



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪302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，维持公司主体信用级别AA⁺，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”信用级别AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年六月二十四日

北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	北京首都开发股份有限公司		
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	2015/05/12		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望：稳定

概况数据

首开股份	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益（亿元）	150.69	161.31	243.05	288.32
总资产（亿元）	917.23	976.14	1,405.15	1,496.36
总债务（亿元）	413.97	428.57	595.04	621.58
营业总收入（亿元）	135.01	208.51	236.18	48.28
营业毛利率（%）	36.78	34.55	40.58	44.71
EBITDA（亿元）	27.00	37.56	48.15	-
所有者权益收益率（%）	9.38	12.28	10.51	19.40
资产负债率（%）	83.57	83.47	82.70	80.73
净负债率（%）	187.76	193.54	164.22	147.84
总债务/EBITDA（X）	15.33	11.41	12.36	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.85	1.03	1.17	-

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、2016 年 3 月所有者权益收益率经年化处理

分析师

庞珊珊 psspang@ccxr.com.cn

姜天璇 jtxgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 24 日

基本观点

2015 年，在房地产行业政策宽松和城市日益分化的背景下，北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”或“公司”）推盘及销售项目区域分布与房地产业发展趋势契合度较高，实现了签约销售金额的明显增长，并保持了在北京市的持续领先地位。同时，公司丰富的待结算资源和优质的土地储备亦为其未来业绩的保持和增长提供了充分保障。2015 年以来，公司新增债务融资多通过直接融资渠道，对其债务期限结构改善及融资成本降低均具有明显促进作用。不过，中诚信证评也关注到首开股份新增土地支出金额规模较大，及其合作项目带来的项目和资金管理难度等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持首开股份主体信用等级 AA⁺，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 AA⁺。

正面

- 签约销售金额明显增长，并持续保持在北京市的领先地位。得益于推盘项目区域分布与房地产市场变化趋势的较高契合，2015 年公司实现签约销售金额 327.56 亿元，较上年同期增长 59.22%。其中，公司在北京市的签约销售面积和金额分别为 104.11 万平方米和 173.8 亿元，均位于北京市区域房地产企业排名第一位。
- 待结算资源及项目储备丰富，为其经营业绩的保持提供有力支持。截至 2015 年末，公司剩余可售面积 1,485.26 万平方米，其中位于北京区域剩余可售面积占比为 28.37%；同期末，公司未开工土地总建筑面积共 301.85 万平方米，其中 32% 位于北京区域，充足且优质的项目储备为其经营目标的完成和业绩的增长奠定了良好的基础。
- 债务期限结构改善，融资成本降低。2015 年以来，首开股份新增债务多通过直接融资渠道，债务期限结构得到明显改善，且融资成本亦有

所下降。截至 2015 年末，公司短期债务/长期债务的比例为 0.49 倍，同比下降 0.65 倍；同期末，公司平均加权融资成本较上年下降 0.26 个百分点。

关 注

- 2015 年公司新增土地储备支出金额较大，外部融资规模增长较快。截至 2015 年末，公司债务规模同比增长 38.84%至 595.04 亿元，另截至 2016 年一季度末，公司债务总额进一步上升至 621.58 亿元，财务杠杆仍处于较高水平。
- 合营模式导致关联方资金往来规模上升，对资金及项目管理能力提出更高挑战。近年来公司采用联合拿地方式获取土地，2015 年其关联方往来款上升较为明显，截至 2015 年末公司其他应收款和其他应付款分别为 127.96 亿元和 209.70 亿元，分别同比增长 102.46%和 162.11%。

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对象构成委托关系外，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 and 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评级对象提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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（债券简称为“14 首开债”、债券代码“122377”，以下简称“本期债券”）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，附第五年末发行人上调票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权。本期债券募集总额人民币 40 亿元，截至 2015 年 12 月 31 日，本期债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以

扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名

前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

2015 年，公司签约销售金额实现明显增长，并同时保持了在北京区域的领先地位。截至年末，公司在北京等区域具有较为丰富的可售资源，为其业绩的持续保持提供了有力的保障。

2015 年，公司坚持深耕北京，同时向重点城市区域延伸，公司全年实现预售面积 210.07 万平方米，较上年同期增长 36.36%；合同签约金额 327.56 亿元，较上年同期增长 59.22%；销售均价为 15,593 元/平方米，较上年同期增长 16.57%。区域分布方面，公司销售主要集中于北京、苏州、杭州等区域，截至 2015 年末，北京区域销售金额合计 173.80 亿元，苏州区域销售面积 54.29 亿元，杭州区域销售面积 24.39 万平方米，分别占当期总销售金额的 53.06%、16.57% 和 7.45%。公司北京区域销售排名持续处于领先地位，2015 年公司北京区域商品房成交面积 104.11 万平方米和销售金额 173.80 亿元，均位居北京区域房企第一位。

表 1：2015 年公司销售金额占比情况

单位：亿元、%

城市	销售金额	占比
北京	173.80	53.06
苏州	54.29	16.57
杭州	24.39	7.45
太原	16.63	5.08
扬州	16.12	4.92
天津	10.74	3.28
贵阳	8.24	2.52
其他	23.35	7.13
合计	327.56	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2015 年公司适当的降低了新增

项目的开发节奏，当年新开工面积 211.92 万平方米，同比减少 16.04%。当年公司完工项目主要包括北京熙悦睿府项目、璞瑅墅项目、国风美唐项目、苏州首开悦澜湾项目、厦门领翔国际项目等 9 个项目，竣工面积 216.08 万平方米，同比增长 7.61%。结算方面，2015 年公司实现结算面积 150 万平方米，同比减少 8.54%；结算金额 231 亿元，同比增长 13.79%。分区域来看，2015 年公司北京区域结算金额 117 亿元，占比 50.65%；福州区域结算金额 55.11 亿元，占比 23.86%；苏州区域结算金额 25.65 亿元，占比 11.10%。

表 2：2013~2015 年公司经营情况统计

单位：万平方米

指标	2013	2014	2015
新开工面积	175	252	212
竣工面积	191	201	216
签约销售面积	141	154	210
签约销售金额	186	206	328
签约销售单价	13,191	13,377	15,593
结算面积	107	164	150
结算金额	125	203	231
结算单价	11,682	12,378	15,400

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

可供销售面积方面，截至 2015 年末，公司可供出售面积合计 1,695.33 万平方米，已预售面积 210.07 万平方米，剩余可售面积 1,485.26 万平方米，其中位于北京区域剩余可售面积为 421.35 万平方米，占比 28.37%。2016 年公司计划实现销售面积 212.75 万平方米，销售签约金额 360.11 亿元，销售回款 316.03 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现签约销售面积 67.23 万平方米，销售金额 130.20 亿元，销售回款 105.40 亿元。公司较大规模的可售货值为其经营目标的实现和经营业绩的持续保持提供了充分的保障。

截至 2015 年末，公司在建及储备项目充足，且北京等一、二线城市占比较高，土地储备质量良好。不过，跟踪期内公司新增土地储备金额较大，为其带来一定资本支出及债务上升压力；此外，公司以联合拿地的形式获取土地储备或将其资金及项目管理能力提出更高挑战。

在建方面，公司统筹布局京津冀、长江经济带、“一带一路”三大区域，着力在巩固京广、进入沪深、拓展京外市场方面实现新突破。截至 2015 年末，公司在建项目合计 54 个，在建面积合计 1,174.43 万平方米，分布于北京、苏州、天津、福州等地，其中位于北京区域共 30 个在建项目，合计在建面积 492.58 万平方米；位于苏州区域共 4 个项目，总建筑面积 158.58 万平方米，在建面积 140.45 万平方米；位于天津共 2 个项目，合计总建筑面积 150.93 万平方米，在建面积 104.23 万平方米。截至 2015 年末，公司未开工土地总建筑面积 301.85 万平方米，持有待开发土地面积 158.87 万平方米，其中 32% 位于北京区域，目前北京区域销售量价齐升，公司新投资土地价值同步提升，为未来业绩增长提供了较好的支持。

新增土地方面，2015 年公司全年共获取项目 19 个，地上建筑面积 336.4 亿元，其中位于北京区域项目有 9 个，地上建筑面积 157.8 万平方米，分布于丰台区、朝阳区、通州区、大兴区等；京外区域 10 个，地上建筑面积 178.6 万平方米，分布于广州、福州、厦门、苏州等地。2015 年，公司土地投资额共计 414 亿元，平均楼面价 12,306.7 元/平方米，与当年公司签约销售金额相比，2015 年公司土地投资额超过其销售金额，较大规模的土地投资金额为公司带来一定资本支出及债务上升压力。

此外，近年来公司开始联合其他优质房产企业拿地，截至 2015 年末，公司在建项目中共有非并表合作项目 11 个，主要位于北京及天津，在建面积共计 255.15 万平方米，合作对象包括住总、万科、首城等。尽管与优质房地产企业合作开发将降低公司的资本支出压力及项目操作风险，但由此带来的经营往来款大幅增加及项目管理难度仍值得关注。

财务分析

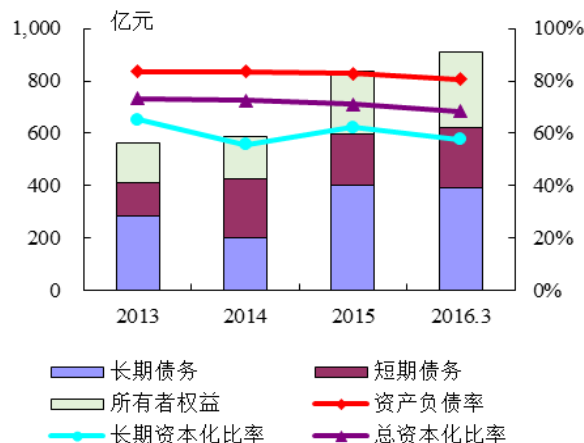
下列财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2013 年度、2014 年度审计报告，经致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的“致同专字【2015】第 110ZA2062 号”《关于北京首都开发股份有限公司 2014 年度会计政策、会计估计变更及重大科技差错更正的专项说明》，经致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的标准无保留意见 2015 年度审计报告，以及未经审计的 2016 年第一季度财务报表。

资本结构

截至 2015 年末，公司总资产为 1,405.15 亿元，同比大幅增长 43.95%；年末公司负债总额为 1,162.10 亿元，较上年同期增长 42.62%。债务方面，截至 2015 年末，公司总债务规模为 595.04 亿元，同比增长 38.84%。自有资本方面，随着公司新发永续债计入权益科目，以及历年留存收益的积累，公司自有资本实力不断增强，2015 年末所有者权益合计 243.05 亿元，同比大幅增长 50.67%。

财务杠杆比率方面，2015 年末公司资产负债率和净负债率分别为 82.70% 和 164.22%，较上年同期分别下降 0.77 个百分点和 29.32 个百分点，公司杠杆水平有所好转，但仍处于较高水平。另截至 2016 年一季度末，公司资产负债率和净负债率分别为 80.73% 和 147.84%，较年初下降 1.97 个百分点和 16.38 个百分点。

图 1：2013~2016.3 公司资本结构

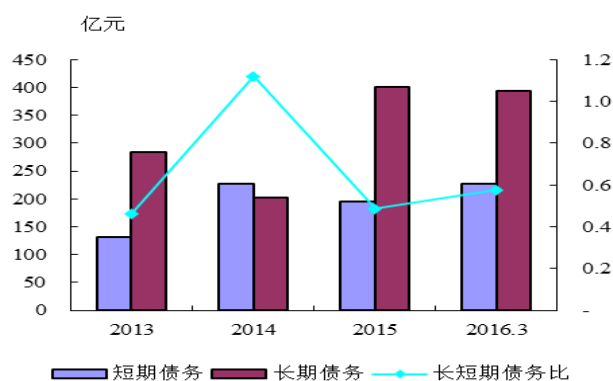


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，截至 2015 年末，公司短

期债务和长期债务分别为 194.43 亿元和 400.61 亿元，分别较去年减少 14.16%和增长 98.24%，长短期债务比为 0.49 倍，较去年年末下降 0.63 倍，受到公司长期借款大幅增长以及 2015 年新发中票及私募公司债影响，公司长期债务较去年大幅上涨。截至 2016 年 3 月末，公司总债务增至 621.58 亿元，其中短期债务和长期债务分别为 226.89 亿元和 394.69 亿元，长短期债务比 0.57 倍。

图 2：2013~2016.3 公司债务期限结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2015 年以来，受土地储备支出大幅增长的影响，公司债务水平持续上升，并使得杠杆比例处于较高水平。不过，随着公司直接融资渠道的拓展，其债务期限结构得到改善。

流动性

截至 2015 年末，公司流动资产规模为 1,311.32 亿元，同比增长 48.04%，占总资产比重为 93.32%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金年末余额 195.88 亿元，同比增长 68.33%；同期公司其他应收款 127.96 亿元，同比增长 102.47%，主要为与非并表合作项目公司的往来款；同期公司存货年末余额 956.74 亿元，同比增长 40.54%。

表 3：截至 2015 年末公司其他应收款前五名情况

单位：亿元、%		
名称	金额	占比
厦门琯泰	23.52	18.38
北京知泰	14.16	11.07
尚泰信华	13.18	10.30
友泰房地产	8.76	6.85
北京住总首开	7.60	5.94
合计	67.22	52.54

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，公司 2015 年在建规模的上升使得其年末存货规模较去年大幅上涨，当年末存货账面价值为 965.57 亿元，同比增长 41.24%。从存货的构成来看，公司完工产品较去年有所增长，当年末房地产开发产品 151.08 亿元，较上年末增加 24.08%，占年末存货账面价值的比重为 15.65%，同比减少 2.16 个百分点；房地产开发成本 814.46 亿元，同比增长 44.96%，占年末存货账面价值的 84.35%，同比上升 2.17 个百分点。较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，亦给其带来较大的开发资金需求。

表 4：公司 2013~2015 年周转率相关指标

	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.16	0.21	0.17
总资产周转率（次/年）	0.17	0.22	0.20

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产周转率来看，2015 年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.17 次和 0.20 次，分别较上年度下降 0.04 次和 0.02 次。

现金流方面，2015 年公司经营性现金流呈现净流出状态，为-95.69 亿元，同比减少 290.85%。同期，受到投资节奏放缓影响，使得当年投资性现金流有所回升但仍呈现净流出态势，为-2.47 亿元，同比增长 86.42%，但同时中诚信证评也关注到，公司现有拟在建规模较大，预计未来短期内公司在建项目及土地储备的支付压力仍较大。

货币资金方面，受益于筹资性活动现金流的大幅流入，2015 年末公司的货币资金余额为 195.88 亿元，同比增长 68.33%，加之公司短期债务规模下降，公司年末货币资金/短期债务为 1.01 倍，同比上升 0.50 倍，可对其短期债务形成覆盖。

表 5：2013~2016 年 3 月公司部分流动性指标

	2013	2014	2015	2016.3
货币资金（亿元）	131.05	116.37	195.88	195.33
经营活动现金流净额（亿元）	-82.74	32.90	-95.69	-13.26
经营净现金流/短期债务（X）	-0.63	0.15	-0.49	-0.12
货币资金/短期债务（X）	1.00	0.51	1.01	0.86

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

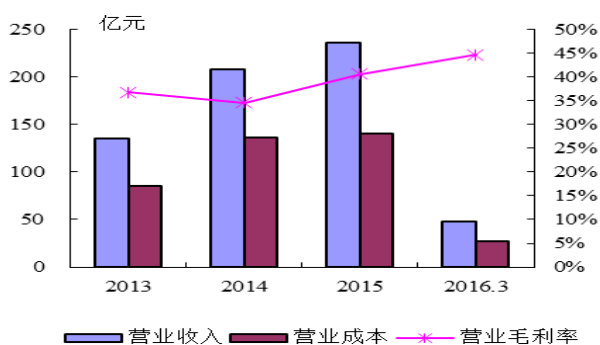
总体看，公司存货周转效率较去年有所下滑，但公司充裕的货币资金亦对其短期债务形成覆盖，整体流动性良好。

盈利能力

公司 2015 年实现营业收入 236.18 亿元，同比增长 13.27%，其中物业销售结算收入 230.90 亿元，酒店物业经营收入 5.01 亿元。此外，公司 2015 年末预收款项金额为 233.12 亿元，同比增长 24.01%；占同期营业收入的 98.70%，较上年度增长 8.55 个百分点，为其未来 1-2 年内经营业绩的保持提供保障。从毛利空间来看，2015 年公司毛利率较去年大幅上升，2015 年公司毛利率为 40.58%，较上年同期大幅增长 6.03 个百分点。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 48.28 亿元，毛利率为 44.71%。

期间费用方面，2015 年公司合计发生期间费用 20.47 亿元，同比增加 17.51%；三费收入占比为 8.67%，较上年度小幅增长 0.32 个百分点。

图 3：2013~2016.3 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

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。公司 2015 年取得经营性业务利润 43.76 亿元，同比大幅增长 44.90%；投资收益 1.35 亿元，同比增长 50.38%。综上，公司 2015 年取得利润总额 39.13 亿元，同比增长 31.40%；实现净利润 28.85 亿元，同比增长 35.30%，盈利能力较去年大幅增强。2016 年 1~3 月，公司实现经营型业务利润 9.89 亿元，投资收益 0.09 亿元，实现利润总额 10.08 亿元。

总体来看，公司持续增长的销售收入以及逐年增长的盈利能力，带动了其经营业绩的持续增长。此外，公司较大规模的已售待结资源亦对公司未来经营业绩的提升形成支撑。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2015 年末，公司总债务规模增至 595.04 亿元，同比增长 38.84%。得益于债务期限结构的大幅改善，公司年末短期债务

同比下降 14.16%至 194.43 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司债务规模进一步增至 621.58 亿元，短期债务较年初增长 16.70%至 226.89 亿元。

表 6：2013~2015 年公司部分偿债指标

指标	2013	2014	2015
EBITDA (亿元)	27.00	37.56	48.15
总债务/EBITDA (X)	15.33	11.41	12.36
长期债务/EBITDA (X)	283.45	202.08	400.61
EBITDA 利息倍数 (X)	0.85	1.03	1.17
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.20	0.08	-0.16
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-2.61	0.90	-2.32
资产负债率 (%)	83.57	83.47	82.70
总资本化比率 (%)	73.31	72.65	71.00
净负债率 (%)	187.76	193.54	164.22

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

融资成本方面，截至 2015 年末，公司利息支出总额达 33.48 亿元，同比下降 8.47%，借款加权平均利率为 7.53%，较去年同期下降 0.26 个百分点，公司融资成本有所下降。

从主要偿债能力指标来看，受益于利润水平的提升，公司 2015 年 EBITDA 为 48.15 亿元，同比大幅增长 28.19%。2015 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 12.36 倍和 1.17 倍，分别较上年度增长 0.95 倍和 0.14 倍，EBITDA 能够对利息形成较好覆盖。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司对外担保余额 1.00 亿元，占公司净资产的比重为 0.41%，公司对外担保规模较小。

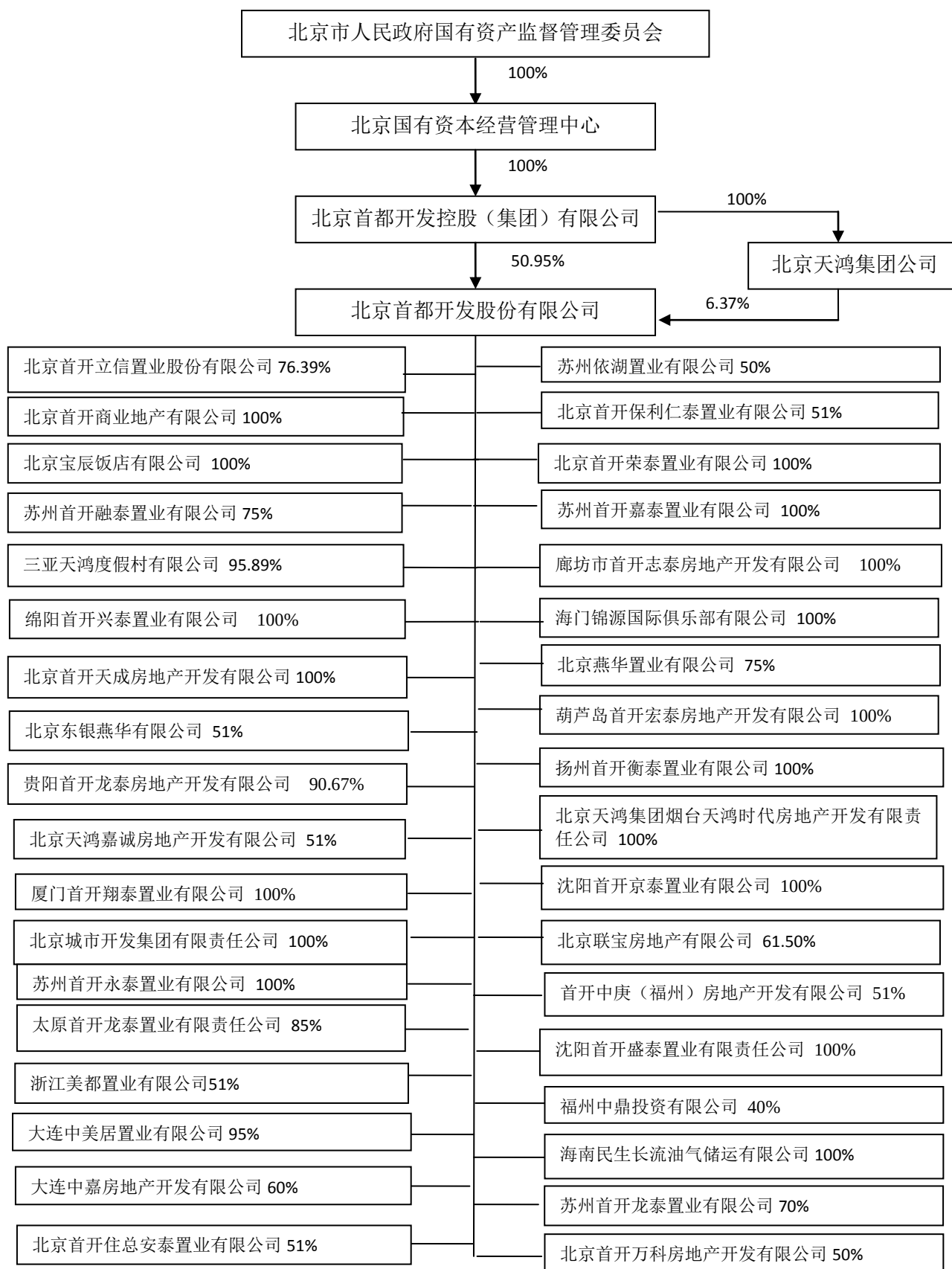
财务弹性方面，公司与境内外多家金融机构均保持了良好的合作关系。截至 2015 年末，公司及下属子公司合计获得主要合作金融机构授信总额为 551.20 亿元，其中已使用授信额度为 253.20 亿元。整体来看，公司融资渠道畅通，具备很强的财务弹性。

整体来看，2015 年公司大力拓展新项目，土地储备和项目建设的不断推进使得公司债务规模增长较为明显并面临资本支出压力。不过，考虑到公司较快增长的销售收入水平，以及较大规模的待结算资源和土地储备规模，公司未来经营业绩的保持和债务的偿还均可得到有力的保障。

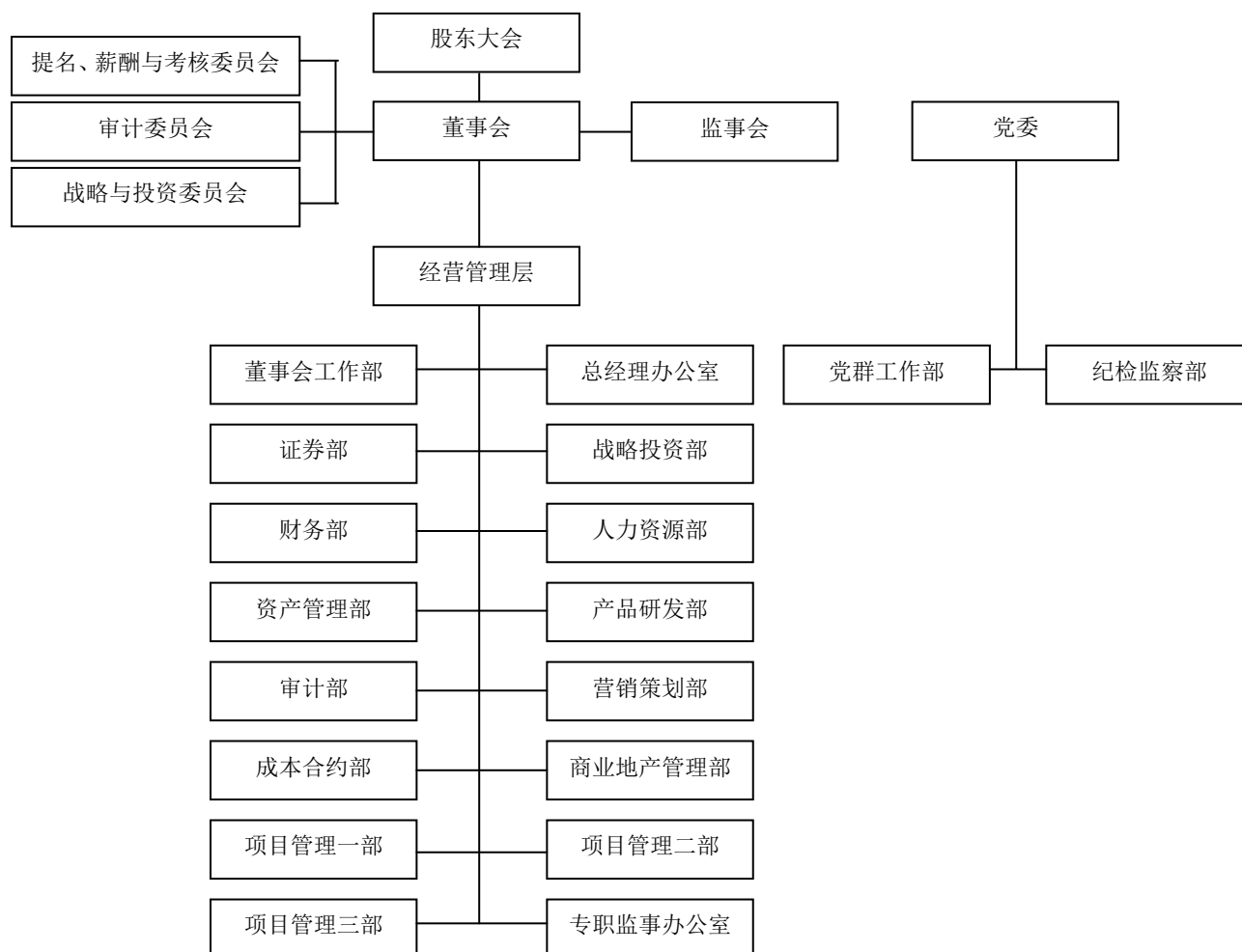
结 论

综上所述，中诚信证评维持首开股份主体信用等级**AA⁺**，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”信用级别为**AA⁺**。

附一：北京首都开发股份有限公司股权结构图（截至 2015 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 2015 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)	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	1,310,453.99	1,163,706.48	1,958,843.48	1,953,307.20
应收账款净额	63,151.71	28,287.08	29,586.56	21,293.69
存货净额	6,398,061.35	6,807,773.25	9,567,362.44	10,668,523.99
流动资产	8,404,885.73	8,857,933.20	13,113,175.48	13,911,929.35
长期投资	338,501.04	395,405.27	453,384.39	590,832.04
固定资产合计	227,996.02	274,993.87	271,025.38	268,472.17
总资产	9,172,259.25	9,761,388.46	14,051,541.12	14,963,567.91
短期债务	1,305,172.45	2,264,880.00	1,944,270.35	2,268,882.00
长期债务	2,834,502.70	2,020,828.53	4,006,108.30	3,946,949.68
总债务（短期债务+长期债务）	4,139,675.15	4,285,708.53	5,950,378.65	6,215,831.68
总负债	7,665,407.49	8,148,278.96	11,621,012.64	12,080,399.56
所有者权益（含少数股东权益）	1,506,851.76	1,613,109.50	2,430,528.49	2,883,168.35
营业总收入	1,350,133.97	2,085,050.29	2,361,788.26	482,753.07
三费前利润	318,380.36	282,646.28	642,300.56	148,240.75
投资收益	27,557.71	8,957.26	13,469.56	941.58
净利润	141,406.53	198,165.79	255,425.66	69,871.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	269,976.47	375,583.80	481,543.13	-
经营活动产生现金净流量	-827,384.76	329,020.42	-956,935.31	-132,583.75
投资活动产生现金净流量	-42,054.82	-181,075.10	-24,658.02	-38,608.36
筹资活动产生现金净流量	707,392.42	-287,841.20	1,777,078.52	165,262.58
现金及现金等价物净增加额	-162,054.41	-139,895.34	795,494.81	-5,929.54
财务指标	2013	2014	2015	2016.3
营业毛利率（%）	36.78	10.79	40.58	44.71
所有者权益收益率（%）	9.38	12.28	10.51	19.40
EBITDA/营业总收入（%）	20.00	18.01	20.39	-
速动比率（X）	0.42	0.33	0.47	0.40
经营活动净现金/总债务（X）	-0.20	0.08	-0.16	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.63	0.15	-0.49	-0.12
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.61	0.90	-2.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.85	1.03	1.17	-
总债务/EBITDA（X）	15.33	11.41	12.36	-
资产负债率（%）	83.57	83.47	82.70	80.73
总债务/总资本（%）	73.31	72.65	71.00	68.31
净负债率（%）	187.76	193.54	164.22	147.84

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、2016 年 3 月所有者权益收益率经年华处理

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。