



信用等级通知书

信评委函字[2016]G302-1号

金融街控股股份有限公司：

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拟发行的“金融街控股股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
信用评级委员会
二零一六年九月二十八日

金融街控股股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别 AAA

主体级别 AAA

评级展望 稳定

发行主体 金融街控股股份有限公司

发行总额 本期债券基础发行规模为15亿元，可超额配售规模不超过10亿元。

债券期限 本期债券分为两个品种：品种一为5年期固定利率债券，附第3年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，基础发行规模为人民币5亿元；品种二为7年期固定利率债券，附第5年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，基础发行规模为人民币10亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

债券利率 本期债券票面利率由发行人和簿记管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。本期债券品种一的票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加调整基点，在债券存续期后2年固定不变；本期债券品种二的票面利率在存续期内前5年固定不变；在存续期的第5年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前5年票面利率加调整基点，在债券存续期后2年固定不变。

偿还方式 采用单利按年计息，不计复利。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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“金融街控股股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券信用质量极高，信用风险极低。

中诚信证评评定发行主体金融街控股股份有限公司（以下简称“金融街”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了金融街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。中诚信证评肯定了公司丰富的商务地产经验、极高的品牌知名度、雄厚的股东实力、多元化的业务结构以及通畅的融资渠道对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司债务规模上升较快、公允价值变动损益占利润总额比重较大等因素可能对公司整体经营及信用质量产生的影响。

正 面

- 商务地产经验丰富，品牌知名度高。依托北京市金融街区域的开发和运营，公司积累了丰富的城市商务功能区商用物业开发建设和运营的经验，并积累了大量的优质客户资源。公司所开发的商务综合体均位于城市核心地段，作为标志性的区域建筑具有较大的品牌影响力，成熟的产品线奠定了金融街在商务地产领域的领先地位。
- 股东实力雄厚，政府支持力度大。公司控股股东北京市金融街投资（集团）有限公司代表北京市西城区政府实施金融街及拓展区域的土地一级开发，并拥有一定的金融及文化产业资源；同时公司所在的北京市西城区是北京功能核心区之一，是中央政府及主要金融监管机构所在地，集中了北京市大量的优质资源。公司的发展能在项目资源、客户资源等方面获得股东及政府的大力支持。

概况数据

金融街	2013	2014	2015	2016.H1
所有者权益（亿元）	244.56	268.03	290.04	289.39
总资产（亿元）	760.71	875.87	1,056.79	1,149.70
总债务（亿元）	302.44	417.47	580.29	617.41
营业总收入（亿元）	198.83	220.36	155.65	61.67
营业毛利率（%）	37.53	30.62	30.05	40.50
EBITDA（亿元）	52.35	51.27	43.33	15.83
所有者权益收益率（%）	14.39	11.61	7.81	5.21*
总债务/EBITDA（X）	5.78	8.14	13.39	19.50*
EBITDA 利息倍数（X）	2.42	1.90	1.36	1.01
资产负债率（%）	67.85	69.40	72.55	74.83
净负债率（%）	83.70	125.68	170.62	158.87

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；
2.2013~2015年其他应付款中有息股东借款调整至短期债务；
3.2016年上半年带星号指标已经年化。

- 持有优质物业资源，为公司提供稳定的利润来源。公司大部分自持物业位于北京金融街区域，资源的稀缺性及优越的地理位置使得公司物业保持了很高的出租率及租金水平，能够为公司贡献稳定增长的现金流和利润。截至 2015 年末，公司持有的物业建筑面积约 83 万平方米，当期实现物业租赁和经营收入 14.82 亿元，自持物业已成为公司利润的重要补充。
- 融资渠道畅通。公司具有通畅的融资渠道，截至 2016 年 6 月末，尚有 397 亿元未使用银行授信额度，同时公司在 2014 年成立了香港子公司，作为境外投融资平台，拓展海外融资渠道，融资渠道较为顺畅。

关 注

- 公司债务规模持续增长，同时在建及拟建项目投资规模较大。随着房地产开发业务规模的持续扩张，近年公司债务规模呈上升态势，截至 2016 年 6 月末，公司总债务增至 617.41 亿元，同期资产负债率和净负债率分别为 74.83% 和 158.87%；同时公司在建拟建项目较多，或对公司未来融资及资金调配能力提出了更高要求。
- 公允价值变动损益占利润总额比重较大。近年来公司增持部分写字楼，并在新增物业当年产生较大公允价值变动损益，导致公允价值变动损益在利润总额中的占比较大；2016 年 1~6 月由于公司未产生公允价值变动收益，导致当期利润总额同比下滑 14.50% 至 10.61 亿元，所有者权益收益率降至 5.21%。

分 析 师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

庞珊珊 sspang@ccxr.com.cn

万 艳 ywan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 9 月 28 日

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。

发行主体概况

金融街控股股份有限公司（以下简称“金融街”或“公司”）的前身为北京市金融街建设开发公司，成立于 1992 年，于 2000 年 6 月通过资产置换在深圳证券交易所上市，股票代码 000402。2008 年至 2010 年间，公司通过增发及资本公积转增股本的方式，增加注册资本至 30.27 亿元。2014 年 9 月，公司通过集合竞价的方式回购并注销股份，回购资金总额 2.50 亿元。截至 2016 年 6 月 30 日，公司注册资本减至 29.89 亿元，第一大股东为北京金融街投资（集团）有限公司（原北京金融街建设集团，以下简称“金融街集团”），金融街集团及其一致行动人持股 32.12%，安邦人寿保险股份有限公司及其一致行动人持股 26.77%，系公司第二大股东。公司实际控制人为金融街集团，最终控制方为北京市西城区国有资产监督管理委员会（以下简称“西城区国资委”）。

金融街主要经营范围为房地产开发、销售商品房；物业管理；出租办公用房、商业用房等。作为国内领先的商务地产开发企业，公司已形成依托北京、面向全国其他重点城市的业务发展格局；且公司一直坚持以商务地产为主导，以快速销售型产品为补充，适当增持优质自持物业的发展战略。截至 2016 年 6 月 30 日，公司在北京、上海、广州、天津、重庆、惠州等重点城市拥有全资二级子公司 22 家，控股二级子公司 8 家。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,056.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）290.04 亿元，资产负债率 72.55%；2015 年公司实现营业收入 155.65 亿元，净利润 22.65 亿元，经营活动净现金流-128.42 亿元。

截至 2016 年 6 月 30 日，公司资产总额 1,149.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）289.39 亿元，资产负债率 74.83%；2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 61.67 亿元，净利润 7.54 亿元，经营活动净现金流 36.28 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	金融街控股股份有限公司
债券名称	金融街控股股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模为 15 亿元，可超额配售规模不超过 10 亿元
债券期限	本期债券分为两个品种：品种一为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，基础发行规模为人民币 5 亿元；品种二为 7 年期固定利率债券，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，基础发行规模为人民币 10 亿元。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内（含超额配售部分），由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券票面利率由发行人和簿记管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。本期债券品种一的票面利率在存续期内前 3 年固定不变；在存续期的第 3 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 3 年票面利率加调整基点，在债券存续期后 2 年固定不变；本期债券品种二的票面利率在存续期内前 5 年固定不变；在存续期的第 5 年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前 5 年票面利率加调整基点，在债券存续期后 2 年固定不变
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。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
募集资金用途	募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司（含下属公司）营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

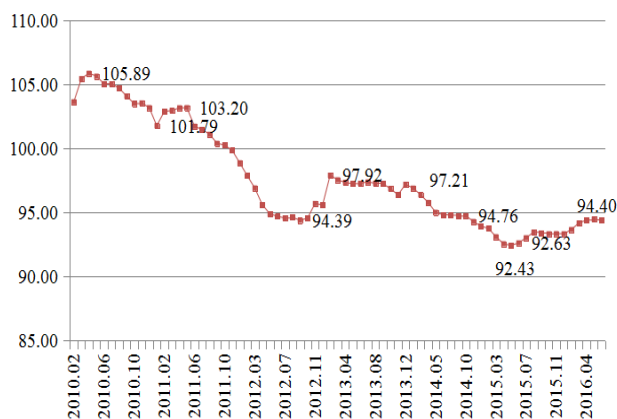
全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政

策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。进入 2015 年，随着调降二套房首付比例、营业税政策调整、央行多次降准降息以及普遍二胎政策等一系列宽松的政策刺激，中国房地产市场总体上步入了复苏通道，包括市场成交、房价等指标亦在总体上呈现回暖趋势。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59 点；至 2009 年 3 月探底，至 94.74 点。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 点后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89 点。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39 点，较 2011 年末降低 4.5 点。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 点左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，于 5 月末达到最低点 92.43 点后开始小幅回升，在 8 月末升至 93.46 点后保持平衡态势，截至 2015 年末，国房景气指数为 93.34 点，较上月回落 0.01 点。2016 年上半年国房景气指数开始呈现上升态势，2016 年 4 月的国房景气指数达到自 2015 年 4 月以来最高，截至 2016 年 6 月末，国房景气指数稳步爬升至 94.4 点，比去年同期增长了 1.92 点。

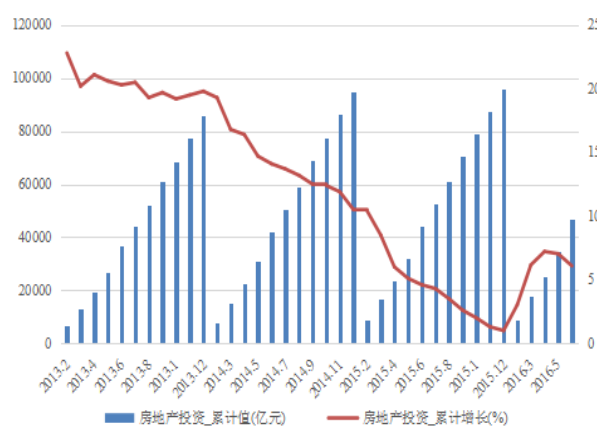
图 1：2010.02~2016.06 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，在需求释放的带动下，2013 年全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同比增长 19.8%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速已经下降至 10.5%。尽管 2015 年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，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。2016 年以来，房地产投资增速出现上升态势，1~6 月份累计完成房地产开发投资 46,631 亿元，名义同比增长 6.1%，增速比 2015 年 1~6 月上涨 1.5 个百分点。

图 2：2013.01~2016.06 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升，2013 年全国房屋新开工面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅

提高 2 个百分点。2014 年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年，房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。2015 年，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%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。截至 2016 年 6 月，全国房地产当年累计新开工面积 77,537 万平方米，同比上升 14.9%。在 2015 年房地产市场供给量减少且市场景气度回升的情况下，2016 年上半年供给开始呈现增长态势。

土地成交方面，2013 年以来，随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013 年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.82%，土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。2014 年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年以来，尽管房地产市场呈现复苏态势，但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，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%。2016 年上半年，全国房地产业土地购置面积 9,502 万平方米，同比下降 3%；同期，土地成交价款 3,159 亿元，同比增长 10.2%。土地购置面积小幅下滑和土地成交价款同比增长，反映出在土地楼面地价整体上涨的大环境下，房地产企业拿地热情略有提升。

从销售情况看，2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高

15.5 个百分点；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%；同年，商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1% 和 7.8%。进入 2015 年，得益于频出的利好政策刺激，全年销售面积和销售额均有所上升，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。2016 年上半年，全国商品房销售面积与销售额分别为 64,302 万平方米和 48,682 亿元，同比分别增长 27.9% 和 42.1%，受益于 2015 年利好政策而继续走高。截至 2016 年 6 月，全国 100 个城市住宅均价为 11,816 元/平方米，环比 1.32%，同比增长 11.18%。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。自 2012 年 4 月以来，全国商品房库存面积呈持续上升态势，截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米；其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面在短期内将继续存在，2015 年全国商品房待售面积继续增长，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。截至 2016 年 6 月末，全国商品房待售面积 7.14 亿平方米，比 5 月末减少 753 万平方米，而较上年末减少 437 万平方米，主要系上半年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快所致。

表 2：2013~2016.H1 全国房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2013	2014	2015	2016.H1
资金来源合计	122,122	121,991	125,203	68,135
同比增长率	26.5	-0.1	2.6	15.6
其中：自筹资金	47,425	50,419	49,038	23,816
占比	38.83	41.33	39.17	34.95
同比增长	21.3	6.3	-2.7	-0.1
国内贷款	19,673	21,242	20,214	10,939
占比	16.11	17.41	16.14	16.05
同比增长	33.1	8.0	-4.8	1
利用外资	534	639	297	65.65
占比	0.44	0.52	0.24	0.10
同比增长	32.8	19.7	-53.6	-63.2
其他来源	54,491	49,689	55,655	33,314
占比	44.62	40.73	44.45	48.89
同比增长	28.9	-8.8	12.0	38.3

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2015 年房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，同比增长 2.6%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比进一步升至 83.59%。2015 年，自筹资金和国内贷款分别同比下降 2.7%和 4.8%，占比分别小幅下降至 39.17%和 16.14%。从房地产贷款余额的结构看，包括个人购房贷款、房产开发贷款、地产开发贷款等在内的房地产贷款余额合计 21.01 万亿元，其中个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60%以上。截至 2015 年末，全国个人购房贷款余额为 14.18 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 67.49%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.51%。2015 年其他来源资金 55,655 亿元，同比增长 12.0%，该类资金占比亦升至 44.45%；在其他来源资金中，定金及预收款 32,520 亿元，个人按揭贷款 16,662 亿元。2016 年上半年，全国房地产开发投资资金中自筹资金占比继续缩小至 34.95%；其他来源资金占比 48.89%，同比增长 38.3%。在其他来源资金中，定金及预收款 18,934 亿元，个人按揭贷款 11,245 亿元，同比增长 34.09%和 56.98%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府

也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2013~2015 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 26.7%、57.2%和 59.5%，连续保持高速增长。2015 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.82 万亿元，占同期房产开发贷款的 36.11%，全年增加 6,761 亿元，同比多增 2,643 亿元，增量占同期房产开发贷款的 92.7%，比上年增量占比高 37.7 个百分点。2016 年 6 月末，全国房产开发贷款余额 5.41 万亿元，同比增长 10.9%，增速比上季末低 2.1 个百分点，其中，保障性住房开发贷款余额 2.18 万亿元，同比增长 42.2%，增速比上季末低 3.2 个百分点；地产开发贷款余额 1.66 万亿元，同比增长 7.5%，增速比上季末低 15.3 个百分点。个人购房贷款余额 16.55 万亿元，同比增长 30.9%，增速比上季末高 5.4 个百分点，比各项贷款增速高 16.6 个百分点；上半年增加 2.36 万亿元，同比多增 1.25 万亿元，保障性安居工程贷款增长较快。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。2013 年，国务院出台“新国五条”，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台央五条、定

向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。

2015 年以来，“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、取消限外等多手段并施，“调供应”与“促需求”双管齐下，全力去库存。

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，且对在建项目或已成交地块，优化住房套型结构，促进用地结构调整；政策效果显著，土地供应过猛的势头得以有效节制，全国 300 多个城市土地供应量同比大幅下滑 36%。“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 月下调营业税免征年限至 2 年以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税，提振二手房市场交易增长；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。基于宏观经济层面的承压，央行持续向市场释放流动性，同时多次降息，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，购房成本已大幅下降；此外，多次降准向市场释放流动性，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。2015 年 8 月，六部委联合发文取消外资和外籍人士购房限制，一定程度上拉动购房需求增长；

同年 10 月，中共十八届五中全会宣布全面放在二孩政策，同年 12 月，中共中央政治局召开的会议提出通过农民工市民化来扩大有效住房需求，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

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，国家又相继出台了一系列政策对房地产进行调控。2015 年 3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于 3 月、8 月和 9 月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。3 月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式刺激改善性住房需求。6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程。

值得注意的是，2016 年以来房地产行业继续呈现城市政策分化。一线城市中以上海的政策最为严厉，“沪九条”要求不仅非沪籍购房社保年限提高至 5 年，且二套房首付不低于五成、非普通住宅不低于七成，更特别的是，不结婚不能购房；北京也要求外地人社保年限在 5 年，二套房的贷款，首付为五成；广州和深圳，对外地人购房社保年限要求为 3 年，对二套房在还清贷款前提下，广州首付三成、深圳首付四成。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。山西省政府取消商品房购房限制，

包括取消购买商品住房套数、户籍、年龄等限制，取消商品住房销(预)售价格申报制度;取消对境外机构及个人在本地区购买商品住房的限制。沈阳政府对毕业不超过 5 年的高校学生实行“零首付”政策，对个人购买住房市区两级给予奖励政策，公积

金最高贷 90 万;土地供应减半，降低二手住房交易税费，鼓励农民进城买房居住等 22 项鼓励性房产新政。

表 3：2015 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点;自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 2015 年 5 月 11 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整
2015.06	中国人民银行	自 2015 年 6 月 28 日起有针对性地对金融机构实施定向降准，同时下调贷款和存款基准利率，其中一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、住房公积金存贷款利率相应调整
2015.08	中国人民银行	自 2015 年 8 月 26 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。
2015.08	住房城乡建设部、商务部、国家发展改革委、中国人民银行、工商总局、外汇局	发布《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》，调整房地产市场外资准入和管理政策，取消外商投资房企办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求，有资格的境外机构和个人可购买符合实际需要的自用、自住商品房
2015.09	中国人民银行、中国银监会	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，为进一步改进住房金融服务，支持合理住房消费，经国务院同意，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015.09	中国人民银行	下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	中国人民银行	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%。同时，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	住房城乡建设部、财政部、中国人民银行	公积金异地贷款业务正式全面推行。缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地的住房公积金贷款政策，向购房地住房公积金管理中心申请贷款
2015.10	中共十八大五中全会	二孩政策全面放开
2015.11	国务院	《住房公积金管理条例》修订，修订稿明确提出，公积金缴存基数不得低于职工工作地所在设区城市上一年度单位就业人员平均工资的 60%，不得高于平均工资的 3

倍,单位和职工缴存比例上限不高于 12%, 下限不低于 5%。

2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税, 对个人购买家庭唯一住房, 面积为 90 平方米及以下的, 减按 1% 的税率征收契税; 面积为 90 平方米以上的, 减按 1.5% 的税率征收契税
2016.03	财政部、国家税务总局	自 5 月 1 日起, 个人购买不足 2 年的住房对外销售的, 按照 5% 的征收率全额缴纳增值税, 个人将购买 2 年以上 (含 2 年) 的住房对外销售的, 免征增值税。对北上广深四市, 个人将购买不足 2 年的住房对外销售的, 按照 5% 的征收率全额缴纳增值税; 个人将购买 2 年以上 (含 2 年) 的非普通住房对外销售的, 以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税; 个人将购买 2 年以上 (含 2 年) 的普通住房对外销售的, 免征增值税。
2016.06	国务院办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出, 实行购租并举, 培育和发展住房租赁市场, 是深化住房制度改革的重要内容, 是实现城镇居民住有所居目标的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向, 健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系, 支持住房租赁消费, 促进住房租赁市场健康发展。

资料来源: 公开资料, 中诚信证评整理

总的来看, 房地产行业政策面将继续围绕“去库存”进行, 通过调供应与促需求双管齐下, 降首付、减税费、公积金政策、降准降息、取消限外、鼓励农民进城、全面二胎等政策将不断地对房地产市场和行业带来积极影响, 但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下, 政策效果仍有待观察。

行业关注

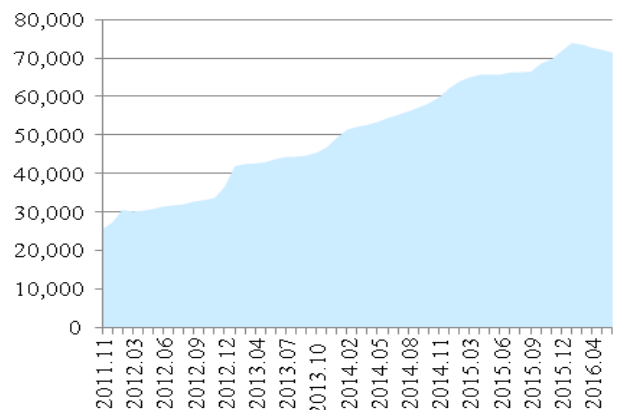
2015 年以来, 短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面, 去库存仍是房地产市场的主基调, 不同能级城市的市场分化程度亦将继续扩大

2015 年以来, 一方面, 在政策面的逐步宽松和刚性需求依然强劲的背景下, 房地产市场逐步回暖, 当年房企销售金额和销售面积均呈现上升态势; 另一方面, 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, 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, 房地产开发投资速度继续下降。受以上两方面的作用影响, 房地产市场供求差增速有所收窄, 但在房地产投资速度仍大于去化速度的前提下, 无法从根本上扭转市场供需失衡、库存量加大的局面, 未来市场仍将以去库存为主基调。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。截至 2016 年 6 月末, 商品房待售面积 71,416 万平方米, 同比增长 8.64%, 增速较上年收窄 12.14 个百分点, 其

中, 住宅待售面积增加 764.44 万平方米。此外, 随着房地产区域市场继续分化, 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。

图 3: 2011.11~2016.06 全国商品房待售情况

单位: 万平方米



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升, 行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力, 相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来, 持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间, 行业集中度不断提高, 行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根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。

从行业集中度看，销售额方面，除 2015 年行业前十的集中度出现微降外，整体呈上升趋势，表面近年来在行业竞争不断加剧的情况下，一线房企依靠自身的资金、规模、品牌等优势，不断增加市场份额；销售面积方面，集中度逐年呈增长的态势，但每年的集中度仍明显低于销售额的集中度，一方面是由于一线房企的销售大多集中于一线、二线城市，随着土地成交价格的增长，销售额逐渐增加；另一方面得益于一线房企长期经营所形成的品牌优势所带来的溢价。2015 年，国内前十、二十、五十房企销售额集中度的增速明显低于销售面积集中度的增速，表明一线房企逐步将业务分散到除一线城市等热门市场以外区域。

表 4：2013~2015 年国内房企销售额集中度

	2013	2014	2015
TOP10	13.72%	16.92%	16.87%
TOP20	18.88%	22.79%	22.82%
TOP50	26.23%	31.15%	31.74%
TOP100	-	37.78%	39.64%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信整理

表 5：2013~2015 年国内房企销售面积集中度

	2013	2014	2015
TOP10 企业	8.62%	10.44%	11.31%
TOP20 企业	11.46%	13.65%	14.62%
TOP50 企业	15.88%	18.72%	19.94%
TOP100 企业	-	22.30%	24.65%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信整理

竞争实力

商务地产品牌成熟，知名度高

公司以从事商务地产的开发和运营为主，致力于城市中心商务区的建设经营以及在核心地段打造高品质和标志性建筑以提升区域价值，具有包括综合体、写字楼、购物中心、住宅、酒店等不同业态的丰富产品线。

依托北京市金融街区域的开发和运营，公司积

累了丰富的城市商务功能区商用物业开发建设和运营的经验，并积累了大量的优质客户资源。经过多年发展，北京金融街已成为我国最具影响力的金融中心之一，公司在这个过程中亦确立了自身在上商务地产开发运营的品牌和地位。凭借其丰富的商务地产开发运营经验，金融街此后成功在北京、天津、重庆、上海等地开发多个商务综合体、写字楼等，包括京西 CRD 核心区域融景广场、德胜科技园、天津环球金融中心、金融街（南开）中心、金融街（和平）中心、天津大都会、重庆嘉年华大厦和上海金融街静安广场。公司所开发的商务综合体均位于城市核心地段，作为标志性的区域建筑具有较大的品牌影响力，成熟的产品线奠定了金融街在商务地产领域的领先地位。

股东实力雄厚，政府支持力度大

作为北京市西城区重要的国有控股企业，公司的发展得到了公司股东金融街集团和西城区人民政府的大力支持。

金融街集团成立于 1996 年 5 月，前身为北京金融街建设集团，2010 年 12 月更为现名。金融街集团是北京市西城区人民政府国有资产监督管理委员会直接全额投资的国有独资有限责任公司，截至 2015 年末，金融街集团注册资本达到 230.28 亿元，总资产合计 1,846.37 亿元，2015 年实现营业收入 241.37 亿元。

金融街集团下属的北京华融基础设施投资有限责任公司是负责金融街区拓展的土地一级开发主体，并承担西城区政府委托的基础设施建设项目。此外，金融街集团旗下还有长城人寿保险股份有限公司等金融资产和首都电影院等文化传媒类资产，公司依托股东可在项目资源、客户资源方面得到多方面的支持。

西城区是北京市功能核心区之一，也是党中央、全国人大、国务院、全国政协等党和国家首脑机关的办公所在地。中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会等金融监管机构，以及多家大型国有银行、保险公司、证券公司的总部均位于西城区内。在公司发展的过程中，西城区政府在项目

资源、客户资源等方面给予公司大量支持。

商业物业形成稳定的现金流

公司自持的商业物业出租和运营管理系其利润的重要补充，其稳定的收入来源对公司现金流改善具有极大的积极作用。目前公司大部分自持物业位于北京金融街区域，如金融街购物中心一、二期、金树街商业、金融街中心、德胜国际中心、金融街丽思卡尔顿酒店和金融街公寓等。作为北京市第一个大规模整体定向开发的金融产业功能区，金融街凭借其金融决策监管部门与金融机构总部集中的优势，在首都金融街中具有不可替代的核心地位，资源的稀缺性及优越的地理位置使得公司保持了很高的出租率和租金水平，能够为公司贡献稳定增长的现金流。除此以外，公司在天津、惠州等地区的核心地段亦持有多个优质商用物业，如天津环球金融中心、天津瑞吉酒店、惠州喜来登酒店等。截至 2015 年末，公司在北京、天津等中心城市的核心区域持有出租物业规划建筑面积合计约 61.56 万平方米，持有经营物业规划建筑面积合计约 20.97 万平方米；2015 年公司实现物业租赁收入和物业经营收入分别为 9.26 亿元和 5.56 亿元。2016 年上半年公司物业租赁收入和物业经营收入分别为 5.94 亿元和 3.02 亿元，分别同比增长 53.74% 和 18.92%。

优质商用物业能够为公司贡献稳定增长的现金流，且公司持有的物业具有极大的价值及升值潜力，也可为公司的融资创造有利条件，随着自持物业资产规模的扩大、价值的提升，公司自持物业收入亦将进一步增长。

业务运营

目前公司已形成房产开发、物业租赁与经营两大业务板块，业务区域覆盖北京、天津、上海、重庆、广州、惠州等城市。2013~2015 年及 2016 年上半年，公司分别实现营业总收入 198.83 亿元、220.36 亿元、155.65 亿元和 61.67 亿元，其中 2015 年公司营业收入较去年同期下降明显，主要原因系公司主动增持北京核心城区的优质写字楼项目，影响当期房地产开发收入；同时金融街广安中心 C、D 地块规划建筑面积在 2015 年度调减，导致来自金融街广安中心 C、D 地块的营业收入相应减少；此外当

年公司部分项目结算延后，导致当期房地产开发收入减少。从收入构成来看，房地产开发业务作为公司的主要收入来源，近年来占主营业务收入的比重约 90%；物业租赁与经营虽然收入占比不大，但能够为公司提供稳定的利润和现金流，且随着现有项目经营水平提升、写字楼以及商业物业持有量的增加，物业租赁与经营的收入亦呈现逐年提高的态势。

表 6：2013~2016.H1 公司主营业务收入明细

单位：亿元

业务板块	2013	2014	2015	2016.H1
土地开发	0.06	-	-	-
房产开发	187.68	207.83	140.06	52.45
物业租赁	6.73	6.97	9.26	5.94
物业经营	4.33	5.12	5.56	3.02
其他收入	0.03	0.42	0.77	0.26
合计	198.82	220.33	155.65	61.67

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

房地产项目开发运营

公司的房产开发业务包括商务地产和住宅地产开发两类，业务区域以北京为重点发展区域，同时向上海、广州、天津、重庆以及惠州等一、二线城市扩张。

从项目运作情况看，金融街根据房地产市场环境变化及其自身的情况，有效的安排工程建设计划及施工进度。2013~2015 年，公司开复工面积分别为 404 万平方米、315 万平方米和 365 万平方米，其中新开工面积分别为 83 万平方米、115 万平方米和 181 万平方米；同期竣工面积分别为 206 万平方米、132 万平方米和 97 万平方米。截至 2015 年末，公司拥有在建项目规划总建筑面积为 506.38 万平方米，较大规模的在建项目为其未来业务规模的持续增长提供了较好保障。2016 年上半年，公司主动调整开复工面积，实现开复工面积 291 万平方米，同比增长 14.6%，积极增加重点城市可售货量；其中，新开工面积为 22 万平方米，竣工面积为 26 万平方米。

表 7：2013~2015 年公司房地产开发运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2013	2014	2015
开复工面积	404	315	365
其中：新开工面积	83	115	181
竣工面积	206	132	97
合同销售面积	86	60	85
合同销售金额	225	130	150
合同销售均价	26,163	21,667	17,647
结算面积	110	85	79
结算金额	188	208	140
结算均价	17,091	24,471	17,722

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

销售方面，公司销售区域主要集中在北京、上海、广州、天津、重庆、惠州等一线城市及区域中心城市，涵盖商务和住宅地产等高价值产品。2013~2015 年，公司实现合同销售面积分别为 86 万平方米、60 万平方米和 85 万平方米，实现合同销售额分别为 225 亿元、130 亿元和 150 亿元。其中，2014 年公司合同销售面积及合同销售额均大幅下滑主要系部分商务地产项目受前期手续制约未按计划达到销售条件、部分大客户决策周期较长影响其销售签约，以及受住宅项目所在地市场整体下滑、大户型去化较慢影响住宅签约销售所致。2015 年，公司把握市场回暖时机，并通过加强营销模式创新、采取灵活销售策略、加强销售考核激励等措施，使得当年合同销售面积及合同销售额均有所上升。2016 年 1~6 月，公司抓住市场回暖窗口期，实现合同销售面积 70 万平方米，同比增长 111%；实现合同销售额 132 亿元，同比增长 110%。从销售均价来看，近三年公司合同销售均价分别为 26,163 元/平方米、21,667 元/平方米和 17,647 元/平方米，受散售住宅项目签约销售额占比逐年上升的影响，其销售均价呈逐年下降；2016 年上半年公司合同销售均价略有回升，为 18,857 元/平方米。

表 8：2013~2015 年公司房地产销售情况

单位：亿元、万平方米

产品类型	2013		2014		2015	
	销售 金额	销售 面积	销售 金额	销售 面积	销售 金额	销售 面积
商务地产	149	37	74	22	49	15
住宅	76	49	56	38	101	70
合计	225	86	130	60	150	85

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分产品类型来看，商务地产方面，依托于对金融街区域的开发运营经验及品牌优势，公司在商务地产方面拥有很强的竞争实力。公司商务地产主要以整售定制为主，且交易方多为金融类企业以及大型企业，项目销售和回款较有保障。同时，由于公司项目主要分布在一、二线城市的核心区域，地段的稀缺性也为公司所持有的相应项目物业的出租率提供较强保障，且出售以及出租物业的结合也在一定程度上降低公司的经营风险。2013~2015 年，公司实现商务地产签约销售额分别为 149 亿元、74 亿元和 49 亿元，受部分项目前期手续制约未按计划达到销售条件、部分大客户决策周期较长以及公司主动增持部分优质写字楼项目等因素的影响，近三年商务地产签约销售额呈下滑态势；2016 年上半年公司商务地产签约销售有所好转，签约销售额为 56 亿元。住宅开发方面，公司在重点发展商务地产开发的前提下，实行开发产品类型及结构多元化的经营思路，以周转较快的住宅地产开发为收入和盈利的补充，加快存货周转速度、提升资金周转效率。目前公司制定了新获取项目的标准开发周期，明确了住宅从拿地到开工、开盘及清盘各阶段的时间要求，提升住宅产品的周转速度。2013~2015 年及 2016 年上半年，公司住宅项目签约销售额分别为 76 亿元、56 亿元、101 亿元和 76 亿元，收入占比分别为 34%、43%、67%和 58%。

结算方面，受公司主动增持部分优质写字楼项目和部分项目结算延后等因素的影响，公司近三年结算面积逐年下滑。2013~2015 年，公司结算面积分别为 110 万平方米、85 万平方米和 79 万平方米，结算金额分别为 188 亿元、208 亿元和 140 亿元。从结算区域分布来看，公司房地产业务结算收入集中在北京、天津、重庆、惠州四个城市，区域集中度较高。其中，北京地区系公司结算收入的主要来源，近三年结算收入占比分别为 53.92%、76.86%和 53.50%。2016 年 1~6 月，公司结算金额为 52.45 亿元，其中北京地区结算收入占比为 46.79%。

表 9：2013~2016.H1 公司结算金额区域分布

单位：亿元、%

区域	2013		2014		2015		2016.H1	
	结算金额	收入占比	结算金额	收入占比	结算金额	收入占比	结算金额	收入占比
北京	107.21	53.92	169.36	76.86	83.28	53.50	45.09	46.79
天津	61.96	31.17	33.74	15.32	41.03	26.36	6.88	30.59
重庆	13.94	7.01	10.30	4.67	24.09	15.48	5.22	14.78
惠州	15.71	7.90	6.94	3.15	7.25	4.66	4.48	22.40
合计	198.82	100.00	220.33	100.00	155.65	100.00	52.45	100.00

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

目前公司在建项目较多，计划投资规模较大。截至 2015 年末，公司在建项目合计 15 个，项目规划总建筑面积约 506.38 万平方米，计划投资总额约 864.58 亿元，累计已投资 619.05 亿元。随着公司在建拟建项目开发推进并继续拓展新的项目，加上已获取的土地部分地价款尚未支付，对公司融资及资金调配能力提出了更高要求。

表 10：截至 2015 年末公司在建项目情况

单位：万平方米、亿元

项目	区域	规划建筑面积	预计总投资	已投资
公园懿府	北京	28.65	66.00	49.49
金色漫香林	北京	7.10	7.26	3.58
金融街（广安）中心	北京	69.41	181.49	83.06
金融街（长安）中心	北京	38.38	65.27	47.43
金融街静安广场	上海	7.56	27.00	23.23
金融街海伦中心	上海	16.89	37.00	35.79
融穗澜湾	广州	12.86	15.00	11.88
融穗华府	广州	33.32	50.00	37.09
融穗御府	广州	13.70	12.90	7.30
金融街（和平）中心	天津	27.03	40.77	34.06
融汇	天津	11.85	14.88	11.85
大都会项目	天津	36.85	94.83	88.63
诺丁山项目	天津	23.94	19.40	7.79
融景城	重庆	165.21	140.68	94.08
金悦熙城	重庆	13.63	8.50	5.20
合计		580.70	864.59	619.05

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于公司在商务地产方面的品牌优势，加之不断地经验积累，公司竞争实力不断提升。同时，公司房产开发业务的多元化在一定程度上规避了房产市场环境变化的影响，且逐渐完善全国性区域布局。但同时，随着公司在建拟建项目开发

发推进并继续拓展新的项目，公司或将面临一定的融资及资金调配压力。

土地储备

公司的土地储备量原则上以保持三至四年的开发量进行滚动储备。近年来受土地市场持续调整的影响，公司在新项目获取上保持了较为审慎的态度，2013~2015 年公司分别新增土地储备 2 宗、12 宗和 4 宗，实现新增土地投资额 41 亿元、160 亿元和 126 亿元。其中，2014 年公司积极把握京津冀一体化发展机遇，立足一线城市的同时关注区域中心城市，在北京、上海（新进）、广州（新进）、天津、重庆等获取多幅土地，实现土地储备规模扩张。2015 年，公司持续加大一线城市优质项目资源获取力度，当年成功获取北京丰台科技园、上海闸北火车站、广州海珠轻工机械厂等 4 个项目，权益投资额约为 126 亿元。

截至 2015 年末，公司土地储备建筑面积合计 1,194.76 万平方米。从区域分布来看，公司强化在一线城市和区域中心城市的土地储备力度，2015 年末公司在北京、上海、广州、重庆、天津的土地储备面积合计占公司总体的比重达到 73.68%。

表 11：2013~2015 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

	2013	2014	2015
新增项目	2	12	4
新增土地储备	48	177	77
新增土地金额	41	160	126
新增土地楼面均价	8,461	11,657	16,364
土地储备总面积	733	833	1,195

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 12：截至 2015 年末公司土地储备区域分布明细

单位：平方米、%

城市	规划建筑面积	占比
北京	2,741,523	22.95
上海	697,754	5.84
广州	1,078,014	9.02
天津	2,260,135	18.92
重庆	2,025,178	16.95
惠州	3,145,029	26.32
合计	11,947,633	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司相对充足的土地储备为其未来业务发展提供了有力支持，且储备项目多位于一、二线城市，项目预期盈利能力较强，为其未来可持续发展提供保障。

物业租赁与经营

截至 2015 年末，公司持有的物业建筑面积合计 82.53 万平方米，类型包括写字楼、公寓、酒店、商业及其配套项目等。区域分布方面，目前公司持有物业主要集中在北京、天津两地，未来将重点在一线城市核心区域适当增持优质项目。产品类型方面，公司物业分为租赁型物业和经营型物业两类。

公司物业租赁类产品分为写字楼及商业两类，目前公司持有北京金融街中心、北京德胜国际中心、北京金融大厦、北京通泰大厦、天津环球金融中心以及其他零散写字楼等办公类租赁物业，持有金融街购物中心、金树街、金融街西单购物中心等商业类出租物业。2015 年公司适当增持北京金融街中心、金融街广安中心项目部分物业，截至 2015 年末，金融街控股持有出租物业建筑面积合计约 61.56 万平方米，其中，写字楼及配套面积约为 39.79 万平米，商业业态面积约 21.77 万平方米。

从办公类物业来看，公司写字楼项目采取适当的市场策略，准确把握区域内金融机构办公需求，完善增值服务，提高租金价格和出租率。商业物业方面，2014 年金融街购物中心进行系统品牌调整，调整部分租金提升约 60%，2014 年客流量同比增加 30%，创开业来最高纪录；北京西单购物中心自 2013 年 9 月底开业以来，经营情况持续向好。依托于公司出租类物业所在区域位置的稀缺性，近年来公司北京区域的物业出租率一直保持在近 100%，

平均租金水平呈上升态势。2013~2015 年及 2016 年上半年，公司实现物业租赁收入分别为 6.73 亿元、6.97 亿元、9.26 亿元和 5.94 亿元，整体呈现逐年上升趋势。

经营物业方面，公司持有金融街丽思卡尔顿酒店、金融街公寓、北京体育活动中心、北京 E2 四合院 5 号院、天津瑞吉酒店、惠州喜来登酒店等经营物业，截至 2015 年末，公司持有经营物业建筑面积合计约 20.97 万平方米。2013~2015 年及 2016 年上半年公司经营物业收入分别为 4.33 亿元、5.12 亿元、5.56 亿元和 3.02 亿元。

表 13：2013~2015 年公司主要持有经营和出租的物业情况

自持物业		所在区域	物业类型	建筑面积 (平方米)	出租率/入住率		
					2013	2014	2015
出租 物业	金融街中心项目	北京	写字楼及配套	141,619	100%	100%	100%
	德胜国际中心项目			31,206	96%	100%	100%
	金融大厦			12,175	-	-	-
	其他零散写字楼			6,600	100%	100%	100%
	通泰大厦			2,295	100%	100%	100%
	其他（车位及配套）		30,695	100%	100%	100%	
	金融街购物中心		商业及配套	140,591	96%	98%	96%
	金树街项目			14,771	100%	100%	100%
	C3 四合院			2,081	100%	-	100%
	金融街西单购物中心			57,985	-	100%	100%
	E2 四合院 4 号院			2,235	-	100%	100%
	环球金融中心	天津	写字楼	97,971	51%	63%	75%
经营 物业	丽思卡尔顿酒店	北京	酒店、公寓 及配套	42,460	70%	73%	74%
	金融街公寓			49,978	78%	83%	81%
	北京体育活动中心			6,422	-	-	-
	E2 四合院 5 号院			2,577	-	-	-
	天津瑞吉酒店			天津	64,630	51%	46%
	惠州喜来登酒店	惠州		43,649	46%	45%	51%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

目前公司在物业经营与租赁方面主要的在建项目主要包括金融街（广安）中心等项目，随着上述项目陆续投入运营，公司物业租赁及经营业务规模将进一步扩大。

总体来看，公司持有的物业受益于所处区域的稀缺性，出租率和租金水平一直保持上升态势，未来仍有较大的上升空间。随着金融街（广安）中心等项目的陆续投运，公司物业经营与租赁业务规模还将有进一步提升。

公司治理

治理结构

公司按照《公司法》等国家有关法律、法规和公司章程的规定，建立和健全了完善的法人治理结构。公司最高权力机构为股东大会。根据《公司章程》，董事会是公司决策执行机构，由 9 名董事组成，设董事长和副董事长各 1 人，由董事会过半数人员选举产生。公司监事会由 3 名监事组成。公司设立经营管理机构，对公司日常经营进行管理，包

括执行董事会决定、组织公司各项业务经营活动，以及负责公司具体业务的组织管理。

内部管理

公司董事会负责内部控制制度的建立健全和有效实施，监事会对董事会建立与实施内部控制进行监督，经理层负责组织领导企业内部控制的日常运行。

公司在全国范围内较早建立了全面风险管理体系，在董事会下设风险管理委员会，对风险管理工作进行业务指导，并设立了专门的风险管理部，负责风险管理工作的具体实施。公司建立风险会议制度，包括董事长月度风险专题会，以及按照业务组建专业风险小组，定期召开小组会议，随时监控公司主要业务运营风险。

在资金活动方面，公司建立筹资管理体系，年初所属单位编制年度借款计划，全面掌握公司借款规模，并规定借款审批的办理程序。年内公司定期召开资金会议，及时了解资金使用情况及时资金风险，日常筹资资金使用监控较为及时、有效。在营

运资金管理方面，公司明确资金收入、拨付审批流程及办理程序，建立库存现金、银行账户及票据的管控措施。

在投资管理方面，作为公司重要的业务活动，公司已建立并不断完善相应的投资管理制度。公司经理办公会、董事会战略与投资决策委员会、董事会为对外投资的审议机构。公司经理办公会审议通过事项提报董事会战略与投资决策委员会审议，公司董事会战略与投资决策委员会审议通过事项提报公司董事会审批；公司投资管理部门根据制度规定随时监控投资项目进展，定期进行经营指标分析，判断投资收益及风险，形成投资分析报告，向管理层报送。

除此之外，公司建立了对外担保管理制度，规定了担保审批流程及担保事项办理程序，明确规定担保范围。公司的下列担保行为，须经公司股东大会审议通过：公司及控股子公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产的 50%以后提供的任何担保；公司对外担保达到或超过最近一期经审计总资产的 30%以后提供的任何担保；为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10%的担保；为股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

总体来看，公司通过内外部配合、各职能部门协作，有效地控制了业务运营和资金管理中的关键风险点，形成了有效的风险监督管理体系。

战略规划

未来，公司将继续坚持以商务地产为主导，以快速周转型项目为补充，适当增持优质自持物业的发展战略，重点关注经济辐射能力强、房地产供求关系健康的区域中心城市，抓住土地市场机会继续加大商务地产土地储备力度，并适度补充快速周转型项目；积极探索旅游文化、医疗、教育、养老等产业和地产协同发展模式，抓住京津冀一体化协同发展及其他区域的机遇，储备战略性发展资源；适当增持包括金融街及拓展区域物业在内的重点城市核心区域的优质物业，持续提升自持物业资产质量和经营收益。

在业务板块定位上，未来公司将以改善资产收

益，提高管理效率，加快发展速度，提升公司市场竞争地位为目标，促进商务地产做大做强，自持物业提升价值，住宅产品做出特色，旅游地产形成新的增长点，不断提升公司的综合竞争能力。

在管理结构上，公司将以“深化改革、创新机制”为核心继续推进体制机制改革，在公司总部、区域公司及项目公司中建立规范高效的治理体制，形成有市场竞争力的管理层和项目管理团队激励约束机制，提升内生发展动力。

在土地储备策略上，公司将密切关注土地市场变化，以北京为战略重点，积极把握金融街拓展、北京中心城区疏解改造以及京津冀一体化机遇；同时关注其他一线城市及区域中心城市的优质项目，获取支持公司发展的土地资源。

在融资渠道上，公司将进一步加强多渠道资金合作，持续推进项目层面股权合作，同时研究实施海外融资等新的融资模式，获取公司发展所需资金，并持续降低融资成本。

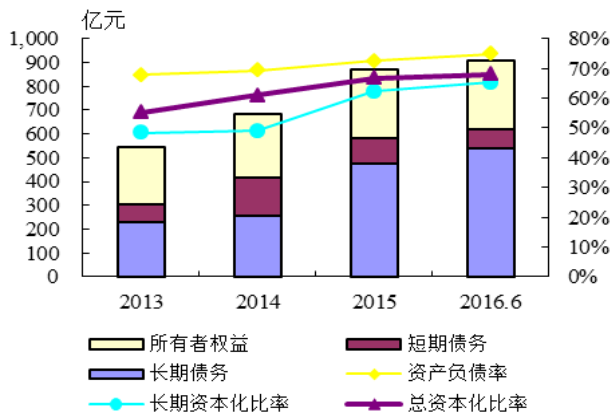
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年审计报告，以及公司提供的未经审计的 2016 年半年报。

资本结构

随着房地产开发业务规模的持续扩张，近年来公司资产规模保持稳定增长态势。2013~2015 年末，公司资产总额分别为 760.71 亿元、875.87 亿元和 1,056.79 亿元，年均复合增长率为 17.87%。同期，受益于公司房地产开发业务较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本，截至 2015 年末，公司所有者权益达到 290.04 亿元，近三年复合增长率为 8.90%。负债方面，伴随着开发项目和土地储备的增加，公司债务规模提升趋势较为明显，使得其负债水平亦有所增长，近三年末分别为 516.15 亿元、607.85 亿元和 766.75 亿元，年均复合增长率为 21.88%。截至 2016 年 6 月末，公司资产总额增至 1,149.70 亿元，所有者权益合计 289.39 亿元，总负债为 860.31 亿元。

图 4：2013~2016.H1 末公司资本结构

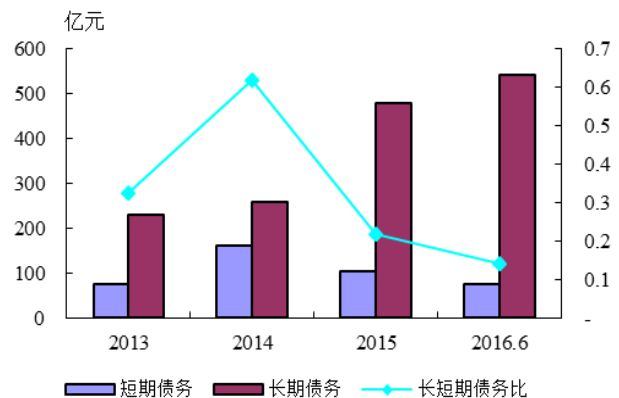


资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由货币资金、预付款项、存货和投资性房地产构成。截至 2015 年末，公司货币资金余额为 85.43 亿元，主要为银行存款；预付款项为 56.24 亿元，主要为预付地价款和预付工程款，且账龄主要为 2 年以上；存货净额为 649.15 亿元，主要为项目的开发成本和开发产品，近三年呈逐年增长态势；投资性房地产方面，2015 年末公司投资性房地产账面价值为 176.37 亿元，主要为公司自持的出租型物业，且均位于商业繁华地段，公允价值增值较大。

负债构成方面，公司负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和有息债务构成。截至 2015 年末，公司应付账款为 40.38 亿元，主要系 1 年以内账龄的项目预提工程成本和费用；预收款项为 86.18 亿元，系项目预收的房屋款；其他应付款为 38.65 亿元，主要系往来款、投标及租赁保证金和代收代缴契税、维修基金等。有息债务方面，近年来随着公司业务规模的扩大，外部融资需求显著上升，2013~2015 年末及 2016 年 6 月末公司有息债务分别为 302.44 亿元、417.47 亿元、580.29 亿元和 617.41 亿元，呈现快速增长态势；从债务期限结构看，2013~2015 年末及 2016 年 6 月末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.32 倍、0.62 倍、0.22 倍和 0.14 倍，公司长期债务规模稳定增长，债务期限结构有所优化。

图 5：2013~2016.H1 末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务杠杆方面，受债务规模持续上升的影响，近年公司财务杠杆比率亦有所增加。2013~2015 年末及 2016 年 6 月末公司资产负债率分别为 67.85%、69.40%、72.55% 和 74.83%，净负债率分别为 83.70%、125.68%、170.62% 和 158.87%。

总体来看，公司近年来总资产及负债规模均随业务规模的扩张而稳定增长。同时，公司总债务中长期债务占比较高，近年债务期限结构有所优化，但近年来公司债务规模增长较快，杠杆比率处于较高水平。

流动性

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升。2013~2015 年末及 2016 年 6 月末，公司流动资产分别为 602.93 亿元、684.19 亿元、827.29 亿元和 911.33 亿元，占同期末资产总额的比重分别为 79.26%、78.12%、78.28% 和 79.27%。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，两项合计占流动资产的比重保持在 85% 以上，在同行业中处于合理水平。

表 14：2013~2016.H1 末公司流动资产分析

	2013	2014	2015	2016.H1
流动资产/总资产	79.26%	78.12%	78.28%	79.27%
存货/流动资产	70.97%	74.03%	78.47%	72.19%
货币资金/流动资产	16.21%	11.78%	10.33%	17.30%
(存货+货币资金)/流动资产	87.18%	85.81%	88.79%	89.49%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，由于公司近年业务拓展较为迅速，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规

模增长较快。2013~2015 年末公司存货净额分别为 427.90 亿元、506.51 亿元和 649.15 亿元，年均复合增长率为 23.17%；2016 年 6 月末存货净额进一步增至 657.90 亿元。从存货结构来看，公司存货主要由在建项目的开发成本和已竣工项目的开发产品构成。在公司快速周转的经营策略的带动下，近年公司存货中已完工开发产品占比有所下降，现房销售压力相对较小；在建项目开发成本规模逐年上升，较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提出了较高要求。

表 15：2013~2016.H1 末公司存货结构分析

单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.H1
存货	427.90	506.51	649.15	657.90
存货同比增长率	13.56%	18.37%	28.16%	22.97%
开发产品	99.30	124.52	117.00	121.08
开发产品/存货	23.21%	24.58%	18.02%	18.40%
开发成本	326.02	379.48	520.27	524.55
开发成本/存货	76.19%	74.92%	80.15%	79.73%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，通过标准化管理提高项目开发的周转速度。2013~2015 年，公司存货周转率分别为 0.31 次、0.33 次和 0.19 次；总资产周转率分别为 0.27 次、0.27 次和 0.16 次，受商业地产周转相对较慢的影响，近年来公司总资产周转率有所下滑。

表 16：2013~2015 年公司周转率相关指标

	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.31	0.33	0.19
总资产周转率（次/年）	0.27	0.27	0.16

资料来源：公司定期审计报告，中诚信评估整理

现金流方面，近年来随着房地产开发业务的较快增长，项目销售回笼资金不能完全满足在建项目推进及土地储备资金需求的增长，使得近年经营性现金流不甚理想。2013~2015 年公司经营性现金流净额分别为-29.06 亿元、-3.21 亿元和-128.42 亿元，其中，2015 年因公司主动增持北京核心区域的优质写字楼和商业导致其经营活动现金流入减少，同时公司项目投资较去年同期大幅增加，使得当年经营活动现金净流出 128.42 亿元，对其短期债务的保障程度有所下降。2016 年上半年，得益于公司销售回

款大幅增加，其经营性净现金流有所好转，为 36.28 亿元。

货币资金方面，近年公司年末手持货币资金规模有所波动，2013~2015 年末及 2016 年 6 月末公司货币资金占资产总额比例分别为 12.85%、9.20%、8.08%和 13.71%，其中 2016 年 6 月末货币资金大幅上升主要系销售回款明显增加所致。同时，近年公司短期债务规模亦有所波动，但整体呈上升趋势。受此影响，2013~2015 年末及 2016 年 6 月末货币资金/短期债务分别为 1.32 倍、0.51 倍、0.83 倍和 2.09 倍，货币资金对短期债务保障程度尚可。考虑到公司较大规模的在建及可售资源，其现金流有望继续改善，对其短期债务的偿还亦可形成一定保障。

表 17：2013~2016.H1 公司部分流动性指标

单位：亿元

	2013	2014	2015	2016.H1
货币资金	97.74	80.62	85.43	157.64
经营活动现金流净额	-29.06	-3.21	-128.42	36.28
经营净现金流/短期债务	-0.39	-0.02	-1.25	0.96
货币资金/短期债务	1.32	0.51	0.83	2.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年金融街业务规模扩张较快，存货规模逐年上升，同时公司资金需求量较大，使得其经营现金呈现净流出状态，但考虑到公司较大规模的在建及可售资源，且项目区域分布持续优化，可对其流动性形成一定支撑。

盈利能力

公司收入主要来源于房地产销售收入、物业租赁、物业经营及其他业务收入。2013~2015 年公司实现营业收入分别为 198.83 亿元、220.36 亿元和 155.65 亿元，其中 2015 年营业收入大幅下滑主要系公司主动增持部分优质写字楼项目、金融街广安中心 C、D 地块规划建筑面积在当年度调减以及部分项目结算延后所致。从毛利水平看，在当前房地产行业整体利润逐渐回落的背景下，公司毛利水平亦有所下降，近三年公司营业毛利率分别为 37.53%、30.62%和 30.05%，获利水平有所下滑，但仍处于行业较好水平。2016 年上半年，公司实现营业收入 61.67 亿元，营业毛利率为 40.50%。

从期间费用来看，随着业务规模增长，公司三

费规模亦逐步增加。2013~2015 年及 2016 年上半年，公司期间费用合计分别为 10.93 亿元、16.45 亿元、20.75 亿元和 9.25 亿元，以财务费用支出为主，系近年公司债务规模持续增长及已竣工尚未销售项目不能利息资本化导致其财务费用快速上升所致。同期，公司三费收入占比分别为 5.50%、7.47%、13.33%和 15.00%，期间费用控制能力有待提升。

表 18：2013~2016.H1 公司三费分析

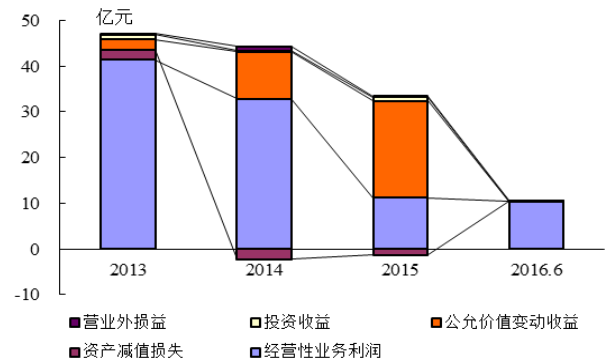
单位：亿元、%

	2013	2014	2015	2016.H1
销售费用	3.84	3.75	5.51	2.28
管理费用	4.94	6.23	6.16	2.82
财务费用	2.15	6.47	9.08	4.16
三费合计	10.93	16.45	20.75	9.25
营业总收入	198.83	220.36	155.65	61.67
三费收入占比	5.50	7.47	13.33	15.00

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公允价值变动收益构成。2013~2015 年公司经营性业务利润分别为 41.42 亿元、32.81 亿元和 11.24 亿元，受毛利空间下降以及期间费用上升的影响，其经营性业务利润呈逐年下降趋势；同期，公司分别获得公允价值变动收益 2.29 亿元、10.30 亿元和 21.21 亿元，系公司自持的部分商铺、公寓、写字楼等投资性房地产及其持有的金融资产公允价值调增所致。综上，2013~2015 年公司实现利润总额分别为 47.14 亿元、42.19 亿元和 32.08 亿元，所有者权益收益率分别为 14.39%、11.61%和 7.81%。2016 年上半年，公司实现经营性业务利润为 10.34 亿元，较去年的 0.57 亿元大幅提升；但由于期间公司无新竣工计入投资性房地产的项目产生公允价值变动收益，导致当期利润总额同比下滑 14.50%至 10.61 亿元，所有者权益收益率降至 5.21%。

图 6：2013~2016.H1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受增持部分优质写字楼及项目结算周期等因素的影响，近年公司营业收入有所波动，其经营性业务盈利能力亦有所弱化。

偿债能力

从债务规模来看，随着土地储备及项目开发规模的扩大，公司债务规模上升较快。截至 2016 年 6 月 30 日，公司总债务增加至 617.41 亿元，其中短期债务降至 75.45 亿元，长期债务增至 541.95 亿元，债务期限结构较好。

表 19：2013~2016.H1 公司偿债能力分析

	2013	2014	2015	2016.H1
短期债务（亿元）	73.90	159.22	103.07	75.45
总债务（亿元）	302.44	417.47	580.29	617.41
EBITDA（亿元）	52.35	51.27	43.33	15.83
资产负债率（%）	67.85	69.40	72.55	74.83
总资本化率（%）	55.29	60.90	66.67	68.09
经营净现金流/总债务（X）	-0.10	-0.01	-0.22	0.12
总债务/EBITDA（X）	5.78	8.14	13.39	19.50
EBITDA 利息倍数（X）	2.42	1.90	1.36	1.01

资料来源：公司定期审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2013~2015 年分别为 52.35 亿元、51.27 亿元和 43.33 亿元，与利润总额保持同趋势变动。从主要偿债能力指标表现来看，受债务规模增长较快影响，公司近三年主要偿债指标有所弱化，其总债务/EBITDA 分别为 5.78 倍、8.14 倍和 13.39 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 2.42 倍、1.90 倍和 1.36 倍。整体看来，公司 EBITDA 能够较好的覆盖其利息支出。

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 2016 年 6 月 30 日，公司合并口

径授信额度为 744 亿元，未使用的授信额度为 397 亿元，公司备用流动性充足。同时，公司作为上市公司，股权融资渠道畅通。此外，公司在 2014 年成立了香港子公司，作为境外投融资平台，拓展海外融资渠道。总体来看，多样化的融资渠道使得公司融资顺畅。

或有负债方面，截至 2016 年 6 月末，公司担保余额约为 90.96 亿元，其中对外担保余额 4.41 亿元，对子公司担保余额 86.55 亿元，整体或有风险不大。

总体而言，公司近年来业务规模发展较快，债务规模有所上升，部分偿债指标有所弱化，但考虑到其较强的股东背景、合理的债务期限结构、持有大量优质物业资源以及顺畅的融资渠道，对其未来经营业绩保持和债务的偿还具有很强的保障。

结 论

综上，中诚信证评评定金融街控股股份有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“金融街控股股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于金融街控股股份有限公司

2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

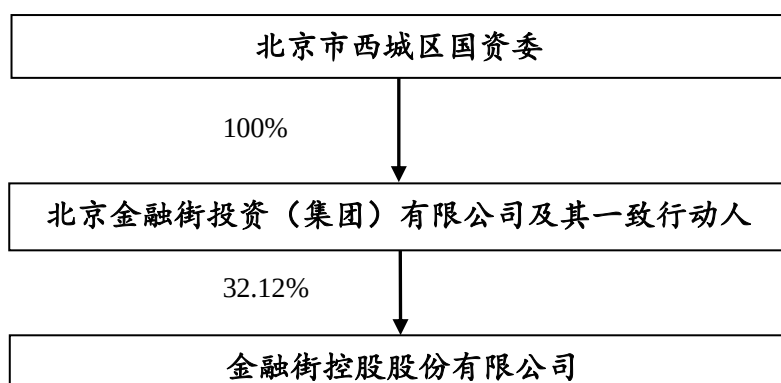
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后2个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

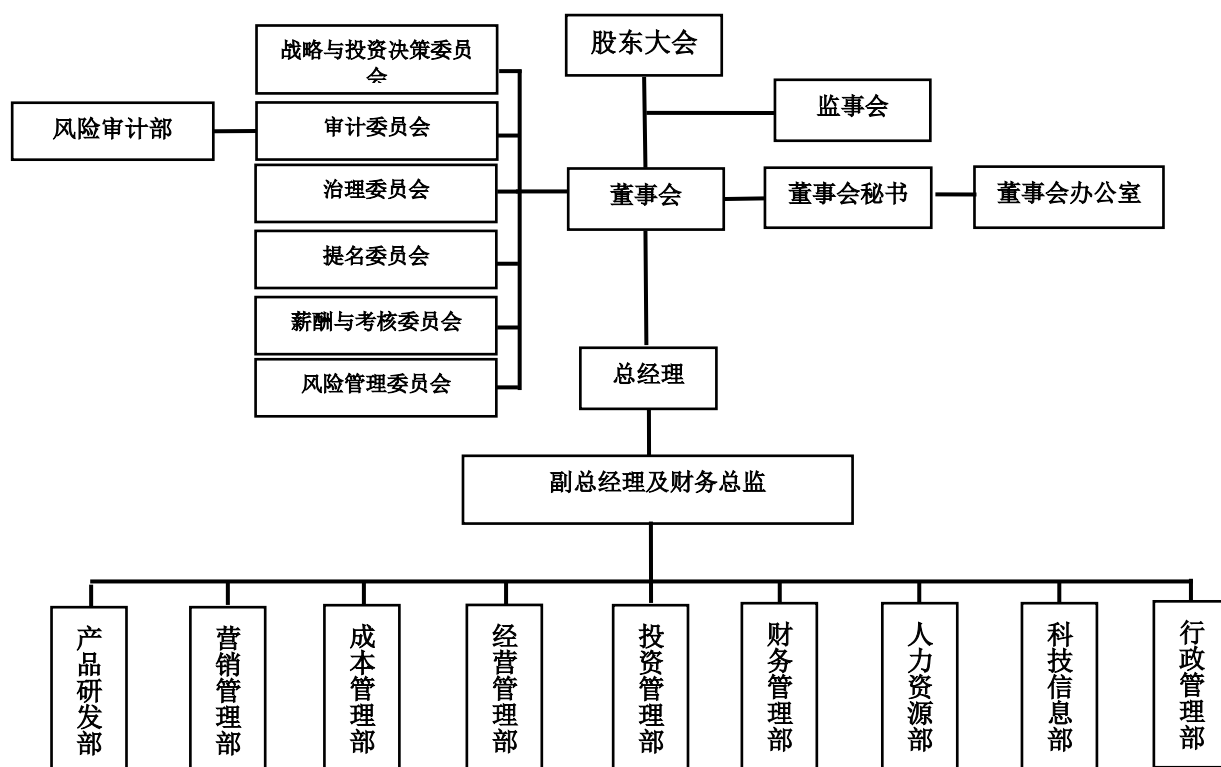
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：金融街控股股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



附二：金融街控股股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 6 月 30 日）



附三：金融街控股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.H1
货币资金	977,405.44	806,191.96	854,314.89	1,576,435.90
应收账款净额	38,820.99	167,996.31	82,799.96	81,916.50
存货净额	4,278,982.19	5,065,108.79	6,491,543.41	6,579,047.37
其他应收款	37,701.58	65,314.00	148,302.31	116,788.79
长期投资	16,913.82	19,055.19	23,170.31	22,736.37
固定资产合计	1,415,847.49	1,699,416.84	2,053,428.93	2,155,382.87
总资产	7,607,057.64	8,758,743.96	10,567,867.59	11,496,966.64
短期债务	739,048.43	1,592,236.84	1,030,677.34	754,541.51
长期债务	2,285,377.15	2,582,497.25	4,772,204.24	5,419,515.43
总债务	3,024,425.59	4,174,734.09	5,802,881.59	6,174,056.93
总负债	5,161,492.36	6,078,457.54	7,667,512.92	8,603,059.28
所有者权益（含少数股东权益）	2,445,565.28	2,680,286.43	2,900,354.67	2,893,907.36
营业总收入	1,988,257.20	2,203,588.57	1,556,475.00	616,703.59
三费前利润	523,541.48	492,652.75	319,901.84	195,952.00
投资收益	9,996.27	2,335.58	7,462.68	963.55
EBITDA	523,462.78	512,711.80	433,312.57	158,333.48
经营活动产生现金净流量	-290,595.26	-32,117.97	-1,284,157.07	362,848.84
投资活动产生现金净流量	79,963.43	-583,117.80	-76,307.08	-15,323.10
筹资活动产生现金净流量	49,982.20	444,028.29	1,260,509.58	374,562.57
现金及现金等价物净增加额	-160,646.42	-171,213.48	-99,877.07	722,121.01
财务指标	2013	2014	2015	2016.H1
营业毛利率（%）	37.53	30.62	30.05	40.50
所有者权益收益率（%）	14.39	11.61	7.81	5.21*
EBITDA/营业总收入（%）	26.33	23.27	27.84	25.67
速动比率（X）	0.64	0.53	0.67	0.86
资产负债率（%）	67.85	69.40	72.55	74.83
总资本化比率（%）	55.29	60.90	66.67	68.09
净负债率（%）	83.70	125.68	170.62	158.87
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	-0.01	-0.22	0.12*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.39	-0.02	-1.25	0.96*
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.34	-0.12	-4.03	2.31
总债务/EBITDA（X）	5.78	8.14	13.39	19.50*
EBITDA/短期债务（X）	0.71	0.32	0.42	0.42*
EBITDA 利息倍数（X）	2.42	1.90	1.36	1.01

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2013~2015年其他应付款中的有息股东借款调整至短期债务；

3、2016年上半年带星号指标已经年化。

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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。