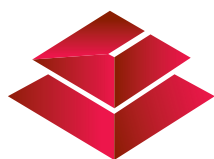


香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不會對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



首創置業股份有限公司

BEIJING CAPITAL LAND LTD.

(在中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：2868)

海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條而發表。

以下為首創置業股份有限公司於上海證券交易所網站刊發之《首創置業股份有限公司2009年公司債券跟踪評級報告(2014)》。

承董事會命
首創置業股份有限公司
公司秘書
李聲揚

香港，二零一四年四月十日

於本公告刊發日期，董事會成員包括執行董事劉曉光先生（董事長）、唐軍先生及張巨興先生；非執行董事王灝先生、沈建平先生及張勝利先生；以及獨立非執行董事李兆杰先生、吳育強先生及王洪先生。



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪006号

首创置业股份有限公司：

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“首创置业股份有限公司2009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，上调贵公司本期债券信用等级至AAA，维持本次发债主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年四月三日

首创置业股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告 (2014)

发行主体	首创置业股份有限公司		
担保主体	北京首都创业集团有限公司		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2009/09/24-2014/09/23		
上次评级时间	2013 年 10 月 23 日		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

首创置业	2011	2012	2013
所有者权益 (亿元)	83.11	100.03	162.28
总资产 (亿元)	377.94	475.36	561.91
总债务 (亿元)	129.76	185.75	208.77
营业总收入 (亿元)	75.23	91.34	113.21
营业毛利率 (%)	38.67	32.56	33.26
EBITDA (亿元)	17.76	21.54	32.47
所有者权益收益率 (%)	14.72	13.33	11.79
资产负债率 (%)	78.01	78.96	71.12
总债务/EBITDA (X)	7.31	8.62	6.43
EBITDA 利息倍数 (X)	2.08	1.60	2.19

首创集团	2010	2011	2012	2013.Q3
所有者权益 (亿元)	188.01	208.23	244.69	271.96
总资产 (亿元)	889.26	1021.94	1126.00	1184.53
总债务 (亿元)	398.96	464.60	516.78	558.77
营业总收入 (亿元)	163.76	187.32	196.92	130.57
营业毛利率 (%)	38.54	37.25	32.55	30.67
EBITDA (亿元)	47.45	53.72	54.57	-
所有者权益收益率 (%)	8.27	8.17	7.01	1.04
资产负债率 (%)	78.86	79.62	78.27	77.04
总债务/EBITDA (X)	8.41	8.65	9.47	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.69	2.63	2.51	-

基本观点

2013年,首创置业股份有限公司(以下简称“首创置业”或“公司”)业务运营平稳,销售规模持续增长,获现能力逐步提升,加之公司加快了项目开发和销售进度,土地储备优质充足,区域及业态多元化效益逐步突显,整体偿债能力和抗风险能力有所增强。同时中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)关注到房地产政策调控可能对公司后续经营产生一定影响,且随着项目持续开发,公司后续仍有较大规模的资本支出。

本次公司债券的担保主体北京首都创业集团有限公司(以下简称“首创集团”)规模实力不断增强,集团基础设施建设、房地产、金融服务三大板块业务协同效应显现,整体综合实力持续提升,具备极强的整体抗风险能力。综上所述,中诚信证评上调“首创置业股份有限公司2009年公司债券”信用等级至**AAA**,维持首创置业主体信用等级**AA⁺**,评级展望稳定。

正面

- 房地产市场调控推动了行业进一步整合,行业集中度逐步提升,优势房地产开发商经营、财务状况表现相对较好,信用水平稳定,并具备较强的业绩修复能力。
- 销售业绩持续增长。2013年公司签约面积和结算面积均稳步增长,当年实现签约收入196.1亿元,结算金额106.2亿元,已售未结算金额159亿元,受益于公司良好的项目运作能力,近年其经营业绩持续稳步提升。
- 项目资源储备充足,区域分布日趋均衡。2013年公司拥有土地储备总建筑面积 995 万平方米,可售楼面面积 841 万平方米,并已在国内多个区域布局数十个房地产项目。公司充足的项目资源为未来业绩提升奠定基础,同时分散的区域分布有利于缓解单一区域的市场集中风险。

分析师

张 和 hzhang@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年4月3日

- 财务结构回归合理范畴。近年来，公司经营利润逐年积累，净资产规模稳步增长，加之 2013 年其美元永续证券的发行使得公司自有资本实力不断充实，资产负债率和总资本化比率有所降低，公司财务杠杆水平回归合理范畴。

关 注

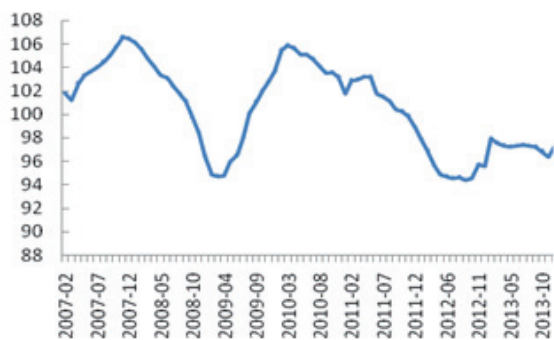
- 从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场的投资和销售增速逐步回落。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策波动对销售、投资造成的影响。
- 资本支出压力。公司现有项目的后续开发建设以及新增土地储备，仍需较大规模的资金投入，将对其融资能力和资金统筹调配能力提出更高要求。

行业关注

2013年以来国家继续施行房地产调控从紧，抑制投资投机性需求并支持合理自住需求。随着调控政策落实，全国房地产开发投资和销售增速均进一步回落，房地产市场呈现低增长态势。

2013年是楼市调控持续深入的一年，中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向：一方面不放松二套房首付比例，限制、停贷三套以上房屋的贷款，通过严格执行差异化信贷政策和限购政策，抑制投资投机性需求，并通过督查等方式确保政策落实到位；另一方面，多个地方政府为支持合理自住需求，调整公积金制度，提高购置首套房贷款额度，使得合理自住需求得到一定释放。此外，中央继续推进土地市场管理和改革，加大土地供应，特别是加大保障房土地供应量及相应资金支持力度，以增加市场有效供给。与此同时，随着我国税收制度改革逐步推进，房产税扩大试点范围的预期也不断增强。

图 1：2007~2013 年我国国房景气指数



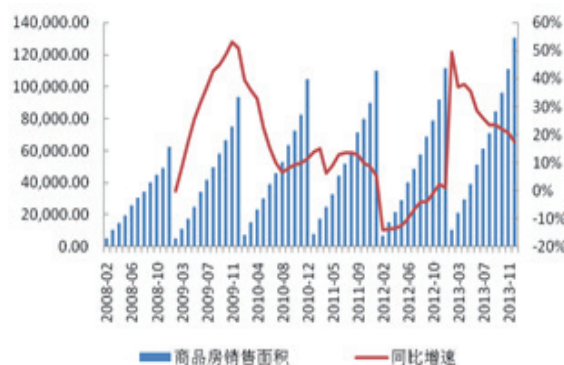
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

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；至 2009 年 3 月探底，至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 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。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，较 2011 年末降低 4.5。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。

进入 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 左右。

从需求情况看，2010~2012 年我国商品房销售面积及销售金额保持逐年上升态势，但随着政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢。2010 年全国商品房销售面积 104,764 万平方米，同比增长 10.1%；销售金额 52,721 亿元，同比增长 18.3%，增速较 2009 年大幅下降。2011 年全国商品房销售面积和销售额增速分别较上年度下降 5.2 个百分点、6.2 个百分点。2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 3.1 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 2.1 个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。

图 2：2008~2013 年全国商品房销售面积及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，2008~2013 年我国房地产投资总额逐步增长，年复合增长率达到 22.98%。具体来看，2008 年受全球金融危机的影响，房地产行业深幅调整，房地产开发投资增速下降。2009 年以来，为稳定经济增长，中国政府出台了多项信贷、消费政策，支持房地产行业平稳调整。2010 年全年房地产开发投资 48,259 亿元，同比增长 33.20%。伴随着房价的过快上涨，政府对房地产的政策取向由支持逐步转向收紧，房地产行业投资增速放缓。根据国家统计局数据显示，2011 年全国共完成房地产开发投资 61,780 亿元，同比增长 27.90%，增速下降 5.3 个百分点；2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百分点。

货币政策方面，2013 年我国实施稳健的货币政

策，加强预调微调，保持货币信贷和社会融资规模合理适度增长，总体流动性较为充裕。尽管相关部门进一步完善“差别化的住房信贷政策”政策，但2013年房地产贷款的上升势头比较强劲，个人购房贷款、地产开发贷款增速有所回升。截至2013年末，主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行人民币房地产贷款余额14.61万亿元，同比增长19.1%，全年增加2.34万亿元，同比多增9,987亿元。其中，地产开发贷款余额1.07万亿元，同比增长9.8%；房产开发贷款余额3.52万亿元，同比增长16.3%；个人购房贷款余额9.8万亿元，同比增长21%；全年增加1.7万亿元，同比多增7389亿元。

表 1：2011~2013 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2011	2012	2013
资金来源合计	83,246	96,538	122,122
增速%	14.1	12.7	26.5
其中：			
自筹资金	34,093	39,083	47,425
占比%	40.96	40.48	38.83
增速%	28.0	11.7	21.3
国内贷款	12,564	14,778	19,673
占比%	15.09	15.31	16.11
增速%	0.0	13.2	33.1
利用外资	813.63	402	534
占比%	0.98	0.42	0.44
增速%	2.9	-48.8	32.8
其他来源	35,775	42,275	54,491
占比%	42.98	43.79	44.62
增速%	8.6	14.7	28.9

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2013年，房地产开发企业当年资金来源累计12.21万亿元，比上年增长26.5%，增速比上年提升13.8个百分点。从资金来源结构来看，2013年房地产开发资金来源中自筹资金占比38.83%，其他资金占比44.62%；在其他资金中，定金及预收款3.45万亿元，增长29.9%，个人按揭贷款1.40万亿元，增长33.3%。由此可见，内部融资和销售回款仍为房地产开发最主要资金来源。

房企分化更趋明显，行业集中度持续上升；同时，行业利润水平逐渐回落，且未来继续回落的趋势基本确立

近年来，持续偏紧的政策调控、紧缩的信贷政策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，行业集中度逐步提高，行业竞争的重心将倾向于资本实力及品牌影响力。据国家统计局数据显示，2012年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例达12.46%，较上年同期增长了2.03个百分点；行业排名前20的房企销售金额占比为17.31%，较上年同期增长了2.77个百分点。未来资本实力较强且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。

随着行业深度调整，房地产企业普遍采取以价换量的策略来加快销售周转，同时提升企业土地储备周转率以提高盈利水平，房价上涨趋势明显放缓。因此，通过土地溢价来获得较高利润的时代已经过去，整个行业的利润水平逐渐回落，未来继续回落的趋势基本确立。

刚性需求和改善性需求的集中释放可能对未来短期内房成交量带来一定影响，房地产市场仍需要谨慎看待；但从长期来看，在进一步推进城镇化建设的背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景良好

短期来看，目前我国房地产市场以刚性需求和改善性需求为主导，2013年该类购买需求的集中释放可能对未来短期内商品房成交量带来一定影响，其中一、二线城市的成交量增速可能有所减缓，而三、四线城市则更将面临去化压力，因此短期内房地产市场需要谨慎看待。但从中长期来看，中国持续的城镇化建设、居民财富的快速增长以及国民经济支柱产业的地位，均有利于房地产行业持续向好。而能够顺应市场和政策方向，综合实力强、品牌影响力大的专业房地产企业抵御风险的能力更强，同时面临更多的并购机会，竞争优势明显。

业务经营

受益于房地产开发业务的快速发展，公司近年的收入规模呈现增长态势。2013年，公司实现营业收入113.21亿元，同比增长23.94%。其中，房地产开发营业收入109.54亿元，同比增长22.06%，房地产业务是公司收入的主要来源，占比96.76%。

表 2：公司 2011~2013 年公司营业收入分板块情况

单位：亿元			
业务类型	2011	2012	2013
房地产开发项目	73.78	89.74	109.54
酒店业务	1.02	1.07	0.99
其他	0.43	0.53	2.34
合计	75.23	91.34	113.21

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司业务运营顺畅，销售业绩增长稳定；且项目资源充足，区域分布均衡，有利于缓解房地产调控政策所带来的不利影响

2013年公司于全国布局10个发展物业项目，当年复工面积达到633.4万平方米，新开工面积233.5万平方米，较2012年分别增加9.77%和19.13%，竣工面积达223.8万平方米，同比增长42.52%。2013年，公司在建项目33个，分布于全国13个地区，其中13个项目位于京津地区，这进一步巩固了公司在京津地区的优势。

表 3：公司 2011~2013 年发展物业部分运营指标

单位：万平方米、亿元			
年份	2011	2012	2013
新开工面积	247	196	233.5
竣工面积	134	157	223.8
签约面积	118	173	192.3
签约收入	110	133	196.1
结算面积	62	81	128.8
结算金额	74	91	106.2
已售未结算面积	76	105	160
已售未结算金额	87	102	159

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

销售方面，部分位于限购严格的一、二线城市项目的销售受影响较大，为稳定销售业绩，公司加大了中小户型的产品比例，约90%的产品面向首次置业和首次改善型需求，以把握市场主流需求，扩大销售规模。2013年公司在售楼盘数目由上年的32

个上升至40个，其中京津以外地区新增项目较多；全年在售房源面积300万平方米，同比增长14.07%，其中新推盘面积为227万平方米。2013年公司实现签约面积192.3万平方米，同比增长11.16%，签约金额为196.1亿元，同比增长47.44%。从销售价格方面看，2013年销售均价为10,200元/平方米，同比增长32.10%。具体看来，北京和天津地区签约销售均价分别为23,567元/平方米和10,054元/平方米，同比分别上升28.23%和15.78%，京津以外地区签约销售均价约7,109元/平方米，同比上升11.54%。由此看来，公司多区域的项目布局，平抑了房地产调控政策带来的区域性风险。

截至2013年12月31日，公司已售未结转面积为160万平方米，同比增长52.38%；已售未结转金额159亿元，同比增长55.88%。公司已售未结转金额占当年营业总收入140.45%，且其中92亿元可于2014年确认收入。因此公司整体业绩锁定比例很高，为2014年业绩提供了有力支撑。

从销售的区域分布来看，公司2013年京津地区销售占比仍稳定在28%，销售金额占比由上年的41%升至44%，京津仍占据相当比例。京津以外地区业务占比将呈现上升趋势，其中长三角地区及成渝地区成为公司在京津地区以外的主要销售区域，同时其他区域销售整体呈现较快增长。此外，公司加紧在购买力强的区域进行项目布局，为公司平稳发展奠定基础。在房地产调控政策持续的情况下，多区域项目布局有助于公司分散单一区域的销售压力，为公司销售业绩平稳增长提供支撑。

表 4：公司 2011~2013 年房地产业务收入及销售地区占比

	签约销售面积占比			签约销售金额占比		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
北京	12%	7%	15%	31%	17%	34%
天津	25%	21%	22%	26%	24%	21%
其他	30%	44%	63%	23%	39%	45%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

公司目前正考虑逐步退出单一酒店的开发经营，逐步向住宅、商业、教育地产、工业园、酒店等多种业态多元复合的新型综合体运营模式进行转型，在投资性物业领域取得了一定的成绩

2013年，公司旗下中环假日酒店经营管理继续保持稳健态势，全年实现营业收入0.99亿元，平均入住率为76%。公司目前正考虑逐步退出单一酒店的开发经营，逐步向住宅、商业、教育地产、工业园、酒店等多种业态多元复合的新型综合体运营模式进行转型。

投资物业方面，近年来公司在积极发展住宅项目的同时，开拓住宅产业综合体发展，开创[住宅+奥特莱斯]、[住宅+旅游]+[住宅+教育]等产品线，其中[住宅+奥特莱斯]产品取得一定成绩。目前公司拥有北京、湖州和海南奥特莱斯项目，吸引包括ARMANI、IT、Tommy等300多个国际国内知名品牌入驻。其中，北京首创奥特莱斯已于2013年5月开业，开业当天客流量达10万人次；湖州首创奥特莱斯亦于2013年12月开业，开业当天客流量达4万人次。此外，海南的奥特莱斯项目也开业在即。中诚信证评注意到公司投资物业规模相对有限，且项目仍处于市场培育期，短期内对公司收入、利润贡献有限。

总体来看，公司项目资源充足，区域分布均衡，销售业绩稳定，营业收入持续增长。2013年，面对持续的房地产调控政策，公司现有的项目布局有助于缓解单一区域销售压力，为公司运营稳定提供一定保障。

公司目前土地储备充足，储备区域分散，土地用途多样，对单一区域和单一业态的依赖度较低，集中度风险相对可控，且充足的土地储备为公司后续业绩提升和盈利贡献提供有利保障

公司近年土地储备规模均保持增长，截至2013年12月31日，公司拥有土地储备总建筑面积995万平方米，可售楼面面积841万平方米，均较上年末有所提升。从可售楼面面积区域分布看，环渤海地区占48%、长三角地区占35%、中西南地区占14%、

海南占3%。从土地用途计算，约78%为住宅用地、20%为商业和写字楼用地、2%为酒店用地，公司土地资源用途分布与其业务类型相匹配。

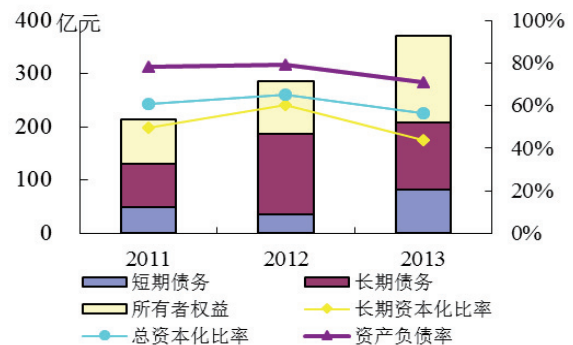
公司现有土地储备足以满足公司未来三至四年发展需求，总体规模适中，且多区域和多用途的土地资源配置有助于公司规避房地产市场风险，保障未来业绩稳定。

财务分析

以下财务分析基于普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的公司2011~2013年合并财务报表。

资本结构

图 3：2011~2013 年公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013年公司继续扩张房地产开发业务规模，通过销售回款和债务融资满足资金需求，不断夯实其自有资产。截至2013年12月31日，公司总资产达到561.91亿元，同比增长18.21%，所有者权益162.28亿元，同比增长62.23%。截至2013年12月31日，公司总资本化比率为56.26%，同比下降8.74个百分点；公司负债率71.12%，扣除预收款项后，公司资产负债率降低至67.01%。与房地产行业其他上市公司相比，公司财务杠杆水平适中。

表 5：截至 2013 年 12 月 31 日部分房地产上市公司资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	资产负债率	剔除预收账款后资产负债率
万科 A	4,792.05	78.00 %	67.43%
招商地产	1,340.40	70.97%	59.68%
金融街	760.71	67.85%	61.87%
荣盛发展	594.05	78.99%	69.09%
世茂股份	500.88	67.61%	64.51%
首創置業	561.91	71.12%	67.01%

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

所有者权益方面，近年得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权益。此外 2013 年，公司通过下属全资子公司于 4 月 8 日成功发行 4 亿美元永续证券，充实公司自有资本。截至 2013 年 12 月 31 日，公司所有者权益达到 162.28 亿元，近三年复合增长率为 24.98%。

债务结构方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务 208.77 亿元，占公司总负债的 52.24%。期限结构方面，公司以长期债务为主，2013 年长短期债务比为 0.64，以长期债务为主的期限结构保障了公司运营资金来源的稳定性。

总体来看，公司近年来业务规模稳步增长，资产规模稳步提升，同时得益于永续债券的发行，公司自有资本实力有所提升，目前财务杠杆水平回归合理范畴。但中诚信证评注意到，公司未来仍有土地和项目建设的资本支出需求，可能对公司财务结构稳健性造成一定影响。公司债务期限结构依然处于合理水平，但公司资产负债率依然较高，且有持续上升趋势，较高的财务杠杆比率增加了公司总体的财务风险。

流动性

从流动资产的结构看，货币资金和存货是公司流动资产的主要组成部分。截至 2013 年末，公司货币资金和存货合计占流动资产的比重为 83.86%。

表 6：2011~2013 年公司存货分析

单位：亿元			
	2011	2012	2013
存货	225.69	239.21	296.47
存货余额同比增长	46.76%	5.99%	23.93%
开发成本	195.75	205.96	247.00
开发成本/存货	86.73%	86.00%	83.31%
开发产品	28.84	29.94	46.72
开发产品/存货	12.78%	12.49%	15.76%
(开发成本+开发产品)/ 存货	99.51%	98.49%	99.07%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 7：2013 年末部分房地产上市公司流动资产分析

公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科 A	92.25%	10.04%	74.91%
招商地产	91.65%	19.73%	63.88%
金融街	79.26%	16.21%	70.97%
荣盛发展	96.57%	8.06%	68.72%
世茂股份	62.60%	17.28%	66.36%
首创置业	86.99%	20.19%	52.76%

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

存货方面，2013 年公司在建项目继续推进，全年开复工面积及新增面积均保持增长。2013 年 12 月 31 日存货余额 296.47 亿元，同比增长 23.93%，其中开发成本占 83.31%，开发产品占 15.76%。近两年来上述两项占存货的比例保持稳定。

资产周转效率方面，在坚持“快周转”的运营策略下，公司房地产项目从开发到销售均保持了较快的速度，2013 年公司存货周转率为 0.25。

表 8：2013 年部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转 率(次)	货币资金/ 短期债务
万科 A	0.32	0.32	0.94
招商地产	0.25	0.27	2.29
金融街	0.31	0.27	1.33
荣盛发展	0.38	0.38	0.44
世茂股份	0.33	0.23	1.26
首创置业	0.20	0.19	1.27

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

表 9：2011~2013 年公司资产周转情况

	2011	2012	2013
存货周转率	0.20	0.26	0.25
总资产周转率	0.20	0.19	0.20

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，受公司项目持续开发影响，2013 年公司经营性现金流净额为 -4.46 亿元，呈现经营活动现金流出状态。筹资活动现金流方面，公司通过多融资渠道获取外部融资以满足资金需求，2013 年公司筹资活动净现金流为 65.18 亿元。截至 2013 年 12 月 31 日，公司货币资金余额为 113.45 亿元，货币资金/短期债务为 1.27。2013 年由于公司多个在建项目同时推进，资本支出规模较大，故公司经营性现金流呈现净流出状态，加之部分债务的到期，公司货币资金/短期债务下降至 1.27，但公司货币资金仍然可以对短期债务进行有效覆盖。

盈利能力

公司收入主要来源于房产销售和酒店物业经营收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要组成部分。近年来，受益于推盘速度加快，销售回款情况良好，公司收入呈现增长态势。公司2013年实现营业收入113.21亿元，同比增长23.94%。截至2013年12月31日，公司预收账款为70.01亿元，占当年营业总收入61.84%，为公司2014年的收入实现提供较有力的支撑。

毛利率方面，2013年公司房地产开发业务毛利率为32.42%，同比下降0.06个百分点。酒店业务毛利率下降2.54个百分点，为72.57%，由于酒店业务收入占比2.07%，故对公司整体收入影响不大。综合看来，尽管公司房地产业务有所降低，但公司依旧保持较好的盈利能力。2013年公司毛利率为32.42%。

表 10：2013 年公司业务板块毛利率情况

	毛利率	同比变化 (%)
房地产开发	32.42%	-0.06
酒店业务	72.57%	-2.54

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在期间费用方面，2013年，由于公司推动不同区域新推项目销售而造成的相应费用的提升，销售费用和管理费用有所上升。财务费用方面，2013年公司利息支出共计14.84亿元，其中9.07亿元以资本化方式处理，加之部分利息收入和汇兑收益，公司2013年财务费用为2.72亿元。在各项费用共同增长下，2013年公司期间费用规模较往年有所提升，但由于当年公司营业收入呈现较大幅度增长，其三费收入占比为8.50%，仍保持较为合理水平，公司期间费用控制能力尚可。

表 11：2011~2013 年公司三费收入占比情况

	2011	2012	2013
销售费用(亿元)	2.44	2.78	3.43
管理费用(亿元)	2.92	2.98	3.48
财务费用(亿元)	0.18	-0.94	2.72
三费合计(亿元)	5.55	4.83	9.62
三费收入占比	7.38%	5.28%	8.50%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 12：2013 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

公司	营业毛利率	净资产收益率
万科 A	31.47%	17.35%
招商地产	41.52%	14.15%
金融街	37.53%	14.39%
荣盛发展	35.42%	24.99%
世茂股份	41.08%	11.53%
首创置业	33.26%	11.79%

资料来源：Wind 资讯，中诚信证评整理

2013年，受益于销售规模的稳步增长及公司结算面积逐年提升，公司全年净利润为19.14亿元，同比增长43.48%，其中，归属于母公司所有者净利润达到15.22亿元，同比增长37.00%。2013年公司所有者权益收益率为11.79%，较以前年度略有下降。

总体来看，随着项目结算面积的大幅增加，公司营业收入持续增长，营业毛利率处于行业平均水平，盈利能力较强。此外，公司较大规模的待结算资源亦对未来短期业绩增长形成有利保障。

偿债能力

2013年公司实现EBITDA为32.47亿元，较上年增长50.67%，资金获取能力逐年增强。由于公司债务规模持续增长导致公司主要偿债能力指标有所弱化，截至2013年12月31日，公司总债务/EBITDA下降为6.43，EBITDA利息倍数上升为2.19。

从债务规模来看，截至2013年12月31日，公司总债务208.77亿元，较上年增长23.02亿元，其中短期债务81.6亿元，同期货币资金113.45亿元，货币资金对短期债务的覆盖程度高，短期偿债有保障。但中诚信证评注意到，2011年公司通过其全资子公司首置投资控股有限公司在香港通过非公开方式发行三年期11.5亿元人民币债券，该债券将于2014年2月到期，与公司2009年发行的五年期10亿元公司债券同年到期。

表 13: 2011~2013 年公司长期偿债能力指标

	2011	2012	2013
总债务 (亿元)	129.76	185.75	208.77
长期债务 (亿元)	81.34	150.77	127.17
EBITDA (亿元)	17.41	21.55	32.47
EBITDA 利息倍数 (X)	2.04	1.60	2.19
总债务/EBITDA (X)	7.45	8.62	6.43
经营活动净现金/ 总债务 (X)	-0.03	-0.01	-0.21
经营活动净现金/ 短期债务 (X)	-0.09	-0.05	-0.55
经营活动净现金/ 利息支出 (X)	-0.50	-0.13	-3.00

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

融资方面, 作为上市公司, 公司在资本市场融资渠道较为多样化。同时, 公司与多家商业银行保持良好的合作关系, 进一步增强了对偿债的保障程度, 具备较强的财务弹性。截至2013年12月31日, 尚未使用的授信额度为656亿元, 具备一定的备用流动性。

或有负债方面, 截至2013年12月31日, 公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性担保金额共计31.99亿元, 该担保出现代偿责任的风险较小。除此, 公司无其它形式的对外担保。

总体看, 2013年, 公司业务规模稳定发展, 盈利能力较好, 备用流动性相对充裕, 可对债务的偿还形成较好保障。但公司土地资源储备和项目的开发需要大量资金投入, 未来可能面临一定的资本支出压力。

担保实力

北京首都创业集团有限公司是北京市国资委所属的大型国有独资企业之一, 良好的政府资源在较大程度上确保了集团投融资渠道的畅通, 为旗下各个板块业务的开展提供了有力支持, 集团规模持续壮大, 综合实力不断提升, 在宏观经济波动环境中的抗风险能力逐渐增强。

业务运营

近年来集团逐步构建了以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发建设为核心的房地产业以及以投行并购业务为核心的金融服务业等三大核心主业, 并辅以工业、贸易、旅游酒店三小板块。

集团已成为具有较强市场竞争实力和可持续发展能力的大型产业投资控股公司。

集团基础设施业务受经济周期波动影响较小, 经营业绩稳步提升。首创股份已在全国14个省35个城市建立了独资和合资水厂, 参控股企业已拥有1300万吨/日的水处理能力。服务人口总数超过2800万, 初步实现了区域型、流域型的战略布局。未来首创股份将投资与运营并重, 在抢占水务资源同时继续延伸产业链。

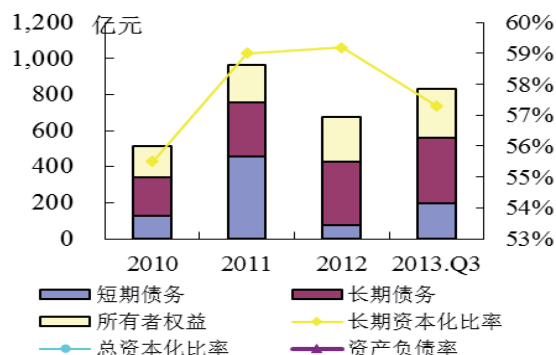
首创置业是集团房地产业务的核心载体, 是北京大型综合性房地产开发商之一。目前公司房地产项目以京津地区为核心, 并逐步进入环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略区域。

集团金融服务业板块主要由首创担保、首创证券等子公司构成, 目前此业务版块形成了以担保、农投为代表的政策性金融业务及以证券、创投为代表的市场化金融业务体系, 成为协调公司核心主业发展的重要平台。

财务表现

近年来, 集团各板块业务平稳, 资产规模保持较快增长。截至2013年9月30日, 集团总资产达到1,184.53亿元, 所有者权益达到271.96亿元。同时, 2013年集团债务规模保持增长。截至2013年9月30日, 集团资产负债率和总资本化比率分别为77.04%、67.26%, 均较上年末有所降低, 但集团仍维持较高的财务杠杆水平。

图 4: 2011~2013.Q3 年集团资本结构



数据来源: 集团公司提供, 中诚信证评整理

从债务情况看, 近年来集团付息债务增长较快, 截至2013年9月30日, 集团总债务达到558.77亿元, 其中长期债务365.07亿元, 短期债务193.71亿元。考虑到集团以基础设施建设及房地产开发为

主的业务结构，长期债务为主的期限结构有利于其资金来源的稳定性。

盈利能力方面，2013年集团收入规模持续稳步提升，截至2013年9月30日，集团营业总收入达到130.57亿元，其中主营业务收入127.79亿元。此外，营业外收入也是集团的重要利润来源，公司2013年前三季度营业外收入2.36亿元。截至2013年9月30日，集团实现利润总额7.78亿元，净利润为2.82亿元。未来随着水务及房地产板块的发展，三大板块业务协同效应的不断显现，集团盈利水平还将持续提升。

偿债能力方面，2012年集团EBITDA达到54.57亿元，同比增长1.59%。由于债务规模的持续增加，集团总债务/EBITDA上升至9.47倍，EBITDA利息倍数为2.51。现金流方面，近年来集团保持现金净流入，2012年公司实现经营活动净现金流21.70亿元，经营活动净现金流对短期债务和利息支出的覆盖倍数分别为0.13倍和1.00倍。总体看来，集团保持较好的偿债能力。

表 14：2010~2013.Q3 年首创集团部分偿债指标

	2010	2011	2012	2013.Q3
长期债务（亿元）	294.04	299.61	354.93	365.07
总债务（亿元）	398.96	464.61	516.78	558.77
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.09	0.03	0.05	-0.10
经营活动净现金/ 短期债务（X）	0.33	0.08	0.13	-0.30
经营活动净现金/ 利息支出（X）	1.96	0.63	1.00	-
EBITDA（亿元）	47.45	53.72	54.57	-
总债务/EBITDA （X）	8.41	8.65	9.47	-
EBITDA 利息倍数 （X）	2.69	2.63	2.51	-

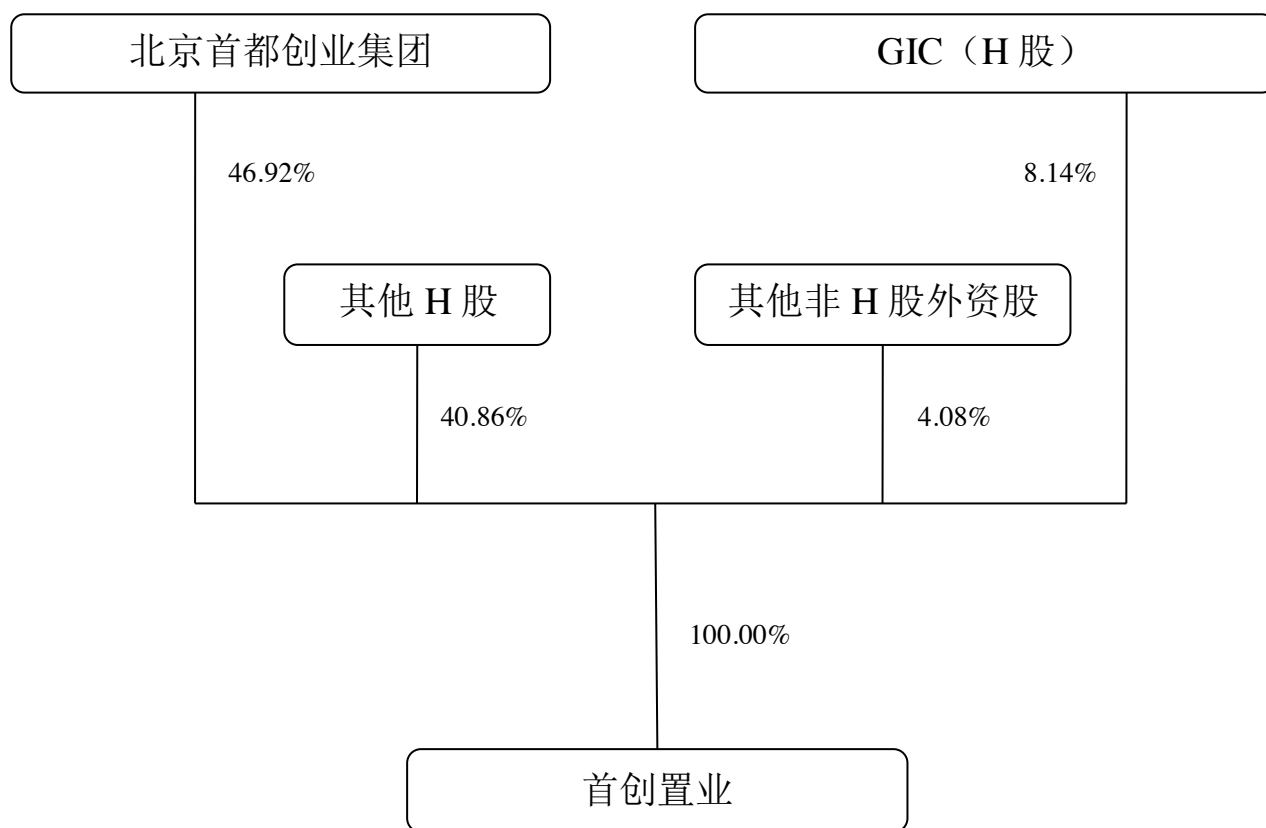
数据来源：集团公司提供，中诚信证评整理

中诚信证评认为，北京首都创业集团有限公司具备很强的综合实力和整体抗风险能力，能够为本期债券本息的偿还提供有力的保障。

结 论

中诚信证评上调本次公司债券信用等级至AAA，维持公司主体信用等级AA⁺，评级展望为稳定。

附一：首创置业股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：首创置业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	835,224.30	861,677.30	1,134,538.00
应收账款净额	13,998.70	3,487.60	48,671.40
存货净额	2,256,890.80	2,392,124.00	2,964,648.40
流动资产	3,294,417.50	3,781,857.90	4,888,203.10
长期投资	182,276.10	190,054.90	243,305.50
固定资产合计	179,738.40	614,089.80	399,234.40
总资产	3,779,420.20	4,753,648.80	5,619,068.80
预收账款	776,875.40	772,921.60	700,185.30
短期债务	484,152.20	349,774.00	816,058.50
长期债务	813,426.10	1,507,691.30	1,271,684.50
总债务(短期债务+长期债务)	1,297,578.30	1,857,465.30	2,087,743.00
总负债	2,948,288.40	3,753,347.70	3,996,220.40
所有者权益(含少数股东权益)	831,131.80	1,000,301.10	1,622,848.40
营业总收入	752,332.10	913,405.40	1,132,084.00
三费前利润	209,212.20	215,693.40	269,610.60
投资收益	14,180.70	8,542.10	20,251.40
净利润	118,003.90	133,366.30	191,372.30
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	177,550.50	215,372.10	324,657.70
经营活动产生现金净流量	-43,024.00	-17,464.00	-445,792.00
投资活动产生现金净流量	-87,384.80	-297,711.10	37,226.90
筹资活动产生现金净流量	85,452.80	323,029.50	651,779.20
现金及现金等价物净增加额	-45,454.40	10,136.90	241,138.60
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	38.67	32.56	33.26
所有者权益收益率(%)	14.72	13.33	11.79
EBITDA/营业总收入(%)	23.60	23.58	28.68
速动比率(X)	0.49	0.64	0.73
经营活动净现金/总债务(X)	-0.03	-0.01	-0.21
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.09	-0.05	-0.55
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.50	-0.13	-3.00
EBITDA 利息倍数(X)	2.08	1.60	2.19
总债务/EBITDA(X)	7.31	8.62	6.43
资产负债率(%)	78.01	78.96	71.12
总债务/总资本(%)	60.96	65.00	56.26
长期资本化比率(%)	49.46	60.12	43.93

注：上述数据中所有者权益含少数股东权益、净利润含少数股东损益。

附三：北京首都创业集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.Q3
货币资金	1,831,975.51	2,166,601.28	1,683,873.75	1,303,966.74
应收账款净额	119,258.98	158,969.96	197,557.30	248,903.72
存货净额	2,053,147.21	2,827,985.16	3,128,713.90	3,619,303.29
流动资产	5,450,840.48	6,476,845.34	6,846,595.03	7,148,215.43
总资产	8,892,615.04	10,219,410.66	11,260,008.06	11,845,267.54
短期债务	1,049,232.70	1,649,914.42	1,618,475.27	1,937,061.05
长期债务	2,940,410.17	2,996,086.44	3,549,291.99	3,650,671.53
总债务(短期债务+长期债务)	3,989,642.87	4,646,000.86	5,167,767.26	5,587,732.58
总负债	7,012,499.27	8,137,119.36	8,813,098.13	9,125,659.39
所有者权益(含少数股东权益)	1,880,115.77	2,082,291.29	2,446,909.93	2,719,608.15
营业总收入	1,637,597.47	1,873,198.02	1,969,196.07	1,305,737.64
三费前利润	523,603.66	578,622.36	512,146.30	332,543.82
投资收益	36,454.32	93,102.12	83,002.99	51,452.89
净利润	155,442.21	170,090.46	171,469.40	28,293.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	474,525.71	537,182.82	545,712.81	-
经营活动产生现金净流量	346,173.43	127,542.71	216,979.22	-581,897.39
投资活动产生现金净流量	-285,384.22	-145,871.25	-773,032.33	-183,834.64
筹资活动产生现金净流量	299,820.17	212,537.13	78,063.96	336,293.70
现金及现金等价物净增加额	360,079.38	193,196.18	-475,674.09	-381,823.45
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q3
营业毛利率(%)	38.54	37.25	32.55	30.02
所有者权益收益率(%)	8.27	8.17	7.01	1.04
EBITDA/营业总收入(%)	28.98	28.68	27.71	-
速动比率(X)	0.91	0.80	0.75	-
经营活动净现金/总债务(X)	0.09	0.03	0.05	-0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	0.33	0.08	0.13	-0.30
经营活动净现金/利息支出(X)	1.96	0.63	1.00	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.69	2.63	2.51	-
总债务/EBITDA(X)	8.41	8.65	9.47	-
资产负债率(%)	78.86	79.62	78.27	77.04
总债务/总资本(%)	67.97	69.05	67.87	67.26
长期资本化比率(%)	61.00	59.00	59.19	57.31

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

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。