



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪414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；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年六月十一日

北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2019）

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，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权		
存续期限	2015/06/03-2022/06/03		
上次评级时间	2018/06/12		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

首开股份	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益 (亿元)	364.48	476.37	536.68	550.30
总资产(亿元)	1,814.17	2,457.08	2,914.11	2,958.77
总债务(亿元)	786.79	1,048.15	1,218.90	1,272.35
营业总收入 (亿元)	298.83	366.86	397.36	83.15
营业毛利率 (%)	33.90	32.71	32.74	38.09
EBITDA (亿元)	55.33	78.03	91.81	-
所有者权益收 益率(%)	7.08	7.49	7.42	8.88
资产负债率 (%)	79.91	80.61	81.58	81.40
净负债率(%)	142.18	172.48	166.12	185.78
总债务 /EBITDA (X)	14.22	13.43	13.28	-
EBITDA 利息 倍数 (X)	1.27	1.80	1.42	-

注：1、2017 年数据经追溯调整；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、2018 年及 2019 年一季度其他流动负债中“短期融资券”和“超短期融资券”实为计息债务，将其调整至当年短期债务及相关指标计算；

4、2019.Q1 所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2018 年，北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”或“公司”）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，公司亦加大了对京外重点城市的拓展，土地储备资源较为充裕且优质，待结算资源丰富，加之股东方持续有力的支持，能够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”）也关注到公司债务规模保持增长，财务杠杆仍处于较高水平，其他应收款规模较大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

- 雄厚的股东背景及有力的支持。公司控股股东北京首都开发控股（集团）有限公司是北京市国有资产监督管理委员会下属最大的以房地产开发为主业的国有企业。公司在资源获取、资产划拨及资金来源等方面能够持续得到股东较大力度的支持。
- 销售业绩持续增长，区域竞争优势明显。2018 年公司签约销售金额 1,007 亿元，同比增长 45.52%。公司继续深耕北京市场，在北京地区房地产开发领域处于领先地位，签约销售金额长期位列北京市销售排名前三，区域市场竞争优势显著。
- 项目储备资源优质。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，项目储备充足且优质，可对其未来经营业绩的保持提供有力支撑。截至 2018 年末，公司项目储备面积合计 2,603.75 万平方米，主要分布在北京及国内其他核心一、二线城市。
- 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，2018 年末公司预收款项

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月11日

金额为 631.44 亿元，同比增长 19.55%，占同期营业收入的比重为 158.91%，能够为其未来经营业绩的提升提供有力保障。

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，公司债务规模持续增长，财务杠杆比率仍处于较高水平。截至 2018 年末，公司总债务为 1,218.90 亿元，同比增长 16.29%，其中短期债务 389.24 亿元，同比增长 90.85%。
- 合联营项目往来款情况。近年来公司多采用合作模式获取土地及项目资源，与合联营企业的往来款规模较大，其他应收款的回收、其他应付款来源的稳定性或对公司的信用质量产生影响。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

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（债券简称为“14 首开债”、债券代码为“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，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权及投资者回售选择权，票面利率为 4.80%。本次债券募集总额人民币 40 亿元，截至 2018 年 12 月 31 日，本次债券募集资金已经按照募集说明书约定使用完毕。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长

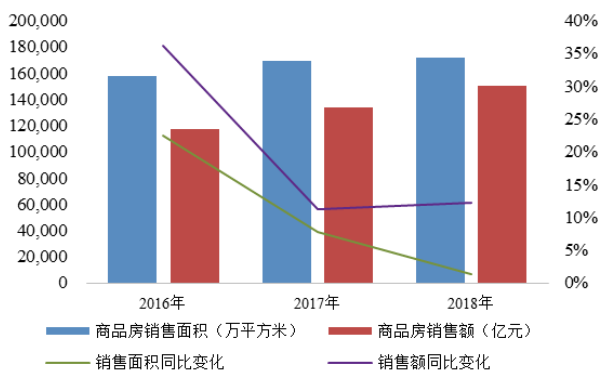
租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 1: 2016~2018 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，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 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，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，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、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”或“公司”）是北京市国有资产监督管理委员会下属最大的以房地产开发为主业的国有企业。2018 年公司实现营业收入 397.36 亿元，同比增长

8.31%，其中房地产销售收入 389.42 亿元，占营业收入的比例达到 98.00%。

2018 年首开股份销售业绩持续增长，在北京市场继续保持了明显的竞争优势，京外项目亦对其销售业绩提供了有力支撑。同时，公司新开工面积增长较快，竣工面积保持稳定。

2018 年，在房地产行业政策整体延续“房住不炒”、落实分类调控的背景下，公司采取有效销售策略，继续深耕北京市场，经营业绩持续快速提升。2018 年公司全口径签约销售金额为 1,007 亿元，同比增长 45.73%；签约销售面积为 378 万平方米，同比增长 28.14%；得益于公司深耕北京同时布局京津冀、长三角、大湾区、海西区域重点一、二线城市的策略，签约销售均价同比增长 13.31% 至 26,292 元/平方米。2019 年 1~3 月，公司签约销售面积 41.65 万平方米，同比增长 10.04%；实现签约销售金额 102.72 亿元，同比增长 2.54%。

表 1：2016~2018 年公司房地产签约销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
签约销售面积	297	295	378
签约销售金额	631	692	1,007
签约销售均价	20,774	23,203	26,292

注：数据口径为全口径。

资料来源：公司公开数据，中诚信证评整理

从销售区域分布来看，2018 年公司销售金额来自全国 20 个城市。受益于公司在京内丰富的可售资源，2018 年公司在北京的销售面积为 123.65 万平方米，占公司全年销售面积的比例为 32.75%，公司在北京市的销售排名位居前列，继续保持多年显著的竞争优势。从京外项目的销售情况来看，公司签约销售项目主要来自于福州、成都、苏州、厦门和杭州等城市，上述五个城市销售面积占比分别为 13.96%、7.20%、6.57%、4.10% 和 4.06%，合计占比为 35.88%，对公司销售业绩提供了有力支持。

表 2：2018 年公司签约销售区域分布情况

单位：万平方米

城市	签约销售面积	占比
北京	123.65	32.75%
福州	52.69	13.96%
成都	27.17	7.20%
苏州	24.82	6.57%
厦门	15.46	4.10%
杭州	15.32	4.06%
广州	12.89	3.41%
扬州	10.55	2.79%
贵阳	10.21	2.70%
沈阳	9.76	2.59%
其他城市	75.03	19.87%
合计	377.55	100.00%

注：其他城市包括无锡、太原、大连、桂林、重庆、海南、沈阳、葫芦岛、绵阳、天津等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运作情况看，2018 年公司继续保持较快的开发节奏，当年新开工面积 738 万平方米，同比增长 31.79%，其中，京内项目的开发节奏明显加快，2018 年京内项目新开工面积 357.24 万平方米，同比大幅增长 333.91%，要系公司在北京的平谷和棠瑞著、熙湖悦著、锦安家园和熙悦林语等大体量项目陆续开工，带动当期新开工面积快速上升；京外地区新开工面积 381.09 万平方米，同比减少 20.27%。同期，公司竣工面积 342 万平方米，同比增长 6.54%，其中京内地区竣工面积 155.99 万平方米，同比增长 2.34%；京外地区竣工面积 186.45 万平方米，同比增长 10.69%。

表 3：2016~2018 年公司房地产开发运营情况

单位：万平方米

指标	2016	2017	2018
新开工面积：	266	560	738
其中：京内项目	125.03	82.33	357.24
京外项目	140.99	477.98	381.09
竣工面积：	313	321	342
其中：京内项目	111.98	152.42	155.99
京外项目	20.55	168.45	186.45

注：数据口径为全口径。

资料来源：公司公开数据，中诚信证评整理

保障房方面，公司目前在手保障房以商品房配建的保障房为主。2018 年公司实现保障房签约销售面积 21.34 万平方米，同比减少 30.76%；实现签约

销售金额 32.02 亿元，同比减少 2.91%，随着北京市配建住房政策的变化，公司保障房签约销售面积和金额均有所下降。同期，保障房项目新开工面积为 8.40 万平方米，同比减少 26.70%；竣工面积 40.08 万平方米，同比增长 166.67%。2018 年公司以现金 10.90 亿元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“首开中晟”）100% 股权，并进行增资，首开中晟以保障房建设、土地一级开发及棚户区改造、项目代建为三大主营业务，将对公司一级土地开发和政策性住房开发业务形成良好补充。

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，优质的土地储备为其未来业务发展提供有力支持。

新增项目方面，公司在坚持巩固深耕北京区域的基础上，亦加大对京津冀、长三角、大湾区等京外区域重点城市业务拓展。2018 年，在房地产调控的背景下，公司结合房地产市场环境变化和自身战略规划情况，投资节奏有所放缓，通过双方或多方联合体以公开市场、股权收购等方式新获取项目 23 个，全口径新增土地储备面积 268.61 万平方米；其中北京地区新获取项目 10 个，全口径新增土地储备面积 105 万平方米；京外地区新获取项目 13 个，主要在深圳、天津、苏州和成都等城市。2018 年公司全口径新增土地投资额 542.09 亿元，权益口径新增土地储备金额为 237 亿元，新增土地储备楼面地价 20,182 元/平方米。

表 4：2016~2018 年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
新拓展项目	14	27	23
新增土地储备计容建筑面积	305.84	399.70	268.61
新增土地投资额	529.24	869.00	542.09
新增土地平均楼面价格	17,306	21,741	20,182

注：数据口径为全口径。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目储备来看，截至 2018 年末，公司项目储备面积合计²2,603.75 万平方米。其中，公司京内

² 项目储备面积=已开工项目的总建筑面积-累计已竣工面积+拟建项目的规划计容建筑面积（不含一级土地开发项目）

地区项目的项目储备面积为 860.35 万平方米，占比为 33.04%，为其持续保持北京区域竞争优势提供有力支撑；京外区域项目的项目储备面积为 1,743.40 万平方米，从具体城市来看，公司京外在建项目分布在全国 25 个城市，其中福州、厦门、成都、苏州、武汉、上海等一、二线城市项目储备面积占京外项目储备面积的比重为 69.24%。总体来看，较大体量且优质的在建及拟建项目为公司未来可持续发展提供较好保障的同时，亦给其带来一定的资本支出压力。

表 5：截至 2018 年末公司项目储备区域分布情况

单位：万平方米

城市	项目储备面积	占比
北京	860.35	33.04%
福州	190.15	7.30%
成都	158.55	6.09%
葫芦岛	142.88	5.49%
厦门	136.30	5.23%
贵阳	119.54	4.59%
海门	99.56	3.82%
苏州	92.52	3.55%
天津	91.58	3.52%
武汉	81.64	3.14%
无锡	81.61	3.13%
绵阳	75.88	2.91%
太原	75.68	2.91%
杭州	63.32	2.43%
沈阳	62.60	2.40%
广州	57.24	2.20%
海口	35.41	1.36%
廊坊	33.40	1.28%
桂林	31.21	1.20%
大连	27.91	1.07%
扬州	25.45	0.98%
其他城市	60.99	2.34%
合计	2,603.75	100.00%

注：其他城市包括上海、南京、重庆、珠海和深圳等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

持有型物业方面，公司持有型物业主要包括酒店、办公楼、公寓和街区商业。其中，公司酒店物业主要为北京宝辰饭店、北京丽亭华苑酒店和苏州太湖宝岛花园酒店；办公楼物业主要为北京发展大厦、北京市华宝大厦 5 号楼、新洲商务大厦、首开

广场和鑫鼎科技大厦；公寓物业主要为联宝公寓；商业物业主要为华侨村、璞琨和铂郡等住宅配套商业。2018 年公司实现租金收入 6.22 亿元，同比增长 16.92%。

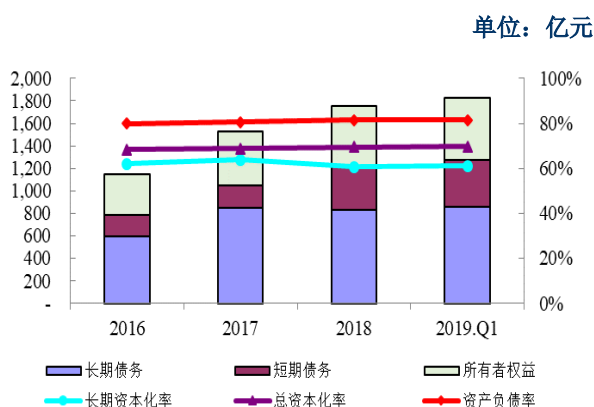
财务分析

以下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 2016~2018 年审计报告以及未经审计的 2019 年一季度财务报告。

资本结构

随着业务规模的扩大，公司资产和负债规模保持增长。截至 2018 年末，公司资产总额为 2,914.11 亿元，同比增长 18.60%；同期末，公司负债总额同比增长 20.03% 至 2,377.43 亿元。自有资本实力方面，得益于留存收益的累积及少数股东权益的增加，2018 年末公司所有者权益增至 536.68 亿元，同比增长 12.66%。财务杠杆比率方面，2018 年末公司资产负债率较上年有所提升，为 81.58%；同期末，公司净负债率为 166.12%；将永续债计入负债之后的资产负债率和净负债率分别为 84.32% 和 177.67%。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额、负债总额和所有者权益分别上升至 2,958.77 亿元、2,408.47 亿元和 550.30 亿元，资产负债率和净负债率分别为 81.40% 和 185.78%。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产方面，公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产构成。具体来看，2018 年末公司货币资金为 327.39 亿元，

同比增长 44.55%；其他应收款 472.58 亿元，与上年基本持平，仍保持在较高水平，主要系公司合作项目数量较多，合联营企业的经营情况将对往来款的回收产生较大影响，账龄方面，1 年以内的其他应收款占比为 36.14%，1~2 年的占比为 31.26%，2~3 年的占比为 4.57%，3 年以上的占比为 28.02%，需对其资金的回收情况加以关注；存货账面价值为 1,640.62 亿元，同比增长 13.57%，其中已完工开发产品、在建开发成本占比分别为 18.70% 和 81.30%；长期股权投资同比增长 36.24% 至 201.76 亿元，主要系对合联营企业投资增多所致；投资性房地产方面，2018 年末公司投资性房地产为 93.62 亿元，同比增长 401.31%，主要系熙悦林语等项目的自持部分由存货转为投资性房地产，导致当期投资性房地产同比大幅增长。2019 年 3 月末，公司货币资金减少至 250.01 亿元，其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产分别增长至 521.93 亿元、1,734.09 亿元、208.52 亿元和 95.11 亿元。

负债方面，公司负债主要由有息债务、预收款项和其他应付款构成。2018 年，得益于公司良好的销售业绩，预收房款持续增长，年末预收款项余额为 631.44 亿元，同比增长 19.55%；2018 年末公司其他应付款为 312.90 亿元，同比增长 38.42%，其中资金往来款占比为 90.36%，主要系公司与关联方、项目合作方之间得资金往来。从债务规模来看，随着业务规模的扩大，公司近年来外部融资规模亦不断增长，截至 2018 年末，公司总债务规模为 1,218.90 亿元，同比增长 16.29%，其中，短期债务 389.24 亿元，同比增长 90.85%；长短期债务比由上年的 0.24 倍升至 0.47 倍。截至 2019 年 3 月末，公司有息债务、预收款项和其他应付款分别为 1,272.35 亿元、633.42 亿元和 304.31 亿元。

所有者权益方面，公司所有者权益主要由少数股东权益、未分配利润和其他权益工具构成，2018 年上述三项占比分别为 42.45%、20.23% 和 14.88%。其中，2018 年末，受合作项目增加的影响，公司少数股东权益同比增长 34.63% 至 227.81 亿元；得益于利润留存，公司未分配利润为 108.56 亿元，同比增长 12.46%；其他权益工具系公司发行的永续债，

金额为 79.85 亿元，与上年相同。截至 2019 年 3 月末，公司少数股东权益、未分配利润和其他权益工具分别为 239.79 亿元、110.75 亿元和 79.85 亿元。

总体来看，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持续增长，杠杆比率仍处于较高水平，且短期偿债压力有所增加。此外，公司与合联营企业资金往来规模较大，应对其他应收款的回收情况加以关注。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2018 年末流动资产合计为 2,545.62 亿元，同比增长 14.15%，占总资产的比重下降至 87.35%。从流动资产的结构来看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2018 年末上述三项占流动资产的比重分别为 12.86%、18.56% 和 64.45%。2019 年 3 月末，公司流动资产合计为 2,585.67 亿元，占总资产的比重为 87.39%。

存货方面，截至 2018 年末公司存货账面价值为 1,640.62 亿元，同比增长 13.57%。从存货构成来看，存货中已完工开发产品 306.72 亿元，占比较上年上升 5.51 个百分点至 18.70%，开发产品中竣工时间在 2017~2018 年的项目余额占开发产品的比重为 79.26%，竣工时间在 2017 年及之前并且去化较慢的项目有香溪郡、首开琅越等项目，后续去化情况需要持续关注；2018 年末，公司在建开发成本为 1,333.87 亿元，占存货的比重为 81.30%。此外，期末公司存货跌价准备余额为 10.38 亿元，主要系沈阳国风润城、北京首开金茂熙悦、武汉东湖金茂府、上海央玺、大连东港 H10 项目和葫芦岛国风海岸等项目计提存货跌价准备。截至 2019 年 3 月末，公司存货上升至 1,734.09 亿元。

从资产周转效率来看，公司在建项目体量较大，存货规模持续上升，公司存货周转率持续处于较低水平。2018 年存货周转率和总资产周转率分别为 0.17 次和 0.15 次。

表 6：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.19	0.19	0.17
总资产周转率（次/年）	0.19	0.17	0.15

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

货币资金方面，得益于项目销售回款的增加和筹资性活动现金流入，2018 年末公司手持货币资金为 327.39 亿元，同比增长 44.55%，2018 年末货币资金/短期债务为 0.84 倍，较上年下降 0.27 倍，货币资金对短期债务的覆盖能力有所下降。2019 年 3 月末，公司货币资金减少至 250.01 亿元。

从现金流来看，2018 年公司销售业绩持续提升，预收房款现金较为稳定，当年销售商品、提供劳务收到的现金为 499.54 亿元，与上年基本持平；且得益于当年支付的地价款和往来款大幅降低，当年经营活动现金流呈净流入状态，为 116.43 亿元，较上年大幅提高，经营活动现金流净额/短期债务为 0.30 倍；同期，公司投资性现金流净额为-74.83 亿元，较上年增长 6.61%，主要系受合作开发项目较多影响；同期公司偿还债务和分配股利金额增加，当年筹资性现金净流入 57.23 亿元，同比下降 74.55%。2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-105.78 亿元，投资活动净现金流-5.92 亿元，筹资活动净现金流为 36.05 亿元。

表 7：2016~2019.Q1 公司部分流动性指标

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	268.57	226.49	327.39	250.01
经营活动现金流净额	-85.10	-207.36	116.43	-105.78
经营净现金流净额/短期债务 (X)	-0.45	-1.02	0.30	-1.04
货币资金/短期债务 (X)	1.42	1.11	0.84	0.61

注：2019 年一季度经营净现金流净额/短期债务指标经年化处理。
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 563.06 亿元，占资产总额的比重为 19.32%，其中受限存货金额 549.31 亿元、长期股权投资 9.49 亿元、货币资金 3.64 亿元以及投资性房地产 0.61 亿元。

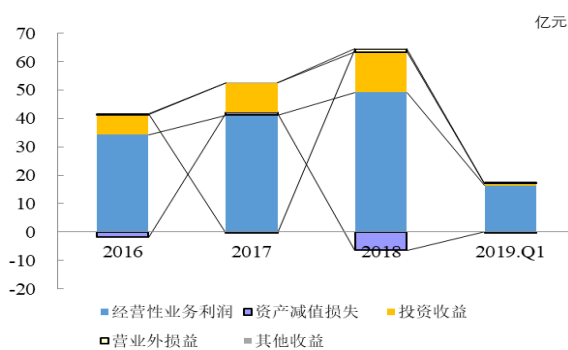
总体来看，公司资产周转效率相对较慢且经营性现金流波动幅度较大，部分项目通过合作方式获取，使得其投资性净现金流呈现净流出状态，但考虑到公司在建项目大多位于北京、厦门、苏州、福州等一二线城市重点城市，未来销售回笼可对其流动性形成良好支撑。

盈利能力

2018 年公司实现营业收入 397.36 亿元，同比增长 8.31%。此外，2018 年末公司预收款项金额为 631.44 亿元，同比增长 19.55%，占当年营业收入比例为 158.91%，公司待结算资源丰富，能够为其未来业绩增长提供较好支撑。从毛利水平来看，2018 年公司营业毛利率为 32.74%，较上年增长 0.03 个百分点，公司毛利率较为稳定。期间费用方面，2018 年公司发生期间费用合计 42.77 亿元，同比增长 19.51%，三费收入占比为 10.76%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 83.15 亿元，营业毛利率 38.09%，三费合计 8.92 亿元，占营业收入的比重为 10.73%。

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2018 年公司利润总额为 58.20 亿元，同比增长 11.61%。受益于收入规模的提升，2018 年公司取得经营性业务利润 49.27 亿元，较上年增长 19.74%；公司实现投资收益 14.16 亿元，同比增长 34.87%，主要系公司对合联营企业投资获得的长期股权投资收益；公司产生资产减值损失 6.45 亿元，主要系对部分位于沈阳、大连、贵阳和葫芦岛等城市的项目计提的存货跌价损失。综上，2018 年公司实现净利润 39.84 亿元，同比增长 11.71%，整体盈利能力不断增强。2019 年 1~3 月，公司实现利润总额 17.23 亿元，其中经营性业务利润和投资收益分别为 16.38 亿元和 0.73 亿元，实现净利润 12.21 亿元。

图 3：2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司销售业绩的提升促使公司业绩持续增长，毛利水平较高，此外，公司较大规模的待结算资源亦对未来业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看，公司在建项目的持续推进及土地储备的增加导致其外部融资规模进一步增长。截至 2018 年末，公司总债务规模同比增长 16.29% 至 1,218.90 亿元，其中短期债务规模 389.24 亿元，同比增长 90.85%，包括一年内到期的应付债券金额为 18.32 亿元，公司短期债务增长较快，面临一定的再融资需求。

获现能力方面，2018 年公司 EBITDA 为 91.81 亿元，同比增长 17.66%，获现能力持续增强。从主要偿债能力指标来看，受债务规模上升影响，2018 年公司总债务/EBITDA 为 13.28 倍，较上年降低 0.15 倍；同期，公司 EBITDA 利息保障系数由 1.80 倍下降至 1.42 倍。同期，公司经营现金流/总债务由去年的 -0.20 倍上升至 0.10 倍，经营活动净现金流利息保障系数上升为 1.80 倍，2018 年公司经营活动现金流对债务本息的保障能力有所提升。

表 8：2016~2019.Q1 公司偿债能力指标

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务 (亿元)	189.54	203.95	389.24	411.33
总债务 (亿元)	786.79	1,048.15	1,218.90	1,272.35
EBITDA (亿元)	55.33	78.03	91.81	-
资产负债率 (%)	76.37	79.39	81.58	81.40
净负债率 (%)	142.18	172.48	166.12	185.78
总资本化率 (%)	68.34	68.75	69.43	69.81
经营净现金流/总债务 (X)	-0.11	-0.20	0.10	-0.32
总债务/EBITDA (X)	14.22	13.43	13.28	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.27	1.80	1.42	-

注：2019.Q1 经营净现金流/总债务指标经年化处理。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2018 年 12 月 31 日，其在建设银行、北京银行和兴业银行等多家银行获得的授信额度合计为 1,500.60 亿元，其中尚未使用的授信额度 838.78 亿元。与此同时，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。

或有负债方面，截至 2018 年 12 月 31 日，公司担保总额为 316.91 亿元，占公司净资产的比重为 59.05%，其中，对子公司担保余额为 281.40 亿元；

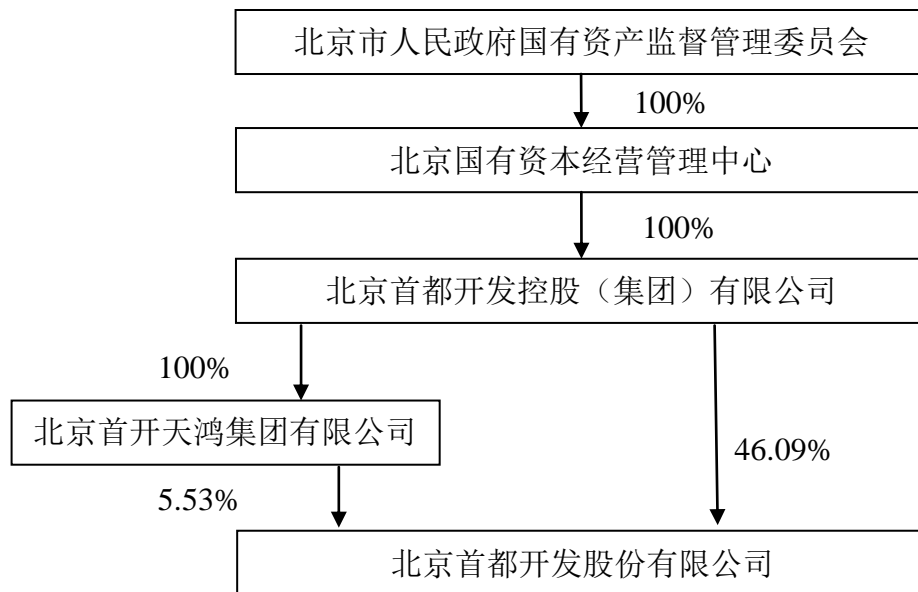
对外担保余额为 35.51 亿元。主要系对合联营公司提供的担保。

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，公司债务规模持续增长，面临一定的再融资需求。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，盈利能力较强且土地储备优质，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

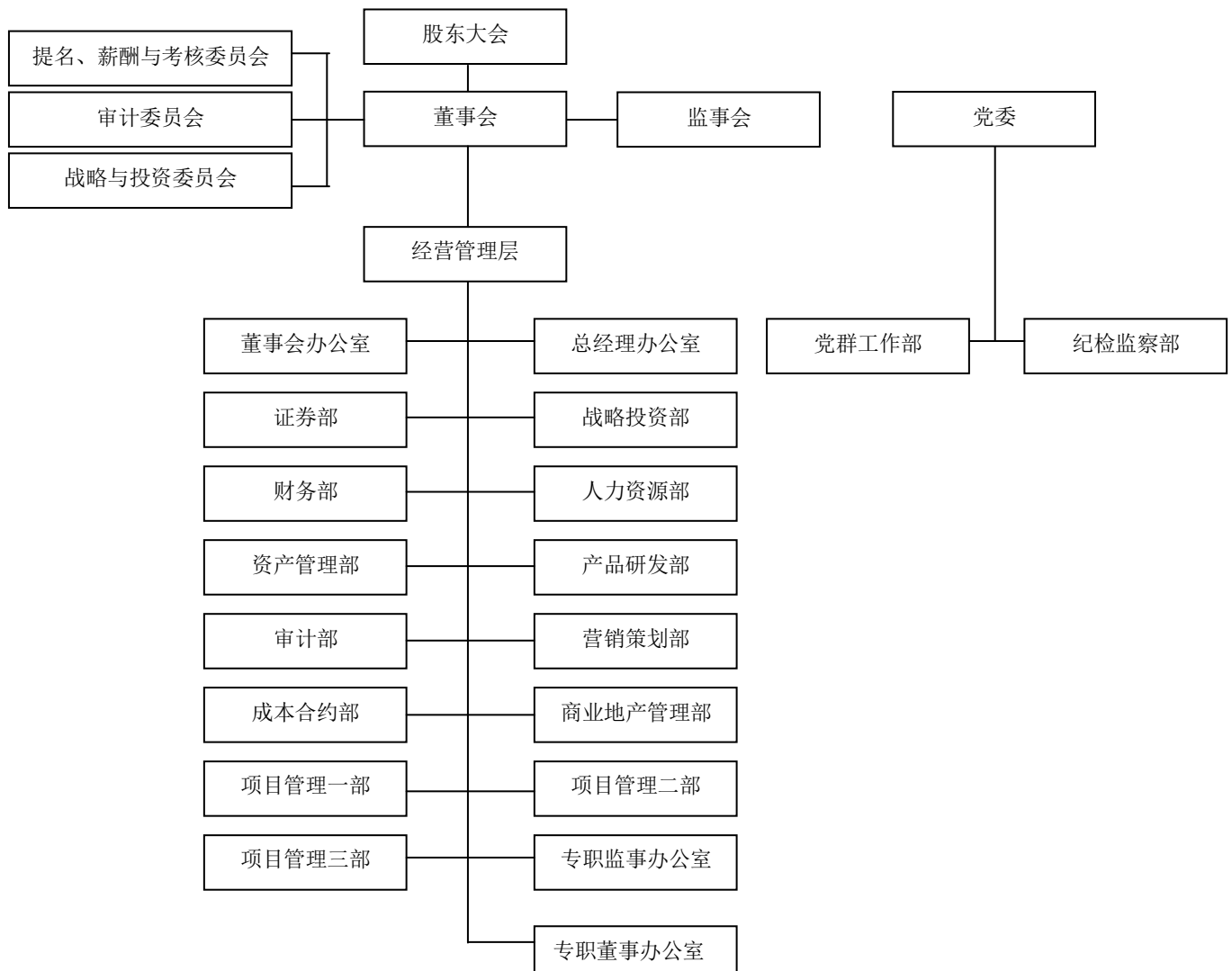
综上所述，中诚信证评维持首开股份主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券”信用等级为**AAA**。

附一：北京首都开发股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：北京首都开发股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	2,685,739.13	2,264,900.42	3,273,888.66	2,500,064.87
应收账款净额	22,370.47	42,186.06	15,690.53	22,288.38
存货净额	11,449,684.99	14,446,349.98	16,406,205.36	17,340,926.35
流动资产	16,846,016.84	22,301,309.05	25,456,168.39	25,856,687.83
固定资产合计	271,612.37	268,979.98	1,031,927.94	1,073,597.68
总资产	18,141,738.48	24,570,846.36	29,141,070.03	29,587,731.77
短期债务	1,895,380.00	2,039,491.01	3,892,405.29	4,113,287.27
长期债务	5,972,527.71	8,441,971.53	8,296,575.58	8,610,192.47
总债务（短期债务+长期债务）	7,867,907.71	10,481,462.54	12,188,980.86	12,723,479.73
总负债	14,496,966.56	19,807,128.50	23,774,292.14	24,084,723.23
所有者权益（含少数股东权益）	3,644,771.92	4,763,717.86	5,366,777.89	5,503,008.54
营业总收入	2,988,326.46	3,668,602.86	3,973,600.57	831,516.67
三费前利润	643,618.34	769,355.19	920,405.52	252,952.98
投资收益	70,434.23	105,008.26	141,628.07	7,316.51
净利润	257,903.17	356,630.98	398,391.12	122,065.88
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	553,292.52	780,302.47	918,144.16	-
经营活动产生现金净流量	-850,982.74	-2,073,603.09	1,164,320.48	-1,057,834.79
投资活动产生现金净流量	-44,074.75	-701,826.88	-748,250.49	-59,179.25
筹资活动产生现金净流量	1,656,774.84	2,249,048.64	572,322.55	360,478.18
现金及现金等价物净增加额	761,980.09	-526,728.41	988,889.84	-756,657.17
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	33.90	32.71	32.74	38.09
所有者权益收益率（%）	7.08	7.49	7.42	8.88
EBITDA/营业总收入（%）	18.52	21.27	23.11	-
速动比率（X）	0.63	0.69	0.59	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	-0.11	-0.20	0.10	-0.32
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.45	-1.02	0.30	-1.04
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.96	-4.77	1.80	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.27	1.80	1.42	-
总债务/EBITDA（X）	14.22	13.43	13.28	-
资产负债率（%）	79.91	80.61	81.58	81.40
净负债率（%）	142.18	172.48	166.12	185.78
总资本化比率（%）	68.34	68.75	69.43	69.81

注：1、2017 年数据经追溯调整；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、2018 年、2019 年一季度其他流动负债中“短期融资券”和“超短期融资券”实为计息债务，将其调整至当年短期债务及相关指标计算；

4、2019.Q1 所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经年化处理。

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。