

跟踪评级公告

联合[2016] 390 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
二零一六年三月十六日



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 3 月 16 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
现金类资产(亿元)	203.24	209.66	197.15	264.80
资产总额(亿元)	895.41	1105.99	1172.70	1383.82
所有者权益(亿元)	152.18	177.42	192.53	213.80
短期债务(亿元)	114.35	150.19	246.90	192.06
全部债务(亿元)	352.16	471.27	502.82	636.32
营业收入(亿元)	159.87	191.38	234.24	122.66
利润总额(亿元)	27.01	29.74	39.07	27.22
EBITDA(亿元)	40.74	39.61	50.70	--
经营性净现金流(亿元)	14.97	-84.08	16.78	-53.64
营业利润率(%)	29.04	21.53	23.61	33.31
净资产收益率(%)	13.62	12.89	14.88	--
资产负债率(%)	83.00	83.96	83.58	82.38
全部债务资本化比率(%)	69.83	72.65	72.31	72.30
流动比率(%)	160.57	166.00	146.39	182.37
全部债务/EBITDA(倍)	8.64	11.90	9.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.71	1.16	1.27	--
经营现金流动负债比(%)	3.00	-13.98	2.34	--

注：1、公司 2015 年三季度财务数据未经审计；2、2015 年 9 月底公司所有者权益中包含 30 亿元永续债。

分析师

焦 洁 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，资产及权益持续快速增长，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. 公司现金类资产及经营性现金流入量规模大，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，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。

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2015年9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。

截至2015年9月底,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,2015年9月底公司对其持股比例为50.95%。

截至2014年底,公司合并资产总额1172.70亿元,所有者权益192.53亿元(其中少数股东权益77.06亿元)。2014年,公司实现营业收入234.24亿元,利润总额39.07亿元。

截至2015年9月底,公司(合并)资产总额1383.82亿元,所有者权益213.80亿元(含少数股东权益80.67亿元);2015年1~9月公司实现营业收入122.66亿元,利润总额27.22亿元。

公司注册地址:北京市西城区三里河三区52号楼;跟踪期内,法定代表人: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GDP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,中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,中国就业形势总体稳定。

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。

从消费、投资和进出口情况看,2015年,市场销售增速走势较为平稳,固定资产投资增

速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 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。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外

开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

（1）房地产开发行业

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

2015 年一季度，在延续 2014 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，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台

进一步刺激措施。从行业相关指标看，自 2014 年下半年以来多重政策推动下，2015 年上半年，全国房地产开发完成投资 43955 亿元，增速再度放缓。2015 年上半年，全国共实现商品房销售面积 50264 万平方米，同比增长 3.9%，这是 2014 年一季度以来房屋销售面积首次出现正增长，二季度当季商品房销售面积达 3.2 亿平方米，同比增长 13.3%，与一季度的下降 9.2% 形成鲜明对比，房屋销售走势呈现出明显的 V 形特征。2015 年 5 月份起，随着多项利好政策的出台，房屋销售形势开始好转，房价企稳回升，5 月起房价同比跌幅开始逐月收窄，至 2015 年 7 月份，70 个大中城市新建住宅房价同比下跌 4.4%，跌幅较 4 月份收窄 1.9 个百分点。截至 2015 年 8 月底，十大城市商品房面积存销比为 9.38，是自 2014 年以来的最低水平，大城市去库存压力有所减轻，但不同城市之间分化明显。从全国绝对量来看，截至 2015 年 7 月底，全国商品房待售面积 43055 万平方米，虽然较 2015 年 4 月底的历史最高水平有所下降，但库存仍处于高位。据国家统计局公布的数据，截至 2015 年 11 月底，全国商品房待售面积已经达到 6.96 亿平方米，比 10 月末增加 1004 万平方米，再次创下纪录；一二三线 35 个城市新建商品住宅存销比分别为 9.8、11.9 和 19.3 个月。

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，而且融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但企业区域性差异显著，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。

总体看，2014 年下半年以来，得益于房地产救市措施频出，房地产市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。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；房地产供应步入调整阶段，化解房地产库存成为关键问题。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；人口老龄化背景下中国房地产可能将开始长周期调整，投资价值的进一步弱化不利于房地产库存的去化，国内房地产市场的发展情况取决于供需各因素的相互作用，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

（2）保障性住房建设

保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、销售价格或租金标准，具有社会保障性质的住房。保障性安居工程主要是指城市的廉租住房、城市的经济适用住房，也包括在一些林区、垦区、煤矿职工的棚户区（危旧房）改造、游牧民定居工程。保障性住房一般由廉租房、经济适用房、公共租赁住房（政策性租赁住房）、限价房（两限商品住房）以及棚改房构成。其中，廉租房是指政府以租金补贴或实物配租的方式，向符合城镇居民最低生活保障标准且住房困难的家庭提供社会保障性质的住房；经济适用住房是指政府提供政策优惠，限定套型面积和销售价格，具有保障性质的政策性住房；公共租赁住房是指按照市场租价水平调节后向中等偏下收入住房困难家庭提供可租赁的住房；两限商品住房是指限房价、限套型的普通商品住房；棚改房是指通过棚户区改造提供的保障性住房。

为推动科学发展、加快转变经济发展方式、保障和改善民生，2009 年，国务院批准由住建部牵头，十六部委联合成立全国保障性安居工程协调小组，专门负责组织协调全国范围内保障房安居工程的建设；在中央提出的新一轮城镇化建设规划中，保障房的全面规划对于建设多层次住房保障体系具有不

可替代的作用。

国家各部门对保障性住房多次出具相关政策。2011 年，根据十二五规划，在“十二五”期间，中国将加大保障性住房的建设规模，提高保障性住房在住房供应体系中的比重，重点将加快发展公共租赁住房，继续推进廉租住房和经济适用住房建设，增加限价商品住房供应。同时，继续大力推进各类棚户区改造。“十二五”期间，中国将新建各类保障性住房 3600 万套，保障性住房的覆盖率将达到 20%。

根据财政部综合司发布的《2015 年各级财政支持保障性安居工程建设情况》，2015 年全年城乡保障性安居工程财政支出 4881.01 亿元，支持全国开工建设城镇保障性安居工程 783 万套，基本建成 772 万套；农村危房改造 432 万户（含农房抗震改造 126 万户），近 2 万户渔民实现上岸安居。2015 年，各级财政用于保障性安居工程支出 4881.01 亿元，同比增长 11.3%。分资金使用情况看，各类棚户区改造支出 1582.04 亿元，增长 46.8%，占 32.4%；公共租赁住房（含原廉租住房，下同）支出 1442.51 亿元，下降 13.2%（主要原因是公共租赁任务量下降），占 29.6%；农村危房改造支出 528.43 亿元，增长 40.6%，占 10.8%；保障性住房租金补贴支出 52.52 亿元，增长 3%，占 1.1%；其他支出（主要用于配套设施建设）1275.51 亿元，增长 4.6%，占 26.1%。分资金来源情况看，一般公共财政预算支出 3852.7 亿元，占 78.9%，增长 12.4%；住房公积金增值收益支出 204.82 亿元，占 4.2%，增长 9.1%；土地出让收益支出 823.49 亿元，占 16.9%，增长 7%。

由于近年部分地区房地产价格呈现快速上涨趋势，中国政府连续出台了通过土地、税收和购房信贷等一系列措施调控市场的政策，此外，以北京为例，推出自住型住房等限价房，以满足居民安居需求。随着调控政策累积效应逐渐显现，作为国家房地产调控

以及改善民生重要举措的保障房市场仍将面临较大发展空间。

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%。三次产业结构由 2010 年的 0.923:67.5:31.5，调整为 2015 年的 0.619:67.9:31.5。

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 2015 年 9 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。

2014 年，公司在“中国房地产百强企业”评比中位列综合实力第 10 名，当选“年度社会责任感企业”；首开股份被评为 2014 沪深房地产上市公司“综合实力”第 10 名；鸿城实业获物业管理百强企业“综合实力”第 6 名。

六、管理分析

跟踪期内公司管理制度方面无重大变化，高管人员存在变动。根据 2015 年 7 月 21 日公告的《关于潘利群、刘希模同志职务任免的同志》（京国资任字[2015]67 号），北京市国资委研究决定，潘利群同志任公司董事长，免去刘希模同志公司董事长职务。

七、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。

2012~2014 年，公司主营业务收入年均增长 21.13%，2014 年为 231.56 亿元。其中，房产销售业务为公司收入的最主要来源，近三年分别实现收入 147.70 亿元、173.51 亿元和 219.86 亿元，占比分别为 93.59%、91.62%和 94.95%；2012~2014 年，公司物业经营及管理业务收入波动增长，2014 年为 9.34 亿元，较上年略有下降；近三年，公司土地开发与转让业务收入波动较大，主要系 2013 年公司回龙观经适房地块完成挂牌，确认了较多一级开发补偿收入所致，公司土地开发与转让业务系由首开股份出售部分划拨地形成，该部分土地获取时间较早，公司将土地变性并补足土地出让

金后处置取得收益，近几年该板块收入波动大，考虑到该部分土地规模小，对公司收入影响不大。

从毛利率看，2012~2014 年，公司房产销售业务毛利率波动下降，分别为 40.97%、31.43%和 34.58%，一方面系由于公司土地竞拍价格上涨，导致房地产开发成本上升，毛利率下滑；另一方面，公司保障性住房业务盈利空间仅 3%左右，同时，项目中通常包含一部分商业配套设施，在一定程度上提高了保障房

开发业务的毛利率。公司物业经营及管理业务毛利率较为稳定，近三年分别为 36.83%、37.68%和 33.94%。2012~2014 年，公司主营业务毛利率分别为 40.68%、33.57%和 34.06%，公司整体毛利率仍处于较高水平。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 122.66 亿元，同比下降 10.00%，主要系房产销售业务结算收入有所下降所致；营业毛利率为 46.40%，较上年全年水平有所上升。

表 1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地开发与转让	0.49	82.49	5.74	96.88	0.96	4.17
房产销售	147.70	40.97	173.51	31.43	219.86	34.58
物业经营及管理	8.82	36.83	9.45	37.68	9.34	33.94
其他	0.80	3.70	0.68	-11.18	1.40	-27.14
主营业务收入合计	157.82	40.68	189.38	33.57	231.56	34.06

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”）。

公司近几年房地产板块收入及毛利率情况见下表：

表 2 近三年公司房地产开发板块收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

类型	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
保障房开发	29.71	17.54	31.29	3.56	26.01	30.89
商品房开发	109.05	47.95	115.50	58.04	188.85	34.45
商业地产开发	8.95	33.68	26.71	61.34	5.00	58.60
合计	147.70	40.97	173.51	31.43	219.86	34.58

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。

表 3 近三年公司商品房开发情况
(单位: 亿元、万平方米)

指标	2012 年	2013 年	2014 年
新开工面积	215.00	171.10	262.10
竣工面积	131.00	188.60	173.80
销售面积	170.17	178.11	105.60
销售收入	210.86	222.24	164.80

资料来源: 公司提供

开工规模方面, 2012~2014 年, 新开工面积分别为 215 万平方米、171.1 万平方米和 262.1 万平方米, 2013 年降幅较大的主要原因: 一方面公司 2012 年拿地较少, 另一方面公司 2013 年销售策略以现有项目去库存化为主。近三年, 公司商品房竣工面积波动增长, 分别为 131 万平方米、188.6 万平方米和 173.8 万平方米, 主要系公司根据房地产行情适当调整建设进度所致。

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。同时, 公司加大了境外投资规模, 通过增持澳宝等物业公司和境外的房地产公司合作, 进行海外房地产开发业务; 目前, 公司境外房产开发业务分布在美国、澳大

利亚、荷兰、香港、澳门等 5 个国家和地区, 截至目前, 公司境外房产开发总面积 8 万平方米, 相对于公司国内业务规模小。截至 2015 年 9 月底, 公司海外在建项目为悉尼皮博区埃文路 1 号项目、悉尼 SUSSEX 街 286 项目和美国新泽西开发项目等, 计划总投资 20.44 亿元人民币, 已完成投资超过 5.58 亿元人民币。

销售方面, 2012~2014 年, 公司房产销售收入年均增长 22.01%, 2014 年实现 219.86 亿元。其中, 保障房开发实现收入 26.01 亿元, 较 2013 年减少 5.28 亿元, 主要系公司所承接的市级部分保障房项目规模较上年有所减少所致; 商品房开发实现收入 188.85 亿元, 较 2013 年增长 63.50%, 主要系公司建设的商品房项目逐步实现销售并达到结转标准所致; 商业地产项目开发实现收入 5.00 亿元, 较 2013 年减少 81.28%, 2013 年收入规模较大主要系 2012 年部分未达结转收入标准的项目于 2013 年进行结转所致。从售价来看, 2012~2014 年公司房地产售价稳步增长, 分别约为 1.24 万元/平方米、1.25 万元/平方米和 1.56 万元/平方米。

截至 2015 年 9 月底, 公司主要在建项目为首开紫郡一期洋房、高层项目、锦源项目、首开·领翔上郡等, 项目计划总投资 516.00 亿元, 截至 2015 年 9 月底已投资 285.01 亿元。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 4 截至 2015 年 9 月底公司主要在建商品房 (含商业地产) 项目 (单位: 亿元、万平方米)

项目名称	项目建设主体	规划面积	预计建设期	项目计划总投资	截至 2015 年 9 月底已投资额
香槟国际	福州中鼎投资有限公司	87.57	2011-2018	87.60	50.00
首开紫郡一期洋房、高层	贵阳首开龙泰房地产开发有限公司	146.67	2011-2018	62.34	8.66
锦源项目	海门源泰置业有限公司	98.43	2011-2019	53.48	14.36
首开·领翔上郡	厦门首开翔泰置业有限公司	44.12	2013-2017	50.35	29.74
首开·仙海龙湾	绵阳首开兴泰置业有限公司	60.00	2011-2020	50.00	8.15
香开新城	首开中庚(福州)房地产开发有限公司	44.53	2012-2016	47.99	38.87
太湖一号	苏州首开龙泰置业有限公司	53.53	2013-2017	43.92	22.54
孙河项目	北京首都开发股份有限公司首开志信分公司	17.12	2014-2017	43.30	30.42
首开常青藤	北京首开天成房地产开发有限公司	58.14	2008-2015	41.02	55.65
山湖一号	苏州依湖置业有限公司	57.09	2013-2016	36.00	26.62
合计	--	667.20	--	516.00	285.01

资料来源: 公司提供

保障房建设

公司主要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。2012~2014 年，公司保障性住房竣工面积分别为 36 万平方米、41.8 万平方米和 17.4 万平方米。

截至 2015 年 9 月底，公司在建保障房项目共计 5 个（详见下表），项目总投资 164.48 亿元，已投资 64.64 亿元。

表 5 截至 2015 年 9 月底公司在建保障房情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目建设主体	项目性质	规划面积	预计建设期	计划总投资	截至 2015 年 9 月底已投资额
旧宫公租房	北京首开保利仁泰置业有限公司	公租房	1.05	2014-2016	0.59	0.45
高井 2 号地	北京首开仁信置业有限公司	公租房	7.36	2014-2017	10.00	4.39
分钟寺桥西北侧回迁安置房（大绿地）	北京首开亿信置业股份有限公司	回迁安置房	36.00	2014-2018	99.56	16.80
顺义区李桥镇洼子村回迁安置房	北京首开亿信置业股份有限公司	定向安置房	6.87	2012-2015	6.88	3.10
中晟馨苑（西马坡政策性住房）	北京首开中晟置业有限责任公司	保障性住房	63.51	2013.-2018	47.45	39.90
合计			116.28	-	164.48	64.64

资料来源：公司提供

目前公司主要在建保障性住房项目为顺义新城第 12 街区西马坡政策性住房项目。该项目位于北京市顺义新城第 12 街区，规划用地面积 38.32 万平方米，规划总建筑面积 63.51 万平方米（含地下面积），该项目总投资 47.45 亿元，已于 2013 年 6 月开工，预计 2016 年竣工；截至 2015 年 9 月底，已累计完成投资超过 40 亿元。

项目储备

近年来，公司积极通过“招拍挂”方式获取土地资源，公司获取的土地主要有两种：一种是通过“招拍挂”方式获得出让土地，主要用于商品房开发；另一种是通过划拨方式取得的土地，主要为保障房建设专项用地，划拨土地方式是在符合保障房建设相关规定的前提

下以“招拍挂”方式划拨。

近几年，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杭州、大连、厦门、苏州、扬州、沈阳等经济较为发达的二三线城市。截至 2015 年 9 月底，公司土地储备合计 186.84 万平方米（计容建筑面积），总占地面积为 102.90 万平方米，已交出让金合计 126.79 亿元。

总体看，公司商品房开发项目分布在北京及二三线等重点城市，受房地产政策影响较大；但公司商品房开发以普通住宅和中档住宅为主，且公司作为北京市保障房建设骨干企业，公司房地产在施面积规模大，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。

3. 物业经营及管理

2012~2014 年公司物业经营及管理业务收入有所增长，分别为 8.82 亿元、9.45 亿元和 9.34 亿元。公司物业经营及管理业务主要由鸿城实业及首开股份经营；其中，物业经营业务主要由首开股份经营，包括酒店、写字楼、底商的经营；物业管理主要由鸿城实业经营，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。

物业经营方面，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 39.14 万平方米，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，公司办公楼出租率高，酒店物业的平均出租率较低，近几年公司主要自持物业租赁收入为公司提供了稳定的收入来源。另外，公司在美国、澳大利亚、香港等地拥有自持性物业面积约 3 万平方米。

表 6 2012~2014 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 (%)
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
2012 年	北京发展大厦	办公	5.20	10844	97
	北京宝辰饭店	酒店	3.40	5658	64
	北京丽亭华苑酒店	酒店	3.30	7804	67
	苏州太湖宝岛花园酒店	酒店	2.90	1582	32
	北京华宝大厦 5 号楼	办公	2.70	2865	97

资料来源：公司提供

物业管理方面，2012~2014 年公司物业管理收入分别为 6.73 亿元、7.18 亿元和 6.99 亿元。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，公司自持物业收入近年有所增长，已成为公司稳定的收入来源。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。该部分土地规模小，对公司收入影响不大。

5. 资产经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数分别为 100.28 次、40.94 次和 42.84 次，销售债权周转效率很高。存货周转次数有所波动，分别为 0.18 次、0.20 次和 0.21 次；受总资产规模较快增长影响，总资产周转次数呈下降趋势，分别为 0.19 次、0.19 次和 0.21 次。存货及总资产周转效率低。

总体看，公司整体经营效率一般。

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，公司未来两年计划投资总额约 1093 亿元，公司面临较大的资金压力。

表 7 公司未来三年计划投资情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
房地产开发板块	506.02	506.73
物业管理板块	6.78	6.97
物业经营板块（出租、客房、餐饮）	5.95	5.82
土地开发与转让板块	21.00	34.00
合计	539.75	553.52

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年 10 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。该项目预计总投资 47.45 亿元，截至 2015 年 9 月底，已累计完成投资超过 40 亿元。

截至目前，“15 首开 CP001”募集资金已全部用于项目，截至 2014 年底该项目实现预收款 13.6 亿元，销售情况良好。

九、财务分析

公司 2012~2014 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。2015 年三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 2014 年 12 月 31 日，公司子公司北京首开天鸿集团有限公司（以下简称“天鸿集团”）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；本强调事项不影响已发表的审计意见。

截至 2014 年底，天鸿集团资产总额 57.21 亿元，所有者权益 4.80 亿元；2014 年，实现营

业收入 2.96 亿元，利润总额 1.41 亿元。天鸿集团预收房款可于未来几年陆续确认收入。

2014 年，新纳入合并范围的公司共 7 家；不再纳入公司合并范围的公司共计 4 家。公司合并范围变动对财务数据的可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 1172.70 亿元，所有者权益 192.53 亿元（其中少数股东权益 77.06 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 234.24 亿元，利润总额 39.07 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1383.82 亿元，所有者权益 213.80 亿元（含少数股东权益 80.67 亿元）；2015 年 1~9 月公司实现营业收入 122.66 亿元，利润总额 27.22 亿元。

1. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入年均增长 21.04%。2014 年，公司实现营业收入 234.24 亿元，较上年增长 22.39%，增长主要来自房产销售板块（上涨 26.71%）。随着收入规模的扩大，公司营业成本也相应大幅增加，年均增幅 27.77%，高于营业总收入年均增幅。但 2014 年营业成本增幅略低于营业收入增幅，成本得到较好控制。

期间费用方面，2012~2014 年，公司销售费用波动中有所增长，年均上涨 3.54%，2014 年销售费用增长较快，主要由于广告宣传制作费和售楼处费用的增加所致。管理费用保持稳定，财务费用 2013 年较前一年有较大幅度下降，2014 年费用额较 2013 年略有上升。主要系由于公司自 2013 年起，所经营项目的利息资本化时点由开工后前移至拿地环节，购置土地的借款利息得以提前计入项目建设成本，大量符合要求的利息支出结转至项目建设成本，造成了 2013 年财务费用的大幅减少。

2012~2014 年，公司投资收益分别为 7.99 亿元、9.28 亿元和 10.35 亿元，年均增长率 13.86%，主要来自出资可供出售金融资产取得的投资收益。

2012~2014 年，公司利润总额快速增长，年均增长率为 20.26%，公司利润上涨主要来自于营业利润的大幅上涨，营业外收支占比较低，利润质量良好。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率基本保持稳定，分别为 29.04%、21.53% 和 23.61%。公司净资产收益率分别为 13.62%、12.89% 和 14.88%，公司盈利能力基本保持稳定。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 122.66 亿元，同比下降 10.00%。同期，实现利润总额 27.22 亿元，营业利润率为 33.31%。

总体看，近几年公司收入快速增长，利润规模持续平稳上升。2014 年营业成本得到较好控制，营业利润率略有上升，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增长。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2012~2014 年，随着公司经营规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均增长 9.59%，2014 年为 234.34 亿元；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金 65.87 亿元，主要是公司及子公司拿地借款及往来款等；2014 年公司经营活动现金流入量 300.23 亿元。公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，分别为 165.69 亿元和 76.93 亿元；其中，支付其他与经营活动有关的现金主要为土地竞买保证金的支付及往来款等，较上年下降 42.27%。由于经营活动现金流出的大幅减少，2014 年公司现金流较 2013 年明显改善，经营活动产生的现金流净额由 -84.08 亿元上升至 16.78 亿元。

从收入实现质量看，2014 年公司现金收入比为 100.04%，较 2013 年的 113.60% 有小幅下降，公司现金回收质量尚可。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流波动较大。投资活动现金净流量分

别为-3.75 亿元、2.86 亿元和-15.11 亿元。2014 年投资活动现金流出大幅上涨，主要与公司频繁收购和处置资产活动密切相关。2014 年，公司增加对首开股份投资 9952.05 万元以及投资 5600.00 万元成立鸿晟公司。公司收到、支付与其他投资活动有关的现金为收回、发放的委托贷款。

2012~2014 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 6.98 亿元、-81.23 亿元和 1.67 亿元。整体看，公司经营活动现金流不能满足投资需求。

筹资活动方面，公司主要通过银行借款筹集资金，近三年公司筹资活动现金流入规模较大且波动中有所增长，年均增长 5.51%，2014 年为 254.91 亿元。筹资活动现金流出以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为主，2014 年分别为 224.31 亿元和 44.08 亿元。2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 37.94 亿元、86.42 亿元和-14.17 亿元。2014 年筹资净额大幅下降，主要由于本期偿还债务大幅上涨。

2015 年 1~9 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 142.09 亿元，公司收到、支付其他与经营活动有关的现金分别 64.00 亿元和 61.51 亿元，主要为往来款；2015 年 1~9 月经营活动现金流量净额为-53.64 亿元。公司投资活动现金流量净额为 3.41 亿元，筹资活动现金流量净额为 69.17 亿元；公司筹资压力加大。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模较大，获现能力强，但受房地方开发规模持续上升及拿地规模波动影响，公司经营性净现金流波动性大；随着公司规模扩张，公司需对外筹资以满足项目施工及拿地资金需求。

3. 资产及债务结构

资产

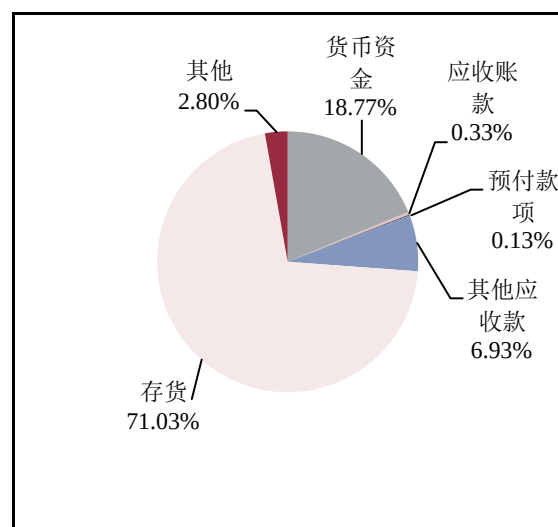
2012~2014 年，公司资产总额不断增长，年均增长率 14.44%。截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 1172.70 亿元，较上年增长 6.03%，

其中流动资产占比 89.54%，非流动资产占比 10.46%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均增长 14.52%，增长主要来自其他应收款和存货的增加。截至 2014 年底，公司流动资产合计 1050.08 亿元，其中存货、货币资金和其他应收款占比较高，分别为 71.03%、18.77%和 6.93%。

图 1 2014 年底公司流动资产构成



数据来源：公司财务报告

2012~2014 年，公司货币资金有所波动；截至 2014 年底，公司货币资金 197.15 亿元，较上年下降 5.97%。公司货币资金中，银行存款占 97.48%，剩余为现金和其他货币资金，其中受限资金 9.32 亿元，主要为履约保证金、按揭保证金等，占货币资金总额的 4.73%。总体看，公司货币资金较为充足，现金类资产中受限资金比例较低，对货币资金的使用效率影响较小。

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。2012~2014 年，公司其他应收款年均增长 57.20%；截至 2014 年底，公司其他应收款净额 72.78 亿元，较上年增长 81.40%，主要系资金往来款增长所致。2014 年底，公司其他应收款前五名主要为北京屹泰、首开置业、首开万科置业、首开万科和泰和首开住总，合计 39.95 亿元（占其他应收

款总额的 50.75%)，集中程度较高；公司其他应收款前五名账龄中以 1 年以内为主（占 49.38%）。2014 年，公司计提坏账准备 5.92 亿元，占其他应收款账面原值的 7.53%，计提比例较高。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 8 截至 2014 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	欠款时间	欠款原因
北京屹泰房地产开发有限公司	16.77	21.31	1年以内	首开股份，往来款
北京住总首开置业有限公司	6.76	8.58	1年以内	首开股份，往来款
北京首开万科置业有限公司	6.68	8.49	2年以内	首开股份，往来款
北京万科和泰置业有限公司	5.23	6.64	2年以内	首开股份，往来款
北京首开住总房地产开发有限公司	4.51	5.73	1年以内	首开股份，往来款
合计	39.95	50.75	-	-

数据来源：公司提供

受公司所处行业影响，公司存货规模大，2012~2014 年，公司存货年均增长 18.02%；截至 2014 年底，公司存货账面价值 745.92 亿元，较上年增长 5.54%，主要由于近几年公司房地产开发产品迅速上升所致。存货构成以房地产开发成本和房地产开发产品为主，分别占 80.89%和 19.03%。2014 年，公司计提跌价准备 2.94 亿元。总体看，存货中房地产开发成本和房地产开发产品所占比重大，未来变现受调控政策影响较大。

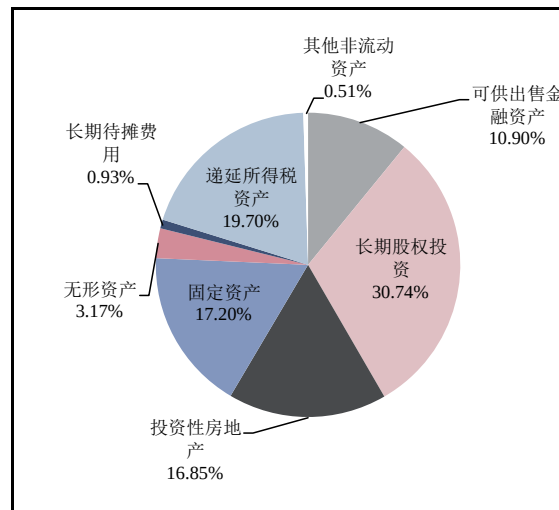
公司其他流动资产主要为预缴税费和委托贷款。2012~2014 年，公司其他流动资产年均下降 6.82%；截至 2014 年底，公司其他流动资产 23.63 亿元，较上年小幅增长 4.22%，构成较上年变化不大。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产年均增长

13.74%，主要源于可供出售的金融资产和投资性房地产的增加。截至 2014 年底，公司非流动资产 122.62 亿元，较上年增长 14.10%，主要包括长期股权投资（占 30.74%）、递延所得税资产（占 19.70%）、固定资产（占 17.20%）和投资性房地产（占 16.85%）。

图 2 2014 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司财务报告

根据 2014 年修订的《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》、《企业会计准则第 37 号—金融工具列报》的要求：对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的权益性投资，调整至可供出售金融资产。受此影响，调减长期股权投资 2014 年期初余额 9.32 亿元至可供出售的金融资产 2014 年期初余额。截至 2014 年底，公司可供出售的金融资产为 13.37 亿元，主要是对北京新奥集团有限公司、北京城市轨道交通股份有限公司等的权益性投资。截至 2014 年底，公司长期股权投资 37.70 亿元，主要是对国奥投资、北京朗泰房地产开发有限公司等联营企业的投资。

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。2012~2014 年，公司投资性房地产快速增长，年均增长 67.10%；截至 2014 年底，公司投资性房地产账面价值 20.66 亿元，较上年

增加 5.56 亿元，主要系购入租赁及物业经营业务房产所致。2014 年底，累计折旧及摊销合计 3.57 亿元。

2012~2014 年，公司固定资产年均增长 4.03%。截至 2014 年底，公司固定资产原价合计 31.21 亿元，其中房屋及建筑物占 89.74%。累计折旧共计 9.75 亿元，计提固定资产减值准备 0.37 亿元，账面价值 21.09 亿元。

2012~2014 年，公司递延所得税资产年均增长 16.99%；截至 2014 年底，公司递延所得税资产 24.15 亿元，较上年增长 13.01%，以应付未付款及预收账款预缴所得税为主。

截至 2015 年 9 月底，公司资产合计 1383.82 亿元，较 2014 年底增长 18.00%，主要系其他应收款及存货增长所致；从资产结构来看，流动资产占总资产比重较上年略有增长，达 90.78%。流动资产中，其他应收款 133.49 亿元，较 2014 年底增加 68.30 亿元，主要系与关联方往来款增加所致。截至 2015 年 9 月底，公司非流动资产 127.56 亿元，较 2014 年底增加 4.95 亿元，原因为新增 5.00 亿元长期应收款（与北京尚泰信华房地产开发有限公司、北京锦泰房地产开发有限公司、北京万信房地产开发有限公司、北京知泰房地产开发有限公司等联合经营公司资金往来以及投标保证金）。

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 2014 年底，公司（合并口径）所有权及使用权受限资产的账面价值总和 104.04 亿元，占其资产总额的 8.87%。

总体来看，公司资产规模稳定增长，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。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益年均增长

12.48%。截至 2014 年底，公司所有者权益 192.53 亿元，较上年增长 8.52%，主要来自未分配利润的增长。其中，公司资本公积 41.69 亿元，较上年下降 2.63%，系根据 2014 年修订的《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》的要求，将资产负债表中原资本公积列示的可供出售金融资产公允价值变动部分及被投资单位以后将重分类进损益的其他综合收益中享有的份额调整至其他综合收益所致。同时，将资产负债表中外币报表折算差额调整至其他综合收益，截至 2014 年底，公司其他综合收益 3.17 亿元。

所有者权益结构方面，2014 年底，公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 11.52%和 36.10%，较去年占比均有所下降，未分配利润占比较高，达 49.20%，公司所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益 243.80 亿元，较上年底增加 51.27 亿元，主要系未分配利润增加 18.44 亿元及新增其他权益工具 30 亿元（为首开股份发行的 30 亿元永续债券）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，公司所有者权益以实收资本及未分配利润为主，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。

负债

2012~2014 年，公司负债规模不断增长，年均增长 14.84%，主要是应付账款、一年内到期的非流动负债的增加；截至 2014 年底，公司负债合计 980.17 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 73.18%和 26.82%，流动负债占比较高。

2012~2014 年，公司流动负债年均增长 19.94%，主要是应付账款和一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2014 年底，公司流动负债 717.32 亿元，其中以预收账款（占 35.83%）、一年内到期的非流动负债（占 29.20%）、其他

应付款(占 12.14%)和其他流动负债(占 9.28%)为主。

2012~2014 年,公司短期借款逐年下降,年均下降 13.80%。截至 2014 年底,公司短期借款 27.43 亿元,其中,保证借款占 36.46%,信用借款占 63.54%。

公司应付账款主要是应付材料费用及外包工程劳务费用。2012~2014 年,公司应付账款年均增长 50.42%;截至 2014 年底,公司应付账款 51.70 亿元,较上年增长 59.33%,主要系工程建设投入增长所致。从账龄来看,1 年以内的占 62.54%,1~2 年占 16.84%,2~3 年占 6.44%,3 年以上占 14.18%,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。2012~2014 年,公司预收款项年均增长 9.35%;截至 2014 年底,公司预收款项 257.00 亿元,较上年小幅增长 0.37%。公司账龄超过 1 年的预收款项(占 38.72%)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预收定金、房改售房款、市政道路财政拨款、往来款等。2012~2014 年,公司其他应付款有所波动,年均增长 1.97%;截至 2014 年底,公司其他应付款 87.06 亿元,较上年下降 5.24%,主要系往来款有所减少所致。主要债权单位为保利首开兴泰、北京市土地储备中心西城分中心等。

2012~2014 年,公司一年内到期的非流动负债快速增长,年均增长 64.48%。截至 2014 年底,公司一年内到期的非流动负债 209.48 亿元,较上年增长 73.60%,主要系一年内到期的长期借款(占 98.47%)大幅增长所致。

2012~2014 年,公司其他流动负债较快增长,年均增长 16.97%。截至 2014 年底,公司其他流动负债 66.57 亿元,较上年增长 22.32%,主要系短期融资券和预提项目土地增值税增长

所致。2014 年底,短期融资券共计 10 亿元,已计入全部债务。

2012~2014 年,公司非流动负债波动中有所增长,年均增长 3.66%。截至 2014 年底,公司非流动负债 262.85 亿元,较上年下降 19.63%,主要由于长期借款的减少所致。公司非流动负债构成以长期借款(占 78.27%)和应付债券(占 19.09%)为主。

2012~2014 年,公司长期借款波动增长,年均增长 9.07%。截至 2014 年底,公司长期借款 205.73 亿元,较上年减少 79.54 亿元,主要系质押借款下降,且 2015 年到期的长期借款较多,由长期借款转出所致。公司长期借款主要由保证借款(占 47.36%)、信用借款(占 32.65%)和抵押借款(占 19.26%)构成。

2012~2014 年,公司应付债券波动下降,年均下降 12.05%。截至 2014 年底,公司应付债券 50.18 亿元,较上年增加 14.37 亿元,主要系公司新增发债“14 首开 01 债”和“14 首开 02 债”(共计 16.50 亿元)所致。公司应付债券中包括 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 16 亿元 7 年期“12 首开债”以及 2014 年新发行的 6.5 亿元 7 年期“14 首开 01 债”和 10 亿元 7 年期“14 首开 02 债”。

截至 2015 年 9 月底,公司负债合计 1140.03 亿元,较 2014 年底增长 16.31%。其中流动负债减少 28.45 亿元,非流动负债增加 188.31 亿元。流动负债的减少主要体现在一年内到期的非流动负债的减少(较 2014 年底减少 91.34 亿元),主要系一年内到期的长期借款减少所致。截至 2015 年 9 月底,公司负债结构仍以流动负债为主,占 60.43%,非流动负债占 39.57%。

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。随着业务规模的扩张,公司债务规模逐年上升,近三年年均增长

18.30%，截至 2014 年底，公司债务总额 502.82 亿元，其中短期债务占 49.10%，长期债务占 50.90%。2015 年 9 月底，公司全部债务为 636.32 亿元，债务规模进一步扩张。2012 年至 2015 年 9 月底，公司资产负债率波动增长，分别为 83.00%、83.96%、83.58%和 82.38%；全部债务资本化比率波动增长，分别为 69.83%、72.65%、72.31%和 72.30%；长期债务资本化比率波动下降，分别为 60.98%、64.41%、57.07%和 64.57%。整体看，公司债务规模快速增长，债务负担较重。同时，考虑到首开股份发行的 30 亿元永续债，该期债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，故本报告将该笔债券计入有息债务中计算，则 2015 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 82.76%、73.21%和 66.05%，公司债务负担加重。

总体看，近几年公司负债规模持续扩张，负债结构以流动负债为主，预收款居多；但公司有息债务规模也呈快速增长趋势，公司债务负担较重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年底，公司流动比率分别为 160.57%、166.00%和 146.39%，公司流动资产中存货占比大，速动比率分别为 53.17%、48.51%和 42.40%；公司经营现金流流动负债比分别为 3.00%、-13.98%和 2.34%。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。

从长期偿债能力指标看，受益于利润的增加，公司 EBITDA 稳步增长，2012~2014 年分别为 40.74 亿元、39.61 亿元和 50.70 亿元；受公司债务规模较快增长影响，公司全部债务/EBITDA 呈波动上升趋势，分别为 8.64 倍、11.90 倍和 9.92 倍；EBITDA 利息倍数分别为 1.71 倍、1.16 倍和 1.27 倍。总体看，公司整体偿债指标一般。

截至 2014 年底，公司及下属子公司对外担保金额合计 68.68 亿元，担保比率为 44.53%。被保企业主要为中信国安、建工集团、住总集团等，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，但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。

表 9 截至 2014 年底公司对外担保情况

(单位: 亿元)

被担保单位	担保金额	担保方式	到期日	担保对象状况
中信国安	28.00	信用担保	共 8 笔 2017.01.21	正常经营
建工集团	16.44	信用担保	共 4 笔 2018.11.30	正常经营
城乡集团	6.00	信用担保	共 2 笔, 2015.4.8	正常经营
住总集团	7.00	信用担保	共 4 笔, 2015.1.16	正常经营
保利首开兴泰	4.95	信用担保	共 2 笔, 2018.8.22	正常经营
宝信实业发展公司	3.15	信用担保	共 2 笔, 2016.8.13	正常经营
北京长阳兴业投资发展有限责任公司	1.60	信用担保	无固定期限	正常经营
苏江聚富	0.60	信用担保	2015.2.18	正常经营
白俄罗斯北京饭店	0.56	信用担保	2028.8.25	正常经营
北京城市铁路股份有限公司	0.38	信用担保	2041.12.31	正常经营
合计	68.68			

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年 9 月底，公司共获得授信额度总量为 715.31 亿元，未使用 465.68 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。

公司于 2015 年 9 月发行了 1 年期短期融资券“15 首开 CP001”7 亿元，2014 年及 2015 年 9 月底，公司现金类资产分别为 197.15 亿元和 264.80 亿元，分别为“15 首开 CP001”发行额度的 28.16 倍和 37.83 倍。2014 年公司经营活动现金流入量为 300.23 亿元，为“15 首开 CP001”发行额度的 42.89 倍。公司现金类资产及经营性现金流入量规模大，对“15 首开 CP001”的保障程度好。

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 3 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。

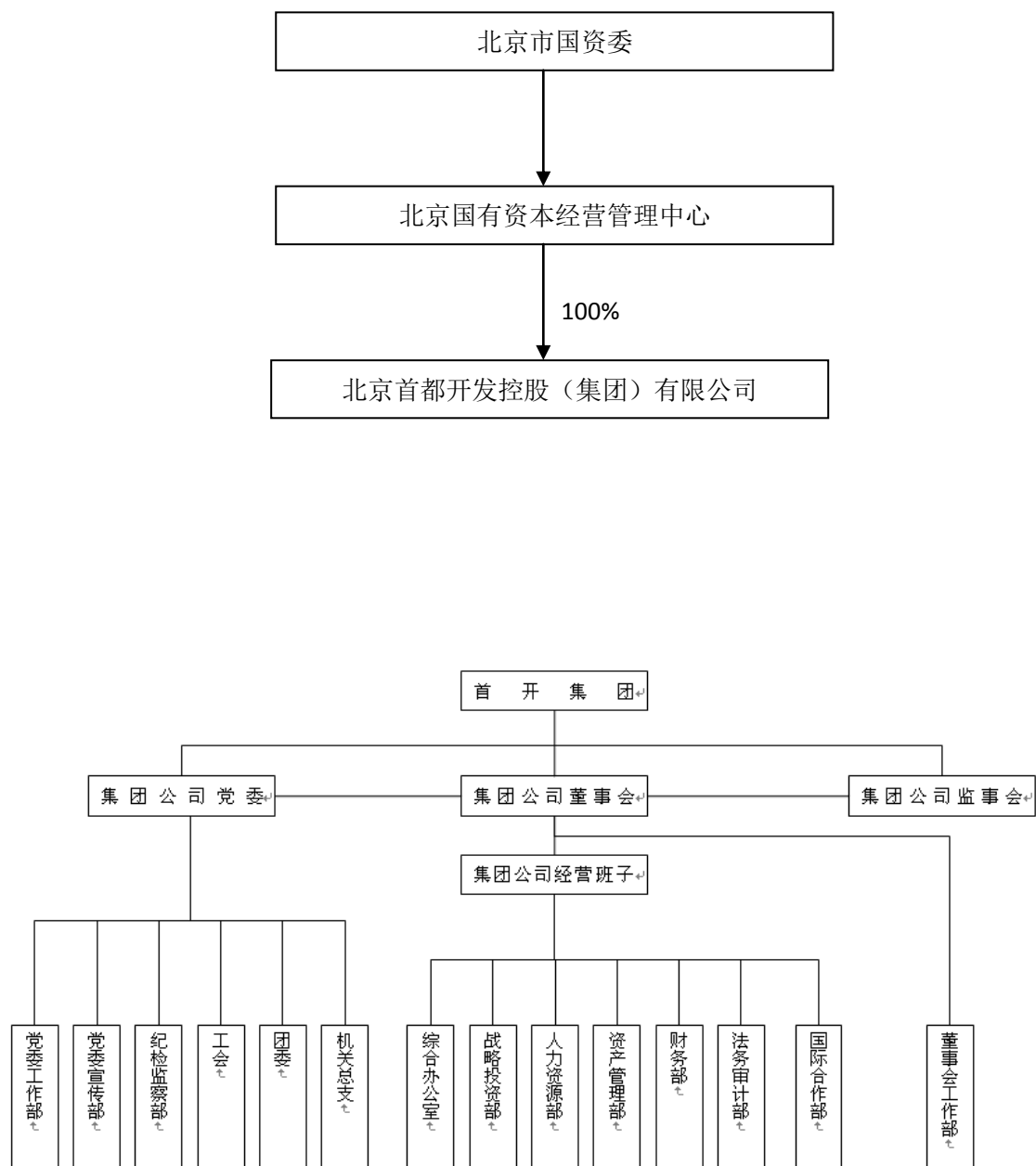
6. 抗风险能力

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。

十、结论

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。

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	15 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	203.24	209.66	197.15	264.80
资产总额(亿元)	895.41	1105.99	1172.70	1383.82
所有者权益(亿元)	152.18	177.42	192.53	213.80
短期债务(亿元)	114.35	150.19	246.90	192.06
长期债务(亿元)	237.82	321.08	255.91	444.26
全部债务(亿元)	352.16	471.27	502.82	636.32
营业收入(亿元)	159.87	191.38	234.24	122.66
利润总额(亿元)	27.01	29.74	39.07	27.22
EBITDA(亿元)	40.74	39.61	50.70	--
经营性净现金流(亿元)	14.97	-84.08	16.78	-53.64
财务指标				
销售债权周转次数(次)	171.30	40.94	42.84	--
存货周转次数(次)	0.35	0.20	0.21	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.19	0.21	--
现金收入比(%)	122.04	113.60	100.04	115.85
营业利润率(%)	29.04	21.53	23.61	33.31
总资本收益率(%)	6.22	7.37	8.51	--
净资产收益率(%)	13.62	12.89	14.88	--
长期债务资本化比率(%)	60.98	64.41	57.07	64.57
全部债务资本化比率(%)	69.83	72.65	72.31	72.30
资产负债率(%)	83.00	83.96	83.58	82.38
流动比率(%)	160.57	166.00	146.39	182.37
速动比率(%)	53.17	48.51	42.40	64.17
经营现金流动负债比(%)	3.00	-13.98	2.34	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.71	1.16	1.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.64	11.90	9.92	--

注：1、公司 2015 年三季度财务数据未经审计；2、2015 年 9 月底公司所有者权益中包含 30 亿元永续债。

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

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。

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