

# 信用等级通知书

[2017]跟踪0378

信评委函字

号

## 北京首都创业集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；

维持“14首创集团永续期债01/14首创01”、“14首创集团永续期债02/14首创02”、“16首创集团永续期债01/16首创01”和“16首创集团永续期债02/16首创02”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司  
信用评级委员会

二零一七年六月二十八日

# 北京首都创业集团有限公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体 北京首都创业集团有限公司  
 本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定  
 上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

## 存续债券/债务融资工具列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
14 首创集团永续期 债 01/14 首创 01	20	永续期	AAA	AAA
14 首创集团永续期 债 02/14 首创 02	10	永续期	AAA	AAA
16 首创集团永续期 债 01/16 首创 01	25	永续期	AAA	AAA
16 首创集团永续期 债 02/16 首创 02	15	永续期	AAA	AAA

## 概况数据

首创集团 (合并口径)	2014	2015	2016
总资产 (亿元)	1,851.08	2,231.77	2,540.58
所有者权益合计 (亿元)	414.69	451.51	551.10
总负债 (亿元)	1,436.39	1,780.27	1,989.48
总债务 (亿元)	815.05	1,144.67	1,213.60
营业总收入 (亿元)	237.83	309.95	380.31
净利润 (亿元)	26.56	30.15	27.43
EBIT (亿元)	67.04	75.89	78.83
EBITDA (亿元)	81.90	94.93	104.51
经营活动净现金流 (亿元)	-93.74	-106.57	31.35
营业毛利率(%)	27.37	20.61	17.54
总资产收益率(%)	4.26	3.78	3.30
资产负债率(%)	77.60	79.77	78.31
总资本化比率(%)	66.28	71.71	68.77
总债务/EBITDA(X)	9.95	12.06	11.61
EBITDA 利息倍数(X)	1.69	1.57	1.73
首创集团 (母公司口径)	2014	2015	2016
总资产 (亿元)	284.12	357.61	327.69
所有者权益合计 (亿元)	53.58	55.98	95.28
总负债 (亿元)	230.54	301.62	232.41
总债务 (亿元)	222.53	277.92	220.19
营业总收入 (亿元)	0.35	7.01	16.71
净利润 (亿元)	-3.06	-7.09	10.40
EBIT (亿元)	10.08	6.90	22.94
EBITDA (亿元)	10.21	7.03	23.09
经营活动净现金流 (亿元)	0.63	10.13	-1.06
营业毛利率(%)	94.15	32.79	4.57
总资产收益率(%)	3.92	2.15	7.00
资产负债率(%)	81.14	84.34	70.92
总资本化比率(%)	80.59	83.23	69.80
总债务/EBITDA(X)	21.79	39.54	9.54
EBITDA 利息倍数(X)	0.78	0.50	1.84

注：1、公司各年度财务报告均按照新会计准则编制；2、为计算债务规模，中诚信国际将合并口径的其他流动负债和长期应付款科目中的有息负债分别调整至交易性金融负债和长期借款科目。

## 分析师

项目负责人：付晓东 xdfu@ccxi.com.cn

项目组成员：付一歌 ygf@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 6 月 28 日

## 基本观点

中诚信国际维持北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“14 首创集团永续期债 01/14 首创 01”、“14 首创集团永续期债 02/14 首创 02”、“16 首创集团永续期债 01/16 首创 01”和“16 首创集团永续期债 02/16 首创 02”的债项信用等级为 AAA。

2016 年以来，公司主要业务板块在行业内处于领先地位，竞争实力较强；融资渠道日益多元化且收入规模保持快速增长；同时中诚信国际也关注到公司面临一定的房地产市场风险、债务规模较大、未来存在一定的资本支出压力、经营性业务利润亏损等因素对公司经营和整体信用水平的影响。

## 优势

- **突出的行业地位和竞争优势。**目前公司主要业务板块在行业内均处于领先地位，竞争实力较强；同时，公司代表北京市政府承担了众多政策性投资项目，公司地位比较突出。
- **融资渠道日益多元化。**近年来公司通过银行借款、发行债券等方式，在一定程度上能满足项目配套资金需求；公司持有北京首创股份有限公司（以下简称“首创股份”，证券代码 600008）、首创置业股份有限公司（以下简称“首创置业”，证券代码 02868.HK）等多家上市公司股权，资本市场直接融资能力较强，能为后续项目投资提供较好的资金支持。
- **收入规模保持快速增长。**2016 年，得益于房地产板块良好的销售情况，公司实现营业总收入 380.31 亿元，较上年增长 22.70%。此外，随着基础设施投资板块在建项目的陆续完工，公司收入规模有望进一步增长。

## 关注

- **房地产市场风险。**房地产开发业务占公司主营业务收入及利润比重较大，近年来国家针对房地产市场相继出台一系列宏观调控政策，对公司业务运营稳定性造成一定影响。
- **债务规模较大，未来存在一定的资本支出压力。**截至 2016 年末，公司合并口径和母公司债务负担较重，财务杠杆高；同时，公司存在 70 亿元的可续期债务计入了其他权益工具。未来公司在房地产开发、基础设施等领域有较大规模的资金投入，还承担着北京市政府指导性项目的投资任务，存在一定的资本支出压力。
- **经营性业务利润呈亏损状态。**2016 年，公司经营性业务利润仍然呈亏损状态，主要系期间费用对利润的侵蚀以及城市交通业务无法实现盈利所致。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。此次为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“14 首创集团永续期债 01/14 首创 01”和“14 首创集团永续期债 02/14 首创 02”共计募集 30 亿元资金，募投项目均为北京地铁十四号线项目 B 部分的投资建设。目前北京地铁十四号线已经部分建成通车。截至目前，两期债券募集的 19.75 亿元资金，已全部用于北京地铁十四号线的项目建设中。

“16 首创集团永续期债 01”和“16 首创集团永续期债 02”共计 40 亿元企业债券，募投项目为石景山区西黄村棚户区改造土地开发项目。截至目前，两期债券募集的 40 亿元资金，已经全部用于石景山区西黄村棚户区改造土地开发项目。

## 基本分析

### 公司基础设施投资板块发展稳健，竞争实力较强

公司基础设施投资板块主要包括以首创股份为核心的公用事业、以地铁和高速为主的城市交通类投资业务。

#### 公用事业（环保产业）

公司公用事业类业务运营主体为首创股份，其核心业务包括供水、污水处理、垃圾处理等。首创股份成立于 1998 年 8 月，是以首创集团作为主发起人，联合北京市国有资产经营公司、北京市综合投资公司、北京旅游集团有限责任公司、北京国际电力开发投资公司共同发起设立的公司。2000 年，首创股份发行 3 亿 A 股并在上海证券交易所上市，2006 年 4 月首创股份完成股权分置改革。截至 2016 年末，公司持股比例为 54.32%。

供水业务方面，首创股份通过与地方企业共同设立供水公司及收购地方供水企业股权等方式参与多个供水项目，除直接持股外，公司还与法国通用

水务公司合资成立通用首创水务投资有限公司，对宝鸡威创水务公司、深圳水务（集团）有限公司和渭南通创水务公司等进行投资。2016 年公司新增两个在建供水项目，分别是广元市白龙水厂 BOT 项目和淮南市毛集实验区自来水厂采购投资人项目，预计建成后新增供水能力 25 万吨/日。随着公司原有项目扩建，2016 年公司供水能力同比提高 1.84% 至 1,053.17 万立方米/日，供水量同比提高 4.71% 至 17.34 亿立方米，售水量同比提高 9.10% 至 15.11 亿立方米。得益于运营管理水平提高，2016 年公司产销差为 18.37%，同比下降 2.10 个百分点。2016 年，首创股份供水价格基本与上年持平，实现自来水生产和销售收入 11.03 亿元，较上年同期增长 26.67%。

表 1：2014 年~2016 年公司供水业务运营情况

年度	供水能力 (万立方米/日)	供水量 (亿立方米)	售水量 (亿立方米)	产销差率 (%)
2014	933.33	15.50	13.01	16.06
2015	1,034.10	16.56	13.85	16.36
2016	1,053.17	17.34	15.11	18.37

资料来源：首创股份

污水处理方面，首创股份通过 BOT、收购兼并及委托运营等方式逐步开拓污水处理市场，通过签约 PPP 项目扩大市场区域，目前公司污水处理业务以及环保建设业务分布于 19 个省份，共计 78 个城市，截至 2016 年末，公司拥有 59 个污水处理项目。2016 年公司污水处理能力为 935.00 万立方米/日，同比提高 10.72%；同期污水处理量为 18.84 亿立方米，同比提高 17.02%；同期污水回收率为 96.58%，同比增加 2.18 个百分点。随着污水项目的持续扩张，首创股份污水处理能力不断提升。

表 2：2014 ~2016 年公司污水业务运营情况

年度	污水处理能力 (万立方米/日)	污水处理量 (亿立方米)
2014	850.00	16.94
2015	844.44	16.10
2016	935.00	18.84

资料来源：首创股份

污水处理价格方面，2016 年首创股份子公司临沂首创水务有限公司、安庆首创水务公司、淮南首创水务有限公司和北京首创东坝水务有限责任公司进行污水处理价格调整，上调幅度在 0.02 元/吨

~0.4 元/吨。2016 年公司污水处理平均价格为 1.10 元/吨，主要客户是地方政府。2016 年，首创股份实现污水处理收入 12.05 亿元，同比增长 14.63%。

2016 年，首创股份通过收购四川青石建设有限公司（以下简称“青石建设”），新增建筑工程施工总承包壹级资质以及市政公用工程施工总承包壹级资质。2016 年，首创股份完成水务工程 14 个，新增污水处理能力 90.56 万立方米/日。截至 2016 年末，首创股份在建工程项目 37 个，全部为 BOT 项目，建成后预计新增污水处理 141.37 万吨/日。

固废处理业务方面，首创股份通过投资、收购等方式扩大在固废处理行业的影响力。目前，首创股份固废处理业务的运营主体主要为下属全资子公司湖南首创投资有限责任公司（以下简称“湖南首创”）和控股公司首创环境控股有限公司（以下简称“首创环境”）。

湖南首创以 TOT、BOT 模式运营 7 个固废处理项目，截至 2016 年末已有全部项目处于运营状态。随着新建项目逐步投入运营，湖南首创垃圾处理能力不断提升，截至 2016 年末湖南首创垃圾处理能力为 1,710 吨/日。湖南首创垃圾处理量也呈较快增长，2016 年为 47.11 万吨，同比增加 41.30%。

表 3：截至 2016 年末湖南首创固废处理项目情况

项目名称	开始运营时间	运营期限(年)	处理价格(元/吨)
醴陵垃圾填埋场	2010.10	25	116.00
岳阳垃圾填埋场	2013.08	29	180.45

表 5：截至 2016 年末首创环境在建拟建项目情况

项目名称	持股比例	处理能力(吨/日)	总投资(亿元)	已投资(亿元)
扬州餐厨垃圾处理项目	100%	200	1.51	1.20
惠州生活垃圾焚烧发电项目(新建)	97.85%	1,600	7.00	0.00
湖北潜江生活垃圾焚烧发电项目	85%	900	2.60	0.00
新乡生活垃圾焚烧发电厂	70%	1,500	6.20	0.00
贵州都匀生活垃圾焚烧发电项目	95%	900	3.47	0.95
黑龙江伊春生物质发电项目	--	600	3.49	0.00
杭州萧山餐厨垃圾处理项目	70%	400	3.00	0.25
浙江宁波厨余垃圾处理项目第一期	--	400	3.00	0.00
江西瑞金生活垃圾焚烧发电项目第一期	51%	400	2.00	0.00
江西高安生活垃圾焚烧发电项目	60%	600	3.30	0.19
合计	--	7,500	35.57	2.59

资料来源：首创股份

凤凰垃圾填埋场	2014.01	28	172.00
华容垃圾填埋场	2012.01	26	161.50
湘西台儿冲垃圾填埋场	2010.03	26	70.00
张家界煤炭湾垃圾项目	2015.10	30	56.00
津市垃圾填埋项目	2016.01	20	67.60

资料来源：首创股份

表 4：2014~2016 年湖南首创固废处理运营情况

年度	处理能力(吨/日)	处理量(万吨)
2014	1,610	31.36
2015	1,260	33.34
2016	1,710	47.11

资料来源：首创股份

首创环境前身为新环保能源控股有限公司。根据 2014 年 5 月 27 日《首创环境控股有限公司（前称新环保能源控股有限公司）更改公司名称及股份简称》的公告，新环保能源控股有限公司更名为首创环境控股有限公司，股份中文简称变更为首创环境，股票代码 03989.HK。首创股份通过首创（香港）有限公司持有首创环境股权比例为 66.91%。

截至 2016 年末，首创环境运营中的项目有 6 个，其中试运营项目有 4 个，南昌泉岭生活垃圾焚烧发电厂项目为首创环境代表项目，固废处理能力达 1,200 吨/日，全年可处理 438,000 万吨。

截至 2016 年末，首创环境下属已运营生活垃圾焚烧发电项目以及生活垃圾填埋项目的垃圾处理能力共计为 4,898 吨/日；此外，首创环境持有江苏苏北废旧汽车家电拆解再生利用有限公司 55.00% 股份，该项目拥有年拆解废旧家电 200 万台、报废汽车 5 万台的能力。

在建及拟建项目方面，截至 2016 年 3 月末，首创环境共有在建、拟建项目 10 个，总投资达 35.57 亿元，已投资 2.59 亿元，项目建设计划的实施使公司面临一定的投融资压力。随着在建及拟建项目的投入运营，固废处理业务有望成为首创股份新的利润增长点。

## 城市交通

公司城市交通业务主要包括对区域内高速公路、地铁等基础设施的投资建设和运营。公司负责京通快速路、京津高速（天津段）、北京地铁四号线、大兴线、十四号线及十六号线的运营。

京通快速路于 1995 年 12 月建成通车，全长 18.4 公里，为全立交、全封闭、收费式快速路，公司拥有其 30 年收费权，持股比例为 100%。在北京东部地区经济快速发展及道路日趋拥挤的情况下，京通快速路通行费收入保持稳定，2016 年，公司实现通行费收入 3.93 亿元，且营业毛利率均保持在 65% 以上；同期，公司收到京通快速路专项补贴 1.40 亿元，为公司贡献较为丰厚的利润。目前，京通快速路车流量已处于超负荷状态，车流量及通行费收入增长空间不大，同时人力等成本持续上涨，导致京通快速路利润空间被压缩。

京津高速是国家干线公路网规划的重要组成部分，是交通部规划的连接京津两市南、北、中三条高速公路中的北通道。京津高速北京段的 34.11 公里由北京市首都公路发展集团有限公司出资修建；天津境内的 101 公里主线、43 公里的联络线及连接新建港口的集疏港道路 6.8 公里路段由首创集团、天津高速公路投资发展公司、天津世纪高速公路建设发展公司等共同出资组建的天津京津高速公路有限公司（以下简称“京津高速公司”）出资修建，并承担京津高速（天津段）建成通车后的收费运营管理，公司持有京津高速公司 60% 的股权。

京津高速于 2008 年 7 月建成并全线通车，极大的缓解了京津两地交通紧张的局面。截至 2016 年末，京津高速（天津段）累计实现通行费收入 4.62 亿元，车流量累计 1,442 万辆次。然而中诚信国际同时关注到，受京津高铁的通车运营对京津高速

（天津段）分流、近年来京津高速通行费收入有所下滑。

北京地铁四号线由北京京港地铁有限公司（以下简称“京港地铁”）负责运营，公司持股 49%。京港地铁负责投资运营北京地铁四号线及其南延长线。北京地铁四号线线路全长 28.65 公里，工程总投资约 153.8 亿元，共设 24 座车站，于 2009 年 9 月正式通车运营。2013 年公司与北京市基础设施投资有限公司<sup>1</sup>签定一致行动协议，实现对京港地铁的实际控制，因此将京港地铁纳入合并范围。2016 年，京港地铁公司取得票务收入 11.72 亿元，取得政府补贴 22.75 亿元。

2012 年 11 月，京港地铁以 PPP 方式取得了北京地铁十四号线的投资建设权，负责 B 部分的投资建设。根据特许经营协议，京港地铁在地铁十四号线 B 部分初期总投资 150 亿元，其中包括资本金 50 亿元，公司需按比例出资 24.5 亿元；剩余 100 亿元通过融资解决。北京地铁十四号线是北京铁路网中一条超长 L 型线路，全长 47.3 公里，共设车站 37 座。全部建设内容分为 A、B 两部分：A 部分主要包括洞体和车站结构等土建工程；B 部分主要包括车辆、信号及机电设备等。2016 年，北京地铁十四号线实现累计车票收入 3.88 亿元，累计客流量为 1.91 亿人次，较上年增长较多。

公司负责北京地铁十六号线的运营。北京地铁十六号线全长约 49.80 公里，共设 29 站。2016 年 12 月 31 日，北京地铁十六号线北段包括从北安河占至西苑站开通试运营。未来，公司还有望加入新机场线等项目的投资建设中，公司将面临一定投资压力，但项目建成后产生的经济效益和社会效益将增强公司竞争实力。

2016 年以来，公司基础设施投资板块各项业务发展稳定，未来随着在建拟建项目的投入使用，将进一步增加公司的盈利能力。同时，中诚信国际也关注到在建拟建项目的资本支出压力仍然较大。

## 公司房地产业务着力打造中高端产品系列，销售业绩良好，同时公司土地储备充足且区

<sup>1</sup> 北京市基础设施投资有限公司持有京港地铁 2% 的股权。

## 位优势明显，为其未来经营业绩的保持奠定基础；同时中诚信国际也关注到奥特莱斯业务拓展快速及房地产在建拟建项目较多，或对公司形成一定资金支出压力

首创置业是公司房地产业务的核心载体，于 2003 年 6 月在香港联合交易所主板上市，其综合实力位居中国地产业前列，且在房地产市场拥有较高的知名度和品牌影响力。截至 2016 年末，公司对其持股比例为 54.47%。首创置业以北京为基地，自成立以来在北京地区累计开发规模超过 400 万平方米，总投资超过 300 亿元。

项目开发方面，2016 年首创置业适当的减缓项目的开发节奏，当年新开工面积 246 万平方米，同比减少 10.87%；同期，竣工面积 340 万平方米，同比增长 14.86%，完工项目主要包括天津国际半岛、天津首创城、重庆首创城、成都光和城等 23 个项目。截至 2016 年末，首创置业主要在建项目共有 24 个，建筑面积合计 840.69 万平方米，主要分布在北京、天津、上海、西安等一、二线城市，区位布局优势明显。项目投资方面，截至 2016 年末已完成投资 527.32 亿元，尚需投资 179.12 亿元，资本支出压力较大。

从销售区域来看，首创置业房地产销售仍主要来自于北京、天津、上海、重庆、成都等五大核心城市以及澳洲市场。2016 年，公司在上述区域城市实现的签约合同销售金额约 430.9 亿元，合计占比比较上年继续提升 7.65 个百分点至 94.68%。

表 6：2014-2016 年首创置业运营情况

项目	2014	2015	2016
新开工面积（万平方米）	274.0	276.0	246.0
竣工面积（万平方米）	198.3	296.0	340.0
签约面积（万平方米）	249.5	278.0	226.0
签约收入（亿元）	246.8	325.0	455.0

资料来源：公司提供

土地储备方面，2016 年，首创置业继续深耕五大核心城市和澳洲市场，当期新获取 13 个项目，新增土地储备建筑面积合计 166 万平方米，其中五大核心城市及澳洲区域占比 70.57%。近年核心区域土地出让价格上涨，使其平均楼面地价持续上扬，2016 年新获取土地楼面均价为 13,163 元/平方米，

同比上涨 49.85%。截至 2016 年末，公司拥有土地储备总建筑面积 1,112 万平方米，约 79% 为发展物业、21% 为投资性物业及其他。

土地开发方面，首創置業主要從事土地一級開發業務，以較低成本獲取優質土地資源，截至 2016 年末，已完成收購東環鑫融持有的首創大廈和鑒金置業持有的北京石景山西黃村的土地一級開發（棚戶區改造）。此外，2016 年首創置業成功獲取呼家樓棚戶區改造、平谷區大興莊土地一級開發等項目，其中呼家樓棚戶區改造項目位於北京市 CBD 核心區域，占地 24 公頃，首創置業土地一級開發業務拓展較好，有利於進一步增強公司整體競爭實力。

除传统的高端住宅外，首创置业还积极探索新的业务模式，包括“地产+奥特莱斯”、“地产+旅游”、“园区+地产”、教育地产、养老地产等新型地产业务。2016 年以来，首创置业整合了旗下奥特莱斯业务，并实现统一管理，项目拓展快速。2016 年 7 月，首创置业股东大会批准将已开业的房山、湖州、昆山三家奥特莱斯注入其子公司首创钜大有限公司（以下简称“首创钜大”，证券代码 HK1329）。截至 2017 年 1 月末，首创置业旗下商业地产平台首创钜大通过公开市场、股权合作等多种方式，相继取得西安、郑州、济南、合肥和重庆五个奥特莱斯项目，已布局全国 13 个城市，布局城市数量全国第一，并通过整合实现了奥特莱斯项目统一运作管理。2016 年，首创钜大已开业运营的房山、万宁、湖州及昆山四家奥特莱斯共实现营业收入 24 亿元，同比增长 17%；年客流量达 1,900 万人次，同比增长 22%，实现了运营业绩的持续提升。中诚信国际认为，公司奥特莱斯业务的拓展有利于分散业务集中度风险，但对公司的资金支出及管理能力和形成一定压力，且所投奥特莱斯项目尚处于培育期，回报周期较长，短期内对公司利润贡献程度有限，需对此持续关注。

总体来看，房地产业务发展良好，充足且优质的土地储备为业务的持续性及盈利性提供了保障。同时，中诚信国际将对公司在在建拟建项目的投融资计划及奥特莱斯业务相关的资本支出保持关注。

**公司已逐步成长为涉足证券、担保及创新金融等多个产业领域，竞争实力较为强劲的金融类运营主体；2016 年以来，受行业影响，证券业务呈下降趋势；其他业务发展态势良好**

自成立以来，在股东的持续支持及自身发展壮大过程中，公司已逐步成长为涉足证券、担保及创新金融等多个产业领域，竞争实力较为强劲的金融类运营主体。

表 7：截至 2016 年末公司金融领域持有股权情况

金融机构名称	公司持股比例(%)	注册资本(亿元)
首创证券有限责任公司	53.84	6.50
北京首创融资担保有限公司	71.74	10.02
北京市农业投资有限公司	100.00	31.50
北京市农业融资担保有限公司	74.26	10.10
北京首创创业投资有限公司	71.09	1.25

资料来源：公司提供

## 证券

首创证券有限责任公司（以下简称“首创证券”）成立于 2000 年，是一家具备证券经纪、承销、自营、投资咨询、管理、融资融券等多项业务资格的综合类证券公司。2004 年初，首创证券完成了增资扩股工作，增资扩股后的注册资本为 6.5 亿元。截至 2016 年末，公司对首创证券持股比例为 53.84%，其他股东还包括北京达美投资有限公司（11.54%）、北京能源投资（集团）有限公司（9.23%）、北京巨鹏投资公司（9.23%）等。截至 2016 年末，首创证券下设河北、四川等 12 家分公司，共 46 家证券营业部，并先后参股中邮创业基金管理有限公司，控股京都期货有限公司。

截至 2016 年末，首创证券总资产为 192.12 亿元，同比减少 12.75%，净资产 36.90 亿元。受证券市场景气度下行的影响，2016 年，首创证券营业总收入在经历上年的高速增长后有所回落，全年实现营业总收入 11.02 亿元，较上年减少 32.56%。其中，证券经纪业务 3.88 亿元，自营业务 3.83 亿元，投资银行业务 1.25 亿元，上述三项业务均在 2016 年有不同程度的缩水。

## 担保

北京首创融资担保有限公司（以下简称“首创担保”）成立于 1997 年，由首创集团作为主发起人，联合北京市崇信担保中心、北京市国有资产经营有限责任公司、中国投资担保有限公司<sup>2</sup>等 5 位法人股东共同组建，截至 2016 年末，首创担保注册资本为 10.02 亿元。

首创担保主要对北京市中小企业提供贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保等其他融资性担保服务。截至 2016 年末，首创担保在保项目 2,994 个，在保余额 454.39 亿元；2016 年，首创担保代偿项目 31 个，代偿金额 2.03 亿元，在保口径和解除口径的代偿率分别为 0.45% 和 0.81%。同期，首创担保的代偿回收金额 1.49 亿元。

运作机制方面，首创担保服务对象主要为北京市中小企业，北京市及各区（县）政府对于公司业务给予了大力支持。具体措施方面，北京市及区（县）两级财政持续对首创担保进行增资；同时，鉴于中小企业信誉度不高、抵押物不充足以及坏账风险较大等因素，北京市政府为首创担保建立担保补偿机制，对于代偿率不超过 3% 部分均给予补偿并列入财政预算，这也体现了北京市对于中小企业扶持的重视。

北京市农业融资担保有限公司（以下简称“农业担保”）成立于 2009 年 3 月，是全国首家省市级以服务“三农”为主的专业化农业担保机构，截至 2016 年末，农业担保在保项目 4,571 个，在保余额 51.85 亿元；2016 年，农业担保代偿金额 1.30 亿元，代偿项目 54 个，代偿回收金额为 1.60 亿元，代偿率为 4.76%。

## 创新金融

北京市农业投资有限公司（以下简称“农投公司”）是由北京市政府出资、授权首创集团组建的创新型农业投融资平台，肩负着金融支农、惠农、强农的重要使命。农投公司成立于 2008 年 12 月，注册资本金 10 亿元。截至 2016 年末，农投公司注

<sup>2</sup> 中国投资担保有限公司目前已更名为中国投融资担保有限公司；

册资本金为 31.50 亿元，公司持股比例为 100%。

截至 2016 年末，农投公司在农产品流通及农村金融领域完成投资额约 31 亿元，各级控股、参股企业近 26 家，涉及担保公司、交易所、融资租赁、小额贷款、商业保理、基金等多种类型，其中仅小贷公司已达 19 家。2016 年，农投公司实现营业收入 17.00 亿元(含农业担保)，同比增长 97.00%；利润总额 1.60 亿元，同比下降 19.00%，主要系小贷、基金和理财等投资收益下滑所致。

北京首创创业投资有限公司（以下简称“首创创投”）成立于 1998 年，截至 2016 年末，注册资本为 1.25 亿元，其中首创集团持股比例为 71.09%。首创创投主要从事创业投资、创业投资咨询和创业投资管理服务等业务，2016 年取得营业收入 2,085.91 万元。

总体来看，公司金融板块业态逐步多元化，证券业务受整体证券市场下行趋势的影响，2016 年收入较上年有所回落，金融板块其他业务发展态势良好。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的有保留意见的 2012~2014 年三年连审财务报告和经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的有保留意见的 2015~2016 年财务报告。

集团本部的保留意见为：截至 2015 年 12 月 31 日，其他应付款中包含以前年度以非货币资产对外投资形成的递延税款贷项 2,098.73 万元，公司因故

未按国税发[2000]118 号文的相关规定进行税务处理。

公司合并范围内二级子公司的非标准审计意见主要涉及北京经济发展投资公司、北京首都创业贸易有限公司、北京市首创世联贸易有限责任公司、北京首创基础设施投资有限责任公司、北京市基础设施投资开发公司、北京华宇物业发展公司、北京市经中实业开发总公司、北京首创资产管理有限公司和首创华星国际投资有限公司。中诚信国际将继续关注上述导致非标准意见的事项对公司未来经营可能带来的影响。

## 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 370.61 亿元，较上年增长 22.70%；营业毛利率为 17.54%，呈逐年下降趋势。同年，利息收入和手续费及佣金收入占比为 4.58 亿元和 5.11 亿元，较上年均有不同程度的下滑。

分业务板块来看，2016 年房屋销售收入依然占营业总收入比例最高，一直是公司最主要的收入来源，但受土地成本提高等因素影响，公司房屋销售收入的毛利率呈逐年下降趋势，2016 年下降至 15.21%。商品销售收入增长较快，但毛利率下降较多。而城市交通业务单纯售票的利润极低，京港地铁一直处于亏损状态，主要靠北京市政府对地铁票的票款差额补偿实现盈利。公司其余业务板块经营较为稳定。

表 8：2014 年~2016 年首创集团营业收入及毛利率情况

业务	2014		2015		2016	
	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
房屋销售	95.52	27.63	154.48	15.59	201.07	15.21
商品销售	27.48	11.46	37.76	11.87	58.61	7.81
土地开发	21.22	25.25	12.94	3.31	8.90	24.16
工程项目	18.04	11.66	11.69	26.62	14.26	32.82
污水处理	16.46	40.40	13.82	36.68	15.01	29.18
垃圾收集填埋回收	15.85	26.39	24.73	33.10	27.93	33.51
公路通行费	10.08	66.90	9.65	65.79	8.55	63.63



地铁运营票款清分	7.67	-67.23	12.53	-35.69	15.99	-77.11
融资担保	3.50	92.65	3.29	94.37	4.04	93.32
服务费	3.21	55.38	2.52	73.34	3.62	75.14
其他	12.54	--	11.36	--	12.61	76.69
<b>合计/综合</b>	<b>231.57</b>	<b>27.37</b>	<b>294.77</b>	<b>20.61</b>	<b>370.61</b>	<b>17.54</b>

注：加总数与合计数不同系四舍五入所致。

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

期间费用方面，2016年，公司期间费用为70.61亿元，三费收入占比为18.57%，较上年有所下降，但仍高于公司营业毛利率，一定程度上挤压了公司的盈利空间。公司的期间费用主要为管理费用和财务费用，销售费用的规模不大。公司作为大型投资控股集团，旗下子公司众多，管理跨度较大、难度较高，因此管理费用居高不下，2016年为37.53亿元；公司将工程借款的利息资本化，因此相对有息债务规模而言，财务费用支出不高，总体的借款成本保持在合理区间。

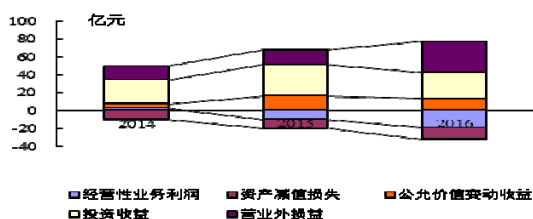
表 9：2014-2016 年公司期间费用情况

单位：亿元	2014	2015	2016
销售费用	6.84	8.97	9.02
管理费用	25.78	33.61	37.53
财务费用	22.14	21.53	24.06
三费合计	54.76	64.12	70.61
营业总收入	237.83	309.95	380.31
三费收入占比(%)	23.03	20.69	18.57

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

2016年，公司实现利润总额44.76亿元。受房产销售毛利率降低以及城市交通业务亏损增加的影响，公司的经营性业务利润为-19.00亿元，且亏损呈增长趋势；公司作为大型投资控股集团，投资收益是重要的利润来源，2016年，公司实现投资收益28.85亿元。公司的营业外收入中主要为获得的政府补助，2016年，公司营业外损益为34.87亿元，是公司利润总额的重要补充。

图 1：2014 年~2016 年公司利润总额构成



资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

从母公司层面看，公司本部不从事具体业务，因此收入规模很小；但公司本部承担了对外融资任务，导致期间费用支出尤其是财务费用的规模较大，经营性业务利润为负。投资收益是母公司最主要的利润来源，2016年为19.98亿元，较上年增长较多，主要系公司处置北京东环鑫融投资管理有限公司股权所致，该部分投资收益不具有可持续性。

整体来看，2016年，公司收入规模保持了增长，但同时毛利率出现下滑，影响了公司的经营性业务利润水平。

## 偿债能力

截至2016年末，公司总债务为1,213.60亿元，其中长期债务为859.55亿元。若将可续期债务调整至长期债务，截至2016年末，长期债务为929.55亿元，资产负债率和总资本化比率分别为81.06%和72.73%。对总债务的覆盖能力方面，2016年，随着公司EBITDA的增加，总债务/EBITDA下降至11.61倍；同期，经营活动净现金流由负转正，主要系公司子公司首购置业销售商品、提供劳务收到的现金较上年大幅增加，以及公司子公司首创股份收到海口土地一级开发项目政府回购款所致，当年经营活动净现金流/总债务分别为0.03倍，EBITDA和经营活动净现金流对总债务的覆盖能力仍然较弱，但较上年有所提升。利息支付能力方面，2016年，EBITDA利息保障系数和经营活动净现金流利息保障系数分别为1.73倍和0.52倍，EBITDA能够对利息形成良好覆盖，经营活动净现金流仍无法覆盖利息支出。此外，公司持有首创股份、首购置业等优质上市公司股权，资本市场融资能力较强，对项目投资及债务偿还提供一定保障。

**表 10：2014 年~2016 年公司合并口径偿债能力分析**

	2014	2015	2016
长期债务(亿元)	487.75	766.91	859.55
总债务(亿元)	815.05	1,144.67	1,213.60
净债务(亿元)	518.50	755.56	882.93
经营活动净现金流(亿元)	-93.74	-106.57	31.35
EBITDA(亿元)	81.90	94.93	104.51
资产负债率(%)	77.60	79.77	78.31
总资本化比率(%)	66.28	71.71	68.77
总债务/EBITDA(X)	9.95	12.06	11.61
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.12	-0.09	0.03
EBITDA 利息保障系数 (X)	1.69	1.57	1.73
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-1.94	-1.77	0.52

资料来源：中诚信国际根据公司财务报告整理

从母公司层面看，2016 年，母公司总债务为 220.19 亿元，较上年有所下降。若将可续期债务调整至长期债务，截至 2016 年末，总债务为 290.19 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 92.29%和 91.99%，财务杠杆极高。偿债指标方面，2016 年，母公司总债务/EBITDA 为 9.54 倍，母公司 EBITDA 和经营活动净现金流对总债务的覆盖能力不强。同期，母公司 EBITDA 利息保障系数为 1.84 倍，母公司 EBITDA 对利息支出的覆盖能力较强。母公司经营活动净现金流为负，对债务本息无覆盖能力。由于母公司不从事具体经营性业务，但同时承担对外融资任务，因此母公司存在一定的偿债压力。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额为 611.66 亿元，其中首创担保对外担保余额为 454.39 亿元，农业融资担保对外担保余额为 51.85 亿元。除首创担保和农业融资担保外，公司对外担保余额为 105.42 亿元，存在一定的代偿风险，其中金额较大的是首创置业为业主按揭贷款担保按揭贷款担保 66.49 亿元。

公司资信情况良好，与银行等金融机构一致保持长期合作关系，截至 2016 年末，合并口径取得银行授信及其他机构授信总额为 865.07 亿元，未使用授信额度为 295.21 亿元，后备流动性充足。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产包括账面价值为 214.53 亿元的存货、118.91 亿元的无形资产、33.00 亿元的货币资金、33.44 亿元的投资性房地产等，共计 424.35 亿元，占总资产的比例为 16.70%，受限资产规模较大。

## 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2017 年 6 月 22 日，公司存续债务中无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

## 评级展望

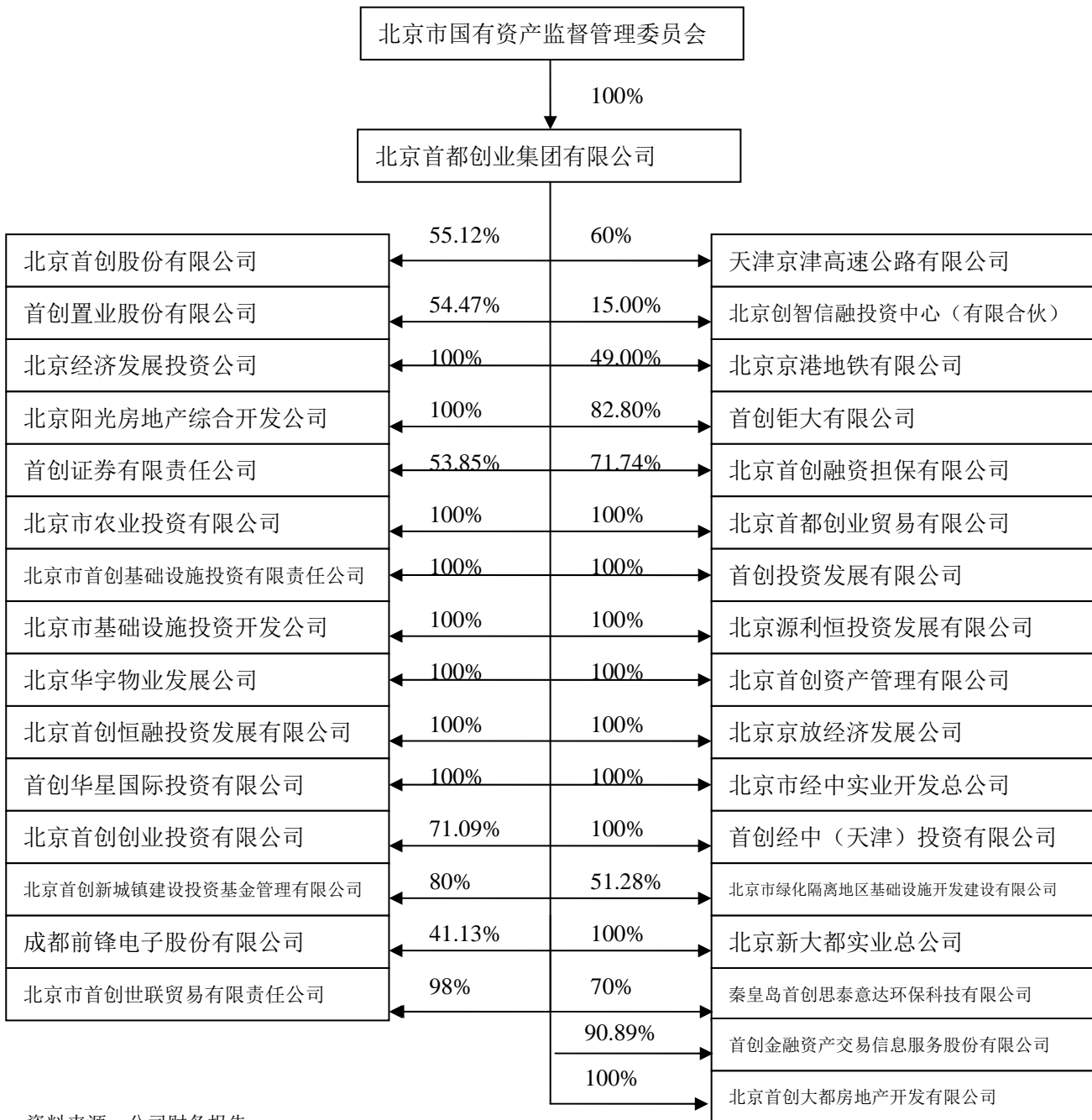
近年来，作为北京市大型投资控股类公司，公司下辖在行业内居领先地位的水务、房地产、基础设施等优质企业，竞争优势明显；公司融资渠道日益多元化且收入规模保持快速增长。同时，中诚信国际也关注到公司面临一定的房地产市场风险、未来存在一定的资本支出压力、经营性业务利润呈亏损状态等因素对公司经营和整体信用水平的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内信用水平将保持稳定。

## 结 论

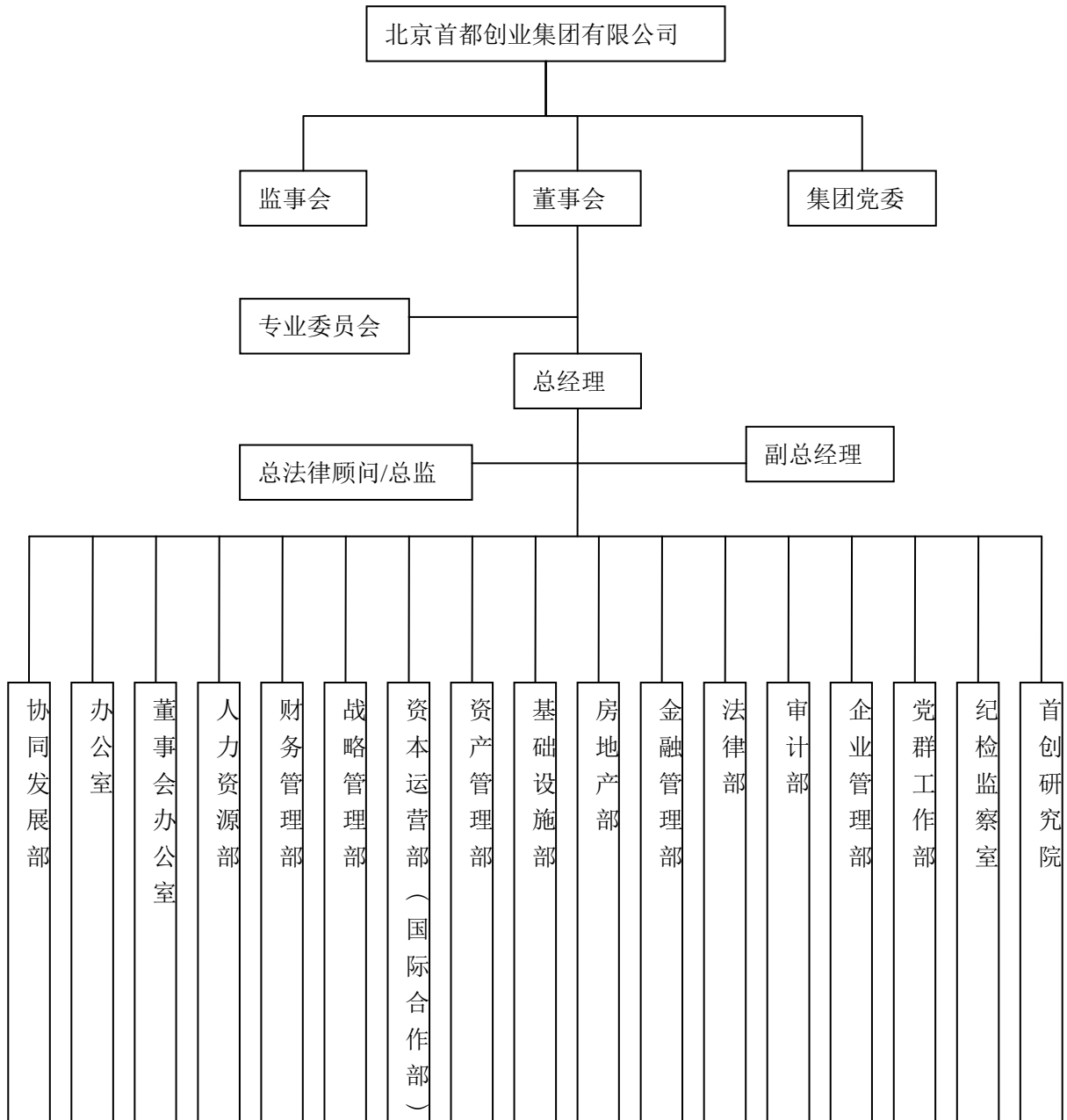
中诚信国际维持北京首都创业集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“14 首创集团可续期债 01/14 首创 01”、“14 首创集团可续期债 02/14 首创 02”、“16 首创集团可续期债 01/16 首创 01”和“16 首创集团可续期债 02/16 首创 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：北京首都创业集团有限公司股权结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司财务报告

附二：北京首都创业集团有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

**附三：北京首都创业集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2014	2015	2016
货币资金	2,965,547.91	3,891,129.23	3,306,712.49
交易性金融资产	209,436.49	483,830.72	510,399.42
应收账款净额	318,720.71	244,894.73	359,119.90
其他应收款	958,243.85	762,583.13	744,951.45
存货净额	5,935,623.86	7,377,817.92	7,594,046.27
可供出售金融资产	655,890.74	996,140.39	1,206,025.92
长期股权投资	729,672.50	1,085,633.00	921,447.83
固定资产	1,457,276.40	1,228,295.95	2,690,768.32
在建工程	289,872.92	126,510.01	336,240.16
无形资产	1,735,232.07	2,062,607.17	2,321,961.26
总资产	18,510,767.48	22,317,734.03	25,405,826.70
其他应付款	612,912.74	672,775.29	1,126,054.78
短期债务	3,273,041.53	3,777,634.56	3,540,510.01
长期债务	4,877,504.31	7,669,086.38	8,595,480.74
总债务	8,150,545.84	11,446,720.95	12,135,990.75
净债务	5,184,997.93	7,555,591.71	8,829,278.25
总负债	14,363,869.62	17,802,667.12	19,894,795.98
财务性利息支出	275,181.02	280,843.56	340,692.20
资本化利息支出	208,604.40	322,203.00	263,809.86
实收资本	432,487.75	441,077.75	446,307.75
少数股东权益	3,031,543.40	3,353,460.31	4,034,523.08
所有者权益合计	4,146,897.86	4,515,066.91	5,511,030.73
营业总收入	2,378,289.42	3,099,451.67	3,803,067.54
三费前利润	573,616.23	540,038.71	516,078.53
营业利润	242,350.66	314,612.28	98,954.16
投资收益	268,780.12	354,179.20	288,475.51
营业外收入	167,501.99	177,724.57	356,399.45
净利润	265,588.87	301,521.21	274,259.12
EBIT	670,376.44	758,914.73	788,307.92
EBITDA	819,003.84	949,299.99	1,045,113.19
销售商品、提供劳务收到的现金	2,587,408.99	3,303,857.29	4,239,324.03
收到其他与经营活动有关的现金	584,256.05	771,015.38	1,004,489.39
购买商品、接受劳务支付的现金	3,134,814.55	3,470,638.91	3,333,765.35
支付其他与经营活动有关的现金	630,612.68	704,825.17	688,729.31
吸收投资收到的现金	1,051,913.27	881,459.48	1,236,576.55
资本支出	294,714.18	387,289.61	1,775,468.72
经营活动产生现金净流量	-937,415.61	-1,065,654.89	313,536.18
投资活动产生现金净流量	-641,073.72	-1,198,288.25	-1,733,458.36
筹资活动产生现金净流量	2,289,187.07	3,309,376.40	764,336.75
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	27.37	20.61	17.54
三费收入比(%)	23.03	20.69	18.57
总资产收益率(%)	4.26	3.72	3.30
流动比率(X)	1.35	1.59	1.45
速动比率(X)	0.68	0.79	0.72
资产负债率(%)	77.60	79.77	78.31
总资本化比率(%)	66.28	71.71	68.77
长短期债务比(X)	0.67	0.49	0.41
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.12	-0.09	0.03
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.29	-0.28	0.09
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.94	-1.77	0.52
总债务/EBITDA(X)	9.95	12.06	11.61
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.25	0.30
货币资金/短期债务(X)	0.91	1.03	0.93
EBITDA 利息倍数(X)	1.69	1.57	1.73

注：1、公司各年度财务报告均按照新会计准则编制；2、为计算债务规模，中诚信国际将合并口径的其他流动负债和长期应付款科目中的有息负债分别调整至交易性金融负债和长期借款科目。

**附四：北京首都创业集团有限公司主要财务数据及财务指标（母公司口径）**

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	262,459.77	306,600.40	92,633.73
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	826.45	628.01
其他应收款	814,988.34	884,422.86	815,593.70
存货净额	0.00	1,109.13	2,188.62
可供出售金融资产	216,211.91	374,914.78	153,927.25
长期股权投资	1,491,654.91	1,942,016.58	2,139,297.38
固定资产	2,723.41	20,146.83	18,893.22
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	366.28	402.19	403.22
总资产	2,841,154.95	3,576,073.09	3,276,888.71
其他应付款	51,215.65	203,386.52	90,028.23
短期债务	1,129,800.00	1,937,750.00	1,130,000.00
长期债务	1,095,450.00	841,425.00	1,071,875.00
总债务	2,225,250.00	2,779,175.00	2,201,875.00
净债务	1,962,790.23	2,472,574.60	2,109,241.27
总负债	2,305,373.56	3,016,233.42	2,324,132.05
财务性利息支出	131,404.00	139,896.78	125,480.61
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	432,487.75	441,077.75	446,307.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	535,781.39	559,839.67	952,756.67
营业总收入	3,504.05	70,097.68	167,119.91
三费前利润	3,102.95	22,238.12	6,790.04
营业利润	-30,594.05	-70,869.28	38,008.16
投资收益	96,573.78	55,617.66	199,762.83
营业外收入	0.00	41.75	66,037.74
净利润	-30,600.42	-70,914.86	103,960.89
EBIT	100,803.58	68,981.92	229,441.51
EBITDA	102,144.18	70,291.12	230,896.76
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	54,235.65	175,333.22
收到其他与经营活动有关的现金	277,241.30	501,907.39	550,245.03
购买商品、接受劳务支付的现金	0.11	56,209.46	181,943.57
支付其他与经营活动有关的现金	262,958.73	389,105.76	544,187.76
吸收投资收到的现金	373,650.00	118,590.00	425,230.00
资本支出	186.26	806.89	477.16
经营活动产生现金净流量	6,307.08	101,310.17	-10,552.85
投资活动产生现金净流量	-235,918.09	-556,381.47	235,624.93
筹资活动产生现金净流量	397,396.29	499,211.93	-439,038.75
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	94.15	32.79	4.57
三费收入比(%)	3,350.91	205.10	76.28
总资产收益率(%)	3.92	2.15	7.00
流动比率(X)	0.92	0.56	0.76
速动比率(X)	0.92	0.56	0.76
资产负债率(%)	81.14	84.34	70.92
总资本化比率(%)	80.59	83.23	69.80
长短期债务比(X)	1.03	2.30	1.05
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.04	0.00
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.01	0.05	-0.01
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.05	0.72	-0.08
总债务/EBITDA(X)	21.79	39.54	9.54
EBITDA/短期债务(X)	0.09	0.04	0.20
货币资金/短期债务(X)	0.23	0.16	0.08
EBITDA 利息倍数(X)	0.78	0.50	1.84

注：公司各年度财务报告均按照新会计准则编制。

## 附五：基本财务指标的计算公式

长期投资 = 可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务 = 总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 营业成本合计/ 存货平均净额

应收账款周转率 = 营业总收入净额/ 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益合计)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

## 附六：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。



## 附七：债券信用等级符号及定义

符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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