

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。



(在中華人民共和國註冊成立之股份有限公司)

(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13.09(2)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2011 年公司債券跟踪評級報告》。

承董事會命  
首創置業股份有限公司  
公司秘書  
李馨揚

香港，二零一一年六月二十二日

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、曹桂杰女士及朱敏女士；及獨立非執行董事柯建民先生、李兆杰先生及吳育強先生。



# 信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪028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<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会

二零一一年六月二十一日

## 首创置业股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告

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	人民币 10 亿元
存续期限	2009/09/24 - 2014/09/23
上次评级时间	2010/05/13
上次评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup>
	主体级别 AA 评级展望: 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA <sup>+</sup>
	主体级别 AA 评级展望: 稳定

## 概况数据

首创置业	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	61.20	66.37	76.30
总资产(亿元)	190.26	223.82	305.14
总债务(亿元)	63.84	62.51	95.48
营业收入(亿元)	51.68	53.93	64.94
主营业务毛利率(%)	37.27	37.23	39.98
EBITDA(亿元)	13.38	15.18	18.76
所有者权益收益率(%)	12.02	13.38	13.90
资产负债率(%)	67.84	70.35	75.00
总债务/EBITDA(X)	4.77	4.12	5.09
EBITDA 利息倍数(X)	2.61	3.45	2.51
北京首都创业集团	2008	2009	2010
货币资金(亿元)	101.35	159.15	183.20
所有者权益(亿元)	159.06	172.57	188.57
总资产(亿元)	727.28	786.95	889.69
总债务(亿元)	332.81	343.03	396.73
EBITDA(亿元)	34.83	47.84	47.50
资产负债率(%)	78.13	78.07	78.81

## 分析师

刘 琳 liu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090 (010) 57602232

Fax: (021) 51019030 (010) 57602299

www.ccxr.com.cn

2011 年 6 月 21 日

## 基本观点

2010年,中国房地产市场在政策调控和流动性支持的相互作用下实现了小幅增长,在此背景下,首创置业股份有限公司(以下简称为“首创置业”或“公司”)销售规模持续较快增长,且盈利状况快速提升,未来业绩有较大支撑;公司区域布局更加完善,土地储备规模持续增长,为未来发展奠定了基础。但同时,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)注意到,房地产政策复杂多变,融资环境趋紧,公司财务杠杆比率依然较高,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(以下简称为“集团”)规模实力不断增强,集团基础设施、房地产、金融服务三大板块业务协同效应不断显现,整体综合实力持续提升,其下属基础设施板块受经济周期波动影响很小,在宏观经济波动环境中的抗风险能力逐渐增强。

综上,中诚信证评评定本次公司债券信用等级为AA<sup>+</sup>,维持首创置业主体信用等级AA,评级展望为稳定。

## 正 面

- 行业长期看好,行业整合有加速趋势。在经济增长、城市化进程加快、居民住房需求增长等因素的推动下,中国房地产行业增长趋势仍将在较长时期得以维持;土地成本波动、金融财税等政策调整短期内虽可能对市场预期和行业盈利水平产生影响,但同时也相应地提高了行业进入门槛和经营管理的难度,这将为综合实力强、品牌影响力大的大型房地产企业提供市场整合机会,优势房地产企业的综合竞争力将得到加强。
- 销售情况良好,未来业绩有保障。2010年公司实现签约面积119万平方米,签约金额125亿元,均同比增长18%。截至2010年末,已售未结转金额76.7亿元,同比增长62.50%,且其中72亿元计划于2011年确认收入。公司整体业绩锁定比例很高,为2011年业绩提供了有力支

撑。

- 土地储备较为充足。截至 2011 年 3 月末，公司土地储备总未售楼面面积达 971 万平方米，可售面积 808 万平方米，其中权益可售楼面面积 504 万平方米，满足未来三至四年发展需要。
- 货币资金充裕。2010 年公司销售大幅提升，回款较好，截至 2010 年末公司货币资金达到 84.60 亿元，占流动资产比例提升至 31.42%。在目前整体信贷环境趋紧的情况下，充足的货币资金有利于公司合理调配资金、降低资金成本。
- 股东实力不断增强。首创集团是北京市国资委所属的大型国有独资企业，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主业，其水务业务的全国市场布局初步形成，行业龙头地位稳固。首创集团规模持续壮大，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。

## 关 注

- 作为政策导向性非常明显的行业，需要注意短期内政策波动对房地产市场的影响。房地产企业融资渠道日益收紧和近期部分地方政府出台严厉的限购政策均加大了 2011 年中国房地产市场的不确定性。
- 财务杠杆比率持续增高。截至 2010 年末，公司资产负债率 75.00%，同比上涨 4.65 个百分点；总资本化比率 55.58%，同比上涨 7.08 个百分点。2010 年以来房地产政策复杂多变，融资环境趋紧，较高的财务杠杆比率增加了公司总体的财务风险。

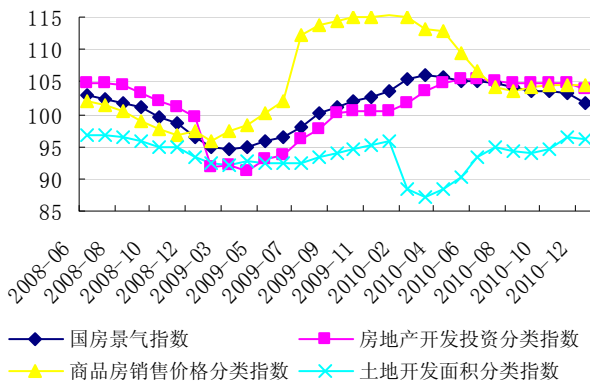
## 行业关注

频繁出台的房地产调控政策降低了 2010 年中国房地产市场的热度，但三、四线城市需求增长、市场房屋供应增加及部分投资性需求的存在支撑了行业整体增长，投资和新一轮开工大增使 2011 年商品房供给充足

2010 年 4 月 17 日中央发布了《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，2010 年 9 月 29 日又出台多项措施进一步加大 4 月新政的执行力度，两个政策具体措施包括实行差别化房贷政策、提高首套和二套房首付比例、提高二套房贷利率、限制三套房贷款发放、部分城市一定时期内限购等。自 4 月份政策发布以来，房地产市场过热态势得到了遏制，成交量减少，房价高位小幅波动，至 2010 年底市场才重现集中成交的活跃态势。

从全年的情况看，在调控政策的影响下，国房景气指数全年持续走低，但仍保持在 100 点以上的景气区间内。4 月份政策出台后，房价涨幅趋缓，商品房销售价格指数逐月回落，但全年房价依然保持增长。

图 1：2008 年 6 月以来中国部分国房景气指数



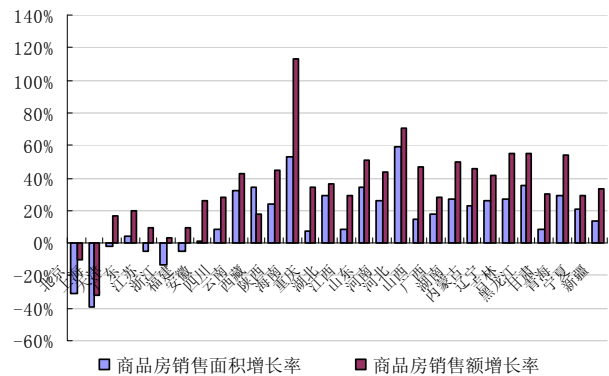
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

成交量方面，2010 年全国商品房实现销售面积和销售额分别为 10.43 亿平方米和 5.25 万亿元，分别较上年增长 10.1% 和 18.3%，增速较上年大幅降低 32 和 57.2 个百分点，国家遏制房价过快上涨的政策取得了一定的效果。

在调控政策频出的背景下，主要城市的成交量增速普遍下滑，占全国市场的比重也明显下降，与之相对应的，是三四线城市成交量的增长。从区域分布来看，经济较为发达的东部区域成交面积增长

减速的情况最为明显，而中部和西部区域受影响则相对较小。另一方面，尽管市场销售速度在政策出台后普遍降低，但随着 2009 年市场回暖后新增加的开工从 2010 年三季度开始陆续转化为市场供应，市场可售资源量有所增长，这为 2010 年底成交量上升奠定了一定基础。

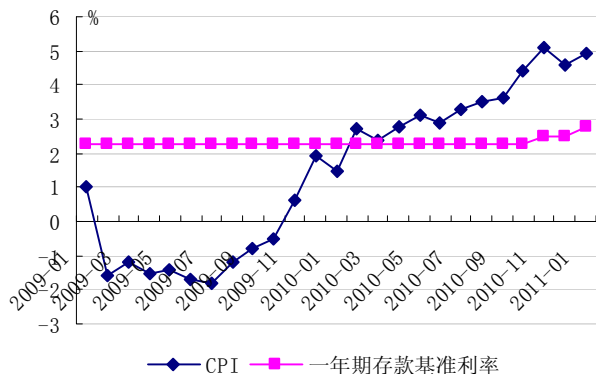
图 2：2010 年中国各省区及直辖市商品房销售增长情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

此外，显著的通货膨胀也催生出一部分投资需求。2010 年中国 CPI 持续上涨，2010 年 11 月升至 5.1%，而同期金融机构一年期存款基准利率为 2.5%，由此，增持房产也成为一部分居民选择抵御通胀的重要手段。整体看，虽然调控政策使房地产市场降温，但三四线城市的需求增长和新房供应增加以及部分投资性需求的存在仍然支撑了行业的整体增长。

图 3：2009~2010 年 CPI 与基准利率的对比

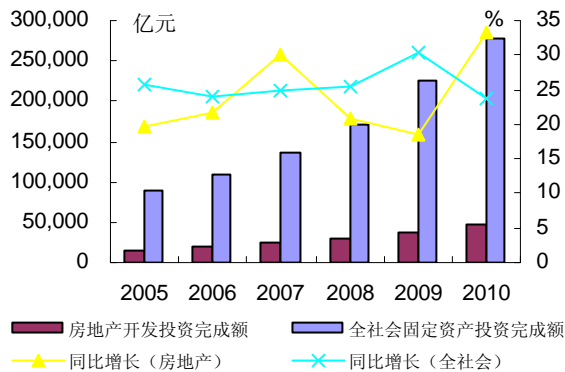


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从投资和新一轮开工情况看，2010 年中国房地产开发投资增速达 33.2%，较上年快 17.1 个百分点，超全社会固定资产投资增速 9.4 个百分点。同时，2010 年市场新开工面积 16.38 亿平方米，较上年大幅增长 40.7%，是近十年来的高点。2010 年房地产开发

投资的恢复和新开工面积的大幅增长反映了房地产企业对市场的信心，同时保障未来一年的房屋供给充足。

图 4：2005~2010 年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

从供求指标来看，2010 年施工面积、新开工面积与销售面积的比重较 2009 年均有所恢复，未来一年的市场供应比较充足。

表 1：2008~2010 年全国商品房供需相关指标

	施工面积/销售面积	新开工面积/销售面积
2008	4.42	1.57
2009	3.41	1.23
2010	3.89	1.57

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2010 年购置土地面积 4.10 亿平方米，较上年增长 28.4%，土地购置费 9,992 亿元，较上年增长 65.9%。尽管土地成交保持较高增速，但是土地市场的整体热度较 2009 年地王频出已降温很多，随着政策调控力度加大，房地产企业的拿地行为将更加理性。

### 持续紧缩的融资渠道以及愈发严厉的调控政策，将增大 2011 年房地产市场的不确定性，加速行业整合

2010 年，作为房地产调控的配套政策，资本市场和银行均收紧了房地产融资。资本市场上进行股权和债权融资均需经土地管理部门审批，2010 年没有一家房地产企业或含房地产业务的企业在中国资本市场上融资成功。银行方面，严格执行“四证齐全”的放款条件。从房地产开发投资资金来源看，2010 年来自国内贷款的资金较上年仅增长 10%，增速较上年大幅下降 39 个百分点，而国内贷款在总的资金来源的中占比也下降约 2.5 个百分点至

17.3%。相反，预售款以及信托、委托贷款等其他形式的自筹资金的增速加快。

表 2：2009~2010 年房地产开发投资资金来源

	2009	2010
资金来源合计 (亿元)	57,127.63	72,494.00
增速	44.2%	25.4%
其中：自筹资金 (亿元)	17,905.99	26,705.00
占比	31.34%	36.84%
增速	16.9%	48.8%
国内贷款 (亿元)	11,292.69	12,540.00
占比	19.77%	17.30%
增速	48.5%	10.3%
利用外资 (亿元)	469.73	796.00
占比	0.82%	1.10%
增速	-35.5%	66.0%
其他来源 (亿元)	27,459.22	32,454.00
占比	48.07%	44.77%
增速	71.9%	15.9%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

我们认为，2011 年国家调控房地产的决心未变，房地产企业在资本市场上的融资依然较难突破。同时管理通货膨胀是 2011 年政府工作的重点，货币政策由适度宽松转为稳健，市场流动性将持续收紧，2011 年以来国家 6 次上调大型金融机构存款准备金率至 21.5% 的高点，且一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点至 6.06%。信贷收紧和可能的进一步加息都将使房地产企业的银行融资更加艰难，融资成本上升。

在政策方面，2011 年 1 月末更为严厉的房地产调控政策“新国八条”出台，二套房首付比例进一步提高至 60%。随后各地方落实“新国八条”的严厉的限购政策细则出台。我们认为，限购政策的出台和严格执行将极大抑制房地产市场的投资投机性购房需求，市场短期内可能会出现成交迅速放缓的态势。未来，该政策导致的成交量和价格的下跌幅度将取决于限购政策执行期限、力度和具体措施的调整。愈发严厉的调控政策使 2011 年的房地产市场具有很大不确定性。

表 3: 2011 年 1 月以来各地方出台的主要限购政策

城市	限购政策
北京	已有 1 套房的本地户籍居民家庭、5 年个税或社保缴纳证明限购一套；已有 2 套房的本地户籍居民家庭、已有 1 套的非本地户籍居民家庭、不能提供 5 年以上本市个税或社保缴纳证明的非本地户籍居民家庭，暂停向其售房
上海	已有 1 套房的本地户籍居民家庭、2 年个税或社保缴纳证明限购一套；已有 2 套房的本地户籍居民家庭、已有 1 套的非本地户籍居民家庭、不能提供 2 年以上本市个税或社保缴纳证明的非本地户籍居民家庭，暂停向其售房
青岛、南京、长春	已有 1 套房的本地户籍居民家庭、1 年个税或社保缴纳证明限购一套；已有 2 套房的本地户籍居民家庭、已有 1 套的非本地户籍居民家庭、不能提供 1 年以上本市个税或社保缴纳证明的非本地户籍居民家庭，暂停向其售房
广州	广州十区二市全部行政区域范围都将执行限购政策；明确户籍家庭限购第三套房，非户籍家庭限购第二套房
成都、贵阳、南宁	对主城区暂时实行住房限购措施

资料来源：中诚信证评整理

在国内融资渠道持续收紧和调控政策愈发严厉的环境下房地产企业面临较大的资金压力和流动性风险。同时 2011 年房屋供给增长而需求被抑制，供需关系的变化使行业竞争加剧。产品定位、经营策略与市场调控政策不相适应以及规模小、资金实力和外部支持弱的企业面临较大流动性风险，竞争力弱；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，行业整合将加速，行业集中度有望提高。

## 业务运营

2010 年，中国房地产市场发展趋缓，而公司销售业绩持续提升，竣工结算速度加快。2010 年公司实现营业总收入 64.94 亿元，同比增长 20.40%，增速较上年提高 16.03 个百分点。其中房地产开发营业收入 63.01 亿元，同比增长 18.88%。

表 4: 公司 2008~2010 年公司营业收入分板块情况

单位：亿元			
业务类型	2008	2009	2010
房地产开发项目	48.72	53.08	63.01
酒店业务	2.96	0.85	0.88
其他	0.01	-	-
合计	51.68	53.93	64.93

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 项目开发运营

2010 年公司于全国十个城市布局 27 个项目，开工面积达到 324 万平方米，新开工面积 203 万平方米，较 2009 年分别增长 72% 和 184%。截至 2010 年末，公司在建项目 21 个，其中北京 5 个，天津 5 个，沈阳 2 个，成都 3 个，西安 1 个，重庆 1 个，无锡 2 个，湖州 1 个，佛山 1 个。公司进一步巩固了京津地区优势，并逐步进入环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略核心区域。

表 5: 公司 2008~2010 年运营情况

单位：万平方米、亿元			
	2008	2009	2010
新开工面积	75.0	71.6	203.5
竣工面积	98.8	82.5	70.82
签约面积	33.79	101.08	119.1
签约金额	37.43	105.99	124.7
结算面积	44.44	57	45.7
结算金额	48.72	53.9	64.06
已售未结面积	17.03	40.6	70.2
已售未结金额	18.00	47.2	76.7

注：签约面积指已签订销售合同的房屋面积。

资料来源：公司定期报告

销售方面，公司根据市场行情调整开盘节奏，加大推盘力度，全年在售楼盘数目由 2009 年的 16 个上升为 22 个，其中京津地区在售项目 13 个，成都、无锡、沈阳、西安、重庆等二、三线城市在售项目 9 个，全年新推盘面积达到 150 万平方米，同比大幅增长逾 68%；全年在售房源面积 198 万平方米，同比增长 22%。大规模推盘使得公司销售业绩持续提升，2010 年公司实现签约面积 119 万平方米，签约金额 125 亿元，均同比增长 18%。2011 年公司计划新推盘面积达到 220 万平方米，未来公司销售规模有望稳步提升。

销售价格方面，2010年公司各区域的销售均价均稳步提升，北京地区签约销售均价约达人民币29,506元/平方米，同比上升29%，北京以外地区签约销售均价约达人民币7,332元/平方米，同比增长26%。预计2011年北京地区及北京以外地区的住宅销售价格将保持平稳发展。

截至2010年末，公司已售未结转面积为70.2万平方米，同比增长72.91%；已售未结转金额76.7亿元，同比增长62.50%。公司已售未结转金额占当年营业总收入118.11%，且其中72亿元计划于2011年确认收入。公司整体业绩锁定比例很高，为2011年业绩提供了有力支撑。

从区域分布来看，京津地区依然是公司收入的主要来源，2010年京津地区收入占比合计为87.08%，同比有所上升，这主要因为北京高端物业确认收入所致。未来公司京外项目增多，京津地区占比有减小趋势。

**表6：公司2009~2010年房地产业务收入地区占比**

	主营业务收入占比	
	2009	2010
北京	54.70%	70.06%
天津	20.04%	17.02%
成都	18.08%	9.05%
无锡	7.18%	3.87%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售的区域分布来看，公司2010年北京、天津地区销售占比有所减小，全年京津地区销售面积及金额占总体比例分别为38.22%和64.17%，同比分别下降21.53及17.34个百分点。短期内公司在京津地区的房地产业务还将占据相当比例，但京津以外地区业务占比将呈现上升趋势。

**表7：公司2009~2010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	
	2009	2010	2009	2010
北京	30.66%	17.22%	61.89%	42.87%
天津	29.08%	21.00%	19.62%	21.30%
成都	13.85%	20.51%	7.17%	10.51%
无锡	7.42%	9.42%	3.68%	6.62%
沈阳	5.84%	9.68%	2.45%	6.55%
西安	13.16%	14.14%	5.19%	7.41%
重庆	0.00%	8.03%	0.00%	4.74%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2010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0.88亿元，平均入住率约64%，上升4个百分点。鉴于酒店业务收入占公司总收入比重不断下降，公司目前正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运营模式。

未来，公司将提高中小户型产品的推盘比例，紧贴市场需求，以快速周转，扩大规模为目标，灵活定价，争取最佳的量价匹配。对于核心地段的高档住宅及低密度产品，将凭借稀缺资源，进一步提升产品品质和客户满意度，保持价格稳定。

总体来看，公司除聚焦京津等核心战略城市外，同时深耕成都、西安、重庆等中西南区域已进入城市，更成功进入珠三角区域，于广东佛山发展商业综合体项目，同时亦于湖州、镇江分别获得大型商业综合体和住宅项目，进一步巩固了公司在长三角区域的市场地位。

## 土地储备

2010年公司共新增2个土地储备项目，总建筑面积58.35万平方米。同期，公司完成北京、天津、南京、海南等地多个土地开发项目考察，并与当地政府达成合作意向，土地开发意向面积逾1,000万平方米。

**表8：2010年公司新增土地储备情况**

单位：万平方米、亿元

	性质	总建筑面积	总价款
北京长阳镇项目	住宅/商业	36	2.8
北京黄辛庄项目	住宅	22.35	4.1
合计	-	58.35	6.9

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2011年以来，公司通过收购方式取得北京密云项目，规划建筑面积28万平方米，继续巩固北京地区优势地位；通过公开市场成功竞得青岛城阳写字楼及商务公寓项目，规划建筑面积24万平方米；通过早期介入土地开发，成功竞得天津武清19万平方米住宅项目，公司土地一二级联动开发业务模式取得实质性突破，并为全国范围内拓展土地开发业务积累了宝贵经验。

截至2011年3月末，公司土地储备总未售楼面



面积达971万平方米，可售面积808万平方米，其中权益可售楼面面积504万平方米，满足未来三至四年发展需要。

从土地储备的区域分布来看，京津地区占比持续下降至25.6%，沈阳8.9%，青岛2.3%，成渝18.8%，西安13.1%，无锡2.4%，湖州7.0%，镇江2.5%，佛山19.4%。

从土地储备的用途来看，住宅用地约占85%，商业用地约占13%，酒店用地约占2%。公司以中、高档住宅开发为主，商业地产的开发运营为辅，通过“新型住宅产业综合体”开发模式实现住宅和商业地产的联动升值。

截至2010年末，公司未支付土地款约5亿元，地价款支付压力较小。

未来，公司将按照中长期土地储备战略规划，聚焦京津等战略中心城市，深耕成都、西安、重庆等中西南区域已进入城市，同时开拓南京、无锡、镇江为重点的长三角区域和开拓佛山、海南为重点的泛珠三角区域，形成四大区域、以点带面的均衡布局；在业务模式方面积极创新，初步形成传统住宅开发、新型住宅产业综合体开发、土地开发等三条业务线，充分发挥公司综合营运优势，与母公司首创集团基础设施业务协同互动、创新境内外大型金融机构的合作模式，拓宽国际专业合作伙伴资源，综合运用招拍挂和并购等多种手段持续储备优质项目资源。

## 财务分析

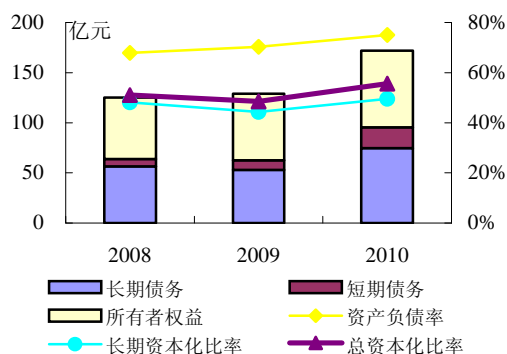
以下分析基于首创置业股份有限公司提供的经普华永道中天会计师事务所出具标准无保留意见的2008~2010年三年审计报告。

### 资本结构

2010年公司业务规模持续快速扩张，资产规模稳步增长。截至2010年末，公司总资产达到305.14亿元，同比增长36.33%，所有者权益合计76.30亿元，同比增长14.96%。截至2010年末，公司资产负债率75.00%，同比上涨4.65个百分点；总资本化比率55.58%，同比上涨7.08个百分点。若剔除期末账面73.37亿元预收账款的影响，公司资产负债率将降至67.08%，与同行业企业相比均略微偏高。2010年以

来房地产政策复杂多变，融资环境趋紧，公司财务杠杆有不断上升趋势。

图5：2008~2010年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

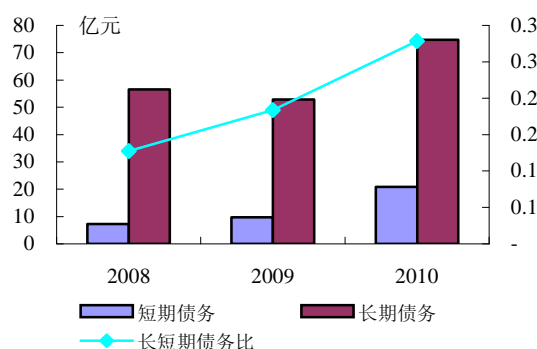
表9：2010年房地产行业部分上市公司资本结构指标

公司	资产负债率	剔除预收账款后资产负债率	总资本化比率
上实发展	83.18%	80.34%	64.40%
保利地产	78.98%	68.23%	64.68%
中华企业	77.29%	74.07%	65.17%
万科A	74.69%	61.35%	46.47%
金地集团	71.15%	61.06%	53.64%
万通地产	69.47%	57.90%	49.89%
招商地产	64.65%	56.44%	38.61%
泛海建设	62.66%	61.46%	55.16%
<b>首創置业</b>	<b>75.00%</b>	<b>67.08%</b>	<b>55.58%</b>

数据来源：Wind资讯，中诚信证评研究

债务结构方面，截至2010年末，公司总债务中长期债务为74.68亿元，短期债务仅为20.80亿元，长期债务占比78.22%。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。

图6：2008~2010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。

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 2010 年末公司流动资产占总资产的比重为 88.23%。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 2010 年末，上述两项资产合计占流动资产的 88.54%。由于 2010 年公司销售回款情况良好，当期末公司货币资金余额达到 84.60 亿元，同比增长 69.99%，占流动资产比例也显著提升至 31.42%。

**表 10：2008~2010 年公司流动资产结构分析**

	2008	2009	2010
流动资产/总资产	88.13%	86.98%	88.23%
货币资金/流动资产	13.02%	25.56%	31.42%
存货/流动资产	72.02%	57.28%	57.12%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2010 年公司根据市场及整体资金实力加快了开发进度，存货规模触底反弹，截至 2010 年末，公司存货达到 153.78 亿元，同比增加 37.92%。从存货结构上来看，开发成本和开发产品是存货的主要部分，且近两年来上述两项占存货的比例保持稳定。截至 2010 年末，公司存货中开发成本、开发产品占比分别为 85.09%、14.86%。总体来看公司资产结构合理，流动性较强。

**表 11：2008~2010 年公司存货分析**

单位：亿元

	2008	2009	2010
存货	120.76	111.50	153.78
存货余额同比增长	-7.91%	-7.67%	37.92%
开发成本	95.81	88.47	130.86
开发成本/存货	79.34%	79.34%	85.09%
开发产品	23.78	21.87	22.85
开发产品/存货	19.69%	19.62%	14.86%
(开发成本+开发产品)/存货	99.03%	98.96%	99.95%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2010 年公司存货周转率为 0.29 次，总资产周转率为 0.25 次，总体来看处于同行业中等水平。

**表 12：2008~2010 年公司存货分析**

	2008	2009	2010
存货周转率	0.26	0.29	0.29
总资产周转率	0.27	0.26	0.25

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

**表 13：2010 年部分房地产上市公司运营指标**

	存货周转率	总资产周转率
万通地产	0.36	0.33
保利地产	0.28	0.30
金地集团	0.28	0.31
万科 A	0.27	0.29
招商地产	0.24	0.26
上实发展	0.16	0.21
中华企业	0.12	0.17
泛海建设	0.05	0.07
<b>首创置业</b>	<b>0.29</b>	<b>0.25</b>

数据来源：Wind 资讯，中诚信证评研究

2010 年公司销售回款良好，同时大幅提升了开发节奏，公司经营活动现金流净流入 15.65 亿元，较上年同期有所减少。截至 2010 年末，公司经营净现金流/短期债务同比减小至 0.75，货币资金/短期债务达到 4.07，公司短期债务偿还压力较小。

**表 14：2008~2010 年公司部分流动性指标**

	2008	2009	2010
经营活动净现金流	-8.18	45.72	15.65
经营净现金流/短期债务	-1.13	4.72	0.75
货币资金/短期债务	3.02	5.14	4.07

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

## 盈利能力

2010 年公司推盘速度加快，销售回款大幅提升，公司 2010 年营业总收入达到了 64.94 亿元，实现同比增长 20.40%。由于房地产公司预收账款确认收入的滞后性，当年的预收账款可部分锁定次年收入。截至 2010 年末，公司预收账款为 73.37 亿元，占当年营业总收入的 112.98%，为公司 2011 年的收入水平提供了强有力的支撑。

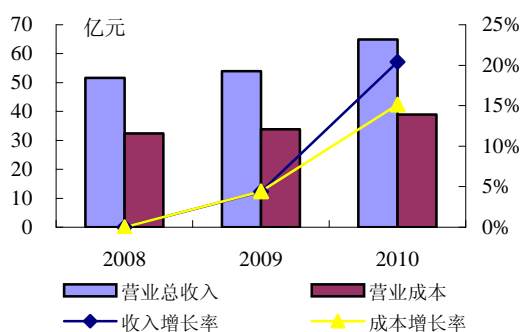
表15: 2008~2010年公司预收账款分析

	2008	2009	2010
营业总收入(亿元)	51.68	53.93	64.94
预收账款(亿元)	19.24	47.19	73.37
预收账款/营业总收入	37.23%	87.50%	112.98%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

毛利率方面, 2010年公司毛利率为39.98%, 同比提高2.75个百分点。这主要由于2010年公司北京以外地区的住宅项目毛利率较2009年度有较大幅度提高。未来北京地区因以高端项目为主, 毛利率将稳中有升, 京外因发展规模逐渐扩大, 公司产品受客户不断认同, 预计也将保持平稳。

图7: 2008~2010年公司收入成本分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

期间费用方面, 2010年公司财务费用同比降低, 同期公司收入规模的扩大使得期间费用率同比降至6.08%, 公司成本控制和内部管理水平有所加强。

表16: 2008~2010年公司三费分析

单位: 亿元

	2008	2009	2010
销售费用	1.51	1.20	1.83
管理费用	1.18	1.34	1.75
财务费用	1.90	1.90	0.37
三费合计	4.59	4.44	3.95
营业总收入	51.68	53.93	64.94
三费收入占比(%)	8.89%	8.23%	6.08%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

2010年, 受益于收入的快速增长, 公司赢利水平较快提升, 全年净利润为10.61亿元, 同比增长19.43%, 归属于母公司所有者净利润达到9.18亿元, 同比增长70.52%。2010年公司所有者权益收益率为13.90%, 达到近三年最高水平, 公司盈利能力进一步提升。

总体来看, 公司进入平稳扩张期, 盈利能力持续增强, 2011年公司将加大开发、推盘规模, 预计收入规模将稳步提升。

### 偿债能力

截至2010年末, 公司总债务为95.48亿元, 其中长期债务74.68亿元, 短期债务仅为20.80亿元。

资金获取方面, 2010年公司EBITDA达到18.76亿元, 同比增加10.02%, 资金获取能力持续提升。截至2010年末, 公司总债务/EBITDA上升为5.09, EBITDA利息倍数小幅下降至2.51, 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。

表17: 2008~2010年公司部分财务指标

指标	2008	2009	2010
总债务/EBITDA	4.77	3.67	5.09
EBITDA利息倍数	2.61	2.72	2.51
资产负债率(%)	67.84	70.35	75.00
总资本化率(%)	51.05	48.50	55.58
长期资本化率(%)	48.06	44.31	49.46
经营活动净现金流/总债务	-0.13	0.73	0.16

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从未来的债务偿还分布来看, 公司长期债务偿还压力主要集中在2012、2013年, 分别需偿还28.28亿元、18.12亿元到期债务, 但相对于公司目前的货币资金状况及授信规模, 到期债务偿还压力很小。

表18: 公司长期债务到期分布

单位: 亿元

	2012	2013	2014
偿还金额	28.28	18.12	10.00

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2010年末, 公司无对外担保情况发生; 公司为商品房承购人提供的抵押贷款担保余额为29.73亿元(该担保为行业惯例), 或有风险在可控范围之内。

目前公司与多家内资、外资银行建立了长期的战略合作伙伴关系, 同时运用信托等多种融资方法, 拥有畅通的融资渠道。截至2010年12月31日, 公司拥有银行授信总额260亿元, 授信余额250.82亿元, 公司备用流动性充足。

总体来看，公司规模平稳扩张，盈利水平持续快速提升，债务结构稳健，货币资金充裕，对付息债务的偿还能力较强。但公司债务规模扩张较快，财务杠杆不断增加，偿债压力有所增大。

## 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。截至 2010 年 9 月，首创股份已在全国 14 个省市、31 个城市建立了独资和合资水厂，参控股企业已拥有 1200 万吨/日的水处理能力。服务人口总数超过 2000 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。2010 年首创置业实现营业总收入 64.94 亿元，净利润 10.61 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。2010 年 1~9 月，首创证券实现营业收入 6.91 亿元；实现利润总额 3.66 亿元。截至 2010 年 9 月底，首创担保累计获得金融机构放款项目 6,118 个，放款笔数 7,579 笔，实际放款担保项

目金额达 316.75 亿元。

## 财务表现

2010 年受益于集团房地产板块的快速发展，资产规模持续增长，截至 2010 年末，集团总资产达到 889.69 亿元，同比增长 13.06%，所有者权益达到 188.57 亿元，同比增长 9.27%。2010 年集团债务规模增长较快，财务杠杆有所升高，截至 2010 年末集团资产负债率和总资本化比率分别为 78.81%、67.78%。总体来看，集团资产流动性较好，资本结构较为稳定，但财务杠杆较高，具有一定的债务偿还压力。

从付息债务来看，2010 年集团付息债务增长较快，截至 2010 年末集团总债务达到 396.73 亿元，同比增长 15.66%。其中长期债务 294.04 亿元，同比增长 36.65%，短期债务 102.69 亿元，同比减少 19.68%。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，2010 年集团收入规模持续稳步提升，2010 年营业总收入达到 163.76 亿元，同比增长 17.73%。集团的营业外收入是其利润的重要来源，其中以政府补贴为主，所获补贴均有政府文件支持或批复，具有稳定性。2010 年集团营业外收入为 5.17 亿元，利润总额 23.37 亿元，净利润为 15.59 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，2010 年集团 EBITDA 达到 47.50 亿元，与 2009 年基本持平。由于债务规模的持续增加，集团总债务/EBITDA 小幅上升至 8.35，EBITDA 利息倍数增大为 2.68。集团偿债压力有所增加。

表 19：2008~2010 首创集团部分财务指标

	2008	2009	2010
长期债务(亿元)	200.16	215.18	294.04
总债务(亿元)	332.81	343.03	396.73
长期资本化率(%)	55.72	55.49	60.93
总资本化比率(%)	67.66	66.53	67.78
资产负债率(%)	78.13	78.07	78.81
EBITDA(亿元)	34.83	47.84	47.50
总债务/EBITDA	9.55	7.17	8.35
EBITDA 利息倍数	1.50	2.32	2.68

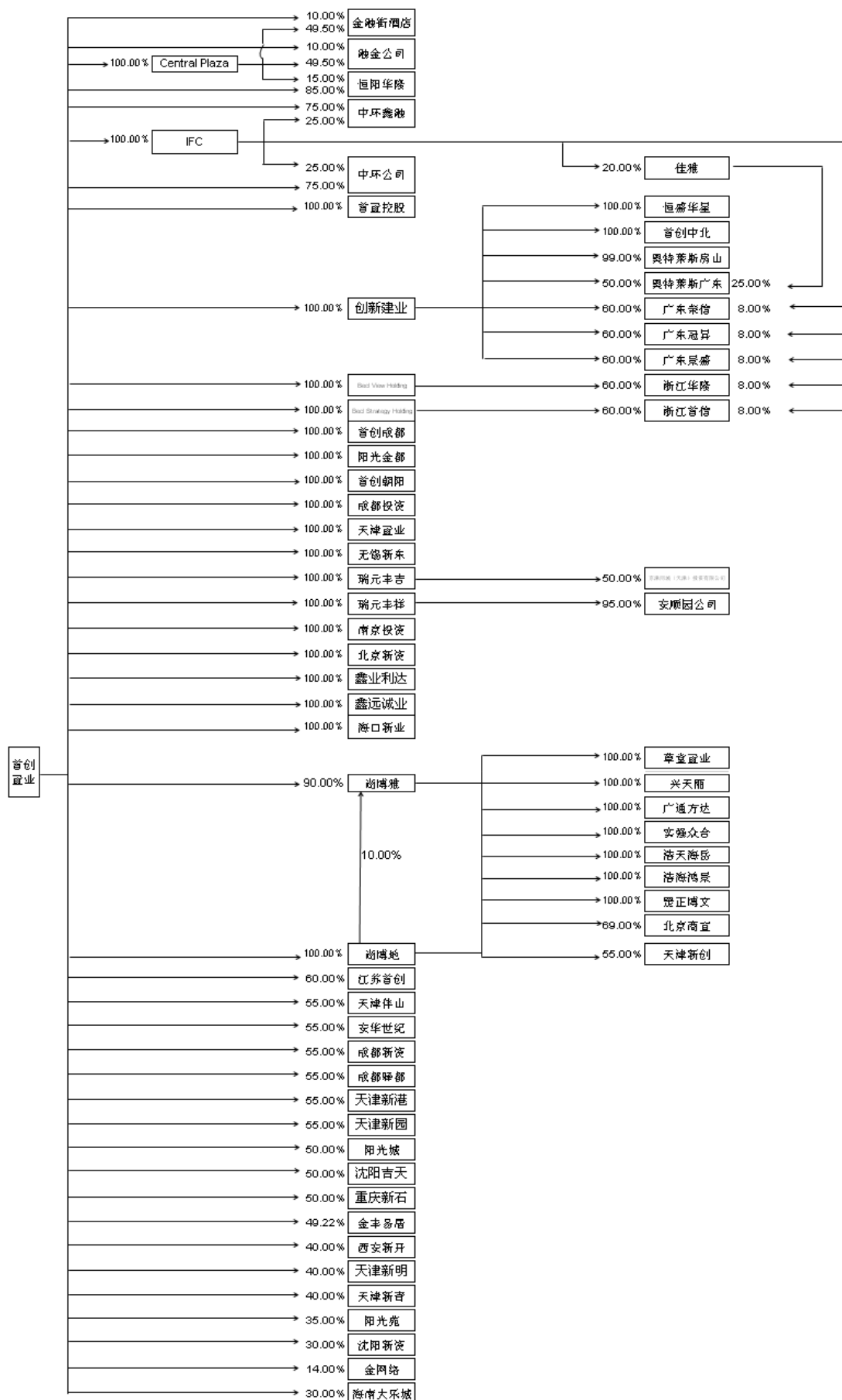
数据来源：集团公司提供

中诚信证评认为，北京首都创业集团有限公司具备较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较有力的保障。

## 结 论

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，维持公司主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定。

附一：首創置業股份有限公司股權結構圖（截至 2010 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)	2008	2009	2010
货币资金	218,380.10	497,668.30	846,006.80
应收账款净额	25,488.40	4,954.20	38,536.40
存货净额	1,207,599.90	1,115,034.30	1,537,826.10
流动资产	1,676,843.10	1,946,739.80	2,692,243.00
总资产	1,902,793.40	2,238,216.70	3,051,378.70
短期债务	72,200.00	96,400.00	208,000.00
长期债务	566,150.00	528,671.00	746,839.10
总债务（短期债务+长期债务）	638,350.00	625,071.00	954,839.10
总负债	1,290,818.20	1,574,499.00	2,288,384.10
所有者权益（含少数股东权益）	611,975.20	663,717.70	762,994.60
营业总收入	516,769.80	539,344.30	649,379.50
三费前利润	143,087.50	143,884.60	176,352.80
投资收益	2,296.00	15,207.10	4,365.40
净利润	73,531.20	88,829.00	106,092.50
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	133,771.10	151,824.20	187,628.90
经营活动产生现金净流量	-81,771.00	457,164.30	156,549.80
投资活动产生现金净流量	-80,747.40	-112,880.70	-77,480.90
筹资活动产生现金净流量	116,750.40	-71,078.30	275,997.80
现金及现金等价物净增加额	-46,724.10	273,223.00	355,007.20
财务指标	2008	2009	2010
毛利率（%）	37.27	37.23	39.98
所有者权益收益率（%）	12.02	13.38	13.90
EBITDA/营业总收入（%）	25.89	28.15	28.89
速动比率（X）	0.66	0.82	0.76
经营活动净现金/总债务（X）	-0.13	0.73	0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.13	4.74	0.75
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.60	10.38	2.09
EBITDA 利息倍数（X）	2.61	3.45	2.51
总债务/EBITDA（X）	4.77	4.12	5.09
资产负债率（%）	67.84	70.35	75.00
总资本化比率（%）	51.05	48.50	55.58
长期资本化比率（%）	48.06	44.34	49.46

**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)	2008	2009	2010
货币资金	1,013,529.73	1,591,524.55	1,832,040.07
应收账款净额	81,504.58	88,974.90	121,217.87
存货净额	1,569,271.10	1,511,965.87	2,053,147.21
流动资产	3,929,162.83	4,591,819.10	5,456,745.28
总资产	7,272,757.91	7,869,460.95	8,896,873.99
短期债务	1,326,479.09	1,278,502.75	1,026,921.60
长期债务	2,001,575.96	2,151,804.13	2,940,410.17
总债务（短期债务+长期债务）	3,328,055.05	3,430,306.87	3,967,331.77
总负债	5,682,132.69	6,143,723.17	7,011,436.35
所有者权益	1,590,625.22	1,725,737.78	1,885,737.64
营业总收入	1,190,758.82	1,390,942.33	1,637,597.47
投资收益	24,429.01	108,010.29	36,656.81
净利润	21,512.54	131,366.48	155,919.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	348,311.65	478,418.57	474,978.21
经营活动产生现金净流量	28,957.47	615,310.89	346,173.67
投资活动产生现金净流量	-1,030,399.85	-169,191.89	-285,384.22
筹资活动产生现金净流量	340,431.88	89,116.96	299,820.17
现金及现金等价物净增加额	-662,591.54	535,272.79	360,079.62
财务指标	2008	2009	2010
毛利率（%）	37.79	32.47	38.54
所有者权益收益率（%）	1.35	7.61	8.27
EBITDA/营业总收入（%）	29.25	34.40	29.00
速动比率（X）	0.72	0.85	0.92
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.18	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	0.48	0.34
经营活动净现金/利息支出（X）	0.12	2.98	1.96
EBITDA 利息倍数（X）	1.50	2.32	2.68
总债务/EBITDA（X）	9.55	7.17	8.35
资产负债率（%）	78.13	78.07	78.81
总资本化比率（%）	67.66	66.53	67.78
长期资本化比率（%）	55.72	55.49	60.93



**附四：基本财务指标的计算公式**

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

净负债率 = (总债务-货币资金) / 所有者权益合计

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 = (营业收入-营业成本) / 营业收入

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 / 所有者权益期末数

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

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)

## 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

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。

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