

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面向專業投資者公開發行2021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，二零二一年三月二十五日

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）、黃自權先生、胡衛民先生及范書斌先生；非執行董事孫寶杰女士；以及獨立非執行董事李旺先生、黃翼忠先生及劉昕先生。

首创置业股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券（第二期）信用评级报告

项目负责人：白 茹 rbai@ccxi.com.cn

项目组成员：战宇迪 ydzhan@ccxi.com.cn

田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 3 月 19 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]0735D 号

首创置业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“首创置业股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年三月十九日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
首创置业股份有限公司	不超过 24.30 亿元 (含 24.30 亿元)	品种一: 3+2 品种二: 5+2	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	拟用于偿付公司债券本息

评级观点: 中诚信国际评定首创置业股份有限公司(以下简称“首创置业”或“公司”)主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定; 评定“首创置业股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券(第二期)”的债项信用等级为 AAA。中诚信国际肯定了股东的有力支持、丰富的房地产开发经验和良好的区域布局、奥特莱斯具有一定规模优势和不断增长的租金收入可为公司提供较好的收入补充以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时, 中诚信国际关注到房地产行业政策、经营性盈利能力弱和存货周转率低以及债务规模持续增长且财务杠杆处于高位等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

首创置业(合并口径)	2017	2018	2019	2020.9
总资产(亿元)	1,414.21	1,697.17	1,852.69	1,997.05
所有者权益合计(亿元)	319.32	382.01	420.41	439.19
总负债(亿元)	1,094.90	1,315.16	1,432.28	1,557.85
总债务(亿元)	667.52	885.71	954.99	1,003.57
营业总收入(亿元)	212.92	232.57	207.86	141.28
净利润(亿元)	27.97	24.17	25.69	8.62
EBITDA(亿元)	52.18	57.82	69.44	--
经营活动净现金流(亿元)	44.54	-60.95	2.46	17.10
营业毛利率(%)	28.54	27.12	34.02	23.87
净负债率(%)	143.16	172.89	162.85	167.86
总债务/EBITDA(X)	12.79	15.32	13.75	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.56	1.30	1.26	--

注: 中诚信国际根据 2017-2019 年审计报告及 2020 年前三季度未经审计的财务报表整理; 带*指标经过年化处理。

正面

■ **股东的有力支持。** 公司控股股东为北京首都创业集团有限公司(以下简称“首创集团”), 实际控制人为北京市国资委。房地产业务为首创集团四大核心主业之一, 而公司作为首创集团旗下唯一的市场化房地产开发平台, 在资源获取和融资安排等方面获得了股东的有力支持。

■ **丰富的房地产开发经验, 良好的区域布局。** 公司房地产开发经验丰富, 形成了“天阅”和“禧瑞”等为代表的产品线, 品牌知名度较高。此外, 公司地产项目主要分布在京津冀、长三角和粤港澳大湾区三大核心城市圈一线及潜力强二线城市, 区域布局良好。

■ **奥特莱斯具有一定规模优势, 不断增长的租金收入可为公司提供较好的收入补充。** 公司积极推广奥特莱斯综合体运作方式, 截至 2020 年 9 月末, 公司奥特莱斯已布局 17 家, 不断增长的租金收入可为公司提供较好的收入补充。

■ **畅通的融资渠道。** 公司与金融机构保持良好的合作关系, 未使用授信额度充足。此外公司作为 H 股上市公司, 具备较畅通的权益融资渠道, 2020 年初完成 22.4 亿元供股发行。

关注

■ **房地产行业政策。** 在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下, 因城施策等房地产行业调控政策仍在持续, 行业利润空间不断收窄, 环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **经营性盈利能力弱, 存货周转率有待提升。** 受存货周转速度较慢、债务规模不断增长等原因, 近年来公司经营性业务利润较弱, 投资收益成为利润总额的主要组成部分, 且大部分为处置子公司股权带来的投资收益, 收益的稳定性值得关注。

■ **债务规模持续增长, 财务杠杆处于高位。** 近年来因存量项目去化较慢, 公司规模的扩张主要依赖债务的增长, 债务规模增速较快, 财务杠杆持续保持高位, 若考虑永续债的影响, 公司财务杠杆将进一步上升。

评级展望

中诚信国际认为, 首创置业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。** 股东背景及支持力度发生显著不利变化, 销售业绩及盈利能力发生严重不利变化, 现金流平衡能力大幅下降。

同行业比较

部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	2019 年全口径签约销售金额(亿元)	2020 年 6 月末总资产(亿元)	2020 年 6 月末净负债率(%)	2020 年 6 月末货币资金/短期债务(X)	2019 年总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	2019 年营业总收入(亿元)	2019 年净利润率(%)	2019 年存货周转率(X)
首开股份	1,013	3,188.53	163.80	1.32	2.25	476.45	11.83	0.17
珠海华发	923	2,654.16	150.68	2.54	1.81	331.49	10.00	0.15
首创置业	808	2,024.08	159.16	1.30	3.62	207.86	12.36	0.16

注: “首开股份”为“北京首都开发股份有限公司”简称; “珠海华发”为“珠海华发实业股份有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

发行主体概况

首创置业股份有限公司于 2002 年 7 月由首创集团、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（以下简称“中国物产”）、亿华国际企业有限公司（以下简称“亿华国际”）等七家公司作为发起人发起设立，总部设立于北京市。2003 年 6 月，公司在境外首次公开发行 H 股 51,330 万股，并在香港联交所挂牌上市，股票代码：2868.HK。2020 年初，公司完成 22.4 亿元供股发行¹。

产权结构：截至 2020 年 9 月末，公司总股本为 43.63 亿元，首创集团直接持有公司 56.70% 股份，中国物产和亿华国际分别直接持有公司 6.31% 和 1.90% 股份，首创集团为公司控股股东，公司实际控制人为北京市国资委。

公司以住宅开发、奥特莱斯综合体、城市核心综合体和土地一级开发为核心业务线，聚焦京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大核心城市圈及潜力强二线城市的改善型住宅项目。

本次债券概况

表 1：本次债券概况

债券概况	
债券名称	首创置业股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券（第二期）
发行规模	本次债券发行规模为不超过 45.39 亿元（含 45.39 亿元）。本期债券发行规模为不超过 24.30 亿元（含 24.30 亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为 7 年期固定利率债券，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。 本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司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，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%
债券利率	本期债券票面利率将根据簿记建档结果确定

¹ 2020 年初，公司面向所有合格股东按每持有 10 股股份可获配 5 股供

偿还方式	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一起支付
担保方式	本期债券无担保
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付公司债券本息

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：2020 年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP 同比增长 2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021 年经济增长中枢将显著高于 2020 年，全年走势前高后低。

2020 年经济运行基本遵循了“疫情冲击—疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下 CPI 回落，需求疲弱 PPI 低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的 GDP 环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

宏观风险：尽管经济持续修复，但 2021 年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可

股股份发售，所得款项约 22.4 亿元人民币，用于偿还有息债务。

持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

宏观政策：2020年12月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在2020年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

宏观展望：疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然2021年政策性因素对经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产

业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

行业

在疫情影响下 2020 年第一季度全国商品房销售降至 2017 年以来的季度最低水平；4 月以来市场逐渐恢复，1~6 月全国商品房销售降幅明显收窄

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%至2.04万亿元和2.20亿平方米，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，上半年全国房地产销售额虽呈下降态势，但降幅明显收窄；上半年商品房销售价格略有回升，70个大中城市价格指数环比涨幅从1月的0.3%小幅增至6月的0.6%。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

4月以来，随着疫情影响逐步缓解，房企投资力度有所增加，6月末全国商品房待售面积同比小幅增长1.8%至5.11亿平方米。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年疫情对房地产销售产生不利影响，但疫情对销售影响已逐渐消减。考虑到调控政策持续的影响，下半年房地产企业整体内部流动性来源增速依然承压。

在疫情影响下，上半年房地产开发及土地投资呈先抑后扬的态势；偏紧的外部融资环境下房企外部现

金流平衡能力面临挑战

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，1~6月全国新开工面积同比下降7.6%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额降幅亦逐月收窄，1~6月房地产开发投资额同比增长1.9%至6.28万亿元，增速已由负转正。

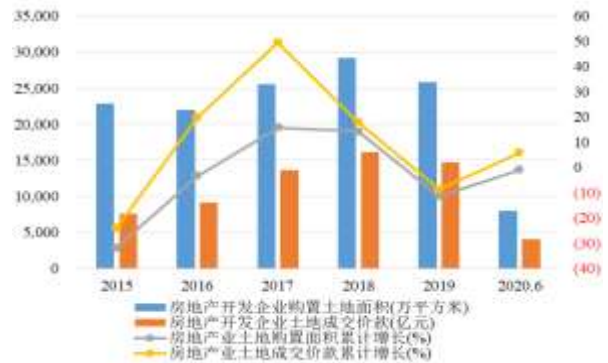
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年第一季度受疫情影响，国内土地市场购置价款同比增速为负，4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，国内土地市场购置价款增速由负转正，1~6月土地市场购置价款同比增长5.9%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额 (万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台²，房地产企业外部融资难度有所增加；与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，受疫情影响，房地产投资及开发规模短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，或将加剧内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力较大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

2020年上半年，房地产行业调控政策和融资环境依然偏紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

分梯队来看，2020年上半年TOP3房企销售规模增速回升，集中度上升1.2个百分点，头部企业集中度进一步上升；TOP4~30梯队规模企业集中度小幅波动，梯队内竞争加剧。总体而言，TOP30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为

² 5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期外债

务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2020年上半年TOP31~50和TOP51~100房企的集中度同比有所下降。

表 2：近年来国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020.1~6
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	11.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	23.6%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	38.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	46.0%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.9%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且叠加疫情影响的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

公司以“有质量的增长”为经营理念，以住宅开发、奥特莱斯综合体、城市核心综合体和土地一级开发为核心业务线，聚焦京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大核心城市圈一线及潜力强二线城市。

从收入构成看，房地产销售是公司营业收入的主要来源，土地一级开发及投资物业租赁等业务对公司收入产生一定补充。2019年，受结转进度影响，公司房地产销售收入有所下降，导致公司营业总收入同比减少 10.62%。2020 年前三季度，亦受房地产销售收入下降影响，公司营业总收入同比下降 5.78% 至 141.28 亿元。

表 3：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

业务板块	2017	2018	2019	2020.1~9
房地产销售	178.51	192.20	155.80	120.72
咨询收入	0.26	0.15	0.84	1.93
土地一级开发	29.06	29.03	35.14	9.14
投资物业租赁	3.54	5.18	7.69	6.76
其他	1.55	6.01	8.39	2.73
合计	212.92	232.57	207.87	141.28
占比	2017	2018	2019	2020.1~9
房地产销售	83.84%	82.64%	74.95%	85.45%
咨询收入	0.12%	0.06%	0.41%	1.37%

土地一级开发	13.65%	12.48%	16.90%	6.47%
投资物业租赁	1.66%	2.23%	3.70%	4.78%
其他	0.73%	2.58%	4.04%	1.93%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拥有丰富的房地产开发经验，项目区域布局良好，但项目集中度高；2020 年在疫情影响下公司销售业绩同比下降

公司以北京为大本营，逐渐辐射至京津冀，长三角，粤港澳大湾区三大核心城市圈一线及潜力强二线城市，以中高端产品为主，形成了“天阅”和“禧瑞”等为代表的产品线。

项目建设方面，2017 年由于市场调控政策趋严，开工面积处于低谷，近年来开发速度逐渐恢复，2019 年新开工面积与 2018 年基本持平。竣工面积方面，近年来呈小幅波动增长趋势。2020 年 1~9 月，受疫情影响，公司开发速度有所减缓。

表 4：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

指标	2017	2018	2019	2020.1~9
新开工面积	83	436	429	269
竣工面积	191	183	232	90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，近年来公司加快推盘进度，全口径签约销售金额和销售面积稳步上升，近三年复合增长率分别为 20.33% 和 14.75%；得益于核心城市的重点布局，公司签约销售均价波动上升，且保持在行业较高水平。此外，2019 年受益于销售规模的增长和上期较低基数，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 58.15% 至 263.48 亿元，受公司并表比例较低以及回款率较低等影响，并表回款规模处于较低水平。2020 年，受新冠肺炎疫情疫情影响，公司销售业绩同比下滑；当期公司全口径销售金额和面积分别同比下降 12.31% 和 7.46% 至 708.60 亿元和 292.70 万平方米。

表 5：近年来公司房地产业务销售情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2017	2018	2019	2020.1~9
销售面积（全口径）	240	306	316	176
销售金额（全口径）	558	706	808	485

销售单价（全口径）	2.33	2.31	2.56	2.76
销售面积（权益口径）	182	222	224	107
销售金额（权益口径）	434	485	553	287
销售单价（权益口径）	2.39	2.18	2.47	2.68
结算面积（合并口径）	131	101	83	41
结算金额（合并口径）	179	192	156	121
结算单价（合并口径）	1.36	1.90	1.88	2.95

注：公司销售业绩包含认购销售额、一级开发土地拍卖价款、房地产项目整售协议价等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域分布来看，2019年公司在京津冀，长三角，粤港澳大湾区三大核心城市圈销售金额715亿元，占比近90%，其中在京津冀地区销售金额为490亿元，占比约60%。分城市来看，公司城市集中度很高，北京地区是公司销售贡献最大的城市，2019年销售金额占比48.22%，此外公司深耕上海、天津等城市，2019年前五大城市销售占比达84.19%。从城市能级情况看，一线城市仍为公司重点布局区域，销售金额占比62.36%。2020年前三季度，公司签约销售金额贡献前五的城市分别是北京、上海、杭州、苏州和天津，其销售金额合计361.70亿元，占比74.53%，仍在一线及潜力强二线城市保持较高的集中度。

表 6：2019 年公司全口径销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元、%

城市	销售面积	销售金额	金额占比
北京	94.5	389.7	48.22
天津	51.6	100.7	12.47
上海	21.4	88.0	10.89
昆山	55.0	67.5	8.36
沈阳	25.9	34.4	4.25
深圳	3.3	22.7	2.81
成都	10.8	20.3	2.51
杭州	4.1	16.1	1.99
江阴	11.2	13.5	1.67
重庆	12.4	12.5	1.54
澳洲悉尼	2.4	10.1	1.24
宁波	3.6	5.5	0.68
佛山	2.4	4.0	0.50
广州	1.8	3.5	0.44
湖州	1.9	3.5	0.44
澳洲布里斯班	0.5	1.8	0.23
无锡	0.5	0.3	0.04
镇江	0.2	0.2	0.02
其他	12.7	13.8	1.71
合计	316.3	808.1	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：2020 年前三季度公司全口径销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元、%

城市	销售面积	销售金额	金额占比
北京	39.8	209.8	43.23
上海	11.7	62.8	12.94
杭州	9.8	33.7	6.94
苏州	9.0	29.6	6.10
天津	12.0	25.8	5.32
成都	11.4	19.7	4.06
重庆	12.3	17.5	3.61
新乡	20.7	12.5	2.58
佛山	4.8	9.4	1.94
昆明	6.6	9.2	1.90
武汉	10.1	8.3	1.71
广州	4.3	8.1	1.67
宁波	4.9	7.3	1.50
湖州	3.3	6.3	1.30
厦门	1.8	6.1	1.26
沈阳	4.4	5.5	1.13
东莞	2.4	5.5	1.13
青岛	2.8	4.0	0.82
其他	3.9	4.2	0.87
合计	176.0	485.3	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2019年公司在北京、天津和昆山的结算金额较大，合计占结算总金额76.12%。受到竣工和结算进度影响，近年来结算金额有所波动，2019年受北京等地部分项目结转周期延后影响，结算金额同比下降19%。2020年前三季度，公司结算金额前五位的城市分别为上海、沈阳、天津、成都和北京，合计金额为115.20亿元。

公司加强多元化拿地以降低投资成本；项目储备充沛，区域布局良好，但储备的消化和周转情况有待提高

公司立足北京地区，加强京津冀、长三角和大湾区三大核心城市圈投资，通过招拍挂、并购、战略合作、产业协同和一二级联动等多元化方式获取土地以降低拿地成本。

表 8：近年来公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米

	2017	2018	2019	2020.1-9
新拓展项目	19	27	22	9
新增土地储备建筑面积	319	409	779	392
新增土地储备投资款	368	409	356	179
新增土地楼面均价	1.15	1.00	0.46	0.46
土地储备建筑面积（全）	1,154	1,255	1,661	--

口径)				
土地储备建筑面积(权益口径)	805	849	1,076	--

注: 新增储备为全口径数据。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

近年来, 公司拿地力度有所减缓, 拿地金额对当期销售的比重从 2017 年的 66% 降至 2019 年的 44%, 但同时因公司存量项目去化较慢, 使得公司土储规模逐年增长。从新增土地成本看, 2019 年公司通过多元化拿地控制土地成本, 加之新增项目区位结构变化, 新增的武汉、昆明等大体量项目楼面均价很低, 使得新增土地楼面均价明显下降, 2020 年受益于新获取的郑州新乡和武汉项目较低的土地成本, 当期平均新增楼面均价继续维持在较低水平。但值得注意的是, 大体量项目容易造成周转效率的下降, 中诚信国际关注其后续开发及销售进度。从新获取项目城市分布来看, 2019 年公司仍深耕优势区域, 在北京, 上海和天津新增 8 个项目, 住宅项目首次进入厦门、苏州、东莞和宁波等核心城市。2019 年公司新增土地储备权益比例为 58%, 仍处于较低水平。2020 年前三季度, 公司在北京、重庆、武汉、南京、郑州等地新增 9 幅地块, 新增土地储备建筑面积 392 万平方米, 土地投资款合计 179 亿元, 占当期销售金额的 36.91%, 投资强度进一步下降。

截至 2019 年末, 公司总土地储备³面积 1,661 万平方米, 权益比例 65%, 土地储备主要来自 30 个城市, 其中销售物业占比约 88%, 投资型物业占比 12%。公司土地储备主要分布在天津、北京、武汉、昆明、重庆和上海等核心重点城市。2019 年末公司土地储备为当期销售面积的 5.26 倍, 土地储备充裕, 可满足公司未来多年的开发需求。但同时中诚信国际关注到公司销售增速平缓, 土地储备的消化速度和资金的周转效率有待提高。截至 2020 年 6 月末, 公司土地储备面积为 1,790 万平方米, 较上年末继续小幅增加。

表 9: 截至 2020 年 6 月末公司全口径土地储备分布情况
 单位: 万平方米

地区	未售建筑面积	占比
北京市	313.43	17.51%
武汉市	262.96	14.69%
天津市	221.96	12.40%
昆明市	218.15	12.19%
郑州市	151.73	8.48%
重庆市	132.82	7.42%
上海市	51.85	2.90%
西安市	47.42	2.65%
昆山市	44.99	2.51%
广州市	41.87	2.34%
其他	302.73	16.91%
合计	1,789.92	100.00%

注: 其他城市包括成都、南京、杭州、厦门、万宁、佛山等 21 个国内城市以及悉尼和布里斯班。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

此外, 公司依托首创集团基础设施业务, 在京津地区开展土地一级开发及产业地产业务。通过土地一级开发(含棚户区改造)业务, 分享区域地产增值收益, 有利于以较低成本获取优质资源。公司一级开发业务多采取成本加成的盈利模式, 部分地块亦采取收益分成方式; 拆迁成本由公司垫付, 政府收储后结算。同时公司借助区域成片开发探索产城融合发展模式, 带动土地价值提升, 打造差异化竞争力。

2019 年公司通过一二级联动形式获取北京石景山西黄村、平谷金海湖和天津武清等合计 80.3 万平方米, 共计 5 个地块。整体来看, 一级土地开发为公司提供一定的收入和利润补充, 同时为公司二级土地开发形成良好的资源储备机会。

奥特莱斯战略布局基本达成, 经营业绩稳步增长; 但新冠肺炎疫情将对公司 2020 年租金收入产生一定不利影响

公司商业地产开发运营平台主要为首创钜大有限公司(以下简称“首创钜大”, 股票代码: 1329.HK), 负责公司奥特莱斯综合体的开发运营。公司主要通过向租户收取租金的方式获得收入, 包括固定租金和基准租金加销售额分成两种租金模

³ 土地储备口径为“竣工未售面积+在建未售面积+拟建项目”。

式。

近年来通过自建、并购和合作等多元化方式拓展项目，公司已成为全国布局数量最多的奥特莱斯运营平台，基本完成对奥特莱斯业务线的战略布局。2019年公司新开业奥特莱斯2个，2020年前三季度公司无新开业奥特莱斯。截至2020年9月末，公司国内布局的奥特莱斯有12家已开业，开业数量行业第一；同期末，在建奥特莱斯4个，预计总投资41.71亿元，已投资21.34亿元。除自持运营外，公司积极探索奥特莱斯轻资产运营模式，减轻资产投入，通过输入品牌和收取管理费的模式获取收益。截至2020年9月末，公司拥有轻资产管理型奥特莱斯一家，位于大连市。

从运营情况看，2019年，公司旗下已开业奥特莱斯合计实现营业收入78.3亿元，同比增长53%。2017~2019年公司租金收入稳步提升，2019年为7.69亿元，三年复合增长率47.50%。同时，中诚信国际关注到新冠疫情爆发后，公司向商户提供租金和物业费减免政策⁴，2020年1~9月，公司奥特莱斯共实现营业收入46.05亿元，实现租金6.76亿元。

战略规划及管理

公司继续坚持“高质量发展”核心经营方针，采取稳健的投资策略和高效的运营策略，深耕优势核心城市，加强板块协同效应

公司以“成为中国最具价值的地产综合运营商”为未来发展的战略目标。公司以“创享美好生活”为品牌理念，以实现“高质量发展”为经营方针，不断优化产品构成，积极探索新型业务模式。

土地投资方面，公司将坚持安全稳健的投资策略，聚焦三大核心城市圈及潜力型强二线单核城市，强化业务板块间的协同联动；与首创集团四大产业及首创集团新城镇基金积极协同，大力发展土地一级开发及棚户区改造业务，巩固公司京津冀优势地位；借助土地一级开发及首创集团轨道交通业务协同优势，推动城市核心综合体业务及产业地产发展。

⁴ 公司奥特莱斯于2020年1月26日停业，2020年3月10日基本恢复运营。

运营方面，坚决执行“快周转”策略，经营全面提速，进一步落实“369”标准⁵，加速销售回款。融资方面，加大与金融机构的股权合作，优势互补，形成长效战略合作机制。

公司法人治理结构完善，内部控制制度体系较为健全

公司已建立健全了股东大会、董事会、监事会以及经营管理层的治理架构，形成了权力机构、监督机构和管理层之间的相互协调和制衡机制，为公司高效、稳健经营提供保证。

公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

财务分析

以下分析基于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公司2017~2019年审计报告以及未经审计的2020年三季度财务报表；各期财务数据均采用报告期末数。中诚信国际已将各期末长期应付款科目中有息债务调整至长期债务，将合同资产纳入存货核算，将使用权资产纳入无形资产核算。

盈利能力

近年来公司收入规模有所波动；利润总额对投资收益的依赖较高；2020年公司结算的北京、天津等核心区域项目在调控影响下利润偏低，对公司全年盈利能力产生不利影响

近年来，公司收入规模有所波动，其中2019年由于竣工和结算进度滞后，公司营业总收入同比减少10.62%。近年来毛利率水平有所波动，2019年得益于核心城市结算均价提升，公司毛利率明显提升，且处于行业较好水平。公司投资物业租赁收入持续增长，毛利率处于很高水平，但近年来受新开

⁵ 3个月取得方案批复，6个月取得施工许可证，9个月取得预售证。

业物业仍处于培育期影响，毛利率呈下降态势。此外，近年来土地一级开发成为公司收入的有效补充，2018年以来结转的项目以成本加成模式的北京地区为主，毛利率较2017年明显下降。2020年1~9月，受结算项目土地成本较高影响，毛利率有所下降。根据公司披露的《盈利预警》公告称，公司2020年结算的北京、天津等项目受限价调控影响盈利水平承压，导致全年房地产销售毛利率下滑，对公司全年盈利能力产生不利影响。

表 10：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019	2020.1~9
房地产销售	20.54	25.20	31.81	22.66
咨询收入	--	--	87.34	6.45
土地一级开发	66.57	28.32	25.97	15.12
投资物业租赁	97.29	89.30	88.83	60.95
其他	67.82	27.42	53.15	--
营业毛利率	28.54	27.12	34.02	23.80

注：咨询收入主要来自对非并表项目提供的咨询和管理，有关项目成本直接计入相应项目，咨询人员人工工资由城市分公司分担；投资物业租赁业务招商相关费用计入销售费用，入账的租金收入为扣除其余费用后的净额，因此毛利率很高。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2018年，因会计政策变更，公司将原计入财务费用的关联方贷款利息收入重分类至投资收益，致使利息收入大幅下降，加之债务规模扩大导致利息支出增多，且汇兑损益增多，财务费用于2018年大幅上升。此外，工资薪酬等费用增加导致销售和管理费用逐年增长。同时，公司收入规模相对波动，导致期间费用率逐年上升，且处于较高水平。2020年前三季度，由于营业收入下滑的同时部分支出相对刚性，经营性业务利润亏损规模扩大至-5.65亿元，当期净利润率同比下降6.26个百分点。

表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~9
销售费用	5.56	6.09	7.44	4.55
管理费用	7.44	10.70	14.25	7.67
财务费用	0.34	28.69	30.97	21.82
期间费用合计	13.33	45.48	52.66	34.04

⁶ 2018年公司确认处置子公司收益9.99亿元，为公司处置北京开元和安投资管理有限公司51%股权形成的收益，其主要资产为北京丽泽金融商务区F03商业部分；2019年公司确认处置子公司收益12.14亿元，为公司处置天城永元置业有限公司（以下简称“天城永元”）50%股权形成

期间费用率(%)	6.26	19.56	25.33	24.09
经营性业务利润	34.81	-3.59	-1.35	-5.65
资产减值损失	2.58	--	0.10	-0.03
公允价值变动收益	-1.11	4.11	1.02	2.88
投资收益	3.53	32.35	35.79	13.30
利润总额	38.39	31.60	35.70	10.72
净利润率(%)	13.14	10.39	12.36	6.10

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

利润总额方面，由于2018年起会计政策变更导致财务费用大幅增加，经营性业务利润持续为负，投资收益成为利润总额的主要组成部分，2018~2019年投资收益中利息收入分别为11.12亿元和12.80亿元，此外处置子公司⁶、合联营公司，以及合联营项目结利为公司贡献一定收益。公允价值变动收益因投资性房地产公允价值波动而波动。近年来，公司利润总额和净利润率波动较小，但盈利水平有待提升。2020年1~9月，公司经营性业务利润仍然为负，利润总额对投资收益的依赖较高，盈利能力仍有待提高。中诚信国际将对公司未来盈利能力的恢复保持关注。

资产质量

随业务规模的扩大，总资产和总负债规模稳步增长；公司财务杠杆处于高位，永续债在所有者权益中占比高

随着房地产开发业务规模的持续扩大，近年来公司资产规模保持稳步增长，近三年年均复合增长率达14.46%，2020年9月末公司资产规模进一步增长。资产构成方面，公司流动资产占比保持较高水平，近年来流动资产占总资产比重在80%左右。具体来看，货币资金方面，公司销售回款和项目投资支出有所波动，但受较大的净融资影响，公司货币资金持续增加，2020年9月末，受偿还部分永续债务影响小幅下降。公司其他应收款主要由应收关联方款项⁷、联合投标款和应收股权转让款等构成，随着合作项目增多，公司其他应收款整体呈增长态

的收益，其主要资产为北京丽泽金融商务区F-03办公楼。

⁷ 含子公司的重要少数股东。

势，其中 2019 年末应收关联方款项 145.60 亿元。此外，公司一级土地整理投资计入合同资产，2019 年末为 57.35 亿元。

非流动资产方面，近年来，随着合作项目的增多，长期股权投资小幅增加。公司投资性房地产主要为奥特莱斯购物中心和其他写字楼、底商等自持出租物业。2019 年由于处置天城永元股权，其账面 49.11 亿投资性房地产不再并表，致使投资性房地产有所下降。2020 年 9 月末，投资性房地产小幅上升。

表 12：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	210.38	225.27	270.35	266.35
存货	654.67	754.04	916.63	1,023.40
其他应收款	78.34	202.45	223.51	209.58
长期股权投资	44.81	51.08	57.00	64.04
投资性房地产	180.80	205.70	167.43	172.53
总资产	1,414.21	1,697.17	1,852.69	1,997.05
预收款项	211.14	171.02	194.75	239.55
应付账款	89.22	94.42	85.52	89.57
其他应付款	61.44	104.06	111.84	129.99
总负债	1,094.90	1,315.16	1,432.28	1,557.85
其他权益工具	58.90	134.76	151.24	114.07
少数股东权益	109.99	90.85	101.37	159.40
所有者权益	319.32	382.01	420.41	439.19
资产负债率	77.42	77.49	77.31	78.01
净负债率	143.16	172.89	162.85	167.86

注：中诚信国际将合同资产纳入存货，合同负债纳入预收款项。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和有息债务构成。具体来看，公司的预收款项主要为购房者预付的房款，2018 年由于并表销售回款下降，预收账款有所下滑；受房地产项目开发和付款节奏的影响、以应付工程款为主的应付账款有所波动；由于应付关联方款项、股权转让款和其他经营往来款有所增加，公司其他应付款呈上升趋势。

所有者权益方面，因公司增发股票及发行永续债公司所有者权益呈逐年上升态势，2019 年末其他权益工具⁸占所有者权益的 35.98%；由于合作项目

增多以及处置子公司的双重影响，公司少数股东权益⁹呈波动增长态势，截至 2020 年 9 月末占所有者权益的比重为 36.29%，对公司权益稳定性产生一定影响。

财务杠杆方面，近年来公司经营获现能力一般，规模的扩张较为依赖外部融资，导致债务规模增速较快，若将永续债纳入债务核算，公司财务杠杆处于行业高位。

公司存货中开发产品占比较高，存在一定去化压力，存货周转效率有待提升

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 13：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.9
流动资产/总资产	79.07	81.02	83.87	81.28
存货/流动资产	58.54	54.83	58.99	63.05
货币资产/流动资产	18.81	16.38	17.40	16.41
其他应收款/流动资产	7.01	14.72	14.38	12.91
（存货+货币资金）/流动资产	77.36	71.22	76.39	79.46
开发成本	485.34	586.84	694.36	--
开发成本/存货	74.14	77.83	75.75	--
开发产品	134.97	162.20	161.65	--
开发产品/存货	20.62	21.51	17.64	--

注：将合同资产纳入存货。
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

持续的项目投入及土地获取推动公司存货规模不断增长，近三年存货年均复合增长率为 18.33%，2019 年末开发产品占存货账面价值的比重为 17.64%，仍处于高位，存在一定去化压力。近年来公司部分存续项目去化较慢，存货周转率及总资产周转率均呈下降态势，且处于行业较低水平，公司周转效率有待提高。

表 14：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019	2020.9
存货周转率（次/年）	0.23	0.24	0.16	0.15*
总资产周转率（次/年）	0.16	0.15	0.12	0.10*

⁸ 截至 2020 年 9 月末，所有者权益中其他权益工具全部为永续债。
⁹ 2020 年 1 月，公司子公司 Central Plaza Development Ltd. 发行 5 亿美

元永续债，截至 2020 年 9 月末以人民币 34.71 亿元计入少数股东权益。

注：带*指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

随着拿地节奏以及销售回款波动的影响，公司经营 活动净现金流有所波动；偿债指标有所波动，仍有 待加强

近年来，随着销售回款及项目开发投入规模波动的影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流均呈波动态势，2020年1~9月，受拿地力度放缓影响，经营活动产生的现金流量净额同比增长。近年来受公司对合联营项目的拆借和奥特莱斯项目持续投入，公司投资活动净现金流呈净流出态势，2018年受合作投资款增加、对澳洲项目公司及奥特莱斯项目投资金额增加影响，投资活动净现金流呈大幅净流出；公司对融资的依赖性高，近年来筹资活动净现金流呈净流入状态。

近年来公司回款情况一般，但土地储备及项目开发规模较大，外部融资需求大，公司总债务规模逐年增长。从融资渠道来看，公司债务主要由债券融资、银行借款和非标融资构成，截至2020年6月末，分别约占总债务的39%、31%和30%。此外，公司债务期限结构较为合理，短期债务占总债务比重为22.98%，较上年末小幅下降。2020年9月末，公司平均融资成本5.38%，较上年末下降1个基点。

近年来，公司EBITDA逐年逐年增加，但由于债务规模扩大较快，利息支出随之逐年增长，公司EBITDA利息倍数和经调整的EBIT利息倍数逐年下降。从短期偿债能力看，公司货币资金逐年增长，且短期债务规模相对平稳，2020年9月末，公司货币资金¹⁰对短期债务覆盖能力有所上升，但销售回款对总债务的覆盖能力有所弱化，且处于较低水平，公司回款能力有待增强。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.9
经营活动净现金流	44.54	-60.95	2.46	17.10
销售商品、提供劳务收	233.65	166.60	263.48	199.84

¹⁰ 当期末，货币资金中受限部分为17.48亿元。

到的现金				
投资活动净现金流	-78.48	-117.22	-33.82	-31.62
筹资活动净现金流	47.34	218.35	70.64	8.00
总债务	667.52	885.71	954.99	1,003.57
短期债务	259.28	234.68	245.89	230.60
EBITDA	52.18	57.82	69.44	--
总债务/EBITDA	12.79	15.32	13.75	--
EBITDA 利息倍数	1.56	1.30	1.26	--
货币资金/短期债务	0.81	0.96	1.10	1.16
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	2.86	5.32	3.62	3.77*
经调整 EBIT 利息倍数	2.15	1.71	1.65	--

注：带***数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有较为充足的外部授信，备用流动性较好

银行授信方面，截至2020年9月末，公司拥有银行综合战略授信2,050亿元，未使用授信额度1,682亿元，备用流动性较充裕。

受限资产方面，截至2020年9月末，公司受限资产账面价值合计259.21亿元，占当期总资产的12.98%，受限货币资金17.48亿元，因抵押借款受限的存货和投资性房地产账面价值合计为241.73亿元。

对外担保方面，截至2020年9月末，公司对合联营关联方提供担保合计36.09亿元，此外为购房者提供担保106.79亿元。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至目前，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为首创集团旗下主要房地产运营平台，获得 股东在资源获取和融资安排等方面的大力支持

公司控股股东为首创集团，首创集团是北京市国资委下属的国有大型集团。近年来公司的发展得到了股东的大力支持。

首创集团以环保、基础设施、房地产和金融服

务为四大核心主业，拥有 5 家上市公司和 1 家新三板挂牌企业。公司作为首创集团旗下唯一的市场化房地产开发运营的主体，在资源获取、融资安排等方面获得了其大力支持。公司依托与首创集团基础设施业务的协同效应，充分发挥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。此外，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；具体来看，截至 2020 年 9 月末，首创集团为公司保险融资提供差额补足承诺金额 15.39 亿元，为境外债券提供维好及流动性支持协议与股权购买承诺 18.5 亿美元。2020 年初，首创集团认购公司发行的供股计划中的内资股部分 13.85 亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际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面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券（第二期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于首创置业股份有限公司 面向专业投资者公开发行 2021 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，本公司将在本次债券信用评级有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，本公司将于本次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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。

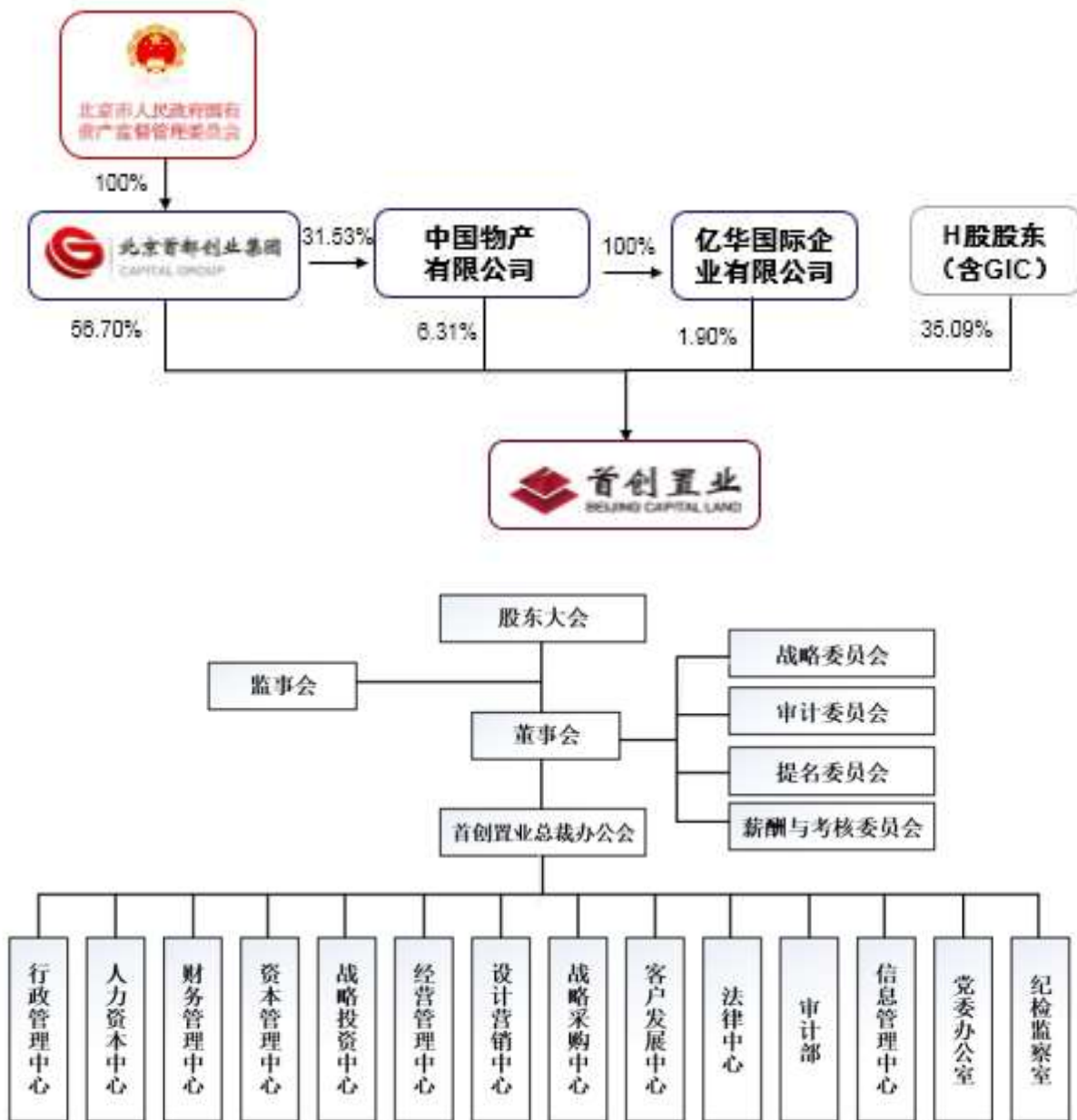
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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、债券信用评级或公告信用评级暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 3 月 19 日

附一：首创置业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：首创置业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	2,103,817.80	2,252,660.20	2,703,524.40	2,663,495.10
其他应收款	783,351.20	2,024,500.90	2,235,099.70	2,095,789.80
存货净额	6,546,700.40	7,540,371.70	9,166,341.80	10,234,035.20
长期投资	707,181.60	537,057.50	579,629.80	1,255,542.50
固定资产	15,229.70	31,477.00	32,420.30	43,153.60
在建工程	0.00	--	--	0.00
无形资产	0.00	0.00	3,850.80	32,493.50
投资性房地产	1,808,042.40	2,057,024.00	1,674,327.30	1,725,265.70
总资产	14,142,116.90	16,971,682.30	18,526,931.80	19,970,470.70
预收款项	2,111,383.10	1,710,220.90	1,947,528.20	2,395,458.10
其他应付款	614,391.90	1,040,617.70	1,118,417.50	1,299,914.10
短期债务	2,592,808.30	2,346,814.90	2,458,856.20	2,306,006.10
长期债务	4,082,409.40	6,510,317.40	7,091,028.70	7,729,718.80
总债务	6,675,217.70	8,857,132.30	9,549,884.90	10,035,724.90
净债务	4,571,399.90	6,604,472.10	6,846,360.50	7,372,229.80
总负债	10,948,963.60	13,151,614.10	14,322,821.20	15,578,521.80
费用化利息支出	132,751.70	257,088.50	322,446.50	--
资本化利息支出	200,786.80	188,926.70	230,483.00	--
所有者权益合计	3,193,153.30	3,820,068.20	4,204,110.60	4,391,948.90
营业总收入	2,129,204.00	2,325,705.30	2,078,625.50	1,412,782.70
经营性业务利润	348,125.80	-35,867.30	-13,499.90	-56,464.10
投资收益	35,265.40	323,542.90	357,923.70	132,965.80
净利润	279,679.70	241,708.90	256,886.20	86,193.20
EBIT	516,683.40	573,084.80	679,468.90	--
EBITDA	521,767.00	578,157.40	694,424.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,336,522.10	1,665,971.90	2,634,780.40	1,998,411.00
经营活动产生现金净流量	445,378.90	-609,472.90	24,602.00	170,968.20
投资活动产生现金净流量	-784,750.70	-1,172,242.20	-338,235.70	-316,210.60
筹资活动产生现金净流量	473,386.50	2,183,485.10	706,443.50	79,994.80
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	28.54	27.12	34.02	23.87
期间费用率(%)	6.26	19.56	25.33	24.09
EBITDA 利润率(%)	24.51	24.86	33.41	--
净利润率(%)	13.14	10.39	12.36	6.10
总资产收益率(%)	3.96	3.68	3.83	--
存货周转率(X)	0.23	0.24	0.16	0.15*
资产负债率(%)	77.42	77.49	77.31	78.01
总资本化比率(%)	67.64	69.87	69.43	69.56
净负债率(%)	143.16	172.89	162.85	167.86
短期债务/总债务(%)	38.84	26.98	26.49	22.98
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	-0.07	0.00	0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.17	-0.26	0.01	0.10*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.34	-1.37	0.04	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	2.86	5.32	3.62	3.77*
总债务/EBITDA(X)	12.79	15.32	13.75	--
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.25	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.56	1.30	1.26	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.15	1.71	1.65	--

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年前三季度未经审计的财务报表整理；各期财务数据均采用报告期末数；中诚信国际已将各期末长期应付款科目中有息债务调整至长期债务，将合同资产纳入存货核算，将使用权资产纳入无形资产核算；带*指标经过年化处理；部分指标因季报数据缺失无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	=净利润/营业总收入	
现金流	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
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。