14 京西鑫融债”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。公司于 2015 年 5 月 30 日发布付息公告。

（2）债券投资项目进展情况

“14 京西鑫融债”募集资金 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。目前门头沟区采空棚户区改造市政配套工程二期项目目前正在建设，该项目已完成工程量 60%，预计 16 年年底完工，公司本部已经拨出 4 亿元募集资金进行建设。

（3）偿债保证能力分析

2014 年，公司经营活动现金流入量为 22.85 亿元，为“14 京西鑫融债”偿还本金的 2.29 倍；经营活动产生的现金流量净额-3.15 亿元，为“14 京西鑫融债”偿还本金的-0.32 倍；公司 EBITDA 为 1.61 亿元，为“14 京西鑫融债”偿还本金的 0.16 倍，公司 EBITDA 对债券的保障能力较弱，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。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1011010902136610N），截至 2015 年 8 月 12 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 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。

十、偿债保障措施

1. 偿债资金来源

“14京西鑫融债”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“14京西鑫融债”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“14京西鑫融债”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“14京西鑫融债”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，“14京西鑫融债”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。

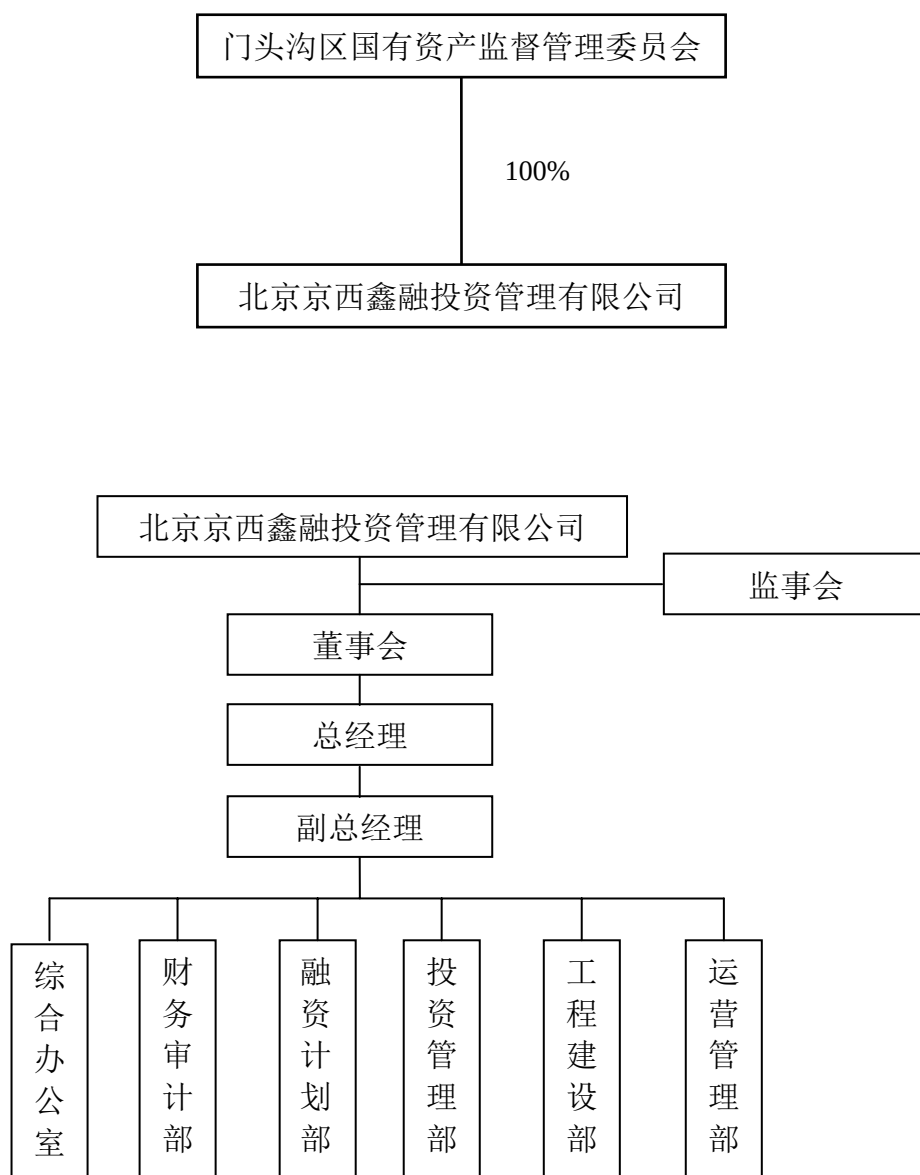
中国邮储门头沟支行应根据“14京西鑫融债”实际发行额度和利率计算债券本息，并在每年本息兑付日前十五个工作日书面通知公司划款金额，核对公司是否将每年应计提的偿债资金及时足额划拨至协议第二条所述账户。如果中国邮储门头沟支行发现公司未按中国邮储门头沟支行通知的偿债资金计提金额或者《募集说明书》的约定时间将偿债资金划拨至偿债资金专户，中国邮储门头沟支行应及时通知本期债券的主承销商，在公开媒体（包括但不限于中国证券报和中央国债登记公司网站）发布公司违约公告，并向公司发出书面通知并要求其在五个工作日内补足。

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“14京西鑫融债”的保护以及相关资金监管安排等因素，“14京西鑫融债”到期不能偿还的风险较低。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体AA的信用等级，评级展望为稳定，并维持“14京西鑫融债”的AA信用等级。

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	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.99	7.45	16.73
资产总额(亿元)	40.07	47.52	68.69
所有者权益(亿元)	32.78	35.97	37.25
短期债务(亿元)	0.09	0.00	0.25
长期债务(亿元)	0.40	1.80	14.35
全部债务(亿元)	0.49	1.80	14.60
营业收入(亿元)	10.84	11.09	13.18
利润总额(亿元)	2.53	1.62	1.54
EBITDA(亿元)	2.57	1.71	1.61
经营性净现金流(亿元)	4.30	-0.64	-3.15
财务指标			
销售债权周转次数(次)	76.30	41.56	65.56
存货周转次数(次)	3.89	1.85	1.58
总资产周转次数(次)	0.30	0.25	0.23
现金收入比(%)	85.90	114.58	102.93
营业利润率(%)	4.76	8.14	7.33
总资本收益率(%)	7.05	3.66	2.73
净资产收益率(%)	6.86	3.74	3.80
长期债务资本化比率(%)	1.21	4.77	27.80
全部债务资本化比率(%)	1.47	4.77	28.15
资产负债率(%)	18.21	24.31	45.78
流动比率(%)	209.31	226.02	252.66
速动比率(%)	151.50	156.30	204.03
经营现金流动负债比(%)	64.54	-6.70	-18.65
全部债务/EBITDA(倍)	0.19	1.05	9.05

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 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注： 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期（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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。