

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分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2015年公司債券跟踪評級報告(2017)》。

承董事會命  
首創置業股份有限公司  
公司秘書  
李斯維

香港，二零一七年五月八日

於本公告刊發日期，董事會成員包括非執行董事李松平先生（董事長），執行董事唐軍先生（總裁）；非執行董事孫寶杰女士、孫少林先生、蘇健先生及楊維彬先生；以及獨立非執行董事王洪先生、李旺先生及黃翼忠先生。



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪071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2015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，维持贵公司本期债券的信用等级为AAA，维持本次发债主体信用等级AAA，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  
二零一七年四月二十七日

## 首创置业股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告 (2017)

发行主体	首创置业股份有限公司		
发行规模	人民币 30 亿元		
存续期限	2015/05/27-2020/05/27		
上次评级时间	2016/04/28		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望: 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望: 稳定
	主体级别	AAA	

### 概况数据

首创置业	2014	2015	2016
所有者权益(亿元)	214.14	256.58	275.65
总资产(亿元)	786.80	1,074.72	1,192.11
总债务(亿元)	341.02	542.95	582.07
营业总收入(亿元)	100.58	159.95	203.49
营业毛利率(%)	29.84	18.22	17.13
EBITDA(亿元)	31.35	45.88	49.19
所有者权益收益率(%)	10.57	11.64	10.44
资产负债率(%)	72.78	76.13	76.88
总债务/EBITDA(X)	10.88	11.83	11.83
EBITDA 利息倍数(X)	1.56	1.28	1.40
净负债率(%)	94.36	133.26	146.13

注: 1、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益;  
2、2014-2016年末的长期应付款有息部分已计入长期债务进行相关指标的测算。  
3、由于2016年度发生同一控制下企业合并事项, 2015年数据已重述。

### 分析师

解晓峰 [xtxie@ccxr.com.cn](mailto:xtxie@ccxr.com.cn)  
张丽华 [lhzhang@ccxr.com.cn](mailto:lhzhang@ccxr.com.cn)  
Tel: (021) 51019090  
Fax: (021) 51019030  
[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2017年4月27日

### 基本观点

2016年, 在房地产行业政策较为宽松的背景下, 首创置业股份有限公司(以下简称“首创置业”或“公司”)积极应对市场环境变化, 以客户为导向, 着力打造中高端产品系列, 聚焦深耕五大核心城市及澳洲市场, 销售业绩实现较快增长, 并在核心城市新增多幅地块, 土地资源充沛且较为优质, 为其未来经营业绩的保持提供保障。此外, 作为控股股东北京首都创业集团有限公司(以下简称“首创集团”)旗下从事房地产开发业务的唯一平台, 可在业务协作及资金方面持续获得支持。同时, 中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到公司资本支出压力可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上, 中诚信证评将维持首创置业主体信用等级 AAA, 评级展望为稳定; 维持“首创置业股份有限公司 2015 年公司债券”信用等级 AAA。

### 正面

- 销售业绩增长快速, 中高端产品发展较好。2016年公司继续聚焦北京、上海、天津、重庆、成都五大核心城市以及澳洲市场, 销售业绩实现较快增长, 全年实现合同销售金额 455 亿元, 同比增长 40%; 且公司着力打造的中高端产品获得了较高的市场认可度。
- 充沛且较为优质的土地资源。2016年公司在核心城市新增多幅地块, 截至 2016 年末, 其土地储备总建筑面积 1,112 万平方米, 其中五大核心城市及澳洲合计占比为 56.11%。土地储备充足且区位优势明显, 为保持公司持续增长的经营业绩及长远发展奠定了良好基础。
- 控股股东可提供业务协同支持。2016年公司收购其控股股东北京首都创业集团有限公司(以下简称“首创集团”)2个优质项目, 同时在首创集团的业务协同支持下, 成功获取呼家楼棚户户区改造、平谷区大兴庄土地一级开发等项目。作为北京市国资委下属的大型国有集团公

司，首创集团可在业务协作及资金方面持续给予公司支持。

## 关 注

- 杠杆比例上升及资本支出压力。2016年公司主要针对核心城市的核心区域进一步增加聚焦优质土地资源储备，随着项目的拓展，公司债务规模进一步上升，推动了杠杆比率的上升。同时，公司加大对于其奥特莱斯项目的布局力度，对于回报周期较长的非住宅业态的投入或将加大其资本支出压力。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）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证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

首创置业股份有限公司 2015 年公司债券（债券简称为“15 首置 01”、债券代码为“122376”，以下简称“本期债券”）于 2015 年 5 月 27 日发行，发行规模为 30 亿元，到期日为 2020 年 5 月 27 日，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。本期债券募集总额人民币 30.00 亿元，截至 2016 年 12 月 31 日，本期债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

## 重大事项

2016 年 7 月，公司股东大会批准将旗下已开业的房山、湖州、昆山三家奥特莱斯注入其子公司首创钜大有限公司（以下简称“首创钜大”），实现了奥特莱斯项目统一运作管理。同年 11 月，Sino-Ocean Group Holding Limited 附属子公司和 KKR Group Limited 附属子公司认购首创钜大 14.77 亿港元的普通股及永久可换股证券，为奥特莱斯项目开发扩张提供资金支持。

2016 年 11 月，公司向中国证监会递交 A 股 IPO 申请，并获得中国证监会受理函，中诚信证评将对公司回归 A 股的后续进展情况予以持续关注。

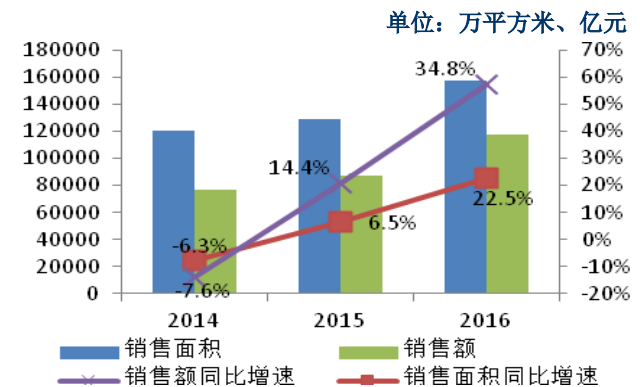
## 基本分析

**受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。**

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线

城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%<sup>1</sup>。良好的商品房成交使得商品房库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

## 2016年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016年3月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

## 房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年销售额在300亿元以上的房企已完成及正在进行中的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016年TOP100房企入榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元，同比上升51%，销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%，占比近一半；TOP20销售门槛提升最快，由2015年

的358亿大幅增至647亿，同比提升了81%，销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，同比上涨51.73%，占全国销售额的比重达到18.35%，较上年提升1.27个百分点，千亿房企已达12家。

## 公司继续深耕五大核心城市及澳洲市场，销售业绩增长较快，区域集中度进一步上升；同时，公司以客户为导向，着力打造中高端产品系列，销售均价提升明显。

项目开发方面，2016年公司适当的减缓项目的开发节奏，当年新开工面积246万平方米，同比减少10.87%；同期，竣工面积340万平方米，同比增长14.86%，完工项目主要包括天津国际半岛、天津首创城、重庆首创城、成都光和城等23个项目。截至2016年末，公司主要在建项目共有24个，建筑面积合计840.69万平方米，主要分布在北京、天津、上海、西安等一、二线城市，区位优势明显。项目投资方面，截至2016年末已完成投资527.32亿元，尚需投资179.12亿元。

表1：2014~2016年公司开竣工情况

指标	单位：万平方米		
	2014	2015	2016
新开工面积	341	276	246
竣工面积	198	296	340

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，在较为宽松的政策环境下，公司依托核心城市的核心资源，积极促进营销系统的提质增效，并坚持客户导向，着力打造“天阅”、“禧瑞”等中高端产品系列，实行量价平衡策略，销售业绩快速增长，销售均价提升明显。2016年公司实现签约合同销售金额455亿元，同比增长40%；同期签约合同销售均价2万元/平方米，同比上升72.3%。

从销售区域来看，公司房地产销售仍主要来自北京、天津、上海、重庆、成都等五大核心城市以及澳洲市场。2016年公司在上述区域城市实现的签约合同销售金额约430.9亿元，合计占比较上年继续提升7.65个百分点至94.68%。具体来看，2016年北京、天津、上海及澳洲签约销售金额分别为172.58亿元、113.22亿元、52.13亿元和58.57亿元，占当年签约合同销售总额的比重分别为37.92%、24.88%、

11.45%和12.87%，区域优势明显。

表 2：2014~2016 年公司房地产区域销售占比情况

单位：%

签约金额	2014	2015	2016
北京	32.90	30.01	37.92
天津	23.57	21.60	24.88
澳洲	9.12	15.68	12.87
上海	0.05	12.57	11.45
重庆	8.53	4.85	2.29
成都	2.10	2.32	5.27
<b>五大核心区域及澳洲小计</b>	<b>76.27</b>	<b>87.03</b>	<b>94.68</b>
其他	23.73	12.96	5.32
签约面积	2014	2015	2016
北京	21.98	25.27	25.54
天津	25.74	28.02	28.76
澳洲	2.00	6.35	6.72
上海	0.02	6.32	8.99
重庆	12.26	8.24	7.09
成都	3.74	3.51	10.10
<b>五大核心区域及澳洲小计</b>	<b>65.74</b>	<b>77.71</b>	<b>87.20</b>
其他	34.27	22.29	12.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2016 年公司结算面积为 149 万平方米，同比下降 13.37%；但受益于公司重点布局的核心城市房价上涨较快及公司中高端住宅项目的推出，结算均价较上年提升 49.95%，为 13,425 元/平方米；同年结算金额增加 27.27%至 196 亿元。从结算区域来看，北京、上海、天津、重庆和成都等核心城市结算面积占比分别为 14.11%、5.22%、22.21%、5.95%和 8.03%。

表 3：2014~2016 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2014	2015	2016
签约销售面积	250	279	226
签约销售金额	249	325	455
签约销售均价	9,960	11,649	20,099
结算面积	110	172	149
结算金额	92	154	196
结算单价	8,364	8,953	13,425

注：销售面积和签约金额均为全口径；结算面积和结算金额均为并表口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司将房山、湖州及昆山奥特莱斯项目注入首创钜大，实现奥特莱斯项目统一运营管理；并新增多个投资物业，奥特莱斯业务拓展快速，或对公司形成一定资金支出压力。

2016 年以来公司整合了旗下奥特莱斯业务，并实现统一管理，项目拓展快速。2016 年 7 月，公司股东大会批准将已开业的房山、湖州、昆山三家奥特莱斯注入其子公司首创钜大。截至 2017 年 1 月末，公司旗下商业地产平台首创钜大通过公开市场、股权合作等多种方式，相继取得西安、郑州、济南、合肥和重庆五个奥特莱斯项目，已布局全国 13 个城市，布局城市数量全国第一，并通过整合实现了奥特莱斯项目统一运作管理。2016 年内首创钜大已开业运营的房山、万宁、湖州及昆山四家奥特莱斯共实现营业收入 24 亿元，同比增长 17%；年客流量达 1,900 万人次，同比增长 22%，实现了运营业绩的持续提升。中诚信证评认为，公司奥特莱斯业务的拓展有利于分散业务集中度风险，但对公司的资金支出及管理能力和形成一定压力，且所投奥特莱斯项目尚处于培育期，回报周期较长，短期内对公司利润贡献程度有限，需对此持续关注。

此外，2016 年公司着力打造自主物业体系，提升物业服务质量。公司借助万科物业品牌，2015 年成立合资物业公司——首万誉业物业服务有限公司（以下简称“首万誉业物业”），并于 2016 年成功获取国家一级物业管理资质。截至 2016 年末首万誉业物业合计管理项目超过 40 个，管理面积突破 1,000 万平方米，成为北京物业管理十强企业。

跟踪期内，公司在五大核心城市和澳洲新增多幅土地，目前土地储备充足且区位优势明显，为其未来经营业绩的保持奠定基础；同时在首创集团协同支持下，公司的土地一级开发业务实现较好拓展。

公司以“有质量的增长”为核心理念，立足于京津冀一体化，依托控股股东北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”）的业务协同支持，加强对核心城市核心资源的获取。在土地获取方面，2016 年公司继续深耕五大核心城市和澳洲市场，当期新获取 13 个项目，新增土地储备建筑面积合计



166 万平方米，其中五大核心城市及澳洲区域占比 70.57%，北京、上海和天津的项目占比分别为 12.53%、21.85%和 21.18%。近年核心区域土地出让价格上涨，使其平均楼面地价持续上扬，2016 年新获取土地楼面均价为 13,163 元/平方米，同比上涨 49.85%。截至 2016 年末，公司拥有土地储备总建筑面积 1,112 万平方米，约 79%为发展物业、21%为投资性物业及其他；主要分布于北京、天津、上海、重庆和成都等核心城市，总建筑面积占比分别为 21.22%、11.76%、6.53%、9.63%和 6.80%。

表 4：截至 2016 年末公司土地储备区域分布情况

单位：万平方米		
城市	总建筑面积	权益总建筑面积
北京	236.00	181.50
上海	72.60	56.10
天津	130.80	106.50
重庆	107.10	48.30
成都	75.60	43.40
澳洲	1.90	0.95
五大核心区域及澳洲小计	624.00	436.75
其他	488.10	383.19
合计	1,112.10	819.94

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来控股股东对公司进行持续支持，2016 年 7 月公司股东大会批准收购首创集团旗下北京东环鑫融投资管理有限公司、北京鎏金置业有限责任公司、重庆润智建设开发有限公司和沈阳昊华置业有限公司分别持有的首创大厦、北京石景山西黄村的土地一级开发（棚户区改造）、重庆首创渝阅和沈阳首创琥珀湾四个项目。截至 2016 年末公司已完成收购东环鑫融持有的首创大厦和鎏金置业持有的北京石景山西黄村的土地一级开发（棚户区改造）。此外，2016 年公司在首创集团协同作用支持下，土地一级开发业务取得多项进展，成功获取呼家楼棚户区改造、平谷区大兴庄土地一级开发等项目，其中呼家楼棚户区改造项目位于北京市 CBD 核心区域，占地 24 公顷，公司土地一级开发业务拓展较好，有利于进一步增强公司整体竞争实力。

## 财务分析

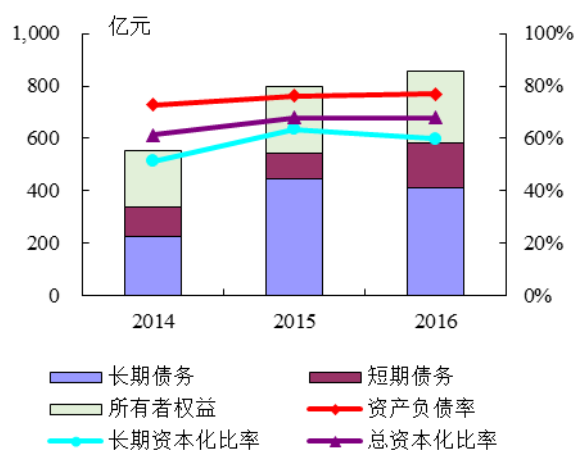
下列财务分析基于公司提供的经普华永道中

天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年度、2015 年度、2016 年度审计报告；其中，由于 2016 年度发生同一控制下企业合并事项，2015 年数据已重述。

## 资本结构

截至 2016 年末，公司总资产为 1,192.11 亿元，同比增长 10.92%，主要源于公司房地产开发及奥特莱斯业务规模的扩张。负债方面，伴随业务规模的扩大及销售业绩的提升，公司外部资金需求和预收款项规模增长较多，使得 2016 年末负债总额上升为 916.46 亿元，同比增长 12.02%。债务方面，截至 2016 年末，公司总债务规模为 582.07 亿元，同比增长 7.21%，短期债务/长期债务为 0.41 倍，债务期限结构较为合理。自有资本方面，受上海兴瀚资产管理有限公司设立专项资管计划<sup>2</sup>计入其他权益工具以及历年留存收益积累综合影响，公司自有资本实力不断增强，2016 年末所有者权益合计 275.65 亿元，同比增长 7.43%。财务杠杆比率方面，2016 年末公司资产负债率和净负债率分别为 76.88%和 146.13%，较上年同期分别上升 0.75 个百分点和 12.87 个百分点，财务杠杆比率同比小幅上升。

图 2：2014~2016 年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司以长期债务为主，债务期限结构较为合理，但随着公司进一步增加聚焦核心城市优质土地资源储备及布局奥特莱斯项目，外部融资需求的增长或将进一步推动杠杆比率的上升。

<sup>2</sup> 该资管计划不计息，无固定还款期限。

## 流动性

从流动资产来看，公司资产仍主要集中于货币资金及存货等流动资产科目，截至 2016 年末公司流动资产占资产总额的比重为 79.14%，较上年基本持平。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2016 年末两项占流动资产的比重为 87.42%，同比小幅下降 4.56 个百分点。

存货方面，2016 年公司存货规模保持增长，年末存货账面余额为 645.43 亿元，同比增长 11.01%。其中，年末房地产开发产品 134.44 亿元，较上年末增加 47.91%，占年末存货账面余额的比重为 20.83%，同比上升 5.2 个百分点，考虑到公司当期完工开发产品中五大核心城市面积占比较高（71.28%），现房销售压力可控。年末公司房地产开发成本和开发中土地合计 507.68 亿元，同比增长 3.61%，占年末存货账面价值的 78.66%，同比下降 5.62 个百分点。较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，亦给其带来较大的开发资金需求。

表 5: 2014~2016 年公司周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.18	0.24	0.27
总资产周转率（次/年）	0.15	0.17	0.18

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

从资产周转率来看，在国内房地产行业政策整体宽松的背景下，公司积极应对，加速去化库存，当年公司资产周转率继续提升。2016 年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.27 次/年和 0.18 次/年，分别较上年上升 0.03 次/年和上升 0.01 次/年。

现金流方面，受近年公司经营规模扩张及新增土地较多的影响，其经营活动现金流持续呈净流出状态，而受益于 2016 年良好的销售业绩，公司当期经营活动现金净流出较上期减小 89.22%，为-9.68 亿元。与此同时，持有性物业项目规模的持续增长，是近年公司投资活动现金流呈净流出状态的主要因素之一，但因 2016 年收回较多的关联方资金拆借本息，当期投资活动现金净流出同比减少 44.69%，为-16.31 亿元。受此影响，2016 年公司非筹资性现金流仍为净流出状态，未能对其债务形成

保障。

货币资金方面，2016 年末公司的货币资金规模有所下滑，为 179.26 亿元，同比减少 10.83%，货币资金/短期债务为 1.06 倍，同比下滑 0.99 倍，尽管货币资金对短期债务保障程度有所下降，但仍能够对其短期债务形成覆盖。

表 6: 2014~2016 年公司部分流动性指标

	2014	2015	2016
货币资金（亿元）	138.97	201.03	179.26
经营活动现金流净额（亿元）	-124.42	-89.75	-9.68
经营净现金流/短期债务（X）	-1.07	-0.92	-0.06
货币资金/短期债务（X）	1.20	2.05	1.06

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产账面价值为 249.01 亿元，占总资产比重为 20.89%，主要为用于抵押担保的存货 202.69 亿元、投资性房地产 32.65 亿元和货币资金 13.67 亿元，受限规模一般。

总体看，受开发规模扩大及新增土地较多的影响，公司经营活动现金流持续呈净流出状态，但考虑到公司持续增长的销售业绩，以及相对充足的年末手持现金可对短期债务形成覆盖，整体仍具备较好的流动性。

## 盈利能力

从收入规模来看，公司 2016 年实现营业收入 203.49 亿元，同比增长 27.23%，其中物业销售结算收入 195.99 亿元，占比 96.31%，投资性物业出租收入 3.02 亿元，同比增加 26.89%。此外，公司 2016 年末预收款项金额为 159.06 亿元，同比增长 25.41%，为其未来经营业绩的稳定发展提供较好基础。

从毛利水平来看，因 2016 年公司集中结转毛利率较低的北京保障性住房项目，同时位于烟台、青岛、沈阳、西安等非核心城市低毛利项目尾盘结算收入增加，使得当期毛利率持续下降，2016 年毛利率为 17.13%，同比下降 1.09 个百分点。期间费用方面，2016 年公司合计发生期间费用 10.25 亿元，三费收入占比为 5.04%，较上年度下降 1.57 个百分点，公司对期间费用把控能力进一步增强。

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价

值变动收益和投资收益构成。公司 2016 年取得经营性业务利润 10.27 亿元，同比增长 39.57%；公允价值变动损益 14.85 亿元，主要来源于投资性房地产公允价值的变动，同比减小 9.11%；投资收益为 13.18 亿元，主要来源于处置联营合营公司及权益法享有被投资单位净损益，较上年下降 12.55%。综上，公司 2016 年取得利润总额 39.53 亿元，实现净利润 28.78 亿元，净资产收益率 10.44%。

总体来看，近年公司营业收入保持增长，但受行业整体利润回落及项目开发结转进度影响，毛利空间持续收窄。与此同时，公司投资收益对其利润形成较好补充，整体仍具备较好的盈利能力。此外，公司较大规模的已售待结资源亦对公司未来经营业绩的提升形成较好支撑。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着项目规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2016 年末，公司总债务规模增至 582.07 亿元，同比增长 7.21%，其中短期债务 169.03 亿元，同比增长 72.35%，短期债务增长明显，短期债务压力加大。

表 7：2014~2016 年公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016
总债务（亿元）	341.02	542.95	582.07
短期债务（亿元）	116.24	98.07	169.03
EBITDA（亿元）	31.35	45.88	49.19
总债务/EBITDA（X）	10.88	11.83	11.83
EBITDA 利息倍数（X）	1.56	1.28	1.40
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.36	-0.17	-0.02
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-6.17	-2.51	-0.28
资产负债率（%）	72.78	76.13	76.88
总资本化比率（%）	61.43	67.91	67.86
净负债率（%）	94.36	133.26	146.13

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，公司 2016 年 EBITDA 为 49.19 亿元，同比增长 7.21%，主要系费用化利息支出增加所致。受公司 2016 年债务和 EBITDA 规模增幅呈现同步变化的影响，公司当期主要偿债能力指标表现较上年持平，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 11.83 倍和 1.40 倍，获现能力能对债务本息能够形成覆盖。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司担保余额为 324.10 亿元，扣除合并范围内关联方提供的担保余额 251.61 亿元外，其余对外担保余额为 72.49 亿元。在对外担保中，66.49 亿元系公司为客户购房按揭贷款提供的阶段性担保，6 亿元系公司为合营公司提供的担保，对外担保余额占所有者权益比为 26.30%，公司或有负债或有一定风险。

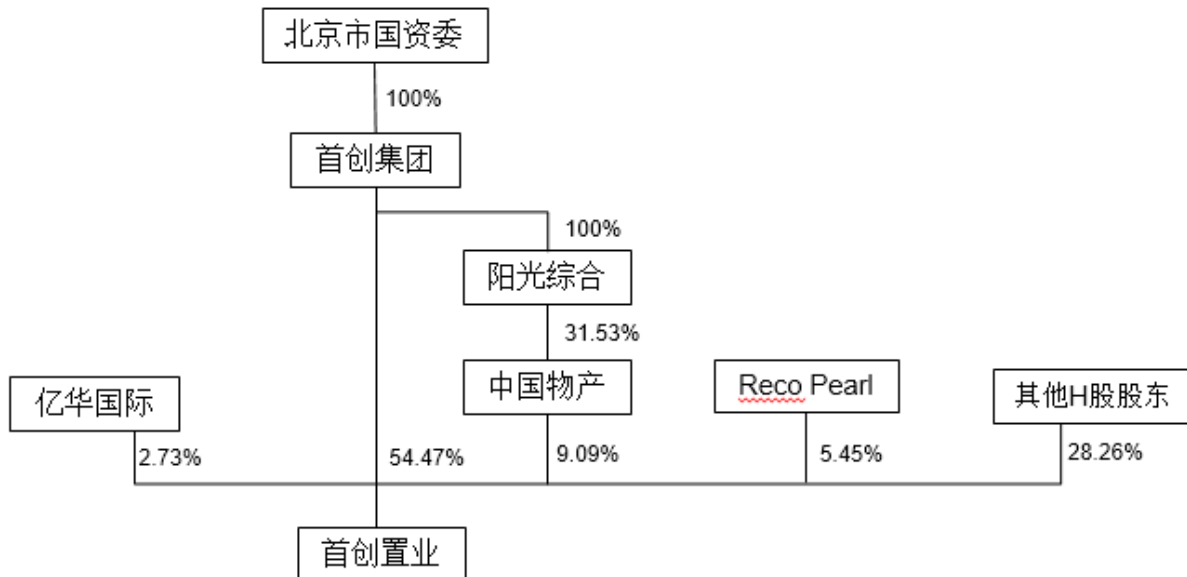
财务弹性方面，公司与境内外多家金融机构均保持了良好的合作关系。截至 2016 年末，公司合并口径下获得主要合作金融机构授信总额为 645.00 亿元，其中未使用的授信额度约为 428.06 亿元。同时，公司及旗下首创钜大均为上市公司，在资本市场具有较强的融资能力，并不断开拓融资渠道，包括银行、基金、保险、债券等多种渠道，整体具备较强的财务弹性。

整体来看，公司 2016 年积极拓展核心城市的优质项目，并大力推进奥特莱斯业务的整合，或使公司未来面临一定的资本支出压力及项目管理难度。但考虑到公司快速增长的销售业绩，较大规模的待结算资源和丰富且优质的土地储备，以及来自于控股股东的持续支持，为其未来经营业绩保持和债务的偿还提供了极有力的保障。

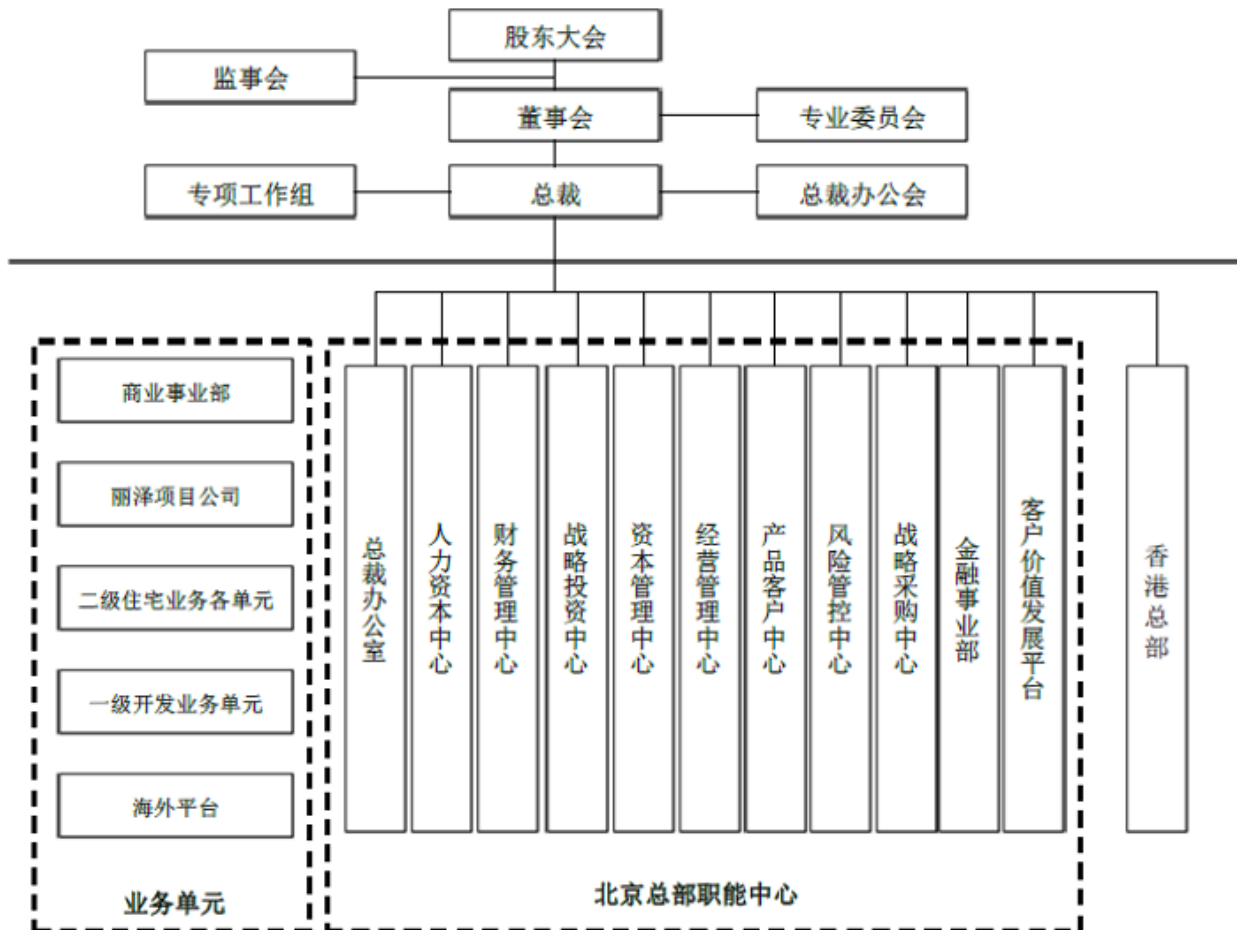
## 结论

综上，中诚信证评维持首创置业主体信用级别为 AAA，评级展望为稳定；维持“首创置业有限公司 2015 年公司债券”信用级别为 AAA。

附一：首创置业股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附二：首创置业股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



**附三：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)	2014	2015	2016
货币资金	1,389,702.60	2,010,298.20	1,792,574.70
应收账款净额	94,633.30	67,689.80	99,522.30
存货净额	4,876,811.20	5,813,911.90	6,454,302.90
流动资产	6,734,436.60	8,507,156.90	9,433,956.50
长期投资	251,465.50	490,729.70	546,889.10
固定资产合计	766,472.30	1,208,329.80	1,528,070.20
总资产	7,867,955.60	10,747,194.90	11,921,073.40
短期债务	1,162,352.30	980,721.20	1,690,255.20
长期债务	2,247,847.40	4,448,733.10	4,130,437.50
总债务(短期债务+长期债务)	3,410,199.70	5,429,454.30	5,820,692.70
总负债	5,726,603.00	8,181,436.40	9,164,599.90
所有者权益(含少数股东权益)	2,141,352.60	2,565,758.50	2,756,473.50
营业总收入	1,005,796.70	1,599,477.00	2,034,940.40
三费前利润	235,603.30	179,294.10	205,192.50
投资收益	124,176.00	150,674.40	131,763.90
净利润	226,372.90	298,680.00	287,829.80
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	313,494.00	458,843.50	491,926.50
经营活动产生现金净流量	-1,244,214.90	-897,541.20	-96,780.30
投资活动产生现金净流量	108,550.00	-554,640.70	-163,131.50
筹资活动产生现金净流量	1,165,621.20	2,103,741.20	90,050.50
现金及现金等价物净增加额	27,149.50	654,788.70	-164,568.70
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	29.84	18.22	17.13
所有者权益收益率(%)	10.57	11.64	10.44
EBITDA/营业总收入(%)	31.17	28.69	24.17
速动比率(X)	0.55	0.76	0.62
经营活动净现金/总债务(X)	-0.36	-0.17	-0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	-1.07	-0.92	-0.06
经营活动净现金/利息支出(X)	-6.17	-2.51	-0.28
EBITDA 利息倍数(X)	1.56	1.28	1.40
总债务/EBITDA(X)	10.88	11.83	11.83
资产负债率(%)	72.78	76.13	76.88
总债务/总资本(%) (总资本化比率)	61.43	67.91	67.86
长期资本化比率(%)	51.21	63.42	59.98
净负债率	94.36	133.26	146.13

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
 2、2014~2016 年末的长期应付款有息部分已计入长期债务进行相关指标的测算。  
 3、由于 2016 年度发生同一控制下企业合并事项，2015 年数据已重述。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

净债务=总债务-货币资金

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

## 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。