

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公開發行2018年公司債券（第二期）信用評級報告》。

承董事會命  
首創置業股份有限公司  
公司秘書  
李斯維

香港，二零一八年十一月二十八日

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），執行董事鍾北辰先生（總裁）、李曉斌先生、胡衛民先生及范書斌先生；非執行董事蘇健先生；以及獨立非執行董事李旺先生、黃翼忠先生及劉昕先生。



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]G287-F2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其贵公司拟发行的“首创置业股份有限公司公开发行2018年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年十月三十一日

# 首创置业股份有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第二期）信用评级报告

**债券级别** AAA  
**主体级别** AAA  
**评级展望** 稳定  
**发行主体** 首创置业股份有限公司  
**发行规模** 本次债券发行规模不超过人民币50亿元（含50亿元），采用分期发行方式。本期发行规模为不超过人民币25亿元（含25亿元）。

**债券期限** 本期债券分为两个品种，品种一为3年期固定利率债券；品种二为5年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人与簿记管理人将根据本期债券发行中购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。

**债券利率** 本期债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

**偿付方式** 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。

## 概况数据

首创置业	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益(亿元)	256.58	275.51	319.32	339.95
总资产(亿元)	1,074.72	1,194.60	1,414.21	1,569.08
总债务(亿元)	542.95	582.07	667.52	807.03
营业总收入(亿元)	159.95	203.49	212.92	71.17
营业毛利率(%)	18.22	17.10	28.54	34.99
EBITDA(亿元)	45.88	49.05	52.18	26.64
所有者权益收益率(%)	11.64	10.40	8.76	12.57
资产负债率(%)	76.13	76.94	77.42	78.33
总债务/EBITDA(X)	11.83	11.87	12.79	15.15
EBITDA 利息倍数(X)	1.28	1.40	1.56	1.24
净负债率(%)	133.26	146.21	143.16	173.33

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、2015~2017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2016~2017年均发生同一控制下企业合并事项，其对应的期初数均已重述；  
4、2018年半年度数据已经过年化处理。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“首创置业股份有限公司公开发行2018年公司债券（第二期）”的信用级别为AAA。该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体首创置业股份有限公司（以下简称“首创置业”或“公司”）主体信用级别为AAA，评级展望稳定。该级别反映了首创置业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。中诚信证评肯定了公司较为雄厚的股东背景及持续支持、良好的销售业绩、优质的土地和项目储备资源以及顺畅的融资渠道等正面因素为公司未来的发展提供的保障。同时，中诚信证评也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧以及公司面临再融资及资本支出压力等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

## 正面

- 较为雄厚的股东背景及持续支持。公司控股股东北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”）是北京市国资委下属的大型国有集团公司，作为首创集团旗下从事房地产开发业务的唯一平台，公司可在业务协作及资金方面持续获得首创集团支持。
- 销售业绩增长良好。公司坚持以“有质量的增长”为经营理念，加强核心城市核心产品的打造推广，近年销售业绩增长良好。2017年全年实现合同销售金额558亿元，近三年复合增长率为31.03%。
- 优质的土地和项目储备资源。公司近年来土地和项目储备规模保持增长，截至2018年6月末，公司拥有土地储备总建筑面积1,192万平方米，其中北京、上海、天津、成都、重庆和深圳等核心城市合计占比为63.06%。较为优质的可供销售资源以及良好的区域布局能够为公司销售业绩的持续增长提供有力保障。

## 分析师

张丽华 lh Zhang@ccxr.com.cn

张松涛 st Zhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年10月31日

- 顺畅的外部流动性补充渠道。公司系香港联交所上市公司，近年来不断开拓融资渠道，包括银行、基金、保险、债券等多种金融工具，具备了较强的融资能力，有助于公司保持建设资金的充足、调整债务结构及降低财务成本。

## 关注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 面临再融资及资本支出压力。近年来公司债务规模增长快速，且短期债务规模较大，存在一定的再融资压力，同时公司加大对于奥特莱斯及土地一级开发等项目的布局力度，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委托方构成委托关系外，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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

首创置业股份有限公司（以下简称“首创置业”或“公司”）于 2002 年 7 月 23 日由北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”）、北京阳光房地产综合开发公司、北京首创阳光房地产有限责任公司、北京首创科技投资有限公司、北京首创航宇经济发展有限公司、中国物产有限公司、亿华国际企业有限公司 7 家公司作为发起人发起设立；2002 年 12 月 5 日，公司于北京注册成立，成立时总股本为人民币 11 亿元。2003 年 6 月 19 日，公司于香港首次公开发行 H 股 51,330 万股，经过 2005 年和 2006 年两次增发后，总股本达 202,796 万股。2015 年 8 月 10 日，首创置业与首创集团签订内资股认购协议，首创集团以现金按认购价每股新内资股人民币 3.08 元认购首创置业定向增发的 10 亿股新内资股，共增资约 30.8 亿元人民币，至此首创集团直接持股比例从 32.01% 上升至 54.47%。截至 2018 年 6 月末，公司总股本增至 302,796 万股，其中首创集团持股 54.47%，实际控制人为北京市国资委。

公司作为首创集团房地产业务的平台和载体，主要从事房地产开发和销售、物业管理、物业投资等多项业务。经过多年发展，首创置业已成为国内大型房地产开发商之一，2017 年末公司旗下项目共 101 个，覆盖全国 24 个城市和海外，主要集中于北京、上海、天津、成都、重庆、深圳等一、二线城市，同时亦在海外（澳大利亚悉尼和布里斯班）拥有若干个项目投资。此外，公司还进一步扩展商业奥特莱斯综合体的开发与经营。

截至 2017 年末，公司总资产 1,414.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）319.32 亿元，资产负债率 77.42%；2017 年公司实现营业总收入 212.92 亿元，净利润 27.97 亿元，经营活动净现金流 44.54 亿元。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产 1,569.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）339.95 亿元，资产负债率 78.33%；2018 年 1~6 月公司实现营业总收入 71.17 亿元，净利润 10.68 亿元，经营活动净现金流-22.48 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本次公司债券概况

债券概况	
债券名称	首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）
发行总额	本次债券发行规模不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元），采用分期发行方式。本期发行规模为不超过人民币 25 亿元（含 25 亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期固定利率债券；品种二为 5 年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人与簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券票面年利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利
偿付方式	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	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

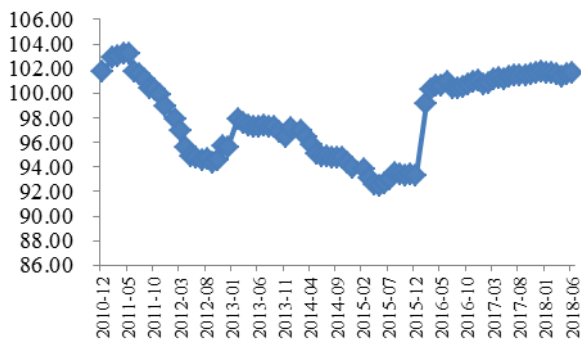
## 行业分析

### 房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所

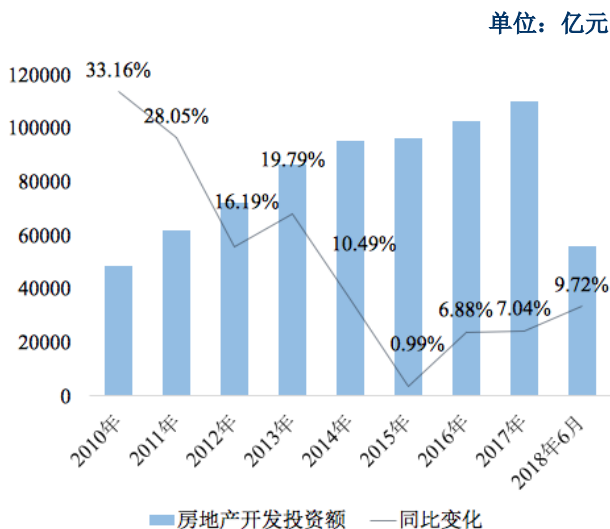
上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~6月期间国房景气度有所回升。

图1：2011~2018.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图2：2010~2018.H1 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

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。受2014年国内经济整体下行、房地产销售疲软的影响，2014年和2015年房地产行业投资增速出现大幅回落；其中，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，同比增长仅0.99%。受益于宽松的行业政策，2016年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿

元，同比增长6.88%，增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策持续高压，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼自有资金，加快房地产开发建设节奏，2018年1~6月全国房地产开发投资较上年同期增长9.7%至55,531亿元，增速较上年同期上升1.2个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2015~2017年房地产开发企业到位资金分别为125,203亿元、144,214亿元和156,053亿元，年均复合增长率11.64%；同期增速分别为2.63%、15.18%和8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为49,182亿元、66,355亿元和72,600亿元，占比从2015年的39.28%上升至2017年的46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为9.41%，较2016年下降25.51个百分点。2015~2017年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为69,252亿元、70,645亿元和76,114亿元，占比分别为55.31%、48.99%和48.77%。2018年1~6月，房地产开发企业到位资金79,287亿元，较上年同期增长4.6%，增速下降6.6个百分点。其中，受外部资金环境紧缩影响，国内贷款和个人按揭贷款分别为12,292亿元和11,524亿元，同比分别下降7.9%和4.0%；而自筹资金和定金及预收款同比分别增长9.7%和12.5%至25,541亿元和26,123亿元，占比分别为32.21%和32.95%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性上升。

表 2: 2015~2018.H1 房地产开发投资资金来源

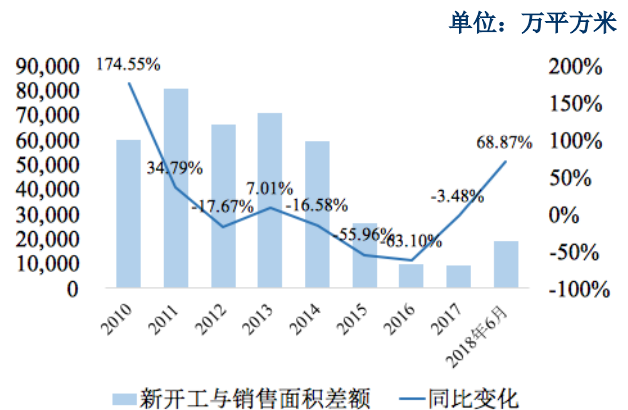
单位: 亿元、%				
指标	2015	2016	2017	2018.H1
<b>资金来源合计</b>	125,203	144,214	156,053	79,287
同比增长	2.6	15.2	8.2	4.6
其中:				
<b>自筹资金</b>	49,038	49,133	50,872	25,541
占比	39.17	34.07	32.60	32.21
同比增长	-2.7	0.2	3.5	9.7
<b>国内贷款</b>	20,214	21,512	25,242	12,292
占比	16.14	14.92	16.18	15.50
同比增长	-4.8	6.4	17.3	-7.9
<b>利用外资</b>	297	140	168	28
占比	0.24	0.10	0.11	0.00
同比增长	-53.6	-52.6	19.8	-73.1
<b>定金及预收款</b>	32,520	41,952	48,694	26,123
占比	25.97	29.09	31.20	32.95
同比增长	7.5	29.0	16.1	12.5
<b>个人按揭贷款</b>	16,662	24,403	23,906	11,524
占比	13.31	16.92	15.32	14.53
同比增长	21.9	46.5	-2.0	-4.0

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

施工方面, 近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看, 2015 年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎的态度, 有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出, 当期房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米, 同比下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下, 房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑, 有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年, 在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下, 房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源, 全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米, 同比上升 8.1%。2017 年, 随着房地产政策的持续收紧, 当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米, 增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%, 同期全国商品房新开工面积与销售面积差额 (差额=新开工面积-销售面积) 为 9,246 万平方米, 同比下降 3.48%, 商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下, 基于对内部流动性资金的需求, 房企加快

了项目新开工进度, 2018 年上半年房企新开工面积有所提高, 当期房地产开发企业房屋新开工面积 95,817 万平方米, 较上年同期增长 11.8%; 从新开工面积与销售面积的差额来看, 2018 年 1~6 月, 全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 68.87% 至 18,674 万平方米。

图 3: 2010~2018.H1 商品房新开工与销售面积差额



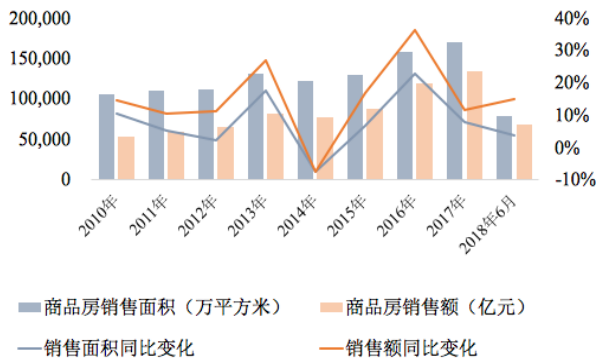
资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

从销售情况看, 得益于频出的利好政策, 2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元, 同比分别增长 6.5% 和 14.4%; 其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 6.9% 和 16.6%。2016 年, 在宽松的行业政策带动下, 我国商品房成交量大幅提升, 当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, 分别同比增长 22.4% 和 34.8%; 其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4% 和 36.1%。2017 年, 全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元, 分别同比增长 7.66% 和 13.67%, 受 2016 年 10 月及 2017 年 3 月连续出台的房地产调控政策影响, 增速均出现较大幅度放缓。值得注意的是, 2017 年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅, 其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%; 办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%; 商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。2018 年 1~6 月, 全国商品房销售面积和销售额分别为 77,143 万平方米和 66,945 亿元, 同比分别增长 3.3% 和 13.2%, 在各线城市调控政策持续高压的背景下, 增速较上年同期分别下降 12.8% 和



8.3%。

图 4：2010~2018.H1 商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

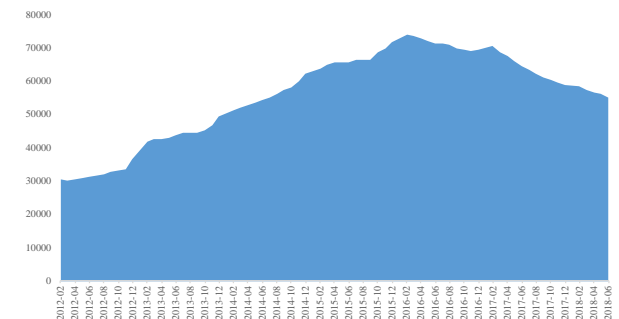
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017 年东部地区商品房销售额 74,439 亿元，同比增长 6.2%，销售额占比达 55.68%；同期中部地区商品房销售额 28,665 亿元，同比增长 24.1%；西部地区商品房销售额 25,231 亿元，同比增长 25.9%；东北部地区商品房销售额为 5,367 亿元，同比增长 21.8%。2018 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 36,034 亿元，同比增长 3.9%，销售额占比达 53.83%；中部地区商品房销售额 14,476 亿元，同比增长 27.0%；西部地区商品房销售额 14,008 亿元，同比增长 28.2%，东部地区增速及占比持续下降。2017 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%<sup>1</sup>。受 2016 年 10 月以来房

<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、福州；三线城市包括百城

地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018 年 6 月，全国 100 个城市住宅均价为 12,642 元/平方米，较年初下降 9.49%；其中，一线城市住宅均价 41,644 元/平方米，较年初小幅增长 1.07%；二线城市住宅均价 13,383 元/平方米，较年初增长 5.51%；受益于热点城市调控政策趋严带来购房需求外溢，以及棚改货币化安置等因素的综合影响，三线城市 2018 年 6 月住宅均价较年初大幅增长 25.47% 至 10,458 元/平方米。

图 5：2012~2018.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。截至 2018 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 5.51 亿平方米，较上年末减少 3,800 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年末进一步缩短至 4.28 个月；但考虑到 2018 年中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

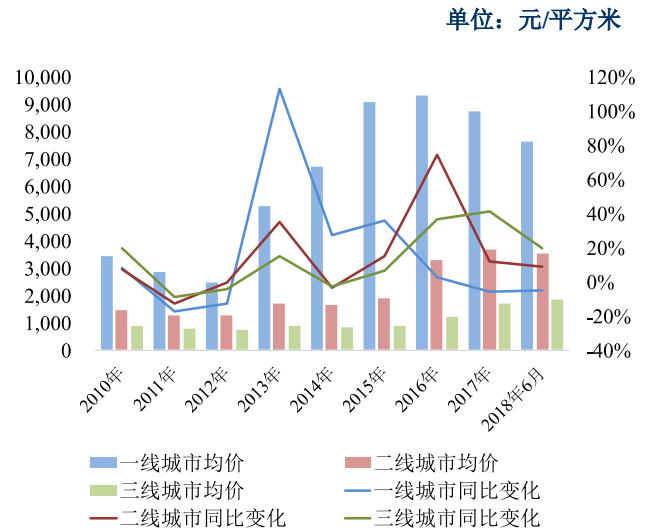
半年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

土地市场方面，近三年全国房地产用地供给小幅波动。根据国土资源局数据显示，2015~2017年全国房地产建设用地供应面积分别为119,800万平方米、107,500万平方米和115,000万平方米。土地成交面积受供应波动的影响亦有所波动，房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2015~2017年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,811万平方米、22,025万平方米和25,508万平方米，同期土地成交价款分别为7,622亿元、9,129亿元和13,643亿元。受此影响，2017年房地产企业土地购置成本涨至5,348.52元/平方米，近三年年均复合增长率为26.52%。2018年1~6月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为11,085万平方米和5,265亿元，分别同比增长7.2%和20.3%，增速有所回落；同时受热点城市调控影响，整体地价下降明显，2018年1~6月土地购置成本为4,749.66元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交楼面均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交楼面均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交楼面均价则持续增长至2016年到达顶点，平均溢价率较2015年提升15.6个百分点至41.94%，受土拍限价影响，2017年以来一线城市土地成交楼面均价持续回落，2018年上半年一线城市土地成交楼面均价及溢价率分别为7,627.20元/平方米和8.43%。二线城市土地成交楼面均价于2013~2015年间小幅波动增长，而2016年二线城市土地成交楼面均价大幅增长74.18%至3,270.54元/平方米，平均溢价率同比上升35.63个百分点至56.26%，同样受土拍限价影响，2017年以来土地市场热度持续减弱，2018年上半年二线城市土地成交楼面均价为3,500.67元/平方米，涨幅和溢价率分别回落至8.71%和18.80%。三线城市成交土地楼面均价于2016年以来维持高位增长，2016年和2017年土地楼面均价涨幅分别达36.65%和41.35%，平均溢价率分别为34.01%和

32.46%，2018年上半年，三线城市土地成交楼面均价为1,827.47元/平方米，涨幅回落至19.61%，平均溢价率则下降至22.76%。

图6：2010~2018.H1各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大。受2016年10月份以来国内房地产政策持续收紧及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显。

## 行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从2010年的不足20个大幅增加至近50个。2014年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较

为明确的支持。2015年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。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。2016年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等21个城市相继出台了限购限贷政策。

2017年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。从全国层面来看，2017年2月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动5个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至2017年末，共有46城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州7城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租

赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个城市作为住房租赁首批试点。2017年8月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在13个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。同年10月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2018年，房地产行业受相关政策影响持续承压，四限政策依旧从紧执行，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市。3月，李克强总理在十三届全国人大一次会议《政府工作报告》里明确提出要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。7月，习近平主席在中央政治局会议上明确提出了政府下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，并加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。中央将继续坚持加强和完善宏观调控，同时从供给侧进一步发力，包括加快推进房地产税相关政策举措，加快推进租售同权等一系列配套政策的落实，促进长效机制建设，更好实现“房子是用来住而不是用来炒的”基本定位。

表 3：2017 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房和城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	健全地方税体系，按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，稳妥推进房地产税立法。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

## 行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收

款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速下降 25.51 个百分点；2018 年上半年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 37,647 亿元，较上年同期增速下降 6.9 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；而受融资环境趋紧影响，2018 年上半年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 9,987.75 亿元，较上年同期下降 10.30%。2016 年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发

布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。2017年以来，随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布情况来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

**近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。**

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，2017年房地产收并购交易数量超过480笔，交易金额达5,000多亿元，较2016年同比增长31%。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。2017年TOP100房企销售金额集中度提升11.58个百分点至55.50%，占比超过一半；TOP20销售金额集中度则上升7.77个百分点至32.50%；而TOP10房企销售额的比重达到24.10%，较上年提升5.75个百分点，千亿房企已达17家。2017年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。2018年1~6月，TOP100房企销售额集中度较上年末上升14.18个百分点至58.10%，在融资及房地产行业调控政策持续收紧背景下，房企规模分化格局将会持续加大，集中度也将进一步提升。

表 4: 2015~2018.H1 国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017	2018.H1
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%	15.40%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%	29.90%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%	40.60%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%	58.20%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%	69.30%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

## 竞争实力

### 较为雄厚的股东背景与持续支持

公司的控股股东为首创集团，首创集团是北京市国资委所属的大型国有集团公司。近年来首创集团逐步构建基础设施产业、房地产、金融服务业和环保产业四大核心主业，拥有资本运作、产业协同、创新研发、国际合作等竞争优势。截至2018年6月末，首创集团旗下拥有多家上市公司，主要包括首创置业（2868.HK）、北京首创股份有限公司（SH600008）、首创环境控股有限公司（3989.HK）和首创钜大有限公司（1329.HK），是一家具有很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。

作为首创集团房地产业务的平台和载体，公司可依托与首创集团基础设施业务的协同互动，充分发挥京津地区土地一级开发的先发优势，多渠道补充土地储备，降低土地成本。同时，首创集团资本实力雄厚，公司亦可在业务拓展、资金等方面得到首创集团的有力支持。2015年8月10日，公司与首创集团签订内资股定增协议，首创集团以每股3.08元的价格认购公司定向增发的10亿股新内资股，本次共增资30.80亿元，首创集团直接持股比例由32.01%上升至54.47%，实现对公司的绝对控股；同时首创集团通过提供担保、内部贷款及与内部金融机构合作等方式，向公司提供融资方面支持，截至2018年6月末，首创集团为公司提供67.2亿元担保和13亿元维好协议，另外公司与首创集团下属首创证券有限责任公司和北京首创金融资产交易信息服务股份有限公司等金融平台形成了良好的合作关系，进一步拓展了公司融资渠道。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（以下简称“东环鑫融”）持有的首创大厦、北京鎏金置业有限责任公司（以下简称“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）、重庆润智建设开发有限公司的首创渝阅和沈阳昊华置业有限公司（以下简称“沈阳昊华”）持有的首创琥珀湾四个项目，东环鑫融和鎏金置业于 2016 年收购完成，沈阳昊华于 2017 年收购完成；此外公司在首创集团的协同支持下，成功获取呼家楼棚户区改造、平谷区大兴庄土地一级开发、北京顺义北石槽棚改项目等项目，公司在业务拓展方面亦可获得首创集团的大力支持。

## 优质的土地及项目储备资源

公司房地产项目开发实行多区域布局，在区域选择方面，公司会对选择进入的城市进行详尽的前期可行性研究，在区域的经济环境、市场需求及相应的购买能力方面进行严格的筛选，以保障项目可实现快速去化和预计的投资回报。2014 年以来公司聚焦北京、上海、天津、成都和重庆等核心城市，在巩固京津地区优势的同时，大力发展环渤海、长三角与中西南等区域；2017 年公司区域战略升级，土地投资由聚焦单核城市升级为京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大城市圈，同时稳步推进澳洲等海

外布局。近年来首创置业保持了良好的销售业绩，且其可售资源亦主要集中于核心发展区域，可为未来持续发展提供较好保障。截至 2018 年 6 月末，公司拥有土地储备总建筑面积 1,192 万平方米，其中北京、天津、重庆、上海、成都和深圳等核心城市，总建筑面积占比分别为 26.44%、18.50%、9.10%、6.16%、2.49% 和 0.37%。整体来看，较为优质的可供销售资源以及良好的区域布局能够为公司销售业绩的持续增长提供较强保障。

## 业务运营

公司主要从事房地产开发和经营，房地产开发是公司收入和利润的主要来源，2015~2017 年末公司分别实现房地产销售收入 154.22 亿元、195.99 亿元和 178.51 亿元，近年来房地产销售收入占营业收入比重保持在 83% 以上。2017 年公司实现主营业务收入 211.37 亿元，其中房地产开发收入占比达 84.45%。2017 年天津武清实现 3 块地挂牌转让，当期公司土地一级开发收入由上年的 2.64 亿元上升至 29.06 亿元。另 2018 年 1~6 月，公司实现主营业务收入 70.23 亿元，其中房地产销售收入 52.73 亿元，占比为 75.08%。

表 5：2015~2018 年 6 月公司主营业务收入构成情况

分部	2015		2016		2017		2018.1~6	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产销售	154.22	96.42	195.99	96.31	178.51	84.45	52.73	75.08
一级土地开发	0.53	0.33	2.64	1.30	29.06	13.75	14.97	21.32
投资物业租赁收入	2.38	1.49	3.02	1.48	3.54	1.67	2.40	3.41
酒店经营	0.89	0.56	-	-	-	-	-	-
咨询收入	0.26	0.16	0.26	0.13	0.26	0.12	0.13	0.19
其他	1.67	1.04	1.58	0.78	-	-	-	-
<b>合计</b>	<b>159.95</b>	<b>100.00</b>	<b>203.49</b>	<b>100.00</b>	<b>211.37</b>	<b>100.00</b>	<b>70.23</b>	<b>100.00</b>

注：由于数据经过四舍五入，部分数据存在尾差

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 房产开发业务

公司房地产开发业务以商品房住宅类开发和销售为主，并采取“上规模、快周转、去库存、调结构”的策略，适时优化产品结构，持续加大对刚需快周转和改善类产品的开发。经过 20 年的发展，

公司已形成天阅系、禧瑞系、A-Z Town、首创府郡、首创国际城、首创城等成熟的产品系列，具有丰富的项目运作经验。

项目销售方面，公司在核心城市推进刚需及改善性产品，坚持量价平衡策略。同时，在巩固传统

的优势地区北京市场的基础上，积极进行核心城市圈战略布局，并进一步开拓海外市场。2015~2017年公司签约销售面积分别为279万平方米、226万平方米和240万平方米；同期分别实现签约销售金额325亿元、455亿元和558亿元。近年来得益于房地产市场价格上升，加之公司对产品结构的调整，销售金额实现逐年增长。同期公司签约销售单价分别为11,649元/平方米、20,099元/平方米和23,250元/平方米。

**表 6：2015~2018 年 6 月公司业务运营情况**

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2018.1~6
销售面积	279	226	240	136.32
签约金额	325	455	558	360.71
销售单价	11,649	20,099	23,250	26,460
结算面积	172	149	131	36.49
结算金额	154	196	179	52.73
结算单价	8,953	13,425	13,664	14,449

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

从销售区域分布情况来看，近年来公司签约销售金额主要来源于北京、上海、天津、成都和重庆等核心城市及澳洲区域，2015~2017年，公司在北

京、天津、上海、成都、重庆等核心城市及澳洲市场总签约销售额占比分别为88%、95%和89.8%。2017年公司签约销售金额主要来自于北京、天津、澳洲区域（悉尼和布里斯班）和上海，当期上述区域分别实现签约销售金额225.83亿元、106.35亿元、72.27亿元和42.22亿元，占比分别为40.44%、19.04%、12.94%和7.56%。另外，2018年1~6月公司实现签约销售金额360.71亿元，北京、天津和上海签约销售额占比分别为59.77%、9.94%和9.21%。

结算方面，一方面考虑到房屋竣工交付具有一定建设周期，部分签约销售额将于以后年度确认收入，因此签约销售额的稳步增长将有利于其未来收入增长。但另一方面，受完工进度影响，近年来公司结算面积呈现一定下降，2015~2017年，公司结算面积分别为172万平方米、149万平方米和131万平方米；同期结算金额分别为154亿元、196亿元和179亿元。另外，2018年1~6月公司结算面积为36.49万平方米，结算金额为52.73亿元。

**表 7：2015~2018 年 6 月公司房地产主要城市销售占比情况**

单位：亿元、万平方米、%

签约金额	2015		2016		2017		2018.1~6	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北京	97.58	30.01	172.58	37.92	225.83	40.44	215.59	52.97
天津	70.22	21.60	113.22	24.88	106.35	19.04	35.85	20.04
澳洲	50.99	15.68	58.57	12.87	72.27	12.94	9.34	1.94
上海	40.88	12.57	52.13	11.45	42.22	7.56	33.21	10.25
重庆	15.77	4.85	10.43	2.29	18.26	3.27	9.06	7.42
成都	7.53	2.32	23.98	5.27	36.60	6.55	15.94	12.92
其他	42.15	12.96	24.23	5.32	56.96	10.20	41.72	30.77

签约面积	2015		2016		2017		2018.1~6	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比	金额	占比
北京	70.44	25.27	57.83	25.54	56.51	23.55	52.97	38.86
天津	78.11	28.02	65.13	28.76	54.55	22.73	20.04	14.70
澳洲	17.69	6.35	15.22	6.72	14.23	5.93	1.94	1.42
上海	17.63	6.32	20.35	8.99	14.65	6.11	10.25	7.52
重庆	22.97	8.24	16.05	7.09	20.21	8.42	7.42	5.44
成都	9.77	3.51	22.88	10.10	27.56	11.49	12.92	9.48
其他	62.13	22.29	28.98	12.80	52.25	21.77	30.77	22.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运作情况来看，公司根据房地产市场环境变化及其自身发展情况，近年来开发节奏逐年放缓。2015~2017 年末公司新开工面积分别为 276 万平方米、246 万平方米和 83 万平方米，同期竣工面积分别为 296 万平方米、340 万平方米和 191 万平方米，2017 年公司为了适应房地产市场环境变化，调整部分房地产项目方案，而造成其部分房地产项目未能按期开工，使得当期新开工及竣工面积大幅下降。另 2018 年 1~6 月，公司新开工面积和竣工面积分别为 172 万平方米和 85 万平方米。

**表 8: 2015~2018 年 6 月末公司房地产业务开工及竣工情况**  
单位：万平方米

指标	2015	2016	2017	2018.H1
新开工面积	276	246	83	172
竣工面积	296	340	191	85

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2018 年 6 月末，公司并表口径销售物业主要在建项目共 42 个，建筑面积合计 1,046.63 万平方米，预计总投资为 1,259.54 亿元，同期末后续需投资支出 396.46 亿元，主要分布在北京、天津、西安、沈阳等城市。

**表 9: 截至 2018 年 6 月末公司主要销售物业在建项目区域分布情况**  
单位：万平方米、亿元

城市	总建筑面积	总投资额	后续投资支出
北京	273.90	501.33	136.77
天津	218.53	254.25	96.54
西安	170.44	87.49	21.94
沈阳	88.07	52.79	21.97
昆山	80.32	50.01	22.11
上海	63.61	200.89	53.50
湖州	53.42	15.70	7.58
重庆	51.55	33.06	6.59
江阴	21.56	15.74	6.06
海南	14.58	15.92	13.48
济南	6.30	4.67	1.70
深圳	4.35	27.69	8.21
<b>总计</b>	<b>1,046.63</b>	<b>1,259.54</b>	<b>396.46</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，得益于房地产市场价格的上漲及公司较好的区域布局，签约销售均价持续上升，公司签约销售额表现良好。但中诚信证评亦关注到公司

在建项目规模较大，或面临一定资本支出压力。

## 投资物业

公司投资物业主要包括以奥特莱斯购物中心为核心的商业项目，运营主体为公司旗下子公司——首创钜大有限公司（以下简称“首创钜大”）。首创钜大原名钜大国际控股有限公司（以下简称“钜大国际”），成立于 2010 年 8 月 9 日，2012 年 4 月 2 日于香港联交所上市，证券代码为 01329.HK，业务主要包括生产邻苯二甲酸酐（苯酐）及富马酸的化学业务。2013 年 11 月 12 日，首创置业通过全资子公司得兴有限公司（以下简称“得兴公司”）受让联旺有限公司所持有的钜大国际 65.1% 普通股。2015 年 1 月 22 日，钜大国际以每股 2.66 港元向得兴公司定向发行 73,813.05 万股可转换优先股。2015 年 3 月 26 日钜大国际更为现名。2015 年 6 月 19 日首创置业全资子公司首置投资控股有限公司（以下简称“首置投资”）受让得兴公司持有的全部首创钜大股权。2016 年 12 月 28 日，首创钜大分别向 Smart Win Group Limited 及 KKR CG Judo Outlets 发行 9,519.23 万股普通股，同日首置投资将 57,115.38 万股 A 类可转换优先股转换为普通股。经过多次股权变更及增资，截至 2018 年 6 月末，首创钜大普通股股本为 96,153.85 万股，其中首创置业间接持股 72.9% 普通股。首创钜大在被公司收购后，于 2015 年 1 月 22 日出售旗下所有化工产业，正式转型为商业地产运营公司。2016 年 7 月，首创置业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首创钜大，实现了奥特莱斯项目统一管理。

近年来公司在积极发展住宅项目的同时，进一步开拓奥特莱斯业务发展，并取得一定业绩。截至 2017 年末公司旗下正在运营的奥特莱斯共 6 家，包含北京房山奥莱、江苏昆山奥莱、海南万宁奥莱、浙江湖州奥莱、浙江杭州奥莱和江西南昌奥莱。2018 年以来运营项目新增武汉奥特莱斯，截至 2018 年 6 月末公司旗下正在运营的奥特莱斯共 7 家。2017 年合计实现营业收入近 32.4 亿元，同比增长近 35%；年客流量超过 2,540 万人次，同比增长 34%，经营业绩稳步提升；品牌资源日益丰富。公司奥特



莱斯项目的收入主要来源于租金，通过对不同业态的租户采取不同的租金收取方式，针对餐饮及配套服务租户主要采取固定租金方式；针对服装、服饰等零售店租户，主要采取销售额提成方式。2015~2017 年末公司奥特莱斯租金收入分别为 1.57 亿元、1.95 亿元和 2.24 亿元，整体保持稳定增长，为公司利润形成一定补充。另 2018 年 1~6 月公司合计实现营业收入近 23.7 亿元，同比增长 43%，上半年客流量达 1,032 万人次，同期公司实现奥特莱斯租金收入 1.81 亿元。

投资策略方面，首创钜大会独立对符合战略规划的潜在目标城市和区域进行市场调研，通过综合分析城市宏观经济、人口与规划、商业发展水平、市场环境、消费特点等方面，确认目标区域是否适合进入。同时结合可选地块的供地条件、取地成本等指标，预计整体销售额水平以及未来是否有发展空间等，完成项目经济测算，判断目标地块的商业可行性，并编制可研报告。开发流程方面，由首创钜大独立进行开发建设，在传统住宅开发模式的基础上，加入专业的商业管理团队根据项目商业定位于经营规划，对招商、营销及运营进行前置规划。

近年公司通过公开市场、股权合作等多种方式陆续获得新的奥特莱斯项目，2017 年，公司新获取奥特莱斯项目 2 个，包括昆明奥特莱斯、郑州奥特莱斯 A2 地块项目；2018 年 1~6 月公司新获取青岛奥特莱斯项目，截至 2018 年末 6 月末，公司已累计布局 15 家奥特莱斯，主要分布在南昌、杭州、武汉、长沙、西安、郑州、济南等区域，成为全国布局数量最多的奥特莱斯营运商。

截至 2018 年 6 月末，公司自持物业主要在建项目共 9 个，在建项目总建筑面积为 108.18 万平方米，预计总投资为 79.36 亿元，后续需投资支出 35.07 亿元。

**表10：截至2018年6月末公司自持物业主要在建项目情况**

单位：万平方米、亿元

城市	总建筑面积	总投资额	后续投资支出
房山奥特莱斯	19.68	15.95	3.80
湖州奥特莱斯	9.75	7.59	0.23
武汉奥特莱斯	10.76	6.38	1.96
郑州奥特莱斯	9.66	6.15	3.25
济南奥特莱斯	12.15	8.00	4.51
合肥奥特莱斯	9.63	8.78	3.57
重庆奥特莱斯	11.06	7.33	4.22
西安奥特莱斯	11.88	9.87	6.16
昆明奥特莱斯	13.60	9.30	7.37
<b>总计</b>	<b>108.18</b>	<b>79.36</b>	<b>35.07</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司投资物业规模持续上升，且项目均处于市场培育期，短期内对公司收入、利润贡献有限，随着在建项目陆续开工，公司未来或面临一定的资本支出压力。

## 土地储备

**表 11：2015~2018.H1 新增土地项目情况**

单位：个、万平方米、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2018.H1
新增项目	24	13	19	10
总建筑面积	343	166	319	214
新增土地金额	301	219	368	254
楼面均价	8,784	13,163	11,532	11,869

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司以“有质量的增长”为核心理念，立足于京津冀一体化，依托与首创集团的业务协同，加强对核心城市核心资源的获取。在土地获取方面，2017 年公司制定新五年战略规划，区域战略升级，土地投资由聚焦单核城市升级为京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大城市圈，同时稳步推进澳洲等海外布局；另一方面依托商业地产发展平台首创钜大，继续快速拓展奥特莱斯业务线。从储备项目获取的方式来看，近年来公司通过招拍挂和并购等多元化形式获取优质土地。2015-2017 年及 2018 年 1~6 月公司新增土地项目数量分别为 24 个、13 个、19 个和 10 个；新增土地金额分别为 304 亿元、219 亿元、368 亿元及 254 亿元；新增土地储备总建筑面积分别为 343 万平方米、166 万平方米、319 万平方米和 214 万平方米，同期北京、上海、天津、成都、

重庆和深圳等核心城市及澳洲区域总建筑面积占比分别为 84.87%、70.57%、89.19% 和 70.68%。其中，2017 年北京、天津、上海、重庆和深圳等城市占比分别为 40.45%、35.32%、2.57%、2.40% 和 2.12%，2018 年上半年北京、天津和重庆新增土地总建筑面积占比分别为 27.76%、33.83% 和 9.09%。2017 年公司首次进入深圳和杭州，获取深圳龙华地块以及杭州余杭地块，总建筑面积分别为 6.76 万平方米和 19.54 万平方米，三大城市圈布局战略落地。2018 年上半年公司首次进入广州，新增总建筑面积为 53.23 万平方米，同时依托土地一级开发优势在北京和天津获取多幅土地。截至 2018 年 6 月末，公司拥有土地储备总建筑面积 1,192 万平方米，其中权益总建筑面积为 808 万平方米。土地储备总建筑面积中，约 83% 为发展物业、17% 为投资物业及其他，主要分布于北京、天津、重庆、上海、成都和深圳等核心城市，总建筑面积占比分别为 26.44%、18.50%、9.10%、6.16%、2.49% 和 0.37%。

表 12：截至 2018 年 6 月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	315.12	207.05
天津	220.44	138.16
重庆	108.48	64.70
上海	73.39	56.80
成都	29.69	22.98
澳大利亚	4.86	2.43
深圳	4.35	4.35
<b>核心区域及澳洲小计</b>	<b>756.33</b>	<b>496.47</b>
其他	435.28	311.52
<b>合计</b>	<b>1,191.61</b>	<b>807.99</b>

注：其他包括广州、南昌、杭州、武汉、郑州、西安、合肥、济南、昆明、沈阳、镇江、昆山、无锡、江阴、湖州、万宁等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 一级土地开发

公司依托首创集团基础设施业务，在京津地区核心区域内从事土地一级开发业务，并以较低成本获取优质土地资源。从土地开发运营模式来看，一般首先是获得政府相关部门或机构授权和委托，后公司会向发改委申请立项核准，并对所约定区域内的城市国有土地或乡村集体土地进行外部专

业审查并出具规划意见，而后会在统一规划的基础上组织征地、拆迁、安置、补偿，并进行适当的市政配套设施建设。当该区域范围内的土地达到“三通一平”、“五通一平”或“七通一平”的建设条件后，再对地块进行有偿出让或转让。目前天津武清地块是整体挂牌出让结算后确认收入，北京区域土地一级开发是根据结算进度来确认收入。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司分别实现土地开发收入 0.53 亿元、2.64 亿元、29.06 亿元及 14.97 亿元，2017 年天津武清实现 3 块地挂牌转让，当期公司土地一级开发收入大幅上升，2018 年上半年公司土地一级开发收入主要来源于天津武清和北京石景山项目。其中，2016 年公司土地一级开发业务取得多项进展，当期成功完成收购首创集团旗下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）；同时在首创集团协同作用支持下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；2017 年以来公司一级土地一级开发项目储备持续上升，成功获得北京顺义区北石槽棚户区改造项目和北京密云东小口棚改项目，合计占地面积 121 万平方米；2018 年上半年公司新获取河北张家口项目，公司土地一级开发业务首进河北，规划建筑面积为 104 万平方米，截至 2018 年 6 月末，公司于京津冀区域累计获取一级开发项目为 8 个。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。

总体来看，公司现有土地储备总体规模较为充足适中，核心城市资源充足，且区域布局较好，同时多区域和多用途的土地资源配置有助于公司抗风险能力的保持，保障未来业绩稳定。

## 公司管治

### 治理结构

根据相关法律法规以及香港联合交易所有关规范性文件要求，公司已建立健全的股东大会、董事会、监事会以及高级管理人员组成的治理架构，并且制定了较为规范和完善的制度。公司董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬委员会与战略委

员会 4 个专门委员会，为董事会的科学决策提供咨询、建议，保证董事会议事、决策的专业和高效。

上市以来，公司制定并完善了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《信息披露事务管理制度》、《董事会专门委员会工作细则》、《董事会秘书工作细则》、《关联交易管理办法》以及《对外担保制度》等治理文件，已形成了比较系统的公司治理框架。此外，公司还聘任了 3 名专业人士担任公司独立董事，参与公司的决策和监督，增强董事会决策的科学性、客观性，提高公司的治理水平。

日常运作中，股东大会、董事会、监事会等机构和人员均能够按照有关法律、法规、公司章程和相关议事规则的规定开展工作并切实履行应尽的职责和义务，没有违法、违规的情形发生。

### 内部管控

风险管控方面，公司风险管控中心对公司目标成本进行审核从而达到成本管控目的。风险管控中心坚持健全公司风险管理体系及内部控制体系，开展以风险为导向的内部审计工作，保障公司稳健运行和实现发展战略。同时统筹管理公司法务工作，健全及优化公司流程，保障流程落地执行。

经营管理方面，公司经营管理中心通过定期对一线公司检查以及一线公司定期向公司总部回报等方式，有效落实公司的内部控制制度。项目土地获取后，一线公司主要负责项目定位、策划与开发，并及时与总部经营管理中心沟通，总部根据一线公司所汇报情况适时调整经营管理策略，进一步完善“产、供、销”管理链。

财务管理方面，公司采用“统收统筹”模式进行财务核算，即各层级核算结果报送本部统一汇总、管理。通过资金集中管理，保证公司财务体系内的资金具有一定的流动性、安全性和收益性。

总体来看，公司的治理结构健全，运作上不存在违法违规情形。公司内部制度基本控制了业务运营中的关键风险点，较好的保障了各项业务的顺利运行，整体管理效率较高。

### 战略规划

公司以“中国最具价值地产综合运营商”为核心发展前景，未来发展将依托中高端住宅开发、住宅产业新型综合体开发、核心商用物业开发经营、土地一级开发等业务线，通过发挥综合运营优势，创新业务发展模式，累计优质土地资源，提升产品的综合性和溢价能力，实现公司规模突破和经营效益提升。发展定位上，作为全国领先的大型地产综合运营商，公司土地投资由聚焦单核城市向京津冀、长三角和粤港澳大湾区升级；增加投资强度与投资范围，执行量价平衡的销售策略；海外市场方面，首创置业稳步推进在澳洲板块战略布局，开拓悉尼与布里斯班市场。

未来业务发展方面，公司将以“有质量的增长”为核心理念，立足京津冀一体化，大力发展土地一级开发和棚改业务，强化资源获取；进一步提升运营能力，强化集采、标准化、物业管理和社区服务平台效应，于供给侧提供优质高性价比房屋和服务，实现居住相关的全价值链的提升，打造领先的服务水平以建立首创置业的品牌特色；同时通过旗下商业地产发展平台首创钜大稳步推进奥特莱斯业务发展，快速布局，搭建国内最大的奥特莱斯运营平台；聚焦京沪深写字楼与公寓项目，打造不动产资产管理业务，全面提升项目运营。

### 财务分析

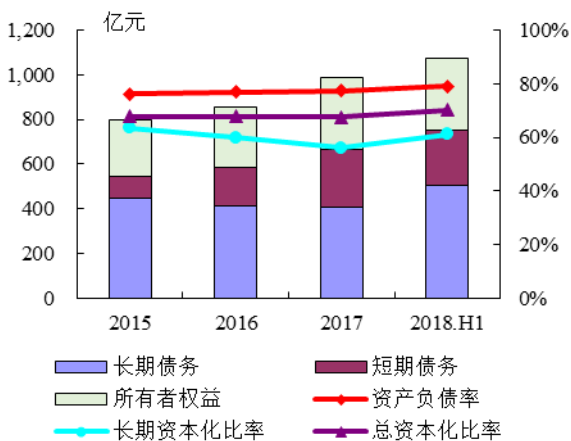
下列财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年度、2016 年度、2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年 1~6 月财务报表；其中，由于 2017 年度发生同一控制下企业合并事项，其对应的期初数已重述。

### 资本结构

随着公司房地产开发及奥特莱斯业务规模的扩张，公司近年来资产和负债规模呈现持续增长态势，2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司的资产总额分别为 1,074.72 亿元、1,194.60 亿元、1,414.21 亿元和 1,568.96 亿元；同期总负债分别为 818.14 亿元、919.09 亿元、1,094.90 亿元和 1,229.00 亿元。所

所有者权益方面，得益于利润留存的积累及永续债的发行设立，公司自有资本不断夯实。2015~2017 年及 2018 年 6 月末公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 256.58 亿元、275.51 亿元、319.32 亿元和 339.95 亿元。财务杠杆方面，2015~2017 年及 2018 年 6 月末公司资产负债率分别为 76.13%、76.94%、77.42% 和 78.33%，呈逐年增长态势，同期净负债率分别为 133.26%、146.21%、143.16% 及 173.33%。

图 7：2015~2018 年 6 月末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

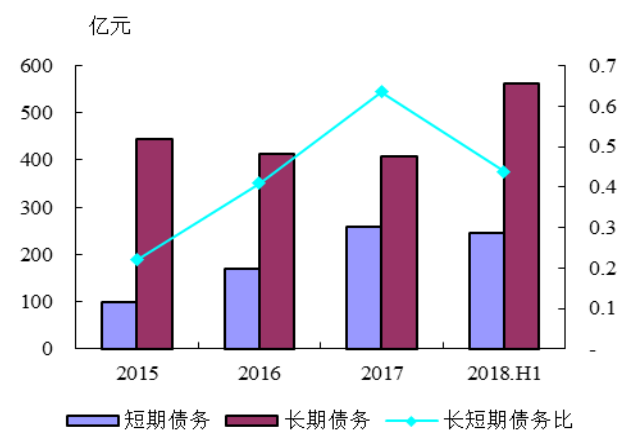
从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司流动资产分别为 850.72 亿元、945.88 亿元、1,118.27 亿元和 1,267.95 亿元，分别占同期末总资产的比重为 79.16%、79.18%、79.07% 和 80.81%。从流动资产的构成来看，2017 年末公司流动资产主要由货币资金和存货等构成。货币资金年末合计 210.38 亿元，近三年年均复合增长率为 2.30%，其中受限资金 29.88 亿元；存货年末余额 654.67 亿元，近三年年均复合增长率为 6.12%，其中开发成本为 485.34 亿元，开发产品为 134.97 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司存货余额为 703.50 亿元，同期货币资金为 217.82 亿元。

非流动资产方面，2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司非流动资产分别为 224.00 亿元、248.71 亿元、295.94 亿元和 301.13 亿元，分别占同期末总资产的 20.84%、20.82%、20.93% 和 19.19%，主要由长期股权投资和投资性房地产等构成。其中，2015~2017 年末，公司长期股权投资分别为 48.21

亿元、30.78 亿元和 44.81 亿元，2016 年长期股权投资下降主要系处置北京天城永泰置业有限公司（以下简称“天城永泰”）股权投资所致，2017 年新增对天津城铁港铁建设有限公司投资使得长期股权投资有所上升；截至 2017 年末公司投资性房地产余额为 180.80 亿元，近三年年均复合增长率为 23.03%，其中，在建的投资性房地产为 92.87 亿元，占年末投资性房地产账面价值的比重为 51.36%，回报周期较长的自持物业的持续投入或将加大其资本支出压力。截至 2018 年 6 月末，公司投资性房地产和长期股权投资分别为 191.41 亿元和 39.03 亿元。

从负债结构来看，公司负债除有息债务外主要由应付账款、预收款项和其他应付款等构成。2015~2017 年末，公司应付账款分别为 61.98 亿元、71.87 亿元和 89.22 亿元，呈现逐年上升趋势，主要系工程款，其中 2017 年应付账款账龄在 1 年以内的占比 93.39%；同期预收款项分别为 126.83 亿元、159.31 亿元和 211.14 亿元，主要为开发项目预售款；同期公司其他应付款分别为 39.31 亿元、48.88 亿元和 61.44 亿元，呈逐年上升趋势，其中 2017 年上升较快，主要系关联方企业往来款增加所致。截至 2018 年 6 月末，公司合同负债<sup>2</sup>为 229.00 亿元，较年初上升 8.46%；其他应付款为 77.52 亿元，较年初上升 26.17%。

图 8：2015~2018 年 6 月末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，随着公司业务规模的持续扩张，债务规模增长较快。2015~2017 年及 2018 年 6

<sup>2</sup> 原在预收账款科目核算，系根据新收入准则调整所致。

月末,公司总债务分别为 542.95 亿元、582.07 亿元、667.52 亿元和 807.03 亿元;同期短期债务分别为 98.07 亿元、169.03 亿元、259.28 亿元和 245.62 亿元;长期债务分别为 444.87 亿元、413.04 亿元、408.24 亿元和 561.40 亿元。债务期限结构方面,2015~2017 年及 2018 年 6 月末长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.22 倍、0.41 倍、0.64 倍和 0.44 倍,公司以长期债务为主,债务期限结构与项目开发周期较为匹配。

从所有者权益构成来看,公司所有者权益主要由少数股东权益、未分配利润、其他权益工具和股本构成。截至 2017 年末,公司所有者权益为 319.32 亿元,其中少数股东权益、未分配利润、其他权益工具和股本分别为 109.99 亿元、103.77 亿元、58.90 亿元和 30.28 亿元。另截至 2018 年 6 月末,公司所有者权益上升至 339.95 亿元,主要系其他权益工具(即永续债)增加所致,同期末,公司永续债<sup>3</sup>金额为 100.33 亿元,较上年末增加 70.34%。

总体看,公司以长期债务为主,但近期短期债务上升较快,且总债务规模持续增长,并同时存在一定规模的永续债。未来随着公司房地产开发及奥特莱斯业务规模的扩张,外部融资需求的增长或将进一步推动杠杆比率的上升。

## 流动性

随着业务规模的扩大,近年来公司流动资产规模保持上升。2015~2017 年及 2018 年 6 月末公司流动资产占期末总资产的比重分别为 79.16%、79.18%、79.07%和 80.81%,公司流动资产占比较稳定。从流动资产结构看,公司流动资产主要由货币资金和存货等构成,2015~2017 年及 2018 年 6 月末货币资金和存货合计占流动资产的比重分别为 91.97%、87.54%、77.36%和 76.48%,2017 年末占比下降幅度较大主要系当期发生 62.11 亿元的预付土地款计入预付账款核算原因导致,2018 年 6 月末占比下降主要系土地一级开发原本为存货核算部分转为合同资产核算原因导致。

<sup>3</sup> 永续债包含华澳国际信托、华鑫国际信托等设立的专项资管计划、北金所设立的债券融资计划及发行的永续中票。

表 13: 2015~2018 年 6 月末公司流动资产分析

	单位: %			
	2015	2016	2017	2018.6
流动资产/总资产	79.16	79.18	79.07	80.81
存货/流动资产	68.34	68.59	58.54	55.48
货币资金/流动资产	23.63	18.95	18.81	17.18
(存货+货币资金)/流动资产	91.97	87.54	77.36	72.66

资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

存货方面,2015~2017 末及 2018 年 6 月末公司存货净额分别为 581.39 亿元、648.77 亿元、654.67 亿元及 703.50 亿元。从存货结构来看,公司存货包括在建开发成本、已完工开发产品和合同履约成本等。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末,公司开发成本分别为 485.93 亿元、504.13 亿元、485.34 亿元及 463.49 亿元,占期末存货的比重分别为 83.58%、77.71%、74.23%及 65.88%;同期开发产品占比分别为 15.63%、22.10%、20.61%及 13.74%,考虑到当期完工开发产品主要集中在北京、天津、成都等核心城市,现房销售压力可控。公司较大规模的在建和拟建项目是其持续经营的保障,但同时也对公司后续的开发资金提出了较高要求。另截至 2018 年 6 月末公司合同履约成本为 140.64 亿元。

表 14: 2015~2018 年 6 月末公司存货结构分析

	单位: 亿元			
	2015	2016	2017	2018.H1
存货	581.39	648.77	654.67	703.50
开发产品	90.9	136.86	134.97	96.64
开发产品/存货	15.63%	21.10%	20.61%	13.74%
开发成本	485.93	504.13	485.34	463.49
开发成本/存货	83.58%	77.71%	74.23%	65.88%

资料来源:公司审计报告,中诚信证评整理

资产周转率方面,2015~2017 年公司存货周转效率分别为 0.24 次、0.27 次和 0.25 次;同期总资产周转率分别为 0.17 次、0.18 次和 0.17 次。受 2017 年公司房地产开发节奏放缓,竣工交付面积减少,而带来结转的房地产开发收入及成本下降影响,当期存货周转率及总资产周转率均有所下降。

现金流方面,2015~2017 年及 2018 年 1~6 月公司经营活动净现金流分别为-89.75 亿元、-9.76 亿元、44.54 亿元和-22.48 亿元,得益于 2017 年合作及并购方式获取土地数量较多,当期经营活动净现金流

转为净流入；随着持有性物业项目规模的持续增长，近年公司投资活动现金流持续呈现净流出，2015~2017年及2018年1~6月公司投资活动净现金流分别为-55.46亿元、-15.41亿元、-78.48亿元和-92.75亿元，2015年支付土地一级开发代垫款28.58亿元，导致当期投资活动现金流净流出较多。2017年投资活动净现金流大幅下降主要系当期投资合营企业及偿付关联方资金拆借规模较大，2018年1~6月投资活动净现金流净流出金额较大主要系18.31亿元收购天津城铁港铁公司51%股权和支付远创兴城、天津瑞祥等合作项目往来款40.8亿元。

货币资金方面，2015~2017年及2018年6月末公司货币资金分别为201.03亿元、179.26亿元、210.38亿元和217.82亿元，同期货币资金/短期债务分别为2.05倍、1.07倍、0.81倍和0.89倍，受2017年以来短期债务上升较快影响，货币资金对短期债务的保障程度下降。

表 15：2015~2018 年 6 月末公司部分流动性指标

单位：亿元、倍

	2015	2016	2017	2018.6
货币资金	201.03	179.26	210.38	217.82
经营活动现金流净额	-89.75	-9.76	44.54	-22.48
经营净现金流/短期债务	-0.92	-0.06	0.17	-0.37
货币资金/短期债务	2.05	1.06	0.81	0.89

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2018年6月末，公司受限资产账面价值为274.81亿元，占总资产的比重为17.52%，主要为用于抵押担保的存货、投资性房地产和货币资金。

总体看，近年来公司债务规模增长较快，加之新增土地较多，受此影响，货币资金及经营活动净现金流对短期债务保障程度下降，但考虑到公司房地产区域布局较好，整体流动性尚可。

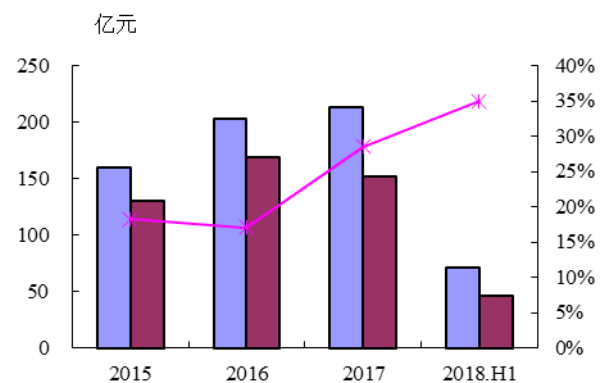
## 盈利能力

公司房地产开发业务是其收入和利润的主要来源。近几年公司收入呈增长态势，2015~2017年公司营业总收入分别为159.95亿元、203.49亿元和212.92亿元，年均复合增长率为15.38%。另2018年1~6月公司实现营业总收入71.17亿元。得益于公司2017年以来良好的销售业绩，截至2018年6

月末，其预收的销售房款为229.00亿元，大量已售未结转资源将为公司未来经营业绩的增长提供较好的支撑。

从毛利水平来看，2015~2017年，公司营业毛利率分别为18.22%、17.10%和28.54%，因非核心城市毛利较低的房地产项目集中结转，使得2015~2016年度毛利水平较低，2017年以来受高毛利的土地一级开发规模上升及结转的房地产项目毛利较高影响，毛利率大幅上升。2018年1~6月，公司毛利率为34.99%。

图 9：2015~2018 年 6 月公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2015~2017年公司销售费用分别为6.06亿元、6.25亿元和5.56亿元，公司销售费用主要包括营销费用、佣金费用、折旧与摊销和行政办公费等；同期管理费用分别为5.04亿元、4.64亿元和7.44亿元，2017年公司计提长期激励基金使得管理费用上升显著。综上，公司近三年期间费用合计分别为10.57亿元、10.31亿元和13.33亿元，占当期营业收入比重分别为6.61%、5.07%和6.26%；2018年以来由于有息债务规模的快速增长及资本化利息收入减少，当期上半年财务费用上涨较快，使得三费收入占比达22.05%，公司期间费用控制能力有待提升。

表 16: 2015~2018.H1 公司三费分析

单位: 亿元

	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	6.06	6.25	5.56	2.37
管理费用	5.04	4.64	7.44	4.78
财务费用	-0.52	-0.58	0.34	8.54
三费合计	10.57	10.31	13.33	15.69
营业总收入	159.95	203.49	212.92	71.17
三费收入占比	6.61%	5.07%	6.26%	22.05%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动损益和投资收益构成。2015~2017 年公司经营性业务利润分别为 7.36 亿元、10.13 亿元和 34.81 亿元, 得益于 2017 年公司毛利率大幅上升, 当期取得经营性业务利润较上年大幅增长 243.63%; 同期公允价值变动损益分别为 16.34 亿元、14.85 亿元和 -1.11 亿元, 主要系投资性房地产公允价值变动, 2017 年受公司购买的衍生产品汇率变动引起市场价值下降影响, 当期公允价值变动损益亏损。2015~2017 年公司投资收益分别为 15.07 亿元、13.18 亿元和 3.53 亿元, 其中来源于处置子公司和联合合营公司收益分别为 13.18 亿元、7.02 亿元和 0.13 亿元。综上, 公司 2015~2017 年的利润总额分别为 40.09 亿元、39.38 亿元和 38.39 亿元。另 2018 年 1~6 月, 公司实现利润总额为 15.38 亿元, 其中经营性业务利润为 4.03 亿元, 公允价值变动损益为 3.03 亿元, 主要源于投资性房地产; 投资收益为 8.41 亿元, 主要源于处置金融街酒店 59.5% 的股权。

总体来看, 近年公司营业收入持续增长, 毛利率有所上升, 整体盈利能力较好。此外, 公司较大规模的已售待结资源对公司未来经营业绩的提升形成支撑。

## 偿债能力

从债务规模来看, 随着公司业务规模扩大, 公司债务规模亦随之增长。2015~2018 年 6 月末总债务分别为 542.95 亿元、582.07 亿元、667.52 亿元和 807.03 亿元。截至 2018 年 6 月末, 公司短期债务和长期债务分别为 245.62 亿元和 561.40 亿元, 长短期债务比为 0.44 亿元。

获现能力方面, 公司 EBITDA 主要由利润总额

构成, 2015~2017 年分别为 45.88 亿元、49.05 亿元和 52.18 亿元。从主要偿债能力指标表现来看, 2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 11.83 倍、11.87 倍和 12.79 倍, 同期 EBITDA 利息保障倍数分别为 1.28 倍、1.40 倍和 1.56 倍, 经营所得能够覆盖债务利息。

表 17: 2015~2018.H1 末公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017	2018.H1
总债务 (亿元)	542.95	582.07	667.52	807.03
短期债务 (亿元)	98.07	169.03	259.28	245.62
EBITDA (亿元)	45.88	49.05	52.18	26.64
总债务/EBITDA (X)	11.83	11.87	12.79	15.15
EBITDA 利息倍数 (X)	1.28	1.40	1.56	1.24
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.17	-0.02	0.07	-0.04
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	-2.51	-0.28	1.34	-1.05
资产负债率 (%)	76.13	76.94	77.42	78.33
总资本化比率 (%)	67.91	67.87	67.64	70.36
净负债率 (%)	133.26	146.21	143.16	173.33

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

或有负债方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司担保余额为 292.64 亿元, 扣除合并范围内关联方提供的担保余额 238.86 亿元外, 其余对外担保为 71 亿元。公司对外担保中, 其中为客户购房按揭贷款提供的阶段性担保金额为 70.31 亿元。

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 2018 年 6 月末, 公司合并口径下获得主要合作金融机构战略授信总额为 1,700 亿元, 其中未使用的授信额度约为 1,505 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。

总体而言, 近年来公司土地和项目储备规模保持增长, 未来随着项目建设的不断推进或使其未来面对一定的资金压力, 同时债务规模持续增长。但考虑到公司良好的销售业绩, 较大规模的待结算资源和优质的土地储备, 且作为上市的房地产企业, 其融资渠道多样, 财务弹性较大, 以及控股股东的持续支持, 均为其未来经营业绩保持和债务的偿还提供了有力的保障。

## 结 论

综上，中诚信证评评定首创置业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。



## 关于首创置业股份有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

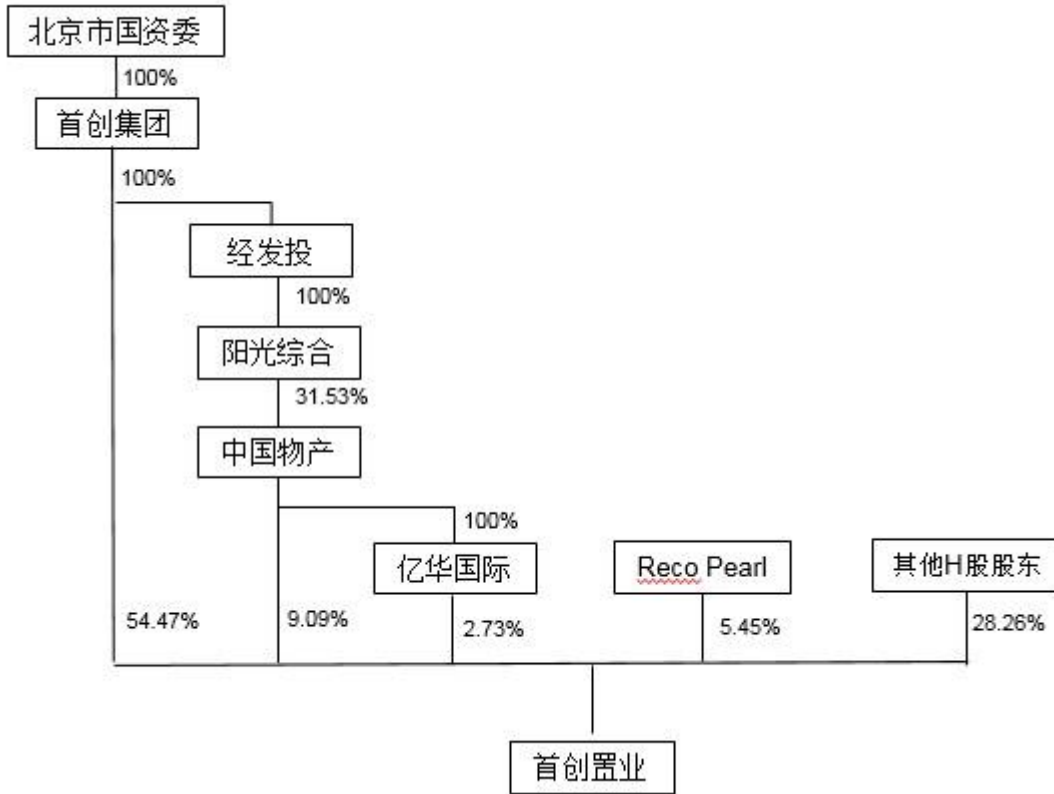
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

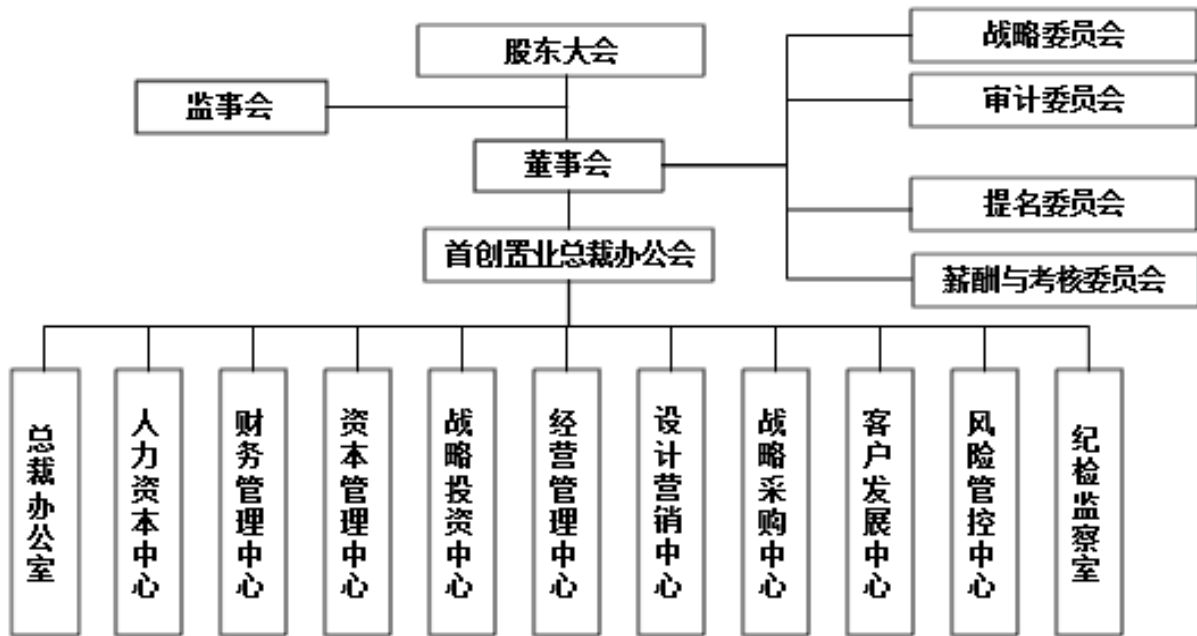
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：首创置业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



附二：首创置业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



**附三：首创置业股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金	2,010,298.20	1,792,607.30	2,103,817.80	2,178,196.90
应收账款净额	67,689.80	99,522.30	240,900.20	4,241.60
存货净额	5,813,911.90	6,487,688.50	6,546,700.40	7,034,960.70
流动资产	8,507,156.90	9,458,828.40	11,182,734.30	12,679,477.50
长期投资	490,729.70	546,889.10	707,181.60	647,394.70
固定资产合计	1,208,329.80	1,528,088.90	1,823,272.10	1,926,853.30
总资产	10,747,194.90	11,945,964.00	14,142,116.90	15,690,763.10
短期债务	980,721.20	1,690,255.20	2,592,808.30	2,456,246.50
长期债务	4,448,733.10	4,130,437.50	4,082,409.40	5,614,046.80
总债务（短期债务+长期债务）	5,429,454.30	5,820,692.70	6,675,217.70	8,070,293.30
总负债	8,181,436.40	9,190,893.80	10,948,963.60	12,290,031.50
所有者权益（含少数股东权益）	2,565,758.50	2,755,070.20	3,193,153.30	3,399,531.60
营业总收入	1,599,477.00	2,034,940.40	2,129,204.00	711,681.30
三费前利润	179,294.10	204,382.70	481,436.70	197,200.10
投资收益	150,674.40	131,763.90	35,265.40	84,101.80
净利润	298,680.00	286,399.40	279,679.70	106,825.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	458,843.50	490,515.00	521,767.00	266,352.60
经营活动产生现金净流量	-897,541.20	-97,600.70	445,378.90	-224,816.90
投资活动产生现金净流量	-554,640.70	-154,109.30	-784,750.70	-927,486.10
筹资活动产生现金净流量	2,103,741.20	81,881.30	473,386.50	1,424,668.10
现金及现金等价物净增加额	654,788.70	-164,536.10	149,108.40	246,806.20
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	18.22	17.10	28.54	34.99
所有者权益收益率（%）	11.64	10.40	8.76	6.28
EBITDA/营业总收入（%）	28.69	24.10	24.51	37.43
速动比率（X）	0.76	0.62	0.70	0.88
经营活动净现金/总债务（X）	-0.17	-0.02	0.07	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.92	-0.06	0.17	-0.37
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.51	-0.28	1.34	-1.05
EBITDA 利息倍数（X）	1.28	1.40	1.56	1.24
总债务/EBITDA（X）	11.83	11.87	12.79	15.15
资产负债率（%）	76.13	76.94	77.42	78.33
总债务/总资本（%） （总资本化比率）	67.91	67.87	67.64	70.36
长期资本化比率（%）	63.42	59.99	56.11	62.28
净负债率（%）	133.26	146.21	143.16	173.32

- 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、2015~2018年6月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2016~2017年均发生同一控制下企业合并事项，其对应的期初数均已重述；  
 4、2018年半年报数据已经过年化处理。

**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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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+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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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+当期资本化利息支出）

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

### 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，CCC 级（含）以下等级外，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

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，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。

## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。