跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1787 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持北京首都开发控股（集团）有限公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“15首开CP001”A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

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

北京首都开发控股（集团）有限公司
短期融资券跟踪评级报告

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
15 首开 CP001	7 亿元	2015/09/16-2016/09/16	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 28 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	209.66	197.15	283.08	282.53
资产总额(亿元)	1105.99	1172.70	1608.30	1699.50
所有者权益(亿元)	177.42	192.53	281.33	327.68
短期债务(亿元)	150.19	246.90	216.38	248.84
全部债务(亿元)	471.27	502.82	689.34	715.89
营业收入(亿元)	191.38	234.24	281.10	48.28
利润总额(亿元)	29.74	39.07	48.64	10.08
EBITDA(亿元)	39.61	50.70	58.75	--
经营性净现金流(亿元)	-84.08	16.78	-100.11	27.80
营业利润率(%)	21.53	23.61	26.02	30.71
净资产收益率(%)	12.89	14.88	11.61	--
资产负债率(%)	83.96	83.58	82.51	80.72
全部债务资本化比率(%)	72.65	72.31	71.02	68.60
流动比率(%)	166.00	146.39	174.18	173.23
全部债务/EBITDA(倍)	11.90	9.92	11.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.16	1.27	1.33	--
经营现金流动负债比(%)	-13.98	2.34	-11.84	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

姜 帆　韩家麒

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

北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）作为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）下属从事房地产开发的大型国有企业，商品房开发及保障房建设经验丰富，在经营规模、盈利能力、项目储备等方面具备显著优势。跟踪期内，公司经营状况良好，资产及少数股东权益快速增长，盈利能力保持较高水平。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，跟踪期内，房地产业务受宏观调控和经济周期波动影响较大，公司经营性净现金流波动大、债务负担偏重等因素对其经营和发展可能带来的不利影响。

公司现有项目储备较为充足，为其业务规模的扩张提供有效支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持北京首都开发控股（集团）有限公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15首开CP001”A-1的信用等级。

优势

1. 公司作为北京市国资委下属的大型房地产开发企业及北京市保障房建设骨干企业，项目经验丰富，经营规模较大，综合竞争能力强。
2. 跟踪期内，公司资产及权益规模持续扩张，盈利能力保持较高水平。
3. 公司项目储备充足，为业务持续发展提供保障。
4. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“15 首开 CP001”的保障程度好。

关注

1. 公司房地产开发项目主要分布在北京及二、三线等重点城市，房地产政策变动对公司业

务影响较大。

2. 公司资产中存货规模较大，以商品住宅开发产品及开发成本为主，变现能力受施工进度及销售进度影响具有不确定性，存货周转压力大，影响公司资产流动性。
3. 跟踪期内，公司在建项目体量大、投资规模大，存在较强的融资需求；公司债务规模持续增长，债务负担加重。
4. 跟踪期内，公司加大合作开发模式比重，关联方往来款规模快速上升。
5. 跟踪期内，公司其他应收款规模大，对外担保规模较大。
6. 公司 2015 年度财务报告的审计结论为带强调事项的无保留意见。

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）与北京首都开发控股（集团）有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京首都开发控股（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，未因北京首都开发控股（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首都开发控股（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、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 首开 CP001”到期之日有效；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首都开发控股（集团）有限公司主体长期信用及存续期内“15 首开 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”或“公司”）系根据2005年11月1日“北京市人民政府办文第21506号”文件的批示，由北京城市开发集团有限责任公司、北京天鸿集团公司合并组建成立的国有独资公司，初始注册资本为100000万元。2009年，根据北京市国资委“京国资[2009]70号文件”，北京市国资委将公司划转注入北京国有资本经营管理中心（以下简称“北京国资中心”）。根据2012年12月和2013年10月北京市国资委下达的《关于拨付2012年国有资本经营预算资金的通知》、《关于拨付2013年国有资本经营预算资金的通知》，北京市财政局分别拨付18000万元和15000万元，用于增加公司国家资本金。截至2016年3月底，公司注册资本133000万元，北京市国资委通过北京国资中心持有公司全部股权，为公司实际控制人。

公司经营范围包括：许可经营项目：以下项目限分支机构经营：住宿、餐饮。一般经营项目：法律、行政法规、国务院决定禁止的，不得经营；法律、行政法规、国务院决定规定应经许可的，经审批机关批准并经工商行政管理机关登记注册后方可经营；法律、行政法规、国务院决定未规定许可的，自主选择经营项目开展经营活动。

公司目前经营业务主要涉及房地产开发、物业经营及管理、土地开发等领域。公司本部内设综合办公室、战略投资部、人力资源部、资产管理部、财务部、法务审计部、国际合作部等7个职能部门，跟踪期内未发生变化。

截至2015年底，公司合并范围包括全资及控股二级子公司17家，其中，公司二级子公司北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”）系A股上市公司，截至2016年3月底公司对其持股比例为45.93%。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 1608.30 亿元，所有者权益 281.33 亿元（含少数股东权益 150.60 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 281.10 亿元，利润总额 48.64 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 1699.50 亿元，所有者权益 327.68 亿元（含少数股东权益 191.27 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 48.28 亿元，利润总额 10.08 亿元。

公司注册地址：北京市西城区三里河三区52号楼；法定代表人为潘利群。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，国内就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速

换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为GDP增速回落的主要原因。2015年，中国固定资产投资（不含农户）55.2万亿元，同比名义增长10.0%（扣除价格因素实际增长12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015年，中国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3个百分点；消费与人均收入情况大致相同，居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015年，中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点。贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

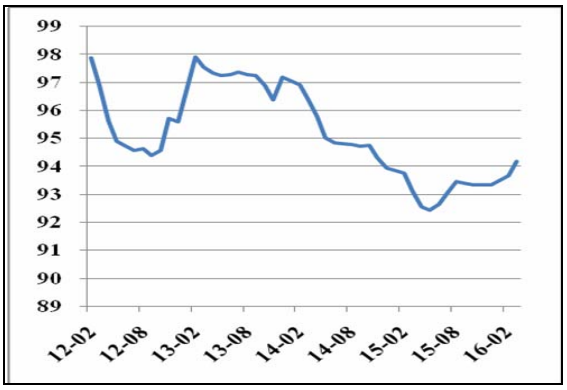
公司主要从事房地产开发业务，受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。公司业务主要位于北京市内，受北京市经济状况影响较大。

1. 行业分析

（1）房地产开发行业

进入2015年，在延续上年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

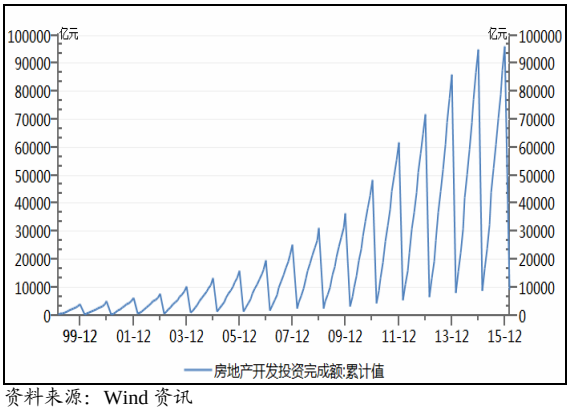
图 1　2012 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

房地产投资：2015年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资9.60万亿元，同比增长1.0%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长0.4%。

图 2　房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房屋开工/竣工面积：2015年，全国房屋新开工面积15.4亿平方米，同比下降14.0%，其中住宅新开工面积10.7亿平方米，同比下降14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。2015年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为12.85亿平方米，同比增长6.5%，销售额为8.73万亿元，同比增长14.4%。

2016年1～5月，全国房地产开发投资34564亿元，同比增长7.0%，其中住宅投资23118亿元，占房地产开发投资总额的66.88%。房地产开发企业房屋施工面积65.13亿平方米，同比增长5.60%，其中住宅施工面积44.64亿平方米；房屋新开工面积5.95亿平方米，同比增长18.30%；竣工面积3.20亿平方米，同比增长20.40%。销售方面，2016年1～5年，全国商品房销售额36775亿元，同比增长50.70%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

（2）房地产供求与信贷环境

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。2014年11月，《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为22811万平方米，同比下降31.70%，降幅扩大；土地成交价款为7622亿元，同比下降23.9%。分季度看，随着销售好转，2～4季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.6万亿元，较上年增加8434亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至2015年末，全国保障性住房开

发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）；全年新增6761.3亿元，占同期房产开发贷款增量的92.7%，较上年提高37.7个百分点。

（3）政策环境

2015年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015年2月5日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015年3月1日起，央行年内首次降息0.25个百分点。2015年3月30日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为40%，首套房公积金贷款首付降为20%，二套房公积金贷款首付降为30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由5年调整为2年以上。2015年4月20日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015年5月11日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了5.65%，住房公积金贷款利率调整到3.75%。2015年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015年10月29日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2月2日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。2月19日，财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

（4）行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年底，全国商品房待售面积71853万平方米，比11月末增加2217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控

制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（5）行业发展

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期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。

2. 区域经济概况

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。

根据《北京市 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，北京市全年实现地区生产总值 22968.6 亿元，比上年增长 6.9%。其中，第一产业增加值 140.2 亿元，下降 9.6%；第二产业增加值 4526.4 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 18302 亿元，增长 8.1%。“十二五”时期，北京市地区生产总值年均增长 7.5%，低于“十一五”时期平均增速 3.9 个百分点，其中第一产业年均下降 0.6%，第二产业和第三产业年均分别增长 6.5%和 8.0%。

房地产开发方面，2015 年，北京市完成房地产开发投资 4226.3 亿元，比上年增长 8.1%。其中，住宅投资 1962.7 亿元，与上年持平；写字楼投资 906.6 亿元，增长 20.8%；商业、非公益用房及其他投资 1357 亿元，增长 13.2%。

同期，北京市全市居民人均消费支出达到 33803 元，比上年增长 8.7%；恩格尔系数为 22.4%，比上年下降 1.6 个百分点。城镇居民人均消费支出达到 36642 元，比上年增长 8.7%；恩格尔系数为 22.1%，比上年下降 1.7 个百分点。农村居民人均消费支出达到 15811 元，比上年增长 8.8%；恩格尔系数为 27.7%，比上年下降 0.2 个百分点。

伴随着北京市经济稳步发展，其财政实力进一步增强。2015 年，北京市完成一般公共预算收入 4723.9 亿元，比上年同口径增长 12.3%。其中，增值税 716.1 亿元，增长 10.7%;营业税

1186.1 亿元，增长 11.0%；企业所得税和个人所得税分别为 1024.7 亿元和 478.1 亿元，分别增长 11.9%和 24.7%。一般公共预算支出 5751.4 亿元，增长 27.1%。其中，用于城乡社区、节能环保、交通运输、社会保障和就业的支出分别增长 77.9%、42.1%、37.8%和 37.6%。稳健的财政收入为城市建设奠定了良好的经济基础。

从北京市优良且日趋增长的财政收入水平以及相对发达的经济发展水平上看，北京市强劲的经济实力对于自身城市建设起到了有力的支撑，也为企业的业务发展创造了广阔的发展空间，并对保障性住房和房地产开发项目建设提供了有力保障。

五、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司注册资本及产权结构未发生变化。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 13.30 亿元，北京市国资委通过北京国资中心持有公司全部股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是北京市最早从事房地产开发的大型国有企业，是中国最早成立的房地产企业之一。经过近三十年的发展，公司形成了围绕房地产开发这一主业，同时涉及土地整理、物业经营、物业管理等协同发展的业务布局，具有很强的综合开发能力。

房地产开发为公司最主要的业务，公司房地产开发产品主要以住房类产品为核心，涵盖了保障房、普通住宅、中档住宅、高档住宅等低中高端商品住宅产品以及商业地产开发领域。其中，公司以中档住宅和普通住宅作为规模型基础业务，以高档住宅（包括居住类旅游地产）开发为利润型核心业务，以商业地产开发（包括旅游度假类物业）为拓展型新兴业务。多业态的分布格局有利于提高公司整体抗风险能力。同时，公司作为北京市保障性住房建设的骨干企业，多年来参与了大量的经济适用房、限价房等保障性住房项目，为拉动区域经济增长，提高居民居住水平发挥了重要作用。

除房地产开发业务外，公司业务范围还涉及土地开发、物业经营和管理等房地产相关产业链条。

六、管理分析

跟踪期内公司管理制度方面及高级管理人员未发生重大变化。

七、重大事项

公司下属上市子公司首开股份于 2016 年 6 月 28 日向特定对象非公开发行 3.38 亿股份，发行价格为 11.85 元/股，扣除发行相关费用，募集资金净额为 39.48 亿元。具体配售情况为：向公司配售股份 0.34 亿股，配售金额为 4.00 亿元；向国寿安保基金管理有限公司配售股份 0.51 亿股，配售金额为 6.00 亿元；向申万宏源证券有限公司配售股份 0.68 亿股，配售金额为 8.00 亿元；向建信基金管理有限责任公司配售股份 0.68 亿股，配售金额为 8.00 亿元；向安邦资产管理有限责任公司配售股份 1.18 亿股，配售金额为 14.00 亿元。本次发行完成后，首开股份的股份总数由 22.42 亿股增加至 25.80 亿股。

八、经营分析

1. 经营概况

公司主要经营业务为房地产（包括商品房及保障性住房）开发及销售，同时，围绕房产销售这一主业，公司业务涉及土地开发与转让、物业经营及管理等。

2015 年，在房地产销售规模快速增长的带动下，公司实现主营业务收入 278.39 亿元，较 2014 年增长 20.22%。其中，房产销售业务为公司收入的最主要来源，2015 年公司房产销售

业务收入占公司主营业务收入比重达 95.78%；公司围绕房地产销售小规模运作物业经营管理及土地开发与转让业务。2015 年房产销售实现收入 266.64 亿元，较上年增长 21.27%；物业经营及管理业务实现收入 8.51 亿元，较上年下降 8.89%；2015 年未进行土地开发与转让业务。

从毛利率看，2015 年，房产销售业务板块毛利率为 37.95%，较上年略有提升，主要系由于京内结转项目有所增加，带动整体毛利率升高；公司物业经营及管理业务毛利率为 34.98%，较为稳定。跟踪期内，在房产销售业务毛利率升高的带动下，公司综合毛利率由 34.06%上升至 37.80%，处于行业较高水平。

表 1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发与转让	5.74	96.88	0.96	4.17	0.00	--
房产销售	173.51	31.43	219.86	34.58	266.64	37.95
物业经营及管理	9.45	37.68	9.34	33.94	8.51	34.98
其他	0.68	-11.18	1.40	-27.14	3.25	1.08
合计	**189.38**	**33.57**	**231.56**	**34.06**	**278.39**	**37.80**

资料来源：公司提供

2. 房地产开发

房地产开发为公司最主要的业务，包括商品房开发和保障性住房建设两部分。其中，商品房开发业务主要来源于首开股份；保障房建设业务来源于首开股份、北京宝晟住房股份有限公司（以下简称“首开宝晟”）和北京首开中晟置业有限责任公司（以下简称“首开中晟”）。

2015 年，公司房地产新开工面积 257.48 万平方米，较 2014 年的 312.00 万平方米有所下降；竣工面积、签约面积分别为 289.48 万平方米和 209.31 万平方米，与 2014 年相比均有所上升。在商品房签约面积和销售均价上涨的带动下，2015 年公司签约金额为 325 亿元，同比增长 52.51%。

表 2　公司房地产开发主要指标（单位：万平方米、亿元）

指标	2013 年		2014 年		2015 年	
	商品房	保障性住房	商品房	保障性住房	商品房	保障性住房
新开工面积	171.1	55.2	265.8	46.2	197.10	60.38
竣工面积	188.6	41.8	183.4	17.4	247.41	42.07
签约面积	136.3	41.9	132.1	25.3	169.93	39.38
签约金额	178.6	43.6	194.5	18.6	311.00	14.00

资料来源：公司提供

商品房开发

公司商品房开发产品以中档住宅和普通住宅为主，以高档住宅（包括居住类旅游地产）开发作为利润型业务，以商业地产开发（包括旅游度假类地产）作为拓展型新兴业务。同时，公司根据商品房产品类别实行差异化的盈利模式，对于高档住宅开发项目和商业地产开发项目，公司采取以“高溢价”为主导的盈利模式；对于中档住宅和普通住宅开发采取“快周转”为主导的盈利模式，有利于提高公司整体盈利能力。

2015 年，公司商品房板块新开工面积为

197.10 万平方米，较 2014 年大幅下降；竣工面积及签约面积分别为 247.41 万平方米和 169.93 万平方米，均较 2014 年大幅增长。从售价来看，2015 年公司商品房签约平均单价为 1.83 万元/平方米，同比增长 17.32%，主要系由于北京市房价稳步增长且明显高于公司项目所在其他城市，跟踪期内京内项目签约占比提高所致。在签约面积和销售均价上涨的带动下，签约金额实现 311.00 亿元，同比增长 59.90%。

市场布局方面，公司商品房开发坚持“巩固根基、择机布点、选点带面”的原则，巩固和扩大北京的市场的基础，立足已进入的外埠城市，适时向区域重点城市延伸，形成较为合理的全国战略布局。公司已涉足天津、重庆、辽宁、山西、山东、江苏、湖北、福建、四川、贵州、海南等地区。

保障房建设

公司从事的保障房主要是限价商品房和经济适用房，同时也有定向安置房和廉租房，保障房建设的主体主要是首开股份、首开中晟和首开宝晟。

公司为北京市保障性住房建设的骨干企业，保障房业务市场定位以北京为主，近年来，公司开发建设了回龙观文化居住区、通惠家园、望京 A4 区、海淀区温泉镇 C06、C07、C08、C11 地块限价住房项目等近千万平方米建筑规模的保障房项目，积累了丰富的经验，与各级政府主管部门建立了长期良好的合作关系，项目获取能力强。2015 年，公司保障性住房竣工面积为 42.07 万平方米。

在建项目

截至 2016 年 3 月底，公司主要在建项目包括常青藤、香溪郡、国风美唐朗观、葫芦岛国风海岸、太原国风上观、海门紫郡、厦门领翔上郡等，整体看，公司在建项目体量大，投资规模大，存在较强的融资需求。

表 3　截至 2016 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	业态	项目所在地	总建筑面积	累计已竣工面积	计划总投资
常青藤	商品房	北京市朝阳区	58.14	53.79	41.83
香溪郡	商品房	北京市通州区	28.23	10.19	41.21
国风美唐朗观	商品房+保障房	北京市昌平区	55.16	54.72	48.36
葫芦岛国风海岸	商品房	葫芦岛市连山区	179.04	9.17	73.97
太原国风上观	商品房	太原市小店区	138.08	62.00	71.88
海门紫郡	商品房	海门市海门港	98.43	14.66	57.30
厦门领翔上郡	商品房	厦门市翔安区	44.12	0	46.64
首开贵阳紫郡	商品房+保障房	贵阳市南明区	146.66	21.28	54.95
香槟国际	商品房+保障房	福州市晋安区	89.37	55.91	56.04
天津湾	商品房	天津市河西区	120.00	55.72	79.29

资料来源：公司提供

项目储备

近年来，公司在继续巩固北京地区土地储备量的基础上，逐步加大外地市场拓展力度，公司京外项目主要位于广州、天津、苏州、厦门、福州、杭州、大连等经济较为发达的二、三线城市。2015 年，公司新增土地总占地面积为 381.49 万平方米，其中京内土地 160.59 万平方米，京外土地 220.90 万平方米；总成交地价为 496.13 亿元，其中京内土地 291.50 亿元、京外土地 204.63 亿元。总体看，公司项目储备充足，为公司未来业务规模持续扩张提供了有力支持。

表 4　2015 年公司新增土地储备情况

区域	京内	京外
成交地价（亿元）	291.50	204.63
总占地面积（万平方米）	160.59	220.90

资料来源：公司提供

3. 物业经营及管理

2015 年公司物业经营及管理业务实现收入 8.51 亿元，主要由北京首开鸿城实业有限公司及首开股份经营；其中，物业经营业务主要由首开股份负责，包括酒店、写字楼、底商的经营；物业管理主要由鸿城实业负责，包括保障性住房、普通商品住宅、中高档住宅的物业管理以及围绕房地产产业链开展的增值服务。

2015 年，公司自持经营性物业主要集中在北京地区，可供出租总建筑面积达 32.61 万平米，主要位于北京，少量分布于苏州、深圳、三亚等京外城市。公司主要持有型物业出租情况如下表。

表 5　2013~2015 年公司主要物业经营情况

年度	主要物业	物业类型	建筑面积(万平方米)	租赁收入（万元）	平均出租率(%)
2015 年	北京丽亭华苑酒店	酒店	3.30	8548	100
	北京宝辰饭店	酒店	3.40	5671	100
	深圳市福田区安柏丽晶园	酒店	1.42	3505	100
	望京首开广场	办公	3.76	2970	100
	璞瑆	商业	1.17	2580	100
2014 年	北京发展大厦	办公	5.20	14379	98
	北京宝辰饭店	酒店	3.40	5293	63
	北京丽亭华苑酒店	酒店	3.30	7380	68
	苏州太湖宝岛花园酒店	酒店	2.90	1444	31
	北京华宝大厦 5 号楼	办公	2.70	2531	81
2013 年	北京发展大厦	办公	5.20	13498	98
	北京宝辰饭店	酒店	3.40	5517	61
	北京丽亭华苑酒店	酒店	3.30	7526	65
	苏州太湖宝岛花园酒店	酒店	2.90	1327	28
	北京华宝大厦 5 号楼	办公	2.70	3052	97

资料来源：公司提供

物业管理方面，鸿城实业旗下拥有 6 家全国物业管理一级资质的物业公司，管理规模达到近 3000 万平方米，服务项目 200 余个，涵盖了住宅、公寓、别墅、办公、商业、学校、医院、艺术展览馆、体育场馆等多种类型，服务项目覆盖北京市 8 个城近郊区，及江苏、浙江、广东、深圳、福建、山东、四川、贵州、河北、辽宁、天津等外埠地区。

盈利模式方面，在努力提升服务品质、逐步调整服务结构的基础上，根据不同产品类别，实行差异化的盈利模式，即对于中高端服务项目，采取突出个性化服务需求的高溢价为主导的盈利模式；对于老旧住宅以及保障性住房等低端服务项目以基础服务为主导，因地制宜地开展增值服务。同时，围绕房地产产业价值链，构建房地产经纪、物业服务、地产运营管理等完整的、相互关联的多元化产业盈利模式。

总体看，跟踪期内，随着公司自持物业平均出租率的上升，物业管理业务系围绕公司房产开发项目开展的增值服务，收入稳定；经营性物业项目集中于北京、苏州等城市，地理位置优越，具有较大的升值潜力及盈利能力。

4. 土地开发与转让

公司土地开发与转让业务全部来源于首开股份。首开股份对自己拥有的划拨地变性并补足土地出让金后进行一级开发，由土地储备中心收储并进行公开挂牌交易，比照销售商品确认收入。跟踪期内，公司无土地开发、转让收入。

5. 经营效率

跟踪期内，由于公司营业收入大幅增长，带动公司销售债权周转次数增加至 76.46 次；存货周转次数和总资产周转次数均为 0.20 次，保持稳定。整体看，公司经营效率一般，跟踪期内销售债权周转效率有所改善。

6. 未来发展

根据公司发展规划，公司将继续做强做优“房地产开发及经营管理”主业，发展壮大房地产开发、物业经营、物业管理三类业态，在京内、外埠和境外三类地域开展业务，并完成非主业和劣势企业的退出。

房地产开发方面：（1）商品房开发。公司将继续发挥大型居住区开发能力，加快产品结构的调整升级，坚持以住宅开发为主力业务，增加商业地产开发规模，巩固和提升品牌价值和综合实力。（2）保障房建设。发挥国企优势，大力参与首都保障性住房建设，力争获取北京市限价房、经济适用房、公租房和定向安置房等保障性住房供应总量的 10%，使保障房建设成为公司主业的重要组成部分。（3）土地整理。抓住城镇化加速发展的有利时机，有选择地开展土地整理业务，实现与开发业务的良性互动。物业经营方面，公司将整合、盘活、增持、积累京内经营性物业资源，伴随开发业务逐步进入京外市场，立足优质存量资产和增量资产，提高资产质量和收益水平。物业管理方面，公司将坚持以“北京为主，拓展京外”的地域发展方向，坚持京内拓展中高端物业、京外拓展高附加值物业为主的区域发展定位，通过细分客户需求，建立差异化产品体系，形成服务核心竞争力。

项目投资方面，公司未来三年计划投资总额约 1135.83 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 6 公司未来三年计划投资情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
房地产开发板块	328.79	371.69	422.58
物业管理板块	0.21	0.25	0.31
物业经营板块（出租、客房、餐饮）	4.00	4.00	4.00
合计	**333.00**	**375.94**	**426.89**

资料来源：公司提供

九、募集资金使用情况

公司于 2015 年 9 月发行“15 首开 CP001”7 亿元，全部用于顺义新城第 12 街区西马坡政策性住房项目建设。截至目前，“15 首开 CP001”募集资金已全部按用途使用完毕。

十、财务分析

公司 2013~2015 年度财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了带强调事项的无保留意见的审计结论。2016 年一季度财务报表未经审计。

致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的审计报告中提醒财务报表使用者关注：截至 2015 年 12 月 31 日，首开集团之子公司北京首开天鸿集团有限公司的房地产项目尚未清理完毕。上述不确定事项可能对财务报表产生重大影响。本段内容不影响已发表的审计意见。

从合并报表范围看，2015 年公司纳入合并范围的二级子公司共计 17 家，跟踪期内公司合并范围变动对财务数据的可比性影响不大，财务报表可比性较强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 1608.30 亿元，所有者权益 281.33 亿元（含少数股东权益 150.60 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 281.10 亿元，利润总额 48.64 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总

额 1699.50 亿元，所有者权益 327.68 亿元（含少数股东权益 191.27 亿元）；2016 年 1~3 月公司实现营业收入 48.28 亿元，利润总额 10.08 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入有所增长，2015 年实现营业收入 281.10 亿元，同比增长 20.01%，增长主要来自于房产销售板块。同期，营业成本 173.95 亿元，同比增长 13.19%，增幅低于营业收入。受益于成本的良好控制，2015 年公司营业利润率上升至 26.02%，较 2014 年上升 2.41 个百分点。

2015 年，公司期间费用为 26.17 亿元，同比增长 9.54%，主要系由于 2015 年债务规模增大带动财务费用增加所致；期间费用占营业收入比为 9.31%，较 2014 年有所下降。从期间费用构成来看，由于公司人员配置较多，导致管理费用一直占期间费用的比重较大（2015 年占 41.27%）。2015 年，由于公司有息债务规模有所增加，财务费用支出有所增加；随着公司业务规模的不断扩大，销售费用也随之有所增加。

2015 年，公司利润主要来自于主营业务经营，非经营性损益占比较低。公司实现投资收益 3.26 亿元；营业外收入为 6.02 亿元，主要为无法支付的款项 4.38 亿元。2015 年，公司在主营业务收入规模扩大的带动下，利润总额金额为 48.64 亿元，同比增长 24.49%。

从盈利指标看，2015 年，公司总资本收益率为 4.41%，净资产收益率为 11.61%，均较上年有所下降。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 48.28 亿元，实现利润总额 10.08 亿元，营业利润率进一步上升至 30.71%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，得益于成本良好的控制，营业利润率持续上升，公司盈利能力较强。未来随着房地产项目预收款项结转收入，公司收入及利润规模有望持续增长。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年公司经营活动现金流入金额为 359.44 亿元，同比增长 19.72%，主要系随着房地产销售规模的持续增长，销售商品、提供劳务收到的现金持续增加所致。2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金金额为 300.49 亿元。同期，公司经营活动现金流出金额为 459.55 亿元，同比增长 62.13%，主要系由于联合拿地导致往来款增多。2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金金额为 254.10 亿元；支付其他与经营活动有关的现金金额为 147.59 亿元，主要为往来款项。2015 年，由于经营活动现金流出的大幅增加，经营活动产生的现金流净额由 16.78 亿元下降至-100.11 亿元。

从收入实现质量看，2015 年公司现金收入比为 106.90%，较 2014 年的 100.04%有小幅度增长，公司现金回收质量较好。

投资活动方面，跟踪期内，公司投资活动产生的现金规模明显缩小。投资活动现金流入金额为 9.88 亿元，同比下降 77.57%，主要系由于收回投资收到现金的减少。2015 年，公司收回投资收到现金金额为 3.26 亿元；取得投资收益收到的现金金额为 2.11 亿元；收到其他与投资活动有关的现金金额为 4.27 亿元，主要为收回委托贷款（2.00 亿元）和收购子公司的现金净额（2.27 亿元）。公司投资活动现金流出金额为 18.66 亿元，同比下降 68.47%，主要系由于投资支付的现金大幅减少。2015 年，公司投资支付的现金金额为 9.49 亿元，购建固定资产、无形资产净流量分别为 7.16 亿元。2015 年，公司投资活动现金流净额为-8.77 亿元。

筹资活动方面，跟踪期内，公司筹资规模大幅增长。筹资活动现金流入金额为 530.40 亿元，同比增长 108.08%，主要系借款收到现金由 254.77 亿元增加至 374.08 亿元。筹资活动现金流出金额为 335.52 亿元，同比增长 24.69%，主要系偿还债务支付现金的增加。2015 年，筹资活动现金流量净额为 194.88 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流入金

额为 171.90 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 92.66 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金分别 79.23 亿元，主要为往来款。经营活动现金流出金额为 144.10 亿元，其中购买商品、提供劳务支付的现金为 98.53 亿元；支付其他与经营活动有关的现金为 27.88 亿元，主要为往来款。经营活动现金流量净额为 27.80 亿元。2016 年 1~3 月，公司投资活动现金流量净额为-3.86 亿元，筹资活动现金流量净额为 58.58 亿元。

总体看，跟踪期内，受房地产开发规模持续上升及拿地规模增大影响，公司经营性净现金流为负；随着公司规模扩张，公司对外筹资规模增大，以满足项目施工及拿地资金需求。

3. 资产及债务结构

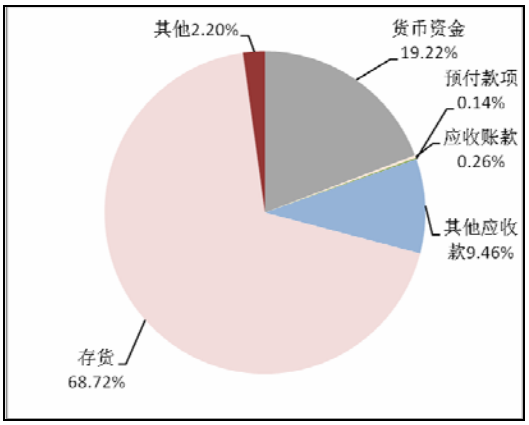
资产

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 1608.30 亿元，同比增长 37.15%，主要系随着房地产开发的持续进行，存货规模快速增长所致。从公司资产结构看，流动资产占比为 91.57%，非流动资产占比为 8.43%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 1472.68 亿元，同比增长 40.24%，主要来自存货的增加。流动资产构成以存货（占 68.72%）、货币资金（占 19.22%）和其他应收款（占 9.46%）为主。

图 3　截至 2015 年底公司流动资产构成



数据来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金 283.08 亿元，同比增长 43.59%。其中，银行存款占比为 97.24%，剩余为现金和其他货币资金；受限资金 9.24 亿元，占货币资金总额的 3.26%。总体看，公司货币资金充足，现金类资产中受限资金比例低，对货币资金的使用效率影响小。

随着公司房地产开发的持续进行，跟踪期内公司存货规模快速增长 ，截至 2015 年底，存货金额为 1012.00 亿元，同比增长 35.67%。从构成来看，主要以房地产开发成本和开发产品为主，分别占 83.19%和 16.75%。2015 年，公司计提跌价准备 8.93 亿元。总体看，公司存货占比较大，未来变现能力受调控政策影响较大。

公司其他应收款主要为与其他房地产企业联合拿地的资金往来款项。截至 2015 年底，随着拿地规模的增大，公司其他应收款净额增加至 139.27 亿元，同比增长 91.35%。2015 年底，公司其他应收款前五名欠款单位为福州融城房地产开发有限公司、北京千方集团有限公司、京澳有限公司、美都能源股份有限公司和富晨实业总公司，合计 12.72 亿元（占其他应收款总额的 9.22%），集中程度较低。从账龄来看，公司其他应收款以 1 年以内为主（占 63.49%）。2015 年，公司计提坏账准备 5.93 亿元，占其他应收款账面原值的 4.08%，计提合理。公司其他应收款金额较大，对公司资金周转仍形成一定压力。

表 7　截至 2015 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元、%）

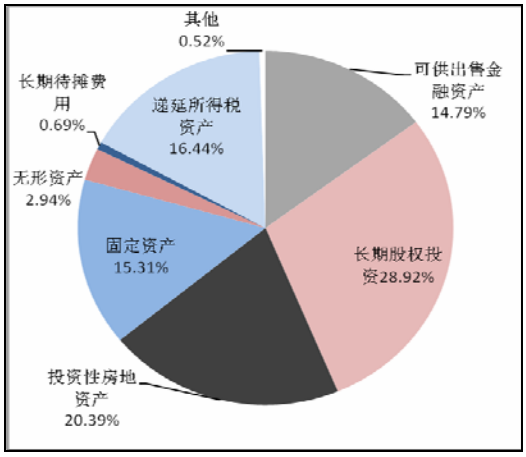
单位名称	欠款金额	占应收账款总额的比例	账龄
福州融城房地产开发有限公司	6.08	4.37	1年以上
北京千方集团有限公司	3.33	2.39	1年以上
京澳有限公司	1.59	1.14	3年以上
美都能源股份有限公司	1.42	1.10	3年以上
富晨实业总公司	0.30	0.22	3年以上
合计	**12.72**	**9.22**	--

数据来源：公司提供

公司其他流动资产主要为预缴税费和委托贷款。截至 2015 年底，公司其他流动资产 26.39 亿元，同比增长 11.65%，主要为预缴税费 21.66 亿元。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 135.62 亿元，同比增长 10.61%，主要来自于以公允价值计量的可供出售金融资产公允价值的上升以及新购入的投资性房地产。从构成来看，主要包括长期股权投资（占 28.92%）、投资性房地产（占 20.39%）、递延所得税资产（占 16.44%）、固定资产（占 15.31%）和可供出售金融资产（占 14.79%）。

图 4　2015 年底公司非流动资产构成



数据来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 39.22 亿元，主要是对国奥投资发展有限公司、北京朗泰房地产开发有限公司等联营企业的投资，同比增长 4.03%，主要系对联营企业的投资增加所致。可供出售的金融资产为 20.06 亿元，同比增长 50.09%，主要系由于会计政策变更，长期股权投资比率不超过 20%的计入可供出售金融资产科目，且以公允价值计量所致。

公司投资性房地产包括已出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权和建筑物。截至 2015 年底，投资性房地产金额为 27.65 亿元，同比增长 33.82%，主要系由于公司新购入投资性房地产 6.80 亿元。截至 2015 年底，累计折旧及摊销合计 4.11 亿元。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产 22.30 亿元，同比下降 7.68%，主要为应付未付款及预收账款预缴所得税。

截至 2015 年底，公司固定资产金额为 20.76 亿元，其中房屋及建筑物占比为 92.82%。累计折旧共计 10.62 亿元，计提固定资产减值准备 0.37 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 1699.50 亿元，较 2015 年底增长 5.67%，主要系存货及长期股权投资增长所致；从资产结构来看，流动资产占比为 91.35%，非流动资产占比为 8.65%，资产结构较上年底没有明显变化。流动资产金额为 1552.56 亿元，仍以货币资金（占 18.20）、存货（72.28%）和其他应收款（占 6.87%）为主。公司非流动资产 146.95 亿元，较 2015 年底增加 11.33 亿元，主要系由于长期股权投资的增加。

由于融资需要，公司已将部分土地使用权、在建项目、建筑物及固定资产等用于抵押或质押。截至 2015 底，公司（合并口径）所有权及使用权受限资产的账面价值共计 132.50 亿元，占其资产总额的 8.24%。

总体来看，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主。货币资金充足，为公司业务正常运营提供了较好的保证；其他应收款及存货占比大，对资金形成较大占用，且存货以商品住宅为主，存货变现能力受施工进度及销售进度影响具有不确定性，公司资产流动性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债金额为 1326.97 亿元，同比增长 35.38%，主要来自长期借款、应付债券等有息债务和其他应付款的增加。从债务结构来看，流动负债和非流动负债分别占 65.33%和 34.67%，公司债务以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债 845.50 亿元，同比增长 17.87%，主要系由于其他应付款中资金往来款的大幅增加。从组成来看，公司流动负债以预收款项（占 33.28%）、其他应付款（占 24.94%）和一年内到期的非流动负债（占

19.19%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款 47.17 亿元，同比增长 71.98%；其中，保证借款占 26.29%，信用借款占 67.35%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 162.21 亿元，同比下降 22.56%。

公司应付账款主要是应付材料费用及外包工程劳务费用。截至 2015 年底，公司应付账款 57.33 亿元，同比增长 10.89%，主要系工程建设投入增长所致。从账龄来看，1 年以内的占 51.72%，1~2 年占 33.23%，2~3 年占 4.00%，3 年以上占 11.04%，账龄较短。公司应付账款账龄超过 1 年的大额应付账款未结算的原因主要为工程尚未完工所致。

公司预收款项主要是预收购房客户房款、预收施工单位工程款、预收房租等。截至 2015 年底，公司预收款项 281.39 亿元，同比增长 9.49%。公司账龄超过 1 年的预收款项（占 25.89%）未结转的原因主要系尚未结束。总体看，公司预收账款占总负债的比重处于较高水平。

公司其他应付款主要为资金往来款、公共事业维修基金、预收定金等。截至 2015 年底，公司其他应付款 210.85 亿元，同比增长 142.18%，主要系由于 2015 年公司拿地规模较大，资金往来款规模大幅增长所致。

截至 2015 年底，公司其他流动负债 63.16 亿元，同比下降 5.13%，主要系短期融资券减少所致。截至 2015 年底，计入“其他流动负债”的短期融资券共 7.00 亿元，已计入短期债务及相关指标计算。

截至 2015 年底，公司非流动负债 481.47 亿元，同比增长 83.17%，主要由于长期借款和应付债券的增加。公司非流动负债构成以长期借款（占 68.98%）和应付债券（占 29.25%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款 332.13 亿元，同比增长 61.44%，主要系质押借款和保证借款增加。从构成来看，长期借款由保证借款（占 54.30%）、信用借款（占 20.88%）、抵押借款（占 18.59%）和质押借款（占 6.24%）构成。

截至 2015 年底，公司应付债券 140.82 亿元，同比增长 180.61%，主要系公司新增发行债券较多所致。应付债券中包括 2011 年发行的 20 亿元 5 年期非公开定向债务融资工具；2012 年发行的 12.80 亿元 7 年期“12 首开债”；2014 年发行的 6.5 亿元 7 年期“14 首开 01 债”和 10 亿元 7 年期“14 首开 02 债”；2015 年发行的 40.00 亿元 5 年期公司债、20.00 亿元 5 年期“15 首开 01 债”、24.00 亿元 3 年期“15 首开股份 MTN001”、30.00 亿元 5 年期的非公开发行公司债。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 1371.82 亿元，较 2015 年底增长 3.38%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债有所增加。截至 2016 年 3 月底，流动负债占比为 65.33%，非流动负债占比为 34.67%，公司债务结构以流动负债为主。

受公司业务特性影响，公司预收账款规模大，而预收账款不形成公司实际负债，未来随着公司房地产项目的陆续完工，预收款项将逐步确认为收入，故对于公司债务负担的分析以全部债务资本化比率为主。跟踪期内，随着业务规模的扩张，公司债务规模有所增大。截至 2015 年底，公司全部债务金额为 689.34 亿元，同比增长 37.09%，其中短期债务占 31.39%，长期债务占 68.61%。从债务指标来看，2015 年，由于公司所有者权益规模大幅增长，资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降；长期债务资本化比率有所上升，2015 年分别为 82.51%、71.02%和 62.70%。

2016 年 3 月底，公司全部债务为 715.89 亿元，债务规模进一步增大。短期债务占全部债务比重由 31.39%上升至 34.76%，短期偿付压力有所增大；同期，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.72%、68.60%和 58.77%。整体看，公司债务规模有所增长，债务负担尚可。

总体看，跟踪期内公司负债规模持续扩张，负债结构以流动负债为主，预收款项较多；公司有息债务规模呈快速增长趋势，公司整体债务负担较重。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 281.33 亿元，同比增长 46.12%，主要来自少数股东权益的增长。所有者权益结构方面，公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本和资本公积金额分别为 13.30 亿元和 41.65 亿元，分别占 10.17%和 31.86%，较去年占比均有所下降，未分配利润金额为 69.91 亿元，占比为 53.48%，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 327.6 亿元，较上年底增加 46.36 亿元，主要系由于少数股东权益增加所致；归属母公司的所有者权益构成较上年底变化不大。

整体看，公司所有者权益中未分配利润和资本公积占比较高，公司利润分配政策、盈利情况变化会对所有者权益结构产生一定影响，公司所有者权益稳定性一般。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2015 年公司流动比率和速动比率均有所上升，分别为 174.18%和 54.49%；2016 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 173.23%、48.03%。2015 年，由于经营性现金流量净额为负，公司经营现金流动负债比下降至-11.84%，对公司短期债务保障性差。考虑到公司充足的货币资金以及不需要实际偿还的预收款较多等因素，公司短期支付能力适宜。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，受益于利润的增加，公司 EBITDA 有所增长，2015 年为 58.75 亿元；EBITDA 利息保障倍数为 1.33 倍，较 2014 年有所上升；由于债务规模同期大幅增加，全部债务/EBITDA 为 11.73 倍，较 2014 年有所上升；EBITDA 对全部债务保护能力一般。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得授信额度总量为 613.00 亿元，未使用额度为 318.53 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司下属子公司首开股份为 A 股上市公司，拥有直接融资渠道。

截至 2016 年 3 月底，公司及下属子公司对外担保金额合计 62.00 亿元，担保比率为 22.04%。被保企业为中信国安、建工集团、住总集团、北京城乡建设集团、白俄罗斯北京饭店、宝信实业发展公司、北京城市铁路股份有限公司和天津海景实业有限公司，均系为贷款提供的一般保证担保，且均无反担保，目前被保企业均处于正常经营。总体看，公司整体对外担保规模较大，担保比率较高，考虑到被保企业均处于正常经营且信用情况良好，公司对外担保或有负债风险可控。

5. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G10110102044665004），截至 2016 年 5 月 11 日，公司本部无未结清不良信贷信息记录，过往履约记录良好。

6. 抗风险能力

公司作为北京市国资委下属最大的房地产开发企业，主要从事房地产开发及持有型物业经营；同时，公司也是北京市保障性住房建设的骨干企业，保障房建设经验丰富。基于对房地产行业发展趋势的基本判断，以及公司在地理区位、业务结构、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

7. 存续期内债券偿还能力

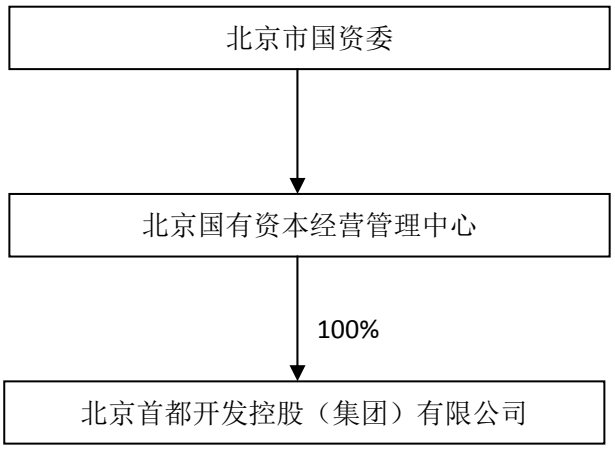
公司于 2015 年 9 月发行了期限为 366 天的短期融资券“15 首开 CP001”7 亿元，2015 年及 2016 年 3 月底，公司现金类资产分别为 283.08 亿元和 282.53 亿元，分别为“15 首开 CP001”发行额度的 40.44 倍和 40.36 倍。2015 年公司经营活动现金流入量为 359.44 亿元，为“15 首开 CP001”发行额度的 51.35 倍。公司

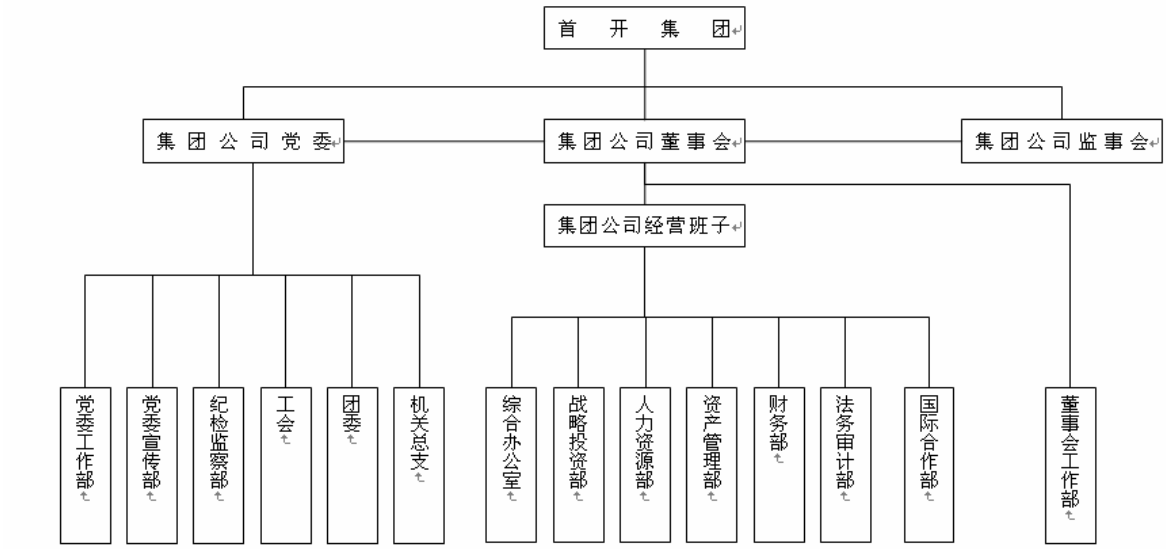
现金类资产及经营活动现金流入量规模大，对“15 首开 CP001”的保障程度好。

十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA^{+}的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 首开 CP001”A-1 的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	209.66	197.15	283.08	282.53
资产总额(亿元)	1105.99	1172.70	1608.30	1699.50
所有者权益(亿元)	177.42	192.53	281.33	327.68
短期债务(亿元)	150.19	246.90	216.38	248.84
长期债务(亿元)	321.08	255.91	472.96	467.05
全部债务(亿元)	471.27	502.82	689.34	715.89
营业收入(亿元)	191.38	234.24	281.10	48.28
利润总额(亿元)	29.74	39.07	48.64	10.08
EBITDA(亿元)	39.61	50.70	58.75	--
经营性净现金流(亿元)	-84.08	16.78	-100.11	27.80
财务指标				
销售债权周转次数(次)	40.94	42.84	76.46	--
存货周转次数(次)	0.20	0.21	0.20	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.21	0.20	--
现金收入比(%)	113.60	100.04	106.90	191.95
营业利润率(%)	21.53	23.61	26.02	30.71
总资本收益率(%)	4.94	5.61	4.41	--
净资产收益率(%)	12.89	14.88	11.61	--
长期债务资本化比率(%)	64.41	57.07	62.70	58.77
全部债务资本化比率(%)	72.65	72.31	71.02	68.60
资产负债率(%)	83.96	83.58	82.51	80.72
流动比率(%)	166.00	146.39	174.18	173.23
速动比率(%)	48.51	42.40	54.49	48.03
经营现金流动负债比(%)	-13.98	2.34	-11.84	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.16	1.27	1.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.90	9.92	11.73	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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

附件 5　短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息