

跟踪评级公告

联合[2016]746号

京投发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

京投发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

京投发展股份有限公司公开发行的“14 京银债”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

京投发展股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

本次债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 京银债	7.79 亿元	3 年	AAA	AAA	2015 年 6 月 5 日

担保方：北京市基础设施投资有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2016 年 6 月 27 日

主要财务数据

发行人

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	296.60	275.76	276.87
负债总额 (亿元)	274.89	247.70	247.77
所有者权益 (亿元)	21.71	28.07	29.10
长期债务 (亿元)	75.30	90.30	129.91
全部债务 (亿元)	188.59	169.43	170.25
营业收入 (亿元)	34.86	84.36	10.02
净利润 (亿元)	1.93	6.16	0.89
EBITDA (亿元)	6.61	12.23	--
经营性净现金流 (亿元)	1.84	34.99	4.34
营业利润率 (%)	16.91	18.93	17.68
净资产收益率 (%)	8.71	24.74	3.49
资产负债率 (%)	92.68	89.82	89.49
全部债务资本化比率 (%)	89.67	85.79	85.40
流动比率 (倍)	1.41	1.68	2.22
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.07	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.36	0.70	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.85	1.57	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	3,805.85	4,045.08
所有者权益 (亿元)	1,255.09	1,408.65
营业收入 (亿元)	111.73	175.44
利润总额 (亿元)	13.35	16.45
资产负债率 (%)	67.02	65.18

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）房地产开发业务增长较快，物业租赁、进出口贸易、国内贸易等业务发展态势良好，营业收入大幅增长；公司在综合实力、开发规模、品牌、土地储备等方面仍具有很强的行业竞争优势。同时，联合信用评级有限公司（以下“联合评级”）关注到房地产业持续调控政策以及公司资本支出较大等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司通过夯实“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略、合理扩大土地储备、深化品牌影响力，形成核心化经营、多产品的利润来源结构，公司的行业地位将进一步得到巩固。未来随着在建、拟建项目的推进，公司经营规模及盈利水平有望得到提升。

担保方北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）作为国有大型企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对本次债券的增信作用依然明显。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“14 京银债”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司业务中心地处北京，北京作为全国政治、教育、文化中心，第三产业发达，人口较为集中；公司目标市场具备很强的区位优势。

2. 公司在北京拥有多个储备项目，且多以轨道上盖和沿线物业项目为主；项目大多交通便利，储备成本较为合理，在区域内有较强竞争力，具有良好的盈利前景。

3. 公司坚持“以北京为中心，以轨道交通为依托”的战略，避开了房地产开发行业大众化的激烈竞争，开辟了具有体量大、专业化

程度高等独特竞争优势的细分领域。

4. 公司控股东京投公司拥有大量轨道项目一级开发土地资源，资产规模大、资金实力雄厚，为公司发展提供多方面支持，其提供的担保对提升本次债券信用水平仍具有显著积极的作用。

关注

1. 房地产业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、资金投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。

2. 公司未来几年的储备项目基本集中于北京地区，土地供应存量减少、节奏放缓、竞价上涨，市场竞争愈加激烈。储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量大。

3. 公司长期借款占比较大，且较为集中在 2017 年到期；流动负债以一年内到期的非流动负债为主，短期债务负担突出。公司有一定的集中偿付压力。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

张方舟

电话：010-85172818

邮箱：zhangfz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

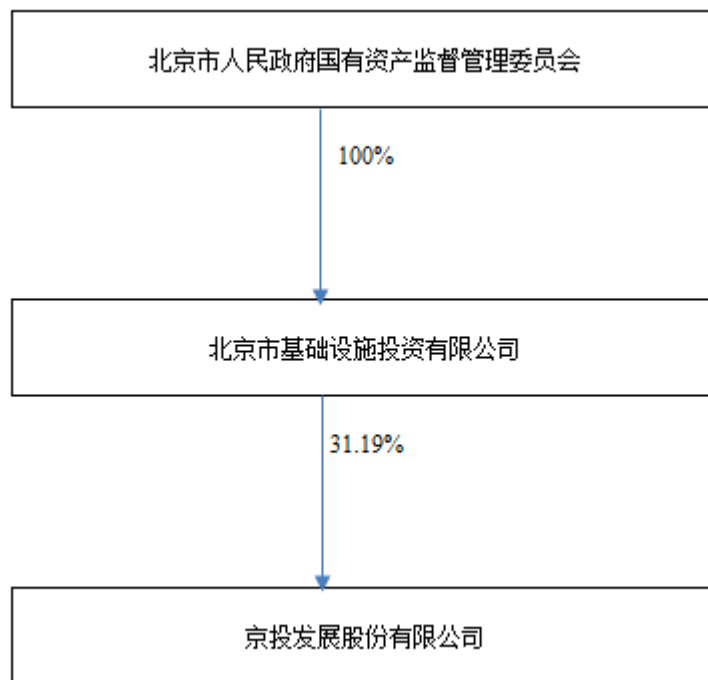
张明
张明
联合信用评级有限公司
上海

一、主体概况

京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）原名为宁波华联集团股份有限公司，于1992年9月以募集方式设立，股本总额为720万股。1993年10月在上海证券交易所挂牌上市，发行完成后公司总股本增至9,600万股。1994~2007年间，经多次送股、配股、增发后，总股本增至28,225.17万股。2009年3月，公司非公开发行A股股票21,160万股，本次发行完成后北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）持有公司29.81%的股份，成为公司第一大股东；同年7月公司更名为“京投银泰股份有限公司”。2010年，公司资本公积转增股本后，公司总股本为74,077.76万股。2016年6月6日，公司变更名称为“京投发展股份有限公司”并办理完毕工商变更登记，公司证券简称由“京投银泰”变更为“京投发展”，证券代码“600683”保持不变。

2015年，公司法人股东中国银泰投资有限公司（以下简称“中国银投”）将其持有的合计20.78%的公司股份转让给程少良先生，股份转让后中国银投持有公司股份的4.05%，程少良先生持有公司股份的20.78%。京投公司计划自2015年7月23日起12个月内，按照中国证监会和上海证券交易所的相关规定，通过上海证券交易所交易系统增持公司股份，累计增持比例不超过当前公司已发行总股本的2%。截至2016年3月底，公司总股本为74,077.76万股，其中北京市人民政府国有资产监督管理委员会持股31.19%，为公司的实际控制人。具体情况如下图所示。

图1 截至2016年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：客运汽车出租及汽车保养（限分支机构经营）。房地产开发、经营及租赁；家用电器及日用品的批发、零售；自营和代理货物和技术的进出口，但国家限制或禁止进出口的货物和技术除外；技术咨询、房地产咨询、实业投资及咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2016年3月底，公司建立了股东大会、董事会、监事会的法人治理结构，目前设董事会办公室、审计部、风险控制部、人力行政部、财务管理部、成本管理部、计划运营中心、拓展部、资产管理部等9个部门（详见附件1）；拥有北京京投万科房地产开发有限公司、北京京投置地房地产有限公司、无锡惠澄实业发展有限公司、北京京投银泰尚德置业有限公司、北京京投兴业置业有限公司等11家房地产控股子公司，公司在职员工494人。

截至2015年底，公司合并资产总额275.76亿元，负债合计247.70亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.07亿元，其中归属于母公司所有者权益19.84亿元。2015年公司实现营业收入84.36亿元，净利润（含少数股东损益）6.16亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.15亿元；经营活动现金流量净额为34.99亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.29亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额276.87亿元，负债合计247.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.10亿元，其中归属于母公司所有者权益20.20亿元。2016年1~3月公司实现营业收入10.02亿元，净利润0.89亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.36亿元；经营活动现金流量净额为4.34亿元，现金及现金等价物净增加额为3.14亿元。

公司注册及办公地址：宁波市海曙中山东路238号；法定代表人：田振清。

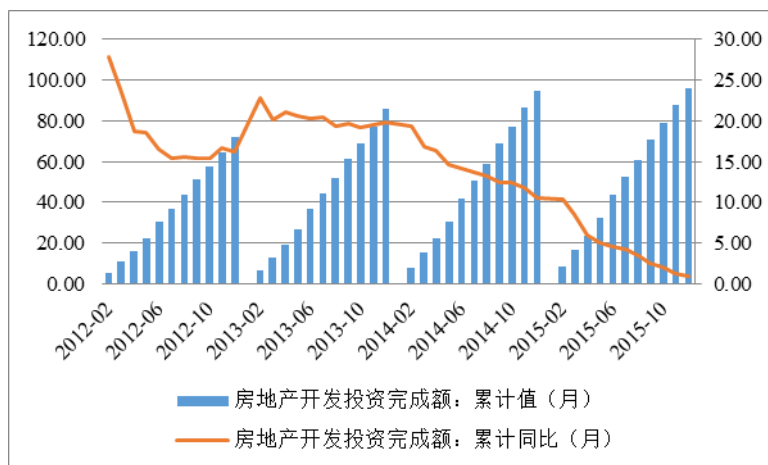
二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2015]1077号文核准批复，公司于2015年6月26日公开发行公司债募集资金7.79亿元，债券期限为3年，票面利率为4.80%，本次债券已于2015年7月27日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“14京银债”，债券代码：122382，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司债务，资金用途与募集说明书保持一致，截至2016年3月31日本次债券未到第一个付息日，尚未付息。

三、行业分析

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。

图2 2012~2015年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

从土地供应量来看，土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。2015年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 亿平方米、%)

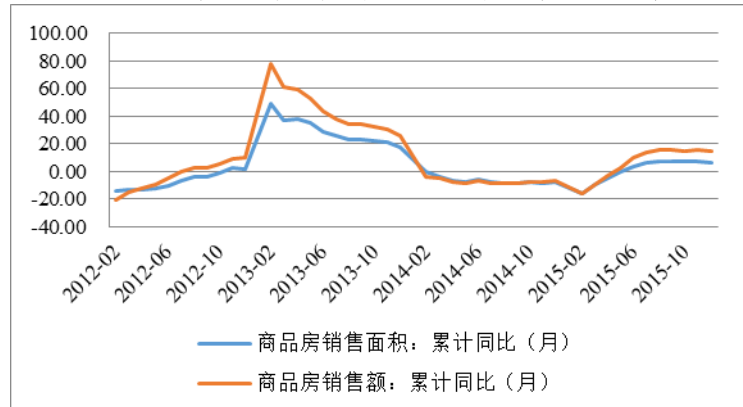
项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30	89.29	87.65	80.83
土地平均溢价率	7.02	17.92	11.75	16.81

资料来源: wind 资讯

资金来源方面，2015 年，政府持续实行适度宽松的货币政策，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》，大大降低发行债券门槛，房地产企业资金来源有所拓宽。房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

从商品房市场供求情况看，2015 年，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，增速比 11 月份回落 0.9 个百分点；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。

图 3 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯

从商品房销售价格看，2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

房地产政策方面，2015 年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市

场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策，自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。

行业关注方面，目前商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低，根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长；近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观；目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，由于地产项目的土地成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续，如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

行业发展方面，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。调控政策去行政化和长期化、盈利模式的转变和经营效益的增长、房产企业跨界转型拓展第二产业将成为我国房地产业发展的新特征。未来几年，预期房地产行业会呈缓慢增长的趋势，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，区域分化更加明显。

整体而言，近期来看，房地产调控政策转向，资金压力获得缓解，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。同时，房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，土地供求量均出现下滑，不同城市房地产市场价格持续分化，预计未来房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、管理分析

2015年，公司副董事长、总裁程少良先生因个人原因辞任职务，副总裁兼董事会秘书杨锬先生因工作调动原因辞任职务，其二人职务空缺分别由高一轩先生、田锋先生担任。此外公司董事会进行了换届选举。

公司现任副董事长兼总裁高一轩（曾用名“高轩”），男，1981年出生，硕士研究生学历。2006年6月至12月，任美国规划协会项目官员；2007年1月至10月，任美国规划协会驻华副总代表；2007年11月至2008年5月，任中国银泰投资有限公司前期部项目经理；2008年5月至2009年9月，任公司投资部高级经理、总经理；2009年9月至2014年8月任公司副总裁；2014年8月至2015年7月任公司执行总裁；2015年7月至今任公司副董事长兼总裁。

公司现任副总裁兼董事会秘书田锋，男，1966年出生，本科学历。2002年6月至2007年12月，先后任职于北京市土地整理储备中心收储储备部、分中心管理部、市场交易部；2007年12月至2011年4月，任北京市国土资源局东城分局党组成员、副局长；2011年4月至2014年2月，任北京市土地整理储备中心副主任；2014年3月至2014年8月，任北京市基础设施投资有限公司土地开发事业部副总经理兼平谷分公司总经理；2014年8月至2015年10月任公司副总裁；2015年10月至今任公司副

总裁兼董事会秘书。

跟踪期内，公司管理层虽发生一定变动，但高管团队及核心技术人员稳定。公司主要管理制度连续，不存在重大遗漏，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发、经营及租赁，经营模式以房产开发销售为主，同时持有少量经营性物业用于出租。公司房产开发分自主开发和合作开发，多数项目为合作开发，主要合作方有公司大股东京投公司和北京万科企业有限公司。公司目前开发的房产项目以轨道物业项目为核心，开发的轨道物业项目均位于北京。在易居（中国）克尔瑞信息集团发布的“2015年度房企销售金额排行榜”和新浪乐居发布的“北京2015年企业全年销售金额（商品住宅）排行榜”中，公司分别位列全国百强和北京五强；公司公园悦府项目获得“2015年度北京市结构长城杯工程银质奖”。

公司盈利规模增长较快，2015年营业收入和净利润分别为84.36亿元和6.16亿元，较上年分别增长141.99%和219.06%，主要系公司北京地区房地产项目相继销售并结转收入所致。分产品来看，房产销售同比增长158.71%至81.24亿元，主要系北京项目收入相继结转所致；物业租赁同比变动不大，实现收入0.31亿元；进出口贸易同比减少11.18%至2.05亿元，国内贸易同比减少15.99%至0.45亿元，旅游餐饮服务及其他同比下降10.67%至0.17亿元，进出口贸易、国内贸易和旅游餐饮服务及其他业务的营业收入减少系公司主动调整业务结构所致。

从主营业务构成来看，2015年公司实现主营业务收入84.32亿元，占营业收入的99.96%，主营业务突出；其中房地产销售是公司主营业务收入最重要的来源，2015年房地产销售收入在主营业务收入中的占比为96.35%，较上年增长6.22个百分点；物业租赁、进出口贸易、国内贸易和旅游饮食服务等业务收入占比相对较低，其中，进出口贸易占比同比下降4.27个百分点至2.47%，国内贸易占比同比下降1.01个百分点至0.53%，变化较为明显。

从毛利率来看，公司近两年盈利水平基本稳定。截至2015年底，公司综合毛利率水平为25.83%，较上年增长0.21个百分点。分业务来看，2015年，公司房地产销售业务毛利率同比下降1.12个百分点至26.47%，主要系2015年毛利率较低的无锡项目结转收入所致；物业租赁业务毛利率同比下降5.08个百分点至54.12%，主要系公司物业租赁业务中毛利率较高的北京泰悦豪庭308室退租导致整体物业租赁业务毛利率下降所致，物业租赁整体毛利率水平较高；进出口贸易毛利率基本持平为1.64%，毛利率水平不高；国内贸易业务毛利率基本持平为1.19%，毛利率水平不高；受旅游餐饮服务及其他业务定位调整影响，旅游饮食服务等成本下降导致毛利率上升9.60个百分点至26.29%。具体数据见下表。

表 2 2014~2015 年公司主营业务收入和毛利率情况 (单位: 万元、%)

产品	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	314,022.74	90.08	27.59	812,421.84	96.35	26.47
物业租赁	3,058.74	0.88	59.20	3,082.61	0.37	54.12
进出口贸易	23,500.81	6.74	1.43	20,873.09	2.47	1.64
国内贸易	5,361.41	1.54	0.91	4,504.04	0.53	1.19
旅游饮食服务等	2,630.53	0.75	16.69	2,349.77	0.28	26.29
其他业务	43.11	0.01	100.00	0	0	0
合计	348,617.34	100.00	25.62	843,231.35	100.00	25.83

资料来源: 公司年报

2016 年一季度, 公司实现营业收入 10.02 亿元, 较去年同期增长约 17 倍, 主要系 2016 年一季度公园悦府、琨御府、新里程项目达到销售结转条件, 均有住房交付实现收入结转, 而 2015 年同期公园悦府、琨御府项目没达到销售结转条件, 无收入结转所致; 实现净利润 0.89 亿元, 较去年同期净增长 1.58 亿元。

总体看, 受房地产市场行情回暖和北京项目相继销售和结转收入的影响, 公司销售收入增长迅速。综合毛利率水平基本保持稳定, 其中房地产板块销售和物业租赁毛利率均有所下降。

2. 土地储备

近年来, 公司贯彻“以北京为中心, 以轨道交通为依托”的发展战略, 资源逐渐集中于北京的轨道交通物业项目, 逐渐收缩外埠项目比重。

2015 年, 公司面对市场状况的变化, 为避免积压过量库存, 在土地收购方面则趋于严谨。2015 年 10 月 28 日, 公司全资子公司北京京投置地房地产有限公司 (以下简称“京投置地”)、京投公司以人民币 14.60 亿元的价格获取了北京市平谷区平谷镇、王辛庄镇 PG00-0002-6011、6015 地块 F1 住宅混合公建用地、6018 地块 F3 其他类多功能用地、6013、6014 地块 A33 基础教育用地国有建设用地的使用权。京投置地、京投公司按照 51%、49% 的持股比例共同投资设立项目公司北京京投兴平置业有限公司 (以下简称“兴平置业”), 负责上述地块的开发建设。新增上述地块对应土地开发面积约 8.92 万平方米, 规划建筑面积约 17.96 万平方米。截至 2015 年底, 公司主要项目储备情况如下表所示。

表 3 截至 2015 年底公司主要项目及储备情况 (单位: %、万平方米、亿元、元/平方米)

项目	位置	状况	权益	占地面积	总建筑面积	土地成交价	楼面价	剩余可售面积	持有土地及房产面积	
									土地	房产
合并范围内项目										
公园悦府	北京昌平区	在建项目	51	25.94	62.82	47.00	7,481.69	35.36	20.00	48.44
琨御府	北京海淀区	在建项目	51	15.91	39.50	46.50	11,772.15	24.32	12.02	29.85
西华府	北京丰台区	在建项目	50	23.32	66.48	33.51	5,040.61	48.45	18.71	53.34
檀香府	北京门头沟区	新开工项目	51	23.62	40.99	42.00	10,246.40	33.41	23.62	40.99
新里程	北京房山区	竣工项目	80	7.78	17.66	9.22	5,218.57	0.22	1.62	3.68
无锡鸿墅	无锡惠山区	在建项目	100	24.16	47.04	0.72	152.08	35.73	23.09	44.94
兴平项目	北京市平谷区	前期项目	51	8.92	24.53	14.60	5,951.90	22.04	8.92	24.53
小 计				129.65	299.02			199.53	107.98	245.77

非合并范围内项目										
金城公园	北京房山区	竣工项目	49%	2.75	6.96	4.01	5,761.49	0.35	0.69	1.74
小 计				2.75	6.96			0.35	0.69	1.74
总 计				132.40	305.98			199.88	108.67	247.51

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：无锡项目为公司收购项目，上表所列为原始土地出让合同的成本价，因而较低；上述部分项目包括公租房、限价房，导致土地成交价偏低。

总体看，公司贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，主要项目集中于北京地区，以合作方式进行开发，项目储备丰富，土地获取价格较为合理。

3. 开发情况

项目开发方面，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体；房产开发分自主开发和合作开发，多数项目为合作开发，目前开发项目以轨道物业项目为核心，且开发项目均位于北京。在开发项目管理方面，公司致力于品牌打造，公司对外发布“MORE TO LIFE”品牌理念，宣布从TOD开发模式升级到M-TOD开发模式，打造公司轨道物业开发品牌形象。截至2015年底，公司共有从事房地产开发业务的控股公司11家，其中有8家注册地在北京，主营业务收入中北京地区占94.87%。具体情况见下表所示。

表 4 截至 2015 年底从事房地产开发公司控股子公司情况（单位：%、万元）

序号	公司名称	持股比例	主要经营范围	注册资本	注册地
1	北京京投万科房地产开发有限公司	80	房地产开发经营	40,000.00	北京
2	北京京投置地房地产有限公司	100	房地产开发经营	23,000.00	北京
3	无锡惠澄实业发展有限公司	100	房地产开发经营	12,000.00	无锡
4	北京京投银泰尚德置业有限公司	51	房地产开发经营	10,000.00	北京
5	北京京投兴业置业有限公司	51	房地产开发经营	10,000.00	北京
6	北京京投银泰置业有限公司	50	房地产开发经营	10,000.00	北京
7	北京潭栎投资发展有限公司	100	房地产开发经营	5,000.00	北京
8	北京京投瀛德置业有限公司	51	房地产开发经营	5,000.00	北京
9	慈溪市住宅经营有限责任公司	100	房地产开发经营、投资管理	4,500.00	慈溪
10	宁波华联房地产开发有限公司	100	房地产开发经营	2,000.00	宁波
11	北京京投兴平置业有限公司	51	房地产开发经营	5,000.00	北京

资料来源：公司提供，联合评级整理。

在建项目方面，2013~2014年公司建设的项目有西华府项目、公园悦府项目、琨御府项目。截至2015年底，公司完工及未完工项目中西华府、公园悦府、琨御府、檀香府四个项目位于北京，其中西华府、公园悦府、琨御府属于地铁上盖物业项目，预计投资均超过了80亿元，体量较大。其中，檀香府项目为2015年新开工项目；新里程项目（除配套幼儿园外）和金城公园项目均已竣工。公司完工及未完工项目预计投资总额为414.67亿元，2015年当年已完成投资38.94亿元。具体情况如下表。

表 5 截至 2015 年底公司完工及未完工项目情况 (单位: 平方米、万元)

是否合并	项目	权益占地面积	规划建筑面积	建设情况		
				预计总投资	2015 年已投资	项目完工情况
合并范围	北京 新里程	62,267	176,569	207,236	18,132	完工
	北京 西华府	116,605	664,769	843,619	39,883	在建
	北京 公园悦府	132,288	628,224	902,961	96,097	在建
	北京 琨御府	81,132	394,968	906,500	114,710	在建
	北京 檀香府	120,439	409,929	937,309	85,694	在建
	北京 金域公园	13,489	69,637	110,000	14,061	完工
	无锡 鸿墅	241,639	470,363	239,055	20,824	在建
合计		767,859	2,814,459	4,146,680	389,401	--

资料来源: 公司提供。

在上述位于北京的地铁上盖物业项目的开发建设过程中, 公司获得了控股股东京投公司的大力支持。京投公司主要通过委托贷款方式给予公司融资支持, 以缓解公司建设资金紧张的局面。截至 2015 年底, 公司以委托贷款的形式从京投公司拆入资金合计为 134.80 亿元, 未来公司在上述项目后续建设过程中有望继续获得京投公司的资金支持。同时, 由于上述项目大都是采用分期滚动开发的方式, 随着项目所处的地铁周边及相关配套不断完善, 预计项目实现的预售收入可观, 或将有效缓解项目投资额大、资金紧张的局面。

总体看, 公司目前房地产开发项目体量较大, 所需建设投资资金较大, 但控股股东为公司提供的资金支持在一定程度上降低了开发建设的资金风险; 大部分建设项目属于地铁上盖物业, 施工技术难度高, 但采用滚动开发方式, 经营风险较小。

4. 销售情况

公司 2012 年以来明确了以“北京地区为业务发展中心, 以轨道交通为依托”的发展战略, 公司积极收缩京外房地产项目, 对业务格局进行主动调整。2015 年, 公司按年度计划目标推进“西华府项目”、“公园悦府项目”、“琨御府项目”、“檀香府项目”等项目, 实现签约销售额 97.52 亿元, 同比增长 36.83%, 实现签约销售面积 27.06 万平方米, 同比增长 47.38%。2015 年, 公司累计结转销售收入 81.28 亿元, 累计结转销售面积 23.89 万平方米, 截至 2015 年底, 公司可供出售面积 44.17 万平方米。主要项目销售情况见下表。

表 6 2015 年公司主要项目销售情况 (单位: 万元、平方米)

项目名称	地点	类型	本期销售金额	结转面积	可供出售面积
鸿墅项目	无锡惠山区	住宅、洋房、别墅	13,333.28	17,001.18	44,350.00
新里程项目	北京房山区	住宅、保障房	154,197.26	70,295.37	37,800.00
琨御府项目	北京海淀区	住宅、保障房、商业、写字楼	405,291.21	71,113.70	145,262.00
公园悦府项目	北京昌平区	住宅、保障房、商业、	240,009.37	80,514.40	87,093.00
西华府项目	北京丰台区	住宅、保障房、商业、写字楼	-428.29	-	87,448.00
金域公园	北京房山区	住宅	-	-	39,751.00
合计			812,421.83	238,924.65	441,704.00

资料来源: 公司年报

注: 上表中, 西华府项目 2015 年有几套退房, 相应销售面积为负; (可供出售面积=已取预售证面积-2014 年底累计已销售面积)。

总体看, 公司在售项目较多, 集中分布在北京地区。2015 年公司房地产销售情况良好, 结转销售收入稳步提升。

5. 经营关注

房地产市场波动和政策变动的风险

房地产行业经历近几年的深度调整和企稳增长后，市场持续分化三、四线城市供需严重失衡，一线城市库存减少，去化周期缩短，房价面临一定的上涨压力，可能出现一定程度的过热现象，地方政府为了稳定房价、平衡供给关系，可能会加强调控、收紧政策，出台相关调整措施。公司房地产开发业务销售收入主要来自北京、宁波和无锡，其中北京地区销售收入占公司营业总收入的 94.83%，北京房地产市场的波动和限购政策均对公司业绩具有重大影响。

一线城市房地产行业竞争加剧的风险

公司战略发展重点以及目前在建拟建的项目多数位于北京，随着房地产行业市场结构的调整变化，大中型房企均向一、二线城市回归，北京市内土地供应存量减少、节奏放缓、净价上涨。市场竞争愈加激烈，公司在北京获取土地资源的难度加大。一项城市的开发项目面临较大的成本压力，将挤压房地产企业的利润空间。与国内标杆房企相比，公司在轨道物业开发上形成了先发优势，具有一定的竞争力，但在其他类型产品的竞争中，从品牌溢价能力、产品标准化水平等方面看仍存在一定差距。就轨道物业而言，根据目前北京城市发展的实际和轨道交通建设的发展规律，未来新推出的潜在轨道物业项目位置可能渐渐远离城市中心区，土地增值空间减少，且项目推出的时间很不确定，不规律，不连续，使得公司项目规划和利润筹划有更大难度，另外，京外已有其他房企开始涉足轨道物业领域，这些均对公司业务发展带来一定影响。

公司房地产项目布局和投资的风险

近年来，公司结合京外房地产市场形势的变化，先后处置了一批回收期较长的非核心资产，相继转让了多家在外埠的项目公司股权、债权，优化了公司资产结构，改善了资金状况。由于房地产市场区域分化持续，公司现有的京外项目存在投资风险，未来形势是否能够扭转，存在不确定性。基于谨慎原则，公司 2014 年度、2015 年度均对鄂尔多斯项目公司涉及的借款计提了资产减值准备，并从 2015 年 1 月 1 日起暂停确认对鄂尔多斯项目公司借款利息收入；2015 年度对无锡鸿墅项目计提了存货跌价准备。针对该项风险，公司将根据项目所在对于该项投资风险应进行持续关注。

总体看，公司未来经营受宏观经济政策、房地产市场行情、财务风险和投资风险等因素的影响较大。

6. 未来发展

2016 年，公司仍坚持“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，抓住国家将重点落实京津冀协同发展规划纲要的有利时机，重点布局京津冀区域，依托股东资源，努力获取优质土地资源；强化公司现有轨道物业开发的独特模式，在轨道物业开发的基础上，整合资源，打通上下游产业链，提升轨道物业项目开发的核心竞争力；探索商业资产证券化、商业金融等新模式。

公司将积极顺应行业发展趋势和市场环境变化，抓住机遇主动应对，继续深耕北京市场，专注发展轨道物业，为股东和客户提供更好的产品和服务，推动公司健康快速发展，重点做好以下几项工作：拓展融资渠道，降低资金成本；加大项目销售力度，研究非住宅产品去化方式，实现开发项目价值最大化；关注京津冀等区域，积极参与北京土地市场，创新工作思路，努力获取优质土地资源；完善轨道物业产品线标准体系，整合上下游产业链资源，提升轨道物业项目开发的核心竞争力。

总体看，基于公司发展战略，公司将继续在现有运营模式下，坚持以北京为主要业务地区，

提升轨道交通物业项目开发的核心竞争力。公司战略清晰，发展目标符合自身资源优势的集中所在。

六、财务分析

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2016 年一季度财务报表未经审计。2015 年公司合并范围新增本期新设两家子公司：北京京投兴平置业有限公司、京投科技（北京）有限公司。2016 年一季度，公司合并范围未发生变化，会计政策连续，数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 275.76 亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 19.84 亿元。2015 年，公司实现营业收入 84.36 亿元，净利润（含少数股东损益）6.16 亿元，归属于母公司净利润 1.15 亿元；经营活动现金流量净额为 34.99 亿元，现金及现金等价物净增加额为-1.29 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 276.87 亿元，负债合计 247.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.10 亿元，其中归属于母公司所有者权益 20.20 亿元。2016 年 1~3 月公司实现营业收入 10.02 亿元，净利润 0.89 亿元；经营活动现金流量净额为 4.34 亿元，现金及及现金等价物净增加额为 3.14 亿元。

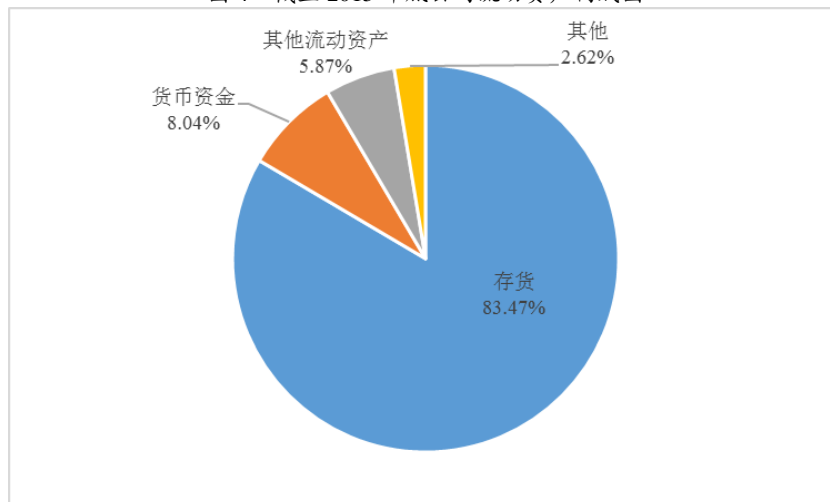
1. 资产与负债

资产

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 275.76 亿元，较上年末下降 7.03%，主要是由占比较大的流动资产减少所致。其中流动资产占 95.41%，非流动资产占 4.59%，资产结构较上年基本保持不变，以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产 263.10 亿元，较上年末减少 6.11%，主要由货币资金（占比 8.04%）、存货（占比 83.47%）、其他流动资产（占比 5.87%）等构成。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成图



资料来源：公司年报。

截至 2015 年底，公司货币资金 21.16 亿元，较上年末较少 6.54%，主要系支付工程款、偿还借款增长所致；公司货币资金主要以银行存款为主，占比为 95.21%。其中，受限资金 127.07 万元，

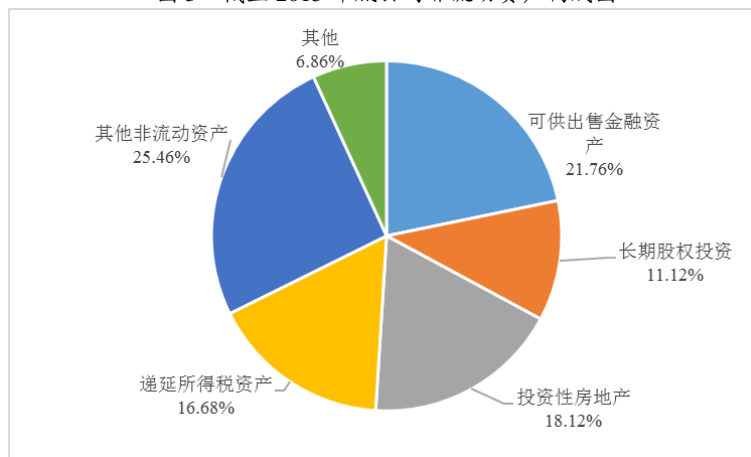
系银行按揭保证金 102.02 万元、公务卡保证金 12.50 万元以及结汇保证金 12.55 万元。

截至 2015 年底，公司存货账面价值 219.61 亿元，较上年末较少 4.97%，主要系房地产项目实现销售结转所致。从存货构成来看，开发成本和开发产品分别占比为 93.15% 和 6.84%，开发成本占比较上年末有所下降，但所占比例仍较高，需要关注其对资金的需求以及对后续销售的影响；公司的土地和房地产项目主要位于北京，公司无锡项目为高端别墅产品，受当地房地产市场低迷影响，2015 年公司对无锡鸿墅项目计提存货跌价准备。按照该项目预计可回收金额扣除已有成本和未来估计发生的成本费用支出后计提存货跌价准备，本期计提 1.57 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 15.45 亿元，较上年末增加 35.47%，主要系其他非流动资产中委托贷款转入其他流动资产所致。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产 12.67 亿元，较上年末减少 22.70%，主要由可供出售金融资产（占比 21.76%）、长期股权投资（占比 11.12%）、投资性房地产（占比 18.12%）、递延所得税资产（占比 16.68%）和其他非流动资产（占比 25.46%）等构成。

图 5 截至 2015 年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司年报。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 2.76 亿元，较上年末增长 9.51%，主要系对北京基石仲盈创业投资中心（有限合伙）投资 0.48 亿元。可供出售金融资产中，主要投资单位包括北京基石创业投资基金（有限合伙）的投资（占比 82.02%）和北京基石仲盈创业投资中心（有限合伙）（占比 17.31%）。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 1.41 亿元，较上年末减少 24.04%，主要系减少对联营企业北京京泰祥和资产管理有限责任公司的投资 0.65 亿元所致。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 2.30 亿元，较上年末减少 5.64%，主要系公司采用成本模式计量投资性房地产所计提的累计折旧增长所致。

截至 2015 年底，公司递延所得税资产 2.11 亿元，较上年末增长 62.83%，主要系存货计税差异所致。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 3.22 亿元，较上年末减少 56.74%，主要系公司委托贷款本金从其他非流动资产转入其他流动资产所致。

截至 2015 年底，公司受限制资金资产合计 76.70 亿元，占总资产比 27.81%。其中，受限制货币资金 127.07 万元；存货抵押总额为 736,508.52 万元；固定资产抵押账面净值为 549.22 万元；投资性房地产抵押总额 15,898.85 万元；长期股权投资质押总额 9,080 万元（其中合并抵销对子公司

的长期股权投资金额为 9,080 万元)；可供出售金融资产质押总额 4,800 万元。

截至 2016 年 3 月底，公司流动资产 258.14 亿元，主要由货币资金（占比 9.41%）、其他应收款（占比 1.56%）、存货（占比 84.62%）和其他流动资产（占比 3.88%）等构成；公司非流动资产 18.73 亿元，主要由可供出售金融资产（占比 16.24%）、长期股权投资（占比 8.39%）、投资性房地产（占比 12.12%）、递延所得税资产（占比 11.41%）和其他非流动资产（占比 47.32%）构成。公司整体资产结构较年初变化不大。

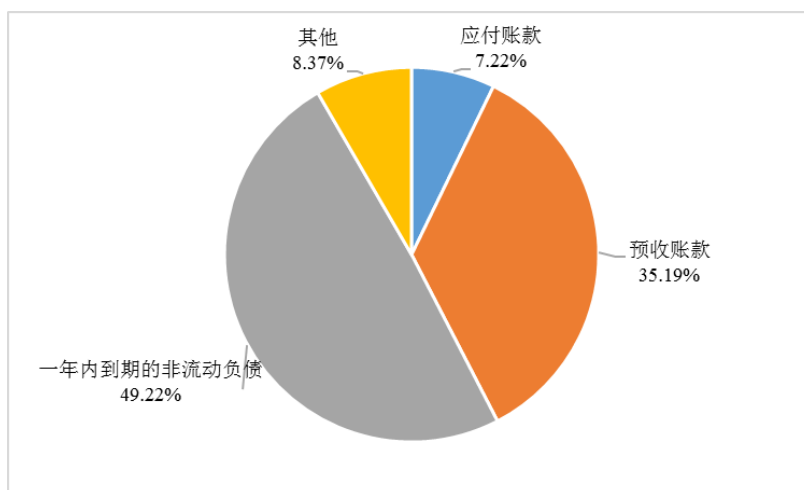
总体来看，公司资产规模较大，资产结构以流动资产为主，资产构成较为稳定；流动资产中，房地产项目开发成本为主的存货占比大，变现能力一般；非流动资产中，可供出售金融资产、投资性房地产和其他非流动资产为主。公司受限资产占一定比例；考虑到公司主要存货位于北京市，公司整体资产质量良好。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 247.70 亿元，较上年末减少 9.89%，主要是流动负债减少所致。其中流动负债占比为 63.06%，非流动负债占比为 36.94%，公司负债结构以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2015 年底，公司流动负债合计 156.20 亿元，较上年末减少 21.59%，主要由应付账款（占比 7.22%）、预收款项（占比 35.19%）和一年内到期的非流动负债（占比 49.22%）等构成。

图 6 截至 2015 年底公司流动负债构成图



资料来源：公司年报。

截至 2015 年底，公司应付账款 11.28 亿元，较上年末减少 4.74%，主要系应付工程款项减少所致。公司应付账款主要包括应付工程款（占比 97.23%）和应付货款（占比 2.08%）。

截至 2015 年底，公司预收款项 54.96 亿元，较上年末减少 2.32%，主要系预收房款结转销售收入所致。从构成来看，预收款项主要由预收房款构成，占预收款项的 99.71%。

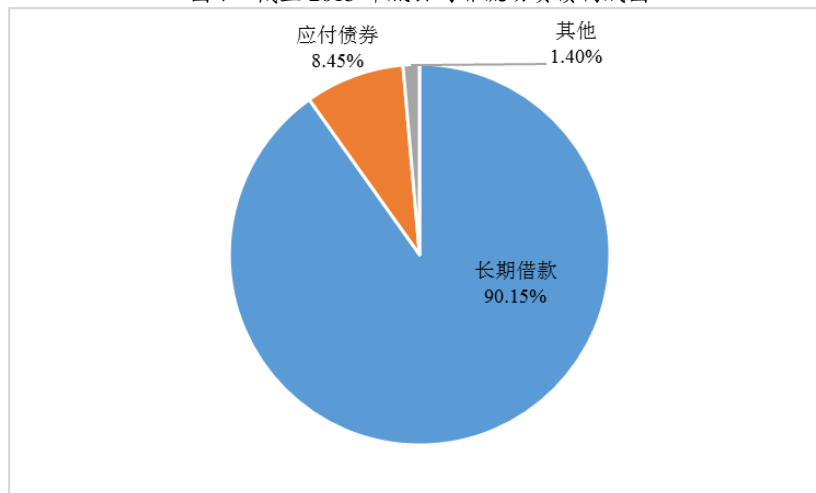
截至 2015 年底，公司其他应付款 6.45 亿元，较上年末减少 52.92%，主要系偿还关联方借款所致。从构成来看，其他应付款主要包括应付非关联方往来款及其他（占比 87.31%）、应付保证金押金（占比 2.55%）和应付代收代扣款项（占比 10.13%）。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 76.88 亿元，较上年末减少 25.86%，主要为系偿还借款所致。从构成来看，公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款，其中信用借款占比 41.50%、抵押借款占比 13.58%和质押借款占比 44.91%。

非流动负债方面，截至 2015 年底，公司非流动负债合计 91.50 亿元，主要由长期借款（占比

90.15%)、应付债券(占比 8.45%)和递延所得税(占比 0.88%)等构成。

图 7 截至 2015 年底公司非流动负债构成图



资料来源：公司年报。

截至 2015 年底，公司长期借款 82.49 亿元，较上年末增长 9.60%。从构成来看，公司长期借款主要以信用借款和质押借款为主，其中信用借款占比为 41.88%、质押借款占比为 41.00%、抵押借款占比为 17.12%。从长期借款的期限分布来看，2017 年到期的长期借款为 63.60 亿元，具有一定的集中偿付压力

截至 2015 年底，公司应付债券 7.73 亿元，即本次发行债券（“14 京银债”）扣除债券发行费用之后的金额。

截止 2015 年底，公司有息债务合计 169.43 亿元，较上年末减少 10.16%；其中，短期债务占比 46.70%，长期债务占比 53.30%，短期债务占比较上年末减少 13.37 个百分点。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 89.82%、85.79%和 76.29%，分别较上年末下降 2.86 个百分点、3.89 个百分点和 1.33 个百分点，但仍处于较高水平。

截至 2016 年 3 月底，公司流动负债合计 116.54 亿元，主要由应付账款（占比 8.15%）、预收款项（占比 49.09%）、其他应付款（占比 5.63%）和一年内到期的非流动负债（占比 33.33%）等构成；公司非流动负债合计 131.23 亿元，主要由长期借款 112.15 亿元（占比 85.46%）、应付债券 17.67 亿元（占比 13.47%）和预计负债 0.40 亿元（占比 0.70%）构成。负债结构较年初变化不大。

总体看，公司负债规模较大，负债构成以流动负债为主。公司债务中短期债务占比明显下降，长期债务占比较大，公司的短期偿还压力较小，但公司整体债务负担仍较重。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益（含少数股东权益）28.07 亿元，较上年末增长 29.26%，主要源自于少数股东权益的增长。其中，归属于母公司所有者权益 19.84 亿元，占比为 84.29%。归属于母公司所有者权益中股本占比 37.34%，资本公积占比 16.52%，未分配利润占比 40.66%，盈余公积占比 5.47%，公司权益中少数股东权益占比较高，归属母公司所有者权益中未分配利润占比较低，所有者权益稳定性一般。

2016 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益）为 29.10 亿元，较年初略有上升，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，跟踪期内公司所有者权益有所上升，但所有者权益稳定性有待提高。

2. 盈利能力

公司房地产业务稳健发展，近两年公司营业收入呈现增长态势，2015年实现营业收入84.36亿元，较上年末增长141.99%；实现营业利润9.77亿元，较上年末增长209.70%；实现净利润6.16亿元，较上年末增长219.06%，其中归属于母公司所有者的净利润为1.15亿元。2015年公司营业收入及利润同步上升，主要系2015年北京房地产项目相继结转销售及房地产市场整体回暖所致。

2015年公司期间费用总额4.19亿元，较上年末增长34.14%，主要系销售费用和财务费用增长所致。其中，销售费用占比基本持平为37.76%；管理费用占比较上年末上升8.19个百分点至31.41%，主要系2015年公司人员增加及缴纳印花税等因素导致同期管理费用的增加；财务费用较上年末上升6.46个百分点至30.83%，主要系公司2015年1月1日起暂停确认鄂尔多斯项目公司借款利息所致。2015年，公司费用收入比为4.96%，较上年末降低3.99个百分点，公司费用控制较好。

从盈利指标来看，2015年公司结转价格较高的北京项目销售收入，受此影响，公司主营业务毛利率水平为25.82%，较上年略有提高；总资本收益率4.11%，较上年末上升3.60个百分点；净资产收益率24.74%，较上年末增长16.03个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入10.02亿元，三大期间费用总额0.64亿元，实现净利润0.89亿元。

总体看，公司战略定位清晰，业务拓展稳定，营业收入显著增长，同期费用控制较好；伴随2015年房地产市场行情回暖，公司盈利规模明显提升，盈利能力增强。

3. 现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动现金流入84.76亿元，较上年增长18.62%，主要系销售及物业预售现金流入增长所致；经营活动现金流出49.77亿元，较上年减少28.51%，主要系购地支出减少所致；综合作用下，公司经营活动现金流量净额为34.99亿元，经营活动净流入较上年同期增长33.15亿元。

从投资活动来看，公司投资活动现金流量净额为8.53亿元，较上年同期减少13.28%，主要系收回转让项目公司股权、债权款，参股公司投资款收回所致。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流量净额为-44.81亿元，净流出额较上年同期增加44.51亿元，主要系公司销售回款增加用于偿还借款，购地支出减少导致所需借款减少所致。

2016年1~3月，公司经营活动现金流净额为4.34亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为1.51亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-2.71亿元。

总体看，2015年来公司经营活动现金呈现净流入；随着公司股权、债权款回收，投资活动现金由净流出状态转为净流入状态；随着公司规模扩大和新项目的增加，公司筹资需求有所增加。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，由于公司流动负债有所下降，2015年，公司流动比率和速动比率均有所提高，分别为1.68倍和0.28倍，现金短期债务比为0.27倍，现金类资产对短期债务的保护程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015年公司资产负债率为89.82%；EBITDA为12.23亿元，较上年末增长84.98%，主要系利润总额的增长所致，其中，折旧占比1.47%、摊销占比0.43%、计入财务费用的利息支出占比18.17%、利润总额占比79.94%；EBITDA利息倍数为0.70倍，EBITDA全部债务比为0.07倍，EBITDA对利息及全部债务的保障程度较弱。整体上公司长期偿债能力有待提升。

截至 2016 年 3 月底，公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G10330203000128408），截至 2016 年 5 月 12 日，公司不存在未结清的不良或关注类的信贷业务。根据相关金融机构出具的证明，公司已结清信贷业务中，从 1999 年到 2002 年共 33 笔，金额 42,320 万元不良类信贷记录系公司合作的金融机构在数据批量导入人行数据库时误入所致，该机构已向人行申请清理这些错误信息；上述贷款已结清，不存在不良信贷记录。从 1997 年到 2009 年共 147 笔关注类贷款和 2 笔关注类银行承兑汇票业务，经核实均按时结清，不存在不良信贷记录。

总体来看，公司目前债务规模较高，偿债能力一般。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 21.16 亿元，约为“14 京银债”的 2.72 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产 28.07 亿元，约为债券本金 7.79 亿元的 3.60 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 京银债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 12.23 亿元，约为债券本金 7.79 亿元的 1.57 倍，公司 EBITDA 对债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 34.99 亿元，约为债券本金 7.79 亿元的 4.49 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、在建项目前景、股东支持等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

公司于 2015 年 6 月 26 日成功发行的 3 年期 7.79 亿元“14 京银债”由京投公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 主体概况

京投公司前身是成立于 1981 年的北京市地下铁道总公司，2001 年 12 月，北京市人民政府以“京政函[2001]110 号”文件批复，在北京市地下铁道总公司的基础上成立北京地铁集团有限责任公司。2004 年 3 月，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会《关于将北京地铁集团有限责任公司更名为北京市基础设施投资有限公司的函》（京国资函[2004]14 号），北京地铁集团有限责任公司更名为北京市基础设施投资有限公司。截至 2016 年 3 月底，京投公司注册资本 831.58 亿元，资产总额达 4,307.78 亿元；京投公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。

京投公司的主要经营范围包括：制造地铁车辆、地铁设备。一般经营项目：授权内国有资产的经营管理、投资及投资管理、地铁新线的规划与建设；地铁已建成线路的运营管理；自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；地铁车辆的设计、修理；地铁设备的设计、安装；工程监理；物业管理；房地产开发；地铁广告设计及制作。

截至 2015 年底，京投公司合并资产总额 4,045.08 亿元，负债总额 2,636.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,408.65 亿元。2015 年度，京投公司实现合并营业收入 175.44 亿元，净利润（含少

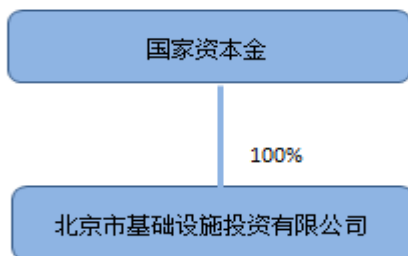
数股东损益) 16.45亿元; 经营活动产生的现金流量净额-37.43亿元, 现金及现金等价物净增加额-30.15亿元。

截至2016年3月底, 京投公司合并资产总额4,307.78亿元, 负债总额2,848.77亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 1,459.02亿元。2015年1-3月, 京投公司实现合并营业收入31.92亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.84亿元; 经营活动产生的现金流量净额-9.05亿元, 现金及现金等价物净增加额44.82亿元。

截至2016年3月底, 京投公司下属分公司7家, 所属二级子公司共46家, 其中: 全资子公司14家, 控股子公司32家。

京投公司注册地址: 北京市朝阳区小营北路6号京投大厦2号楼9层908室; 法人代表: 田振清。

图8 截至2016年3月底京投公司股权结构图



资料来源: 公司提供

2. 行业分析

城市轨道交通以轨道交通运输方式为主要技术特征, 是城市公共客运交通系统中具有中等以上运量的轮轨交通系统(有别于道路交通), 主要为城市(有别于市际铁路, 郊区及大都市圈范围)公共客运服务, 是一种在城市公共客运交通中起骨干作用的现代化立体交通系统。大力发展轨道交通有利于解决当前突出的城市化问题。发展轨道交通, 提升城轨对出行的分担率, 不仅能够缓解交通压力, 更能在空气、噪音、用地等方面带来很大改善。国际上, 人口规模在一百万以上的城市基本都发展了轨道交通。

由于城市经济区域布局的变化以及大城市的聚集和辐射效应越来越强烈, 城市流动人口大为增加, 居民出行更为频繁, 城市交通需求的矛盾越来越突出。同时, 随着工业化进程和经济建设步伐的加快, 人们的工作节奏越来越快, 时间观念越来越强, 对于准时、安全、快捷的交通方式的需求更为强烈。中国城市轨道交通建设已经历了超过50年的发展历程。20世纪以来, 随着城市面临的道路拥堵、流动性差、环境污染和安全等问题的愈加恶化, 轨道交通环保性及便捷性的认可度逐渐提高, 中国城市轨道交通建设已进入黄金发展期。

总体看, 我国城市轨道交通刚性需求较大, 未来市场潜力巨大, 行业进入快速发展阶段。

3. 业务运营情况

2015年, 京投公司实现营业收入175.44亿元, 同比增长57.02%; 营业成本为149.31亿元, 同比增长27.41%。其中主营业务收入171.92亿元, 占营业收入的97.99%, 其他业务收入3.52亿元, 占

营业收入的2.01%。

京投公司作为北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，京投公司主要负责北京市轨道交通建设的投融资工作。京投公司业务包括开发及运营业务、商品销售业务及票款销售业务、其他业务等。2015年，京投公司实现主营业务收入171.92亿元，其中开发及运营收入合计92.69亿元，占主营业务收入的53.92%，主要包括房地产开发81.24亿元和土地一级开发收入2.41亿元；服务收入75.81亿元，占主营业务收入的44.10%，主要系票款收入；商品销售业务收入3.42亿元，占主营业务收入的1.99%，其中净出口贸易收入2.09亿元，占比最大。其他业务方面，2015年，京投公司其他业务收入合计3.52亿元，在营业收入中所占的比重较小。

2015年，京投公司票款收入为65.69亿元，占营业总收入比38.21%。京投公司地铁运营业务涉及车辆运输、客运组织、行车电力调度、供电、通信信号、机电和线路等。由于北京地铁现阶段处于亏损运营，票款收入无法弥补运营成本，由北京市政府对京投公司进行运营亏损补贴。2015年，京投公司分别收到的北京市财政局拨付的基本建设专项资金30亿元，轨道交通专项资金46.5亿元；北京市国有资产监督委员会拨付的用于支持任宇航-城市轨道交通企业境外融资创新与实践团队项目资金50万元，用于支持宋自强-轨道交通PPP模式创新与实践团队建设项目的款项50万元。另外根据《北京市财政局关于下达国有资本经营预算函》（京财企指[2014]1825号）的规定，增加用于支持京投基石国际融资租赁平台建设的项目款1亿元。

总体看，2015年，京投公司主营业务收入呈增长态势，主营业务结构较为稳定；京投公司得到政府相关部门多方面的支持。

4. 财务状况

京投公司提供的2015年度合并财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2016年一季度财务报表未经审计。

截至2015年底，京投公司合并资产总额4,045.08亿元，负债总额2,636.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,408.65亿元。2015年度，京投公司实现合并营业收入175.44亿元，净利润（含少数股东损益）16.45亿元；经营活动产生的现金流量净额-37.43亿元，现金及现金等价物净增加额-30.15亿元。

截至2016年3月底，京投公司合并资产总额4,307.78亿元，负债总额2,848.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,459.02亿元。2016年1~3月，京投公司实现合并营业收入31.92亿元，净利润（含少数股东损益）0.84亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.05亿元，现金及现金等价物净增加额44.82亿元。

资产

截至2015年底，京投公司合并资产总额为4,045.08亿元，较上年末增长6.49%，主要是由占比较大的非流动资产增加所致。其中流动资产占20.15%，非流动资产占79.85%，资产结构较上年末基本保持稳定。

流动资产方面，截至2015年底，京投公司流动资产815.06亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成，占比分别为30.41%、5.28%、18.34%和37.48%，较上年末变化不大。

截至2015年底，京投公司货币资金247.87亿元，较上年末下降10.91%，其中受限资金0.01亿元；预付款项43.01亿元，较上年末增长46.05%，主要系预付工程款的增长；从预付款项账龄来看，以一年以内预付款项为主，占预付账款总额的44.49%。其他应收款为149.51亿元，较上年末下降14.67%，主要应收款单位包括北京市土地整理储备中心丰台区分中心、北京市大兴区财政

局、北京市房山区财政局、代垫民用通讯工程款、北京市土地整理储备中心门头沟区分中心等，上述项目均已安排相关政府资金偿还或担保，回收风险很小，对其他应收款共计提坏账准备 0.89 亿元。存货金额为 305.44 亿元，较上年末下降 5.65%，主要系房地产开发产品结转销售所致；存货构成中主要以房地产开发成本、土地一级开发成本和自制半成品等构成，金额分别为 198.89 亿元、82.34 亿元和 15.02 亿元，截至 2015 年底，京投公司共计提存货跌价准备 5.23 亿元。

非流动资产方面，截至 2015 年底，京投公司非流动资产合计 3,230.03 亿元，较上年末增长 12.38%；主要由固定资产和在建工程构成，二者分别占非流动资产的 30.94%和 61.43%。截至 2015 年底，京投公司固定资产原值 1,027.53 亿元，较上年末增长 2.53%，其中房屋建筑物和机器设备合计占比 96.09%，其余为运输工具和土地资产等。京投公司在建工程为 1,984.23 亿元，较上年末增长 13.70%，全部为地铁工程项目，不存在减值情形。

总体看，京投公司资产规模大，资产质量尚可。

负债及所有者权益

从负债来看，截至 2015 年底，京投公司负债总额为 2,636.44 亿元，较上年末增长 3.36%，其中非流动负债占比 66.46%，资产与负债结构较匹配。

流动负债方面，截至 2015 年底，京投公司流动负债合计为 434.72 亿元，较上年末下降 5.33%，主要由短期借款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成，占流动资产的比重分别为 24.68%、13.99%、24.40%和 23.70%，短期借款占比有所下降，其他应付款占比有所上升。

非流动负债方面，截至 2015 年底，非流动负债合计 2,201.72 亿元，较上年末增长 5.27%，主要为长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益为主，占比分别为 67.70%、17.53%、5.70%和 8.57%，长期借款占比有所下降，应付债券和递延收益占比持续上升。

截至 2015 年底，京投公司债务总额 2,221.74 亿元，主要为长期债务，占比上升 4.56 个百分点至 91.47%，债务结构良好；京投公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.18%、61.20%和 58.70%，分别较上年末增长 0.11 个百分点、0.18 个百分点和 0.10 个百分点。京投公司债务负担较重。

从所有者权益来看，近两年，京投公司所有者权益稳步增长。2015 年底所有者权益合计达到了 1,408.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,183.97 亿元，占所有者权益合计的 84.05%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 76.78%，其他权益工具占比 4.22%、资本公积占比 12.64%、盈余公积占比 0.70%、未分配利润占比 5.25%，京投公司所有者权益结构稳定性较好。

总体看，京投公司负债规模较大，债务负担相对较重；京投公司所有者权益规模较大，所有者权益结构相对稳定。

盈利能力

近两年，京投公司营业收入呈现稳健增长态势。2015 年京投公司实现营业收入 175.44 亿元、净利润 16.45 亿元，同比分别增长 57.02%和 23.28%，盈利能力提升。京投公司 2015 年营业收入 19.45 亿元，其中，政府补助 19.25 亿元，占利润总额比 87.68%。京投公司盈利规模对政府补助有一定的依赖性，且短期内无法改变。

从盈利指标看，2015 年京投公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.71%、0.78%和 1.24%，整体处于较低水平。

总体看，京投公司整体收入较为稳定，盈利水平一般。

现金流

从经营活动来看，2015 年，京投公司经营活动现金流量净额为-37.43 亿元，经营活动现金呈现

净流出状态，且较上年末净流出规模有所扩大，主要系经营性应收项目的减少。2015年，京投公司现金收入比率较2014年下降9.86个百分点至137.07%，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2015年，京投公司投资活动现金流量净额为-253.54亿元，主要系京投公司购置固定资产和建设地铁项目的投资较大所致。投资活动呈现净流出状态，且较上年末净流出规模有所下降，主要系部分投资项目回收款增加。

从筹资活动来看，2015年，京投公司筹资活动现金流量净额为256.84亿元，筹资活动较上年同期有所下降。筹资活动的现金流入主要由投资收到的现金、取得借款收到的现金构成和收到其他与筹资活动有关的现金构成，其中，其他与筹资活动有关的现金主要由京投公司收到的政府补助、可续债和其他融资等构成。

2015年，京投公司经营活动和投资活动现金净流量均呈现流出状态，同期筹资规模较上年有所下降，2015年末现金及现金等价物净减少30.15亿元，现金及现金等价物净增加额为-30.15亿元。

2016年1~3月，京投公司经营活动现金流净额为-9.05亿元；京投公司投资活动产生的现金流量净额为-162.53亿元；京投公司筹资活动产生的现金流量净额为216.93亿元，现金及现金等价物净增加额为44.82亿元。

总体看，京投公司经营活动现金流状况一般。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2015年底，京投公司流动比率和速动比率分别为1.87和1.17，偿债指标比较正常。现金短期债务比和经营现金流动负债比率分别为1.13倍和-8.61%，经营活动净现金流对短期债务的覆盖较差，但京投公司货币资金等现金类资产金额较大，综合看短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2015年，京投公司EBITDA为32.18亿元，EBITDA中，折旧占比3.60%、摊销占比1.34%、计入财务费用的利息支出占比26.12%，利润总额占比68.94%，计入财务费用的利息支出较上年末增长4.32个百分点，折旧占比减少4.18个百分点。EBITDA利息倍数为0.24倍，EBITDA全部债务比为0.01倍，EBITDA对全部债务和利息支出的保障程度一般。

总体看，京投公司以房地产开发、土地一级开发及地铁票款收入作为主要收入来源的业务模式，受市场行情及政策的影响性较大，同时考虑到其作为北京市政府出资企业，运营时间较长且经营模式日渐稳定，可以在一定程度上得到政府的扶持等因素，联合评级认为京投公司的整体偿债能力仍属极强。

5. 担保效果评价

以2016年3月末财务数据测算，“14京银债”发行规模（7.79亿元）占担保方京投公司现金类资产的2.66%、资产总额的0.18%、所有者权益总额的0.53%，为2015年经营性现金流入的2.41%，EBITDA的24.21%，整体占比较低，京投公司的资产及利润对本次债券的保护能力较强。

综合来看，京投公司资产规模较大，资产质量较好，且其股东具有政府背景、对京投公司给予了持续的支持，其担保对本次债券信用状况具有明显积极的提升作用。

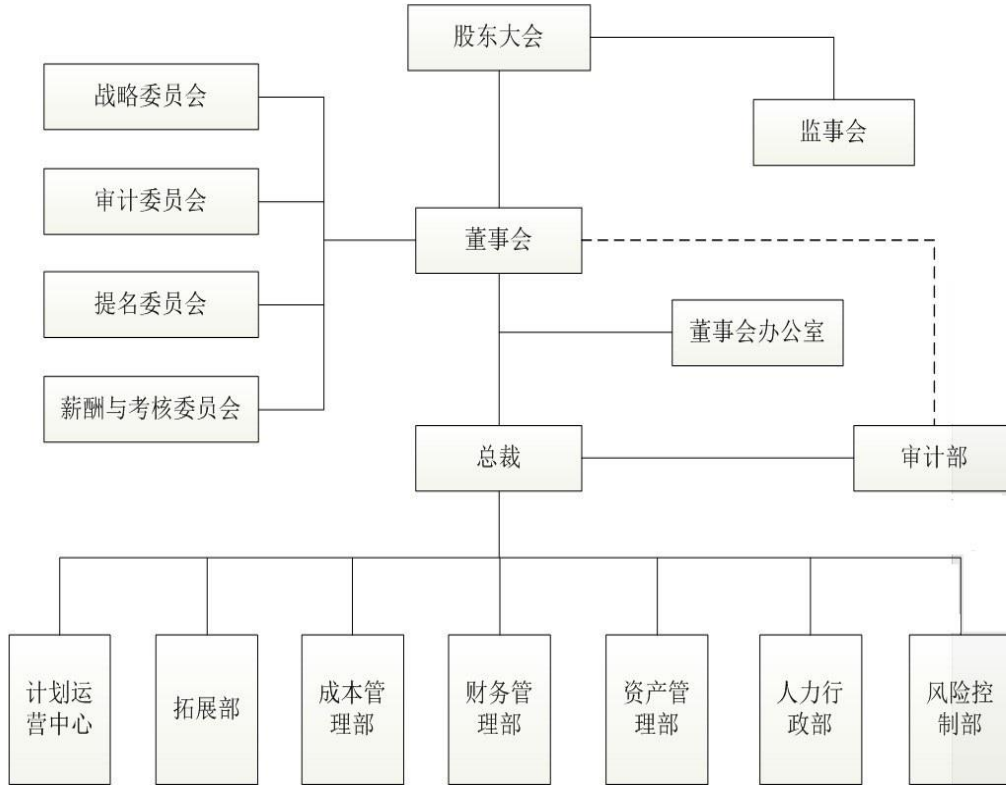
九、综合评价

公司作为一家以北京轨道交通物业为专业特色的房地产开发企业，具备土地储备区域市场空间大、项目交通便利、轨道上盖项目开发专业化程度高等方面的优势。同时，联合评级也关注到公司所处房地产业面临政策调控、市场需求不稳定等因素对公司发展带来的不利影响。

跟踪期内，公司业务格局调整逐步稳定，经营收入稳健提高，未来随着在建项目的竣工，公司可售面积有望获得增长，公司的行业地位有望进一步得到巩固。跟踪期内，担保方京投公司资产规模依然较大，资产质量依然较好，整体竞争力和抵御经济周期及行业风险的能力依然较强，其担保对“14京银债”信用状况具有积极的影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“14京银债”债项信用等级为“AAA”。

附件 1 京投发展股份有限公司 组织机构图



附件 2 京投发展股份有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	296.60	275.76	276.87
所有者权益 (亿元)	21.71	28.07	29.10
短期债务 (亿元)	113.29	79.13	40.34
长期债务 (亿元)	75.30	90.30	129.91
全部债务 (亿元)	188.59	169.43	170.25
营业收入 (亿元)	34.86	84.36	10.02
净利润 (亿元)	1.93	6.16	0.89
EBITDA (亿元)	6.61	12.23	--
经营性净现金流 (亿元)	1.84	34.99	4.34
应收账款周转率 (次)	8.83	250.58	--
存货周转率 (次)	0.11	0.28	--
总资产周转率 (次)	0.02	0.29	0.03
现金收入比率 (%)	199.53	98.53	126.90
总资本收益率 (%)	0.51	4.11	--
总资产报酬率 (%)	0.36	4.19	--
净资产收益率 (%)	8.71	24.74	3.49
营业利润率 (%)	16.91	18.93	17.68
费用收入比 (%)	8.95	4.96	6.35
资产负债率 (%)	92.68	89.82	89.49
全部债务资本化比率 (%)	89.67	85.79	85.40
长期债务资本化比率 (%)	77.62	76.29	81.70
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.36	0.70	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.04	0.07	--
流动比率 (倍)	1.41	1.68	2.22
速动比率 (倍)	0.25	0.28	0.34
现金短期债务比 (倍)	0.20	0.27	0.60
经营现金流动负债比率 (%)	0.92	22.40	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.85	1.57	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、2016 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 北京市基础设施投资有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	3,805.85	4,045.08
所有者权益 (亿元)	1,255.09	1,408.65
短期债务 (亿元)	177.72	219.88
长期债务 (亿元)	1,904.89	2,001.86
全部债务 (亿元)	2,082.61	2,221.74
营业收入 (亿元)	111.73	175.44
净利润 (亿元)	13.35	16.45
EBITDA (亿元)	23.17	32.18
经营性净现金流 (亿元)	-32.14	-37.43
应收账款周转率 (次)	12.47	16.79
存货周转率 (次)	0.40	0.47
总资产周转率 (次)	0.03	0.04
现金收入比率 (%)	146.93	137.07
总资本收益率 (%)	0.61	0.71
总资产报酬率 (%)	0.60	0.78
净资产收益率 (%)	1.14	1.24
营业利润率 (%)	-9.86	10.70
费用收入比 (%)	12.80	11.41
资产负债率 (%)	67.02	65.18
全部债务资本化比率 (%)	62.40	61.20
长期债务资本化比率 (%)	60.28	58.70
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.77	0.24
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.01	0.01
流动比率 (倍)	2.03	1.87
速动比率 (倍)	1.32	1.17
现金短期债务比 (倍)	1.57	1.13
经营现金流动负债比率 (%)	-7.00	-8.61

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。