

跟踪评级公告

联合〔2020〕962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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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 AAA，评级展望为“稳定”

北京城建投资发展股份有限公司公开发行的“15 城建 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

北京城建投资发展股份有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 城建 01	58 亿元	AAA	AAA	2019 年 5 月 23 日

跟踪评级时间：2020 年 5 月 21 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	982.09	1,099.50	1,225.19
所有者权益（亿元）	221.73	259.63	279.76
长期债务（亿元）	407.69	431.21	498.39
全部债务（亿元）	477.00	525.92	576.16
营业收入（亿元）	140.43	133.81	164.32
净利润（亿元）	15.73	13.53	22.22
EBITDA（亿元）	21.56	20.65	35.50
经营性净现金流（亿元）	-139.36	-86.21	-7.59
营业利润率（%）	18.30	20.32	16.20
净资产收益率（%）	7.28	5.62	8.24
资产负债率（%）	77.42	76.39	77.17
全部债务资本化比率（%）	68.27	66.95	67.31
流动比率（倍）	2.58	2.49	2.50
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.00	0.80	1.19
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.37	0.36	0.61

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 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。3. 其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务

评级观点

北京城建投资发展股份有限公司（以下简称“公司”或“城建发展”）作为北京城建集团有限责任公司（以下简称“城建集团”）房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台，跟踪期内，在项目储备与获取、区域布局、开发规模、产业布局和融资渠道与成本等方面仍具备竞争优势。2019 年，公司持续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市和重点旅游城市，且土地一级开发及棚改项目有望为公司提供较多的土地补充，新开工及在建面积保持在较大规模；同时，公司拥有金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业调控政策趋于长期化；公司资本支出压力大、债务规模增长较快、土地一级开发及棚改项目资金占用明显以及非经常性损益虽然贡献大但波动性较强等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望保持稳定；同时公司持有优质金融类股权资产。此外，公司控股股东城建集团与北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”）已于 2019 年 11 月实施合并重组，未来城建集团或将住总集团地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 城建 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司土地储备区域分布仍然较好、拿地方式仍然多元化，且有较多的土地一级开发及棚改项目可能为公司提供一定土地补充。2019

年，公司通过联合竞买、合作开发等多种方式获取土地；待开发项目主要位于北京、重庆和成都等一二线城市和三亚、黄山等旅游城市，同时考虑公司在北京有较多土地一级开发及棚改项目，公司土地储备规模尚可，且楼面均价合理。

2. 公司融资渠道通畅，融资成本合理。公司依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、债权融资计划、中期票据等多种融资方式，且融资成本合理。

3. 公司持有优质金融类股权资产与自持物业。公司持有优质金融类股权资产与自持物业，可为公司贡献相对稳定的现金流，同时可变现能力强。

关注

1. 公司项目区域集中度高，仍然需关注个别项目的去化速度。公司作为立足北京区域发展的房地产开发企业，受局部市场变化影响大，需重点关注由此带来的对个别项目去化速度的影响。

2. 公司资本支出压力大，对筹资活动依赖程度仍然处于很高水平；同时土地一级开发及棚改项目周期长，流动性弱于一般住宅项目，仍然存在一定的资金占用。公司在建项目较多，资本支出压力大，经营性现金流持续净流出、债务规模不断扩大；同时土地一级开发及棚改业务周期较长、面临不确定因素较多，且资金占用情况明显。

3. 非经常性损益虽然贡献大但波动性较强。由于新金融工具准则的执行，2019年，公允价值变动收益和投资收益是公司营业利润重要来源，但存在较大波动性和不确定性。

分析师

支亚梅 登记编号（R0040216100002）

卢瑞 登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）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，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

支亚楠



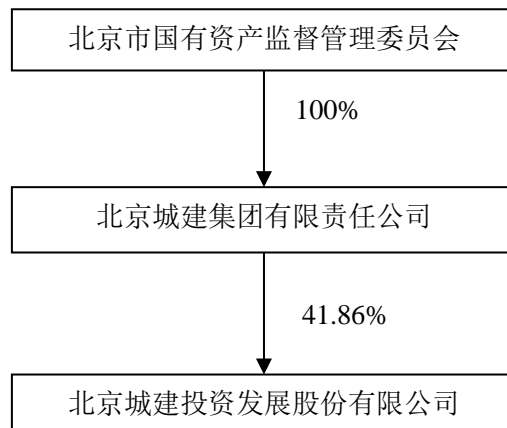
联合信用评级有限公司

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“城建发展”）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号文批复批准，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，股票简称为“北京城建”（2019年11月更为现名“城建发展”），股票代码为600266.SH。经历次增资转股及定向增发，截至2019年底，公司总股本为188,044.80万股，注册资本为188,044.80万元。

截至2019年底，公司控股股东为城建集团（在城建集团对公司拥有控制权期间，城建集团将公司作为旗下房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台，持续在房地产业务方面优先支持公司，协助其做大做强主营业务），持股比例为41.86%；公司实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”），具体情况如下图所示。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司坚持房地产开发主业，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2019年底，公司组织结构未发生较大调整，但个别部门名称略有改动，详见附件1；截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司44家，在职员工2,757人。

截至2019年底，公司合并资产总额1,225.19亿元，负债合计945.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计279.76亿元，其中归属于母公司所有者权益合计254.69亿元。2019年，公司实现营业收入164.32亿元，净利润（含少数股东损益）22.22亿元，其中归属于母公司的净利润20.88亿元；经营活动现金流量净额为-7.59亿元，现金及现金等价物净增加额4.29亿元。

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、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2015〕1204号文核准批复，公司于2015年7月20日发行公司债券，募集资金58亿元，本次债券期限为7年，在本次债券第5个计息年度，投资者享有回售选择权；发

行利率为 4.40%，公司有权在债券存续期的第 5 年末上调本次债券后 2 年的票面利率。本次公司债券已于 2015 年 10 月 14 日上市（证券简称：15 城建 01，上市代码：122402.SH）。

“15 城建 01”的募集资金用于偿还公司债务、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；截至 2019 年底，募集资金中 28.15 亿元已用于偿还债务，29.85 亿元（含利息）已用于补充公司流动资金，募集资金使用完毕。2019 年 7 月 20 日，公司已兑付上一计息年度的利息。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务，同时涉及部分土地一级开发业务。

1. 房地产开发行业

（1）行业概况

2019 年小阳春以来，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，叠加 2020 年突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓；土地市场趋于理性且内部出现结构性分化，融资边际性改善特征已出现但主基调仍然保持不变；销售呈现一定韧性、政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，行业集中度继续提升。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年 1—3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中，全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点。

土地供应方面，2019 年，全国 300 个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下滑，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑 2 个百分点。

资金来源方面，2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.6%。其中，国内贷款同比增长 5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品 2019 年上半年增幅较大，但自 2019 年 6 月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长 4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长 10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019 年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

市场供需方面，2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.10%，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为 159,725.12 亿元，同比增长 6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自 2019 年 8 月就结束了 2019 年以来的负增

长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

销售价格方面，2019年，百城住宅价格指数同比增长3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的0.40%小幅提升至0.71%、二线城市同比增速由7.08%下降至4.24%、三线城市同比增速由8.71%下降至4.60%。

竞争格局方面，2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%。据克而瑞统计，2019年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

(2) 行业政策

2019年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表1 2019年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2019年3月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
2019年4月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年9月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。
2019年11月	央行强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年12月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020年2月	央行2020年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳发展
2020年2月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调LPR
2020年3月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

(3) 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。

但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019 年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

(4) 行业发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，政策调控趋于长期化；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间，2020 年爆发的新冠疫情或将加速行业拐点的到来。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要；同时，2020 年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，或将加速行业拐点的到来。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头房地产开发企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产开发企业也会获得一定的生存空间。

2. 土地一级开发行业

(1) 行业概况

土地一级开发对资金需求量较大，受区域政策影响较为显著，资金渠道通畅且深耕区域的企业有一定优势。

土地一级开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性土地一级开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约土地一级开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期被占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给土地一级开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开发市场的激烈竞争，使得不少大型房地产企业转而进军土地一级开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

(2) 行业风险

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发商面临亏损风险。而《物权法》第四十二条进一步保障被征收人的合法权益，对土地补偿费、安置补助费等费用的详细规定，进一步加大了拆迁成本。

土地一级开发占用大量资金，房地产市场持续低迷将影响土地一级开发资金的回笼

土地一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，其资金回笼与土地出让进度密切相关。若未来房地产市场景气度有所下降，将导致地产企业拿地意愿下降，进而影响土地一级开发业务的资金回笼。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府拥有绝对的强势地位。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发相比，土地一级开发的政策不全面，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

四、公司管理

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员无重大变动，高管团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司业务以房地产开发为主，2019年结转项目规模及毛利率有所下滑；由于毛利率较低的土地一级开发业务收入当期实现收入以及当期结转项目毛利率下滑的共同影响，公司整体毛利率有所下降。

2019年，公司实现营业收入164.32亿元，较上年增长22.80%，主要系一级土地开发业务实现收入所致；实现净利润22.22亿元，同比增长64.31%，主要系公司执行了新金融工具准则，对交易性金融资产采用公允价值计量且其变动计入当期损益所致（2019年公司公允价值变动收益8.29亿元，上年同期仅为0.90亿元），其中归属于母公司的净利润为20.88亿元。

从业务构成情况来看，2019年，公司房地产开发（房屋销售）实现收入118.16亿元，同比减少7.65%，主要系房地产项目结转规模减少所致；房地产开发（土地一级开发）实现收入39.36亿元，主要系公司结转怀柔03街区项目所致；物业管理实现收入3.26亿元，较上年增长9.76%，主要系物业管理面积增加所致；租赁业务实现收入2.45亿元，较上年增长25.64%，主要系商业地产面积增加所致。

从毛利率看，2019年，公司房地产开发销售业务毛利率由2018年的33.18%下降至28.96%，主要系2018年世华龙樾项目和海云家园项目毛利率上升所致；2019年，公司物业管理毛利率仍然为负值，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，但预计未来随着合同陆续到期，新合同采用市场定价，公司物业管理毛利率有望上升；2019年，公司租赁收入毛利率为79.44%，较上年下降5.89个百分点，主要系部分物业装修工程支出增加使得成本上升所致。受房屋销售毛利率下滑以及毛利率较低的土地一级开发业务收入占比增加的共同影响所致，2019年，公司主营业务毛利率为23.97%，较上年降低了9.08个百分点，具体情况如下表所示。

表 2 2017—2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

类别	2017 年			2018 年			2019 年		
	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 (房屋销售)	116.38	82.97	29.29	127.95	96.30	33.18	118.16	72.39	28.96
房地产开发 (土地一级开发)	19.49	13.89	6.21	--	--	--	39.36	24.12	8.50
物业管理	2.69	1.92	-9.97	2.97	2.23	-6.74	3.26	2.00	-12.07
租赁收入	1.72	1.22	92.93	1.95	1.46	85.33	2.45	1.50	79.44
合计	140.27	100.00	26.11	132.86	100.00	33.05	163.23	100.00	23.97

资料来源: 公司年报

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备情况

2019 年公司通过多元化的拿地方式获取土地, 目前公司土地储备主要位于一二线城市和重点旅游城市, 区域位置较好; 同时考虑到公司在北京有较多土地一级开发及棚改项目, 有望为公司提供较多的土地补充, 公司土地储备规模尚可, 且楼面均价合理。

2019 年, 公司通过“一二级联动”获取保定双胜街地块; 通过招拍挂获得了怀柔 03 街区地块、顺义北小营地块和黄山谭家桥南部组团 2 宗用地; 通过与京城机电成立合作公司的方式推进 6 个地块整体开发; 并与青岛城阳签署了战略合作框架协议。截至 2019 年底, 公司持有的处于前期阶段待开发土地储备总占地面积为 64.71 万平方米, 总建筑面积为 118.52 万平方米, 主要位于北京、天津等一二线城市和三亚、黄山等旅游城市; 考虑到公司在北京有较多棚改和一级开发项目, 后续能够为公司提供较多的土地补充, 公司土地储备规模尚可, 同时相较于当地房价, 公司土地储备楼面均价合理。截至 2019 年底, 公司处于前期阶段待开发土地储备情况如下表所示。

表 3 截至 2019 年底公司处于前期阶段待开发土地储备情况 (单位: 万平方米、%、元/平方米)

序号	待开发土地项目 (区域)	总占地面积	总建筑面积	权益占比	楼面均价
1	府前龙樾 (北京怀柔)	8.16	25.47	90	21,842.04
2	黄山商服项目 (安徽黄山)	22.01	17.34	100	2,567.98
3	黄山住宅项目 (安徽黄山)	5.06	6.07	100	1,624.96
4	北京国际社区 (北京顺义)	14.66	44.32	51	14,909.33
5	天津南湖广场 (天津武清)	1.46	4.05	50	1,251.09
6	海南海坡项目 (海南三亚)	4.08	7.35	60	2,929.68
7	海南 C05 地块 (海南三亚)	9.27	13.91	100	5,583.04
合计		64.71	118.52	--	--

资料来源: 公司提供

(2) 项目建设开发情况

公司处于在建阶段的二级市场项目面积规模较大, 且基本位于经济较为发达的一二线城市, 可支持公司未来几年的开发建设; 同时考虑到房屋预售可以带来部分资金回流以及公司较强的融资能力, 实际资本支出压力有所缓解。

从开发业态上来看, 公司开发类型涵盖住宅、公寓、别墅、商业、酒店、写字楼等多种业态。2019 年, 公司新开工项目主要包括台湖项目、未来金茂府项目、宽院国誉府项目、南湖璟院项目等, 新开工面积有较大规模的上升, 为 300.42 万平方米; 2019 年, 受公司建设进度的影响, 公司竣工面积为 100.13 万平方米, 主要包括北京世华龙樾、成都龙樾湾和顺义仁和项目等, 较上年有所下滑。

受上述因素影响，截至 2019 年底，公司开复工面积为 665.87 万平方米，具体情况如下表所示。

表4 2017—2019年公司主要开发数据情况

项目	2017年	2018年	2019年
新开工面积（万平方米）	138.03	221.45	300.42
竣工面积（万平方米）	120.32	167.99	100.13
期末在建项目数（个）	23	28	18
开复工面积（万平方米）	416.95	533.01	665.87

注：1. 由于项目规划建筑面积的动态调整，数据可能存在一定误差，不满足开复工面积=上年开复工面积+新开工面积-竣工面积公式。2. 以上提供的开竣工及开复工数据包含棚改但不包含土地一级开发项目。3. 2018年数据较以往有追溯调整主要系统口径有所调整所致。4. 2019年期末在建项目数量不含棚改及土地一级开发项目
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建的二级开发项目共 18 个，规划计容建筑面积为 408.49 万平方米，主要分布在北京、天津、青岛、南京、重庆和成都等经济较为发达的一二线城市，区域位置较好。从投资额上看，截至 2019 年底，公司在建项目总投资合计 687.73 亿元，已完成投资 508.24 亿元，尚需投资 179.49 亿元，预计 2020 年重点推进台湖项目、未来金茂府项目、顺义仁和项目和青岛樾府项目等，具体情况如下表所示。

表5 截至 2019 年底公司在建项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目	地区	经营业态	占地面积	规划计容建筑面积	总投资额	已投资额	2020年计划投资	2021年计划投资
台湖项目	北京通州	商办	9.68	17.65	42.22	20.56	11.90	9.77
青岛樾府	山东青岛	住宅	20.95	41.90	35.11	8.70	6.31	4.96
青岛樾郡	山东青岛	住宅	2.40	3.24	2.89	1.74	0.92	0.00
天津珑玺禾院	天津武清	住宅	2.53	3.79	6.54	4.45	0.63	0.95
天津南湖璟院	天津武清	住宅	5.85	8.78	11.51	6.39	0.98	1.78
重庆龙樾湾	重庆九龙坡	住宅	26.79	32.67	26.68	25.43	0.52	0.00
龙樾生态城	重庆两江新区	住宅	22.43	55.36	68.25	39.53	5.22	8.41
顺义国誉府	北京顺义	住宅	6.99	10.42	39.35	30.16	1.60	3.35
西华龙樾	江苏南京	住宅	6.49	9.09	29.18	27.32	1.61	0.25
管庄项目	北京朝阳	住宅	6.04	10.26	47.06	40.37	3.46	2.53
未来金茂府	北京昌平	住宅	9.71	19.42	73.04	48.64	7.91	8.66
成都龙樾湾	成都双流	住宅	20.13	59.70	41.45	38.09	1.50	1.20
成都龙樾熙城	成都金牛	住宅	10.87	40.77	36.39	25.04	5.00	5.31
海云家园	海南三亚	住宅	24.05	23.40	41.55	27.33	5.09	3.60
宽院国誉府	北京大兴	住宅	5.46	5.74	15.39	11.49	3.90	0.00
动感花园	北京朝阳	住宅	10.47	13.04	16.69	16.02	0.00	0.00
顺义仁和项目	北京顺义	住宅	25.78	41.32	91.25	78.29	6.72	1.61
奥体项目	北京朝阳	商业	1.83	11.94	63.15	58.72	4.44	0.00
合计			218.45	408.49	687.73	508.24	67.72	52.37

注：不含棚改、土地一级开发及竣工项目
资料来源：公司提供

（3）房产销售情况

公司项目签约销售面积、均价及金额有所提升；待售项目区域位置良好，未来销售前景尚可，但需要关注北京密码等个别项目的未来销售去化情况。同时考虑到 2017 年以来一线城市相关政策有

所收紧，由此带来的经营风险仍需关注。

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，包括成都、重庆、天津、青岛等地。从销售情况看，2019年，公司签约销售面积为85.68万平方米，签约销售金额为202.53亿元，均较上年有所增长，主要系来自于北京未来科学城、动感花园及龙樾生态城等项目超额完成年度目标所致。从房产销售均价上看，2019年公司销售均价呈现明显上涨主要系当年销售额中保障性住房占比不大以及当年销售项目中世华龙樾、未来金茂府、国誉府等销售价格均在4万元/平方米以上从而拉升整体价格的共同影响所致，具体情况如下表所示。

表6 2017—2019年公司房地产销售情况

项目	2017年	2018年	2019年
签约销售面积（万平方米）	91.31	75.61	85.68
签约销售金额（亿元）	180.93	151.67	202.53
销售均价（元/平方米）	19,828.06	20,059.52	23,636.80
销售回款率（%）	100.00	100.00	89.00
结转收入面积（万平方米）	73.55	59.08	64.11

注：1. 销售回款率=当年回款/当年签约额，回款额超过签约额的都按100%填写。2. 2018年数据较以往有追溯调整主要系统计口径有所调整所致

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在售项目业态包括住宅、别墅、高层等，可供出售面积610.54万平方米，已预售面积525.28万平方米，待售面积85.26万平方米，去化率较高；同时，考虑到项目储备以及拟售项目体量，公司可供出售面积尚可。公司在售项目主要位于北京、青岛和重庆等地区，未来销售前景较好，但需关注北京密码（2017年北京限商政策出台以后去化情况明显放缓）等个别项目的未来去化情况；此外，公司部分位于三四线旅游城市（如黄山等）的项目尚未入市，未来需关注该类项目未来销售去化风险。截至2019年底，公司在售项目基本情况如下表所示。

表7 截至2019年底公司在售项目基本情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	地区	经营业态	可供出售面积	已预售面积	销售单价
世华龙樾	北京	住宅、车位、储藏间	19.31	13.60	住宅 C7:80,000；车位 C7 及 C8:40 万/个；储藏间 C7:7,300
海梓府	北京	住宅、车位	16.87	15.66	洋房：55,000；别墅：40,000；车位洋房：23 万/个；车位别墅：33 万/个
北京密码	北京	公寓	32.51	19.78	公寓：25,000
怀柔胜悦居	北京	回迁房	8.70	8.67	回迁房：5,400
延庆康庄	北京	拆迁安置房	28.32	26.84	拆迁安置房：4,000
龙樾湾	青岛	住宅、车位	10.84	10.41	住宅：22,000；车位：15 万/个
樾府	青岛	住宅、商业	9.06	7.72	住宅：13,000；商业：21,000
樾郡	青岛	住宅车位	3.16	1.42	住宅：10,000；车位：9 万/个
首城国际	北京	住宅、车位、储藏间	37.10	37.09	住宅：31,000
汇景湾	北京	住宅、车位	36.79	29.65	别墅：24,000；车位：10 万/个
珑玺	北京	住宅、车位、储藏间	3.42	1.40	高层：84,000；别墅：100,000；车位：48 万/个；储藏间：19,000
东郡汇	北京	限价房、车位	0.78	0.78	限价房：9,900；车位：20 万/个
南湖壹号	天津	住宅	28.59	28.49	洋房：12,000；别墅：9,000
桃园香谷	北京	共有产权房	4.78	4.74	共有产权房：15,000

上河湾	北京	住宅、车位	23.88	23.85	高层：25,000；车位：15万/个
上悦居	北京	自住房、公租房	12.75	12.68	--
龙樾西山	北京	住宅、车位	4.42	1.76	住宅：49,000；车位：20万/个
世华泊郡	北京	住宅、车位、商业	17.75	17.32	车位：30万/个
畅悦居	北京	自住房、限价房、商业	10.71	10.70	商业：21,000
龙樾华府	北京	住宅、车位	4.00	3.91	住宅：57,000；车位：20万/个
未来金茂府	北京	限价商品房、储藏间	14.17	7.14	限价商品房：57,000；储藏间：18,000
悦公馆	北京	限价商品房	3.26	0.18	限价商品房：51,000
西华龙樾	南京	住宅	1.92	0.24	住宅：32,000
畅悦园	北京	共有产权房	7.33	5.75	共有：29,000
城建万科城	北京	住宅、仓储、政策房	21.89	21.45	--
国誉府（房山）	北京	住宅、车位、两限房、商业	17.76	16.85	住宅：45,000；车位：25万/个
国誉府（顺义）	北京	住宅	2.88	0.97	住宅：38,000
徜徉集	北京	住宅、商业、仓储、车位	7.66	4.57	仓储：2,300；车位：17万/个
宽院国誉府	北京	住宅、仓储	7.73	0.27	住宅：28,000；仓储：17,000
朝悦居	北京	棚改定向安置房	9.49	8.22	安置房：25,000
仁悦居	北京	限价房、回迁房、车位	23.71	21.42	限价房：13,000；回迁房：2,500；车位：20万/个
北京合院	北京	住宅、库房、车位、商业	8.82	5.91	高层：48,000；别墅：42,000；库房：13,000；车位：12万/个；商业：46,000
龙樾湾	成都	住宅、车位、办公商业	61.54	59.33	高层：8,000；别墅：14,000；办公商业：9,000
龙樾熙城	成都	住宅、车位、底商	18.96	18.49	住宅：12,000；车位：13万/个；底商：36,000
龙樾湾	重庆	住宅、商业、车位	15.24	15.03	别墅：12,000；车位：11万/个
熙城	重庆	住宅、公寓、商业、车位	30.77	26.39	车位：9万/个
云熙台	重庆	住宅	14.62	13.08	别墅：13,000；洋房：10,000
龙樾生态城	重庆	住宅	15.97	12.62	别墅：18,000；高层：12,000；洋房：14,000
海云家园	海南	住宅	6.73	6.66	别墅：75,000
海云府	海南	住宅	6.37	4.26	高层：30,000
合计	--	--	610.54	525.28	--

注：部分尾数差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供

3. 土地一级开发及棚改业务

公司在手土地一级开发及棚改项目规模大，虽然其开发的不确定因素较多且未来尚需投入大规模资金，资金占用情况明显，给公司带来一定的资金压力且利润空间较低。但公司土地一级开发及棚改业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平，同时棚改项目受国家政策支持，风险较低，能够为公司提供稳定收益。此外，需要关注未来政策可能出现的调整对公司经营的影响。

由于土地一级开发建设周期较长，2018年，公司未确认该业务收入；2019年，公司结转怀柔03街区项目。截至2019年底，公司土地一级开发及棚改项目占地面积913.35万平方米，规划计容建筑面积857.36万平方米，规模较大，主要位于北京地区。截至2019年底，公司在手土地一级开

发及棚改项目包括 12 个，具体情况如下表所示，主要为东城望坛棚改项目、顺义仁和镇临河区棚改项目、怀柔大小中富乐棚改项目等，总投资预计约为 1,044.47 亿元；公司已投入资金 373.73 亿元，尚需投资 670.74 亿元，未来随着项目推进，公司存在较大的融资需求。公司土地一级开发及棚改业务主要采用银团融资，融资成本低于同期利率水平。

表 8 截至 2019 年底公司在手土地一级开发及棚改项目基本情况（单位：万平方米、亿元、%）

土地一级开发及棚改项目	占地面积	规划计容建筑面积	权益占比	总投资	已投资金额
平各庄一级开发项目	40.95	41.32	100	23.73	20.00
走马庄一级开发项目	32.58	15.84	100	3.18	0.82
平各庄村 B 地块一级开发项目	36.15	28.31	100	18.40	12.00
马池口一级开发项目	113.32	87.24	70	47.81	32.53
怀柔大、小中富乐棚改项目	122.22	126.84	65	138.88	0.04
延庆康庄一二三街棚改项目	52.28	51.36	100	46.33	4.60
延庆新农农村建设棚改项目	10.57	18.93	100	12.44	10.85
保定市棚改	4.61	16.39	65	21.47	0.82
望坛棚改	46.40	130.92	100	360.17	199.50
临河村棚改	202.12	231.92	100	239.00	92.00
张仪村棚改	7.42	16.01	100	38.45	0.46
海子角棚改	244.73	92.28	100	94.60	0.11
合计	913.35	857.36	--	1,044.47	373.73

注：土地一级开发项目仅为土地平整，棚改项目则在土地一级开发的基础上需要进行保障房等建设
资料来源：公司提供

随着政策的调整和变动，未来公司土地一级开发及棚改业务可能会转变为政府通过政府债的形式进行投资，开发企业收取适当管理费的模式进行运营，目前尚未有定论。如模式有所调整，未来公司土地一级开发及棚改业务的利润率将有所波动，且部分项目一二级联动优势或将受到影响，但资金占用问题将会得到明显缓解。

4. 其他业务

（1）股权投资业务

公司拥有部分优质股权和金融资产投资标的，能够对公司现金流形成一定补充。

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和金融资产投资。2019 年，公司继续对中科曙光的股票进行减持收回资金 0.74 亿元，同期公司间接持有的南微医学完成科创板 IPO 发行并已于 2019 年 7 月 22 日挂牌。2019 年，公司实现投资收益 11.80 亿元，收到现金分红 0.98 亿元，已成为公司收益和现金流的有效补充；其中，国信证券股份有限公司、锦州银行股份有限公司（以下简称“锦州银行”）、华能资本服务有限公司（以下简称“华能资本”）、深圳市中科招商创业投资有限公司、北京科技园建设（集团）股份有限公司等股权投资是公司收益和现金分红的主要来源，但需要关注锦州银行目前的经营情况。截至 2019 年底，公司长期股权投资余额 25.77 亿元，交易性金融资产 44.20 亿元，其他非流动金融资产合计 14.50 亿元。

（2）商业地产经营业务

公司持有优质经营性物业，对公司现金流及利润形成一定补充。

公司经营性物业招商工作稳步推进，租金收益稳定增加。2019 年，公司城奥大厦按照市政府要求已实现冬奥组委按期进驻办公，青岛漫悦里商业街启动招商，北苑秋实街 1 号楼收回自营已启动。

截至 2019 年底，公司持有的商业地产经营面积 42.58 万平方米（其中小区配套商业占 61.43%，写字楼占 25.99%，公租房占 7.03%）；公司商业地产主要分布于北京市，包括北苑家园、富海中心、（汇景湾）金河街 108 院、（筑华年）双营路 2 号院泰和国际大厦（骡马市大街 8 号楼）、世华水岸、红木林、金码大厦、城奥大厦和首城国际等，属于商业中心地区，且出租率较高。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；未来随着过往合同陆续到期更新，采取市场定价，将为公司利润形成有力支撑。

（3）物业管理业务

随着物业管理面积增加以及业态的丰富，公司物业管理收入有所增长，但持续处于亏损状态。

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（国家一级物业管理企业资质）、北京城承物业管理有限责任公司（国家二级物业管理企业资质）经营。截至 2019 年底，公司接管 608.27 万平方米物业，较上年增长 4.93%，涵盖商业、办公、酒店等多种业态，但持续处于亏损状态。

5. 重大事项

控股股东与北京住总集团有限责任公司（以下简称“住总集团”）实施合并重组，未来控股股东或将住总集团地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题。

2019 年 11 月 13 日，公司收到控股股东城建集团转来的《北京市人民政府国有资产监督管理委员会关于北京城建集团有限责任公司与北京住总集团有限责任公司合并重组的通知》（京国资〔2019〕139 号），经北京市国资委研究，并报北京市委、市政府批准，北京市国资委决定对城建集团与住总集团实施合并重组，将住总集团的国有资产无偿划转给城建集团，并由城建集团对其行使出资人职责。

由于城建集团和公司签署了有关同业竞争的协议和承诺，同时住总集团以土地一级开发和房地产开发（商品房及保障房）为主业，因此为解决同业竞争问题，未来控股股东或将托管或资产注入等形式来保证公司作为城建集团旗下房地产类业务和资产整合的唯一上市平台和资本运作平台的地位。

6. 经营关注

公司房地产业务集中于北京地区，有一定区域集中度较高风险

公司房地产业务中北京地区项目占比较大，不利于分散风险，区域风险抵抗能力一般，局部房地产市场对公司影响较大；需关注个别项目的去化情况。

公司资本支出压力大，对筹资活动依赖程度高；土地一级开发及棚改项目周期长，存在一定的资金占用

公司发展速度快，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，对外部融资活动的依赖程度高。同时，公司有较多的土地一级开发项目和棚改项目，也需大规模投资，资金占用明显，融资压力大。

未来棚改政策可能出现的调整

随着政策的调整和变动，未来公司土地一级开发及棚改业务可能会转变为政府通过政府债的形式进行投资，开发企业收取适当管理费的模式进行运营，目前尚未有定论。如模式有所调整，未来公司土地一级开发及棚改业务的利润率将有所波动，且部分项目一二级联动优势或将受到影响。

7. 未来发展

公司未来发展规划仍以地产为核心，在现有业务架构基础上形成三大板块协同发展的局面，强化资金运作理念，贴近公司实际业务，可行性较大；未来城建集团或将住总集团地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题，整体规模有望进一步扩大。

公司将以转型升级为重点，持续推进房地产开发、对外股权投资、商业地产经营三大板块协调、均衡发展。具体来看，公司将坚持稳规模、稳效益，巩固地产板块的核心业务优势，牢牢把握“去库存、快周转”的工作思路，强化资金运作理念，立足北京和已进入的一二线城市，重点研判环渤海、长三角、粤港澳、中西部城市群及区域核心城市的土地供应，加强优质土地储备；黄山、云蒙山文旅项目要以资本运作寻求资源突破，植入 IP 业态和内容，实践文旅地产商业模式的落地，通过产城融合、产业融合，形成可持续发展运营模式；以高质量发展为目标，加快推进棚户区改造项目建设；股权投资方面把握时机实现效益最大化的变现，同时积极寻找新的投资机会；商业资产方面，加大高效资产持有、低效资产盘活或退出，发挥资本的最大价值。

此外，公司控股股东城建集团与住总集团已于 2019 年 11 月实施合并重组，未来城建集团或将住总集团地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题。

六、财务分析

公司提供的 2019 年度合并财务报表经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述会计师事务所出具了标准无保留审计意见。2019 年，公司新纳入合并范围的经营实体 4 家，不再纳入合并范围的经营实体 2 家，考虑到被合并企业规模不大，上述合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大。从会计政策来看，2019 年，公司根据财政部新金融工具准则的相关规定对持有的金融资产进行核算调整，将原列示在“可供出售金融资产”科目的股权投资分别调整至“其他权益工具投资”“交易性金融资产”和“其他非流动金融资产”；同时，根据财政部新金融工具准则对持有的金融资产核算方式进行调整，对交易性金融资产采用公允价值计量且其变动计入当期损益，并按照新金融工具准则的衔接规定，将当期交易性金融资产股价上涨引起变动计入公允价值变动损益。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,225.19 亿元，负债合计 945.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 279.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 254.69 亿元。2019 年，公司实现营业收入 164.32 亿元，净利润（含少数股东损益）22.22 亿元，其中归属于母公司的净利润 20.88 亿元；经营活动现金流量净额为-7.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.29 亿元。

1. 资产质量

公司整体资产规模较大，受限比例一般，质量较好。公司货币资金充足，以房地产开发项目为主的存货占比较大，但需要关注部分项目的去化速度；用于出租的自持物业有所增加，带动投资性房地产大幅增长；公司持有的金融类资产较为优质，但股价变化对公司金融资产价值有较大影响。

截至 2019 年底，公司资产总额 1,225.19 亿元，较上年底增长 11.43%；从资产构成看，流动资产占比 86.94%，非流动资产占比 13.06%，以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产总额为 1,065.16 亿元，较上年底增长 9.21%；主要由货币资金（占 9.04%）、预付款项（占 5.10%）和存货（占 78.30%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 96.31 亿元，较上年底增长 4.84%，基本保持稳定；公司货币资

金主要为银行存款（占 86.19%），其中使用受限金额为 1.39 亿元，占比为 1.44%，主要为按揭保证金与履约保证金。截至 2019 年底，公司预付款项 54.38 亿元，较上年底下降 45.90%；主要由向北京首创华业房地产开发有限公司购置的尚未交付安置房（28.37 亿元，占预付账款总额的 51.27%，账龄为 1—2 年和 2—3 年）和向北京东城区人民政府房屋征收办公室支付的未结算的拆迁补偿款（14.47 亿元，占预付账款总额的 26.60%，账龄为 2—3 年）构成。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 834.01 亿元，较上年底增长 11.43%，主要系望坛、顺义北小营、城茂未来、怀柔新城 03 街区、龙樾生态城等项目持续投入所致；开发成本中规模较大的项目主要有望坛项目（125.58 亿元）、临河棚改项目（89.72 亿元）、仁和镇平各庄项目（50.09 亿元）、城茂未来项目（48.13 亿元）、顺义北小营项目（44.99 亿元）和管庄项目（42.17 亿元），开发产品中金额较大的项目主要有世华龙樾项目（23.23 亿元）、北京密码项目（20.10 亿元）和瀛海项目（15.90 亿元）等；公司对存货已计提跌价准备 1.59 亿元，主要系对龙樾湾（重庆）项目和重庆熙城项目等计提的跌价准备，主要由于市场价格下跌所致。公司存货规模较大，其变现能力将受到房地产行业景气度及区域房地产政策影响，需要关注部分项目的去化速度；同时，公司存货中棚改及土地一级开发项目体量较大，其存货流动性弱于一般地产开发类企业。由于公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，经调整后公司 2019 年初交易性金融资产为 30.60 亿元，截至 2019 年底，公司交易性金融资产金额为 44.20 亿元，较年初增长 44.46%，主要系公司持有的国信证券股份有限公司股价上升使得公允价值变动所致。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产总额为 160.03 亿元，较上年底增长 28.89%；主要由长期股权投资（占 16.10%）、投资性房地产（占 56.75%）、递延所得税资产（占 13.22%）和其他非流动金融资产（占 9.06%）构成。

由于公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，经调整后公司 2019 年年初长期股权投资为 15.54 亿元、其他非流动金融资产为 20.42 亿元，截至 2019 年底，公司长期股权投资较上年底（或年初）大幅增长，主要系联营企业深圳市中科招商创业投资有限公司当年权益法下确认投资损益 10.13 亿元所致，被投资企业主要包括深圳市中科招商创业投资有限公司（占 59.36%）和北京科技园建设（集团）股份有限公司（占 32.56%）等，主要为科技创新类公司，经营状况良好；截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产为 14.50 亿元，较年初有所减少主要系公司持有的锦州银行股价下跌所致；主要包括对华能资本（期末余额 10.50 亿元）、锦州银行（期末余额 2.83 亿元）等公司的股权投资。公司投资性房地产采用公允价值计量模式，多为公司自持商业物业，较为分散；截至 2019 年底，公司投资性房地产账面余额为 90.82 亿元，较上年底增长 151.38%，主要系 2019 年公司城奥大厦由存货转为投资性房地产所致，其中，城奥大厦、海南红塘湾 E01 商业以及海兴大厦西配楼 6~7 层整层、8 层部分及配套车位产权证书尚在办理中。截至 2019 年底，公司递延所得税资产为 21.15 亿元，较年初增长 26.30%。

截至 2019 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 88.07 亿元，占资产总额的 7.19%，受限比例一般，包括存货、投资性房地产和货币资金，受限原因主要为借款抵押、按揭保证金和履约保证金。此外，截至报告出具日，公司控股股东未对持有的公司股权进行质押。

2. 负债及所有者权益

（1）负债

受项目持续投入的影响，公司负债及债务规模持续扩大，总体债务负担较重；但公司全部债务以长期债务为主，集中偿付压力尚可且整体融资成本相对合理。

截至2019年底，公司负债合计945.43亿元，较上年底增长12.57%；从负债构成来看，流动负债和非流动负债分别占45.04%和54.96%。

截至2019年底，公司流动负债合计425.81亿元，较上年底增长8.78%，主要系其他应付款和其他流动负债增加所致；主要由预收款项（占38.08%）、应付账款（占20.32%）、其他应付款（占21.50%）和一年内到期的非流动负债（占14.61%）构成。

截至2019年底，公司预收款项合计162.13亿元，较上年底增长17.70%；预收款项待交房后将结转为收入，因此公司不存在实际偿付压力。截至2019年底，公司应付账款合计86.52亿元，较上年底增长2.94%，基本保持稳定。截至2019年底，公司其他应付款为91.57亿元，较上年底增长37.52%，主要系往来款增加所致；其中金额较大的主要为和北京城市副中心投资建设集团有限公司（11.62亿元）、北京世纪地和控股有限公司（11.39亿元）和北京首都开发股份有限公司（8.44亿元）的往来款。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为62.19亿元，较上年底下降34.32%，主要包括1年内到期的保证借款26.81亿元以及1年内到期的其他非流动负债（即公司或子公司发行的债权融资计划一年内到期部分）29.85亿元。

截至2019年底，公司非流动负债合计519.62亿元，较上年底增长15.88%，主要由长期借款（占59.40%）、应付债券（占11.10%）和其他非流动负债（占25.42%）构成。

截至2019年底，公司长期借款金额合计308.63亿元，同比增长4.50%，其中，抵押借款40.16亿元、保证借款117.24亿元、信用借款151.24亿元。截至2019年底，公司应付债券为57.69亿元，主要为公司于2015年7月20日发行的7(5+2)年期公司债券58.00亿元，债券简称为“15城建01”，债券代码为“122402.SH”，票面利率为4.40%；将于本年面临回售，拟采用借新还旧的方式进行偿还。截至2019年底，公司其他非流动负债132.06亿元，较上年底增长68.68%，主要系新增债权融资计划所致。截至2019年底，公司长期债权融资余额为99.14亿元，主要包括与华夏银行签订的“债权融资计划承销协议”（融资余额30.00亿元，2021年12月17日到期）、与广发银行签订的“债权融资计划承销协议”（融资余额17.00亿元，2022年3月20日到期）、子公司兴华地产同泰康资产管理有限责任公司签订的债券融资计划投资合同（融资余额20.00亿元，2024年5月30日到期）以及子公司北京城建兴顺房地产开发有限公司与泰康资产管理有限责任公司签订的《泰康-北京城建顺义棚户区改造项目债权投资计划投资合同》（融资余额20.00亿元，2023年11月20日到期）；一年以上的往来借款11.62亿元；作为北京城建三期开发建设合伙企业（有限合伙）的次级有限合伙人融资21.30亿元。公司其他非流动负债全部为有息债务，报告分析中全部计入长期债务及相关指标计算。

截至2019年底，公司全部债务为576.16亿元，较年初增长9.55%，主要系公司加大二级项目开发投入所致；同时，公司整体平均融资成本为5.26%，处于较低水平；其中短期债务和长期债务分别占比13.50%和86.50%，以长期债务为主，偿还期限分布相对均衡。截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.17%、67.31%和64.05%，较年初分别增长0.78个百分点、0.37个百分点和1.63个百分点。整体看，公司债务规模较大，但债务结构较好。

表9 截至2019年底公司全部债务到期分布情况（单位：亿元、%）

期限	金额	占比
1年以内	135.47	23.51
1—2年	103.89	18.03
2—3年	26.94	4.67

3 年以上	309.87	53.78
合计	576.16	100.00

注：上表应付债券到期日期以回售日计算
资料来源：公司提供

2017 年 12 月 21 日，公司在银行间市场发行 2017 年度第一期长期限含权中期票据，即 17 京城投 MTN001 永续债（10 亿元，票面利率 6.43%）；2018 年 5 月 8 日，公司发行永续中票，即 18 京城投 MTN001（15 亿元，票面利率 6.27%）；2018 年 11 月 21 日，公司发行永续中票，即 18 京城投 MTN002A（8 亿元，票面利率 5.16%）和 18 京城投 MTN002B（7 亿元，票面利率 5.89%），均计入所有者权益。考虑到公司未来赎回永续债的可能性，若将永续债计入应付债券，2019 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.41%、71.96%和 69.16%，分别较上年提高 0.40 个百分点、降低 0.05 个百分点和提高 0.98 个百分点。

（2）所有者权益

受利润留存带动，公司权益规模有所增长，但权益结构中未分配利润和其他权益工具占比大，公司权益结构稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 279.76 亿元，较上年底增长 7.75%；其中，归属于母公司所有者权益 254.69 亿元，占比为 91.04%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 7.38%、资本公积占 13.68%、盈余公积占 5.98%、其他综合收益占 3.89%、未分配利润占 53.44%、其他权益工具（永续债）占 15.62%；公司所有者权益中其他权益工具与未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

受土地一级开发业务影响公司营业收入有所增长，此外公允价值变动收益和投资收益对营业利润贡献大但存在较大波动，公司整体盈利能力一般。

2019 年，公司实现营业收入 164.32 亿元，较上年增长 22.80%，主要系一级土地开发业务实现收入所致；实现净利润 22.22 亿元，同比增长 64.31%，主要系公司执行了新金融工具准则，对交易性金融资产采用公允价值计量且其变动计入当期损益所致（2019 年公司公允价值变动收益 8.29 亿元，上年同期仅为 0.90 亿元），其中归属于母公司的净利润为 20.88 亿元。

期间费用方面，2019 年公司期间费用总额为 18.21 亿元，较上年增长 60.14%，主要系财务费用增加所致。其中，销售费用为 4.94 亿元（占比 27.12%），较上年增长 17.84%，主要系随着签约销售规模的扩大公司销售服务费有所增加所致；管理费用为 5.80 亿元（占比 27.12%），较上年增长 8.84%，主要系人工成本增加所致；财务费用为 7.47 亿元（占比 41.01%），较上年大幅增长 303.97%，主要系融资规模扩大带动费用化利息增加所致。

利润构成方面，2019 年，公司实现投资收益 11.80 亿元（上年同期为 1.40 亿元），大幅增长主要系联营企业深圳市中科招商创业投资有限公司权益法下确认的投资收益大幅增加所致；投资收益占营业利润的 43.30%（上年同期为 7.73%）。2019 年，公司公允价值变动收益为 8.29 亿元（上年同期为 0.90 亿元），大幅增长主要系公司自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，对交易性金融资产采用公允价值计量且其变动计入当期损益（2019 年公司交易性金融资产股价变动实现的公允价值变动收益为 8.94 亿元）；占营业利润的 30.43%（上年同期为 4.97%）。

从各项盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 16.20%，较上年有所下滑，主要系 2018 年毛利率较低的一级开发业务当年未产生收入确认以及房地产结转项目毛利率较高的共同影响所致；总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.64%、3.00%和 8.24%，均呈现上涨态势，主要

系 2019 年公司非经常性损益大幅增加所致。

4. 现金流

公司保持较大规模的土地一级开发整理工作，使得经营活动现金流持续为净流出状态，但随着项目现金回流增加以及项目投入逐步减少，净流出规模有所收缩；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，筹资活动现金持续呈现净流入状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 242.06 亿元，同比增长 34.12%，主要系签约销售规模增长所致；经营活动现金流出为 249.65 亿元，同比减少 6.39%，主要系项目投入减少所致。综上，2019 年，公司经营活动现金流量净额为-7.59 亿元，仍然呈现净流出态势，但净流出规模有所减少。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入为 3.31 亿元，同比减少 32.81%，主要系 2018 年子公司收回理财产品以及公司将持有曙光信息产业股份有限公司股权部分变现所致；投资活动现金流出为 1.57 亿元，同比减少 64.92%，主要系投资力度减小所致。综上，2019 年，公司投资活动现金流净额为 1.73 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 154.49 亿元，同比减少 18.73%，主要系公司吸收投资规模减少所致；筹资活动现金流出为 144.34 亿元，同比增长 7.69%，主要系债务偿还规模略有增加所致。综上，2019 年，公司筹资活动现金流净额为 10.15 亿元，净流入规模大幅减少。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力指标处于较好水平，长期偿债能力指标一般；考虑到公司融资渠道畅通，在开发项目规模较大，能为未来销售提供支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率为 2.50 倍，较上年底（2.49 倍）基本保持稳定；速动比率为 0.54 倍，较上年底（0.58 倍）略有下降，但仍然相对稳定；截至 2019 年底，公司现金短期债务比为 1.81 倍，较上年底（0.97 倍）大幅增长，主要系 2018 年一年内到期的非流动负债规模大幅增长所致，现金对短期债务的保护程度较高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 35.50 亿元，较上年增长 71.93%，主要系会计准则变更使得非经常性损益大幅增长所致；主要以利润总额（占 76.71%）和计入财务费用的利息支出（占 21.59%）为主。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 1.19 倍（上年同期为 0.80 倍），EBITDA 全部债务比为 0.06 倍（上年同期为 0.04 倍），EBITDA 对全部债务和利息的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

公司依托上市公司优势，综合利用银团融资、地产基金、债权融资计划、中期票据等多种融资方式进行融资，同时公司与中国银行、建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2019 年底，公司总部及子公司可使用授信额度总计 1,051.12 亿元，尚可使用额度 428.03 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司已在上海交易所主板上市，直接融资能力较强。

截至 2019 年底，公司根据出资比例为控股子公司应付账款保理业务的全额担保方提供不超过 4.8 亿元反担保。

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼情况。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（企业信用机构代码 G1011010801382300S），截至 2020 年 3 月 9 日，公司未结清信贷信息中不存在关注类和不良类信息，公司过往债务履约情况良好。

6. 母公司财务分析

受益于投资收益的增加，母公司利润规模大幅增长，债务负担有所提升但仍较轻，利润来源主要为投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 467.12 亿元，同比增长 24.65%，主要来自其他应收款的增长。其中，流动资产占比为 81.68%，非流动资产占比为 18.32%。从构成来看，主要包括其他应收款（占 66.63%）和长期股权投资（占 13.75%）。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 239.63 亿元，同比增长 35.78%。其中，流动负债占比为 47.70%，非流动负债占比为 52.30%。从构成来看，主要包括其他应付款（占 26.62%）、应付债券（占 24.08%）和其他非流动负债（占 21.70%）。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 51.30%，全部债务资本化比率为 37.94%，母公司债务负担较上年底有所提升但仍较轻。

截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 227.49 亿元，同比增长 14.74%。从构成来看，实收资本占比为 8.27%、其他权益工具-永续债占比为 17.49%、资本公积占比为 18.06%、其他综合收益占比为 0.28%、盈余公积占比为 6.51%、未分配利润占比为 49.38%。

损益方面，2019 年，母公司营业收入为 3.33 亿元，利润总额为 36.72 亿元。同期，投资收益为 25.69 亿元，投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为 -18.39 亿元，投资活动净现金流为 2.22 亿元，筹资活动现金流量净额为 17.02 亿元。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 140.51 亿元，为“15 城建 01”债券本金合计（58 亿元）的 2.42 倍，公司现金类资产对债券本金的覆盖程度较好；截至 2019 年底，公司净资产达 279.76 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 4.82 倍，公司现金类资产和净资产对“15 城建 01”债券本金按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019 年公司 EBITDA 为 35.50 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 0.61 倍，公司 EBITDA 对“15 城建 01”债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 242.06 亿元，约为债券本金合计（58 亿元）的 4.17 倍，公司经营活动现金流入量对“15 城建 01”债券本金的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为上市公司，在股东背景、区域竞争力、融资渠道、储备及开发规模等方面具有优势，公司对“15 城建 01”的偿还能力极强。

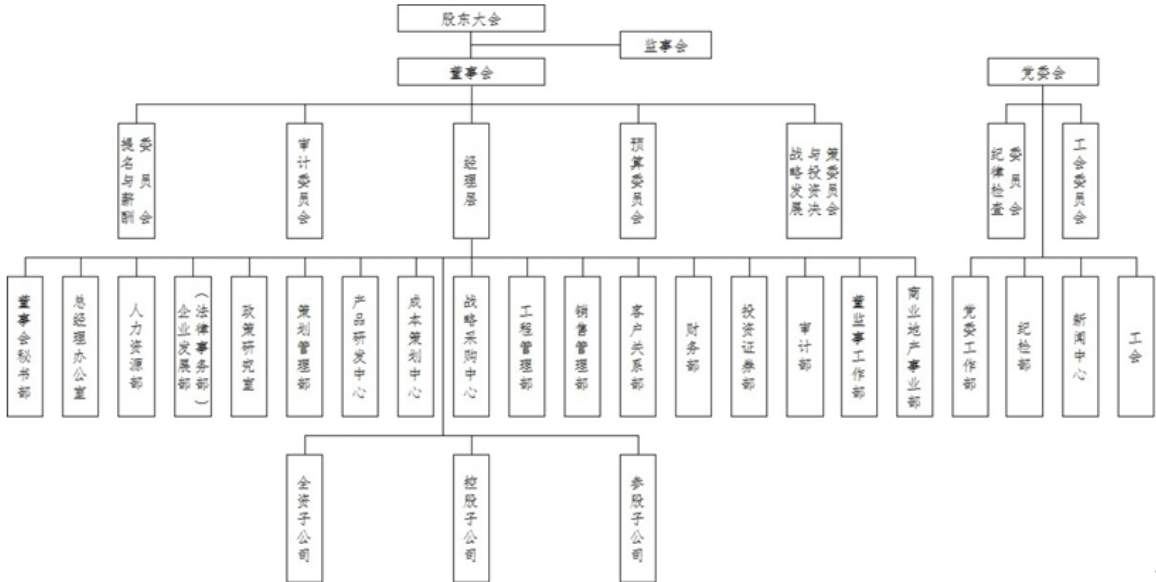
八、综合评价

公司作为城建集团的下属上市公司，在项目储备与获取、区域布局、开发规模、产业布局和融资渠道与成本等方面仍具备竞争优势。2019 年，公司持续深耕北京地区并积极拓展其他地区，土地储备主要位于一、二线城市和重点旅游城市，且土地一级开发及棚改项目有望为公司提供较多的土地补充，新开工及在建面积保持在较大规模；同时，公司拥有金融类股权资产与自持物业，能够为公司提供稳定的现金流。联合评级也关注到房地产行业调控政策趋于长期化；公司资本支出压力大、债务规模增长较快、土地一级开发及棚改项目资金占用明显以及非经常性损益虽然贡献大但波动性较强等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的陆续开发和销售，公司收入和利润规模有望保持稳定；同时公司持有优质金融类股权资产。此外，公司控股股东城建集团与住总集团已于 2019 年 11 月实施合并重组，未来城建集团或将住总集团地产类资产以托管或资产注入等形式来解决同业竞争的问题，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15城建01”的债项信用等级为“AAA”。

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 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	982.09	1,099.50	1,225.19
所有者权益 (亿元)	221.73	259.63	279.76
短期债务 (亿元)	69.31	94.70	77.77
长期债务 (亿元)	407.69	431.21	498.39
全部债务 (亿元)	477.00	525.92	576.16
营业收入 (亿元)	140.43	133.81	164.32
净利润 (亿元)	15.73	13.53	22.22
EBITDA (亿元)	21.56	20.65	35.50
经营性净现金流 (亿元)	-139.36	-86.21	-7.59
流动资产周转次数 (次)	0.19	0.15	0.16
存货周转次数 (次)	0.19	0.13	0.16
总资产周转次数 (次)	0.16	0.13	0.14
现金收入比率 (%)	124.34	114.89	124.67
总资本收益率 (%)	3.08	2.11	3.64
总资产报酬率 (%)	2.45	1.94	3.00
净资产收益率 (%)	7.28	5.62	8.24
营业利润率 (%)	18.30	20.32	16.20
费用收入比 (%)	7.37	8.50	11.08
资产负债率 (%)	77.42	76.39	77.17
全部债务资本化比率 (%)	68.27	66.95	67.31
长期债务资本化比率 (%)	64.77	62.42	64.05
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.00	0.80	1.19
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.05	0.04	0.06
流动比率 (倍)	2.58	2.49	2.50
速动比率 (倍)	0.75	0.58	0.54
现金短期债务比 (倍)	1.74	0.97	1.81
经营现金流动负债比率 (%)	-41.70	-22.02	-1.78
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.37	0.36	0.61

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2. 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。3. 其他流动负债已计入短期债务，其他非流动负债已计入长期债务

附件 3 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	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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	
总资本收益率	(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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 4 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。