

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不會對因本公告全部或任何部份內容而產生或因倚賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。



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13.09(2)條而發表。

以下為首創置業股份有限公司於上海證券交易所網站刊發之《首創置業股份有限公司2012年公司債券跟踪評級報告》。

承董事會命
首創置業股份有限公司
公司秘書
李聲揚

香港，二零一二年五月十五日

於本公告刊發日期，董事會成員包括執行董事劉曉光先生（董事長）、唐軍先生及張巨興先生；非執行董事馮春勤先生、曹桂杰女士及張勝利先生；及獨立非執行董事李兆杰先生、吳育強先生及王洪先生。



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪024号

首创置业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“首创置业股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一二年五月四日

首创置业股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

发行主体	首创置业股份有限公司		
担保主体	北京首创置业集团有限公司		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2009/09/24-2014/09/23		
上次评级时间	2011 年 6 月 21 日		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

首创置业	2009	2010	2011
所有者权益 (亿元)	66.37	76.30	82.28
总资产 (亿元)	223.82	305.14	377.11
总债务 (亿元)	62.51	97.72	129.76
营业总收入 (亿元)	53.93	64.94	75.23
营业毛利率 (%)	37.23	39.98	38.67
EBITDA (亿元)	15.18	15.78	17.41
所有者权益收益率 (%)	13.38	13.90	14.34
资产负债率 (%)	70.35	75.00	78.18
总债务/EBITDA (X)	4.12	6.19	7.45
EBITDA 利息倍数	3.45	3.51	2.04
北京首都创业集团	2009	2010	2011
所有者权益 (亿元)	172.57	188.01	208.23
总资产 (亿元)	786.95	889.26	1021.94
总债务 (亿元)	343.03	398.96	464.60
营业总收入 (亿元)	139.09	163.76	187.32
营业毛利率 (%)	32.47	38.54	37.25
EBITDA (亿元)	47.84	47.45	53.72
所有者权益收益率 (%)	7.61	8.27	8.17
资产负债率 (%)	78.07	78.86	79.62
总债务/EBITDA (X)	7.17	8.41	8.65
EBITDA 利息倍数 (X)	2.32	2.69	2.63

分析师

蔡汤冬 tcgai@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 5 月 4 日

基本观点

2011年, 首创置业股份有限公司(以下简称“首创置业”或“公司”)业务运营平稳, 销售规模持续增长, 盈利能力稳定, 未来业绩有较大支撑。同时, 公司项目建设和土地储备规模快速增长, 区域布局更加完善, 有助于缓解房地产调控政策所造成的影响, 为未来发展奠定基础。但中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)关注到, 房地产调控政策严格, 融资环境趋紧, 公司资产负债水平较高, 且财务杠杆比率有上升趋势, 这些都将在一定程度上影响公司的信用水平。

本次公司债券的担保主体北京首创置业集团有限公司(以下简称“集团”)规模实力不断增强, 集团基础设施建设、房地产、金融服务三大板块业务协同效应显现, 整体综合实力持续提升, 具备较强的整体抗风险能力。

中诚信证评维持“首创置业股份有限公司2009年公司债券”信用等级为AA⁺, 维持首创置业主体信用等级为AA, 评级展望稳定。

正面

- 房地产市场调控推动了行业进一步整合, 行业集中度逐步提升, 优势房地产开发商经营、财务状况表现相对较好, 信用水平稳定, 并具备较强的业绩修复能力。
- 销售状况良好, 未来业绩有保障。2011年公司实现签约面积 118.11 万平方米, 签约金额 110.38 亿元, 截至 2011 年 12 月 31 日, 已售未结转金额 87 亿元, 同比增长 13.43%, 公司整体收入锁定比例较高, 为 2012 年业绩提升提供有力支持。
- 项目资源充足, 区域分布分散。截至 2011 年 12 月 31 日, 公司售项目 27 个, 在售房源总面积 205 万平方米, 分布于全国 11 个地区; 2012 年, 公司在售项目将达到 32 个, 总面积将达到 302 万平方米, 遍及全国 14 个城市。充足的项目资源为公司业绩增长奠定基础, 同时分散的区域分布有利于缓解单一区域的销售压力。

- 货币资金充足。2011 年公司销售业绩平稳，回款较好，截止 2011 年 12 月 31 日公司货币资金达 83.52 亿元。在目前融资环境趋紧的情况下，充足的货币资金有利于公司合理调配资金，并对债务偿还有保障。

关 注

- 从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策波动对销售、投资造成的影响。
- 财务杠杆比率持续上升。截至2011年12月31日，公司资产负债率78.18%，同比上升3.18个百分点，扣除期末预收账款的影响，公司资产负债率为72.52%，；总资本化比率61.19%，同比上升5.04个百分点。较高的财务杠杆比率增加了公司总体的财务风险。

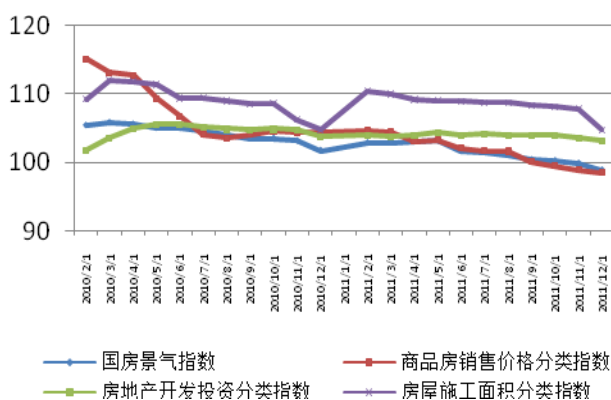
行业关注

2011年限购、限价等行政调控政策加快了房地产市场回调力度，同时货币政策转向导致市场流动性趋紧，房地产开发企业的融资难度加大，房地产销售和投资增速放缓，行业景气度下滑

2011年房地产市场调控为2010年调控的延续和深化。2011年始，国务院出台了更为严厉的“新国八条”调控政策，包括各地政府第一季度要公布房价控制目标；住房不足5年转手按销售款全额征税；二套房首付款比例提至60%；暂停省会城市居民购第三套房；地方政府问责制等。同时，国务院明确要求各直辖市、计划单列市、省会城市和房价过高、上涨过快的城市，在一定时期内，要从严制定和执行住房限购措施，限购城市亦由2010年的不足20个大幅增加到近50个。随着后续“限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级，调控政策达到史上最严水平，调控效果逐步显现。

从全年情况看，受调控政策的影响，全国房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）也逐步走低。2011年12月份，国房景气指数为98.89，比11月份回落0.98点，延续7个月下滑，创29个月新低。

图1：2010年以来中国房地产行业指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

随着政策发挥作用，房地产市场需求开始萎缩，商品房销售增长趋下降态势。2011年，全国商品房销售面积为109,946万平方米，同比增长4.9%，增速较去年同期回落5.7个百分点，其中住宅销售面积为97,018万平方米，同比增长3.9%，增速较去年同期回落4.4个百分点；同期，商品房销售额为

59,119亿元，同比增长12.1%，增速较去年同期回落6.8个百分点，其中住宅销售额为48,620亿元，增速较去年同期回落4.6个百分点。

从房价水平看，全国商品房销售额增速高于销售面积增长，表明全国房价整体水平依然向上。其中一、二线城市商品房价格并未出现明显增长，主要是三、四线城市房价上扬拉动全国整体上涨。从地区来看，东部地区的销售面积明显低于中、西部地区，显示城市化和刚性需求推动的中、西部地区受调控的影响弱于东部地区。此外，全国商品房待售面积较上年明显增加，2011年全国商品房待售面积达2.71亿平方米，较上年末增长26.1%。

表1：2011年中国各区域商品房销售情况

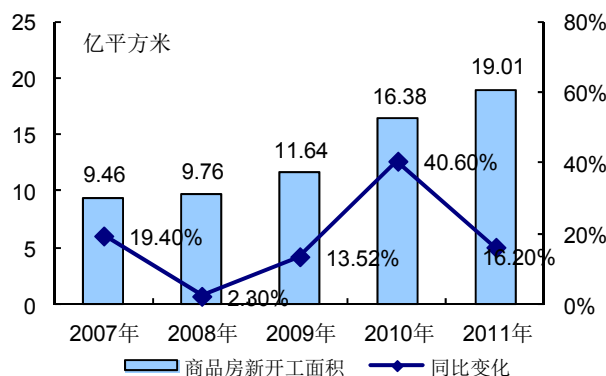
单位：亿平方米/百分点/万亿元

	销售面积	增长率	增速	销售额	增长率	增速
东部地区	5.11	0.1%	-4.0	3.46	3.8%	-4.3
中部地区	2.93	11.3%	-2.8	1.19	29.4%	-2.9
西部地区	2.96	8.0%	-2.7	1.26	23.9%	-4.4

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

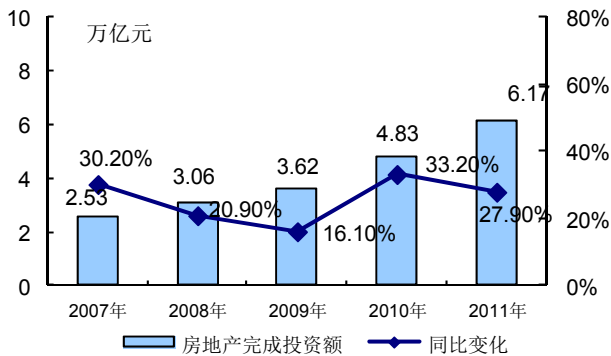
从投资和新开工情况看，2011年全国房地产开发投资6.17万亿元，比上年增长27.9%，增速比上年回落5.3个百分点。同时，全国房地产开发企业房屋施工面积50.8亿平方米，比上年增长25.3%，增速比上年回落1.2个百分点；房屋新开工面积19.01亿平方米，增长16.2%，增速比上年回落24.4个百分点。2011年房地产开发投资和新开工面积增长速度的回落反映出，房地产调控的深化、销售市场的低迷也使得房地产开发企业投资力度减弱。

图2：2011年房地产行业新开工面积及增长率



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

图3：2011年全国房地产完成投资额及增长率



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

在保障性住房方面，2011年新开工建设城镇保障性安居工程住房1,043万套（户），基本建成城镇保障性安居工程住房432万套。我国大力推进保障性住房建设，其目的一方面在于改善人民群众的居住条件，另一方面在于改善市场供给结构、稳定房价、促进市场健康发展。

从供需指标来看，受商品房销售增速放缓的影响，2011年施工面积、新开工面积与销售面积的比重均恢复并超越2008年水平，因此未来一年的市场供应比较充足。

表2：2008~2011年全国商品房供需相关指标

年份	施工面积/销售面积	新开工面积/销售面积
2008	4.42	1.57
2009	3.41	1.23
2010	3.89	1.57
2011	4.62	1.73

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

货币政策方面，2011年我国货币政策在稳健的基调下，从前三季度的实质偏紧到第四季度定向宽松，共进行了三次利率上调、六次存准率上调和一次存准率下调，整体市场流动性得到收缩。受此影响，我国房地产开发企业融资能力弱化，对外融资规模下降。

据国家统计局统计，2011年，房地产开发企业本年资金来源累计83,246亿元，比上年增长14.1%，增速比上年回落12.1个百分点。从资金来源结构来看，2009~2011年房地产开发企业自筹资金占比分别为31.05%、36.52%和40.96%，占比提升较为明显，表明银行贷款的紧缩促使房地产企业开始主动降低杠杆水平，主要采取内部融资的形式获得资金。

表3：2009~2011年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2009	2010	2011
资金来源合计	57,799	72,944	83,246
增速	45.90%	26.20%	14.10%
其中：			
自筹资金	17,949	26,637	34,093
占比	31.05%	36.52%	40.96%
增速	17.20%	48.40%	28.00%
国内贷款	11,365	12,564	12,564
占比	19.66%	17.22%	15.09%
增速	49.40%	10.60%	0.00
利用外资	479.39	790.68	813.63
占比	0.83%	1.08%	0.98%
增速	-34.20%	64.90%	2.90%
其他来源	28,006	32,952	35,775
占比	48.45%	45.17%	42.98%
增速	75.30%	17.70%	8.60%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

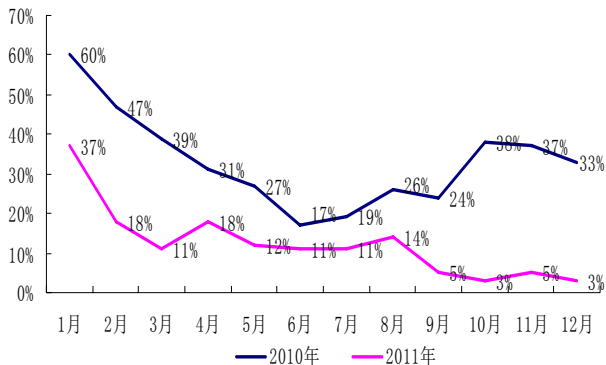
保民生将继续贯穿 2012 年的房地产调控，随着主要城市新建商品房价格全部停涨、土地溢价率走低，房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部

立足于“保民生”的出发点，近年来我国政府持续加大对房地产市场的调控力度。2011年12月，中央经济工作会议进一步明确表示，要坚持房地产调控政策不动摇，促进房价合理回归。通过近一年来的严厉调控，效果也逐步显现。据国家统计局数据显示，2012年1月份全国70个大中城市中，新建商品住宅（不含保障性住房）价格下降的城市有48个，持平的有22个，首次出现新建商品住宅价格全部停涨现象。受调控政策不放松的影响，全国房地产市场正逐步进入“以价换量”的新时期，目前市场成交量中10%的跌价项目已占据约90%的市场成交量。我们预计后期房价全面回落的城市将持续增多，房价回归趋势将在全国范围内日益显现，市场也将趋近调整的底部。

随着房地产调控的推进，楼市成交持续低迷，土地市场也随之降温。据中国指数研究院数据信息中心监测报告显示，2011年全国130个城市土地出

让金总额为19,052.3亿元，同比减少11%，其中住宅类用地12,666.8亿元，同比减少23%。此外，从土地溢价来看，2010年以来，全国130个城市住宅用地月度土地平均溢价率处于振荡下调趋势。2012年2月，全国300个城市土地平均溢价率为1%，与1月份2%的土地平均溢价率持平，较去年同期减少15个百分点。

图 4：2010 年以来全 130 个城市住宅用地月度平均溢价率



资料来源：中国指数研究院、中诚信证评整理

综合来看，我们认为从严从紧的房地产调控政策的主要目的是抑制商品房价格过快上涨，促使商品房价格合理回归。随着我国主要城市新建商品房价格全部停涨、土地溢价率走低，商品房价格合理回归成为当前市场主基调，房地产市场正逐步进入“以价换量”的新阶段，并趋近调整的底部。

2011 年货币政策转向导致市场流动性趋紧，房地产开发企业的融资难度加大，但行业长期看好，行业整合进一步提高行业集中度

市场自身的发展加上持续的行业调控，使得我国房地产行业的集中度迅速提升，新的行业格局正逐步形成。2011 年 1~11 月，我国房地产行业共发生并购案例 100 起，并购金额达到 307.4 亿元。而 2010 年并购案例 84 起，并购金额仅为 168.72 亿元。我们认为房地产行业集中度的持续提升会是长期性趋势。

在政策方面，2011 年 1 月末更为严厉的房地产调控政策“新国八条”出台，二套房首付比例进一步提高至 60%。随后各地方落实“新国八条”的严厉的限购政策细则出台。我们认为，限购政策的出台和严格执行将极大抑制房地产市场的投资投机性购房需求，市场短期内可能会出现成交迅速放缓的态

势。未来，该政策导致的成交量和价格的下跌幅度将取决于限购政策执行期限、力度和具体措施的调整。

表 4：2010 年 1 月以来我国出台的主要房地产政策

生效时间	政策文件名称	主要内容
2010.03	《政府工作报告》	大规模实施保障性安居工程，继续支持居民自住性住房消费，增加中低价位、中小套型普通商品房用地供应。
2010.03	《国土资源部关于加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	竞买保证金不得低于出让最低价的 20%，土地出让成交后必须在 10 个工作日内签订出让合同，合同签订后 1 个月内必须缴纳出让价款 50% 的首付款，余额最迟付款时间不得超过 1 年。
2011.01	新“国八条”	二套房首付比例不低于 60%、贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍、地方政府问责、调整个税和加强土地增值税、普遍实施限购令等。
2011.02	“限购令”全面实施	全国主要城市均出台了限购政策细则。
2011.07 至今	“限购令”进一步深化	房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施，截至 2011 年 10 月中旬已有 45 个城市出台。

资料来源：中诚信证评整理

中诚信证评认为，从严从紧的房地产调控政策使得房地产市场改变过去十余年高成长的发展趋势性增长格局，在经历“以价换量”的调整新阶段后，未来将呈现逐步复苏、稳步增长的发展态势。而能够顺应市场和政策方向，综合实力强、品牌影响力大的专业房地产企业抵御风险的能力更强，同时面临更多的并购机会，竞争优势明显。同时，在城市化进程加快、经济增长、居民住房需求增长等因素的推动下，中国房地产行业增长趋势仍将在较长时期得以维持。

业务经营

2011 年，公司销售业绩平稳，房地产开发速度和竣工结算速度加快。2011 年公司实现营业总收入 75.23 亿元，同比增长 15.85%，增速较上年降低 4.8 个百分点。其中房地产开发营业收入 73.78 亿元，同比增长 15.21%，房地产开发业务是公司收入的主要构成，占比 98.70%。

表 5：公司 2009~2011 年公司营业收入分板块情况

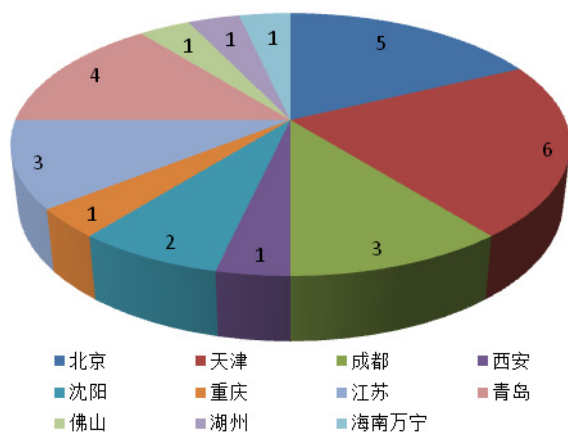
业务类型	2009	2010	2011
房地产开发项目	53.08	64.04	73.78
酒店业务	0.85	0.88	1.02
其他	-	0.1	0.43
合计	53.93	64.93	75.23

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司业务运营顺畅，销售业绩稳定；且项目资源充足，区域分布均衡，有利于缓解房地产调控政策所带来的不利影响

2011年公司于全国布局28个项目，开复工面积达到501万平方米，新开工面积247万平方米，较2010年分别增长54.63%和21.67%，竣工面积达134万平方米，同比增长89.21%，公司项目建设推进速度明显加快。截至2011年12月31日，公司在建项目28个，分布于全国11个地区，其中11个项目位于京津地区。从项目布局看，公司进一步巩固了京津地区优势，并逐步进入环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略核心区域。

图 5：公司在建项目区域分布情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：公司 2009~2011 发展物业部分运营指标

年份	2009	2010	2011
新开工面积	71.6	203.5	247
竣工面积	82.5	70.82	134
签约面积	101.08	119.1	118.11
签约收入	105.99	124.7	110.38
结算面积	57	45.7	62.01
结算金额	53.9	64.06	73.78
已售未结算面积	40.6	70.2	76
已售未结算金额	47.2	76.7	87

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

销售方面，部分位于限购严格的一、二线城市项目的销售受影响较大，公司为稳定销售业绩，通过提高中小户型产品比例等多种手段促进销售。2011年公司在售楼盘数目由上年的22个上升至27个，其中京津以外地区新增项目较多；全年在售房源面积205万平方米，同比增长3.54%，其中新推盘面积为130万平方米。2011年公司实现签约面积118.11万平方米，较上年基本持平，但受销售均价下降的影响，签约金额同比下降11.48%，为110.38亿元。从销售价格方面看，2011年销售均价为9,639元/平方米，同比降低10.38%。具体看来，北京和天津地区签约销售均价分别为25,917元/平方米和9,680元/平方米，同比分别下降12.16%和8.87%，京津以外地区签约销售均价约6,759元/平方米，同比增长9.38%。由此看来，尽管受房地产调控政策影响，公司销售均价出现下降，但多区域的项目布局有助于公司缓解价格下降所带来的影响。

截至2011年12月31日，公司已售未结转面积为76万平方米，同比增长8.26%；已售未结转金额87亿元，同比增长13.43%。公司已售未结转金额占当年营业总收入115.65%，且其中53亿元可于2012年确认收入。因此公司整体业绩锁定比例很高，为2012年业绩提供了有力支撑。

从销售的区域分布来看，公司2011年北京销售占比有所降低，天津销售占比稳步提升，全年京津地区业务仍占据相当比例，销售面积及金额占总体比例分别为37%和57%，同比分别下降2个和7个百分点。京津以外地区业务占比将呈现上升趋势，其中成渝地区增长较为明显。在房地产调控政策持续的情况下，多区域项目布局有助于公司分散单一区域的销售压力。

表 7：公司 2009~2011 年房地产业务收入及销售地区占比

	签约销售面积占比		签约销售金额占比	
	2010	2011	2010	2011
北京	17%	12%	43%	31%
天津	21%	25%	21%	26%
成渝	21%	33%	11%	20%
其他	41%	30%	25%	23%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2011年，公司旗下中环假日酒店经营管理继续保持稳健态势，全年实现营业收入1.02亿元，平均

入住率约68%，较上年提升4个百分点。公司目前正考虑逐步退出单一酒店的开发经营，逐步探索住宅、商业、教育地产、工业园、酒店等多种业态多元复合的新型综合体运营模式。

2012年，公司各地布局项目将进入销售阶段，在售项目将达到32个，遍及全国14个城市，计划新盘面积达到215万平方米，在售房源总面积将达到302万平方米。在保障货源充足的同时，公司将不断加大刚需产品的配置比例，提高单个项目销售去化率，并积极应对市场变化，弹性定价，以扩大销售规模。同时，公司将加强北京、佛山、湖州、海南奥特莱斯产业综合体商业部分招商，力争2012年开始对外营业。

总体来看，公司项目资源充足，区域分布均衡，销售业绩稳定，营业收入持续增长。2012年，面对持续的房地产调控政策，公司现有的项目布局有助于缓解单一区域销售压力，为公司运营稳定提供一定保障。

公司目前土地储备充足，储备区域和土地用途分散

2011年公司共新增土地储备246万平方米，总代价45亿元，其中通过收购方式新增土地储备133万平方米，通过公开市场挂牌和招标方式新增土地储备113万平方米。新增土地储备中218万平方米位于北京以外地区，项目涉及住宅、商业、旅游、教育地产等。截止2011年12月31日，公司未支付的土地款共计2.5亿，另有根据合同条款尚未支付的收购代价13亿，将于2012年全部支付。

截至2011年12月31日，公司拥有土地储备总建筑面积1,009万平方米，可售楼面面积874万平方米。从可售楼面面积区域分布看，京津地区占24.2%，成渝地区占13.2%，佛山占18%，无锡、西安、沈阳、湖州、万宁、青岛、烟台、镇江均占10%以下。从土地用途计算，约77%为住宅用地，21%为商业用地，2%为酒店用地。现有土地储备足以满足公司未来三至四年发展需求。

总体看，公司目前土地储备充足，土地成本相对较低，且储备区域和土地用途较为分散，有助于公司未来抵御短期市场波动风险，获取由不同经济

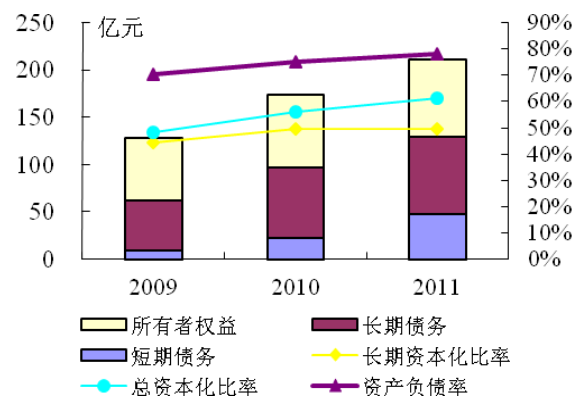
发展状况城市组成的投资组合带来的稳定投资回报。

财务分析

以下财务分析基于普华永道中天会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的公司2009~2011年合并财务报表。

资本结构

图 6：2009~2011 年公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011年公司加快项目建设速度，主要通过债务融资满足资金需求，整体资产规模稳步增长。截至2011年12月31日，公司总资产达到377.11亿元，同比增长23.59%，所有者权益合计82.28亿元，同比增长7.84%。截至2011年12月31日，公司资产负债率78.18%，同比上涨3.18个百分点；总资本化比率61.19%，同比上涨5.04个百分点。若剔除期末账面77.69亿元预收账款的影响，公司资产负债率将降至72.52%，较行业平均水平相比略微偏高。2011年以来房地产政策复杂多变，融资环境趋紧，公司财务杠杆有不断上升趋势。

表 8：截至 2011 年 12 月 31 日部分上市公司资本结构指标

公司	资产负债率	总资本化比率	扣除预收账款的资产负债率	短期债务/长期债务
首创置业	78.18%	61.19%	72.52%	0.59
万科 A	77.10%	42.64%	63.36%	0.88
北辰实业	66.02%	53.87%	61.01%	0.25
金融街	69.03%	53.72%	59.88%	1.13
保利地产	78.92%	62.32%	40.98%	0.29
首开股份	79.36%	66.84%	75.15%	0.76
鲁商置业	92.04%	69.41%	89.33%	0.90
中粮地产	78.26%	64.85%	60.83%	0.92

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

债务结构方面，截至2011年12月31日，公司总债务129.76亿元，其中长期债务为81.34亿元，短期债务为48.42亿元，长期债务占比62.69%。考虑到房地产开发项目长周期的特性，以长期债务为主的期限结构有利于保持业务开发资金来源的稳定性。

总体来看，公司债务期限结构依然处于合理水平，但公司资产负债率依然较高，且有持续上升趋势，较高的财务杠杆比率增加了公司总体的财务风险。

流动性

截至2011年12月31日公司流动资产占总资产的比重为87.36%。从流动资产构成看，货币资金及存货依然是流动资产主要部分，截至2011年12月31日，上述两项资产合计占流动资产的93.86%，其中货币资金83.52亿元，较上年基本持平。

表 9：2009~2011 年公司存货分析

	单位：亿元		
	2009	2010	2011
存货	111.50	153.78	225.69
存货余额同比增长	-7.67%	37.92%	46.76%
开发成本	88.47	128.19	195.75
开发成本/存货	79.34%	83.36%	86.73%
开发产品	21.87	22.85	28.84
开发产品/存货	19.62%	14.86%	12.78%
(开发成本+开发产品)/存货	98.96%	98.22%	99.51%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2011年公司继续加快了开发进度，全年开复工面积及新增面积均较上年增长，2011年12月31日存货余额225.69亿元，同比增长46.76%，其中开发成本占86.73%，开发产品占12.78%。近两年来上述两项占存货的比例保持稳定。

资产周转率来看，2011年公司的存货周转率和总资产周转率分别为0.24和0.22，均较上年降低，主要是因为开发成本增长，使得公司存货及总资产规模上升所致。

表 10：2009~2011 年公司资产周转情况

	2009	2010	2011
存货周转率	0.29	0.29	0.24
总资产周转率	0.26	0.25	0.22

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在现金获取能力上，2011年公司销售回款良好，当年公司经营活动现金流入85.73亿元，为大幅提升的项目开发提供一定的资金支持，缓解公司在货币紧缩政策下的融资压力。

表11：截至2011年12月31日部分上市公司运营指标

公司	存货 周转率	总资产 周转率	货币资金/ 短期债务	经营性净 现金流
首创置业	0.24	0.22	1.73	-4.30
万科 A	0.25	0.28	1.45	33.89
北辰实业	0.12	0.15	1.27	0.74
金融街	0.18	0.17	0.81	-22.25
保利地产	0.02	0.03	1.10	-3.30
首开股份	0.12	0.17	0.99	-58.71
鲁商置业	0.16	0.17	0.83	-36.34
中粮地产	0.02	0.03	0.76	-0.64

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

盈利能力

2011年公司推盘速度加快，销售回款情况良好，公司2011年营业总收入达到了75.23亿元，实现同比增长15.85%。截至2011年12月31日，公司预收账款为77.69亿元，占当年营业总收入的103.27%，为公司2012年的收入实现提供了有力的支撑。

毛利率方面，2011年公司毛利率为38.67%（扣除营业税及附加的口径为33%），同比降低1.31个百分点。主要是由于公司为应对房地产市场调控，弹性定价，使得房地产业务毛利率略有下降所致。

表 12：2011 年公司业务板块毛利率情况

	毛利率	同比变化 (%)
房地产开发	38.83%	-1.77
酒店业务	1.73%	4.29

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在期间费用方面，2011年，由于公司推动不同区域新推项目销售，相应的销售费用和管理费用均较上年有所上升，公司三费收入占比升至7.38%。

表 13：2009~2011 公司三费收入占比情况

	2009	2010	2011
销售费用(亿元)	1.20	1.83	2.44
管理费用(亿元)	1.34	1.75	2.92
财务费用(亿元)	1.90	0.37	0.18
三费合计(亿元)	4.44	3.95	5.55
三费收入占比	8.23%	6.08%	7.38%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2011年，受益于收入的快速增长，和公司盈利能力相对稳定，全年净利润为11.80亿元，同比增长11.23%，归属于母公司所有者净利润达到9.55亿元，同比增长4.02%。2011年公司所有者权益收益率为14.34%，达到近三年最高水平。

总体来看，公司进入平稳扩张期，盈利能力较为稳定，营业利润有所增长，2012年公司将加大推盘规模，预计收入规模将稳步提升。

偿债能力

2011年公司实现EBITDA为17.41亿元，较上年增长10.39%，资金获取能力持续提升。截至2011年12月31日，公司总债务/EBITDA上升为7.45，EBITDA利息倍数下降至2.04，债务规模的较快增加使得EBITDA对付息债务及利息的保障能力均有所减弱。

从债务规模来看，截至2011年12月31日，公司总债务为129.76亿元，较上年增长32.04亿元，其中短期债务48.42亿元，同期公司货币资金83.52亿元，货币资金对短期债务的覆盖程度高，短期偿债有保障。但中诚信证评注意到，2011年，公司通过其全资子公司首置投资控股有限公司在香港通过非公开方式发行三年期11.5亿元人民币债券，该债券将于2014年2月到期，与公司2009年发行的五年期10亿元公司债券同年到期，届时公司的偿债压力可能有所增加，我们将予以持续关注。

表 14：2009~2011 年公司长期偿债能力指标

	2009	2010	2011
总债务（亿元）	62.51	97.72	129.76
长期债务（亿元）	52.87	74.68	81.34
EBITDA（亿元）	15.18	15.78	17.41
EBITDA 利息倍数(X)	3.45	3.51	2.04
总债务/ EBITDA (X)	4.12	6.19	7.45

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2011年12月31日，公司无对外担保情况发生；公司为商品房承购人提供的抵押贷款担保余额为30.28亿元，或有风险在可控范围之内。

目前公司与多家银行建立了长期的战略合作伙伴关系，公司2012年银行授信额度为460亿元，截至2012年3月末已使用58.2亿元，公司拥有畅通的

融资渠道。

总体看，2011年，公司业务运营稳定，盈利能力较为稳定，销售回款情况良好，货币资金充裕，对付息债务的偿还能力强。但公司债务规模扩张较快，财务杠杆不断增加，财务风险有所增大。

担保实力

北京首都创业集团有限公司是北京市国资委所属的大型国有独资企业之一，良好的政府资源在较大程度上确保了集团投融资渠道的畅通，为旗下各个板块业务的开展提供了有力支持，集团规模持续壮大，综合实力不断提升，在宏观经济波动环境中的抗风险能力逐渐增强。

业务运营

近年来集团逐步构建了以水务为核心的基础设施产业、以城市住宅开发建设为核心的房地产业及以投行并购业务为核心的金融服务业等三大核心主业，并辅以工业、贸易、旅游酒店三小板块。集团已成为具有较强市场竞争实力和可持续发展能力的大型产业投资控股公司。

集团基础设施业务受经济周期波动影响较小，经营业绩稳步提升。截至2011年12月31日，首创股份已在全国14个省35个城市建立了独资和合资水厂，参控股企业已拥有1300万吨/日的水处理能力。服务人口总数超过2800万，初步实现了区域型、流域型的战略布局。未来首创股份将投资与运营并重，在抢占水务资源同时继续延伸产业链。

首创置业是集团房地产业务的核心载体，是北京大型综合性房地产营开发商之一。目前公司房地产项目以京津地区为核心，并逐步进入环渤海、长三角、中西南和珠三角四个战略区域。2011年首创置业实现营业总收入75.23亿元，净利润11.80亿元。

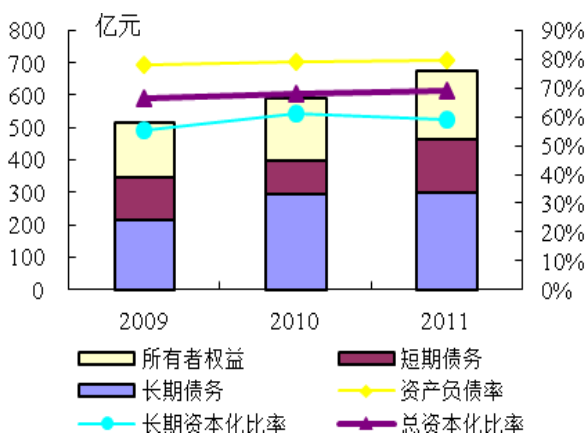
集团金融服务业板块主要由首创担保、首创证券等子公司构成，目前此业务版块形成了以担保、农投为代表的政策性金融业务及以证券、创投为代表的市场化金融业务体系，成为协调公司核心主业发展的重要平台。2011年，首创证券实现营业收入7.68亿元；实现利润总额3.11亿元。截至2011年12月31日，首创担保累计获得金融机构放款项目7935

个，放款笔数9533笔，实际放款担保项目金额达448.96亿元。

财务表现

2011年受益于集团房地产板块的快速发展，资产规模持续增长，截至2011年12月31日，集团总资产达到1021.94亿元，同比增长14.92%，所有者权益达到208.23亿元，同比增长10.75%。同时，2011年集团债务规模亦增长较快，财务杠杆有所升高，截至2011年12月31日，集团资产负债率和总资本化比率分别为79.62%、69.05%。总体来看，集团资本结构较为稳定，但财务杠杆较高，有一定的债务压力。

图 7：2009~2011 集团资本结构



数据来源：集团公司提供，中诚信证评整理

从付息债务来看，2011年集团付息债务增长较快，截至2011年12月31日，集团总债务达到464.60亿元，同比增长16.45%，其中长期债务299.60亿元，较上年基本持平，短期债务164.99亿元，同比增长57.25%，主要是由于长期借款到期所致。考虑到集团以基础设施建设及房地产开发为主的业务结构，长期债务为主的期限结构有利于其资金来源的稳定性。

盈利能力方面，2011年集团收入规模持续稳步提升，全年营业总收入达到187.32亿元，同比增长14.39%，其中主营业务收入174.77亿元，同比增长16.51%。此外，营业外收入也是集团的重要利润来源，以政府补贴为主，2011年公司营业外收入4.61亿元，其中政府补贴3.96亿元。2011年集团实现利润总额25.83亿元，净利润为17.01亿元。未来随着水务及房地产板块的发展，三大板块业务协同效应的不断显现，集团盈利水平还将持续提升。

表 15：集团主营业务收入情况

单位：亿元

	收入	同比	占比
担保业务	2.23	-3.01%	1.28%
服务费	3.15	16.49%	1.80%
通行费	8.88	13.20%	5.08%
饭店、餐饮	2.89	22.59%	1.65%
工程项目	12.73	9381.56%	7.28%
租赁、物业	1.08	7.47%	0.62%
商品销售	38.27	-6.40%	21.90%
采暖、污水处理	12.29	-15.08%	7.03%
房屋销售	90.21	15.44%	51.62%
土地开发	2.49	-	1.42%
合计	174.77	16.51%	-

数据来源：集团公司提供，中诚信证评整理

偿债能力方面，2011年集团EBITDA达到53.72亿元，同比增长13.20%。由于债务规模的持续增加，集团总债务/EBITDA小幅上升至8.65，EBITDA利息倍数为2.63。集团偿债压力较上年基本持平。

表 16：2009~2011 首创集团部分财务指标

	2009	2010	2011
长期债务 (亿元)	215.18	294.04	299.61
总债务 (亿元)	343.03	398.96	464.61
长期资本化率 (%)	55.49	61.00	59.00
总资本化比率 (%)	66.53	67.97	69.05
资产负债率 (%)	78.07	78.86	79.62
EBITDA (亿元)	47.84	47.45	53.72
总债务/EBITDA	7.17	8.41	8.65
EBITDA 利息倍数	2.32	2.69	2.63

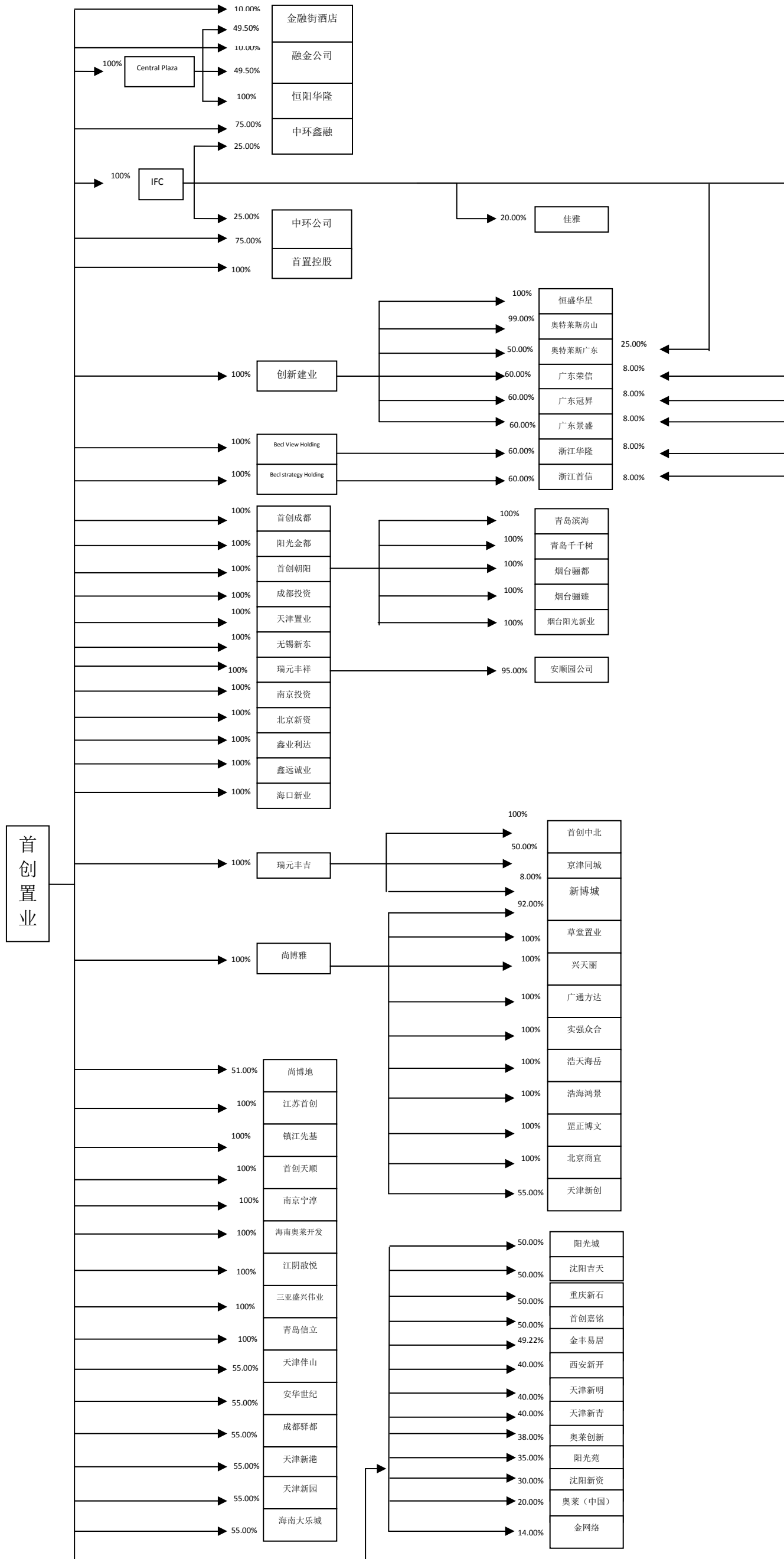
数据来源：集团公司提供，中诚信证评整理

中诚信证评认为，北京首都创业集团有限公司具备很强的综合实力和整体抗风险能力，能够为本期债券本息的偿还提供有力的保障。

结 论

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

附一：首创置业股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）



附二：首创置业股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2009	2010	2011
货币资金	497,668.30	846,006.80	835,224.30
应收账款净额	4,954.20	38,536.40	13,998.70
存货净额	1,115,034.30	1,537,826.10	2,256,890.80
流动资产	1,946,739.80	2,692,243.00	3,294,417.50
总资产	2,238,216.70	3,051,378.70	3,771,111.80
预收账款	471,902.10	733,683.40	776,875.40
短期债务	96,400.00	230,311.10	484,152.20
长期债务	528,671.00	746,839.10	813,426.10
总债务(短期债务+长期债务)	625,071.00	977,150.20	1,297,578.30
总负债	1,574,499.00	2,288,384.10	2,948,288.40
所有者权益(含少数股东权益)	663,717.70	762,994.60	822,823.40
营业总收入	539,344.30	649,379.50	752,332.10
三费前利润	143,884.60	176,352.80	209,212.20
投资收益	15,207.10	4,365.40	9,829.10
净利润	88,829.00	106,092.50	118,003.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	151,824.20	157,763.80	174,148.90
经营活动产生现金净流量	457,164.30	156,549.80	-43,024.00
投资活动产生现金净流量	-112,880.70	-77,480.90	-87,384.80
筹资活动产生现金净流量	-71,078.30	275,997.80	85,452.80
现金及现金等价物净增加额	273,223.00	355,007.20	-45,454.40
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	37.23	39.98	38.67
所有者权益收益率(%)	13.38	13.90	14.34
EBITDA/营业总收入(%)	28.15	24.29	23.15
速动比率(X)	0.82	0.76	0.49
经营活动净现金/总债务(X)	0.73	0.16	-0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	4.74	0.68	-0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	10.38	3.49	-0.50
EBITDA 利息倍数(X)	3.45	3.51	2.04
总债务/EBITDA(X)	4.12	6.19	7.45
资产负债率(%)	70.35	75.00	78.18
总债务/总资本(%)	48.50	56.15	61.19
长期资本化比率(%)	44.34	49.46	49.71

附三：北京首都创业集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位: 万元)	2009	2010	2011
货币资金	1,591,524.55	1,831,975.51	2,166,601.28
应收账款净额	88,974.90	119,258.98	158,969.96
存货净额	1,511,965.87	2,053,147.21	2,827,985.16
流动资产	4,591,819.10	5,450,840.48	6,476,845.34
总资产	7,869,460.95	8,892,615.04	10,219,410.66
短期债务	1,278,502.75	1,049,232.70	1,649,914.42
长期债务	2,151,804.13	2,940,410.17	2,996,086.44
总债务(短期债务+长期债务)	3,430,306.87	3,989,642.87	4,646,000.86
总负债	6,143,723.17	7,012,499.27	8,137,119.36
所有者权益(含少数股东权益)	1,725,737.78	1,880,115.77	2,082,291.29
营业总收入	1,390,942.33	1,637,597.47	1,873,198.02
投资收益	108,010.29	36,454.32	93,102.12
净利润	131,366.48	155,442.21	170,090.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	478,418.57	474,525.71	537,182.82
经营活动产生现金净流量	615,310.89	346,173.43	127,542.71
投资活动产生现金净流量	-169,191.89	-285,384.22	-145,871.25
筹资活动产生现金净流量	89,116.96	299,820.17	212,537.13
现金及现金等价物净增加额	53,5272.79	360,079.38	193,196.18
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	32.47	38.54	37.25
所有者权益收益率(%)	7.61	8.27	8.17
EBITDA/营业总收入(%)	34.40	28.98	28.68
速动比率(X)	0.85	0.91	0.80
经营活动净现金/总债务(X)	0.18	0.09	0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	0.48	0.33	0.08
经营活动净现金/利息支出(X)	2.98	1.96	0.63
EBITDA 利息倍数(X)	2.32	2.69	2.63
总债务/EBITDA(X)	7.17	8.41	8.65
资产负债率(%)	78.07	78.86	79.62
总债务/总资本(%)	66.53	67.97	69.05
长期资本化比率(%)	55.49	61.00	59.00

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 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

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

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。