

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(2013)》。

承董事會命
首創置業股份有限公司
公司秘書
李聲揚

香港，二零一三年五月十五日

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；非執行董事馮春勤先生、曹桂杰女士及張勝利先生；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[2013]跟踪032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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一三年五月七日

首创置业股份有限公司 2009 公司债券跟踪评级报告 (2013)

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	2012 年 5 月 4 日		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

首创置业	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	76.30	83.11	100.03
总资产 (亿元)	305.14	377.94	475.36
总债务 (亿元)	97.72	129.76	185.75
营业总收入 (亿元)	64.94	75.23	91.34
营业毛利率 (%)	39.98	38.67	32.56
EBITDA (亿元)	15.78	17.41	19.35
所有者权益收益率 (%)	13.90	14.20	13.33
资产负债率 (%)	75.00	78.01	78.96
总债务/EBITDA (X)	6.19	7.45	9.60
EBITDA 利息倍数	3.51	2.04	1.44
首创集团	2010	2011	2012
所有者权益 (亿元)	188.01	208.23	244.69
总资产 (亿元)	889.26	1021.94	1126.00
总债务 (亿元)	398.96	464.60	516.78
营业总收入 (亿元)	163.76	187.32	196.92
营业毛利率 (%)	38.54	37.25	32.55
EBITDA (亿元)	47.45	53.72	54.57
所有者权益收益率 (%)	8.27	8.17	7.01
资产负债率 (%)	78.86	79.62	78.27
总债务/EBITDA (X)	8.41	8.65	9.47
EBITDA 利息倍数 (X)	2.69	2.63	2.51

分析师

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

刘子峰 zfliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 7 日

基本观点

2012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,盈利能力稳定,未来业绩有较大支撑。同时,公司项目建设和土地储备充足,区域布局更加完善,有助于缓解房地产调控政策所造成的影响,为未来发展奠定基础。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)关注到,房地产调控政策严格,融资环境趋紧,公司资产负债水平较高,且财务杠杆比率有上升趋势,这些都将在一定程度上影响公司的信用水平。

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“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,具备较强的整体抗风险能力。

中诚信证评维持“首创置业股份有限公司2009年公司债券”信用等级为AA⁺,维持首创置业主体信用等级为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。
- 销售状况良好,未来业绩有保障。2012年公司房屋销售签约面积和签约金额保持增长,且已售未结转部分较大,公司整体收入锁定比例较高,为2013年业绩稳定提供有力支持。
- 项目资源充足,区域分布分散。2012年公司售项目37个,分布于全国13个地区;2013年,公司在售项目将达到40个,遍及全国15个城市。充足的项目资源为公司业绩增长奠定基础,同时分散的区域分布有利于缓解单一区域的销售压力。

- 货币资金充足。公司 2012 年销售业绩平稳，回款较好，截止 2012 年 12 月 31 日公司货币资金达 86.17 亿元。在目前融资环境趋紧的情况下，充足的货币资金有利于公司合理调配资金，并对债务偿还有保障。

关 注

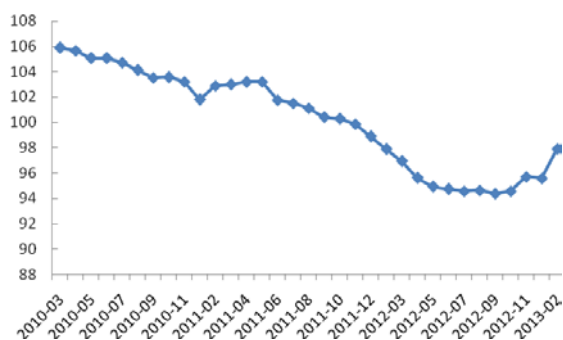
- 从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场的投资和销售增速逐步回落。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策波动对销售、投资造成的影响。
- 财务杠杆比率持续上升。2012 年公司债务规模进一步增长，资产负债率和总资本化比率均较上年有所提升。较高的财务杠杆比率增加了公司总体的财务风险。

行业关注

2012 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。

2012 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的逐步推进，房产税扩大试点范围的预期也不断增强。

图 1：2010-2012 年我国国房景气指数



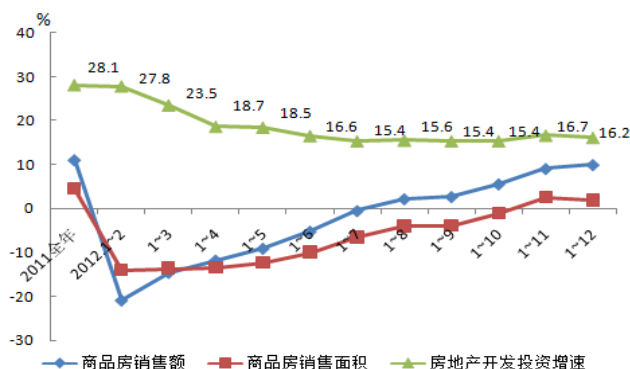
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从景气度来看，国房景气指数 2011 年持续走低，进入 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 94.57 点，较 2011 年末降低 4.5 点。2012 年 9 月份以后，随着金九银十两月销售回升，以及开发商资金状况改善增强，开工能力增强，全国库存压力缓解，房地产景气程度缓慢回升。截止 2012 年 12 月国房景气指数为 95.59，进入 2013 年，国房景气指数承接回升势头，截至 3 月升至 97.56 点。

从需求情况看，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。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 2.6 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 1.1 个百分点。从月度数据看，全国商品房销售在前三季度依旧呈现出低迷态势，房屋销售面积同比降低 4.0%，而销售额仅增长 2.4%。而四季度以来随着开发商积极推盘，当期成交量上涨，并导致全年整体的商品房销售量微增。

图 2：全国商品开发、房销售增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从地区来看，东部地区的销售面积和销售额的增长情况好于中、西部地区，主要系东部地区一、二线城市密集，规模聚集效应优势明显。从全国 24 个样本城市中看，2012 年一、二线城市的销售面积同比分别上涨 33% 和 32%，而三、四线城市涨幅较 2011 年大幅收窄。其原因在于，2011 年一、二线城市深受调控影响，市场需求被严重积压，而随着 2012 年政策效应基本释放完毕，需求得以集中显现；而三、四线城市未在本轮调控政策的覆盖区域，由于近年来在整个行业层面上出现了进军三、四线的浪潮，导致前期诸多热点三、四线城市市场快速膨胀，市场有效需求正遭遇阶段性低谷。

表 1：2012 年中国各区域商品房销售情况

单位：亿平方米、万亿元				
区域	销售面积	增长率	销售额	增长率
东部	5.32	5.7%	3.84	12.9%
中部	3.01	2.0%	1.32	8.5%
西部	2.79	-5.3%	1.30	3.7%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体看来，2012 年在从严格的房地产调控政策影响下，全国商品房销售受到抑制，销售量和销售价格增速继续放缓；尽管 2012 年部分一、二线城市

的商品房销售在年末出现增长，但随着需求集中释放的结束和房地产调控的持续，商品房销售将继续保持低增长态势。

从投资和开工情况看，2012年全国房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。其中，住宅投资49,374亿元，增长11.4%，占房地产开发投资的比重为68.8%。同期，房地产开发企业房屋施工面积573,418万平方米，比上年增长13.2%；其中，住宅施工面积428,964万平方米，增长10.6%。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，比上年下降19.5%，土地成交价款7,410亿元，下降16.7%。2012年房地产开发投资和新开工面积增长速度的回落反映出，在销售市场低迷的背景下，房地产开发企业投资力度有所减弱，投资增速趋于平稳。

货币政策方面，2012年我国货币政策在稳健的基调下，中国人民银行两次利率下调、两次存准率下调，货币供给总体缓慢放松。尽管相关部门仍然严格执行“差别化房贷”政策，但2012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2012年末，主要金融机构及主要农村金融机构、城市信用社、外资银行人民币房地产贷款余额12.11万亿元，同比增长12.8%。其中，地产开发贷款余额8,630亿元，同比增长12.4%；房产开发贷款余额3万亿元，同比增长10.7%；个人购房贷款余额8.1万亿元，同比增长13.5%。

表2：2010~2012年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2010	2011	2012
资金来源合计	72,944	83,246	96,538
增速	26.20%	14.10%	12.7%
其中：			
自筹资金	26,637	34,093	39,083
占比	36.52%	40.96%	40.48%
增速	48.40%	28.00%	11.7%
国内贷款	12,564	12,564	14,778
占比	17.22%	15.09%	15.31%
增速	10.60%	0.00	13.2%
利用外资	790.68	813.63	402
占比	1.08%	0.98%	0.42%
增速	64.90%	2.90%	-48.8%
其他来源	32,952	35,775	42,275
占比	45.17%	42.98%	43.79%
增速	17.70%	8.60%	14.7%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2012年，房地产开发企业本年资金来源累计9.65万亿元，比上年增长12.7%，增速比上年回落1.4个百分点。从资金来源结构来看，2012年房地产开发资金来源中自筹资金占比40.48%，其他资金占比43.79%；在其他资金中，定金及预收款2.66万亿元，增长18.2%，个人按揭贷款1.05万亿元，增长21.3%。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，行业加速洗牌，企业集中度持续上升。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。

2012年以来，国内主要的房地产企业销售情况明显好转，大部分全国性房企累计销售额同比实现正增长，其中万科、绿地集团、保利地产均进入千亿元级梯度。房地产企业的分化则表现为强者更强，大企业领先优势继续扩大，中型企业不进则退，小企业面临边缘化。

经过两轮的宏观调控，房地产行业加速洗牌，企业集中度持续上升，但行业整体利润水平逐渐回落。据国家统计局数据显示，2012年前三季度，行业排名前10的房产企业占全国市场的比例达14.06%，较上年同期增长了1.48个百分点；行业排名前20的房企销售金额占比为19.25%，同比增长

了 2.14 个百分点，行业集中度继续上升。2012 年房地产企业利用市场回暖期加紧去库存化，快销有助于资金回笼，从而使得全年的销售表现优于上年，但去利润化也成为 2012 年行业的主基调。随着政府对房地产行业的调控持续加压，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。

在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。但短期内国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，房产市场仍需要谨慎看待。

短期来看，2013 年对房地产市场“调控”与“保障”仍是政府工作的重点。在 2012 年 12 月 25 日召开的住建部年度工作会议上，住建部部长姜伟新明确表示，2013 年要坚定不移地搞好房地产市场调控，继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和限购措施，坚决抑制投机投资性住房需求，支持合理自住和改善性需求。会议还透露将继续加快推进房产税改革试点扩大工作，随着长效机制的逐渐完善，房产税或将成为房地产调控的新方向，同时，继续加大保障性住房建设力度也仍是 2013 年的重点。2013 年随着新“国五条”的颁布，国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，商品房投资建设和销售速度可能保持低增长态势，市场有望保持相对平稳发展。

长期来看，在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。预计未来新增城镇人口首次置业需求和原有居民改善需求均超过 50 亿平米，旧房更新换代需求近 60 亿平米，因而房地产行业在城镇化过程中拉动内需的地位将日益突出。

中诚信证评认为，房地产行业的波动特征与政策导向高度相关。短期内，调控政策对行业影响主要体现在构建住房双轨体系、扩大市场供给和引导市场合理需求上。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。由于资金、品牌等多方面的差距，行业的快速整合对小

型房企的发展产生一定冲击，未来马太效应仍将继续显现。

业务经营

2012 年，公司销售业绩平稳，房地产开发速度和竣工结算速度加快。2012 年公司实现营业总收入 91.34 亿元，同比增长 21.41%，增速较上年提升 5.56 个百分点。其中房地产开发营业收入 89.74 亿元，同比增长 21.64%，房地产开发业务是公司收入的主要构成，占比 98.25%。

表 3：公司 2010~2012 年公司营业收入分板块情况

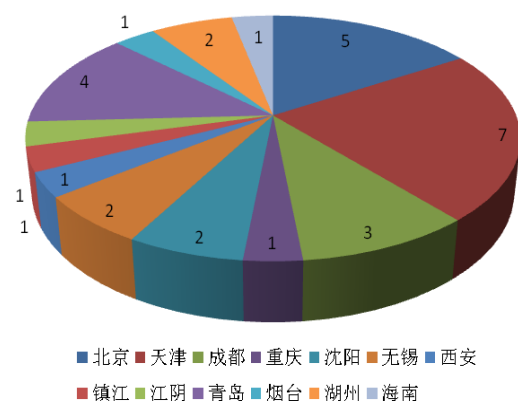
单位：亿元			
业务类型	2010	2011	2012
房地产开发项目	64.04	73.78	89.74
酒店业务	0.88	1.02	1.07
其他	0.1	0.43	0.53
合计	64.93	75.23	91.34

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

2012 年公司于全国布局发展物业 37 个项目，开工面积达到 577 万平方米，新开工面积 196 万平方米，较 2011 年分别增长 15.17% 和 -20.65%，竣工面积达 157 万平方米，同比增长 17.16%，公司项目建设增速较上年有所放缓。2012 年，公司在建项目 31 个，分布于全国 13 个地区，其中 12 个项目位于京津地区。从项目布局看，公司进一步巩固了京津地区优势，并逐步提升环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略核心区域的比例。

图 3：2012 年公司在建项目区域分布情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 4：公司 2011~2012 发展物业部分运营指标

单位：万平方米、亿元

年份	2010	2011	2012
新开工面积	203.5	247	196
竣工面积	70.82	134	157
签约面积	119.1	118.11	173
签约收入	124.7	110.38	133
结算面积	45.7	62.01	81
结算金额	64.06	73.78	91
已售未结算面积	70.2	76	105
已售未结算金额	76.7	87	102

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。2012年公司在售楼盘数目由上年的27个上升至32个，其中京津以外地区新增项目较多；全年在售房源面积263万平方米，同比增长28.29%，其中新推盘面积为176万平方米。2012年公司实现签约面积173万平方米，同比增长46.61%，但受销售均价下降的影响，签约金额仅增长20.49%，为133亿元。从销售价格方面看，2012年销售均价为7,722元/平方米，同比降低19.89%。具体看来，北京和天津地区签约销售均价分别为18,300元/平方米和8,684元/平方米，同比分别下降29.39%和10.29%，京津以外地区签约销售均价约6,373元/平方米，同比降低5.71%。由此看来，尽管受房地产调控政策影响，公司销售均价出现下降，但多区域的项目布局有助于公司缓解价格下降所带来的影响。

截至2012年12月31日，公司已售未结转面积为105万平方米，同比增长38.16%；已售未结转金额102亿元，同比增长17.24%。公司已售未结转金额占当年营业总收入111.67%，且其中92亿元可于2013年确认收入。因此公司整体业绩锁定比例很高，为2013年业绩提供了有力支撑。

从销售的区域分布来看，公司2012年京津地区销售占比有所降低，销售面积占比由上年37%降至28%，销售金额占比由上年的57%降至41%，但京仍占据相当比例。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。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 5：公司 2010~2012 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		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
北京	17%	12%	7%	43%	31%	17%
天津	21%	25%	21%	21%	26%	24%
成渝	21%	33%	28%	11%	20%	20%
其他	41%	30%	44%	25%	23%	39%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2012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1.07亿元，平均入住率约74%，较上年提升6个百分点。公司目前正在考虑逐步退出单一酒店的开发经营，逐步探索住宅、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营运模式。

2013年，公司各地布局项目将全面进入销售阶段，在售项目将超过40个，遍及全国15个城市，计划新盘面积达到310万平方米，在售房源总面积将达到400万平方米。在保障货源充足的同时，公司将不断加大刚需产品的配置比例，提高单个项目销售去化率，并积极应对市场变化，弹性定价，以扩大销售规模。在投资物业方面，2012年公司收购北京和湖州奥特莱斯项目合作方股权，出售所持有的佛山奥特莱斯项目股权，集中资源于优势区域，推动公司商业地产业务全面提速。其中北京奥特莱斯预计将于2013年5月试运营，湖州和海南奥特莱斯招商也将全面启动。

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，储备区域和土地用途分散，有利于分散公司经营风险

2012年公司共新增土地储备286万平方米，总代价41亿元，截至2012年12月31日，公司尚有10亿元未付土地款。截至2012年12月31日，公司拥有土

地储备总建筑面积952万平方米，可售楼面面积838万平方米。从可售楼面面积区域分布看，京津地区占24%、昆山占16%、沈阳占14%、成渝地区占11%，其余地区均占10%以下。从土地用途计算，约69%为住宅用地、14%为商业用地、4%为写字楼、2%为酒店用地。现有土地储备足以满足公司未来三至四年发展需求，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。

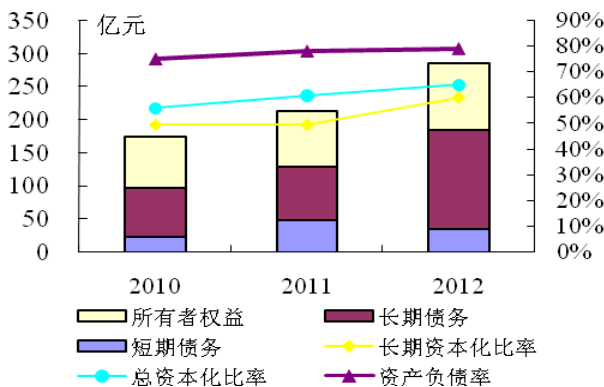
总体看，公司目前土地储备充足，土地成本相对较低，且储备区域和土地用途较为分散，有助于公司未来抵御短期市场波动风险，获取由不同经济发展状况城市组成的投资组合带来的稳定投资回报。

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2010~2012年合并财务报表。

资本结构

图 4：2010~2012 年公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年公司继续推进项目建设，通过销售回款和债务融资满足资金需求，资产和负债规模稳步增长。截至2012年12月31日，公司总资产达到475.36亿元，同比增长25.78%，总负债375.33亿元，同比增长27.31%。截至2012年12月31日，公司资产负债率78.96%，较上年基本持平；总资本化比率69.09%，同比上涨8.13个百分点。若剔除期末账面77.29亿元预收账款的影响，公司资产负债率将降至74.87%。近年来房地产政策复杂多变，融资环境趋紧，公司

财务杠杆维持较高水平。

债务结构方面，截至2012年12月31日，公司总债务185.75亿元，其中长期债务为150.77亿元，短期债务为34.98亿元，长期债务占比为0.23。考虑到房地产开发项目长周期的特性，以长期债务为主的期限结构有利于保持业务开发资金来源的稳定性。

总体来看，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

截至2012年12月31日公司流动资产占总资产的比重为79.56%。从流动资产构成看，货币资金及存货依然是流动资产主要部分，截至2012年12月31日，上述两项资产合计占流动资产的86.04%，其中货币资金86.17亿元，较上年基本持平。

表 6：2010~2012 年公司存货分析

单位：亿元

	2010	2011	2012
存货	153.78	225.69	239.21
存货余额同比增长	37.92%	46.76%	5.99%
开发成本	128.19	195.75	205.96
开发成本/存货	83.36%	86.73%	86.00%
开发产品	22.85	28.84	29.90
开发产品/存货	14.86%	12.78%	12.49%
(开发成本+开发产品) / 存货	98.22%	99.51%	98.49%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2012年公司继续推进项目建设，全年复工面积及新增面积均保持增长。2012年12月31日存货余额239.21亿元，同比增长5.99%，其中开发成本占86.00%，开发产品占12.49%。近两年来上述两项占存货的比例保持稳定。

资产周转率来看，2012年公司的存货周转率为0.27，同比增长3个百分点。2012年公司积极采取迎合市场需求的措施，提高产品去化速度，使得公司当年存货周转速度有所提升。

表 7：2010~2012 年公司资产周转情况

	2010	2011	2012
存货周转率	0.29	0.24	0.27
总资产周转率	0.25	0.22	0.21

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在现金获取能力上，2012年公司销售回款良好，当年公司经营活动现金流入92.27亿元，为持续的项目开发提供一定的资金支持，缓解公司在货币紧缩政策下的融资压力。

盈利能力

2012年公司推盘速度加快，销售回款情况良好，公司2012年营业总收入达到了91.34亿元，实现同比增长21.41%。截至2012年12月31日，公司预收账款为77.29亿元，占当年营业总收入的84.62%，为公司2013年的收入实现提供了有力的支撑。

毛利率方面，2012年公司为应对房地产市场调控，弹性定价，使得房地产业务毛利率下降6.35个百分点，对整体毛利水平造成影响。而酒店业务方面，随着酒店入住率的提升，公司2012年酒店业务毛利率提升4.69个百分点，为6.42%，为公司整体盈利能力提供一定补充。综合看来，尽管公司房地产业务毛利率有所降低，但公司依旧保持较好的盈利能力。2012年公司毛利率为32.56%（扣除营业税及附加的口径为21.54%）。

表 8：2012 年公司业务板块毛利率情况

	毛利率	同比变化（%）
房地产开发	32.48%	-6.35
酒店业务	6.42%	4.69

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在期间费用方面，2012年，由于公司推动不同区域新推项目销售，相应的销售费用和管理费用均较上年有所上升。财务费用方面，2012年公司利息支出共计13.47亿元，其中11.34亿元以资本化方式处理，加之部分利息收入和汇兑收益，公司2012年财务费用为-0.94亿元。受此影响，公司三费收入占比降至5.28%。

表 9：2010~2012 年公司三费收入占比情况

	2010	2011	2012
销售费用(亿元)	1.83	2.44	2.78
管理费用(亿元)	1.75	2.92	2.98
财务费用(亿元)	0.37	0.18	-0.94
三费合计(亿元)	3.95	5.55	4.83
三费收入占比	6.08%	7.38%	5.28%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年，受益于收入的增长，和较好的赢利能力，公司全年净利润为13.34亿元，同比增长13.02%，归属于母公司所有者净利润达到11.11亿元，同比增长11.25%。2012年公司所有者权益收益率为13.33%，较以前年度基本保持稳定。

总体来看，公司进入平稳扩张期，具备较好的盈利能力，营业利润有所增长，2013年公司将加大推盘规模，预计收入规模将稳步提升。

偿债能力

2012年公司实现EBITDA为19.35亿元，较上年增长11.12%，资金获取能力持续提升。截至2012年12月31日，公司总债务/EBITDA上升为9.60，EBITDA利息倍数下降至1.44，债务规模的较快增加使得EBITDA对付息债务及利息的保障能力均有所减弱。

从债务规模来看，截至2012年12月31日，公司总债务为185.75亿元，较上年增长55.99亿元，其中短期债务34.98亿元，同期公司货币资金86.17亿元，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，届时公司的偿债压力可能有所增加。此外，2012年11月，公司于香港发行3年期人民币公司债20亿元，票面利率7.60%，每半年付息一次，短期内公司的利息支出将加，其短期偿债压力可能提升，我们将予以持续关注。

表 10: 2010~2012 年公司长期偿债能力指标

	2010	2011	2012
总债务 (亿元)	97.72	129.76	185.75
长期债务 (亿元)	74.68	81.34	150.77
EBITDA (亿元)	15.78	17.41	19.35
EBITDA 利息倍数 (X)	3.51	2.04	1.44
总债务/EBITDA (X)	6.19	7.45	9.60
经营活动净现金/总债务 (X)	0.16	-0.03	-0.01
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.68	-0.09	-0.05
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.49	-0.50	-0.13

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至2012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38.23亿元, 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。

目前公司与多家银行建立了长期的战略合作伙伴关系, 公司2012年银行授信额度为460亿元, 截至2012年2月末公司尚未使用的信用额度为405亿元。

总体看, 2012年, 公司业务运营稳定, 盈利能力较好, 销售回款情况良好, 货币资金充裕, 对付息债务的偿还能力强。但公司债务规模扩张较快, 财务杠杆不断增加, 财务风险有所增大。

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。

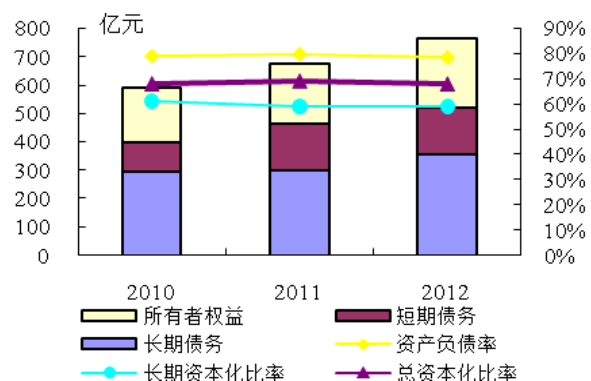
首创置业是集团房地产业务的核心载体, 是北京大型综合性房地产营开发商之一。目前公司房地产项目以京津地区为核心, 并逐步进入环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略区域。2012年首创置业实现营业总收入91.34亿元, 净利润13.34亿元。

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2012年12月31日, 集团总资产达到1,126.00亿元, 同比增长10.18%, 所有者权益达到244.69亿元, 同比增长17.51%。同时, 2012年集团债务规模保持增长。截至2012年12月31日, 集团资产负债率和总资本化比率分别为78.27%、67.87%, 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 5: 2010~2012 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, 2012年集团付息债务增长较快, 截至2012年12月31日, 集团总债务达到516.78亿元, 同比增长11.23%, 其中长期债务354.93亿元, 同比增长18.46%, 短期债务161.85亿元, 同比降低

1.91%。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，2012年集团收入规模持续稳步提升，全年营业总收入达到196.92亿元，同比增长5.12%，其中主营业务收入190.41亿元，同比增长8.95%。此外，营业外收入也是集团的重要利润来源，以政府补贴为主，2012年公司营业外收入3.91亿元，其中政府补贴2.32亿元。2012年集团实现利润总额25.26亿元，净利润为17.15亿元。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。

表 11：2012 年集团主营业务收入情况

单位：亿元

	收入	同比	占比
担保业务	2.64	18.40%	1.39%
服务费	4.33	37.70%	2.28%
通行费	8.95	0.80%	4.70%
饭店、餐饮	3.02	4.52%	1.59%
工程项目	17.15	34.80%	9.01%
租赁、物业	1.46	34.63%	0.77%
商品销售	44.37	15.92%	23.30%
采暖、污水处理	12.85	4.56%	6.75%
房屋销售	90.71	0.55%	47.64%
土地开发	4.26	71.37%	2.24%

数据来源：集团公司提供，中诚信证评整理

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 12：2010~2012 年首创集团部分财务指标

	2010	2011	2012
长期债务（亿元）	294.04	299.61	354.93
总债务（亿元）	398.96	464.61	516.78
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.09	0.03	0.05
经营活动净现金/ 短期债务（X）	0.33	0.08	0.13
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	8.41	8.65	9.47
EBITDA 利息倍数	2.69	2.63	2.51

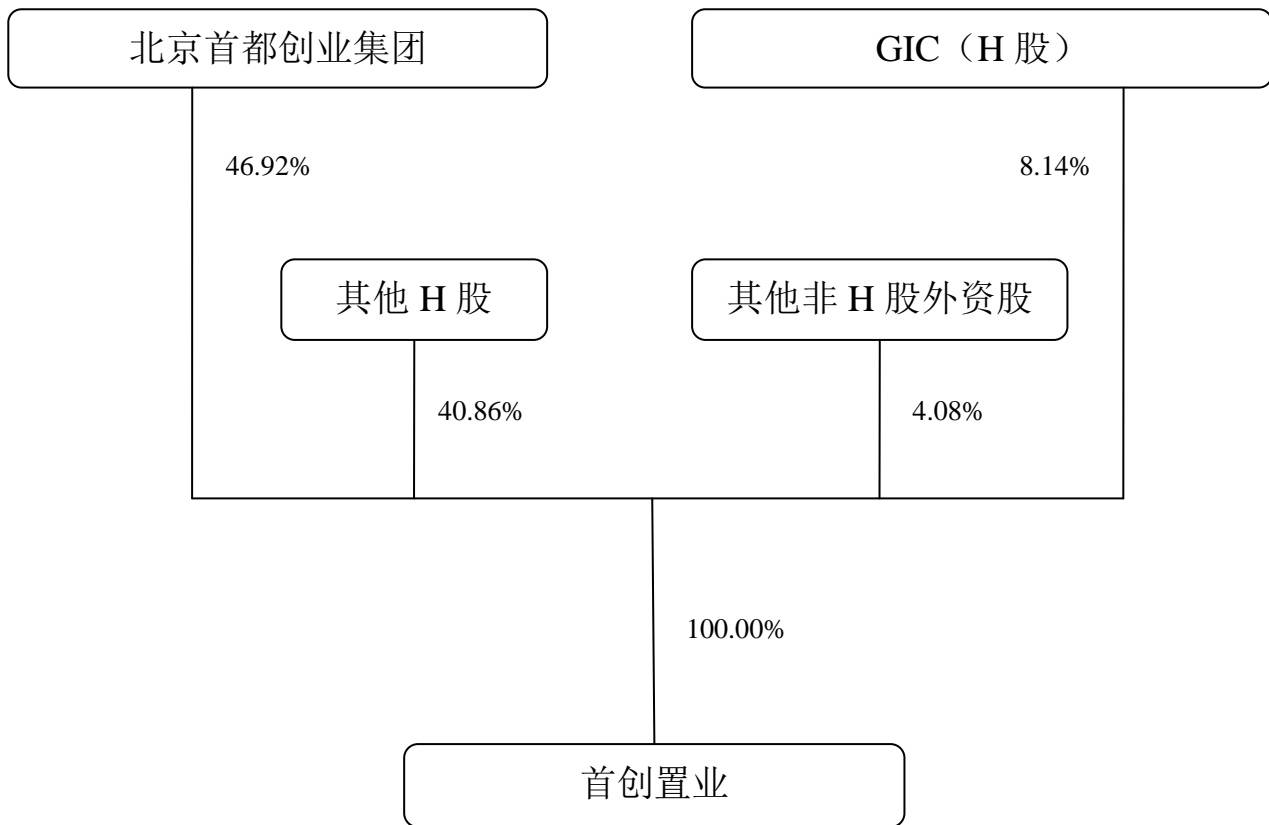
数据来源：集团公司提供，中诚信证评整理

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

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为AA⁺，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架构图（截至 2012 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)	2010	2011	2012
货币资金	846,006.80	835,224.30	861,677.30
应收账款净额	38,536.40	13,998.70	3,487.60
存货净额	1,537,826.10	2,256,890.80	2,392,124.00
流动资产	2,692,243.00	3,294,417.50	3,781,857.90
总资产	3,051,378.70	182,276.10	190,054.90
预收账款	733,683.40	179,738.40	614,089.80
短期债务	230,311.10	3,779,420.20	4,753,648.80
长期债务	746,839.10	484,152.20	349,774.00
总债务(短期债务+长期债务)	977,150.20	813,426.10	1,507,691.30
总负债	2,288,384.10	1,297,578.30	1,857,465.30
所有者权益(含少数股东权益)	762,994.60	2,948,288.40	3,753,347.70
营业总收入	649,379.50	831,131.80	1,000,301.10
三费前利润	176,352.80	752,332.10	913,405.40
投资收益	4,365.40	209,212.20	215,693.40
净利润	106,092.50	9,829.10	8,542.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	157,763.80	118,003.90	133,366.30
经营活动产生现金净流量	156,549.80	174,148.90	193,517.60
投资活动产生现金净流量	-77,480.90	-43,024.00	-17,464.00
筹资活动产生现金净流量	275,997.80	-87,384.80	-297,711.10
现金及现金等价物净增加额	355,007.20	85,452.80	323,029.50
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率(%)	39.98	38.67	32.56
所有者权益收益率(%)	13.90	14.20	13.33
EBITDA/营业总收入(%)	24.29	23.15	21.19
速动比率(X)	0.76	0.49	0.64
经营活动净现金/总债务(X)	0.16	-0.03	-0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	0.68	-0.09	-0.05
经营活动净现金/利息支出(X)	3.49	-0.50	-0.13
EBITDA 利息倍数(X)	3.51	2.04	1.44
总债务/EBITDA(X)	6.19	7.45	9.60
资产负债率(%)	75.00	78.01	78.96
总债务/总资本(%)	56.15	60.96	69.09
长期资本化比率(%)	49.46	49.46	64.46

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
货币资金	1,831,975.51	2,166,601.28	1,683,873.75
应收账款净额	119,258.98	158,969.96	197,557.30
存货净额	2,053,147.21	2,827,985.16	3,128,713.90
流动资产	5,450,840.48	6,476,845.34	6,846,595.03
总资产	8,892,615.04	10,219,410.66	11,260,008.06
短期债务	1,049,232.70	1,649,914.42	1,618,475.27
长期债务	2,940,410.17	2,996,086.44	3,549,291.99
总债务（短期债务+长期债务）	3,989,642.87	4,646,000.86	5,167,767.26
总负债	7,012,499.27	8,137,119.36	8,813,098.13
所有者权益（含少数股东权益）	1,880,115.77	2,082,291.29	2,446,909.93
营业总收入	1,637,597.47	1,873,198.02	1,969,196.07
三费前利润	523,603.66	578,622.36	512,146.30
投资收益	36,454.32	93,102.12	83,002.99
净利润	155,442.21	170,090.46	171,469.40
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
投资活动产生现金净流量	-285,384.22	-145,871.25	-773,032.33
筹资活动产生现金净流量	299,820.17	212,537.13	78,063.96
现金及现金等价物净增加额	360,079.38	193,196.18	-475,674.09
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	38.54	37.25	32.55
所有者权益收益率（%）	8.27	8.17	7.01
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
经营活动净现金/短期债务（X）	0.33	0.08	0.13
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
总债务/总资本（%）	67.97	69.05	67.87
长期资本化比率（%）	61.00	59.00	59.19

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。