



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪292号

北京首都开发股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北京首都开发股份有限公司2014年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月十二日

北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2018）

| | | | |
|--------|-------------------------|-----|---------|
| 发行主体 | 北京首都开发股份有限公司 | | |
| 债券名称 | 北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券 | | |
| 债券简称 | 14 首开债 | | |
| 债券代码 | 122377 | | |
| 发行规模 | 人民币 40 亿元 | | |
| 存续期限 | 2015/06/03-2022/06/03 | | |
| 上次评级时间 | 2017/05/26 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 | AAA | |
| | 主体级别 | AAA | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 | AAA | |
| | 主体级别 | AAA | 评级展望 稳定 |

概况数据

| 首开股份 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益(亿元) | 243.05 | 364.48 | 466.76 | 470.91 |
| 总资产(亿元) | 1,405.15 | 1,814.17 | 2,404.63 | 2,536.65 |
| 总债务(亿元) | 595.04 | 786.79 | 1,027.75 | 1,086.36 |
| 营业总收入(亿元) | 236.18 | 298.83 | 366.78 | 61.50 |
| 营业毛利率(%) | 40.58 | 33.90 | 32.72 | 19.78 |
| EBITDA(亿元) | 48.15 | 55.33 | 71.36 | - |
| 所有者权益收益率(%) | 10.51 | 7.08 | 7.74 | 3.14 |
| 资产负债率(%) | 82.70 | 79.91 | 80.59 | 81.43 |
| 净负债率(%) | 164.22 | 142.18 | 175.76 | 174.10 |
| 总债务/EBITDA(X) | 12.36 | 14.22 | 14.40 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 1.17 | 1.27 | 1.67 | - |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、公司 2018.Q1 所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

范鹿菁 ljfan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 12 日

基本观点

2017 年，在分类调控、因城施策的背景下，北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”或“公司”）适时调整销售力度和开发节奏，继续深耕北京市场，经营业绩稳步增长，区域竞争优势明显。同时，公司待结算资源大幅增长，土地储备资源较为充裕且优质，雄厚的股东背景可为其未来业务发展提供有力保障。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司财务杠杆不断提高，其他应收款大幅增加等因素可能对公司信用质量产生的影响。

综上，中诚信证评维持首开股份主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为 AAA。

正面

- 股东背景雄厚且支持力度持续增强。公司是北京国有资本经营管理中心下属最大的以房地产开发为主业的国有企业，在资源获取、资金来源等方面能够持续得到股东较大力度的支持。
- 经营业绩稳定增长，区域竞争优势明显。2017 年公司继续深耕北京市场，在北京地区房地产开发领域处于龙头地位，签约销售金额位列北京市销售榜首，区域市场竞争优势显著。
- 待结算资源丰富，对其业绩形成有力保障。受益于销售业绩的增长，2017 年末公司预收款金额为 515.94 亿元，同比增长 25.10%，占同期营业收入的比重为 140.67%，能够为其未来经营业绩的提升提供有力保障。
- 项目储备较为充裕且优质。公司在深耕北京区域市场的同时，亦逐步对京外重点城市进行拓展，土地和项目储备规模保持增长，且区域布局优势明显，能够为其可持续发展提供良好支撑。



关 注

- 债务规模不断提升。近年来随着在建项目及土地储备支出的增加，公司债务规模持续快速增长。截至 2017 年末，公司总债务为 1,027.75 亿元，净负债率为 175.76%，财务杠杆处于较高水平。
- 关联方往来款情况。2017 年公司合营项目公司数量增加，公司对合营企业资金拆借规模上升，致使公司当年其他应收款大幅增长 115.81%至 456.76 亿元，应对其回收情况应加以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券（7 年期，附第五年末发行人上调票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权，债券简称为“14 首开债”、债券代码“122377”，以下简称“本次债券”）于 2015 年 6 月 3 日发行，发行规模为 40 亿元，到期日为 2022 年 6 月 3 日，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券募集总额为人民币 40 亿元，截至 2017 年 12 月 31 日，本次债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

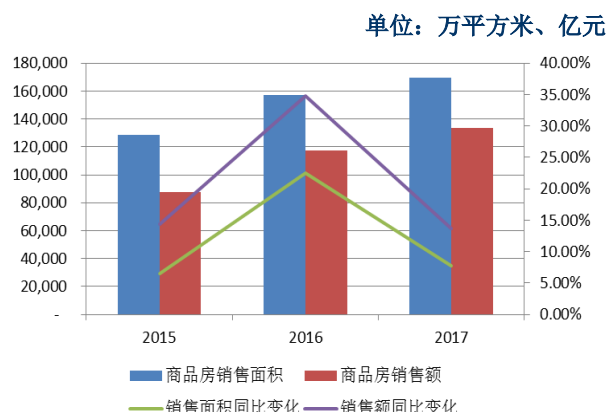
行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地

产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、

西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“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，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至

55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

2017 年，面对房地产市场环境变化，公司适时调整销售力度，凭借其雄厚的股东背景及在北京地区的领先地位，保持了经营业绩的平稳增长。

公司是北京国有资本经营管理中心下属最大的以房地产开发为主业的国有企业，房地产销售收入一直是公司收入的主要来源，2017 年公司实现营业收入 366.78 亿元，同比增长 22.74%，其中房地产销售收入占营业收入的比例达到 98.24%，为 360.33 亿元，主营业务运营稳定。

2017 年，在房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的背景下，公司适时调整销售力度和开发节奏，继续深耕北京市场，经营业绩持续稳步增长。2017 年公司签约销售金额为 691.90 亿元，同比增长 9.65%；合同销售面积为 295.04 万平方米，同比减少 0.64%。从销售区域来看，受益于在京内丰富的房地产开发运作经验和较高的行业地位，2017 年公司签约销售金额蝉联北京市销售冠军，继续保持了在北京区域的竞争优势。从京外项目的销售情况来看，主要贡献区域为厦门、福州、成都及苏州等城市。此外，2018 年 1~3 月，公司实现签约销售面积 37.85 万平方米，同比降低 42.60%，实现签约销售金额 100.18 亿元，同比降低 45.84%。

表 1：2015~2018 年 3 月末公司房地产销售情况

| | 单位：亿元、万平方米 | | | |
|------|------------|--------|--------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.3 |
| 销售金额 | 327.56 | 631.03 | 691.90 | 100.18 |
| 销售面积 | 210.07 | 296.93 | 295.04 | 37.85 |

注：以上数据均为全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，公司 2017 年实现房地产项目结算面积 166.85 万平方米，同比减少 12.26%。从结算

的区域情况来看,2017年公司在北京市的结算面积为62.93万平方米,同比增长13.96%;京外地区结算贡献较大的城市有苏州、广州、贵阳和成都,2017年上述城市结算面积占比分别为22.10%、10.95%、10.29%和10.01%。2017年北京地区实现收入179.79亿元,同比增长33.39%,占主营业务收入的比重为49.17%,京内项目收入持续增长且对公司收入贡献不断提升。

从项目运营来看,2017年公司项目尤其是京外项目的开发节奏明显加快,当年新开工项目面积共计560.31万平方米,同比增长110.63%,其中北京地区新开工面积为82.33万平方米,同比减少26.15%;京外地区新开工面积为477.98万平方米,同比大幅增长239.02%。受益于北京地区项目竣工量增加,全年公司竣工面积为320.87万平方米,同比增长2.67%,其中北京地区竣工面积152.42万平方米,同比增长36.11%;京外地区竣工面积168.45万平方米,同比减少16.01%。另2018年1~3月,公司新开工面积为97.32万平方米,其中京外地区占比为78.98%;竣工面积89.61万平方米,集中分布在北京市,占比达96.96%。

表 2: 2015~2018.Q1 公司房地产开发业务发展情况

| | 单位: 万平方米 | | | |
|-----------|----------|--------|--------|---------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
| 京内项目在建面积 | 469.34 | 513.65 | 410.62 | 355.27 |
| 京内项目新开工面积 | 183.77 | 125.03 | 82.33 | 20.46 |
| 京内项目竣工面积 | 99.79 | 111.98 | 152.42 | 86.89 |
| 京外项目在建面积 | 678.04 | 602.94 | 878.70 | 843.85 |
| 京外项目新开工面积 | 158.23 | 140.99 | 477.98 | 76.86 |
| 京外项目竣工面积 | 169.87 | 200.55 | 168.45 | 2.72 |

注: 以上数据均为全口径

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

近年来,公司在巩固北京区域优势地位的同时,亦对京外重点城市进行拓展,充足且优质的项目储备为其未来业务发展提供有力支持。

从在建项目来看,截至2017年末,公司全口径在建项目共有69个(包括新开工项目),在建项目建筑面积合计为1,289.32万平方米,其中北京地区在建项目建筑面积为410.62万平方米,占其总在建面积的31.85%;京外区域在建面积为878.80万

平方米,占其总在建面积的68.15%,较上年提升14.15个百分点,集中分布在厦门、福州、成都及苏州等城市,以上城市在建面积分别为125.65万平方米、124.54万平方米、106.42万平方米和85.37万平方米,占京外地区总在建面积的比例分别为14.30%、14.17%、12.11%和9.72%。较为充足的项目资源可为公司未来业绩增长提供有力支撑,但同时也给其带来一定的资金压力。此外,截至2018年3月末,公司全口径在建项目共有69个(包括新开工项目),在建项目建筑面积合计为1,179.52万平方米,其中北京地区在建项目建筑面积为335.67万平方米,占其总在建面积的28.46%;京外区域在建面积为843.85万平方米,占其总在建面积的71.54%。

土地储备方面,近年来公司在维持北京地区龙头地位的基础上,亦逐步对京外重点城市进行拓展。2017年公司通过双方或多方联合体以公开市场和股权收购等方式获得27宗土地(不含土地一级开发项目),规划计容建筑面积399.70万平方米,新增地块主要分布在北京、苏州、天津等城市。其中在北京取得16个项目,地上建筑面积255.98万平方米;在京外地区取得11宗地块,地上建筑面积143.72万平方米,主要分布在苏州、成都、天津等城市,其中,公司在苏州市取得3宗地块,地上建筑面积占京外地区总面积的48.18%。

此外,2018年5月24日,公司审议通过了《关于公司拟收购北京首开中晟置业有限责任公司100%股权的议案》,公司拟现金收购控股股东首开集团所持有的北京首开中晟置业有限责任公司(以下简称“中晟置业”)100%股权,交易价格为10.90亿元。中晟置业目前已在北京获得数个棚改项目,本次收购是首开集团将优质资产逐步注入公司的又一开端,目前本次股权收购尚待北京市国资委核准。

项目储备方面,截至2017年12月末,公司全口径房地产拟建项目共30个,规划计容建筑面积452.36万平方米,主要分布在北京、厦门、沈阳及无锡等城市,以上地区计容建筑面积分别为287.57万平方米、52.04万平方米、32.22万平方米和20.85万平方米,占比分别为63.57%、11.50%、7.12%和

4.61%。截至 2017 年 12 月末，公司全口径房地产在建及拟建面积合计为 1,741.68 万平方米，主要分布在北京、厦门、成都、苏州等城市，土地储备较为充足且区域布局优势明显。另截至 2018 年 3 月末，公司全口径拟建项目共计 31 个，规划计容建筑面积为 420.91 万平方米，在建及拟建面积合计为 1,600.43 万平方米。

此外，持有型物业方面，公司持有型物业主要包括酒店、办公楼和街区商业三大部分。酒店出租方面，公司的酒店分布在北京、苏州、三亚等地，以四星级酒店为主；公司持有酒店经营情况良好，酒店经营收入逐年增长。商业性物业出租方面，公司商业性物业主要集中在北京地区。2017 年公司酒店物业经营等收入为 5.31 亿元，同比减少 2.75%，在公司收入构成中占比较低，但为公司提供了稳定的现金流。

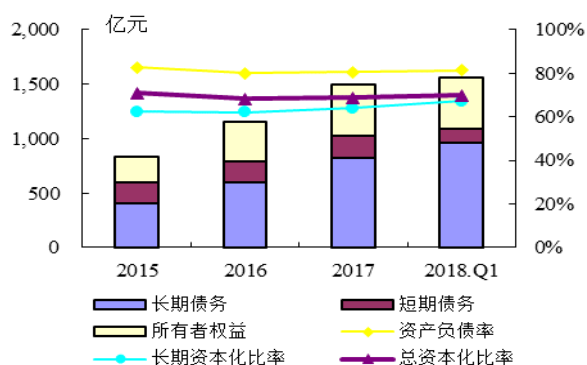
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

受公司开发规模扩大和新增土地储备增加带来的存货和应收关联方款项的增长，截至 2017 年末，公司总资产同比增长 32.55% 至 2,404.63 亿元。同期末，公司负债总额同比增长 33.67% 至 1,937.88 亿元，主要源于预收款项、关联方往来款及债务规模的增长。自有资本方面，受益于少数股东权益及留存收益的增加，2017 年末公司所有者权益为 466.76 亿元，同比增长 28.06%。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构

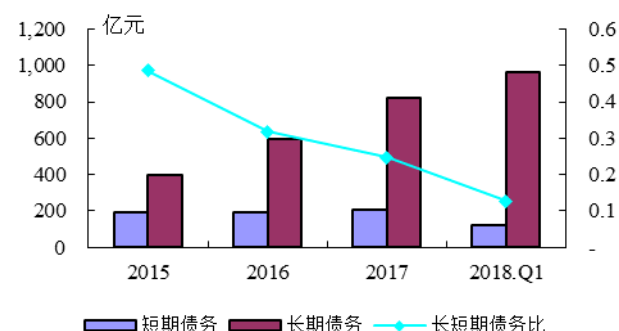


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，截至 2017 年末，公司总债务规模为 1,027.75 亿元，同比增长 30.63%；其中短期债务为 203.95 亿元，同比增长 7.60%；长期债务为 823.80 亿元，同比增长 37.93%，当年末公司长短期债务比为 0.25 倍，较上年下降 0.07 倍，债务期限结构持续优化。财务杠杆比率方面，2017 年末公司资产负债率和净负债率分别为 80.59% 和 175.76%，较上年同期上升 0.68 个百分点和 33.58 个百分点，杠杆比率增长较快。同期末将永续债计入债务之后的资产负债率和净负债率分别为 83.91% 和 192.86%。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 2,536.65 亿元，负债合计 2,065.64 亿元，资产负债率和净负债率分别为 81.43% 和 174.10%；公司总债务增至 1,086.36 亿元，长短期债务比降至 0.13 倍，债务期限结构持续优化。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着项目的持续推进和新增土地储备规模的扩张，公司资产及负债规模均明显增长，杠杆比率仍处于较高水平，但债务期限结构相对合理。

流动性

公司流动资产规模持续增长，截至 2017 年末公司流动资产合计为 2,178.27 亿元，同比增长 29.30%，占总资产的比重为 90.59%。从流动资产的构成来看，2017 年公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2017 年末上述三项占流动资产的比重分别为 64.97%、20.97%和 9.52%。2017 年公司投资设立的合营项目公司数量增加，导致其他应收款大幅增长 115.81%至 456.76 亿元，其合联营企业的经营情况将对往来款的回售产生较大影响。

存货方面，2017 年公司存货规模保持增长，当年末存货账面价值为 1,415.32 亿元，同比增长 23.61%。从存货的构成来看，公司存货中已完工开发产品的比重较小，2017 年末公司已完工开发产品为 189.73 亿元、开发成本账面价值为 1,225.56 亿元，占存货的比重分为 13.41%和 86.59%。较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障，同时后续开发的资金需求也较大。

表3: 2015~2017年公司周转率相关指标

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年） | 0.17 | 0.19 | 0.19 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.20 | 0.19 | 0.17 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转率方面，由于公司在建项目体量较大，存货规模上升较快，存货周转率相对较低。2017 年公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.19 次和 0.17 次。

从现金获取能力来看，2017 年受项目建设规模扩大以及关联方往来款大幅增加影响，公司经营现金流呈现大额净流出状态，为-204.53 亿元，同期，公司加大了投资力度，当年投资性现金流净额为 -69.84 亿元；2017 年，公司筹资性现金净流入 212.59 亿元，为其项目开发提供资金支持。但同时中诚信证评也关注到，公司在建、拟建项目规模较大，随着各项目的推进加之土地储备款的支付，公司或将面临一定的资金压力。

货币资金方面，2017 年末公司货币资金余额为 207.40 亿元，同比减少 22.78%，年末货币资金/短期债务为 1.02 倍，较上年下降 0.40 倍，货币资金

仍能对短期债务形成一定覆盖。

表 4: 2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| 货币资金（亿元） | 195.88 | 268.57 | 207.40 | 266.52 |
| 经营活动现金流净额（亿元） | -95.69 | -85.10 | -204.53 | -8.71 |
| 经营净现金流/短期债务（X） | -0.49 | -0.45 | -0.99 | -0.07 |
| 货币资金/短期债务（X） | 1.01 | 1.42 | 1.02 | 2.19 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

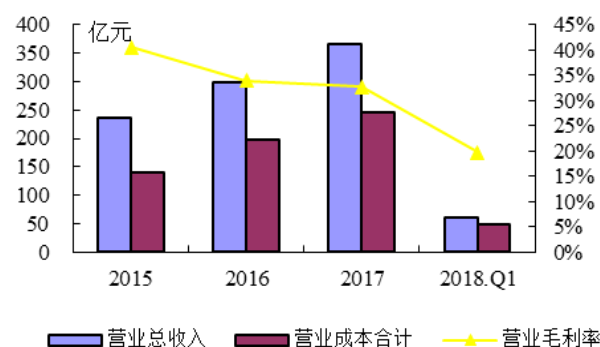
总体来看，公司资产周转效率相对较慢且经营性现金流表现不佳，但公司大部分项目位于北京、厦门、苏州、成都等一二线城市，现房销售压力不大，且年末手持货币资金规模可对短期债务形成一定覆盖，公司整体流动性较好。

盈利能力

受益于房地产销售收入的增长，2017 年公司实现营业收入 366.78 亿元，同比增长 22.74%。其中，房地产销售收入 360.33 亿元、酒店物业经营等实现收入 5.32 亿元。其中，北京地区对公司收入贡献较大，2017 年北京地区实现主营业务收入 179.79 亿元，占比为 49.17%。此外，2017 年末公司预收款项金额为 515.94 亿元，同比增长 25.10%，占同期营业收入的比重为 140.67%，能够为其未来经营业绩的提升提供支撑。

从毛利空间来看，2017 年公司营业毛利率为 32.72%，仍处于较高水平。期间费用方面，2017 年公司期间费用为 35.34 亿元，三费收入占比为 9.64%，较上年度下降 0.44 个百分点。另 2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 61.50 亿元，毛利率为 19.78%。

图 4: 2015~2018.Q1 公司营业收入及毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和营业外损益构成，2017 年公司利润总额为 52.72 亿元，同比增长 32.35%。受益于收入规模的提升，2017 年公司取得经营性业务利润 41.62 亿元，同比增长 21.56%；投资收益 10.50 亿元，同比增长 49.09%，主要来源于处置子公司深圳市祈年实业发展有限公司。综上，2017 年公司实现净利润 36.14 亿元，同比增长 40.11%。2018 年 1~3 月，公司利润总额为 4.82 亿元，其中经营性业务利润为 3.27 亿元，实现净利润 3.69 亿元。

总体来看，公司经营业绩持续增长，毛利率维持在较好水平，整体盈利能力表现良好。此外，公司较大规模的待结算资源亦对未来业绩增长提供了有力支撑。

偿债能力

债务规模方面，随着在建项目及新增土地储备需求的上升，公司外部融资规模逐年增长，截至 2017 年末，公司总债务规模增至 1,027.75 亿元，同比增长 30.63%。债务期限结构方面，2017 年末，公司长短期债务比为 0.25 倍，期限结构持续优化。

从主要偿债能力指标来看，受益于利润规模的扩大，2017 年公司 EBITDA 为 71.36 亿元，同比增长 28.97%，获现能力持续增强。2017 年公司总债务/EBITDA 为 14.40 倍，基本和上年持平，EBITDA 利息倍数由上年的 1.27 倍提升至 1.67 倍。同期，受项目建设规模扩大以及关联方往来款大幅增加影响，公司经营性现金流呈现大额净流出状态，其经营活动现金流/总债务为-0.20 倍，经营净现金流利息保障倍数为-4.78 倍。

表 5：2015~2018.Q1 公司部分偿债指标

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|----------------|--------|--------|----------|----------|
| 短期债务（亿元） | 194.43 | 189.54 | 203.95 | 121.84 |
| 总债务（亿元） | 595.04 | 786.79 | 1,027.75 | 1,086.36 |
| EBITDA（亿元） | 48.15 | 55.33 | 71.36 | - |
| 资产负债率（%） | 82.70 | 79.91 | 80.59 | 81.43 |
| 净负债率（%） | 164.22 | 142.18 | 175.76 | 174.10 |
| 总资本化率（%） | 71.00 | 68.34 | 68.77 | 69.76 |
| 经营净现金流/总债务（X） | -0.16 | -0.11 | -0.20 | -0.03 |
| 总债务/EBITDA（X） | 12.36 | 14.22 | 14.40 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 1.17 | 1.27 | 1.67 | - |
| 经营净现金流/利息支出（X） | -2.32 | -1.91 | -4.78 | - |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年末，公司担保余额为 264.48 亿元，占公司净资产的比重为 56.67%，其中对子公司担保余额为 231.49 亿元；对外担保余额 32.99 亿元，主要系对公司合营企业提供的担保。

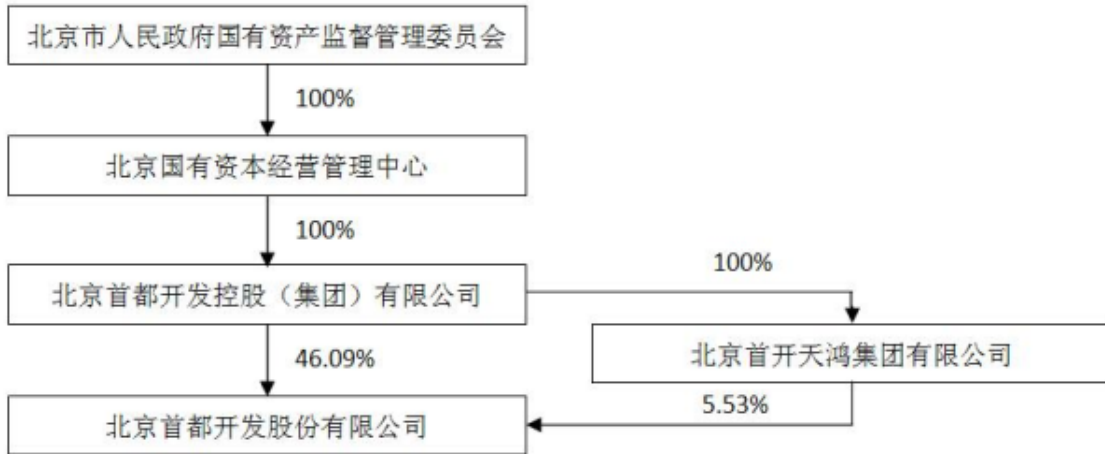
融资渠道方面，公司与建设银行、北京银行、兴业银行等保持了长期良好的合作关系，截至 2017 年末，其获得的银行授信额度合计为 1,215.53 亿元，尚余授信额度 621.57 亿元。同时，公司作为上市公司，资本市场融资渠道亦较为顺畅。整体来看，公司备用流动性较为充足。

总体而言，公司财务杠杆水平较高，且随着项目推进和新增土地储备支出的增加，公司债务规模保持较快增长。但考虑到公司是北京市龙头房地产开发企业，在该区域拥有显著的竞争优势，盈利能力表现较好且土地储备优质，加之公司雄厚的股东背景及其对公司的大力支持，亦可对其债务的偿还提供有力支撑。

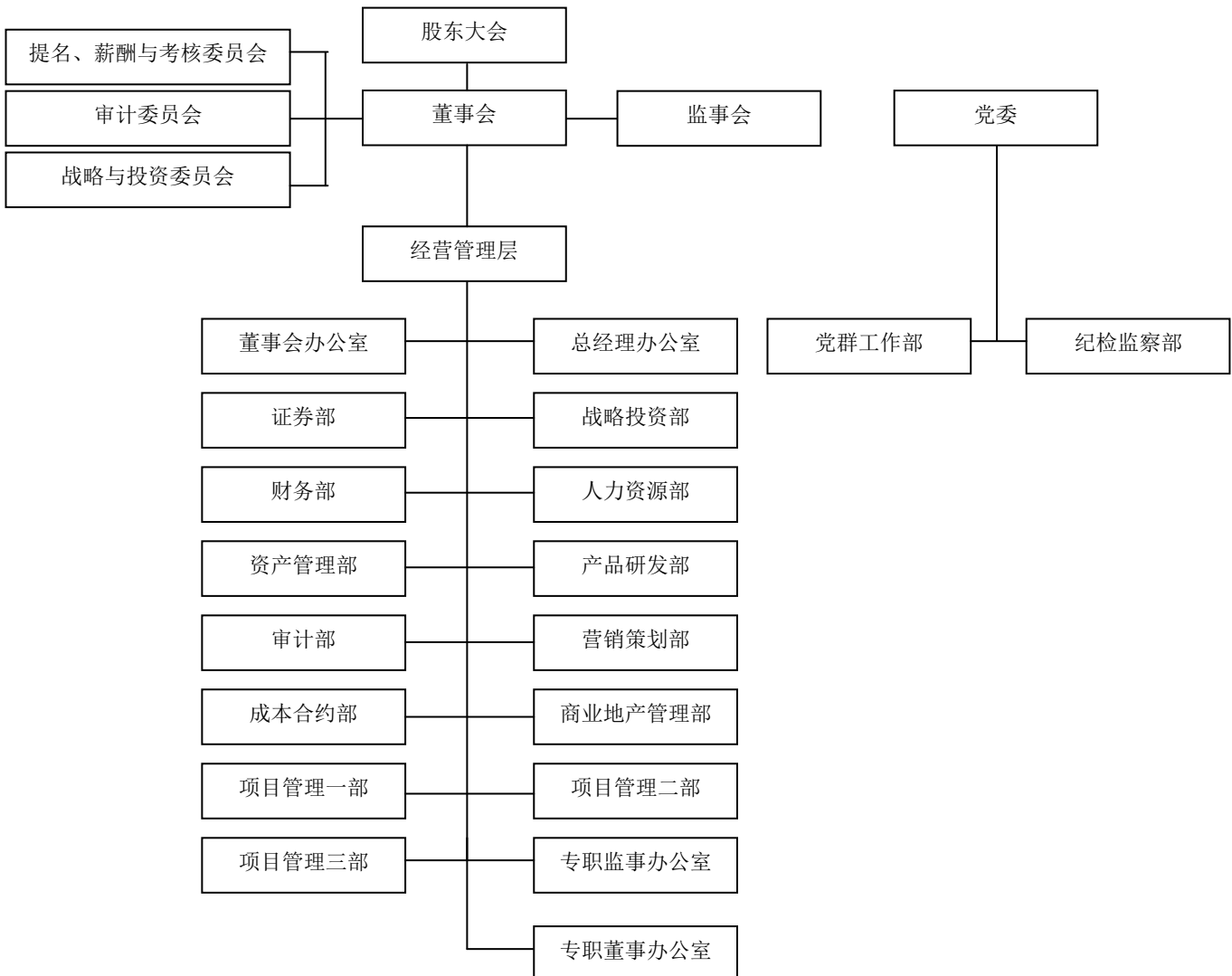
结论

综上所述，中诚信证评维持首开股份主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为**AAA**。

附一：北京首都开发股份有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：北京首都开发股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：北京首都开发股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,958,843.48 | 2,685,739.13 | 2,073,952.56 | 2,665,227.33 |
| 应收账款净额 | 29,586.56 | 22,370.47 | 40,883.94 | 48,555.46 |
| 存货净额 | 9,567,362.44 | 11,449,684.99 | 14,153,244.12 | 15,314,071.90 |
| 流动资产 | 13,113,175.48 | 16,846,016.84 | 21,782,686.63 | 23,085,921.77 |
| 固定资产合计 | 271,025.38 | 271,612.37 | 268,865.61 | 266,797.57 |
| 总资产 | 14,051,541.12 | 18,141,738.48 | 24,046,338.66 | 25,366,507.24 |
| 短期债务 | 1,944,270.35 | 1,895,380.00 | 2,039,491.01 | 1,218,374.22 |
| 长期债务 | 4,006,108.30 | 5,972,527.71 | 8,238,021.53 | 9,645,198.50 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 5,950,378.65 | 7,867,907.71 | 10,277,512.54 | 10,863,572.71 |
| 总负债 | 11,621,012.64 | 14,496,966.56 | 19,378,750.87 | 20,656,448.80 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 2,430,528.49 | 3,644,771.92 | 4,667,587.80 | 4,709,058.44 |
| 营业总收入 | 2,361,788.26 | 2,988,326.46 | 3,667,764.19 | 614,958.05 |
| 三费前利润 | 642,300.56 | 643,618.34 | 769,644.67 | -519,795.37 |
| 投资收益 | 13,469.56 | 70,434.23 | 105,009.08 | 12,440.71 |
| 净利润 | 255,425.66 | 257,903.17 | 361,350.58 | 36,932.38 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 481,543.13 | 553,292.52 | 713,625.44 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | -956,935.31 | -850,982.74 | -2,045,323.95 | -87,119.10 |
| 投资活动产生现金净流量 | -24,658.02 | -44,074.75 | -698,443.79 | -20,056.59 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 1,777,078.52 | 1,656,774.84 | 2,125,987.08 | 699,031.97 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 795,494.81 | 761,980.09 | -618,127.75 | 591,657.23 |
| 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 40.58 | 33.90 | 32.72 | 19.78 |
| 所有者权益收益率（%） | 10.51 | 7.08 | 7.74 | 3.14 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 20.39 | 18.52 | 19.46 | - |
| 速动比率（X） | 0.47 | 0.63 | 0.69 | 0.71 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | -0.16 | -0.11 | -0.20 | -0.03 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | -0.49 | -0.45 | -1.00 | -0.29 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | -2.32 | -1.91 | -4.78 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 1.17 | 1.27 | 1.67 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 12.36 | 14.22 | 14.40 | - |
| 资产负债率（%） | 82.70 | 79.91 | 80.59 | 81.43 |
| 净负债率（%） | 164.22 | 142.18 | 175.76 | 174.10 |
| 总资本化比率（%） | 71.00 | 68.34 | 68.77 | 69.76 |

注：1、上述指标中所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018.Q1 所有者权益收益率、经营活动净现金/短期债务、经营活动净现金/总债务指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

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 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业总收入 - (营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金支出 + 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)) / 营业总收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 合同销售收入

所有者权益收益率 = 当期净利润 / 期末所有者权益（含少数股东权益）

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 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

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

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------------|------------------------------|
| AAA | 债券信用质量极高，信用风险极低 |
| AA | 债券信用质量很高，信用风险很低 |
| A | 债券信用质量较高，信用风险较低 |
| BBB | 债券具有中等信用质量，信用风险一般 |
| BB | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高 |
| B | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高 |
| CCC | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高 |
| CC | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高 |
| C | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| | |
|-----------|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。