

信用等级公告

联合[2015]097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拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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 AA+

北京城建投资发展股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁新伟

分析师：刘明 王丽娜

二零一五年四月二十四日

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>

北京城建投资发展股份有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级: AAA+

发行人主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本次发行规模: 不超过 58 亿元

债券期限: 不超过 7 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2015 年 4 月 24 日

财务数据:

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	337.12	387.23	503.52
所有者权益(亿元)	87.77	98.30	166.87
长期债务(亿元)	60.28	94.43	122.95
全部债务(亿元)	71.19	111.61	162.04
营业收入(亿元)	66.84	103.44	100.11
净利润(亿元)	14.26	14.56	15.00
EBITDA(亿元)	20.48	21.79	20.92
经营性净现金流(亿元)	13.93	-36.86	-61.06
营业利润率(%)	31.79	24.20	26.76
净资产收益率(%)	--	15.65	11.31
资产负债率(%)	73.96	74.61	66.86
全部债务资本化比率(%)	44.78	53.17	49.27
流动比率(%)	1.56	1.76	2.09
全部债务/EBITDA(倍)	0.29	0.20	0.13
EBITDA 利息倍数(倍)	6.46	3.39	1.95
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.35	0.38	0.36

注: 1、由于 2014 年公司发生同一控制下企业合并, 故下文分析中 2013 年数据取自 2014 年年报期初和上期数, 2012 年资产负债表数据取自 2014 年年报中会计准则变更追溯调整数。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、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。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对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”)的评级反映了其作为北京市国资委下属北京城建集团有限责任公司(以下简称“城建集团”)的重要子公司, 房地产开发主业突出, 在北京地区具备较好知名度, 盈利能力较强, 土地储备较为充足, 控股股东支持力度大。2014 年定向增发成功充实了公司的权益资本; 同时公司持有优质金融类股权资产, 预计可对利润形成有力补充。联合评级也关注到, 房地产市场正处于调整周期, 不确定因素较大; 公司存货规模较大, 存在一定的去库存压力; 公司债务规模增长较快; 2013 年以来经营性现金流持续大规模净流出等因素对其经营及发展带来的不利影响。

未来公司将继续以房地产开发为主业, 立足北京市场, 拓展京外市场; 同时扩大投资型物业规模。整体看, 公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是北京市国资委下属城建集团的重要子公司, 能够在资金、项目等方面得到控股股东的大力支持。

2. 公司于 2014 年定向增发成功, 募集资金 39 亿元, 充实了公司的权益资本, 改善了公司的资本结构。

3. 公司持有优质金融类股权资产, 为公司贡献了稳定的投资收益; 其中国信证券已于 2014 年 12 月 29 日上市, 存在较大的增值空

间，未来将对公司利润形成良好的补充。

4. 公司土地储备及可售面积较丰富，可支持公司未来几年的房地产发展需求。

5. 公司项目开发经验丰富，在北京地区的知名度高，具有较强的竞争力。

关注

1. 房地产行业正处于调整周期，政策变动频繁，对公司的经营带来一定不确定性。

2. 公司在开发项目规模大，流动资产中存货占比高，存货变现能力将受到房地产行业景气度及政策影响，公司存在一定的去库存压力。

3. 近年来公司发展速度快，债务规模增长较快；未来公司项目尚需较大规模投资，存在较大融资需求。

4. 2013 年以来，受土地储备增加及开发进度加快等影响，公司经营性现金流表现为持续大规模净流出。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京城建投资发展股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与北京城建投资发展股份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。

联合评级与评估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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因北京城建投资发展股份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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京城建投资发展股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

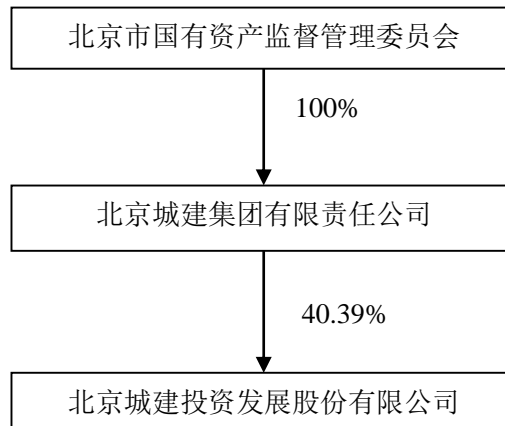
北京城建投资发展股份有限公司 2015 年公司债券信用等级自本次债券发行之日起至到期兑付日有效；本次债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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。经历次增资转股，截至2014年8月7日，公司总股本为106,704万股。

2014年8月8日，公司向包括控股股东城建集团在内的8家投资者发行股份50,000万股（其中北京城建集团认购5,000万股，锁定期三年；其他7家投资者认购45,000万股，锁定期一年），发行价格为7.8元/股，共募集资金总额为39亿元，扣除发行费用后的募集资金净额为38.208亿元，已于8月15日到达公司募集资金专用账户。此次定向增发后，公司总股本由106,704万股变更为156,704万股。公司控股股东为城建集团，截至2014年底持股比例为40.39%；公司实际控制人为北京市国资委。

图1 截至2014年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司系房地产开发企业，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2014年底，公司合并资产总额503.52亿元，负债合计336.65亿元，所有者权益（含少数股东权益）166.87亿元。2014年公司实现营业收入100.11亿元，净利润（含少数股东损益）15.00亿元，经营活动现金流量净额为-61.06亿元，现金及现金等价物净增加额12.46亿元。

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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“北京城建投资发展股份有限公司2015年公司债券”，发行规模为不超过58亿元，债券存续期限不超过7年（含7年），可以为单一期限品种，也可为多种期限的混合品种。本次债券为固定利率债券，发行方式为分期发行，具体发行规模、分期方式及品种等由股东大会授权董事会根据公司资金需求情况和发行时市场情况确定，本次债券的票面利率由股东大会授权

董事会与主承销商根据本次公司债券发行时市场情况确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券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。

三、行业分析

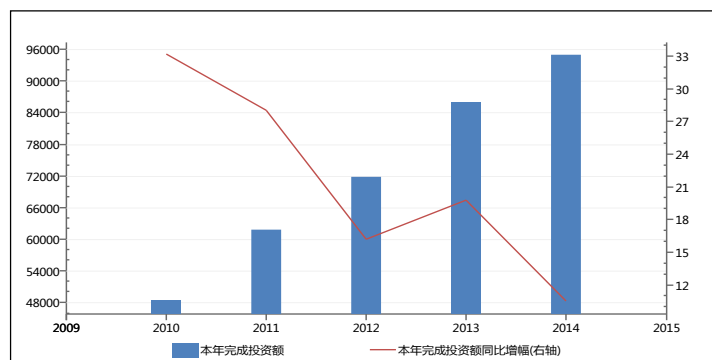
公司目前主营业务以房地产开发销售为主，在公司营业收入中占比在 97% 以上。基于此，本报告行业分析围绕房地产行业展开。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011 年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年 9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012 年，受 2011 年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资 71,804 亿元，比上年增长 16.19%，增速较 2011 年放缓 11.86 个百分点；商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增长 13.2%，增幅同比减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅同比减小 23.5 个百分点。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的回调或波动态势（如下图所示），房地产市场将逐步进入平稳、理性增长的新时期。

图 2 2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯。

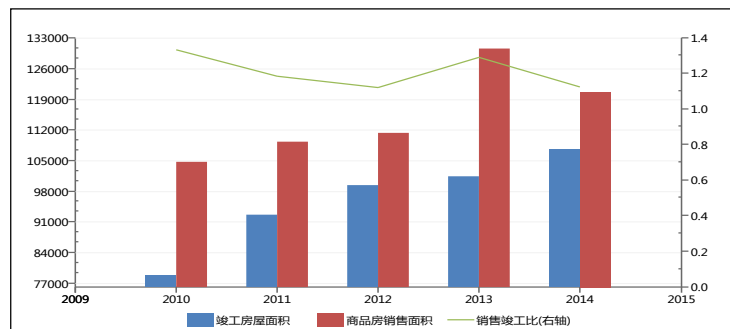
总体看，房地产业是我国经济的重要支柱产业，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

2. 市场供需

从行业上游来看，房地产开发企业成本主要包括土地成本、建安成本、税费、销售费用和财务费用等。虽然各个开发企业成本结构各不相同，但是行业内一般认为土地成本约占总成本的40%左右，建安成本约占30%到40%，税费约占10%到20%。建安成本中各种建筑材料如钢材、水泥供给充足，近年价格相对稳定，因此土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素。受楼市下行的影响，2014年，全国土地市场呈现下行趋势，土地成交减少，低溢价率成为主流。2014年，全国300个城市共成交土地27,907宗，同比减少28%；成交面积104,032万平方米，同比减少31%。其中，住宅用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）7,941宗，同比减少35%，成交面积35,377万平方米，同比减少36%；商办类用地5,363宗，同比减少29%，成交土地面积15,917万平方米，同比减少31%。从溢价率来看，低溢价率成为主流，2014年全国300个城市土地平均溢价率10%，较2013年同期下降5个百分点。其中住宅类用地平均溢价率12%，同比下降7个百分点。土地市场分化也日趋明显，2014年，全国300个城市土地出让金总额同比下降27%，总额为23,412亿元，其中10个重点城市占比约为40%，较2013年增加7个百分点。2014年，一线城市的土地成交量创五年新低，但成交均价则是五年新高。2014年，一线城市共推出土地833宗，推出土地面积3,665万平方米，同比减少26%；成交方面，共成交土地772宗，成交土地面积3,401万平方米，同比减少27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地出让金为5,068亿元，同比减少3%。

从供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014年，商品房销售面积120,649万平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额76,292亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014年，住宅竣工面积107,459万平方米，同比增长5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图3 2010~2014年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）

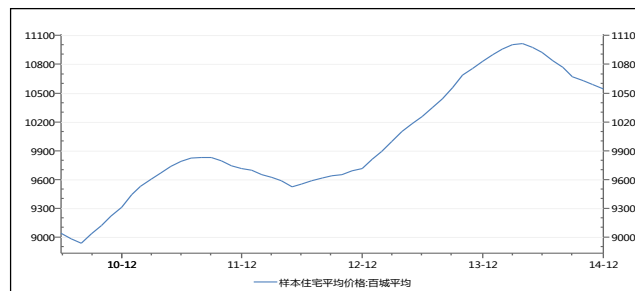


资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图4 百城住宅平均价格情况（单位：元）



资料来源：Wind 资讯。

总体看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势（详见下表）。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势，原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，稳定的现金流提高其信用等级，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万

科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先优势进一步扩大。2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业如下表所示：

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009 年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12 月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010 年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于 40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011 年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011 年 1 月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1 月 26 日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年 1,000 万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011 年 1 月 27 日，中国财政部表示，自 2011 年 1 月 28 日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012 年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。据统计 2012 年中央强调调控不动摇 60 次；4 次提及“决不让房价反弹”；房价合理回归被提到 156 次；2 次提及问责。限购、限价、限贷继续严格执行。五大政策显得最为重要，它们分别是公积金贷款政策、个人住房信息联网、查处小产权房、禁墅令政策以及经济领域内的央行降息政策。

进入 2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策

优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014 年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46 个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年，国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日，央行决定自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付比例调整为不低于 40%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控方向将从行政手段逐渐向长效的经济手段转变。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望继续保持和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。国内房地产市场的持续低迷，房地产企业销售全面下降，流动性风险增加，会让金融机构对房地产企业贷款更为谨慎甚

至于收缩。而且受早期房地产暴利以及房地产调控政策影响，房地产企业在国内的融资很大一部分通过包括信托在内的影子银行实现，融资成本居高不下；而当前一旦遭遇销售不畅，很容易造成资金链断裂及风险暴露。

我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，我国老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的下一代将可能继承多套房产，届时房地产将严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将会大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

总体看，房地产行业面临国家宏观调控政策变化、融资困难和融资成本较高以及人口增速降低带来的不确定性风险。未来房地产行业发展面临一定的压力。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

7. 北京市房地产概况

公司立足北京地区，其开发的项目大多位于北京，北京市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

近年来，我国房地产市场整体进入调整周期，但不同城市出现分化。三四线城市房地产库存高企，房地产市场继续处于较低景气区间，而以北京为代表的一二线城市由于集中了优质服务资

源而持续吸引外来人口进入，其房地产市场需求保持稳定增长。

土地市场

2014年北京土地市场共有141宗土地实现成交，较2013年减少73宗。土地出让面积合计1,295.3万平方米，规划总建筑面积1,663万平方米，相比去年分别减少37%、29%。虽然成交土地宗数与面积同比均有所减少，但2014年北京土地出让金总金额再创有史以来新高，1,916.9亿元的成交总金额较2013年高出了95亿元。

供需情况

根据北京市统计局的数据，2014年，北京市完成房地产开发投资3,911.3亿元，比2013年增长12.3%。其中，住宅投资完成1,962亿元，增长13.8%；写字楼投资完成750.2亿元，增长22.6%；商业、非公益用房及其他投资完成1,199.1亿元，增长4.5%。2014年，全市商品房新开工面积为2,502.8万平方米，比上年下降30%。其中，住宅新开工面积为1,304万平方米，下降24.9%；写字楼为444.4万平方米，下降33.8%；商业、非公益用房及其他为754.4万平方米，下降35.5%。2014年，全市商品房竣工面积为3,054.1万平方米，比上年增长14.5%。其中，住宅竣工面积为1,804.3万平方米，增长6.6%；写字楼为387.5万平方米，增长41.9%；商业、非公益用房及其他为862.3万平方米，增长23%。

总体看，由于集中了全国的优质服务资源，吸收了大量人口流入，北京房地产市场景气度较高，保持了稳定发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为北京市国资委下属的一家大型国有控股房地产开发上市公司，具有丰富的开发运营经验。经过多年积累，公司在北京、天津、重庆、成都、三亚和青岛等城市相继开发一批住宅和商业项目，逐步建立了立足北京、辐射外埠重点区域的开发布局。截至2014年底，公司累计开发面积达到约1,000万平方米，同时，持有19.23万平方米的经营性物业，公司具有一级房地产开发资质。

公司的行业地位和影响力不断提升，公司荣获“2014中国房地产开发企业稳健经营10强”、“2014中国房地产开发企业发展潜力10强”、“2014年中国房地产开发企业责任地产10强”、“2014中国房地产上市公司综合实力50强”、“2014中国房地产上市公司资本运营5强”、“中国房地产公司品牌价值TOP10”、“年度优秀董事局”等一系列荣誉，公司品牌影响力日益扩大。

总体上看，公司作为北京市国资委下属的国有控股房地产开发上市公司，房地产开发经验丰富；公司开发规模较大，具有较强的竞争力。

2. 人员素质

截至2014年底，公司高管人员包括董事长、总经理、副总经理、财务总监等共计15人。公司于2015年4月进行了工商登记变更，董事长变更为陈代华先生。

公司董事长陈代华先生，2009年12月至2012年5月任北京城建集团有限责任公司副总经理；2012年5月至2015年3月任北京城建集团有限责任公司董事、总经理、党委副书记；2015年3月至今任北京城建集团有限责任公司董事长、总经理、党委书记；2007年10月至2009年12月任北京城建投资发展股份有限公司董事、总经理、党委副书记；2009年12月至2012年3月任北京城建投资发展股份有限公司董事、党委书记；2012年3月至2012年6月任北京城建投资发展

股份有限公司董事；2012年6月至2015年4月任北京城建投资发展股份有限公司副董事长；2015年4月9日起任北京城建投资发展股份有限公司董事长。

公司总经理储昭武先生，2009年3月至2012年3月任北京城建集团总经理助理兼建筑工程总承包部经理、党委副书记；2012年3月至2013年4月任北京城建投资发展股份有限公司董事、副总经理、党委书记；2013年6月至今任北京城建投资发展股份有限公司董事、总经理、党委副书记。

截至2014年底，公司在职员工共计2,035人。从教育程度看，大专及以上学历人员共807人，占39.66%；专科及以下学历人员占60.34%；从专业构成看，生产人员占68.70%，技术、财务、行政及经营管理人员占31.30%。公司员工结构比较合理，能够满足公司经营需要。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高；公司员工结构合理，符合行业特点。

3. 股东实力

公司控股股东城建集团成立于1993年。截至2014年9月底，城建集团实收资本为人民币10.8197亿元，北京市人民政府国有资产监督管理委员会持有城建集团100%股权。城建集团经过不断发展成为以工程总承包、房地产开发、设计勘察为主业，经营生产和资本运作相结合的大型综合性建筑企业集团。截至2014年9月底，城建集团总资产825.99亿元，所有者权益164.74亿元；2014年1-9月，城建集团实现营业总收入328.01亿元，利润总额16.27亿元，净利润11.41亿元。

公司为城建集团最重要子公司，股东的支持与重视体现在多方面。城建集团部分领导兼任公司的领导，其中，城建集团董事长陈代华先生同时兼任公司董事长。

同时，城建集团对公司资金支持较大。2014年8月，公司通过非公开定向发行50,000万股募集资金39亿元，其中城建集团认购5,000万股，锁定期三年；另外7家投资者认购45,000万股，锁定期一年。城建集团还通过提供担保对公司融资提供支持。公司于2009年9月28日发行的7年期9亿元的公司债券由城建集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

总体看，公司在城建集团中处于重要地位，在资金、项目等方面能得到城建集团的大力支持。

五、公司管理

1. 治理结构

目前，城建集团持有公司40.39%的股权，为公司控股股东，公司最终控制人为北京市国资委。公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高管能按照各自的职责独立运作。

根据《公司法》等法律、法规的要求，公司建立了规范的公司治理结构和议事规则。股东大会是公司的最高权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使企业经营方针、发展战略、投资、利润分配等重大事项的表决权。董事会向股东大会负责，依法行使企业的经营决策权，负责内部控制的建立健全和有效实施。董事会下设战略发展与投资决策委员会、预算委员会、提名与薪酬委员会、审计委员会四个专业委员会。公司的董事会现有9名成员，其中董事长1名、独立董事4名。监事会是公司的监督机构，对股东大会负责，公司设监事5名，其中监事会主席1名，职工监事2名，监事列席董事会会议。经理层负责组织实施股东大会、董事会的决议事项，公司总经理在董事会的领导下，全面负责公司的日常生产经营管理工作和组织领导企业内部控制的日常运行。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司采取直线职能制和母子公司两种管理体制，基于集中资源，增强房地产主业经营运作及开拓市场竞争能力的思路，公司的组织构架正在从金字塔型向扁平化发展，以实现各项资源的共享与集中配置。公司总部设有 17 个部室和 1 个事业部，并拥有北京城建兴华地产有限公司等 14 家二级全资子公司；控股北京首城置业有限公司等 3 家公司；参股深圳市中科招商创业投资有限公司等 10 家公司。公司的各个职能部门以及子公司能够按照公司制订的各项业务管理制度开展经营活动。

公司企业发展部具体负责组织协调内部控制的建立、实施及完善等日常工作，通过梳理业务流程、编制了内部控制手册。组织总部各部门、各子公司进行自我评估，推进内控体系的建立健全。总部各部门及各子公司均设有或明确相关内控管理岗位，负责本部门、本单位内部控制的日常管理工作。

内部控制和财务管理方面，公司依据《会计法》及其他相关规定，建立、健全了内部控制体系和财务管理制度，制定了适合公司的会计制度和开发成本核算流程，并设置了财务部，负责公司会计核算、会计监督、资金管理等工作。此外，公司建立了一系列资产管理制度，对财产物资进行定期盘点、财产记录、帐实核对等进行了明确规定；对公司经营性资产的租赁经营建立台账，随时记录，定期跟踪。为保持可持续性发展，有效控制投资风险，避免投资决策失误，提高投资经济效益，实现公司资产的保值增值，公司根据法律、法规及《公司章程》，建立了规范、有效、科学的投资决策体系和机制，制定了一系列关于投资管理的制度。公司实行了包含预算编制、预算执行、预算分析、预算考核各环节的全面预算管理。公司将经营成果、固定资产、现金流量、对外投资等主要经营目标或事项均纳入预算管理的范围，定期将实际业绩与预算进行对比分析，寻找差异与原因，并据此进行预算考核。

人力资源管理方面，为加强人力资源队伍建设，公司制定下发了《2010—2014 年人力资源发展规划》并致力于人才规划的落实，在人才的引进、培养、管理、薪酬等方面形成一套统一的管理体系。制定了规范的员工聘用、培训、辞退与辞职、薪酬、考核、奖惩、晋升等人力资源管理流程，建立完善公司培训体系，大力开发员工潜能；完善绩效管理体系，构建公开、公平、公正的人才竞争机制；逐步完善与市场相适应的薪酬制度，加强人力资源队伍自身素质建设，并配套出台了《人力资源管理暂行办法》等人力资源管理制度。

运营与绩效考核方面，公司建立了较全面的季度运营情况分析制度，每季度定期从财务、销售、投资管理、项目管理、成本控制等方面对公司运营情况进行分析，撰写季度运营情况分析报告，对公司、项目的经济活动情况及时跟踪和分析，积极开展项目全案策划和后续评估工作，以便发现存在的问题或面临的困境，深入分析相关原因，并及时加以解决、完善。此外，公司按照客观、公正、公开原则，建立了适用于各层级的绩效考评制度，设置了较为科学、全面的绩效考评体系，从经济指标、管理指标、安全生产等各个方面与下属各单位签订年度经营业绩考核责任书进行考核，考核结果与各单位的职工薪酬挂钩，并明确了各项奖惩办法，以有效测评各单位的经营绩效，充分调动各单位的积极性，保证公司经营目标和战略目标的实现。此外，公司继续执行对各部门普通员工的考核制度，考评结果作为确定员工薪酬及评优、岗位管理的依据。

总体看，公司内部管理体制及管理制度较为完善，内控机制有效运行。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营住宅开发和销售、土地一级开发及物业租赁、管理等，属于房地产开发企业。近三年公司房地产销售状况良好，公司经营规模整体持续扩大，营业收入波动增长，净利润则保持平稳较快增长趋势。2014年，公司实现营业收入100.11亿元，实现净利润15.00亿元。公司近三年营业收入以房地产开发为主，在营业收入占比均保持在97%以上，主营业务突出。

从业务构成情况来看，住宅开发和销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅地产。2012年以来，公司房地产开发销售均占主营业务收入97%以上，是公司主要收入来源。公司还有少量物业管理，占比不到2%；公司涉足土地一级开发，该项业务自2012年开始陆续实现少量收入。2014年，公司根据股东避免同业竞争的承诺，对北京城建新城投资开发有限公司（以下简称“新城公司”）进行同一控制下企业合并，该事件对营业收入和利润的影响主要体现在2013年红木林项目确认的房地产开发销售收入，使得公司房地产开发销售收入由追溯调整前的73.85亿元增至100.43亿元。公司2012年有少量污水处理业务，占比不到1%，该项业务已于2013年进行处置，2014年收入不含该部分。

从毛利率看，受房地产行业逐步告别粗放式增长而进入深度调整周期影响，公司房地产开发销售业务毛利率呈波动下降趋势，由2012年的48.21%下降为2013年的40.37%（未经追溯），而受2014年结转项目波动等因素影响，毛利率由33.19%（经追溯调整）小幅回升至34.31%。此外，2013年房地产开发销售毛利率由追溯前的40.37%下降至追溯后的33.19%，主要系新城公司红木林项目毛利率较低，结转收入规模较大所致。物业管理毛利率呈现明显下降趋势甚至达到负值，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。

表4 2012年~2014年公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

类别	2012年（未经追溯）			2013年（未经追溯）			2013年（追溯调整）			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发销售	64.44	97.56	48.21	73.85	97.71	40.37	100.43	98.31	33.19	96.19	98.25	34.31
物业管理	1.15	1.74	24.77	1.42	1.87	2.67	1.42	1.39	2.67	1.62	1.65	-14.14
污水处理	0.20	0.30	43.32	-	-	-	-	-	-	-	-	-
拆迁	0.27	0.40	45.89	0.31	0.42	-8.00	0.31	0.31	-8.00	0.09	0.10	59.92
合计	66.05	100.00	47.78	75.58	100.00	39.46	102.16	100.00	32.64	97.90	100.00	33.53

资料来源：公司年报

2. 土地储备情况

公司通过两种方式获得土地，一种为公开市场“招、拍、挂”流程，另一种为与土地持有方进行合作与受让等。公司部分项目土地由于拿地时间较早，因此成本相对较低。土地出让金的支付方面，在“招、拍、挂”方式下，一般先支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。此外，公司进行部分一级土地开发项目，由于一级开发投资规模通常较大，对于部分项目，公司可通过以一级土地开发应获得补偿折地的方式参加二级土地开发竞争，从而具有一定的相对竞争优势，为公司提供土地储备。

公司在拿地前会做详细的考察、产品定位并仔细测算成本，在成本可控的情况下拿地。资金总量方面，公司每年预算拿地资金保持在60亿元左右。在拿地地域分布方面，公司在北京市场的投入占70%左右，京外市场占30%左右。

近三年，公司加大了拿地力度，但拿地面积有所波动，分别为 39.66 万平方米、108.21 万平方米和 55.60 万平方米，土地成本支出分别为 27.81 亿元、76.58 亿元和 37.18 亿元。2013 年，公司成功竞得大兴魏善庄、房山、延庆沈家营、昌平北七家、朝阳东坝共 6 块土地，地上规划建筑面积 108.21 万平方米，为历年来土地投资最多，在北京获取土地面积最大的一年。2014 年，公司竞得土地（含动感花园项目）55.60 万平方米，土地成本支出 37.18 亿元。

由于公司拿地后即进行开发，周期较短，截至 2014 年底，公司尚有未开发的土地储备合计 39.26 万平方米（规划建筑面积 64.82 万平方米），尚可满足近期项目开发需要。

表 5 公司近三年拿地情况

获得时间	地块名称	地区	获得价格（亿元）	地上规划建筑面积（万 m ² ）
2012 年	亦庄 X83R1 地块	北京	16.27	16.29
	海南三亚红塘湾	三亚	11.54	23.37
	小计		27.81	39.66
2013 年	大兴魏善庄 AA-25 地块	北京	11.15	18.42
	大兴魏善庄 AA-29 地块	北京	4.60	9.10
	房山理工大学 2 号地	北京	16.90	19.43
	延庆沈家营镇地块	北京	7.00	23.26
	昌平北七家镇地块	北京	15.48	28.81
	朝阳区东坝 655、657 地块	北京	21.45	9.19
	小计		76.58	108.21
2014 年	动感花园项目 ¹	北京	--	13.04
	青岛市李沧区九水路项目	青岛	5.85	12.69
	三亚红塘湾 c05 地块	三亚	5.43	9.70
	门头沟永定镇冯村北地块	北京	25.90	20.17
	小计		37.18	55.60

资料来源：公司提供

总体看，公司近年拿地规模较大，土地储备规模尚可，能够满足近期项目开发需要。但公司近三年获取土地具有一定的波动性，可能给公司未来经营带来一定的不稳定因素。

3. 项目建设开发情况

公司房地产项目主要定位为刚需产品，顺悦居、徜徉集、世华泊郡等项目均主打刚需户型。2012 年起，公司在北京、重庆、成都先后推出了高端产品系列——“北京城建·龙樾”。目前龙樾系列在手项目主要包括世华龙樾、成都龙樾湾、重庆龙樾湾三个项目。

表 6 2012~2014 年底公司主要开发数据情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工面积（万平方米）	62.06	176.16	142.25
竣工面积（万平方米）	99.53	23.62	117.36
期末在建面积（万平方米） ²	146.64	299.41	330.49

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司房地产开发新开工面积、房屋施工面积等保持在较大规模。截至 2014 年

¹ 动感花园项目为北京市朝阳区人民政府授权的棚户区改造外迁对接定向安置房项目，按照 2014 年 7 月 9 日《北京市朝阳区人民政府关于同意北京城建投资发展股份有限公司负责开发建设动感花园项目二类居住用地的函》（朝政函字【2014】98 号）批复要求，同意北京城建投资发展股份有限公司作为建设主体，按照棚户区改造外迁对接定向安置房相关政策，对动感花园项目进行开发建设，土地为政府划拨，开发完成后的安置房将向具有符合购买资格的特定棚改外迁户销售。

² 该数据包含红木林项目；期末在建面积指该时点公司在建项目面积，可能会与公司定期报告中披露的当期全部在建面积存在差异。

底，公司在开发/在售二级开发项目共 19 个，包括在售项目及在建但尚未达到出售条件的项。其中，第 1 至 15 个项目（世华龙樾、徜徉集等，见下表）为在售状态，累计可售面积为 484.62 万平方米，截至 2014 年底已售 254.42 万平方米，已回笼资金 350.66 亿元。第 16 至 19 个项目（海云家园、北京密码等）尚未达到销售条件。

公司在开发/在售项目总投资合计 617.22 亿元，截至 2014 年底已投资 417.50 亿元，尚有剩余投资 199.72 亿元。此外，公司拟开发项目总投资和投资计划未定。2015 年，公司在开发/在售项目预计投资 83.28 亿元，投资资金需求较大，但考虑到预售可以带来部分资金回流，实际投资压力将有所缓解。

总体看，公司在开发/在售项目尚有可售面积 328.27 万平方米，可支持公司未来几年的发展。

表 7 截至 2014 年底公司在手项目基本情况

	序号	项目名称	总投资 (亿元)	截至 2014 年底已 投资情况 (亿元)	未来投资情况 (亿元)			可售面积 (万 m ²)	已售面积 (万 m ²)	单价 (万 元/m ²)	已回笼资金 (亿元)
					2015 年	2016 年	2017 年				
在开发 /在售 项目	1	世华龙樾	79.97	55.19	11.60	9.65	3.53	40.56	31.19	1.36	42.40
	2	顺悦家园	10.71	8.14	2.57	-	-	19.00	18.94	0.61	11.50
	3	徜徉集	39.62	38.64	0.98	-	-	36.00	32.51	1.07	34.34
	4	世华泊郡	46.01	41.96	2.72	1.33	-	29.90	28.39	2.52	50.70
	5	汇景湾(平谷项目)	35.91	26.75	5.25	3.16	0.74	38.06	9.56	1.22	11.04
	6	上河湾(密云项目)	24.70	17.49	7.20	-	-	24.15	12.41	1.43	16.15
	7	海梓府(亦庄项目)	36.45	25.95	9.02	1.49	-	16.77	2.54	3.55	5.31
	8	南湖 1 号	17.32	10.48	3.56	1.75	1.23	28.50	2.92	0.65	1.70
	9	成都龙樾湾	40.16	22.69	3.80	3.80	3.29	94.13	23.84	0.60	12.14
	10	重庆熙城	14.15	12.45	1.53	0.18	-	39.13	18.62	0.52	8.77
	11	重庆龙樾湾	22.54	11.71	4.23	2.46	1.18	40.20	6.67	0.84	4.13
	12	青岛金色港湾	1.40	0.62	0.69	0.09	-	1.64	0.55	1.48	0.40
	13	首城国际	62.21	62.21	-	-	-	44.57	44.17	3.06	114.88
	14	房山理工大学 2 号地	30.11	20.34	6.04	3.01	0.72	17.63	8.56	0.98	7.07
	15	红木林	23.39	28.11	-	-	-	14.38	13.57	2.74	30.12
	16	海云家园	31.53	9.26	5.22	8.83	6.78	14.80	-	-	-
	17	北京密码	47.80	1.96	12.85	7.84	5.06	32.00	-	-	-
	18	城建万科城	16.86	7.21	2.79	4.80	2.06	22.50	-	-	-
	19	昌平北七家镇地块	36.39	16.34	3.23	9.83	5.64	28.77	-	-	-
		合计	617.22	417.50	83.28	58.21	30.23	582.69	254.42	-	350.66
拟开发 项目	20	朝阳东坝项目	33.19	22.67	3.66	5.10	1.64	10.60	-	-	-
	21	青岛李沧项目	13.39	5.91	2.48	2.15	2.85	12.54	-	-	-
	22	动感花园	未定	10.23	未定	未定	未定	未定	-	-	-
	23	门头沟冯村项目	未定	2.59	未定	未定	未定	未定	-	-	-
	24	三亚红塘湾 C05 地块	未定	5.43	未定	未定	未定	未定	-	-	-
		合计	46.58	46.83	6.14	7.25	4.49	23.14	-	-	-

资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

2013~2014 年，公司房地产开发分别实现收入 100.43 亿元和 96.19 亿元。2014 年收入主要来源于世华龙樾（27.46 亿元）、顺悦家园（11.45 亿元）、世华泊郡（17.36 亿元）、徜徉集（10.02 亿元）、首城国际（9.26 亿元）和成都龙樾湾（5.12 亿元）等项目。

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，目前主要是成都、重庆和三亚。从收入情况看，2014 年北京地区确认的收入占 90% 以上，其余主要为重庆和成都地区确认的房地产开发收入。从销售情况看，2014 年公司整体销售业绩受行业因素影响有所下滑，由于公司主要项目均位于北京，目前受限购政策影响需求受到抑制，但潜在需求旺盛，价格仍保持坚挺，公司未来去库存风险较小；京外市场方面，尤其是重庆 2013 年以来出现的降价风潮，使得公司重庆项目销量及价格受到一定程度影响，但由于重庆项目占比较小，对公司整体影响不大。

从房产销售均价上看，公司房屋销售平均价格呈下降后趋稳态势，2013 年下降为 1.38 万元/平方米，一方面是由于北京新增地块大多位于郊区，售价有所下降，另一方面则是由于京外市场销售量加大拉低了平均水平。2014 年，受行业调整因素影响，公司销售面积及销售金额均不同程度下滑，分别为 52.86 万平方米和 72.73 亿元，销售均价与 2013 年持平。

表 8 公司 2012~2014 年房产销售情况

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
签约销售面积（万平方米）	62.43	68.05	52.86
签约销售金额（亿元）	100.05	94.03	72.73
签约销售均价（万元/平方米）	1.60	1.38	1.38
结转收入面积（万平方米）	40.33	50.53	66.48
结转收入（亿元）	64.44	100.43	96.19

资料来源：公司提供

总体上看，近年公司房产销售情况受政策影响有所波动。公司 2014 年受到市场影响，项目销售规模有所下降，由市场带来的经营风险仍需持续关注。

5. 土地一级开发

公司还涉及土地一级开发业务，可以为公司获取二级市场土地赢得先机。2014 年 7 月底，公司已完成动感花园项目的一级开发工作，并已获得二级开发权。动感花园项目经审计的前期投入（一级开发投入）为 10.22 亿元（含 8% 的投资回报）。公司已获得动感花园项目二级开发权，二级开发将用于对接房（主要是政府重点工程、棚户区改造的安置房）建设，并按照经审计的前期投入以及后期建安成本等加成 8% 销售给对接对象。

截至 2014 年底，公司在手一级开发项目包括 5 个，主要为望坛项目和顺义平各庄项目等（详见表 9），总投资预计约为 220 亿元，建筑规划面积约为 275.78 万平方米（部分项目尚需相关部门批准）。截至 2014 年底公司已投入资金 27.58 亿元。

望坛项目是目前北京市最大的棚改项目，该项目目前尚未确定开发方式。该项目所需资金规模较大，但由于其属于纳入国家计划的棚改项目，可以获得国家开发贷（基准利率下浮），一定程度上缓解公司资金压力。与此相同，丰台吴家村棚改项目也尚未确定具体开发模式。

顺义平各庄项目和昌平马池口项目目前均处于一级开发阶段，一级开发结束后公司将在投入成本的基础上获得 8% 的投资回报。后期公司将根据实际情况决定是否参与二级土地开发权的竞争。

大兴雪花项目（国有土地收购）为政府收储项目，一级开发主体为大兴区土地储备中心，相关开发方案尚需北京市规委审批。

表 9 截至 2014 年底公司在手一级开发项目基本情况

项目名称	总投资（万元）	截至 2014 年底已投资金额（万元）	拆迁户数/规模	项目进程	用地面积（平方米）	规划建筑面积（平方米）
望坛项目 ³	1,560,000	3,660	7,026 户 / 19 万平方米	正在确定项目开发模式	368,800	985,700
顺义区平各庄项目	229,606	123,556	550 户	拆迁已完成，正在办理征地拆迁及成本审核后手续	409,493	448,863

³ 望坛项目尚处于前期阶段，项目总投资及规划面积尚待政府有关部门确定，具体指标最终需以规委批复为准；此外，拆迁户数等数据为 2009 年统计，最终数据需以征收实施前调查数据为准。

大兴雪花项目（一级阶段国有土地收购）	4,500	3,393.2	118,923.14平方米	场清地平，完成考古深讨，准备实施考古挖掘；拟定控规上报至北京市规委待审批	约 90,700（待审批）	约 290,300（待审批）
昌平马池口项目	406,400	145,200	77户	非宅拆迁完成90%，征地完成50%	984,500	862,900
丰台吴家村棚改项目	待定	0	约780户	项目调规阶段（方案已报市规委，暂未批复）	80,604	约 170,000（待审批）
合计	2,200,506	275,809	--	--	1,934,097	2,757,763

资料来源：公司提供

总体上看，公司一级开发项目规模大，尚需投入大规模资金，但预期各项目在不同程度上可获得一定的政策支持，有利于缓解资金压力，同时也将为公司带来一定的项目储备。

6. 其他业务板块

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资产和金融资产投资。截至 2014 年底，公司长期股权投资余额 13.97 亿元，可供出售金融资产合计 37.46 亿元。2014 年，公司实现投资收益 0.99 亿元，已成为公司利润的有效补充。其中，国信证券、锦州银行、中科招商、北京科技园资产质量较好，是投资收益的主要来源。

国信证券已于 2014 年 12 月 29 日上市，公司持有国信证券 34,300 万股，对其投资在可供出售金融资产中核算。截至 2014 年底，对其投资的账面价值为 34.85 亿元（按 2014 年 12 月 31 日，收盘价每股 10.16 元计算）。截至 2015 年 3 月底，国信证券收盘价为每股 22.18 元，公司对其投资账面价值仍有大幅升值空间。伴随公司持有股份逐步变现，预计未来将为公司带来超额的投资收益。此外，锦州银行也在筹划上市的过程中。

表 10 公司持有的主要可供出售金融资产和长期股权投资（单位：亿元，%）

类别	被投资对象	初始投资成本	期末余额	持股比例	2014 年投资收益	现金分红	核算方法
可供出售金融资产	国信证券股份有限公司	1.27	34.85	4.18	0.34	0.34	公允价值
	锦州银行股份有限公司	2.60	2.60	3.33	0.14	0.14	成本法
长期股权投资	深圳市中科招商创业投资有限公司	1.22	5.76	30.00	0.82	0.45	权益法
	北京科技园建设（集团）股份有限公司	2.80	6.68	14.00	0.31	0.56	权益法

资料来源：公司提供

商业地产经营

公司还有部分商业地产出租收入，体现在营业收入—其他收入中。截至 2014 年底，公司持有的商业地产经营面积 19.23 万平方米（其中小区配套商业占 63%，写字楼占 21%，公租房占 16%），实现业务收入 2.21 亿元。

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。受此影响，公司商业地产出租收入总体较低。未来几年，随着租赁合同的陆续到期，租金将提高至正常水平，公司商业地产租金收入有望实现较大幅提升。

物业管理及拆迁业务

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、北京城承物业管理有限责任公司经营。2013~2014 年分别实现收入 1.42 亿元和 1.62 亿元。

公司拆迁业务主要由子公司北京腾宇拆迁工程有限责任公司负责经营。近年的业务主要为小营拆迁、清河强佑拆迁、清华东路拆迁拆除、肖家河拆迁及拆除等。2013-2014 年分别实现收入 0.31 亿元和 0.09 亿元。

污水处理

公司污水处理业务原由下属子公司北京城建环保投资发展有限公司经营。2012 年，污水处理实现收入 1,965.79 万元。2013 年 6 月，经在北京产权交易所挂牌转让，公司已将持有的北京城建环保投资发展有限公司 100% 股权以 18,080 万元的价格转让给重庆康达环保产业（集团）有限公司。股权转让后，公司 2013 年起不再有污水处理业务。由于污水处理业务规模小，此次股权转让对公司经营没有实质影响。

总体看，公司持有优质的金融股权投资和经营性物业，未来伴随公司投资收益的逐步实现和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。

7. 经营效率

2014 年，公司营业收入规模略有下降，公司应收账款周转率有所下降，由 2013 年的 128.87 次下降为 2014 年的 109.38 次，但公司应收账款规模较小，应收账款周转率整体仍处于高水平；随着公司项目结转规模变化，公司成本有所降低，而在开发项目有所增长，公司存货周转率有所下降，由 2013 年的 0.30 次下降为 2014 年的 0.23 次；总资产周转率则由 0.29 次下降为 0.22 次，主要是存货增加以及新会计准则下可供出售金融资产以公允价值计量带动总资产上升所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率和总资产周转率处于行业正常水平；由于公司应收账款占营业收入比例很小，应收账款周转率较高，但对公司经营效率的影响不大。整体看，公司经营效率尚可。

表 11 2014 年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	58.87	0.32	0.30
招商地产	597.69	0.30	0.30
保利地产	38.39	0.29	0.32
世茂股份	14.02	0.34	0.23
荣盛发展	121.17	0.34	0.34
东华实业	13.99	0.30	0.26
绿景控股	16.79	0.15	0.21
北京城建	146.62	0.23	0.23

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

8. 经营风险与关注

公司房地产业务集中于北京地区，开发项目规模大，存在一定的去化压力

目前公司房地产开发项目以北京为立足点，逐步拓展外埠。公司房地产业务主要集中于北京地区，以 2014 年收入为例，公司北京地区收入占据 90% 以上。从目前房地产业走势来看，北京作为首都，人口流入量大，对房价有一定的支撑，但仍受到全国房地产业景气度下降的影响，房产销售有所下滑。公司开发项目较多，可售面积规模较大，存在一定的去化压力。

公司项目未来投资规模大，存在一定的融资需求和压力

近年来公司发展速度快，近三年拿地金额累计达到 141.57 亿元，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，存在较大融资需求和压力。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，融资压力较大。

9. 未来发展

公司将继续围绕房地产开发高效化这一目标，加大销售力度，强化资金管理，持续提升房地产开发能力；储备发展后劲，努力推动公司成为金融与房地产紧密结合、以资本运作为主线、追求高效的房地产投资经营商。

具体来看，在房地产主业上，一手抓开发能力建设，一手抓业务平台建设。多渠道获取土地资源，坚持既定的拿地策略，立足北京，辐射外埠重点区域。在加快现有一级开发的基础上，继续拓展有价值的一级开发项目；积极寻求以棚户区改造为重点项目，积极探索合作开发、股权收购、PPP 模式等拿地渠道。多措并举促进销售，新开项目要做好充分的市场分析、开盘预热、客户积累等工作，加快入市步伐；已开项目要加大营销力度，加快销售节奏，提高去化率，加速回款；商业项目要提前布局，加大招商和销售力度。继续强化建设过程管控，做好开发建设组织总设计，抓好工程业务流程的编制和推行，加大分户验收力度，严格落实竣工计划，推动项目管理流程化、标准化，保证精细化管理落到实处。加大产品研发力度，继续深化北京地区住宅产品分级配置标准和售楼处标准化方案，开展公司保障房产品线梳理和整合工作。持续增强成本管控，进一步加大对目标成本的审核和控制，确保目标成本落到实处。

总体上看，公司将稳健经营现有房地产开发业务；公司未来发展规划明确，随着公司在建住宅项目实现销售、经营规模提升，公司整体盈利能力有望继续增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2014 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，出具了标准无保留审计意见。公司 2014 年起采用财政部 2014 年颁布的会计准则，并对 2012~2013 年资产负债表进行了追溯重述，故以下分析中 2013 年数据取自 2014 年年报期初和上期数，2012 年资产负债表数据取自 2014 年年报中追溯调整数。另外，由于公司 2014 年发生同一控制下企业合并，而公司 2012 年利润表和现金流量表数据未经追溯调整，可比性不强，故以下有关利润表和现金流量表均只分析 2013~2014 年数据。

2012 年，公司合并范围新增北京城建兴云房地产有限公司，公司对其持股比例为 100%，该公司业务性质为投资设立，注册资本 3,000 万元；公司子公司北京城建兴达投资开发有限公司由于清算不再纳入合并范围。2013 年，公司合并范围新增北京城建（海南）地产有限公司和三亚樾城投资有限公司，公司对其持股比例均为 100%，两公司均为新设成立；公司子公司北京城建环保投资发展有限公司（以下简称“环保公司”）由于转让不再纳入合并范围，环保公司的转让使得公司在建工程及无形资产科目减少为零。2014 年，公司收购控股股东城建集团持有的北京城建新城投资开发有限公司 100% 股权，将其纳入合并范围；公司出售三亚樾城投资有限公司全部股权，因此三亚樾城投资有限公司不再纳入合并范围。上述合并范围变化对公司财务数据可比性影响较大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 503.52 亿元，负债合计 336.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）166.87 亿元。2014 年公司实现营业收入 100.11 亿元，净利润（含少数股东损益）15.00

亿元，经营活动现金流量净额为-61.06 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.46 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模以较快速度增长，年均复合增长率为 22.21%。截至 2014 年底，公司资产合计 503.52 亿元，其中流动资产占比 83.78%，非流动资产占比 16.22%，流动资产占比高符合房地产开发企业特征。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈迅速增长态势，年均复合增长率达到 20.62%，主要系公司业务规模不断扩大，以存货为主的流动资产相应大幅增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产为 421.87 亿元，以货币资金（占 15.64%）和存货（占 76.39%）为主。

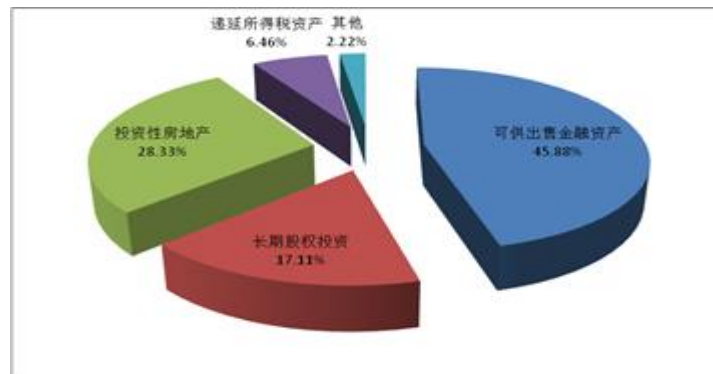
2012~2014 年，公司货币资金总额呈波动增长态势，年均复合增长率为 6.92%。公司的货币资金充足，截至 2014 年底，公司货币资金为 66.00 亿元，主要为银行存款。货币资金中使用受限金额 0.14 亿元，占比很小，主要为按揭保证金。

2012~2014 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率为 25.86%。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 322.25 亿元，较年初增长 25.03%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品，账面价值分别为 281.09 亿元和 41.15 亿元。公司对存货已计提 2,105.58 万元跌价准备。截至 2014 年底，公司存货中，开发成本较大的项目主要有上河湾项目（43.59 亿元）、朝阳东坝项目（22.15 亿元）、世华龙樾项目（28.22 亿元）、海梓府项目（23.24 亿元）、北京密码项目（20.75 亿元）、北京理工大学二号地项目（20.34 亿元）、汇景湾项目（17.95 亿元）和昌平北七家镇项目（16.69 亿元）。公司存货规模较大，变现能力将受到房地产行业景气度及政策影响。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈不断增长趋势，近三年年均复合增长率为 31.61%。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 81.65 亿元，以可供出售金融资产（占比 45.88%）、长期股权投资（占 17.11%）、投资性房地产（占 28.33%）和递延所得税资产（占 6.46%）为主（如下图所示）。

图 5 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报
注：其他包括固定资产和长期待摊费用

受 2014 年企业会计准则变更的影响，公司将对国信证券、锦州银行等的股权投资由长期股权投资调整为可供出售金融资产。2014 年 12 月底，国信证券成功上市，按照会计准则，公司需以公允价值计量，导致公司可供出售金融资产呈快速上升趋势，三年复合增长率为 206.67%。截至

2014 年底，公司可供出售金融资产为 37.46 亿元，主要包括对国信证券（34.85 亿元，截至 2014 年底，国信证券收盘价为每股 10.16 元）、锦州银行和北京首都国际投资管理有限责任公司等。

公司长期股权投资主要是对联营企业的投资。2012~2014 年，公司长期股权投资呈稳中略降趋势，年均复合增长率为-3.57%，主要由于会计政策调整以及部分联营企业亏损和对部分联营企业减少投资共同导致。截至 2014 年底，公司长期股权投资为 13.97 亿元，较年初基本持平，主要被投资企业包括北京科技园建设（集团）股份有限公司（占比 47.82%）、深圳市中科招商创业投资有限公司（占比 41.26%）等。

公司投资性房地产按公允价值计量，2012~2014 年，公司投资性房地产变化不大，年均复合增长率为 7.96%，主要系公允价值变动所致。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面余额为 23.13 亿元。

公司递延所得税资产主要由预提土地增值税、预售房款导致预缴企业所得税和计提资产减值准备等形成，2012~2014 年，公司递延所得税资产变化不大，年均复合增长率为 2.66%。截至 2014 年底，公司递延所得税资产为 5.28 亿元。

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，但以房地产开发项目为主的存货占比较大，公司存在一定的去库存压力；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，以国信证券为代表的优质股权投资存在较大的盈利增长空间；公司整体资产质量较好。

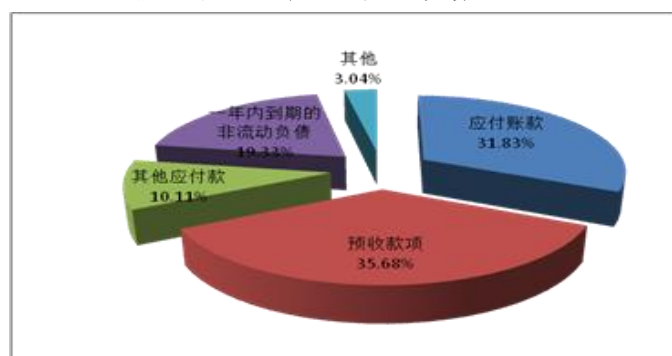
3. 负债及所有者权益

负债

伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，近三年年均复合增长率为 16.19%。截至 2014 年底，公司负债合计 336.65 亿元，较年初增长 16.52%，主要系 2014 年公司增加长期借款所致。负债中流动负债和非流动负债分别占 60.07%和 39.93%。

2012~2014 年，公司流动负债规模呈不断增长趋势，但增长幅度不大，年均复合增长率为 4.17%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 202.22 亿元，以应付账款（占 31.83%）、预收款项（占 35.68%）、其他应付款（占 10.11%）和一年内到期的非流动负债（占比 19.33%）为主（如下图所示）。

图6 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

其他包括应付职工薪酬、应交税费、应付利息、应付股利

随着公司业务规模的扩大，2012~2014 年，公司应付账款金额呈不断增长态势，年均复合增长 26.00%。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 64.36 亿元，主要为应付工程款（占比 54.63%）、

应付土地拆迁款（占比 14.37%）和预提土地增值税（占比 22.72%）等。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。受市场环境变化，2014 年公司对项目开发节奏和预售时点安排的影响，加之前期项目交房达到结转收入条件，预收款项呈下降态势，年均复合增长率为-20.17%。截至 2014 年底，公司预收款项合计 72.16 亿元，较年初减少 28.94%。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。

公司其他应付款主要为与北京城建集团有限责任公司往来款，此外还包括少部分建筑施工单位质保金、押金及保证金等，近三年呈波动上升态势，年均增长 10.78%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 20.45 亿元。

随着长期借款到期金额的不断增长，2012~2014 年公司一年内到期的非流动负债迅速上升，年均复合增长率为 107.03%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 39.09 亿元，全部为 1 年内到期的长期借款。

近三年，公司非流动负债增长较快，年均复合增长率为 46.10%，主要系长期借款增长所致。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 134.43 亿元，主要由长期借款（占比 85.38%）和应付债券（占比 6.08%）构成。

近三年，公司长期借款规模总体增长较快，年均复合增长率为 57.32%。截至 2014 年底，公司长期借款金额合计 114.78 亿元；其中，抵押借款合计 31.42 亿元，保证借款 78.66 亿元以及信用借款 4.7 亿元。从贷款期限结构上看，公司贷款以 3 年期借款为主，其中，2016 年到期的借款合计 83.71 亿元，2017 年到期的借款合计 28.95 亿元，2020~2023 年到期的借款合计 2.12 亿元。

公司应付债券主要系公司于 2009 年 9 月 28 日发行的 7 年期公司债券 9.00 亿元。2014 年 9 月 25 日，公司回购该债券 8,000 万元。截至 2014 年底，公司应付债券为 8.18 亿元。

近三年，公司有息债务规模较大且整体呈上升趋势，三年复合增长率为 50.87%。截至 2014 年底，公司全部债务为 162.04 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 24.12%和 75.88%，债务结构较为合理。2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 66.86%、49.27%和 42.42%。整体看，公司有息债务规模较大，总体债务负担尚处于合理区间。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，公司总体债务负担尚可。

所有者权益

2014 年，公司非公开发行普通股 5 亿股，实际募集资金净额为 38.21 亿元；加之国信证券上市，公允价值大幅上升，其他综合收益大幅增长近 30 亿，两者共同拉动公司所有者权益较快增长。近三年公司所有者权益的年均复合增长率为 37.89%。截至 2014 年底，公司所有者权益 166.87 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 156.66 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 10.00%，资本公积占 24.24%，其他综合收益占 20.74%、盈余公积占 3.81%，未分配利润占 41.20%，公司权益稳定性一般。

总体看，公司所有者权益中其他综合收益占比较大，存在一定的波动性；公司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

2014 年，虽然全国房地产市场处于低谷，但公司营业收入基本仍保持稳定，当年实现营业收入 100.11 亿元，较 2013 年小幅下降 3.22%。2014 年，公司营业利润为 19.03 亿元，较 2013 年小幅下降 0.86%；由于承担部分保障房建设任务，公司收到政府补助有所增加，导致公司 2014 年净

利润为 15.00 亿元，同比上升了 2.98%；其中归属于母公司所有者的净利润为 13.73 亿元，同比上升了 3.88%。

从利润构成看，2014 年公司实现利润总额 19.21 亿元，其中营业利润占比达到 99.05%，公司盈利对营业外收入不存在依赖。

从期间费用来看，2014 年，除因利息资本化数额较多财务费用同比有所下降外，公司的销售费用、管理费用均有所上升。2013~2014 年，公司费用收入比分别为 8.15% 和 9.04%，公司费用收入比呈上升态势，费用控制能力有所下降。

从各项盈利指标来看，2013~2014 年，公司营业利润率有所上升，分别为 24.20% 和 26.76%。同期，由于所有者权益和资产的上升速度快于利润增长速度，公司总资本收益率分别为 9.15% 和 6.13%，总资产报酬率分别为 5.97% 和 4.65%，净资产收益率分别为 15.65% 和 11.31%，均较上年有所下降。从同行业上市公司比较来看，公司的各项盈利能力指标尚可。

表 12 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	中房地产	万科 A	招商地产	保利地产	世茂股份	北京城建
净资产收益率(%)	4.58	19.08	14.75	21.56	12.50	11.35
总资产报酬率(%)	2.18	5.24	6.38	5.93	6.50	4.73
毛利率(%)	32.26	29.94	37.33	32.03	41.40	34.66
销售期间费用率(%)	16.67	6.19	5.20	4.95	9.88	9.04

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，公司近年营业收入规模保持稳定，盈利略有提升；随着房地产市场的回暖，公司未来盈利水平有所保障。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2014 年，由于公司购地支出和项目建设支出持续增加，公司经营产生的现金流量净额分别为-36.86 亿元和-61.06 亿元，连续呈大额净流出态势。2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 68.28 亿元。从收入实现质量来看，由于主要受收入确认和获取现金时点不一致影响，2013~2014 年公司现金收入比分别为 86.78% 和 68.21%，收入实现质量处于较低水平。

从投资活动来看，2013~2014 年，公司对外股权投资较多，导致近两年投资活动净现金流均为净流出状态，分别为-0.96 亿元和-3.43 亿元。

从筹资活动情况来看，为满足日常经营和投资的需要，公司通过非公开发行股票和借款筹措资金，2013~2014 年筹资活动净现金流呈大额净流入状态，分别为 33.54 亿元和 76.94 亿元。

总体看，近两年公司经营活动净现金流和投资活动净现金流均为净流出状态；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，2012~2014 年，随着流动资产的不断增加，公司流动比率呈上升趋势，分别为 1.56 倍、1.76 倍和 2.09 倍；受房地产企业存货数额较大的行业特征影响，公司速动比率处于较低水平，但也呈波动上升趋势，分别 0.46 倍、0.41 倍和 0.49 倍；2012~2014 年公司现金短期债务比分别为 5.29 倍、3.12 倍和 1.69 倍，现金对短期债务的保护程度虽然不断下降但仍能全

部覆盖短期债务。此外，公司可供出售金融资产规模较大，预计达到可售条件后，变现能力将大幅提高，从而有力增强公司的短期偿债能力。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标来看，随着公司债务规模的不断上升，公司 EBITDA 利息倍数呈下降趋势，2013~2014 年分别为 3.39 倍和 1.95 倍，而同期 EBITDA 全部债务比为 0.20 倍和 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。同时，公司经营活动净现金流为负，对全部债务的保障能力不足。总体看，公司长期偿债能力有待提升。

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 2014 年底，公司获得的银行等金融机构授信总额人民币 182.50 亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币 34.69 亿元。

截至 2014 年底，公司为商品房买受人提供住房按揭借款担保 49.73 亿元，此外无对外担保。截至 2014 年底公司无重大未决诉讼情况。

总体看，公司现金资产规模相对较大，短期偿债能力较好；公司总体债务规模较大，长期偿债能力有待提升。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底，公司负债合计 336.65 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 58.00 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债额度适中，由于本次募集资金将主要用于偿还到期债务，预计对公司负债水平影响不大。

以 2014 年底财务数据为基础，假设募集资金总额为 58.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 42.42%、49.27% 和 66.86%，债务负担进一步增加。考虑到本次债券募集资金将主要用于偿还到期债务，实际最终增加的负债水平应不大。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 20.92 亿元，为本次公司债券拟发行额度（58.00 亿元）的 0.36 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2014 年经营活动产生的现金流入为 142.30 亿元，为本次公司债券发行额度（58.00 亿元）的 2.45 倍，对本次债券覆盖程度较好；由于 2014 年经营活动现金净流量为 -61.06 亿元，对本次债券覆盖程度弱。此外，公司持有对国信证券等公司的优质股权投资，仍有较大升值空间；伴随未来公司逐步变现盈利，将对公司利润形成强有力的补充，从而增强公司长期偿债能力。

综合以上分析，并考虑到公司作为北京地方国资背景的房地产开发上市公司，在股东实力与支持、业务规模、地域品牌及财务结构等方面具有的竞争优势，加之公司持有优质的可变现金融股权资产，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力强。

九、综合评价

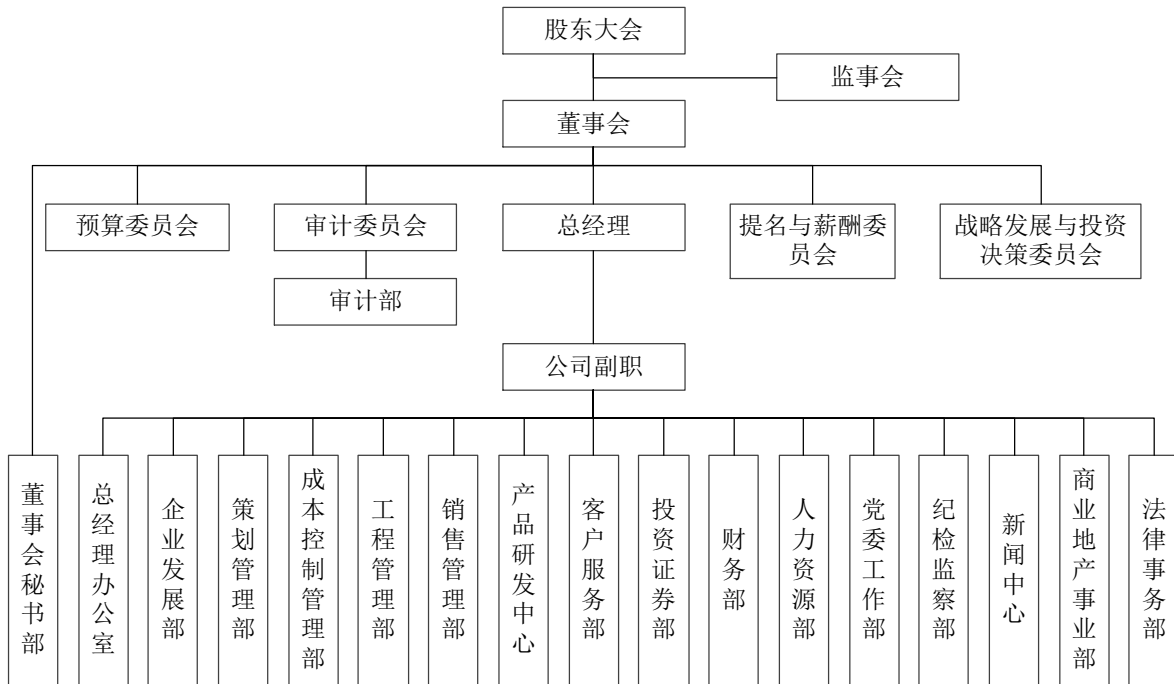
北京城建投资发展股份有限公司作为北京市国资委下属北京城建集团有限责任公司的重要子公司，房地产开发主业突出，在北京地区具备较好知名度，盈利能力较强，土地储备较为充足，控股股东支持力度大。2014 年定向增发成功充实了公司的权益资本；同时公司持有优质金融类股权资产，预计可对利润形成有力补充。联合评级也关注到，房地产市场正处于调整周期，不确定

因素较大；公司存货规模较大，存在一定的去库存压力；公司债务规模增长较快；2013年以来经营性现金流持续大规模净流出等因素对其经营及发展带来的不利影响。

未来公司将继续以房地产开发为主业，立足北京市场，拓展京外市场；同时扩大投资型物业规模。整体看，公司发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次债券到期不能偿还的风险很低。

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
2012 年~2014 年合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资 产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	577,284.16	535,461.12	659,996.98	6.92
交易性金融资产	--	--	--	--
应收票据	--	160.00	--	--
应收账款	4,908.43	6,516.17	7,183.93	20.98
预付款项	154,276.16	142,155.29	165,887.76	3.69
应收利息	253.77	20.12	71.09	-47.07
应收股利	--	18,699.93	18,699.93	--
其他应收款	128,678.92	86,376.69	64,333.23	-29.29
存货	2,034,413.54	2,577,432.94	3,222,503.93	25.86
一年内到期的非流动资产	--	--	40,000.00	--
其他流动资产	--	--	40,058.98	--
流动资产合计	2,899,814.98	3,366,822.25	4,218,735.83	20.62
非流动资产：				
可供出售金融资产	39,827.55	38,826.77	374,574.77	206.67
持有至到期投资	--	--	--	--
长期应收款	2,183.53	--	--	-100.00
长期股权投资	150,203.22	139,555.51	139,667.66	-3.57
投资性房地产	198,439.21	216,706.05	231,299.33	7.96
固定资产	7,442.32	12,882.08	17,103.66	51.60
生产性生物资产	--	--	--	--
油气资产	--	--	--	--
在建工程	8,743.18	--	--	-100.00
工程物资	--	--	--	--
固定资产清理	--	--	--	--
无形资产	11,816.74	--	--	-100.00
开发支出	--	--	--	--
商誉	--	--	--	--
长期待摊费用	2,659.18	1,889.91	1,043.45	-37.36
递延所得税资产	50,067.28	55,616.45	52,768.45	2.66
其他非流动资产	--	40,000.00	--	--
非流动资产合计	471,382.20	505,476.78	816,457.32	31.61
资产总计	3,371,197.18	3,872,299.04	5,035,193.15	22.21

附件3 北京城建投资发展股份有限公司
2012年~2014年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012年	2013年	2014年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	17,900.00	--	--	-100.00
交易性金融负债	--	--	--	--
应付票据	--	--	--	--
应付账款	405,413.77	554,703.66	643,644.33	26.00
预收款项	1,132,287.93	1,015,510.23	721,576.75	-20.17
应付职工薪酬	2,805.99	2,709.08	2,268.86	-10.08
应交税费	45,558.67	52,236.16	40,438.73	-5.79
应付利息	1,897.05	1,813.33	1,544.00	-9.78
应付股利	1.92	1.92	17,301.92	9,392.85
其他应付款	166,658.81	116,141.39	204,530.87	10.78
一年内到期的非流动负债	91,200.00	171,783.34	390,906.25	107.03
其他流动负债	--	--	--	--
流动负债合计	1,863,724.15	1,914,899.10	2,022,211.72	4.17
非流动负债：				
长期借款	463,780.00	854,740.00	1,147,765.64	57.32
应付债券	139,023.09	89,593.22	81,751.27	-23.32
长期应付款	--	1,200.00	1,200.00	--
专项应付款	--	--	--	--
预计负债	--	--	--	--
递延所得税负债	26,965.38	28,832.12	113,534.01	105.19
其他非流动负债	--	--	--	--
非流动负债合计	629,768.47	974,365.35	1,344,250.92	46.10
负债合计	2,493,492.61	2,889,264.45	3,366,462.64	16.19
所有者权益：				
股本	88,920.00	88,920.00	156,704.00	32.75
资本公积	129,476.62	129,476.62	379,732.29	71.25
减：库存股	--	--	--	--
其他综合收益	48,490.67	53,837.59	324,924.76	158.86
专项储备	--	--	--	--
盈余公积	47,022.24	56,461.22	59,756.83	12.73
未分配利润	471,710.63	560,928.02	645,486.49	16.98
外币报表折算差额	--	--	--	--
归属于母公司所有者权益合计	785,620.16	889,623.44	1,566,604.36	41.21
少数股东权益	92,084.40	93,411.15	102,126.15	5.31
所有者权益合计	877,704.57	983,034.59	1,668,730.51	37.89
负债和所有者权益总计	3,371,197.18	3,872,299.04	5,035,193.15	22.21

附件 4 北京城建投资发展股份有限公司

2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	668,398.03	1,034,371.87	1,001,104.74	22.38
减: 营业成本	345,439.90	690,568.80	654,133.05	37.61
营业税金及附加	110,455.88	93,457.71	79,028.47	-15.41
销售费用	20,685.81	25,132.92	28,435.74	17.25
管理费用	31,524.68	39,826.55	48,489.54	24.02
财务费用	4,619.03	19,314.55	13,582.58	71.48
资产减值损失	1,780.81	1,542.02	2,726.94	23.75
加: 公允价值变动收益	5,722.59	266.84	5,703.32	-0.17
投资收益	29,177.06	27,172.83	9,903.03	-41.74
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	26,505.64	20,260.70	-9,408.10	--
汇兑收益	--	--	--	--
二、营业利润	188,791.57	191,968.99	190,314.78	0.40
加: 营业外收入	6,567.78	1,554.05	2,310.54	-40.69
减: 营业外支出	544.47	422.01	483.59	-5.76
其中: 非流动资产处置损失	26.40	21.44	5.25	-55.40
三、利润总额	194,814.88	193,101.03	192,141.73	-0.69
减: 所得税费用	52,260.59	47,488.92	42,187.51	-10.15
四、净利润	142,554.29	145,612.11	149,954.22	2.56
其中: 归属于母公司所有者的净利润	109,486.81	132,156.76	137,278.88	11.97
少数股东损益	33,067.48	13,455.34	12,675.34	-38.09
五、每股收益:				
(一) 基本每股收益	--	--	1.11	--
(二) 稀释每股收益	--	--	1.11	--
六、其他综合收益	986.32	5,346.92	271,723.50	1,559.79
七、综合收益总额	143,540.61	150,959.03	421,677.72	71.40
归属于母公司所有者的综合收益总额	110,008.05	137,503.68	408,366.05	92.67
归属于少数股东的综合收益总额	33,532.56	13,455.34	13,311.67	-36.99

附件 5 北京城建投资发展股份有限公司

2012 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	919,438.22	897,650.97	682,810.91	-13.82
收到的税费返还	36.55	3.44	--	-100.00
收到其他与经营活动有关的现金	180,833.11	1,095,575.98	740,221.67	102.32
经营活动现金流入小计	1,100,307.88	1,993,230.39	1,423,032.58	13.72
购买商品、接受劳务支付的现金	580,574.80	1,014,354.94	1,103,737.61	37.88
支付给职工以及为职工支付的现金	31,511.11	45,179.62	56,576.96	33.99
支付的各项税费	128,400.84	139,856.07	143,339.50	5.66
支付其他与经营活动有关的现金	220,491.36	1,162,402.20	729,981.58	81.95
经营活动现金流出小计	960,978.12	2,361,792.82	2,033,635.65	45.47
经营活动产生的现金流量净额	139,329.76	-368,562.43	-610,603.07	--
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	2,748.45	10,324.09	4,195.00	23.54
取得投资收益收到的现金	9,184.10	14,945.34	15,152.85	28.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	39.25	0.94	2,584.95	711.53
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	--	15,955.69	11,582.91	--
收到其他与投资活动有关的现金	--	285.00	--	--
投资活动现金流入小计	11,971.80	41,511.07	33,515.71	67.32
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,394.44	1,128.55	12,372.74	90.92
投资支付的现金	8,125.02	50,000.00	55,430.00	161.19
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	--	--	--	--
支付其他与投资活动有关的现金	--	--	--	--
投资活动现金流出小计	11,519.46	51,128.55	67,802.74	142.61
投资活动产生的现金流量净额	452.34	-9,617.49	-34,287.02	--
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	--	2,025.00	390,000.00	--
发行债券所收到的现金	--	--	--	--
取得借款收到的现金	216,130.00	755,000.00	740,925.64	85.15
收到其他与筹资活动有关的现金	--	20,000.00	24,400.00	--
筹资活动现金流入小计	216,130.00	777,025.00	1,155,325.64	131.20
偿还债务支付的现金	36,950.00	338,660.00	236,993.75	153.26
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	49,741.70	102,159.26	140,885.73	68.30
支付其他与筹资活动有关的现金	--	800.40	7,998.90	--
筹资活动现金流出小计	86,691.70	441,619.66	385,878.38	110.98
筹资活动产生的现金流量净额	129,438.30	335,405.34	769,447.26	143.81
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	--	--	--	--
五、现金及现金等价物净增加额	269,220.40	-42,774.58	124,557.17	-31.98
加: 期初现金及现金等价物余额	299,411.16	576,863.24	534,088.67	33.56
六、期末现金及现金等价物余额	568,631.56	534,088.67	658,645.83	7.62

附件 6 北京城建投资发展股份有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	142,554.29	145,612.11	149,954.22	2.56
加: 资产减值准备	1,780.81	1,542.02	2,726.94	23.75
固定资产折旧及投资性房地产摊销	593.42	746.79	1,022.82	31.29
无形资产摊销	449.36	--	--	-100.00
长期待摊费用摊销	470.71	937.56	878.96	36.65
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	25.56	16.50	-1,810.67	--
固定资产报废损失	--	--	--	--
公允价值变动损失	-5,722.59	-266.84	-5,703.32	-0.17
财务费用	8,506.78	24,538.88	15,108.44	33.27
投资损失	-29,177.06	-27,587.21	-9,903.03	-41.74
递延所得税资产减少	-168.43	-4,237.90	2,848.00	--
递延所得税负债增加	2,090.23	555.47	285.26	-63.06
存货的减少	-318,217.31	-543,619.71	-599,993.79	37.31
经营性应收项目的减少	-47,158.20	5,679.36	2,698.44	--
经营性应付项目的增加	383,302.18	27,520.54	-168,715.34	--
其他	--	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	139,329.76	-368,562.43	-610,603.07	--
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本	--	--	--	--
一年内到期的可转换公司债券	--	--	--	--
融资租入固定资产	--	--	--	--
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	568,631.56	534,088.67	658,645.83	7.62
减: 现金的期初余额	299,411.16	576,863.24	534,088.67	33.56
加: 现金等价物的期末余额	--	--	--	--
减: 现金等价物的期初余额	--	--	--	--
现金及现金等价物净增加额	269,220.40	-42,774.58	124,557.17	-31.98

附件 7 北京城建投资发展股份有限公司
主要财务指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	--	128.87	109.38
存货周转次数(次)	--	0.30	0.23
总资产周转次数(次)	--	0.29	0.22
现金收入比率	137.56	86.78	68.21
盈利能力			
总资本收益率(%)	--	9.15	6.13
总资产报酬率(%)	--	5.97	4.65
净资产收益率(%)	--	15.65	11.31
主营业务毛利率(%)	47.78	32.64	33.53
营业利润率(%)	31.79	24.20	26.76
费用收入比(%)	8.50	8.15	9.04
财务构成			
资产负债率(%)	73.96	74.61	66.86
全部债务资本化比率(%)	44.78	53.17	49.27
长期债务资本化比率(%)	40.72	49.00	42.42
担保比率(%)	0.00	0.00	0.00
偿债能力			
EBITDA 利息倍数	6.46	3.39	1.95
EBITDA 全部债务比	0.29	0.20	0.13
经营现金债务保护倍数	0.20	-0.33	-0.38
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.20	-0.34	-0.40
流动比率	1.56	1.76	2.09
速动比率	0.46	0.41	0.49
现金短期债务比	5.29	3.12	1.69
经营现金流动负债比率	7.48	-19.25	-30.19
经营现金利息偿还能力	4.39	-5.74	-5.70
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.41	-5.89	-6.02
本次公司债券偿债能力			
EBITDA 偿债倍数(倍)	0.35	0.38	0.36
经营活动现金流入量偿债倍数	1.90	3.44	2.45
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.24	-0.64	-1.05
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.35	0.38	0.36

附件 8 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	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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	
总资产收益率	(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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 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 9 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。

联合信用评级有限公司关于 北京城建投资发展股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年北京城建投资发展股份有限公司公告年报后 2 个月内对北京城建投资发展股份有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京城建投资发展股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京城建投资发展股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京城建投资发展股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京城建投资发展股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京城建投资发展股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京城建投资发展股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送北京城建投资发展股份有限公司、监管部门、交易机构等。


联合信用评级有限公司
二零一五年四月二十四日