

跟踪评级公告

联合[2018]443号

北京城建投资发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的“15 城建 01”公司债券进行跟踪评级，确定：

北京城建投资发展股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

北京城建投资发展股份有限公司发行的“15 城建 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一八年五月 11日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

北京城建投资发展股份有限公司 公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 城建 01	58 亿元	AA+	AAA	2017 年 5 月 23 日

跟踪评级时间：2018 年 5 月 8 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	760.57	982.09
所有者权益（亿元）	210.56	221.73
长期债务（亿元）	234.13	407.69
全部债务（亿元）	286.89	477.00
营业收入（亿元）	116.28	140.43
净利润（亿元）	16.31	15.73
EBITDA（亿元）	22.78	21.56
经营性净现金流（亿元）	-17.43	-139.36
营业利润率（%）	22.37	18.30
净资产收益率（%）	7.87	7.28
资产负债率（%）	72.32	77.42
全部债务资本化比率（%）	57.67	68.27
流动比率（倍）	2.16	2.58
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	1.37	1.00
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.39	0.37

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“公司”或“北京城建”）作为北京城建集团有限责任公司下属上市公司，在项目储备与获取、区域布局、开发规模、产业布局和融资渠道与成本等方面仍具备竞争优势。2017 年，公司继续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市且棚改和一级开发项目能够为公司提供较多的土地补充，新开工及在建面积保持在较大规模，房地产开发收入及盈利规模稳定增长；同时，公司拥有优质金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到一线城市房地产政策环境趋严、公司一级开发项目资本支出压力较大、债务规模增长较快、经营活动现金流持续净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望稳定增长；同时公司持有优质金融类股权资产，进而增强了公司的偿债能力，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“15 城建 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2017 年，公司通过联合竞买、股权收购、合作开发、棚户区改造、政府授权实施等方式获取土地，主要位于北京、重庆和成都等一、二线城市，区域位置较好，同时考虑公司在北京有较多棚改和一级土地开发项目，公司土地储备规模充足，且楼面均价合理。

2. 公司在建面积规模较大，能够满足公司未来 2~3 年项目开发需要。公司 2017 年签约销售金额较大，对未来结转收入及利润有一

定支撑；公司待售面积较大，且区域位置良好，公司未来销售前景尚可。

3. 公司依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、棚改基金、债权融资计划、中期票据等多种融资方式，且融资成本低。

4. 公司持有优质金融类股权资产与自持物业，投资收益与物业收入对利润形成有力补充。

关注

1. 近期，房地产行业政策变化较大，部分地区启动新一轮限购或限贷政策。公司作为立足北京区域发展的房地产开发企业，受区域房地产行业政策调整的影响需持续关注。

2. 公司在建项目较多，同时土地一级开发业务周期较长且所需投资规模大，存在较大的资本支出压力。

3. 2017年，公司债务规模增长较快，财务杠杆有一定的上升且公司经营性现金流表现为持续净流出。

分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



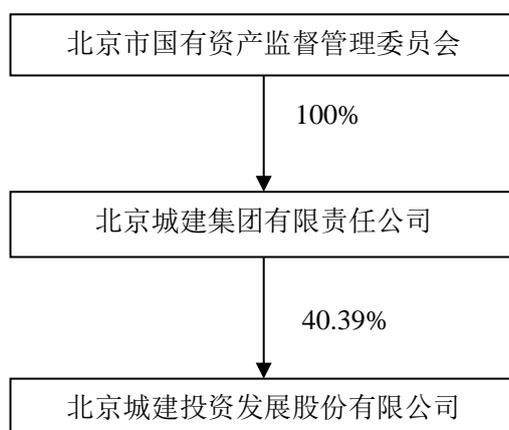
联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“公司”或“北京城建”）系经北京市人民政府京政函[1998]57号文批准，由北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）305号文批复批准，公司于1998年12月9日发行人民币普通股10,000万股，发行后总股本40,000万股，注册资本为人民币40,000万元，股票简称为“北京城建”，股票代码为600266.SH。经历次增资转股及定向增发，截至2017年底，公司总股本为156,704万股，注册资本为156,704.00万元。

截至2017年底，公司控股股东为城建集团，持股比例为40.39%；公司实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会。

图1 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司坚持房地产开发主业，经营范围为：房地产开发、销售商品房；投资及投资管理；销售金属材料、木材、建筑材料、机械电器设备；信息咨询（不含中介服务）；环保技术开发、技术服务。截至2017年底，公司组织结构未发生变化；截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司40家，在职员工2,470人。

截至2017年底，公司合并资产总额982.09亿元，负债合计760.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计221.73亿元，其中归属于母公司所有者权益合计202.13亿元。2017年，公司实现营业收入140.43亿元，净利润（含少数股东损益）15.73亿元，其中归属于母公司的净利润14.56亿元；经营活动现金流量净额为-139.36亿元，现金及现金等价物净增加额23.25亿元。

公司注册地址：北京市海淀区大柳树富海中心2号楼19层；法定代表人：陈代华。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]1204号文核准批复，公司于2015年7月20日发行公司债券，募集资金58亿元，本次债券期限为7年，在本次债券第5个计息年度，投资者享有回售选择权；发行利率为4.40%，公司有权在债券存续期的第5年末上调本次债券后2年的票面利率。本次公司债已于2015年10月14日上市（证券简称：15城建01，上市代码：122402.SH）。

“15城建01”的募集资金拟用于偿还公司债务、补充公司流动资金，优化公司债务结构，满足公司中长期资金需求；截至2017年底，募集资金中28.15亿元已用于偿还债务，29.85亿元（含

利息)已用于补充公司流动资金,募集资金使用完毕。2017年7月20日,公司已兑付上一计息年度的利息。

三、行业分析

公司为房地产开发企业,其收入几乎全部来源于房地产业务,同时涉及部分土地一级开发业务。

1. 房地产开发行业

(1) 行业概况

2017年,全国房地产开发投资109,799亿元,同比增长7.04%,增速较上年回升0.16个百分点;其中,住宅投资75,148亿元,同比增长9.38%,增速提高3.02个百分点,住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%;办公楼投资6,761亿元,同比增长3.49%,增速降低2.87个百分点,占房地产开发投资比重为6.16%;商业营业用房投资15,639亿元,同比减少1.26%,占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看,2017年,东部地区房地产开发投资58,023亿元,同比增长7.2%;中部地区投资23,884亿元,同比增长11.6%;西部地区投资23,877亿元,同比增长3.5%;东北地区投资4,015亿元,同比增长1.0%。随着限价政策的严格执行,房价的预期逐渐平稳,有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行,房地产开发投资保持平稳增长。

土地供应方面,2017年,全国300个城市成交面积95,036万平方米,同比增加8%;土地出让金总额为40,623亿元,同比增加38%。其中,住宅用地成交面积35,433万平方米,同比增加24%;商办类用地成交土地面积10,225万平方米,同比减少10%。分城市来看,2017年,一线城市土地供应持续放量,成交量及出让金随之上涨,但受调控政策影响,楼面均价及溢价率有所下滑;二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平,土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄,溢价率各季度均同比下降,土地市场总体趋稳;三、四线城市内部热度分化。

资金来源方面,2017年,全年房地产开发企业到位资金156,053亿元,同比增长8.20%,增速较上年下降7.00个百分点。其中,国内贷款25,242亿元,同比增长17.30%;利用外资168.19亿元,同比增长19.80%;自筹资金50,872亿元,同比增长3.50%;其他资金79,770亿元,同比增长8.60%。在其他资金中,定金及预收款48,694亿元,同比增长16.10%;个人按揭贷款23,906亿元,同比下降2.00%,银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力,在地产业调控持续的背景下,房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面,2017年,商品房销售增速有所放缓,全国商品房销售面积169,408万平方米,同比增长7.70%。其中,住宅销售面积同比增长5.30%,办公楼销售面积同比增长24.30%,商业营业用房销售面积同比增长18.70%;住宅销售额同比增长11.30%,办公楼销售额同比增长17.50%,商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看,2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米,同比增长3.00%;房屋竣工面积101,486万平方米,同比减少4.40%;商品房待售面积58,923万平方米,同比减少15.30%,其中住宅待售面积同比减少25.10%,办公楼待售面积同比增加0.90%,商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

销售价格方面,2017年,一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓,其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%,二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%,一、二线城市房地产市场明显降温;三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续

上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

（2）行业政策

2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向。

2017 年 10 月 18 日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017 年 12 月 18 日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018 年 3 月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017 年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，发债规模激增，需防集中到期偿付风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至 2017 年 9 月底，Wind 资讯的地产行业资产负债率为 79.01%，较 2016 年底提高了 2.24 个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015 年和 2016 年房地产企业发债规模的激增，考虑回售选择权的情况下，2018 和 2019 年迎来行业偿债高峰，需关注房企集中偿付压力。

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016 年 10 月至 2017 年 8 月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限

价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

(4) 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

(5) 北京市房地产概况

公司立足北京地区，北京市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

土地供应方面，2017年北京通过加大土地供应力度来加大未来的房源供应量，大幅增加了土地尤其是宅地的供应，共有产权房用地多次批量释放。2017年，北京各类型土地供应共新增128宗，同比大幅增长220.00%；供应土地面积971.40万平方米，同比大幅增长123.06%。

土地成交方面，2017年，北京各类型土地总成交102宗，同比大幅增长148.78%；成交土地面积793.55万平方米，同比大幅增长91.01%。2017年，北京土地成交总价2,796.02亿，同比增长达227.97%，创下2013年以来的最高纪录。2017年，北京土地成交的楼面价为20,257.13元/平方米，环比2016年上涨39.76%。

市场供需方面，根据北京市统计局的数据，2017年，北京市完成房地产开发投资3,745.9亿元，同比下降7.4%。其中，住宅投资完成1,725.5亿元，同比下降11.6%；写字楼投资完成742.9亿元，同比增长6.3%；商业、非公益用房及其他投资完成1,277.5亿元，同比下降8.5%。

2017年，北京市商品房新开工面积为2,475.7万平方米，同比下降12.0%。其中，住宅新开工面积为1,226.7万平方米，同比增长1.4%。2017年，北京市商品房竣工面积为1,466.7万平方米，同比下降38.5%。其中，住宅竣工面积为604.0万平方米，同比下降52.6%。2017年，北京市商品房销售面积为875.0万平方米，同比下降47.8%。其中，住宅销售面积为612.8万平方米，同比下降38.3%。

房地产政策方面，2017年3月17日，北京市住建委、市规划国土委、市住房公积金中心、市银监局、人民银行营业管理部联合举行新闻发布会，北京楼市调控进一步升级。政策规定居民家庭名下在本市已拥有1套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于80%。暂停发放贷款期限25年以上的个人住房贷款。2017年4月，北京市发布《北京市2017~2021年及2017年度住宅用地供应计划》，明确未来5年内将建立租购并举的住房制度，优化住宅供应结构。2017年9月，北京市住建委会同有关部门联合发布《北京市共有产权住房管理暂行办法》，共有产权住房是政府与购房人按份共有产权的政策性商品住房。

总体看，2017年，北京市加大土地供应，且共有产权房用地占比较大；受调控政策影响，新房市场开发投资规模萎缩，楼市回归理性，商品房成交量同比大幅下降。

2. 土地一级开发行业

(1) 行业概况

一级土地开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性一级土地开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约一级土地开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给一级土地开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开发市场的激烈竞争，使得不少大型房地产企业转而进军一级土地开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

总体看，土地一级开发对资金需求量较大，受区域政策影响较为显著，资金渠道通畅且深耕区域的企业有一定优势。

(2) 行业风险

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发商面临亏损风险。而《物权法》第四十二条进一步保障被征收人的合法权益，对土地补偿费、安置补助费等费用的详细规定，进一步加大了拆迁成本。

土地一级开发占用大量资金，房地产市场持续低迷将影响土地一级开发资金的回笼

土地一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，其资金回笼与土地出让进度密切相关。若未来房地产市场景气度有所下降，将导致地产企业拿地意愿下降，进而影响土地一级开发业务的资金回笼。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府的强势地位是绝对的。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发相比，土地一级开发的政策不全面，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

四、公司管理

跟踪期内，公司副董事长郭延红因工作调动离任，公司其他董事、监事和高级管理人员无重大变动，高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司继续坚持集团化、专业化、品牌化运作，倾心打造“北京城建地产”品牌，形成了房地产开发、对外股权投资和商业地产经营三大业务板块协调发展的良性局面。房地产开发

继续保持了良好的发展势头，开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼、文旅等多种业态，开发区域遍及北京、天津、重庆、成都、南京、青岛、三亚等重点区域。对外股权投资呈现出流动性强、资产处置灵活的特点，目前公司对外投资企业 15 家，总投资额 27.63 亿元。商业地产经营能力持续提高，经营效益显著，在社区商业、酒店和写字楼运营等方面的管理和运营能力持续增强。

2017 年，公司主营业务收入 140.27 亿元，较上年增长 21.73%，主要系土地一级开发收入结转所致。2017 年，公司实现净利润 15.73 亿元，同比减少 3.55%，主要系投资收益同比减少所致；其中归属于母公司的净利润 14.56 亿元，同比增长 0.87%。

从业务构成情况来看，房地产开发和销售仍为公司的核心业务，2017 年房地产开发收入（包括房屋销售和土地一级开发）占主营业务收入 96% 以上。2017 年，公司房地产开发（房屋销售）实现收入 116.38 亿元，同比增长 4.28%，主要系房地产项目结转增加所致。2017 年，公司房地产开发（土地一级开发）实现收入 19.49 亿元，主要系公司结转顺义平各庄一级开发项目所致。2017 年，公司实现物业管理收入 2.69 亿元，较上年增长 15.41%，主要系物业管理面积增加所致；公司物业管理收入占比为 1.92%，较上年变动不大。2017 年，公司租赁收入 1.72 亿元，较上年增长 31.52%，主要系商业地产面积增加及平均租金水平上涨所致；公司物业租赁收入占比为 1.22%，较上年变动不大。总体看，业务结构变化不大。

从毛利率看，公司房地产开发销售业务毛利率变动不大，由 2016 年的 30.85% 降至 2017 年的 29.29%。2017 年，公司房地产开发（土地一级开发）毛利率为 6.21%，毛利率较低。近两年，公司物业管理毛利率为负值，主要系近年来物业公司人工成本上升而收费标准不变（尤其是部分老旧小区合同时间长、收费标准较低）所致，但预计未来随着合同陆续到期，新合同采用市场定价，公司物业管理毛利率有望上升。2017 年，公司租赁收入毛利率为 92.93%，较上年提高 6.27 个百分点，主要系平均租金水平上涨所致。受上述因素影响，2017 年，公司主营业务毛利率为 26.11%。

表 1 2016~2017 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发（房屋销售）	111.60	96.85	30.85	116.38	82.97	29.29
房地产开发（土地一级开发）	--	--	--	19.49	13.89	6.21
物业管理	2.33	2.02	-13.20	2.69	1.92	-9.97
租赁收入	1.31	1.13	86.66	1.72	1.22	92.93
合计	115.23	100.00	30.59	140.27	100.00	26.11

资料来源：公司年报

总体看，2017 年，公司业务仍以房地产开发为主；受公司土地一级开发业务结转收入影响，公司营业收入有所增加，但毛利率有所下降。

2. 房地产开发业务

（1）土地储备情况

2017 年，公司通过联合竞买、股权收购、合作开发、棚户区改造、政府授权实施等方式，先后在北京、三亚、青岛等地获得了新项目。截至 2017 年底，公司持有待开发土地面积为 78.87 万平方米，规划建筑面积 159.59 万平方米，主要位于青岛、重庆、北京、成都和天津等一、二线城市；考虑到公司在北京有较多棚改和一级开发项目，后续能够为公司提供较多的土地补充，公司土地储备规模尚可，能够满足公司未来 2~3 年项目开发需要，同时相较于当地房价，公司土地储

备楼面均价合理。截至 2017 年底，公司土地储备情况如下表所示。

表 2 截至 2017 年底公司持有待开发土地情况（单位：平方米、元/平方米、%）

序号	持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积	规划计容建筑面积	楼面均价	权益占比
1	北京海淀区小营 C7 地块	63,065	100,904	10,007.12	100
2	北京顺义区仁和镇 SY00-0005-6001 地块	7,100	12,780	11,455.48	100
3	重庆市两江新区悦来 C 组团地块	187,399	461,439	5,382.95	100
4	成都金牛区何家堰村项目 1#、3#地块	40,790.24	203,950	2,860.02	100
5	三亚红塘湾旅游度假区 C-05、E-02 地块	130,613.33	151,789.7	5,431.83	100
6	北京朝阳管庄乡塔营村 1208-605 地块	60,374.36	102,636	31,762.73	100
7	天津武清区下朱庄津武（挂）2016-037 地块	25,277	37,915	9,605.68	100
8	青岛海达伟业转让项目地块	209,300	418,700	3,603.44	50
9	青岛胶州市株洲路西侧地块	23,977	32,368	1,956.87	50
10	三亚湾海坡片区 HPA-01-11、HPA-01-12 地块	40,812.44	73,462.39	2,929.68	60
合计		788,708.37	1,595,944.09	--	--

资料来源：公司年报

总体看，2017 年公司通过多元化的拿地方式获取土地，目前公司土地储备主要位于一、二线城市，区域位置较好，考虑公司在北京有较多棚改和一级土地开发项目，公司土地储备规模尚可，且楼面均价合理。

（2）项目建设开发情况

从开发业态上来看，公司开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼等多种业态。2017 年，公司新开工项目主要包括龙樾生态城、奥体项目、怀柔项目和望坛项目，新开工面积稍有上升，为 138.03 万平方米；2017 年，受公司施工规划影响，公司竣工面积为 120.32 万平方米，较上年减少 21.03%。受上述因素影响，截至 2017 年底，公司期末在建面积为 416.95 万平方米；考虑到近两年公司平均签约销售面积为 92.61 万平方米，公司期末在建规模较大，一定程度上保障了公司未来的销售需求。

表 3 2016~2017 年公司主要开发数据情况

项目	2016 年	2017 年
新开工面积（万平方米）	132.28	138.03
竣工面积（万平方米）	152.37	120.32
期末在建项目数（个）	18	23
期末在建面积（万平方米）	385.20	416.95

资料来源：公司提供

注：由于项目规划建筑面积的动态调整，数据可能存在一定误差，不满足期末在建面积=上年末期末在建面积+新开工面积-竣工面积公式。

截至 2017 年底，公司在建/在售二级开发项目共 23 个，总规划计容建筑面积为 731.19 万平方米，主要分布在北京、天津、青岛、南京和成都等经济较为发达的一、二线城市，区域位置较好。从投资额上看，公司在建项目总投资合计 1,189.00 亿元，截至 2017 年底已投资 830.12 亿元，尚需投资 358.88 亿元。2018 年，公司在建项目预计投资 143.84 亿元，投资资金需求较大，考虑到房屋预售可以带来部分资金回流以及公司较强的融资能力，实际资本支出压力有所缓解。

表 4 截至 2017 年底公司在建项目基本情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目	地区	经营业态	工程状态	项目用地面积	规划计容建筑面积	总投资额	已投资额	2018 年计划投资额	2019 年计划投资额
世华龙樾	北京市	住宅	在建	32.40	51.80	83.27	67.79	8.25	5.42
北京密码	北京市	商业办公	竣工	28.86	27.52	49.80	42.63	6.09	1.14
青岛龙樾湾	青岛市	住宅	在建	4.08	12.69	13.47	9.74	4.48	0.00
汇景湾	北京市	住宅	在建	41.67	34.86	40.73	35.29	0.43	0.00
南湖一号	天津市	住宅	在建	21.60	32.50	17.88	20.11	0.29	0.00
东坝	北京市	住宅	在建	4.85	9.19	33.00	32.05	2.50	0.38
重庆龙樾湾	重庆市	住宅	在建	26.79	32.67	22.54	17.47	4.00	0.00
龙樾生态城	重庆市	住宅	新开工	22.43	55.36	50.66	21.74	16.70	3.26
理工大学	北京市	住宅	在建	11.60	19.43	30.80	31.37	0.89	0.00
门头沟	北京市	住宅	在建	9.90	20.17	45.63	38.26	3.60	1.31
北七家	北京市	住宅	在建	11.81	28.81	34.60	52.69	2.64	2.18
南京	南京市	住宅	新开工	6.49	9.09	33.58	23.06	3.14	2.97
成都龙樾湾	成都市	住宅	在建	20.13	59.7	39.43	36.17	3.20	3.49
成都龙樾熙城	成都市	住宅	在建	10.87	40.77	34.92	18.10	4.55	4.24
海云家园	三亚市	住宅	在建	24.05	23.40	51.24	25.26	9.53	12.01
城建万科城	北京市	住宅	在建	16.61	23.26	20.26	17.50	3.86	0.00
瀛海	北京市	住宅	在建	5.79	13.77	39.94	31.85	4.65	0.87
动感花园	北京市	住宅	新开工	10.47	13.04	22.00	12.74	5.20	5.06
顺义仁和	北京市	住宅	在建	25.78	41.32	87.73	58.94	8.00	7.86
世纪仁和工业	北京市	厂房	在建	1.66	3.28	2.58	1.98	0.46	0.11
奥体	北京市	商业办公	新开工	1.83	11.94	46.14	48.23	7.52	1.47
怀柔	北京市	住宅	新开工	23.79	30.41	28.63	9.83	3.18	未定
望坛项目	北京市	住宅	新开工	46.40	136.21	360.17	177.32	40.68	未定
合计	--	--	--	409.86	731.19	1,189.00	830.12	143.84	--

资料来源: 公司提供

总体看,截至 2017 年底,公司在建面积规模较大,且基本位于经济较为发达的一、二线城市,可支持公司未来几年的开发建设;同时考虑到房屋预售可以带来部分资金回流以及公司较强的融资能力,公司实际资本支出压力尚可。

(3) 房产销售情况

通过强化过程控制,公司策划、研发、工程、成本、客服、销售等系统管控到位,以龙樾系列、府系列为代表的多个项目产品品质在各方面均有了质的提升,产品溢价能力显现。从销售模式来看,公司延续自销与代销结合的销售模式,并开始积极组建自销团队。

从地域分布看,公司房地产项目立足北京,同时也拓展京外市场,包括成都、重庆、天津、青岛等地。从销售情况看,2017 年,公司签约销售面积为 91.28 万平方米,签约销售金额为 180.93 亿元,分别同比减少 2.82%和增长 20.49%。从房产销售均价上看,销售均价较上年稍有上升,为 19,822 元/平方米左右,主要系销售业态占比不同所致。

表 5 公司 2016-2017 年房产销售情况

项目	2016 年	2017 年
签约销售面积 (万平方米)	93.93	91.28
签约销售金额 (亿元)	150.16	180.93
销售均价 (元/平方米)	15,986	19,822

销售回款率（%）	92	100
结转收入面积（万平方米）	93.35	73.55
结转收入（亿元）	116.28	140.43

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司在售拟售项目业态包括住宅、公租房、别墅、高层等，可供出售面积 806.84 万平方米，已预售面积 360.17 万平方米，待售面积 446.67 万平方米，可满足公司未来三至四年的销售需求，同时在售项目主要位于北京、青岛和重庆等地区，未来销售前景较好。截至 2017 年底，公司在售拟售项目基本情况如下表所示。

表 6 截至 2017 年底公司在售拟售项目基本情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	地区	经营业态	可供出售面积	已预售面积	销售单价
世华龙樾	北京市	住宅、商业、储藏间	20.05	7.97	住宅 C5:50,000、C8:68,000； 储藏间：2,650
海梓府	北京市	住宅、商业、保障房	18.25	14.66	洋房：60,000；别墅：40,000；公租 房：3,780
北京密码	北京市	商业、办公	32.49	20.11	公寓：30,000
台湖	北京市	商业、办公	14.39	0.00	--
胜悦居	北京市	保障房	8.70	7.87	5,000
延庆康庄	北京市	保障房	37.70	0.00	--
龙樾湾	青岛市	住宅、商业	12.41	7.96	住宅：23,500
胶州	青岛市	住宅	40.00	0.00	--
东郡汇	北京市	保障房	4.96	4.95	自住房：22,000； 两限房 9,900
珑玺	北京市	住宅	3.65	0.38	高层住宅：90,500； 联排别墅：90,000
首城国际	北京市	住宅、办公、储藏间	42.96	42.87	--
汇景湾 (墅)	北京市	住宅、商业、储藏间	35.98	27.85	别墅：29,500 储藏间：4,000
南湖壹号	天津市	住宅	28.59	23.31	洋房：13,200； 别墅：9,100
武清 37 号 地	天津市	共有、自持	3.79	0.00	--
上河湾	北京市	住宅、商业	24.38	20.77	高层：18,500； 洋房：25,000
上悦居	北京市	保障房	12.75	12.70	22,000
龙樾西山	北京市	住宅、商业、储藏间	6.01	0.24	高层：52,000
张仪村棚 改	北京市	保障房	7.10	0.00	--
红木林	北京市	住宅	0.83	0.83	--
城建万科 城	北京市	住宅、商业、保障房	22.90	19.20	洋房：23,000；限价房：4,800；经适 房：4,000
泊郡 U 街	北京市	商业	0.62	0.31	--
龙樾华府	北京市	住宅、商业	9.70	2.43	别墅：56,000
畅悦居	北京市	保障房	14.32	3.89	--
管庄	北京市	共有、办公	10.10	0.00	--
西华龙樾	南京市	住宅	9.00	0.00	--
徜徉街	北京市	商业	1.33	0.00	--
国誉府	北京市	住宅、商业	7.82	4.40	高层：47,000； 洋房 50,000

广悦居	北京市	保障房、商业	9.94	9.35	--
瀛海	北京市	办公、商业	6.31	6.31	--
望坛	北京市	住宅、商业、储藏间、保障房	45.98	0.00	--
动感花园	北京市	保障房、商业	9.68	0.00	--
北京合院	北京市	住宅、商业、储藏间、保障房	38.15	3.94	高层：45,000；合院：41,000；储藏间：10,000
城奥大厦	北京市	商业、办公	12.93	7.94	--
龙樾湾	成都市	住宅、商业、办公	63.57	51.64	高层：7,200；洋房：8,200；别墅：11,500
龙樾熙城	成都市	住宅、商业	40.32	8.87	高层：10,000
海云家园	海南省	住宅、商业、酒店	24.39	6.06	高层：20,800；别墅：77,000；
海坡	海南省	商业、酒店、公寓	7.15	0.00	--
熙城	重庆市	住宅、办公、教育、商业	30.65	24.49	高层：4,300；商业：10,000
龙樾湾	重庆市	住宅、商业、教育	15.99	14.95	--
云熙台	重庆市	住宅、商业、教育	16.36	3.92	高层：8,800；洋房：9,250；别墅：12,000
龙樾生态城	重庆市	住宅、商业、教育	54.65	0.00	--
合计	--	--	806.84	360.17	--

资料来源：公司提供

总体看，受销售均价提升影响，公司 2017 年签约销售金额有所上升，对未来结转收入及利润有一定支撑；公司待售面积较大，且区域位置良好，公司未来销售前景尚可。但考虑到 2017 年以来一线城市相关政策有所收紧，由此带来的经营风险仍需关注。

3. 土地一级开发业务

由于土地一级开发建设周期较长，公司 2016 年均未确认该业务收入。2017 年，公司房地产开发（土地一级开发）实现收入 19.49 亿元，主要系公司结转顺义平各庄一级开发项目所致。

截至 2017 年底，公司一级土地整理储备面积 805.69 万平方米，规划建筑面积 756.60 万平方米，规模较大，均位于北京地区。截至 2017 年底，公司在手一级开发项目包括 11 个，主要为东城望坛棚改项目、顺义仁和镇临河区棚改项目、昌平马池口项目等，总投资预计约为 959.29 亿元，截至 2017 年底，公司已投入资金 242.22 亿元，尚需投资 717.07 亿元，未来随着项目推进，公司存在较大的融资需求。公司土地一级开发业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平。截至 2017 年底，公司在手一级开发项目基本情况如下表所示。

表 7 截至 2017 年底公司在手一级开发项目基本情况（单位：亿元、%、万平方米）

一级开发项目	一级土地整理面积	规划计容建筑面积	权益占比	总投资	已投资金额
延庆康庄镇一、二、三街村棚改项目	44.86	50.63	100	41.50	0.06
延庆康庄镇大王庄、小曹营棚改项目	10.53	18.95	100	14.20	1.70
怀柔新城 03 街区下元、钓鱼台及关东棚改项目	23.79	30.41	65	37.32	5.04
怀柔大中富乐、小中富乐棚改项目	122.22	115.58	65	未立项	0.00
大兴海子角项目	167.79	82.12	100	95.77	0.00
丰台张仪村项目	5.93	16.01	100	42.00	0.30
昌平马池口项目	113.32	86.29	70	55.00	25.32

东城望坛棚改项目	46.40	80.46	100	410.73	176.77
顺义平各庄 B 地块项目	36.15	28.31	100	18.77	0.89
顺义仁和镇临河村棚改项目	202.12	232.00	100	239.00	31.45
密云走马庄村北土地一级开发项目	32.58	15.84	100	5.00	0.69
合计	805.69	756.60	--	959.29	242.22

资料来源：公司提供

总体看，公司一级开发项目土地储备充足，在手一级开发项目规模大，虽然未来尚需投入大规模资金，给公司带来一定的资金压力；但公司土地一级开发业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平，同时棚改项目受国家政策支持，风险较低，能够为公司提供稳定收益。

4. 物业管理业务

2017 年，公司持有型物业管理全面加强，管理水平和管理能力有所提升。公司物业管理业务主要由下属子公司北京城建重庆物业管理有限公司（国家一级物业管理企业资质）、北京城承物业管理有限责任公司（国家二级物业管理企业资质）经营。截至 2017 年底，公司接管 532.35 万平方米物业，较上年增长 9.13%，涵盖商业、办公、酒店等多种业态。2017 年，实现物业管理收入 2.69 亿元，较上年增长 15.41%，主要系物业管理面积增加所致。

总体看，随着物业管理面积增加以及业态丰富，公司物业管理收入有所增长。

5. 商业地产经营

公司经营性物业招商工作稳步推进，租金收益稳定增加。2017 年，公司海南三亚建国酒店开始试营业，海南三亚万豪酒店按照三亚退海岸线 200 米要求调整了规划方案并重新申报，城奥大厦建设工作有序推进，正在进行幕墙施工。截至 2017 年底，公司持有的商业地产经营面积 23.00 万平方米（其中小区配套商业占 68.38%，写字楼占 18.62%，公租房占 12.99%），较上年增长 2.99 万平方米；公司商业地产主要分布于北京市，包括北苑家园、富海中心、（汇景湾）星河街 108 院、（筑华年）双营路 2 号院泰和国际大厦（驸马市大街 8 号楼）、世华水岸、红木林、金码大厦和首城国际等，属于商业中心地区，且出租率达 99% 以上。公司商业地产大部分为小区配套商业，部分商业物业租赁合同签署的时间早，租期长，租金水平低于周边地区。未来随着过往合同陆续到期更新，采取市场定价，将为公司利润形成有力支撑。2017 年，公司租赁收入 1.72 亿元，较上年增长 31.52%，主要系商业地产面积增加且到期商业严格按照市场平均租金水平上涨所致。

总体看，公司持有优质经营性物业，未来伴随公司经营性物业合同租金恢复到市价，将对公司利润形成强有力的补充。

6. 股权投资

近年来，公司通过不断的投资及退出的筛选过程，积累了部分优质股权和金融资产投资。2017 年，公司股权投资额为 10.8 亿元，主要为对华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）的投资。华能资本增资在上海联合产权交易所挂牌，2017 年 11 月 9 日，公司收到上海联合产权交易所出具的《上海联合产权交易所增资结果通知》，公司出资 10.50 亿元，认购华能资本新增注册资本 2.80 亿元，占其增资后注册资本的 2.86%。截至 2017 年底，公司长期股权投资余额 13.91 亿元，可供出售金融资产余额合计 61.44 亿元。2017 年，公司实现投资收益 2.40 亿元，已成为公司利润的有效补充。其中，国信证券股份有限公司、锦州银行股份有限公司、深圳市中科招商创业投资有限公司、北京科技园建设（集团）股份有限公司等股权投资资产质量较好，是投资收益的

主要来源。

总体看，近年来，公司获得了部分优质股权和金融资产投资标的，所获得的投资收益对公司利润形成有效补充。

7. 经营效率

受收入增长影响，2017年，公司流动资产周转率有所上升，为0.22次；公司存货周转率有所上升，由上年的0.17次上升为0.22次；公司总资产周转率稍有上升，由0.17次上升为0.19次。

总体看，公司经营效率在2017年稍有上升。

8. 经营关注

公司房地产业务集中于北京地区，政策环境不放松，有一定区域集中度较高风险

公司房地产业务中，北京地区项目占比较大，不利于分散风险，区域风险抵抗能力一般。考虑到2016年9月以来一线城市房产调控政策有所收紧，北京限售、限价等政策出台，对公司项目去化周期等方面会造成影响。

公司项目未来投资规模大，存在一定的融资需求和压力

公司发展速度快，一方面使得公司债务规模增长较快，另一方面，公司项目后续开发尚需较大规模投资，存在较大资本支出压力。同时，公司存在一定的一级开发项目和棚改项目，也需大规模投资，融资压力大。

9. 未来发展

2018年，公司将进一步加强对政策、市场、行业的研究，调整、优化、完善组织架构，大力推进标准化和精细化管理能力建设进程；在巩固和强化现有住宅开发能力的基础上，研究布局旅游地产、商业地产、养老地产、物流地产等新业务，不断丰富完善产品线和业务线；深入研究棚改、文旅地产商务模式和运作路径，统筹策划整体运营方案，形成可复制推广的经验范例；密切关注互联网、金融、高科技等行业，适时拓展、延伸产业链，培育新的利润增长点。

具体来看，在房地产主业上，公司顺应国家发展大势，把握地产开发趋势，积极融入到“一带一路”、京津冀协同发展、雄安新区建设等国家发展大局，提前布局公司未来发展。加快旅游文化地产、产业地产布局，快速推进云蒙山项目实施并形成可借鉴的开发经验。加大对城市升级改造的关注力度，在集体土地建设租赁住房、自有土地建设共有产权房、城市综合改造上寻找新的发展机遇。建立公司特有产品体系，缩短设计到产品转化时间。推动成本管控向成本策划转变，让成本投入价值最大化。加强建设过程管控，推动工程管理标准化、规范化。强化客户理念，提高售后服务的及时性和物业服务的增值性。合理确定去化速度，加快资金回流并实现快速周转。

股权投资方面，继续加强投资研究，注重投资效益，加大对创新产业、医疗健康、绿色科技等领域投资力度。持续强化股权投资管理，防范投资风险，完善投资审批、决策、执行、评估等内部控制制度。

商业地产经营方面，继续坚持招商先行、定制开发、委托经营等方式，加大与行业优秀企业合作力度，迅速提升商业地产经营能力。抓住政府大力发展住房租赁市场的政策机遇，加大对租赁市场在盈利模式、运营模式、管理模式上的研究，拓展商业领域布局。

总体看，公司审时度势，根据国家规划提前布局公司未来发展规划，股权投资和商业地产规划符合公司发展需要。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年度合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2017 年，公司新纳入合并范围的经营实体新增 5 家，不再纳入合并范围的经营实体 2 家，考虑到被合并企业规模不大，上述合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 982.09 亿元，负债合计 760.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 221.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 202.13 亿元。2017 年，公司实现营业收入 140.43 亿元，净利润（含少数股东损益）15.73 亿元，其中归属于母公司的净利润 14.56 亿元；经营活动现金流量净额为-139.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.25 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 982.09 亿元，较年初增长 29.12%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 87.72%，非流动资产占 12.28%，流动资产占比稍有上升。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 861.46 亿元，较年初增长 34.19%，主要系货币资金、预付款项与存货增加所致。公司流动资产以货币资金（占 14.02%）、预付款项（占 13.10%）和存货（占 70.71%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 120.76 亿元，较年初增长 24.14%，主要系 2017 年取得借款大幅增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占 98.54%）。货币资金中使用受限金额 0.41 亿元，占比为 0.34%，主要为按揭保证金与履约保证金。

截至 2017 年底，公司预付款项为 112.88 亿元，较年初增长 481.09%，主要系预付棚改项目拆迁补偿款增加所致。

截至 2017 年底，公司存货账面价值为 609.18 亿元，较年初增长 20.00%，主要系棚改和房地产开发成本增加所致。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，占比分别为 88.84% 和 11.14%。截至 2017 年底，公司存货中，开发成本较大的项目主要有仁和镇平各庄项目（62.52 亿元）、奥体文化园项目（47.69 亿元）、门头沟永定镇项目（37.51 亿元）、管庄项目（32.62 亿元）和临河棚改项目（31.45 亿元）；开发产品中金额较大的项目主要有广悦居（14.04 亿元）和海梓府项目（11.44 亿元）等。公司对存货已计提跌价准备 1.35 亿元，主要系对龙樾湾（重庆）项目、重庆熙城项目计提的跌价准备，计提比例为 0.22%。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 120.62 亿元，较年初增长 1.72%，主要系投资性房地产和递延所得税资产增加所致。公司非流动资产以可供出售金融资产（占 49.66%）、长期股权投资（占 11.53%）、投资性房地产（占 24.63%）和递延所得税资产（占 12.54%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 59.90 亿元，较年初减少 12.43%，主要系国信证券股价下跌所致。公司可供出售金融资产均为可供出售权益工具，其中按公允价值计量的占比 80.83%，按成本计量的占比 19.17%。其中，计提减值准备 1.54 亿元，均为对北京首都国际投资管理有限责任公司计提，已全额计提，主要系该公司经营不善，资不抵债所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 13.91 亿元，较年初变动不大；其中被投资企业主要包括北京科技园建设（集团）股份有限公司（占比 52.92%）、深圳市中科招商创业投资有限公司（占比 26.86%）等，主要为科技创新类公司，经营状况良好。

公司投资性房地产采用公允价值计量模式；截至 2017 年底，公司投资性房地产为 29.72 亿元，较年初增长 20.96%，主要系存货/固定资产/在建工程转入转入投资性房地产所致。公司投资性房地产多为物业配套和底商，较为分散。

截至 2017 年底，公司递延所得税资产为 15.13 亿元，较年初增长 53.89%，主要系预提土地增值税、预售房款导致的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 36.72 亿元，占资产总额的 3.74%，占比较低，包括货币资金、存货和投资性房地产，受限原因主要系作为按揭保证金、履约保证金以及作为抵押物用于融资。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中，公司货币资金充足，存货占比较大；非流动资产中可供出售金融资产、长期股权投资等占比较大，股价波动可能导致公司资产规模不稳定；公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 760.36 亿元，较年初增长 38.24%，主要系非流动负债增长所致。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占 43.95% 和 56.05%，非流动负债占比较年初有所增加。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 334.19 亿元，较年初增长 12.50%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债增长所致；其中，公司流动负债以应付账款（占 20.94%）、预收款项（占 38.48%）、其他应付款（占 17.25%）和一年内到期的非流动负债（占 20.71%）为主。

截至 2017 年底，公司应付账款为 70.00 亿元，较年初增长 8.39%，主要系预提土地增值税增加所致；公司应付账款主要为应付工程款（占 53.38%）、应付土地拆迁款（占 8.46%）和预提土地增值税（占 37.81%）等。

截至 2017 年底，公司预收款项合计 128.59 亿元，较年初减少 5.13%，主要系公司预收土地开发款减少所致。公司预收款项主要为预收售房款，占比为 98.48%。

截至 2017 年底，公司其他应付款为 57.65 亿元，较上年增长 56.16%，主要系往来款增加所致；公司其他应付款主要包括往来款（占 72.98%）、项目合作款（占 18.19%）和代收款（占 4.54%）等。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 69.21 亿元，较上年增长 31.44%，主要系一年内到期的其他非流动负债增加所致，其中，1 年内到期的抵押借款占 6.87%，1 年内到期的信用借款占 1.16%，1 年内到期的保证借款占 39.96%，1 年内到期的其他非流动负债占 52.02%。一年内到期的其他非流动负债为公司或子公司发行的债权融资计划一年内到期部分。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 426.17 亿元，较年初增长 68.48%，主要系长期借款大幅增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 62.63%）、应付债券（占 13.49%）和其他非流动负债（占 19.55%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款金额合计 266.92 亿元，较年初增长 160.52%，主要系公司一级开发业务规模增加，使得银行借款规模增加所致；其中，质押借款占比 3.00%，抵押借款占比 1.76%，保证借款占比 41.66% 以及信用借款占比 53.58%。

公司应付债券主要系公司于 2015 年 7 月 20 日发行的 7 年期公司债券 58.00 亿元，债券简称为“15 城建 01”，债券代码为“122402.SH”，票面利率为 4.40%。截至 2017 年底，公司应付债券为 57.48 亿元。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债 83.30 亿元，较年初增长 12.11%，主要系发行债权融资计划进行融资所致。公司其他非流动负债计入长期债务。

截至 2017 年底，公司全部债务为 477.00 亿元，较年初增长 66.27%，主要系土地一级开发开发项目所需资金规模较大，公司长期借款和债权融资计划增加所致；同时，公司整体平均融资成本为 5.6%，处于较低水平；其中短期债务和长期债务分别占比 14.53% 和 85.47%，以长期债务为主。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.42%、68.27% 和 64.77%，较年初分别上升 5.11 个百分点、10.59 个百分点和 12.12 个百分点。整体看，公司债务规模较大，债务负担有所加重。

2017 年 12 月 21 日，公司在银行间市场发行 2017 年度第一期长期限含权中期票据，即 17 京城投 MTN001 永续债（10 亿元，票面利率 6.43%），计入所有者权益。考虑到公司未来赎回永续债的可能性，若将永续债计入应付债券，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为 78.44%、69.69% 和 66.35%，公司债务负担进一步加重。

总体看，公司负债规模持续扩大，负债结构以非流动负债为主；公司债务规模大幅增长，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，且整体融资成本低，但公司总体债务负担有所加重。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 221.73 亿元，较年初增长 5.31%；其中归属于母公司所有者权益为 202.13 亿元，较年初增长 2.79%，变动不大。归属于母公司所有者权益中，股本占 7.75%，资本公积占 18.79%，其他综合收益占 18.67%、盈余公积占 5.03%，未分配利润占 44.84%，其中，其他综合收益主要来源于可供出售金融资产公允价值变动损益（占比 83.16%）；公司所有者权益其他综合收益与未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

总体看，公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 140.43 亿元，较上年增长 20.77%，主要系房地产土地一级开发收入结转所致。2017 年，公司实现净利润 15.73 亿元，同比减少 3.55%，主要系投资收益同比减少所致；其中归属于母公司的净利润 14.56 亿元，同比增长 0.87%。

公司持有较大规模的股权投资，每年实现的投资收益规模较大，2017 年为 2.40 亿元，较上年减少 31.63%，主要系国信证券分红减少所致；2017 年公司投资收益占公司营业利润的比例为 12.90%，对公司营业利润形成一定补充。

期间费用方面，2017 年公司期间费用合计为 10.36 亿元，较上年增长 27.27%，主要系公司管理费用与财务费用增加所致。其中，销售费用为 3.19 亿元（占比 30.79%），较上年增长 13.07%，主要系广告费和样板间费用增长所致；管理费用为 4.95 亿元（占比 47.84%），较上年增长 22.47%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 2.21 亿元（占比 21.37%），较上年增长 74.03%，主要系公司债务增加，利息支出增长所致。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 18.30%，较上年有所下降，主要系一级开发业务毛利率较低所致。受利润规模下降、所有者权益和债务的增长等因素影响，2017 年公司总资产收益率、总资产报酬率为和净资产收益率分别为 3.08%、2.45% 和 7.28%，均较上年有所下降。

总体看，2017 年，公司营业收入有所提升而利润规模有所下降，投资收益是公司利润的有力补充，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入200.00亿元，同比变动不大；经营活动现金流出339.36亿元，同比增长53.79%，主要系一级开发项目投入增加所致；综上，经营活动现金流量净额为-139.36亿元。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入1.49亿元，同比减少57.75%，主要系国信证券分红减少所致。2017年，公司投资活动现金流出16.98亿元，同比增长493.74%，主要系公司投资华能资本服务有限公司所致。受上述因素影响，2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-15.49亿元。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入269.73亿元，同比增长50.63%，主要系公司取得借款增加所致。公司筹资活动现金流出91.61亿元，同比减少32.16%，主要系公司偿还债务减少所致。综合以上因素，2017年筹资活动净现金流呈大额净流入状态，为178.12亿元。

总体看，2017年公司加大一级土地开发整理工作使得经营活动净现金流为净流出状态；公司加大投资活动投资规模，获得优质股权，投资活动净现金流转负；公司通过融资活动满足日常经营和投资的需要，对融资的需求较大，筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率为2.58倍，较年初有所提升，主要系公司在建项目增多，存货规模增大所致；截至2017年底，公司速动比率为0.75倍，较年初有所提升，主要系预付棚改项目拆迁补偿款增加带动预付款项增加所致；截至2017年底，公司现金短期债务比为1.74倍，现金对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为21.56亿元，较上年减少5.38%，主要系利润总额规模下降所致；其中2017年EBITDA主要以利润总额（占86.59%）和计入财务费用的利息支出（占12.54%）为主。随着公司债务规模的上升，公司EBITDA利息倍数有所下降，2016和2017年分别为1.37倍和1.00倍，同期EBITDA全部债务比为0.08倍和0.05倍，EBITDA对全部债务和利息的保障程度较低。总体看，公司长期偿债能力一般。

公司依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、棚改基金、债权融资计划、中期票据等多种融资方式进行融资，同时公司与中国银行、建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2017年底，公司总部及子公司可使用授信额度总计857.40亿元，尚可使用额度420.64亿元，公司间接融资渠道通畅。公司已在上海交易所主板上市，直接融资能力较强。

截至2017年底，公司无对外担保以及重大未决诉讼情况。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码G1011010801382300S），截至2018年3月23日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，公司过往债务履约情况良好。

总体看，2017年，公司短期偿债能力指标有所增强，长期偿债能力指标有所减弱；考虑到公司融资渠道畅通，在开发项目规模较大，能为未来销售提供支持，公司整体偿债能力极强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达120.76亿元，为“15城建01”本金合计（58亿元）的2.08倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度较好；截至2017年底，公司净资产达221.73亿元，约为债券本金合计（58亿元）的3.82

倍，公司现金类资产和净资产对“15 城建 01”债按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2017 年公司 EBITDA 为 21.56 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 0.37 倍，公司 EBITDA 对“15 城建 01”债的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 200.00 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 3.45 倍，公司经营活动现金流入量对“15 城建 01”债的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为上市公司，在股东背景、区域竞争力、融资渠道、储备及开发规模等方面具有优势，公司对“15 城建 01”债的偿还能力极强。

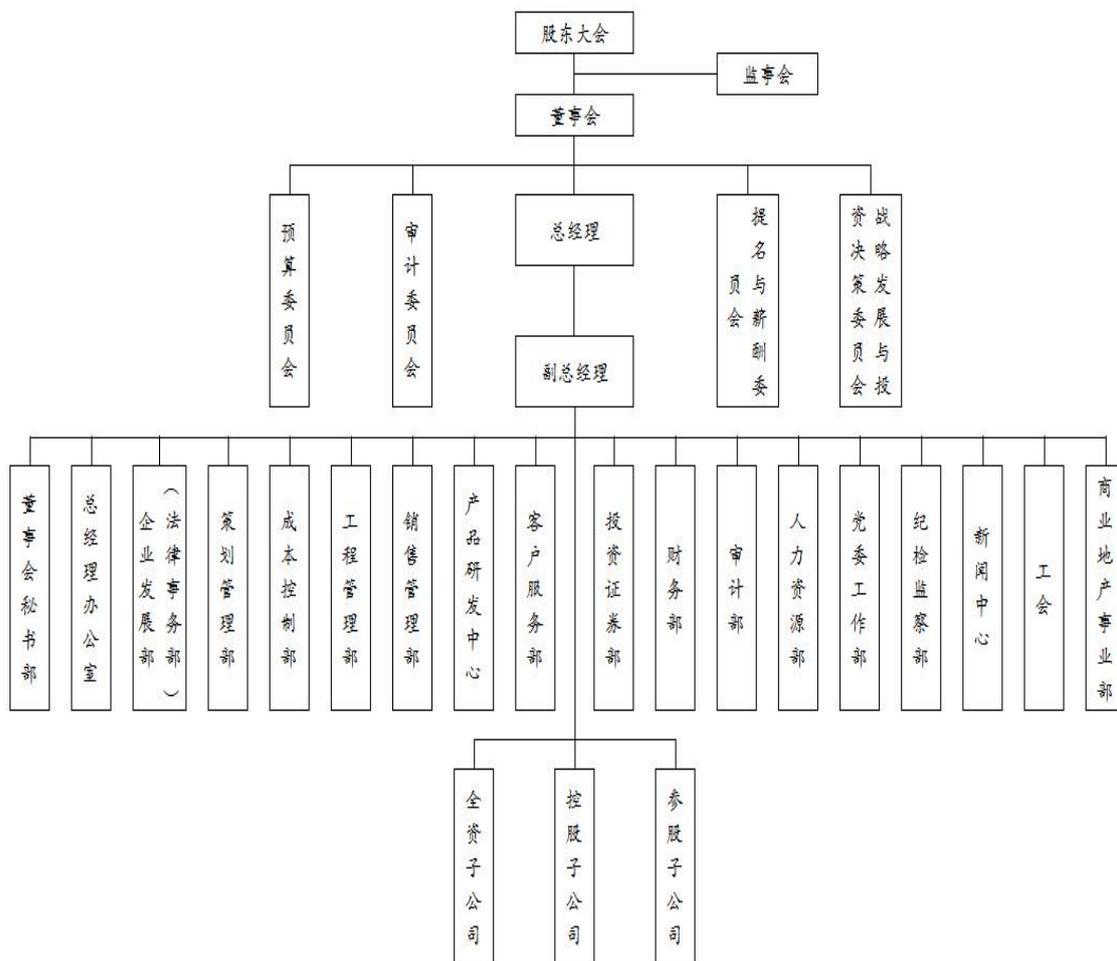
八、综合评价

公司作为城建集团的下属上市公司，在项目储备与获取、区域布局、开发规模、产业布局和融资渠道与成本等方面仍具备竞争优势。2017年，公司继续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市且棚改和一级开发项目能够为公司提供较多的土地补充，新开工及在建面积保持在较大规模，房地产开发收入及盈利规模稳定增长；同时，公司拥有优质金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合评级也关注到一线城市房地产政策环境趋严、公司一级开发项目资本支出压力较大、债务规模增长较快、经营活动现金流持续净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望稳定增长；同时公司持有优质金融类股权资产，进而增强了公司的偿债能力，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级上调公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时上调“15城建 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 北京城建投资发展股份有限公司 组织结构图



附件 2 北京城建投资发展股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	760.57	982.09
所有者权益 (亿元)	210.56	221.73
短期债务 (亿元)	52.75	69.31
长期债务 (亿元)	234.13	407.69
全部债务 (亿元)	286.89	477.00
营业收入 (亿元)	116.28	140.43
净利润 (亿元)	16.31	15.73
EBITDA (亿元)	22.78	21.56
经营性净现金流 (亿元)	-17.43	-139.36
流动资产周转次数 (次)	0.20	0.22
存货周转次数 (次)	0.17	0.22
总资产周转次数 (次)	0.17	0.19
现金收入比率 (%)	145.33	124.34
总资本收益率 (%)	3.83	3.08
总资产报酬率 (%)	3.23	2.45
净资产收益率 (%)	7.87	7.28
营业利润率 (%)	22.37	18.30
费用收入比 (%)	7.00	7.37
资产负债率 (%)	72.32	77.42
全部债务资本化比率 (%)	57.67	68.27
长期债务资本化比率 (%)	52.65	64.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.37	1.00
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.05
流动比率 (倍)	2.16	2.58
速动比率 (倍)	0.45	0.75
现金短期债务比 (倍)	1.84	1.74
经营现金流动负债比率 (%)	-5.87	-41.70
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.39	0.37

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。