



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪200号

北京首都开发股份有限公司：

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

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一七年五月二十六日

北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券跟踪评级报告（2017）

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	2016/12/21		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

首开股份	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	161.31	243.05	364.48
总资产（亿元）	976.14	1,405.15	1,814.17
总债务（亿元）	428.57	595.04	786.79
营业总收入（亿元）	208.51	236.18	298.83
营业毛利率（%）	34.55	40.58	33.90
EBITDA（亿元）	37.56	48.15	55.33
所有者权益收益率（%）	12.28	10.51	7.08
资产负债率（%）	83.47	82.70	79.91
净负债率（%）	193.54	164.22	142.18
总债务/EBITDA（X）	11.41	12.36	14.22
EBITDA 利息倍数（X）	1.03	1.17	1.27

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2016 年，在宽松的行业环境支持下，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，实现经营业绩大幅增长，并持续保持在北京房地产市场的领先地位。同时，公司待结算资源大幅增长，土地和项目储备资源优质且区域布局优势明显，为其未来业务发展提供有力保障。此外，公司具有畅通的资本市场融资渠道，其于 2016 年 6 月完成定向增发股票，自有资本实力得到夯实，资本结构和债务结构亦有所改善。但是，中诚信证评也关注到公司债务规模上升明显，其他应收款大幅增加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 AAA。

正 面

- 区域竞争优势明显，行业地位稳固。2016 年公司继续深耕北京市场，在北京地区房地产开发领域处于龙头地位，全年公司实现合同销售面积 296.93 万平方米，合同销售金额 631.03 亿元，同比分别增长 41.35%和 92.65%，继续保持北京市销售金额排名第一，区域市场竞争优势显著。
- 待结算资源规模大幅增长，为经营业绩形成良好保障。受益于销售业绩的增长，2016 年末公司预收款项金额为 412.44 亿元，同比大幅增长 76.92%，其占同期营业收入的 138.02%，较上年上升 39.31 个百分点，为其未来经营业绩的提升提供良好支撑。
- 较为优质的土地和项目储备。公司近年来土地和项目储备规模保持增长，截至 2016 年末，公司在建拟建项目计容建筑面积为 2,158.21 万平方米，主要分布在北京、成都、福州等核心一、二线城市，区域布局优势明显，能够为其可持续发展提供有力保障。

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

范凌霄 lxfan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 26 日

- 备用流动性充足。作为上市公司，首开股份可从银行等金融机构得到良好的外部流动性补充，同时亦具有畅通的资本市场融资渠道。首开股份于 2016 年 6 月完成 40 亿元定向增发，使其自有资本实力得到进一步夯实，资本结构和债务结构亦有所改善。

关 注

- 债务规模增长明显。近年来随着在建项目及土地储备支出的增加，公司资本支出压力上升，债务规模持续快速增长。截至 2016 年末，公司债务总额为 786.79 亿元，同比增长 32.23%，资产负债率为 79.91%，财务杠杆仍处于较高水平。
- 其他应收款大幅增加。2016 年由于投资设立的子公司数量增加，公司股东借款上升，致使公司其他应收款大幅增长 65.41%至 211.66 亿元，应对其回收情况加以关注。

信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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

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

募集资金使用情况

北京首都开发股份有限公司 2014 年公司债券（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。本期债券募集总额为人民币 40 亿元，截至 2016 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。

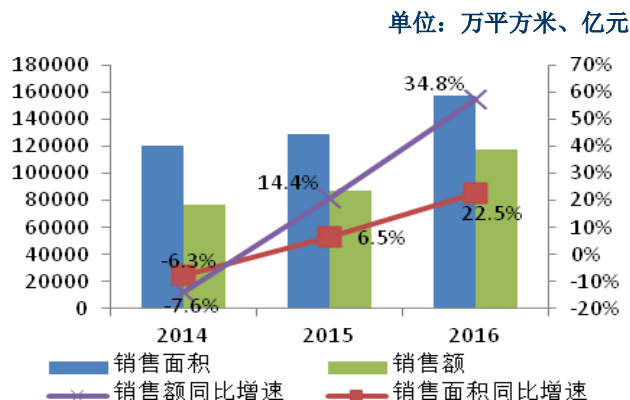
行业分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%²。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明

显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《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，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的

² 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、南昌及福州；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。

过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016年3月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年300亿元以上百亿房企已完成及正在进行的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。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。2016年TOP100房企上榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元，同比上升51%，销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%，占比近一半；TOP20销售门槛提升最快，由2015年的358亿大幅增至647亿，同比提升了81%，销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，同比上涨51.73%，占全国销售额的比重达到18.35%，较上年提升1.27个百分点，千亿房企已达12家。

业务运营

2016年，首开股份在北京地区的签约销售金额位于北京市前列，区域市场领先地位稳固，全年其销售金额和销售面积均实现大幅增长。

2016年，在房地产市场区域分化明显及因城施策等政策出台的背景下，公司坚持差别化的盈利模式，继续深耕北京市场，当年经营业绩大幅增长。公司全年合同销售金额同比大幅增长92.65%至

631.03亿元（含非并表项目，下同）；合同销售面积同比增长41.35%至296.93万平方米（含非并表项目，下同）。

从销售区域来看，公司在北京市保持了显著的区域优势，根据中指数据显示，2016年公司在北京市的销售金额排名第一。2016年公司在北京地区的销售金额为353.46亿元，占公司总销售金额的56.01%；销售面积为132.45万平方米，占公司总销售面积的44.61%。从京外项目的销售情况来看，公司销售区域主要为苏州、厦门、福州以及广州等，2016年以上区域销售金额分别为69.35亿元、43.23亿元、38.82亿元以及29.86亿元，占公司总销售金额的比例分别为10.99%、6.85%、6.15%和4.73%。

表 1：2014~2016 年公司房地产销售情况

单位：亿元、万平方米			
	2014	2015	2016
销售金额合计	205.91	327.56	631.03
销售面积合计	154.07	210.07	296.93

注：以上数据均为全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2016年公司实现房地产项目结算面积190.17万平方米（含非并表项目，下同），同比增长26.54%。从结算区域来看，2016年北京市结算面积为55.22万平方米，占当年结算总面积的比重为29.04%，较上年度下降5.76个百分点。同期，京外结算面积占比持续提升，结算项目主要分布于苏州、福州等地，2016年苏州、福州结算面积占比分别为31.19%和16.96%。2016年北京地区实现收入134.79亿元，同比增长11.23%，京外地区实现收入163.43亿元，同比增长42.45%，京内外多个地区项目陆续结转，尤其是京外收入的快速增加促使当年公司收入规模持续增长。

从项目运营来看，2016年公司新开工项目主要包括北京景粼原著、苏州狮山原著、苏州如院等，全年新开工面积共计266.02万平方米（含非并表项目，下同），同比减少22.22%，其中北京地区新开工面积为125.03万平方米，京外项目新开工面积140.99万平方米；当年竣工项目共计11个，包括苏州常青藤、首开国风华府、北京熙悦睿府等。受益于京外项目竣工量增加，全年公司竣工面积同比增长15.90%至312.53万平方米，其中北京地区竣

工面积 111.98 万平方米，同比增长 12.22%；京外地区竣工面积 200.55 万平方米，同比增长 18.06%。

表 2：2014~2016 年公司房地产开发业务发展情况

单位：万平方米

	2014	2015	2016
京内项目在建面积	423.11	469.34	513.65
京内项目新开工面积	129.67	183.77	125.03
京内项目竣工面积	112.78	99.79	111.98
京外项目在建面积	678.1	678.04	602.94
京外项目新开工面积	154.4	158.23	140.99
京外项目竣工面积	106.57	169.87	200.55

注：以上数据均为全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

首开股份具有较为充沛的土地及项目储备资源，目前其项目多位于北京、苏州、厦门等一线及核心二线城市，项目布局优势明显，优质的项目储备将对其未来经营业绩的增长提供有力支持。

从在建项目来看，截至 2016 年末，公司全口径在建主要项目共有 58 个（包括新开工项目），在建项目建筑面积合计为 1,116.59 万平方米，其中北京地区在建项目建筑面积为 513.65 万平方米，占公司总在建面积的 46.00%；京外区域在建面积为 602.94 万平方米，占公司总在建面积的 54.00%，主要分布在苏州、天津、福州、杭州等城市。较为充足的项目资源可为公司未来业绩增长提供有力支撑，但同时也给公司带来一定的资金压力。

土地储备方面，近年来公司在维持北京地区龙头地位的基础上，亦逐步进行京外区域的业务拓展，核心拓展城市主要集中在长三角和珠三角区域，包括苏州、杭州、扬州、厦门、福州等地，业务拓展情况良好。2016 年公司通过双方或多方联合体以公开市场和股权收购等方式获得 14 宗土地（不含土地一级开发项目），规划计容建筑面积 305.85 万平方米，新增地块主要分布在北京、成都、福州等城市。其中在北京取得 1 个项目，规划计容建筑面积 17.92 万平方米；在京外地区取得 13 宗地块，地上建筑面积 287.93 万平方米。此外，2016 年公司获得北京市丰台区万泉寺村、北京市顺义区幸福西街棚户区改造地块的土地一级开发权，并实现北京市房山区工业用地收储，上述三大土地一级开发

项目涉及的一级土地整理面积 107.87 万平方米（含非并表项目）。

从已开盘项目可售情况来看，截至 2016 年 12 月末，公司已开盘项目全口径可供出售面积为 1,858.19 万平方米，其中北京地区可供出售面积为 536.47 万平方米，京外区域可供出售面积为 1,321.73 万平方米；2016 年已售面积为 296.93 万平方米，其中北京地区已售面积为 132.45 万平方米，京外区域已售面积为 161.82 万平方米。

项目储备方面，截至 2016 年 12 月末，公司全口径房地产拟建项目共 23 个，规划计容建筑面积 403.89 万平方米，主要分布在北京、福州、广州和厦门等城市，以上地区计容建筑面积分别为 85.22 万平方米、75.78 万平方米、40.80 万平方米和 33.62 万平方米，占比分别为 21.10%、18.76%、10.10% 和 8.32%。截至 2016 年末，公司在建拟建的主要项目计容建筑面积为 2,158.21 万平方米，主要分布于北京、苏州、福州等城市，能够为公司长期发展提供较好的支持。

此外，持有型物业方面，公司持有型物业主要包括酒店、办公楼和街区商业三大部分。酒店出租方面，公司的酒店分布在北京、深圳、苏州、三亚等地，以四星级酒店为主；公司持有酒店经营情况良好，酒店经营收入逐年增长。商业性物业出租方面，公司商业性物业全部集中在北京地区。2016 年公司酒店物业经营收入为 5.46 亿元，同比增长 8.92%，在公司收入构成中占比较低，但为公司提供了稳定的现金流。

财务分析

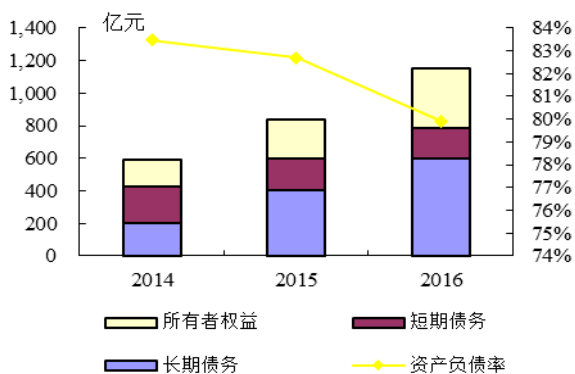
下列财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具标准无保留意见的 2014、2015 和 2016 年度审计报告，以及经致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具的“致同专字【2015】第 110ZA2062 号”《关于北京首都开发股份有限公司 2014 年度会计政策、会计估计变更及重大科技差错更正的专项说明》。

资本结构

截至 2016 年末，公司总资产为 1,814.17 亿元，

同比增长29.11%，主要源于项目预收款增加带来的货币资金的增长、公司项目开发规模扩张和新增土地储备带来的存货的增加以及应收关联方往来款的增加。同期末，受预收款项及债务规模增长的影响，公司负债总额增至1,449.70亿元，同比增长24.75%。自有资本方面，受益于定向增发股票、永续债的发行及资本溢价，2016年末所有者权益大幅增长49.96%至364.48亿元。财务杠杆比率方面，2016年末公司资产负债率和净负债率分别为79.91%和142.18%，较上年同期分别下降2.79个百分点和22.04个百分点；同期末将永续债计入债务之后的资产负债率为83.77%。

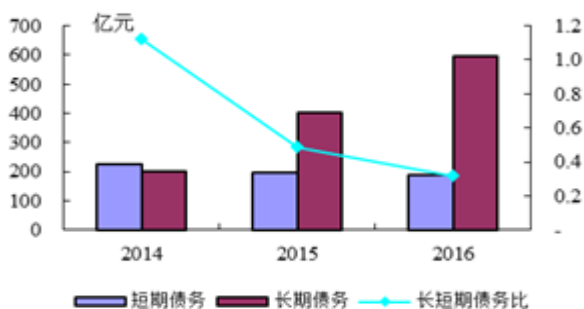
图2：2014~2016年公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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逐年增长，截至2016年末，公司总债务规模为786.79亿元，同比增长32.23%；其中短期债务和长期债务分别为189.54亿元和597.25亿元，长短期债务比为0.32。公司新增债务以长期债务为主，债务期限结构有所优化。

图3：2014~2016年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司近年来业务规模稳步增长，自有资金实力不断增强，但在业务规模扩大的过程中，资金需求较大，杠杆比率仍处于较高水平。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2016年末流动资产合计为1,684.60亿元，同比增长28.47%，占总资产的比重为92.86%。从流动资产的构成来看，2016年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为83.91%。

存货方面，2016年公司在建项目开发成本的不断投入使得存货规模快速增长，当年末存货账面价值为1,144.97亿元，同比增长19.67%。从存货的构成来看，在公司快速周转的经营策略的带动下，存货中已完工开发产品的比重较小，2016年末公司已完工开发产品的占比为12.14%，同比下降3.34个百分点；同期开发成本占存货净额的比重为87.86%，同比上升3.34个百分点。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3：2014~2016年公司周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.21	0.17	0.19
总资产周转率（次/年）	0.22	0.20	0.19

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，由于公司在建项目体量较大，存货规模上升较快，存货周转率较低。2016年公司的存货周转率和总资产周转率均为0.19次，基本保持上年水平。

现金流方面，2016年受项目建设规模扩大以及关联方往来款大幅增加影响，公司经营性现金流呈现大额净流出状态，为-85.10亿元。同期，公司投资性现金流净额为-4.41亿元；筹资性现金净流入165.68亿元，为其项目开发提供资金支持。但同时中诚信证评也关注到，公司在建、拟建项目规模较大，随着各项的推进加之土地储备款的支付，公司仍面临一定的资金压力。

货币资金方面，2016年公司年末手持货币资金规模保持在总资产的10%以上，为268.57亿元，而公司债务逐渐转变为以长期债务为主，故货币资金对短期债务的覆盖能力有所提升，2016年末货币资金/短期债务为1.42倍，较上年提升0.41倍。

表 4：2014~2016 年公司部分流动性指标

	2014	2015	2016
货币资金（亿元）	116.37	195.88	268.57
经营活动现金流净额（亿元）	32.90	-95.69	-85.10
经营净现金流/短期债务（X）	0.15	-0.49	-0.45
货币资金/短期债务（X）	0.51	1.01	1.42

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

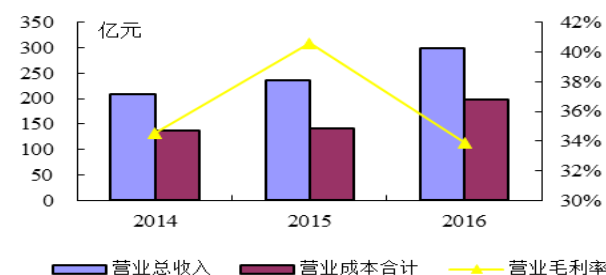
总体来看，公司资产周转效率相对较慢且经营性现金流表现不佳，但公司资产以流动资产中的存货为主，且大部分项目位于北京及福州、扬州、苏州、成都等一、二线城市，现房销售压力较小；加之公司近年来手持货币资金较为充裕，能够为短期债务形成较好覆盖，公司整体流动性较好。

盈利能力

受益于房产销售和酒店物业经营收入的增长，2016 年公司实现营业收入 298.83 亿元，同比增长 26.53%。其中，房地产销售收入 292.76 亿元，同比增长 26.79%；酒店物业经营等实现收入 5.46 亿元，同比上升 8.92%。此外，2016 年末公司预收款项金额为 412.44 亿元，同比大幅增长 76.92%，其占同期营业收入的 138.02%，较上年度上升 39.31 个百分点，为其未来经营业绩的提升提供良好支撑。

从毛利空间来看，受当年京外项目结算面积增加影响，2016 年公司营业毛利率为 33.90%，同比下降 6.68 个百分点。期间费用方面，2016 年公司合计发生期间费用 30.12 亿元，同比增长 47.12%，主要系计息债务规模增加导致财务费用大幅上涨所致；三费收入占比为 10.08%，较上年度小幅增长 1.41 个百分点。

图 4：2014~2016 年公司营业收入及毛利率



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，2016 年公司利润总额为 39.84 亿元，同比增长 1.82%。2016 年公司取得经营性业务利润 34.24 亿元，同比减少 21.74%。此外，

公司对外投资了部分上市公司股票、理财产品，以及以参股形式参与合作开发多个项目，2016 年实现投资收益 7.04 亿元，同比增长 422.91%；同期公司实现净利润 25.79 亿元，基本保持上年水平。

总体来看，公司营业收入持续保持增长，且初始获利空间处于较好水平，公司利润规模稳中有升，整体盈利能力表现良好。此外，公司较大规模的待结算资源亦对未来业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看，公司在建项目持续推进及新增土地储备等导致其对外部融资需求进一步上升。截至 2016 年末，公司总债务规模增至 786.79 亿元，同比增长 32.23%。其中，短期债务为 189.54 亿元，且货币资金对其形成较好的覆盖，公司短期内集中偿付压力尚可。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016 年 EBITDA 为 55.33 亿元，同比增长 14.90%，获现能力增强。经营活动现金流方面，2016 年公司经营性现金流呈现大额净流出状态，为 -85.10 亿元。

从主要偿债能力指标来看，受债务规模上升的影响，2016 年公司总债务/EBITDA 由上年的 12.36 倍上升至 14.22 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 1.17 倍上升至 1.27 倍。同期，受项目建设规模扩大以及关联方往来款大幅增加影响，公司经营性现金流呈现大额净流出状态，其经营活动现金流/总债务为 -0.11 倍，经营净现金流利息保障倍数为 -1.19 倍。

表 5：2014~2016 年公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016
短期债务(亿元)	226.49	194.43	189.54
总债务(亿元)	428.57	595.04	786.79
EBITDA(亿元)	37.56	48.15	55.33
资产负债率(%)	83.47	82.70	79.91
净负债率(%)	193.54	164.22	142.18
总资本化率(%)	72.65	71.00	68.34
经营净现金流/总债务(X)	0.08	-0.16	-0.11
总债务/EBITDA(X)	11.41	12.36	14.22
EBITDA 利息倍数(X)	1.03	1.17	1.27

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

融资渠道方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2016 年末，其在中国银行、农

业银行、工商银行和北京银行等多家银行获得的授信额度合计为 670.88 亿元，其中已使用授信额度为 377.61 亿元，尚余授信额度为 293.27 亿元。同时，作为上市公司，首开股份亦拥有畅通的资本市场融资渠道。整体来看，公司备用流动性充足。

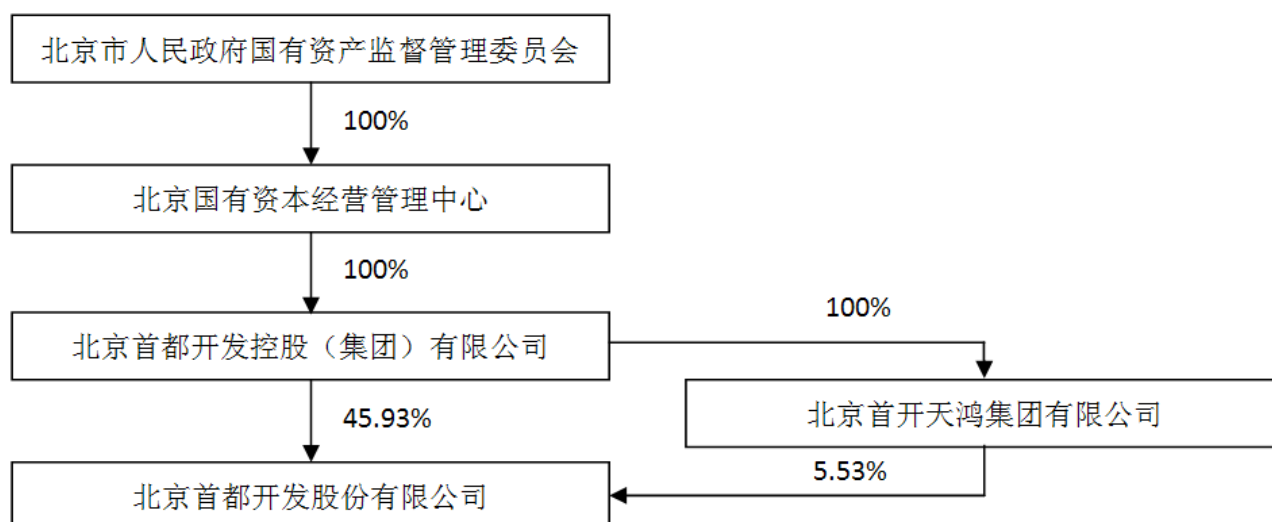
或有负债方面，截至 2016 年末，公司担保余额 145.73 亿元，占公司净资产的比重为 39.98%，其中对子公司担保余额为 134.84 亿元；对外担保余额 10.89 亿元，主要系对公司合营企业提供的担保。考虑到被担保对象主要为公司子公司和合营公司，或有负债风险相对可控。

总体而言，随着项目建设及土地储备支出的增加，公司债务规模保持较快增长，财务杠杆水平相对较高。但考虑到首开股份持续深耕北京多年，为北京市龙头房地产开发企业，盈利能力表现较好，且考虑到公司雄厚的股东背景及其对公司的大力支持，加之公司拥有相对充裕的备用流动性，公司偿债能力极强。

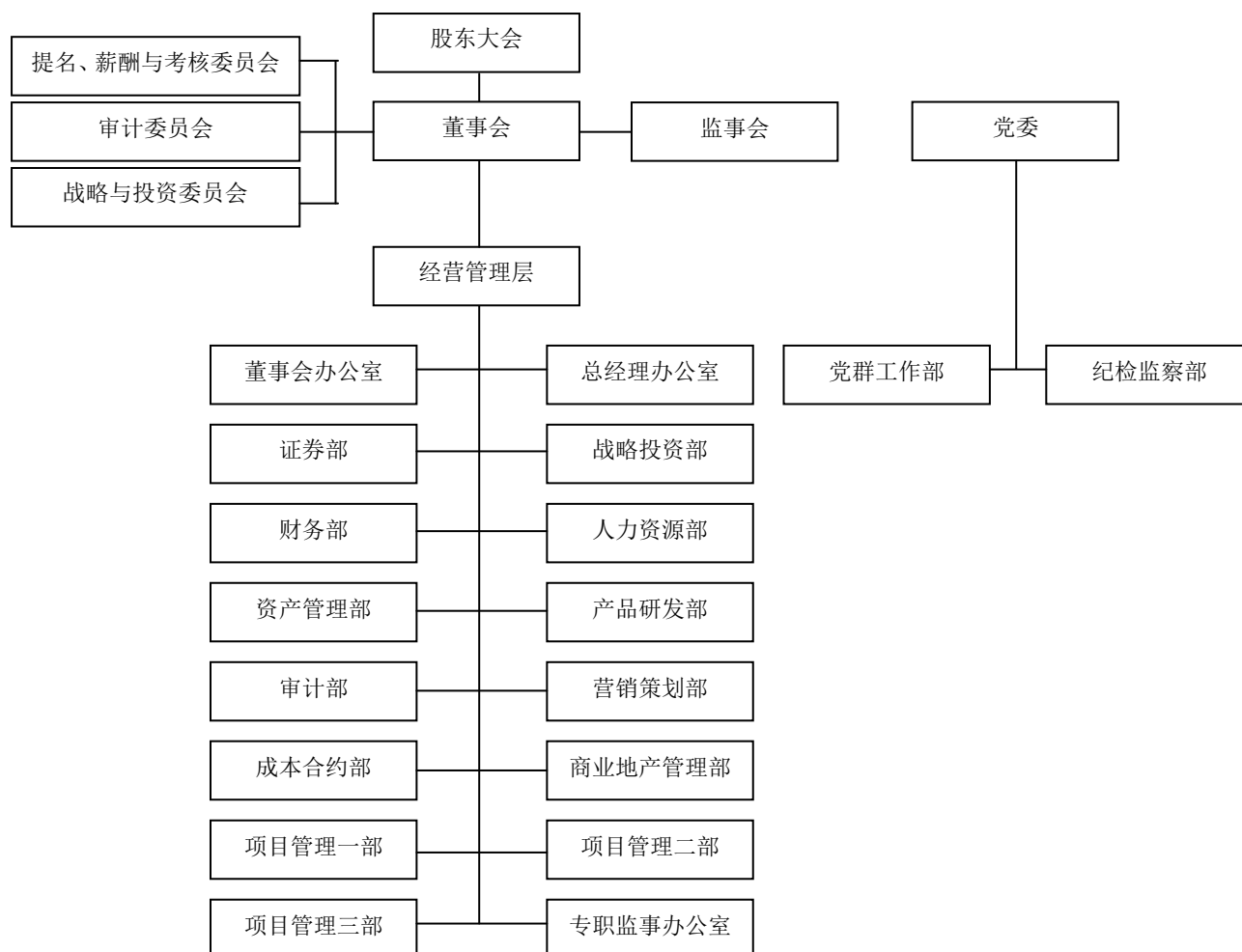
结 论

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**AAA**。

附一：北京首都开发股份有限公司股权结构图（截至2016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 2016 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）	2014	2015	2016
货币资金	1,163,706.48	1,958,843.48	2,685,739.13
应收账款净额	28,287.08	29,586.56	22,370.47
存货净额	6,807,773.25	9,567,362.44	11,449,684.99
流动资产	8,857,933.20	13,113,175.48	16,846,016.84
长期投资	395,405.27	453,384.39	736,990.14
固定资产合计	274,993.87	271,025.38	271,612.37
总资产	9,761,388.46	14,051,541.12	18,141,738.48
短期债务	2,264,880.00	1,944,270.35	1,895,380.00
长期债务	2,020,828.53	4,006,108.30	5,972,527.71
总债务（短期债务+长期债务）	4,285,708.53	5,950,378.65	7,867,907.71
总负债	8,148,278.96	11,621,012.64	14,496,966.56
所有者权益（含少数股东权益）	1,613,109.50	2,430,528.49	3,644,771.92
营业总收入	2,085,050.29	2,361,788.26	2,988,326.46
三费前利润	476,180.02	642,300.56	643,618.34
投资收益	8,957.26	13,469.56	70,434.23
净利润	198,165.79	255,425.66	257,903.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	375,583.80	481,543.13	553,292.52
经营活动产生现金净流量	329,020.42	-956,935.31	-850,982.74
投资活动产生现金净流量	-181,075.10	-24,658.02	-44,074.75
筹资活动产生现金净流量	-287,841.20	1,777,078.52	1,656,774.84
现金及现金等价物净增加额	-139,895.34	795,494.81	761,980.09
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	34.55	40.58	33.90
所有者权益收益率（%）	12.28	10.51	7.08
EBITDA/营业总收入（%）	18.01	20.39	18.52
速动比率（X）	0.33	0.47	0.63
经营活动净现金/总债务（X）	0.08	-0.16	-0.11
经营活动净现金/短期债务（X）	0.15	-0.49	-0.45
经营活动净现金/利息支出（X）	0.90	-2.32	-1.91
EBITDA 利息倍数（X）	1.03	1.17	1.27
总债务/EBITDA（X）	11.41	12.36	14.22
资产负债率（%）	83.47	82.70	79.91
净负债率（%）	193.54	164.22	142.18
总资本化比率（%）	72.65	71.00	68.34
长期资本化比率（%）	55.61	62.24	62.10

注：上述指标中所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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。