

信用等级通知书

信评委函字 [2009] 跟踪001 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拟发行的“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。经中诚信评估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

二零零九年九月四日

首创置业股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告

债券信用等级	AA
主体信用等级	AA
评级展望	稳定
发行主体	首创置业股份有限公司
申请规模	人民币10亿元
债券期限	5年期
债券利率	本期公司债券票面利率由发行人和主承销商根据网下询价簿记建档结果协商确定
偿还方式	单利按年付息，到期一次还本
担保主体	北京首都创业集团有限公司
担保方式	不可撤销的连带责任保证担保

概况数据 (亿元)

首创置业	2006	2007	2008	2009.H1
所有者权益 (亿元)	46.54	57.44	61.20	66.47
总资产 (亿元)	153.59	197.68	190.26	202.84
总债务 (亿元)	56.68	58.69	63.84	58.45
营业总收入 (亿元)	20.74	48.78	51.68	24.54
营业毛利率 (%)	23.57	36.07	37.27	44.59
EBITDA (亿元)	5.51	14.61	13.38	8.38
所有者权益收益率 (%)	5.48	12.59	12.02	15.19
资产负债率 (%)	69.70	70.94	67.84	67.23
总债务/EBITDA (X)	10.28	4.02	4.77	3.49
EBITDA 利息倍数 (X)	1.56	3.61	2.61	3.64

首创集团	2006	2007	2008
货币资金 (亿元)	116.73	174.70	101.35
所有者权益 (亿元)	140.06	157.81	159.06
总资产 (亿元)	600.33	750.20	727.28
总债务 (亿元)	300.00	320.48	332.81
EBITDA (亿元)	26.37	45.94	34.83
所有者权益收益率 (%)	5.32	11.56	1.35
资产负债率 (%)	76.67	78.96	78.13

注：1、首创置业 2006 年的财务报告按《企业会计准则(2006)》进行了追溯调整。2、首创集团 2006 年的财务报告按《企业会计准则(2006)》进行了追溯调整。

分析师

刘璐 lliu@ccxr.com.cn
 田蓉 rtian@ccxr.com.cn
 王娟 jwang@ccxr.com.cn
 杨柳 lyang@ccxr.com.cn

Tel: (010)66428855

Fax: (010)66420866

2009 年 9 月 4 日

基本观点

中诚信评估评定首创置业股份有限公司（以下简称“首创置业”或“公司”）公司债券的信用等级为 AA。该级别反映了本期债券的安全性很高，违约风险很低。北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”）为本期债券提供了不可撤销的连带责任保证担保。

中诚信评估授予发行主体首创置业主信用等级为 AA。中诚信评估肯定了公司所处房地产行业长期较好的发展前景，公司控股股东首创集团较强的综合实力及对公司的有力支持，2009 年以来公司业绩的显著提升，较为充足的土地储备提供的持续发展基础，融资渠道更为顺畅，未来增发有助于提升公司整体实力等正面因素。同时，中诚信评估也关注到房地产市场回升的持续性仍待关注，目前公司的杠杆比率虽然有所下降，但仍处于较高水平，北京地区项目储备资源占比较少，而持续的资金需求对公司现金管理能力和业务管理能力都提出较大的挑战。这些因素都在一定程度上影响到公司的信用水平。

正面

- 有力的股东支持。首创集团是北京市国资委下属的大型国有独资企业，拥有多家上市公司，规模持续壮大，综合实力不断增强。作为首创集团发展房地产业务的平台和载体，公司将继续得到集团的支持。第二大股东 Reco Pearl 作为公司的战略投资者，与公司合作开发多个项目，并向公司提供资金支持，相对灵活的财务弹性为公司的稳定发展提供了支撑。
- 销售业绩显著提升。截至 2009 年 8 月 31 日，公司实现销售面积 75 万平米，销售金额 77 亿元，同比分别增长 390% 和 269%。公司预计 2009 年及 2010 年销售业绩均会实现同比大幅提升，而京津地区多个低成本项目的竣工结算也为公司未来两年的盈利水平提供了有力支撑。
- 较为充足的项目储备。截至 2009 年 6 月 30 日，公司总未售楼面面积 662 万平方米，为公司未来的持续发展提供了支持。

- 产品结构有所优化。公司未来将以中、高档住宅开发为主，商业地产的开发经营为辅，通过“城市综合体”开发模式实现住宅和商业地产的联动升值。
- 融资渠道顺畅，未来增发有助于提升整体实力。截至 2009 年 6 月 30 日，公司拥有银行总授信额度 109.35 亿元，未使用额度 52.5 亿元，备用流动性较年初有所提高。目前公司正积极筹划 H 股增发及全力推进 A 股公开发行工作，如取得预期进展，将有助于提升公司财务结构的稳健性并增强其整体实力。

关 注

- 房地产市场回升的持续性仍待关注。中国房地产市场经历了 2007~2008 年的深幅下调，在各种政策的推动下 2009 年上半年出现日渐明显的回暖迹象，刚性住房需求得到部分释放，但价格和政策导向是影响行业走势的主要因素，房地产市场回升的持续性有待观察。
- 公司北京地区项目储备资源较少，受资金规模限制公司在北京地区项目储备短期内不会大幅增加。未来两年北京主要项目竣工结算后，整体业绩将有赖于几个二线城市项目的开发销售情况，盈利水平的持续性存在一定不确定性。
- 现金管理能力。尽管公司 2009 年中期的杠杆比率有所下降，但仍处于较高水平。截至 2009 年 6 月 30 日公司货币资金余额为 27.45 亿元，考虑到未来将在京津地区拿地的策略，公司的现金管理能力，以及其在业务发展实施和财务风险控制之间的有效平衡能力都受到一定挑战。

发债主体概况

首创置业股份有限公司，是首创集团于 2002 年 12 月 5 日发起设立的。公司于 2003 年 6 月 19 日首次公开发行 H 股，以每股 1.66 港元发行每股面值人民币 1.00 元的 H 股 51,330 万股，经过 2005 年和 2006 年两次增发，公司目前总股本达到了 202,796 万股。首创集团直接及间接共持有公司 47.34% 的股权，为公司的实际控制人。

公司主要经营房地产开发、销售、出租自有商品房；房地产信息咨询服务；物业管理；房地产展览展示；酒店管理；旅游信息咨询，是中国大型地产综合营运商。

截至 2009 年 6 月 30 日，公司总资产达到 202.84 亿元，所有者权益合计 66.47 亿元。2008 年公司实现营业总收入 51.68 亿元，净利润 7.35 亿元，经营活动净现金流 -8.18 亿元；2009 年上半年，公司实现营业总收入 24.54 亿元，净利润 5.05 亿元，经营活动净现金流 18.58 亿元。

本次债券概况

本期债券为实名制记账式公司债券，发行规模为 10 亿元，债券期限为 5 年。

本期债券票面年利率将根据网下询价簿记建档结果，由本公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定，在债券存续期内固定不变。本期债券票面金额为 100 元，按票面金额发行。

本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本期债券募集资金拟用 2 亿元偿还公司部分银行贷款，剩余部分用于补充流动资金。

担保情况

本期债券由北京首都创业集团有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。

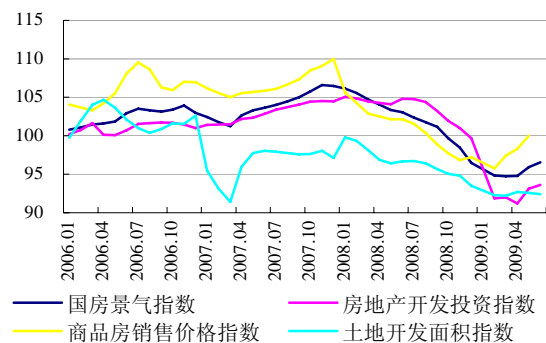
行业关注

中国房地产行业经历了 2008 年的深幅调整，2009 年上半年回暖迹象日趋明显，但前景仍不明朗

2000~2007 年，在中国宏观经济持续向好，城市化进程加快推进和人口红利等作用下，中国的房地产行业也保持着较高的景气度和较快的发展速度。2007 年下半年以来，政策调控、高房价、成交量萎缩等因素对国内房地产行业形成了明显的冲击，2008 年愈演愈烈的全球金融危机更加剧了中国房地产市场的调整力度，房价下跌，市场交易量大幅下滑，国房景气指数持续回落。2009 年一、二季度，随着被压抑的刚性需求的释放和市场流动性过剩推动下的投资性需求的复苏，房地产市场回暖迹象日益明显。

从国房景气指数来看，各项指数自 2007 年末开始一路下滑，至 2009 年 3 月国房景气指数为 94.74，是近五年的最低水平。然而在 2009 年二季度各项国房景气指数止跌回升，2009 年 4 月国房景气指数在连续 15 个月下滑后首次出现回升，商品房价格指数也在 2009 年 5 月重回 100 之上。

图 1：2006 年以来国房景气等相关指数变化



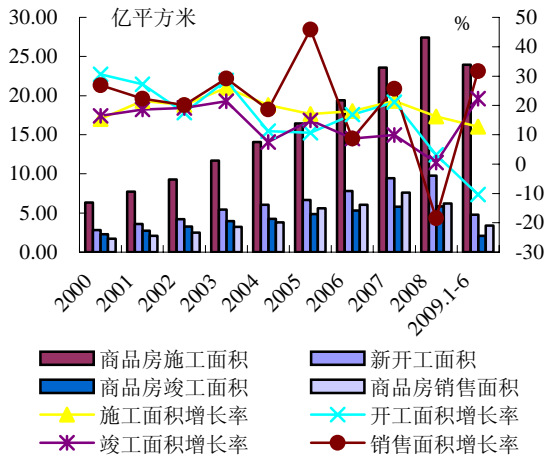
资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

从具体的运行指标来看，2008 年各指标增速下滑明显，有些甚至出现绝对值的下降。2008 年中国房地产市场的施工面积、开工面积、竣工面积分别为 27.14 亿平方米、9.76 亿平方米、5.85 亿平方米，同比分别实现增长 16.19%、3.17%、6.21%。增速同比分别下滑了 5.34、17.9、9.32 个百分点。2008 年全国商品房销售面积 6.21 亿平方米，同比下降 18.51%；销售额 2.41 亿元，同比下降 18.69%。

2009 年 1~6 月，房地产市场回暖迹象日渐明显，

交易量和价格都有所回升，前6月全国商品房销售面积同比增长31.7%，增速已经超过2007年的水平。同时我们注意到，开发商运营依然比较谨慎，前6月施工面积略有回升，而新开工面积仍然保持下降趋势，同比下降了10.40%，而竣工面积同比大增22.30%。2009年上半年市场以消化库存为主。

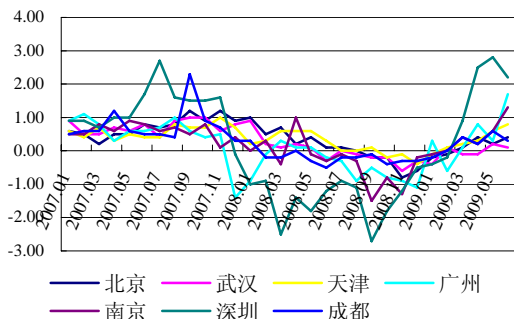
图2：2000~2009.6年中国房地产运行情况



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

同时，2009年1~6月各主要城市房地产市场出现“价量齐升”。北京、武汉、天津、南京、等一、二线城市房地产交易量持续回升，房价也出现不同程度的上涨。同时，我们也注意到，虽然全国房地产市场表现出价量齐升的态势，但是进入2009年6月随着房价的上涨部分城市的成交量出现了下降的态势，价格仍然是影响房地产行业走势的关键因素。

图3：2007-2009.6部分城市房屋销售价格指数（环比）

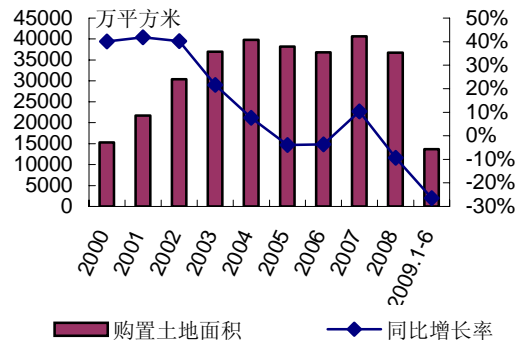


资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

在土地交易方面，2003年以来房地产市场的土地购置面积较为波动，2008年以来房地产市场的不景气减少了开发商对土地的需求，2008年末各地也出现了土地流拍的现象。2008年和2009年1~6月

全国土地购置面积同比分别下降9.42%和26.50%，但2009年前6月下跌幅度有所收窄。2009年二季度房地产市场的持续升温也带动了土地市场的活跃，各大地产企业的购地热情上升。

图4：2000~2009.6全国土地购置面积及同比增长率



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

中诚信评估认为，房地产市场回升的持续性尚待观察，市场能否真正回暖在很大程度上取决于房价能否调整到位，从而使居住性需求能够转化成为有效需求，推动交易量持续回升。长期来看，中国经济的持续较快发展，城市化进程加快、可支配收入增长以及居民住房消费升级的趋势仍将长期存在，推动房地产行业发展的刚性需求以及潜在需求将会为房地产行业的长期发展提供支撑。

2008年下半年行业政策转暖，保障居住性需求是政策指向

中诚信评估认为，房地产行业具有明显的政策导向特点。过去数年中，由于投资过热，投机需求旺盛，房地产市场泡沫不断累积。近年来，政府出台了一系列调控措施，对房地产市场进行调整和规范，抑制投机性需求，稳定住房价格。2007年底房地产市场的非理性繁荣得到遏制，而2008年的金融风暴和随之而来的世界范围内的经济衰退使得中国经济增速放缓，房地产行业进入调整期。政府随即又出台了多项政策刺激房地产行业的复苏。

表 2：近一年来政府对房地产行业主要调控政策

时间	政策名称	主要内容
2008.1	《关于促进节约集约用地的通知》	对闲置用地征缴增值地价；金融机构审慎贷款。
2008.8	《关于金融促进节约集约用地的通知》	禁止发放用于缴交土地价款的贷款；贷款抵押率不得超过抵押物估值的 70%，贷款期限不超过 2 年；审慎发放贷款，从严控制展期贷款或滚动授信。
2008.10	《扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度支持居民首次购买普通住房》	商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。住房公积金贷款各档利率下调 0.27 个百分点。
2008.10	财政部《关于调整房地产交易环节税收政策的通知》	个人首次购买 90 平米及以下普通住房的，契税率下调到 1%；个人销售、购买住房免征印花税；个人销售住房免征土地增值税。
2008.11.13	住房和城乡建设部 副部长 齐骥	加大保障性住房建设力度；进一步加大中小户型、中低价位普通商品房建设的力度。
2008.12.21	《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	一、加大保障性住房建设力度。二、鼓励普通商品住房消费。三、支持房地产开发企业积极应对市场变化。四、强化政府稳定市场的职责。五、加强房地产市场监测。
2009.1.4	四大行关于存量房贷利率优惠措施	只要 2008 年 10 月 27 日前执行基准利率 0.85 倍优惠、无不良信用记录的优质客户，原则上都可以申请七折优惠利率。

资料来源：中诚信评估研究

表 3：近一年来影响房地产行业的利率政策

时间	主要内容
2008.9.16	下调一年期人民币贷款基准利率 0.27 个百分点；中小存款类金融机构准备金率下调 1%。
2008.10.8	下调存款类金融机构准备金率 0.5%；下调一年期存贷款基准利率各 0.27%，其他期限档次基准利率作相应调整。
2008.10.22	个人首次购买 90 平米及以下普通住房，契税税率下调到 1%；个人销售或购买住房暂免征收印花税；个人销售住房暂免征土地增值税。
2008.10.22	商业性个人住房贷款利率下限扩大为基准利率的 0.7 倍，最低首付比例调整为 20%。住房公积金贷款各档利率下调 0.27 个百分点。
2008.10.30	下调金融机构人民币存贷款基准利率 0.27%；其他各档次相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008.11.4	央行不再硬约束商业银行信贷规划。
2008.11.26	下调金融机构存贷款基准利率各 1.08%，其他档次作相应调整。下调中央银行再贷款、再贴现等利率。下调工、农、中、建设等大型存款类金融机构准备金率 1%，下调中小型存款类金融机构准备金率 2%。继续对汶川地震灾区 and 农村金融机构执行优惠的准备金率。下调个人住房公积金贷款各档次利率 0.54%。
2008.12.17	廉租住房建设贷款利率较基准利率下浮 10%。新建廉租住房项目资本金不低于总投资的 20%；改建廉租房项目资本金不低于总投资的 30%。廉租住房建设贷款期限最长不超过 5 年。廉租住房建设贷款利率较基准利率下浮 10%。
2008.12.23	下调存贷款基准利率各 0.27%，其他期限档次作相应调整；下调中央银行再贷款、再贴现利率；下调金融机构准备金率 0.5%；下调个人住房公积金贷款利率 0.18%。

资料来源：中诚信评估研究

2008 年政府通过减免商品房交易税费，下调房贷利率等实际措施刺激消费者购买商品房的积极性。同时，政府政策开始指向保障性居住需求，加大保障性住房建设力度。2008 年 11 月，住房和城乡建设部宣布计划用三年多时间投资近 9,000 亿元，增加 200 多万套的廉租住房、400 多万套的经济适用住房，进行 220 多万户棚户区的改造。2008

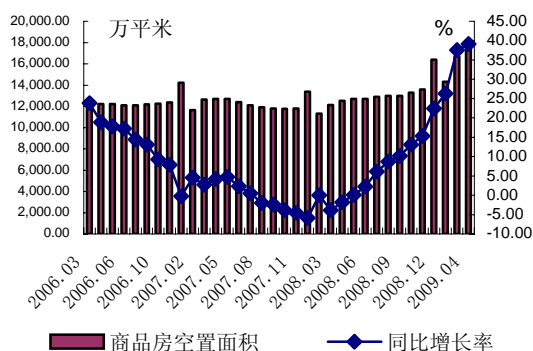
年 12 月，中央银行和银监会发布了廉租住房建设贷款利率优惠政策，贷款利率较同期同档次贷款基准利率下浮 10%。

中诚信评估认为，中期来看，上述政策的效果尚待关注，而宏观经济的前景和消费者信心将在相当程度上影响到政策的实施效果。

房地产企业现金流有所改善，但存货消化压力依然存在

2008 年以来，随着房地产市场进入调整期，商品房销售压力加大，空置面积逐月增多，截至 2009 年 4 月底，商品房空置面积升至 1.74 亿平方米，比上年同期增加了 39.13%。2009 年上半年，各开发商减少新开工面积同时加大竣工面积，加之房地产销售有所增加，库存消化速度加快，但从 A 股上市的房地产企业看，2009 年一季度存货延续了上升的态势，在未来销售行情不确定的背景下，去存货压力仍然存在。

图 5：2007-2009.4 年中国商品房空置面积及变化



资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

但另一方面，2009 年上半年对房地产企业逐渐放松的银行信贷和销售回款的增加，房地产企业的资金充足性和流动性得到了较大的改善，2009 年一季度货币资金较 2008 年末增加了 21.41%，经营性净现金流较上年同期的-226.24 大幅改善。

表 3：中国 A 股上市房地产公司部分流动性指标

单位：亿元

时间	存货	存货周转率(X)	货币资金	经营活动净现金流
2007	2,996.49	0.36	770.12	-331.39
2008	4,082.41	0.30	862.59	-374.38
2009.Q1	4,147.09	--	1047.27	85.45

注：行业数据以 81 家 A 股上市房地产公司数据为基础。
资料来源：Wind 资讯，中诚信评估研究

总体来看，目前房地产企业仍面临一定的库存消化压力，但较为宽松的信贷环境降低了行业整体的流动性风险。

业务运营

公司业务主要以中高档住宅开发为主，辅以商业地产投资与运营。2005 年起，公司确定了以北京为基地，以环渤海经济圈为核心，以其他区域中心城市为推动的全国布局的发展方向，逐步向京外地区拓展业务。经过近年来的发展，目前公司在北京、天津、沈阳、成都、重庆、西安、无锡等城市均拥有地产项目。

近年来，公司营业收入呈现增长态势，2006~2008 年复合增长率为 57.85%。2008 年，公司实现营业收入 51.68 亿元，同比增长 5.95%。2009 年上半年，公司实现营业收入 24.54 亿元。由于房地产项目开发周期一般为 3~5 年，加之大部分项目均以预售为主，目前公司北京地区在主营业务收入中的贡献依旧很大。未来，随着北京地区以外项目的竣工结算，预计北京地区的收入占比将逐渐减小，营业收入的区域分布将呈现相对均衡态势。

表 5：公司 2006~2009.6 营业收入分板块情况 (亿元)

业务类型	2006	2007	2008	2009.H1
房地产开发项目	17.98	46.23	48.72	24.15
酒店业务	2.11	2.48	2.96	0.39
咨询收入	0.30	-	-	-
其他	0.35	0.07	0.01	-
合计	20.74	48.78	51.68	24.54

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

表 6：公司分地区主营业务收入与销售金额占比情况

	主营业务收入占比		销售金额占比	
	2008	2009.H1	2008	2009.H1
北京	68.68%	60.62%	68.53%	58.50%
天津	11.72%	18.07%	15.46%	22.60%
成都	13.30%	20.58%	12.13%	8.20%
无锡	6.30%	0.73%	2.99%	4.70%
沈阳	-	-	0.88%	2.30%
西安	-	-	-	3.70%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

项目开发与销售

公司以产品标准化复制策略，致力于投资开发

中高档住宅及商务地产。近三年，公司业务规模实现了较快增长。截至2009年中期，公司在建项目16个，其中6个项目位于北京。

2006~2008年公司开复工面积、新开工面积，以及竣工面积均实现快速增长。继“低密度人文社区”、“多元化复合社区”两大产品线在全国成功推广之后，2008年下半年及2009年上半年，公司在成都、沈阳、天津、西安相继推出了“国际化高档社区”产品线—首创国际城。2009年公司紧跟市场变化，已加快开发节奏，全年计划新开工面积92万平方米，开复工面积220万平方米，竣工面积82万平方米。

我们注意到，受国内房地产市场调整的影响，公司2008年房地产项目销售业绩出现明显下滑(如表7)。

表7：公司2006~2009.6业务运营情况（万平方米）

	2006	2007	2008	2009.6
开复工面积	241.9	283.1	222.9	139.5
新开工面积	97.7	60.6	75.0	23.6
竣工面积	33.2	99.5	98.8	26.4
签约销售面积	67.77	72.03	33.79	52.3
签约销售金额	85.77	79.95	37.43	50.0
结算面积	18.31	42.82	44.44	25.4
结算金额	11.61	46.18	48.72	25.2

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

此轮房地产市场的调整中，一线城市的成交量下滑尤为显著，总体来看降幅大于全国平均水平。公司进入的主要城市中，北京、天津、成都、无锡与上年同期相比，签约销售面积与金额都有较大幅度的下降。其中北京和成都对公司销售业绩下滑的影响较大，合计占销售面积降幅的74.06%，销售金额降幅的87.91%。除市场调整因素外，2008年公司根据市场行情调整开盘节奏，适当放缓了推盘速度；而汶川地震对成都地区的销售也构成了不利影响。

2009年，公司全年计划新推盘面积103万平方米，较2008年大幅增长逾112%；全年在售房源面积约为171万平方米，同比增长69%。推盘规模的大幅提高和房地产市场转暖使得公司销售业绩大幅提升，截至2009年8月31日，公司实现销售面积

75万平方米，销售金额77亿元，较2008年同期分别增长390%和269%。

表8：公司2008~2009.6房地产业务分地区签约销售情况

	签约销售面积（万平方米）			签约销售金额（亿元）		
	2008	同比 (%)	2009.6	2008	同比 (%)	2009.6
北京	13.74	-59.63	14.6	25.65	-55.59	29.3
天津	8.98	-33.44	17.4	5.79	-28.15	11.3
成都	8.22	-49.36	8	4.54	-53.68	4.1
无锡	2.16	-73.86	4.8	1.12	-74.12	2.3
沈阳	0.69	-	2.8	0.33	-	1.1
西安	-	-	4.7	-	-	1.9
合计	33.79	-53.08	52.3	37.43	-53.18	50

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

就目前公司所销售的房地产项目来看，主要项目均集中于北京地区，且大部分集中于四环以内。未来两年，公司主要的销售及利润贡献是北京的缘溪堂、禧瑞都、北环国际中心、和平里及天津和成都的首创国际城等项目。缘溪堂是公司推出的景观豪宅项目，目前为现房销售状态。禧瑞都位于央视大厦旁，是公司推出的又一豪宅项目，预计2012年将全部竣工结算，公司拥有此项目100%的权益。和平里项目位于北京东北三环，是专为精英人士打造的高档蝶板项目，项目三期预计于2011年竣工结算。北环国际中心项目为两栋写字楼，目前已认购一栋，认购金额8.4亿元，整个项目预计于2010年全部竣工结算。天津首创国际城位于天津滨海新区，为花园洋房式联排综合体项目，目前销售情况较好，预计未来价格会进一步增高。成都首创国际城位于成都东三环路，紧邻千余亩城市公园，为复合型国际化社区，该项目销售良好，预计于2012年全部竣工结算。以上项目均为公司未来两年主要的竣工结算项目，土地成本较低，同时，北京市尤其是四环内地区的房地产项目，区别于其它地区，具有一定稀缺性，此区域价格和销量的下跌空间也相对有限，这将为公司整体业绩的平稳起到良好支撑作用，也是公司未来两年主要的利润贡献点。远期来看，公司北京地区项目储备资源较少，整体业绩有赖于几个二线城市项目的开发销售情况。

2009年上半年，公司酒店业务受金融危机、甲型H1N1流感等负面因素影响，中环假日酒店营业

收入约0.39亿元，同比下降28%，平均入住率约为54%，下降15个百分点。酒店业务收入占公司总收入的比重由去年同期的5%下降至不足2%，呈现不断下降趋势。鉴于此，公司正考虑逐步退出酒店业务。未来，公司商业地产的发展策略是通过与国际专业的运营机构合作，共同开发具有长期增值潜力的商业地产，并形成与住宅业务的协同效应。

总体看，在确定向全国发展的规划后，公司已初步完成在各重点目标城市的战略布局，并在北京地区成功运营了数十个项目。目前公司进入新一轮的全国复制开发阶段，项目的顺利实施，将使公司的项目布局更为合理。

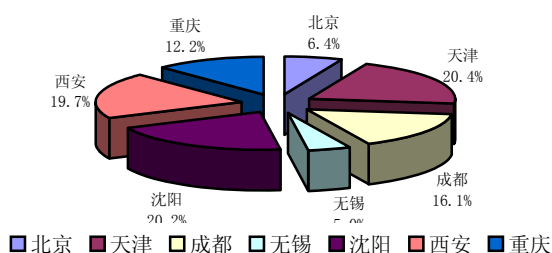
土地储备

为了配合公司全国布局的战略发展，公司近年来一直积极扩充京外土地资源。2007年，公司在天津、成都、沈阳、西安取得9个项目，新增土地储备可售楼面面积434万平米；2008年，公司放缓了扩张步伐，仅于2008年上半年在无锡和重庆新增2个项目，新增土地储备可售楼面面积101万平方米。

2009年6月12日，公司通过公开市场操作以3.4亿元价格购入位于北京CBD区域的郎家园6号地，该地块土地面积约2.3万平方米，目前为工业用地，根据北京CBD整体规划，未来为商业居住用地，发展潜力优厚，该地块目前处于土地整理阶段。

截至2009年中期，公司总未售楼面面积662万平方米，其中权益未售楼面面积348万平方米。公司目前的销售剩余资源中，沈阳和西安及天津占较大比例，而较大的拟建项目集中在成都和重庆。合计占比来看，天津、西安、沈阳、成都四个二线城市将成为公司以后销售业绩的主要来源。

图6：截至2009.6公司未售资源分布情况



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

相比近年的开发规模，公司目前土地储备较为充足，为其未来三到五年的持续发展提供了良好基础。公司目前北京地区项目储备较少，2009年下半年将主要在京津地区拿地。公司将充分发挥自身的综合营运优势，以及与母公司首创集团基础设施业务的协同效应，在合理控制成本的前提下，实现稳健扩张。

股东支持

公司实际控制人首创集团（直接及间接持有公司47.34%的股份）是北京市国资委所属的大型国有集团公司，自1995年重组以来，首创集团目前已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和以投行并购业务为核心的金融服务业三大核心主业。截至2008年末，首创集团总资产为697.24亿元，负债总额533.03亿元，所有者权益（含少数股东权益）164.21亿元。作为首创集团发展房地产业务的平台和载体，预计首创置业在未来业务拓展、项目取得、开发资金等方面将继续得到首创集团的扶持。

此外，首创置业还与公司第二大股东Reco Pearl保持了长期的战略合作伙伴关系，Reco Pearl为公司提供了包括管理、现金等方面的诸多支持。作为首创置业的战略投资者，截至2008年末，Reco Pearl已与公司共同投资开发十多个项目。此外，公司审计报告显示，Reco Pearl还通过股东贷款形式多次向公司提供资金支持。

表10：截至2008年末公司第二大股东Reco Pearl向公司子公司贷款情况（万元）

Reco Pearl旗下子公司	首创置业旗下子公司	贷款金额
新加坡紫阳	成都新资	5671.4
Reco Hibiscus	安华世纪	8589.6
Reco Hibiscus	阳光城	7223.0

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

中诚信评估认为，公司与Reco Pearl的合作为公司提供了较强融资后盾，当市场调整或融资环境趋紧时，公司可灵活地采用各种融资方式，通过与外资建立的长期合作投资关系，提升公司的财务弹性。

管理

治理结构

作为一家香港上市公司，首创置业拥有合理而高效的公司治理结构。公司设有董事会、监事会、股东大会，拥有执行董事 3 人、非执行董事 3 人、独立董事 3 人、监事 3 人。同时董事会下设四个董事委员会，分别为审计委员会、提名委员会、薪酬委员会及战略委员会，用以强化职能和企业管治规范。

公司奉行最高标准的企业管治常规，贯彻优良稳健合理的企业治理架构。公司遵守香港联合交易所有限公司证券上市规则附录十四《企业管治常规守则》，并采用了管治守则中的最佳应用守则。

内部控制

总体上，公司以“战略—计划—预算—考核”四位一体的闭环管理模式带动公司完成既定战略目标。公司拥有有效的内部监控系统，包括财务监控、运营监控、合规监控及风险管理。风险管控中心每年两次向审计委员会汇报有关内部监控的重要调研结果。

预算管理方面，公司实行全面预算管理，通过在母公司和下属各级公司层层建立开发项目预算与资金预算相结合的责任预算体系，加强项目成本控制和资金控制，增强事前控制功能。

项目风险控制方面，由运营管理中心进行风险预控，对于各地的项目公司进行风险监控，具体来说，包括对项目进度、质量、安全方面的风险控制。进度方面，首先由承包商对工程进度进行计划，在施工过程中，监督其按照预先设定的计划进行。在工程质量和安全方面，施行例行的质量安全检查，一旦发现安全隐患，立即要求整改。

成本控制方面，主要是原材料采购成本的控制，原材料采购实行“整体控制、区域授权”的政策，由招标采购中心统一安排，公司本部负责大宗的原材料采购，主要是在承包商名录范围内进行选择。其余部分原材料由本部授权一线公司自行招标。

资金管理方面，公司在《内部资金上、下划管理暂行办法》中规定了公司本部对一线公司的资金

实行“收支两条线”的统一管理。同时公司已初步建立自动触发转账系统，以提高控制的及时性和准确性。

投融资方面，各一线公司没有独立对外融资的权利，由公司本部负责与贷款银行接洽，确定信贷相关事项，一线公司只负责提供项目相关信息和材料。

总之，公司拥有完备的公司治理结构及不断完善的内部控制体系，保障了公司的有效运作和持续发展。但是，随着公司“立足北京、走向全国”战略的不断推进，公司的规模不断扩大，项目不断增多，这将给公司的综合运营管理能力带来较大的挑战。

战略规划

公司的发展战略是围绕着“成为中国最具价值的综合地产营运商”的远期目标制定的。自 2003 年香港上市，公司进入快速发展阶段，2005 年公司提出了“立足北京、走向全国”的扩张战略，业务逐步向全国扩展。目前公司已初步完成以环渤海为重点，以中西南、长三角为支撑的区域布局。

未来 3~5 年，公司将继续推进全国布局的发展战略。首先，北京依然作为公司最有价值的市场而进行稳步的开发推进，提高市场占有率。其次，在北京之外将以环渤海经济圈、成渝特区、长三角三大战略区域为主进行同步快速开发，以区域中心城市为核心，不断辐射区域内其他城市。公司将同时关注其他有价值区域，适时进入。

在产品结构上，公司将逐步退出酒店业务，专注于物业开发。未来公司将以中、高档住宅开发为主，商业地产的开发经营为辅，通过“城市综合体”开发模式实现住宅和商业地产的联动升值。同时公司开发与持有的商业物业会带来持续的现金收入，有助于分散住宅市场低迷给公司带来的经营风险。

但我们注意到，未来公司将在多个城市开工建设，对公司形成一定资金压力，这也为公司战略规划的顺利实施带来一定不确定性。针对市场变化，公司开始有意识的对阶段性战略进行小幅调整。在资金方面，公司正积极开拓多种融资渠道，以增强抗风险能力。

财务分析

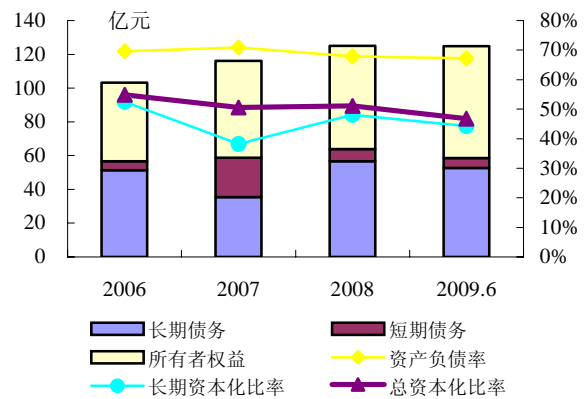
以下分析基于首创置业股份有限公司提供的经普华永道中天会计师事务所出具标准无保留意见的 2006~2008 年三年及 2009 年上半年审计报告。2006 年的审计报告按《企业会计准则（2006）》进行了追溯调整。

资本结构

近年来，随着公司业务规模的迅速扩张，其资产规模也平稳增长。截至 2008 年末，公司总资产 190.26 亿元，2006~2008 年复合增长率为 11.30%。2009 年上半年，公司业绩同比大幅提升，销售回款情况良好，货币资金增多，截至 2009 年中期，公司资产规模进一步增大至 202.84 亿元，较年初增加 6.61%。

作为房地产企业，公司每年均有较大金额的预售房款计入预收账款，2009 年中期公司预收账款金额为 26.80 亿元，占总资产的 13.21%；因此在资本结构方面，我们更多的考虑公司的付息债务情况。与大多数房地产行业上市公司不同，近三年以来，公司债务规模并未出现大幅上涨。同期，公司积极通过资本市场融资，2008 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）增至 61.20 亿元，三年复合增长率为 14.67%，2009 年中期进一步增至 66.47 亿元，明显快于债务增长速度。受益于所有者权益的增加，公司总资本化比率呈现出稳中有降的趋势，2007 年底下降为 50.54%，2008 年微调至 51.05%，2009 年中期进一步下降为 46.79%。若考虑本次发债情况（募集资金拟用 2 亿元偿还银行贷款，因此假设债务净增 8 亿元），按照 2009 年 6 月 30 日财务数据做静态计算，公司的资产负债率和总资本化比率将增大为 68.47%、49.99%。公司目前资产负债率及总资本化比率依然处于行业偏高水平，资本结构有待改善。

图 7：2006~2009.6 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

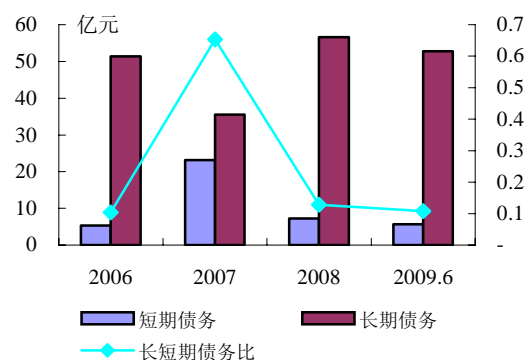
表 11：2009 年中期房地产行业部分上市公司资本结构指标

公司名称	资产负债率	总资本化率	预收帐款/总资产	所有者权益合计 (亿元)
万科 A	66.43%	42.85%	24.08%	418.05
保利地产	72.91%	55.92%	30.15%	166.53
北辰实业	65.20%	54.66%	13.89%	91.72
华发股份	68.61%	52.56%	27.43%	50.62
泛海建设	59.47%	40.80%	1.60%	86.69
首创置业	67.23%	46.79%	13.62%	66.47

资料来源：Wind 资讯、中诚信评估研究

债务结构方面，截至 2009 年 6 月 30 日，公司长期债务占总债务的 90.25%，短期债务/长期债务为 0.11，公司债务结构以长期债务为主。如本次公司债券成功发行，长期债务比例将进一步扩大。考虑公司主营的房地产开发项目具有回收期较长的特点，以长期债务为主的债务结构有利于财务结构稳定性。

图 8：2006~2009.6 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

总体来看，公司资本实力雄厚，债务结构合理。但公司目前资产负债率及总资本化比率依旧处于行业较高水平，随着公司在京外项目的大规模推进，债务规模将有所增大，对公司整体资本结构形成一定压力。目前公司正积极开拓多种融资渠道，如取得预期进展，将会在很大程度上缓解公司资金压力，改善资本结构。

盈利能力

2006~2008年，公司营业收入增速有所放缓。2007年公司实现营业收入48.78亿元，同比增长135.17%；2008年，公司营业收入为51.68亿元，同比增长5.95%；2009年上半年，公司实现营业收入24.54亿元。由于房地产公司预收账款确认收入具有滞后性，因此其将在一定程度上锁定后期业绩。2009年上半年，公司预收账款占营业总收入比率为109.18%，较年初有较大提高，为公司2009年业绩提供了有力保障。

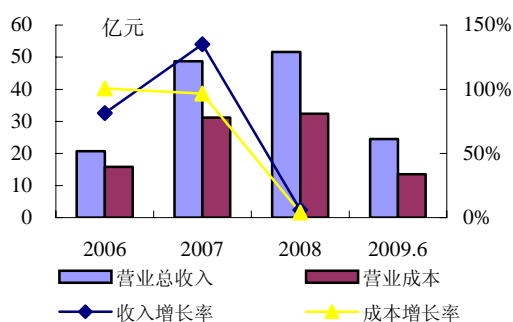
表12：2007~2009.6年公司预收账款分析

	2007	2008	2009.H1
营业总收入(亿元)	48.78	51.68	24.54
预收账款(亿元)	40.51	19.24	26.80
预收账款/营业总收入	83.05%	37.23%	109.18%

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

毛利率方面，2008年公司毛利率达到37.27%，2009年上半年进一步提升至44.59%。房地产公司当期收入的相当部分来源于前期已售项目的结算，随着2007年以来售价较高项目的陆续竣工，以及未来两年公司京津地区多个低土地成本项目的竣工结算，公司的毛利率水平将稳中趋升。但是长期来看，公司北京地区项目储备较少，京外二线城市项目占比增加，这给公司毛利率水平带来一定的下行压力。

图9：2006~2009.6年公司收入成本分析



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从期间费用看，随着公司业务规模的不断扩张，公司三费支出也呈现上涨态势。然而近三年来公司费用控制成效显著，三费合计在总收入中的占比由2006年的12.60%下降至2009年中期的8.30%。公司规模优势逐渐显现，管理能力不断提升。

表13：2006~2009.6年公司三费分析（亿元）

	2006	2007	2008	2009.H1
销售费用	0.55	1.46	1.51	0.59
管理费用	0.84	1.29	1.18	0.31
财务费用	1.23	1.36	1.90	1.14
三费合计	2.61	4.12	4.59	2.04
营业总收入	20.74	48.78	51.68	24.54
三费收入占比	12.60%	8.45%	8.89%	8.30%

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从盈利水平看，公司2007年实现净利润7.23亿元，同比增长183.69%；2008年实现净利润7.35亿元，同比微增1.69%；2009年上半年，公司净利润为5.05亿元。2007年利润的大幅上涨得益于公司毛利率的提高。当年公司毛利率上升至36.07%，较2006年提高12.5个百分点。这主要是公司楼盘后期部分较前期部分开盘价格高所致。而2008年公司收入、毛利率基本都与2007年持平，因此净利润涨幅不大。2009年上半年，受益于房地产市场的回暖，公司销售回款情况良好，业绩大幅提升，毛利率进一步提升为44.59%，净利润同比大幅提升。短期来看，多个京津地区低土地成本项目的竣工结算将成为公司利润增长点，长期来看，发展潜力城市项目的战略以及房地产市场回暖能否持续的不确定性都将影响公司未来的盈利水平。

总体来看，公司近年来收入和利润增长较快，尤其是2007年实现飞速发展，但2008年受行业调整的影响收入增速放缓较为明显，2009年上半年受益于房地产市场的回暖及公司推盘力度的增加，公司业绩有较大提升。长期来看，房地产市场持续回暖的不确定性以及公司不断发展潜力城市的战略将影响公司的毛利水平。

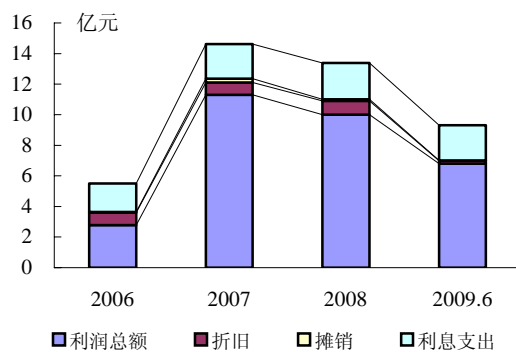
偿债能力

近年来，公司总债务增长较为平缓，截至2008年末，公司总债务63.84亿元，2006~2008年复合

增长率为 6.12%。2009 年中期，公司总债务下降为 58.45 亿元，其中长期债务 52.75 亿元，短期债务 5.70 亿元。

资金获取方面，受收入变动影响，2007 年公司 EBITDA 为 14.61 亿元，同比大幅增长 165.16%；2008 年减小为 13.38 亿元，同比降低 8.46%。2009 年中期公司 EBITDA 为 8.38 亿元。公司 2009 年销售业绩突出回款良好，预计全年 EBITDA 同比将有一定提升。2009 年中期，公司总债务/EBITDA 为 3.49 倍，较年初的 4.77 倍有所降低；EBITDA 利息倍数为 3.64 倍，较年初有所升高。

图 10：2006~2009.6 年公司 EBITDA 构成变化



数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

2009 年上半年，公司项目销售及回款情况良好，带来较多的经营活动现金流入，经营活动产生的现金流量净额达到 18.58 亿元，较 2007 年度、2008 年度经营活动产生的现金流量净额为负的情况出现较明显改善。随着项目开发和销售的快速增长，公司已逐步进入投资回收期，稳定的资金来源为债务偿还提供了保障。

表 14：2006~2009.6 部分偿债指标

指标	2006	2007	2008	2009.H1
总债务/EBITDA	10.28	4.02	4.77	3.49
EBITDA 利息保障系数	1.56	3.61	2.61	3.64
经营活动净现金流/总债务	0.05	-0.22	-0.13	0.64
资产负债率(%)	69.70	70.94	67.84	67.23
总资本化比率(%)	54.91	50.54	51.05	46.79
长期资本化比率(%)	52.45	38.20	48.06	44.25
EBIT 率(%)	22.45	27.79	23.97	33.32

数据来源：公司定期报告，中诚信评估整理

若考虑本次发债情况，假设发行利率为 6.0%，公司每年利息支出将增加 0.48 亿元。以公司 2009

年中期财务指标进行静态计算，总债务/EBITDA 为 3.96，EBITDA 利息倍数为 3.30，公司的利息支付能力有所降低，债务偿还压力随之有所增大。

表 15：公司债券发行后部分财务指标估算

指标	2009.H1
总债务/EBITDA	3.96
EBITDA 利息倍数	3.30
EBIT 率(%)	38.07
资产负债率(%)	68.47%
总资本化率(%)	49.99%

注：由于 2 亿元募集资金用于偿还银行债务，假设债务净增 8 亿元。

资料来源：公司定期报告，中诚信评估研究

截至 2009 年中期，公司为商品房承购人提供的抵押贷款担保余额 26.07 亿元，占净资产比例 39.22%。但考虑到公司在房屋销售阶段，注重选择客户群，投机性客户较少，至今尚未发生客户断供现象，所以担保的风险较小。

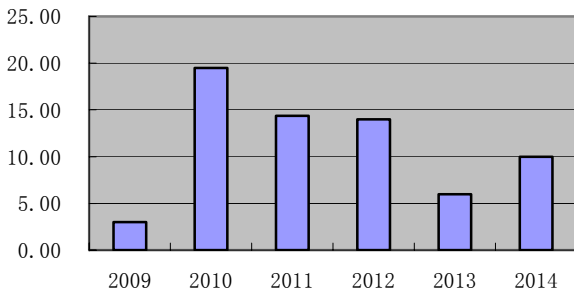
截至 2009 年中期，公司对子公司担保总额共计 5.25 亿元。公司无重大对外担保事项，或有风险较小。

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，拥有顺畅的融资渠道。截至 2009 年中期，公司拥有银行总授信额度 109.35 亿元，未使用额度 52.5 亿元，备用流动性较 2009 年年初有所提高。

此外，目前公司正积极开拓多种融资渠道，筹划 H 股增发及全力推进 A 股公开发行，如取得预期进展，将有助于提升公司财务结构的稳健性并增强其整体实力。

长期债务分布方面，截至 2009 年中期，公司长期债务偿还主要集中在 2010~2012 年，其中 2010 年债务压力最大，将有 19.50 亿元长期债务需到期偿还。但是考虑到公司项目逐渐进入成熟阶段以及公司尚有较大的未使用银行授信额度，到期债务对公司的资金压力有限。

图 11：2009~2014 年公司长期债务到期分布



资料来源：公司提供，中诚信评估整理

担保实力

北京首都创业集团有限公司成立于 1995 年 10 月 25 日，是在原北京市政府办公厅、市计委等下属的 15 家企业基础上重组成立的大型国有独资企业，注册资本为 33 亿元人民币。

首创集团主要从事市政基础设施、房地产、金融服务等业务。目前，首创集团拥有首创置业股份有限公司、北京首创股份有限公司等多家上市公司。自成立以来，集团规模持续壮大，综合实力不断增强。

截至 2008 年末，集团总资产 727.28 亿元，负债总额 568.21 亿元，所有者权益 159.06 亿元。2008 年全年集团实现营业收入 119.08 亿元，利润总额 6.54 亿元。截至 2008 年 12 月 31 日，集团本部的银行授信余额为 181 亿元，对外担保总额合计 41.34 亿元。

中诚信认为，北京首都创业集团有限公司具备较强的综合财务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

根据对公司运营实力的综合分析，中诚信评估认为本期债券不能还本付息的风险很小，首创置业股份有限公司在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：首创置业股份有限公司股权结构图（2009年6月30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)	2006	2007	2008	2009.H1
货币资金	376,810.7	272,139.8	218,380.1	274,539.6
应收账款净额	37,553.5	33,700.1	25,488.4	24,157.6
存货净额	656,082.6	1,311,259.9	1,207,599.9	1,184,213.8
流动资产	1,296,038.5	1,707,004.7	1,676,843.1	1,746,249.6
总资产	1,535,945.7	1,976,769.0	1,902,645.5	2,028,395.9
短期债务	53,384.6	231,913.8	72,200.0	57,000.0
长期债务	513,426.1	355,000.0	566,150.0	527,500.0
总债务（短期债务+长期债务）	566,810.7	586,913.8	638,350.0	584,500.0
总负债	1,070,529.8	1,402,399.9	1,290,670.3	1,363,690.4
所有者权益（含少数股东权益）	465,415.9	574,369.1	611,975.2	664,705.5
营业总收入	207,406.1	487,763.9	516,769.8	245,418.5
三费前利润	28,309.2	132,800.7	143,087.5	81,569.0
投资收益	15,300.1	22,682.5	2,296.0	6,550.2
净利润	25,488.7	72,309.2	73,531.2	50,476.0
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	55,110.9	146,132.3	133,771.1	83,828.2
经营活动产生现金净流量	28,937.8	-131,231.8	-81,771.0	185,770.9
投资活动产生现金净流量	7,866.4	58,229.4	-80,747.4	-53,504.8
筹资活动产生现金净流量	148,037.3	-35,611.3	116,750.4	-75,394.8
现金及现金等价物净增加额	184,254.9	-109,245.0	-46,724.1	56,716.5
财务指标	2006	2007	2008	2009.H1
毛利率（%）	23.57	36.07	37.27	44.59
所有者权益收益率（%）	5.48	12.59	12.02	15.19
EBITDA/营业总收入（%）	26.57	29.96	25.89	34.16
速动比率（X）	1.22	0.40	0.66	0.68
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	-0.22	-0.13	0.64
经营活动净现金/短期债务（X）	0.54	-0.57	-1.13	6.52
经营活动净现金/利息支出（X）	0.82	-3.24	-1.60	8.06
EBITDA 利息倍数（X）	1.56	3.61	2.61	3.64
总债务/EBITDA（X）	10.28	4.02	4.77	3.49
资产负债率（%）	69.70	70.94	67.84	67.23
总资本化比率（%）	54.91	50.54	51.05	46.79
长期资本化比率（%）	52.45	38.20	48.06	44.25

注：公司 2006 年的财务报告按《企业会计准则(2006)》进行了追溯调整。

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)	2006	2007	2008
货币资金	1,167,336.25	1,746,968.22	1,013,529.73
应收账款净额	97,919.72	115,710.93	81,504.58
存货净额	887,594.27	1,574,480.85	1,569,271.10
流动资产	3,555,190.06	4,641,074.80	3,929,162.83
总资产	6,003,298.58	7,502,016.63	7,272,757.91
短期债务	1,167,739.61	1,482,229.01	1,326,479.09
长期债务	1,832,310.22	1,722,553.97	2,001,575.96
总债务（短期债务+长期债务）	3,000,049.83	3,204,782.98	3,328,055.05
总负债	4,602,661.92	5,923,935.96	5,682,132.69
所有者权益	1,400,636.66	1,578,080.67	1,590,625.22
营业总收入	742,646.62	1,107,473.99	1,190,758.82
投资收益	92,529.23	240,050.37	24,429.01
净利润	74,510.88	182,349.26	21,512.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	263,726.43	459,422.37	348,311.65
经营活动产生现金净流量	327,148.74	377,690.74	28,957.47
投资活动产生现金净流量	-435,413.97	-99,821.49	-1,030,399.85
筹资活动产生现金净流量	424,019.01	240,971.00	340,431.88
现金及现金等价物净增加额	314,807.15	516,897.20	-662,591.54
财务指标	2006	2007	2008
毛利率（%）	28.62	35.02	37.79
所有者权益收益率（%）	5.32	11.56	1.35
EBITDA/营业总收入（%）	35.51	41.48	29.25
速动比率（X）	1.05	0.81	0.72
经营活动净现金/总债务（X）	0.11	0.12	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.28	0.25	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	2.53	2.78	0.12
EBITDA 利息倍数（X）	2.04	3.38	1.50
总债务/EBITDA（X）	11.38	6.98	9.55
资产负债率（%）	76.67	78.96	78.13
总资本化比率（%）	68.17	67.01	67.66
长期资本化比率（%）	56.68	52.19	55.72

注：1、集团 2006 年的财务报告按《企业会计准则(2006)》进行了追溯调整。

附四：基本财务指标的计算公式

$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$

$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$

$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$

$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$

$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$

$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$

$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$

$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$

$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$

$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$

$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$

$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{营业总收入}$$

$$\text{所有者权益收益率} = \text{净利润} / \text{所有者权益}$$

$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$

$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$

$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$

$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$

$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$

$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$

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

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，中诚信评估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

信用评级报告声明

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

1、除因本次评级事项中诚信评估与发行主体构成委托关系外，中诚信评估和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信评估评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信评估依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信评估从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信评估对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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