

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0268号

北京市基础设施投资有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“14京基投MTN1”、“13京基投MTN1”、“12京基投MTN1”、“12京基投MTN2”、“14京投可续债”、“14京投债”、“13京投债”、“06京投债”和“14京投CP002”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AAA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“14京基投MTN1”、“13京基投MTN1”、“12京基投MTN1”、“12京基投MTN2”、“14京投可续债”、“14京投债”、“13京投债”、“06京投债”AAA的债项信用等级，维持“14京投CP002”A-1的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年六月二十五日

北京市基础设施投资有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 北京市基础设施投资有限公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

存续期中期票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次 债项 信用 等级	上次 债项 信用 等级
14 京基投 MTN1	20	2013/3/25~2019/3/25	AAA	AAA
13 京基投 MTN1	20	2013/5/3~2018/5/3	AAA	AAA
12 京基投 MTN1	20	2012/9/5~2017/9/5	AAA	AAA
12 京基投 MTN2	20	2012/11/21~2017/11/21	AAA	AAA

存续期企业债列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次 债项 信用 等级	上次 债项 信用 等级
14 京投可转债	10	2014/11/18~2019/11/18	AAA	AAA
14 京投债	50	2014/4/16~2029/4/16	AAA	AAA
13 京投债	28	2013/3/11~2023/3/11	AAA	AAA
06 京投债	20	2006/4/25~2016/4/25	AAA	AAA

注：“06 京投债”由中国建设银行股份有限公司担保。

存续期短期融资券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次 债项 信用 等级	上次 债项 信用 等级
14 京投 CP002	10	2014/9/15~2015/9/15	A-1	A-1

概况数据

京投公司	2012	2013	2014	2015.3
总资产(亿元)	2,803.64	3,270.24	3,805.85	3,885.63
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	971.88	1,100.11	1,255.09	1,291.93
总负债(亿元)	1,831.76	2,170.13	2,550.76	2,593.71
总债务(亿元)	1,553.32	1,846.24	2,152.58	2,179.56
营业总收入(亿元)	64.71	106.03	111.73	17.13
EBIT(亿元)	16.89	26.30	24.59	-
EBITDA(亿元)	18.00	27.23	26.52	-
经营活动净现金流(亿元)	-56.08	-90.35	-32.14	-1.55
营业毛利率(%)	1.14	-5.59	-4.88	-17.35
EBITDA/营业总收入(%)	27.81	25.68	23.74	-
总资产收益率(%)	0.67	0.87	0.70	-
资产负债率(%)	65.34	66.36	67.02	66.75
总资本化比率(%)	61.51	62.66	63.17	62.78
总债务/EBITDA(X)	86.31	67.81	81.17	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.42	0.60	0.53	-
中国建设银行	2012	2013	2014	

基本观点

中诚信国际维持北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“14 京基投 MTN1”、“13 京基投 MTN1”、“12 京基投 MTN1”和“12 京基投 MTN2”、“14 京投可转债”、“14 京投债”、“13 京投债”及“06 京投债”的债项信用等级为 AAA，“14 京投 CP002”的债项信用等级为 A-1。

中诚信国际肯定了北京地区发达的区域经济、极强的财政实力、公司作为北京市地铁建设唯一的投资运营主体所获得的财政支持、初步形成的路网效应、提升的票价。同时，中诚信国际也关注到未来较大的资本支出将推动公司资产负债率进一步上升以及房地产业务可能受到宏观调控政策影响等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

- 北京地区经济发达，政府具有极强的财政实力，为公司的地铁建设提供了有力支持。2014 年北京市实现 GDP 为 21,330.8 亿元，同比增长 7.3%，全年完成地方公共财政预算收入 4,027.2 亿元，同比增长 10.0%。北京市极强的财政实力为公司业务的发展奠定了基础。考虑到公司地铁建设任务较重，北京市政府将在 2013~2035 年每年安排 155 亿元作为轨道交通专项资金拨付给公司。
- 公司地铁建设快速推进，路网效应初步形成，地铁票价调升。截至 2014 年末，北京地铁运营线路总运营里程达到 526.8 公里。随着路网效应的发挥，票务收入成为公司收入的重要来源。同时，随着地铁票价的调升，公司的票款和相关服务收入将有所增加，盈利能力将得到提升。
- 公司资信状况良好，具有很强的融资能力。公司与多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系。截至 2015 年 3 月底，京投公司尚未使用授信额度为 681.44 亿元。

关注

- 未来较大的资本支出可能推高公司的资产负债率。未来几年，公司项目建设任务较重，公司资金缺口较大，对公司融资能力提出更高要求，同时可能推高公司的资产负债率。
- 公司的房地产业务可能受到宏观调控政策的影响。公司控股的京投银泰股份有限公司主营房地产开发经营。受宏观调控政策的影响，房地产业务未来盈利能力有待观察。

资产总额 (亿元)	139.73	153.63	167.44
净营业收入 (亿元)	4.55	5.02	5.54
净利润 (亿元)	1.94	2.15	2.28
平均资本回报率 (%)	21.92	21.26	19.62
不良贷款率 (%)	0.99	0.99	1.19
资本充足率 (%)	14.32	13.34	14.87

注 1: 公司财务报告均依据新会计准则编制,2015 年一季报未经审计;

注 2: 2012 年~2015 年 3 月短期融资券及资产债权从其他流动负债调整到交易性金融负债中;

注 3: 由市政安排专项资金解决的借款利息未包含在此报告的利息支出中;

注 4: 2012 年~2015 年 3 月融资租赁费用由长期应付款调整至长期借款;

注 5: 中国建设银行数据除特别说明外, 均为中诚信国际统计口径。

分析师

项目负责人: 关 玥 yguan@ccxi.com.cn

项目组成员: 王梦璇 mxwang@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2015 年 6 月 25 日

声明

一、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。

二、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。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、本次评级结果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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际将在公司各项债务融资工具和债券的存续期内进行定期跟踪评级。

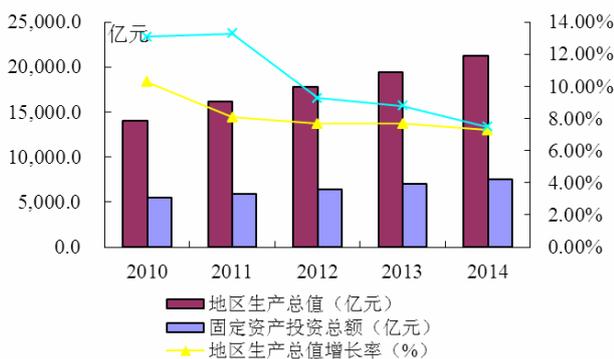
近期关注

发达的区域经济和雄厚的财政实力为北京市交通基础设施建设奠定了坚实的基础

北京市作为全国的政治、经济和文化中心，集聚了大量的物质和文化资源，吸引了国内外众多大型企业落户北京，其中国务院国资委管辖的 146 家大型国企中有超过 100 家在北京设立总部，世界 500 强企业中有超过 200 家在北京投资，由商务部认定的跨国公司在北京设立地区总部的有 20 多家。首都优越的区位优势 and 多年发展的积累，使得北京具有中央经济和总部经济的特征。

2005 年以来，北京市经济总体保持了平稳快速发展的态势，年均增长率为 10.4%。2014 年全市实现地区生产总值 21,330.8 亿元，较上年增长 7.3%。其中，第一产业增加值 159 亿元，下降 0.1%；第二产业增加值 4,545.5 亿元，增长 6.9%；第三产业增加值 16,626.3 亿元，增长 7.5%。同期，北京市完成固定资产投资 7,562.3 亿元，同比增长 7.5%。

图 1：2010 年~2014 年北京市 GDP、固定资产投资及增速



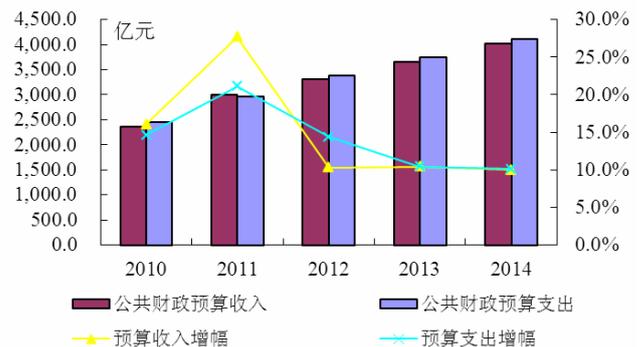
资料来源：北京市统计公报

根据《北京市国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》（以下简称“规划”），北京市将继续促进经济平稳较快发展，实现综合经济实力和竞争能力显著增强。在“十二五”期间，北京市计划实现地区生产总值年均增长 8%，服务业占比达到 78% 以上，城镇居民人均可支配收入、农村居民人均纯

收入年均增长 8%，地方财政公共财政预算收入年均增长 9% 等目标。

近年来，虽然受金融危机的影响，但北京市的财政收入仍实现了持续的增长。2009~2014 年北京市公共财政预算收入增长都保持在 10% 以上。与此同时，地方财政加大投资力度，实施了多项拉动内需的政策，财政支出增多，地方财政压力有所显现。

图 2：2010~2014 年北京市地方财政收支情况



资料来源：北京市财政局

2014 年全市完成公共财政预算收入 4,027.2 亿元，同比增长 10.0%。在经济平稳运行、一次性收入入库较多等增收影响以及结构性减税政策密集实施、部分行业受宏观调控政策影响税收增幅下滑等减收影响的综合作用下，全年地方公共财政预算收入仍保持了较高的增幅。同期地方公共财政预算支出完成 4,119.6 亿元，增长 10.1%。

2014 年全市完成政府性基金预算收入 3,122.9 亿元，同比增长 69.6%，完成预算的 191.5%；同期政府性基金预算支出 2,546.3 亿元，增长 41.9%，完成预算的 138.4%。

表 1：2012~2014 年北京市财政收支情况（亿元）

项目名称	2012	2013	2014
地方财政收入			
公共财政预算收入	3,314.9	3,661.1	4,027.2
基金预算收入	1,197.9	1,841.8	3,122.9
地方财政支出			
公共财政预算支出	3,389.8	3,740.8	4,119.6
基金预算支出	1,110.9	1,794.5	2,546.3

资料来源：北京市财政局

从市本级财政情况来看，2012~2014 年，北京市市本级公共财政预算收入分别为 1,804.5 亿元、1,981.2 亿元和 2,183.7 亿元；公共财政预算支出分别为 1,657.8 亿元、1,795.4 亿元和 1,946.0 亿元。北京市本级财政收入保持稳定的增长，市级公共预算

收支平衡。

表 2：2012~2014 年北京市本级财政收支主要情况（亿元）

项目名称	2012	2013	2014
地方财政总收入	2,896.2	2,654.3	2,875.3
公共财政预算收入	1,804.5	1,981.2	2,183.7
中央返还及补助收入	205.3	213.4	226.8
中央专项转移支付收入	363.1	--	--
区县上解收入	237.6	270.5	288.1
地方政府债券收入	68.0	93.0	105.0
地方财政总支出	2,849.9	2,654.3	2,875.3
公共财政预算支出	1,657.8	1,795.4	1,946.0
中央专项转移支付支出	335.3	--	--
区县返还和一般性转移支付	509.0	552.0	583.7
上解中央支出	56.1	97.5	93.1
地方政府债券支出	68.0	93.0	105.0

资料来源：北京市财政局

北京市本级公共预算收入中，增值税、营业税、企业所得税和个人所得税四大主体税种占比较高，这与北京市的二、三产业发达以及居民收入较高密切相关，并且有助于北京市财政收入的持续增长，其中 2014 年六大高端产业功能区贡献了全市财政收入的 31.0%。2014 年，北京市本级财政公共预算收入为 2,183.7 亿元，较上年增长 10.2%。

表 3：2012~2014 年北京市本级税收收入构成

税种	2012		2013		2014	
	金额 (亿元)	增长 (%)	金额 (亿元)	增长 (%)	金额 (亿元)	增长 (%)
增值税	168.47	31.93	305.6	81.4	340.01	10.12
营业税	590.11	7.68	533.5	-9.6	547.11	2.49
企业所得税	440.52	13.36	435.6	-1.1	523.36	16.77
个人所得税	281.49	3.15	333.8	18.6	383.52	12.96
契税	126.58	-7.06	177.5	40.2	192.52	7.80
土地增值税	66.84	9.22	--	--	108.67	--

资料来源：北京市财政局

从政府性债务规模来看，截至 2013 年 6 月底，北京市总体债务规模增至 7,554.14 亿元，其中，政府负有偿还责任的债务 6,506.07 亿元，政府负有担保责任的债务 152.05 亿元，政府可能承担一定救助责任的债务 896.02 亿元。北京市总债务率高于国内其他省市，债务规模较大，但凭借自身雄厚的综合财政实力，其逾期债务率处于很低水平，总体风险可控；土地收储和市政建设等的快速发展是导致债务增长的主要原因，北京良好的区位优势和资源禀赋支撑下土地的价值较高，未来或将成为偿债的重要来源；民间资本参与市政建设有望在一定程度上缓解北京的债务压力。

总体来看，未来北京市经济将保持平稳增长，

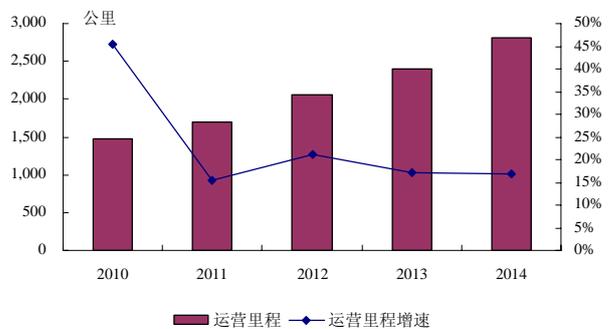
这为财政增收奠定了稳固的经济基础，财政收入有望获得稳定的增长，考虑到地铁建设任务较重，北京市政府 2013~2035 年每年安排每年 155 亿元作为轨道交通专项资金。

随着城市化进程持续推进，我国城市轨道交通行业进入高速发展时期

轨道交通属于城市公共交通运输业，包括地铁、轻轨、有轨电车、磁悬浮列车等。轨道交通是一种独立运行的有轨交通系统，提供了资源集约利用、环保舒适、安全快捷的大容量运输服务。

轨道交通是经济社会发展到一定阶段的产物。随着我国城市化进程的持续推进，道路交通资源与居民出行需求之间的矛盾日益突出，我国进入地下空间资源开发利用的高速发展期。截至 2014 年末，我国累计有 22 个城市建成投运城轨线路 92 条，运营线路长度 2,816.1 公里，其中地铁 2,418 公里，占线路总长的 85.86%。2014 年新增长沙、宁波、无锡等 3 个运营城市；全国新增 11 条运营线路和 408.2 公里运营线路长度。

图 3：2010 年~2014 年我国轨道交通运营里程及其增速



资料来源：中诚信国际整理

交通运输部于 2011 年 4 月发布的《交通运输“十二五”发展规划》提出，要充分发挥轨道交通和快速公交在城市交通系统中的骨干作用，300 万人口以上的城市加快建设以轨道交通和快速公交为骨干、以城市公共汽电车为主体的公共交通服务网络。2013 年 5 月，按照国务院要求，城市轨道交通项目审批权下放，开始由省级投资主管部门按照国家批准的规划核准。2014 年，地方政府共批复轨道交通建设项目 16 个，线路总长约 340 公里，总投资超过 2,600 亿元，审批进度明显加快。截至 2014 年末，

国内已有 38 个城市经国家批准建设轨道交通,规划总里程超过 6,880 公里。

我国城市轨道交通行业在“十二五”期间保持着高速发展的态势,随着在建、拟建线路的建成运营,轨道交通将在城市客运系统中发挥更加重要的作用。

轨道交通属于资本密集型产业,其准公共产品属性和规模经济特征决定了以政府为主导的投融资模式

轨道交通是典型的资本密集型产业,建设周期长,一次性投资大。国外经验表明,设备的购置、安装等费用约占轨道交通总投资的 40~50%。1999 年以前,我国轨道交通设备主要依靠进口,进口设备价格昂贵,导致建设成本居高不下。国务院办公厅于 1999 年 2 月转发的原国家计委《关于城市轨道交通设备国产化的实施意见》提出,“城市轨道交通项目,无论使用何种建设资金,其全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%”。自此,我国轨道交通技术设备国产化水平不断提高,有的在建线路国产化率甚至超过了 80%。按照 2012 年 9 月国家发改委新批准的 23 个城市轨道建设项目估算,城市轨道平均每公里造价为 3.23 亿元,相比 20 世纪 90 年代建成的 3 条线路平均每公里造价 6~8 亿元已有大幅下降。尽管国产化的实施使得轨道交通项目建设成本大幅下降,但总体来看,轨道交通仍然是城市基础设施建设中投资规模最大的工程,而上述建设成本通常最终沦为沉没成本。除建设成本外,轨道交通项目还面临高昂的运营费用,包括电力供应、车辆维修、设备维护、人员工资等。

轨道交通作为城市客运系统的重要组成部分,具有准公共产品的特征,是政府提供给居民的一种出行方式,其社会效益往往大于经济效益。另一方面,轨道交通具备较强的网络效应,单一线路通常缺乏吸引,随着交通线网的形成,客运规模呈现加速增长的态势。而我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期,除上海、北京、广州、深圳外,其他城市建成的线路只有 1 条或 2 条。单线独立运营的局面很大程度上制约了运载能力的释放,票款收

入远不能覆盖运营费用。

轨道交通项目投入运营后,地铁沿线的商贸、广告等经营性业务也一并交由地铁公司管理,一般由地铁公司联合专业化投资者,对地铁沿线的广告、商贸统一开发,实现规模和专业化管理,实现收益弥补运营业务亏损。

由于轨道交通建设成本和后期运营维护成本高昂,加之票价无法实现完全市场化,因此难以实现盈利。不过,通过对轨道交通建设投资体制的创新,多元化投资主体的引入,轨道交通行业也在逐步实现市场化。此外,相关资源开发,如广告、商贸、地下空间、房地产开发等业务未来也具有很大的发展空间。

轨道交通的准公共产品属性和规模经济特征决定了在我国轨道交通建设运营初期以政府为主导的投融资模式。因此,轨道交通不仅需要地方政府具备较强的财政实力和融资能力保障项目建设顺利推进,还需要持续的财政投入保障系统的安全运行。国务院办公厅于 2003 年 9 月下发的《国务院办公厅关于加强城市快速轨道交通建设管理的通知》就指出,“发展城市轨道交通应当坚持量力而行、规范管理、稳步发展的方针,合理控制建设规模和发展速度,确保与城市经济发展水平相适应,防止盲目发展或部分超前”。目前,我国申报发展地铁的城市应达到财政一般公共预算收入在 100 亿元以上,国内生产总值(GDP)达到 1,000 亿元以上;申报建设轻轨的城市应达到财政一般公共预算收入在 60 亿元以上,国内生产总值达到 600 亿元以上。

目前轨道交通建设投资主要采取政府提供一定比例资本金、市区共建的模式。在项目资本金的筹集上,由市、区两级政府投入资本金,将地铁建设与沿线土地开发结合,与各区经济发展结合起来;同时也在逐步尝试轨道交通项目的市场化运作,改变项目由政府独家运作的模式,广泛吸引国内外企业投资建设,充分发挥企业的积极性,由企业与企业共同筹集资本金,对规划线路实行产权清晰的项目公司运作,不断规范投资、建设、监管和运营。同时,在进行市场化运作过程中,企业可以与政府采用 PPP 等各种方式合作。

2014年国内新增11条城市轨道交通运营线路，截至2014年末，中国内地已有22个城市建成并运营轨道交通线路92条，运营里程2,816.1公里。预计到2020年，具备建设轨道交通条件的城市将达到50个左右。城市轨道交通建设的巨额投资规模也将给各地政府财政带来一定资金压力。

轨道交通在北京市公共交通领域的地位十分重要，公司作为唯一的投资主体，具有重要的战略地位，获得北京市政府资金方面的大力支持

北京市地铁建设投资主要由政府主导，其中总投资的40%由市政府作为资本金注入，其余60%资金由京投公司通过贷款、发债等方式代市政府筹措，未来由北京市政府每年向公司拨付专项资金偿付到期债务本金和利息。

作为北京市政府基础设施建设的投资运营主体，京投公司主要根据政府的投资计划对轨道交通项目进行投资。每年市政府根据北京市地铁建设进度和当年财政预算拨付给公司财政专项资金和补贴收入，其中财政专项资金包括新线建设资本金、已运营线路的还本付息资金、既有线路的改造资金以及其他专项资金。

根据北京市发改委下发的《关于印发本市未来五年（2008~2012年）轨道交通建设资金安排的通知》（京发改[2007]2335号），市政府2008年~2012年每年分别安排100亿元作为轨道交通建设专项资金（实行动态管理）。2013年初，北京市发改委下发《关于轨道交通建设资金筹措有关事项的通知》（京发改[2013]23号），为确保北京市轨道交通建设目标按期实现，市政府加大对轨道交通建设的支持力度，2013~2035年轨道交通专项资金政策由每年100亿元调整为每年155亿元。目前，公司按年度向北京市发改委报送当年资金使用情况，提出下一年度资金使用计划，北京市发改委对轨道交通建设专项资金实行动态管理，由公司每季度结束前向北京市发改委报送下季度用款计划，年度资金使用计划可在每年三季度进行一次调整，由北京市发改委会同北京市财政局审定后变更。对于工程进展情况，

公司也要按项目逐月向市发改委和有关部门报送完整的工程进度和投资完成情况。近三年来，政府的专项资金每年都足额、及时到位。

此外，为降低项目融资成本、减轻政府投资压力，公司根据各新线建设项目在规划设计线路、投资额以及工期等方面的不同特点，分别设计和尝试不同的投融资模式。其中，北京地铁4号线以及14号线PPP项目是采取特许经营方式进行市场化运作的基础设施项目，即通过引入香港地铁投资，合作成立特许经营公司，由特许经营公司负责投资建设和30年特许经营期内的运营管理。此外，公司还在地铁奥运支线、地铁十号线以及亦庄线采用了BT方式进行投资建设。未来公司在新项目中将不断探索新的轨道交通投融资模式。

除了在项目投融资模式上进行创新，公司在资本市场上也积极尝试多种债务融资工具，使得公司融资渠道得到了进一步拓宽。截至2014年末，公司已发行270亿元短期融资券、230亿元中期票据、148亿元企业债券、105亿元的非公开定向融资工具和100亿元的超短期融资券。此外，公司还积极拓展海外融资渠道，发行了6亿港元私募债和13亿美元债等。

表4：截至2014年末公司已发行债务融资工具

债券类型	发行规模	期限	发行日期	兑付日期
短期融资券				
短期融资券	10	365天	2006-11-13	已兑付
短期融资券	20	365天	2007-06-29	已兑付
短期融资券	20	365天	2007-10-24	已兑付
短期融资券	10	365天	2008-12-25	已兑付
短期融资券	30	365天	2009-03-16	已兑付
短期融资券	20	365天	2010-06-30	已兑付
短期融资券	20	365天	2010-09-25	已兑付
短期融资券	40	366天	2011-03-30	已兑付
短期融资券	20	365天	2012-08-09	已兑付
短期融资券	10	365天	2013-05-27	已兑付
短期融资券	20	365天	2013-01-31	已兑付
短期融资券	40	365天	2014-05-12	2015-05-13
短期融资券	10	365天	2014-09-11	2015-09-15
中期票据				
中期票据	20	5年	2009-01-13	已兑付
中期票据	20	5年	2009-04-09	已兑付
中期票据	20	3年	2010-03-11	已兑付
中期票据	30	3年	2010-09-19	已兑付
中期票据	30	3年	2011-02-22	已兑付
中期票据	30	3年	2011-04-13	已兑付
中期票据	20	5年	2012-09-04	2017-09-05

中期票据	20	5 年	2012-11-20	2017-11-21
中期票据	20	5 年	2013-04-28	2018-05-03
中期票据	20	5 年	2014-03-24	2019-03-25
企业债券				
企业债券	20	10 年	2004-12-15	已兑付
企业债券	20	10 年	2006-04-25	2016-04-25
企业债券	20	5 年	2008-09-05	已兑付
企业债券	28	7+3 年	2013-03-11	2023-03-11
企业债券	50	15 年	2014-04-16	2029-04-16
企业债券	10	5+X 年	2014-11-18	2019-11-18
其他				
非公开定向工具	40	5 年	2011-11-03	2016-11-03
非公开定向工具	30	5 年	2011-12-26	2016-12-26
非公开定向工具	30	3 年	2012-05-28	2015-5-28
非公开定向工具	5	5 年	2014-03-05	2019-03-05
超短期融资券	40	180 天	2013-12-18	已兑付
超短期融资券	40	270 天	2014-02-18	已兑付
超短期融资券	20	270 天	2014-11-14	2015-08-14

资料来源：公司提供

此外，在银行贷款方面，公司也通过采取利率期权贷款、固息贷款以及出口信贷等方式尽可能的控制贷款成本，降低财务费用。

总体来看，公司作为北京市政府的投资运营主体，北京市政府对公司的支持力度很大。同时，公司对轨道交通项目资金的计划、使用均受到市政府的有效监管，轨道交通建设工程进展也得到市政府的高度重视，政府的监管和公司与政府相关部门的良好沟通为轨道交通建设资金的按计划落实和轨道交通工程建设的顺利进行提供了有力保障。此外，多元化的融资渠道也为公司筹集地铁项目建设资金提供支持。随着北京市政府财政实力的增强，以及轨道交通客运需求的增长，未来北京市政府将继续加大对轨道交通的投入，对京投公司的支持力度也将进一步加大，公司抗风险能力极强。

公共交通的发展水平直接影响到一个城市整体功能的发挥，是一个城市现代化建设和可持续发展的关键所在。为解决北京市公共交通供应量不足的问题，2005 年北京市颁布了《北京交通发展纲要》，纲要规定“十一五”期间北京市公共交通投资将占交通基础设施投资的 45%。在公共交通投资中，北京

市“十二五”期间将重点加大对轨道交通建设的投资力度，推动全市轨道交通建设的发展。

申办 2008 年奥运会成功后，北京市轨道交通业迎来空前的发展机遇。2007 年北京城市轨道交通运营里程仅有 142 公里，与国内外同等规模的城市相比，发展相对滞后。截至 2014 年末，北京地铁运营线路达到 18 条，总运营里程达到 526.8 公里。

表 5：截至 2014 年底北京已经运行地铁线路情况

(公里、座)				
线别	起讫点	线路长度	车站数量	开通时间
M1	苹果园——四惠东	31.3	23	1969、1984
M2	积水潭——积水潭	23.5	18	1969、1984
M4	公益西桥——安河桥北	28.2	24	2009
M5	宋家庄——天通苑北	27.6	23	2007
M6	五路居——潞城	43.1	28	2012、2014
M7	北京西站——焦化厂	23.7	21	2014
M8	朱辛庄——南锣鼓巷	28.0	18	2008、2011、2012、2013
M9	郭公庄——国家图书馆	16.5	13	2011、2012
M10	巴沟——巴沟	57.0	45	2008、2012、2013
M13	东直门——霍营——西直门	40.9	16	2002
M15	清华东路西口——俸伯	40.8	20	2010、2011、2014
八通线	四惠——土桥	19.1	13	2003
亦庄线	宋家庄——亦庄火车站	23.3	14	2010
大兴线	天宫院——公益西桥	21.8	11	2010
房山线	苏庄——郭公庄	24.6	11	2010、2011
昌平线	南邵——西二旗	21.5	7	2010
机场线	东直门——首都机场	28.1	4	2008
合计	-	499.0	309	-

注：由于公司 14 号线尚未全线开通，该表中不包含 14 号线。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

未来北京轨道交通将承担客运的骨干任务，轨道交通在北京市公共交通领域的地位更加重要。根据国家发改委的《北京市城市轨道交通近期建设规划调整方案（2007~2016 年）》，北京市地铁建设将新增 8 号线三期、16 号线和新机场快线，新增线路资本金投资占总投资的 40%，由北京市财政资金解决。截至 2015 年 3 月底，公司在建及拟建项目计

划总投资额 1,873.93 亿元, 已完成投资 420.57 亿元, 项目资本金按照 40% 的比例到位及时。2015~2017

年, 公司计划每年支出 500 亿元左右, 其中包含轨道交通新线建设和债务的还本付息。

表 6: 截至 2015 年 3 月末北京市在建地铁项目线路及投资情况

序号	路线名称	起止位置	长度 (公里)	计划总投资 (亿元)	已完成投资 (亿元)	建设期间
在建项目						
1	M14	金台路——西局	47.30	445.09	246.92	2010-2015
2	昌平线二期	南邵——涧头西	10.60	52.06	27.49	2011-2015
3	S1 线	石门营——苹果园	10.20	64.28	25.68	2010-2015
4	西郊线	香山——巴沟	9.20	35.00	15.82	2011-2015
5	燕房线	阎村北——燕化	16.60	90.70	11.30	2013-2016
6	M16	宛平城——苏州街	26.10	273.00	51.12	2013-2016
		苏州街——北安河	23.70	221.50	13.17	2013-2016
7	M8 三期	五福堂——中国美术馆	17.30	186.00	15.53	2013-2016
8	M6 西延	五路居——金安桥	10.30	98.30	13.54	2013-2016
拟建项目						
9	新机场线	新机场-牡丹园	66.40	408.00	-	2014~2018
合计			237.70	1,873.93	420.57	

注: 该表中总投资额为最终批复的投资额。

资料来源: 公司提供

总体来看, 北京市国际化、城市化进程的加速为北京市轨道交通行业带来了良好的发展机遇。公司作为北京市政府的投资运营主体, 其雄厚的资金实力基于北京市政府的大力支持。随着北京市政府财政实力的增强, 以及轨道交通客运需求的增长, 未来北京市政府将加大对轨道交通的投入, 对京投公司的支持力度也将进一步加大。

地铁网络逐步完善, 线路运营良好, 票务收入成为公司收入的重要来源

从已经投入运行的线路来看, 随着 2014 年末地铁 7 号线一期正式通车, 截至 2014 年底, 北京市共有 18 条正式运营的轨道交通线路, 线路长度达 526.8 公里。

目前, 北京地铁除 4 号线、大兴线以及 14 号线 (由北京京港地铁有限公司运营) 之外, 剩余的线路均由北京市地铁运营有限公司运营, 北京市地铁运营有限公司的前身为北京市地下铁道总公司, 是国有独资的特大型专门经营城市轨道交通运营网线的专业运营商, 2011 年其股权划转并入公司后, 其票务收入成为公司营业收入的重要来源之一。

表 7: 2011 年~2014 年北京地铁运营情况 (万人次、亿元)

	客运总量	日均客运量	票款收入
2011	219,280.23	600.77	22.71
2012	246,162.34	672.57	24.97
2013	320,469.06	878.00	31.14
2014	338,668.21	927.86	33.56

资料来源: 公司提供

2014 年, 北京市地铁日均客运量为 927.86 万人次, 日最高客运量达 1,000 万人次以上。2014 年, 公司票款收入为 33.56 亿元, 占营业总收入比重为 30.04%。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。2015 年之前北京地铁实行联网一票制, 票价为 2 元/人次, 票款收入无法弥补运营成本, 由北京市政府对运营亏损进行补贴。为适应公共交通网络化运营要求, 促进公共交通资源合理配置, 提升公共交通运行效率和服务水平, 北京市地铁在 2014 年 12 月底正式实施票价涨价方案, 具体方案为 6 公里(含)内 3 元; 6-12 公里(含)4 元; 12-22 公里(含)5 元; 22-32 公里(含)6 元; 32 公里以上每加 1 元可乘 20 公里, 地铁票价上调或将有效降低地铁运营亏损。

公司致力于研究并积极推动轨道交通与沿线

土地协同发展，但房地产业务可能受行业调控政策的影响

京投公司一直致力于研究并推动北京轨道交通沿线土地一级开发、二级开发及地下空间的统筹规划和集约利用，推动轨道交通与沿线土地协同发展。公司土地一级开发及车辆段上盖开发项目由公司本部负责，房地产二级开发及地下空间等物业项目建设由控股子公司银泰控股股份有限公司（以下简称“京投银泰”，股票代码 600683）负责。

公司主要受各区县政府委托作为投资开发主体，实施土地一级开发项目建设。工程完工后，由区县财政根据相关协议将建设成本及一定比例的项目收益支付给公司，用于轨道交通建设。公司一般按照总投资 8%~10% 计提项目利润。截至 2014 年末，公司土地一级开发项目总规模 709.37 公顷，总投资约 442.93 亿元，已完成开发 331.88 公顷，共计完成投资 240.81 亿元。

2009 年 4 月 9 日，京投公司以每股 3.73 元的价格认购了上市公司京投银泰增发的普通股 14,720 万股。增发完成后，京投公司持有京投银泰 29.81% 的股权，成为其第一大股东。京投公司通过控股房地产上市公司进入资本市场，促进“轨道+土地”模式的市场化运作，增强盈利能力和融资能力。

京投银泰定位为新型的以轨道交通地产为开发主线，辅以综合物业和景观物业的大型地产集团。2011 年，京投银泰与北京万科企业有限公司联合竞得郭公庄项目，郭公庄项目是公司获取的第一个轨道交通上盖项目。2012 年，京投银泰为加快推进在建项目并加大土地储备，通过与京投公司以组成联合体或其他方式合作开发房地产项目，合作投资范围以轨道交通上盖（车辆段、车站）和沿线物业项目及北京市域范围内的其他普通住宅物业项目为主。2013 年初，京投银泰先后获取了地铁五路居上车辆段上盖的北京市海淀区玉渊潭乡 F1 住宅混合公建用地、F2 公建混合住宅用地（配建公共租赁住房）的使用权和北京市昌平区东小口镇住宅混合公建用地的使用权。2014 年末，公司共拥有 3 宗车辆段上盖土地资源，土地面积为 79.59 公顷，主要用于住宅和商业开发并配建公共租赁住房，目前均已

获得土地证，评估价值达 324.8 亿元。

同时，京投银泰已完成了钱湖国际的股权出售，降低了京外项目的比重，出售了京泰祥和控股权，降低了商业资产在公司资产中的比重。通过合作开发，公司进一步集中于北京和轨道物业项目，资产结构进一步优化，资产质量显著提高。未来京投银泰将保持“审慎有序”的土地储备策略，坚持“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，适时增加土地储备。

截至 2014 年底，公司房地产在建、拟建项目 8 个，分别为公园悦府、琨御府、西华府、潭拓寺 C 地块、金域公园、新里程、鸿墅和泰悦府。上述项目建筑面积合计 299.62 万平方米，2014 年施工面积 131.34 万平方米，竣工面积 14.69 万平方米。2014 年公司新推售公园悦府、琨御府及无锡鸿墅项目，加上已开盘销售的西华府、新里程及金域公园项目，公司年内实现签约销售面积 18.36 万平方米，签约销售额 71.27 亿元，销售均价为 38,831 元/平方米。

目前，京投银泰的既有项目进展顺利，大部分项目已进入销售阶段，2014 年公司实现了西华府、公园悦府两个轨道物业项目一期的销售结转，西华府项目累计签约销售金额 31 亿元，位列北京商品住宅单盘销售第三名，盖上商品房 7-10# 楼取得竣工备案表并交付；公园悦府项目 2014 年实现签约销售 17 亿元，盖上商品房 1-6# 楼取得竣工备案表并交付；琨御府项目 2014 年实现签约销售 32 亿元，位列北京商品住宅单盘销售第二名；潭拓寺 C 地块项目于 10 月底中标，2014 年底已完成方案设计阶段稿，开始办理立项等前期手续；新里程项目正在进行精装修及市政工程建设，2014 年实现签约销售金额 3.1 亿元；金域公园 6 月份首次开盘销售，2014 年实现签约销售金额 3.4 亿元，一起竣工备案并交付；无锡鸿墅项目一期单体工程完工，正在进行机电、市政及园林施工，2014 年 3 月份首次开盘销售，全年实现签约销售额 0.8 亿元，位列无锡惠山新城板块别墅类项目年度成交额第二名。

截至 2014 年末，京投银泰总资产为 296.60 亿元，负债总额 274.89 亿元，所有者权益 21.71 亿元，资产负债率进一步增长至 92.68%。2014 年，京投

银泰实现营业总收入 34.86 亿元，较 2013 年增加 24.9 亿元，主要由于公司实现的房地产销售结转面积及金额较上年同期增幅较大所致，实现销售结转的项目主要包括公园悦府及西华府等。2014 年，公司净利润上升至 1.93 亿元，同比增长 484.85%。此外，随着公司的各项目滚动开发，预售资金快速回笼，2014 年末公司预收账款依然较 2013 年末大幅增加达 56.27 亿元，其中预售房款 56.14 亿元。未来随着预收款项陆续确认为收入，公司盈利能力有望继续增强。2014 年随着公司项目预售收入增加以及项目购地支出减少，经营活动现金流呈净流入 1.84 亿元。

考虑到房地产供需状况及行业调控政策影响，目前房地产市场走势仍不明朗，京投银泰房地产业务可能受行业调控政策的影响，未来盈利能力及现金流状况有待观察。

财务分析

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见 2011~2013 年三年连审审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年审计报告以及未经审计的 2015 年一季度报表。截至 2014 年底，公司纳入合并报表的下属子公司共 42 家。

公司的资产规模保持快速上升，非流动资产占比较高，债务以长期债务为主，未来债务规模将面临上行压力

随着资产的不不断并入和项目建设规模逐步增加，公司的资产规模保持快速上升，2012~2014 年末，公司总资产分别为 2,803.64 亿元、3,270.24 亿元和 3,805.85 亿元，复合增长率为 16.51%。截至 2014 年末，公司流动资产和非流动资产分别为 931.73 亿元和 2,874.12 亿元，分别占总资产比例为 24.48% 和 75.52%，非流动资产占比较高，符合该行业特征。截至 2015 年 3 月末，公司总资产为 3,885.63 亿元。

从资产构成来看，公司资产主要由在建工程、固定资产、存货、货币资金和其他应收款构成。截

至 2014 年末，上述科目占总资产比重分别为 45.85%、25.16%、8.51%、7.31% 和 4.60%。

随着地铁项目建设进度的逐步推进，公司在建工程及固定资产逐年增加，2012~2014 年末公司在建工程分别为 1,737.44 亿元、1,884.13 亿元和 1,745.10 亿元，全部为在建地铁工程项目。随着在建工程逐步转入固定资产，公司固定资产由 2012 年末的 408.75 亿元上升至 2014 年末的 974.70 亿元。由于北京市地铁属于政府公益项目，根据《北京市轨道交通固定资产更新改造专项资金管理暂行办法》（京财一（2010）1881 号）及《北京市财政局关于 2008 年公共交通企业财政补贴问题的请示》（京财一（2008）1116 号）等政策文件规定，轨道交通资产更新改造补贴方式由原来的折旧补贴变为专项资金，且轨道交通资产不计提折旧符合财务处理的基本原则。

2012~2014 年末公司存货分别为 198.82 亿元、259.73 亿元和 323.74 亿元，主要由房地产开发成本和土地一级开发成本构成。2012~2014 年末公司其他应收款分别为 121.21 亿元、204.46 亿元和 175.21 亿元，主要来源于各级政府单位，回收风险较小。

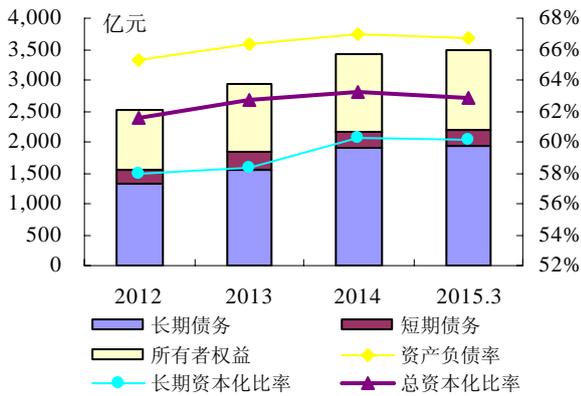
截至 2015 年 3 月末，公司在建工程、存货、货币资金和其他应收款分别为 1805.81 亿元、339.51 亿元、271.58 亿元和 201.21 亿元。

权益方面，2012~2014 年末，公司所有者权益分别为 971.88 亿元、1,100.11 亿元和 1,255.09 亿元，复合增长率为 13.64%。随着国家资本金的逐年增加，2014 年末公司实收资本上升至 841.59 亿元。2012~2014 年末，资本公积分别为 105.02 亿元、151.24 亿元和 154.52 亿元，资本公积的增长主要来源于公司每年收到各区财政缴纳的轨道交通建设新线项目资本金。此外，公司将 2014 年发行的 10 亿元永续期债券计入其他权益工具的永续债科目，中诚信国际将对该债券未来还本付息情况保持关注。截至 2015 年 3 月末，公司所有者权益为 1,291.93 亿元、其中实收资本和资本公积分别为 888.09 亿元和 154.53 亿元。

负债方面，2012~2014 年末，公司负债总额和总债务分别由 2012 年末的 1,831.76 亿元和 1,553.32

亿元上升至 2014 年末的 2,550.76 亿元和 2,152.58 亿元，复合增长率分别为 18.01%和 17.72%。由于公司的负债规模和付息债务规模的增长速度均快于所有者权益的增速，截至 2015 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别上升至 66.75%和 62.78%，债务压力逐年增加。若考虑公司永续期债券具有较强的债权性质，公司资产负债率和总资本化比率将小幅上升至 67.01%和 63.07%。

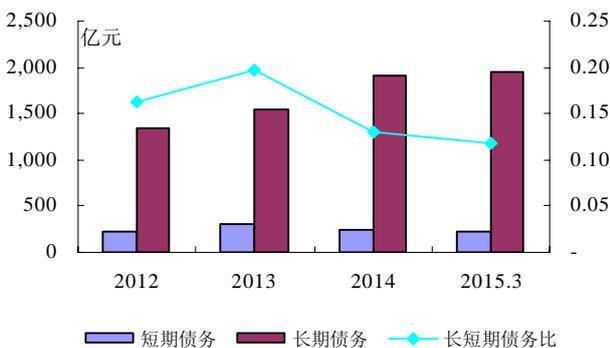
图 4：2012 年~2015 年 3 月公司资本结构



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，随着公司项目投资规模扩大，公司债务规模大幅增加，其中，长期债务增长显著。截至 2014 年末，公司长期债务为 1,904.86 亿元，同比增长 23.46%，长短期债务比为 0.13。2014 年末，公司存续期内短期融资券及超短期融资券合计为 70 亿元，中期票据及企业债合计为 188 亿元，非公开定向发行工具 105 亿元。此外，近几年公司也在积极拓展海外融资渠道，2014 年末，公司拥有 6 亿港币私募债和 13 亿美元债等。

图 5：2012 年~2015 年 3 月公司债务结构



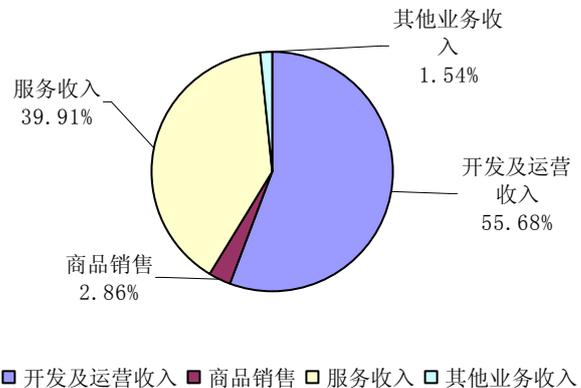
资料来源：公司财务报告

总体来看，公司债务以长期债务为主，债务结构符合地铁项目投资周期长、规模大的特点。从债务到期的时间来看，公司主要的长期借款到期限集中在 2016 年以后。目前，北京地铁建设采取 40%资本金和 60%债务融资的投资模式，预计公司债务规模将随着投资规模的增加而继续增长。

受房地产业务收入集中结转确认影响，公司营业收入大幅增加，同时，北京市政府给予公司一定的地铁运营亏损补贴

公司作为北京轨道交通投资的唯一主体，负责建设前期的投融资、地铁资产管理、地铁资源开发和后期的线路更新改造等投资工作。同时，公司积极拓展业务范围，形成了多元化的业务结构，收入来源包括开发运营、商品销售、提供服务等。2012~2014 年，公司营业总收入分别为 64.71 亿元、106.03 亿元和 111.73 亿元。2014 年，公司营业总收入大幅增加，主要因为公司房地产开发收入较 2013 年大幅增加 25.40 亿元所致。2015 年 1~3 月，公司营业总收入为 17.13 亿元。

图 6：2014 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告

分行业来看，公司开发运营业务主要由轨道交通车辆综合利用收入、房地产开发收入和土地一级开发收入构成，2012~2014 年，开发运营业务收入分别为 5.13 亿元，47.63 亿元和 62.22 亿元，2013 年开发运营收入较 2012 年大幅增加主要由于公司车辆段上盖物业项目和地铁沿线土地一级开发收入大幅增加所致。2014 年，公司开发运营收入大幅增加主要由于公司结转了大量的房地产开发项目的预

售收入，该笔收入主要来源于公司与京投银泰合作开发项目。公司提供服务收入主要由票款收入构成，2012~2014年票款收入分别为24.97亿元、31.14亿元和33.56亿元，未来随着地铁票价的调升，公司的票款和相关服务收入将有所增加，盈利能力将得到提升。

2012~2014年，公司营业毛利率分别为1.14%、-5.59%和-4.88%。自2011年公司新合并北京市地铁运营有限公司增加票款收入计入营业总收入后，由于该项成本远大于收入，公司营业毛利率有所下降，随着路网不断完善，客流量增加，地铁运营成本快速增加，2014年公司票款收入毛利率下降至-67.52%，导致营业毛利率相应下降至-4.88%，未来随着地铁票价的调升，公司营业毛利率将有所提升。此外，公司利用其地铁建设运营主体的优势地位，积极开展相关商业开发，沿线土地资源开发和房地产开发、车辆销售、广告等业务具备良好的收益性，成为公司除票务收入外的重要补充。2015年1~3月，公司营业毛利率为-17.35%。

期间费用方面，公司对绝大部分借款利息予以资本化，且已建成线路的利息由财政安排为计入公司的财务费用，2012~2014年资本化利息分别为37.75亿元、40.61亿元和41.46亿元，因此财务费用相对较低，但随着公司债务的不断增长，项目建设陆续完工，财务费用也逐年上升，2014年，公司财务费用为3.07亿元，较2012年增加0.46亿元。2012~2014年，三费支出合计分别为12.12亿元、13.36亿元和14.30亿元，三费收入占比分别为18.87%、12.60%和12.80%。同时，考虑到公司正积极拓展海外融资渠道，外币债务有所增加，汇率波动风险也将对公司的盈利能力产生一定的影响。

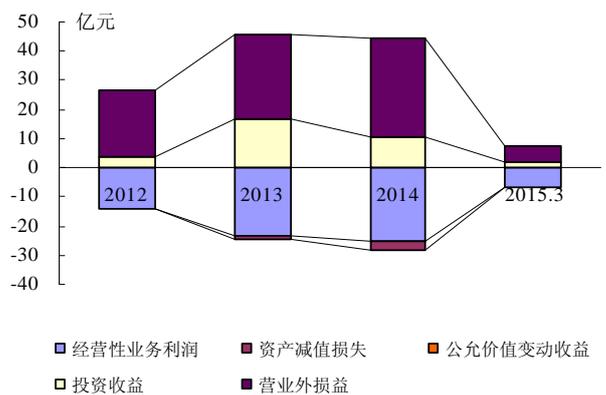
表 8：2012 年~2015 年 3 月公司期间费用分析

	2012	2013	2014	2015.3
销售费用(亿元)	0.94	0.94	1.40	0.25
管理费用(亿元)	8.66	9.65	9.83	2.36
财务费用(亿元)	2.61	2.76	3.07	1.10
三费合计(亿元)	12.21	13.36	14.30	3.72
营业总收入(亿元)	64.71	106.03	111.73	17.13
三费收入占比(%)	18.87	12.60	12.80	21.73

资料来源：公司财务报告

利润总额方面，2012~2014年及2015年一季度公司实现利润总额分别为12.23亿元、21.25亿元、16.19亿元和0.48亿元，其中经营性业务利润分别为-14.08亿元、-23.65亿元、-25.32亿元和-6.90亿元，公司经营性业务一直处于亏损状态，主要由于2011年公司将北京市地铁运营有限公司并入报表后，地铁运营处于亏损运营，票款收入无法弥补运营成本，导致公司经营性业务利润大幅下滑。但同时，随着政府补助的逐年增加，公司营业外损益显著增长，2012~2014年，公司营业外损益分别为22.56亿元、28.87亿元和34.25亿元，其中，政府补助分别为22.48亿元、28.79亿元和33.99亿元，主要由运营亏损补贴资金构成。

图 7：2012 年~2015 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

随着北京地铁新线路的陆续建成和地铁票价的调升，票务和相关服务收入将会进一步增长，但轨道交通项目本身盈利性较弱，政府资金的支持力度是公司发展的关键。此外，2014年公司房地产业务收入占比大幅提升，考虑到房地产项目受宏观政策调整影响较大，房地产业务未来盈利能力有待观察，中诚信国际将对此保持关注。

公司自身盈利和获现能力仍较弱，偿本付息需要政府资金支持

2012~2014年，公司经营活动现金流均呈净流出状态，分别为-56.08亿元、-90.35亿元和-32.14亿元。2012年经营活动净现金流继续大幅下降主要由于京投银泰与京投公司以组成联合体或其他方式合作开发房地产项目所致。2013年公司经营活动

净现金流大幅下降主要由于京投公司新取得两个轨道物业项目，购地支出大幅上升所致。2014 年公司经营活动现金流净流出有所减少，主要得益于公司预售收入较大，且项目购地支出有所减少。2015 年 1~3 月，公司经营活动净现金流为-1.55 亿元。

在投资活动净现金流方面，由于公司加快轨道交通项目进程，同时新增投资活动较多，投资活动现金流出逐年增加，2012~2014 年，公司投资活动净现金流分别为-350.77 亿元、-342.66 亿元和-375.10 亿元。考虑到公司目前投资在建及拟建的 9 个轨道交通项目，总概算投资金额约 1,873.93 亿元，尚未投资金额为 1,453.36 亿元，公司未来投资活动现金流出仍将保持较高水平。2015 年 1~3 月，公司投资活动净现金流为-62.34 亿元。

在筹资活动净现金流方面，近几年公司大规模投资，公司新增债务上升，偿债压力有所增加，但筹资活动净现金流基本可满足公司经营活动及投资活动的需要。

表 9：2012 年~2015 年 3 月公司现金流分析(单位：亿元)

	2012	2013	2014	2015.3
经营活动现金流入	110.52	188.47	243.80	49.70
经营活动现金流出	166.60	278.82	275.94	51.24
经营活动净现金流	-56.08	-90.35	-32.14	-1.55
投资活动现金流入	345.46	588.10	695.26	258.24
投资活动现金流出	696.23	930.77	1,070.36	320.58
投资活动净现金流	-350.77	-342.66	-375.10	-62.34
筹资活动现金流入	767.65	678.84	1,020.25	119.24
其中：吸收投资	46.27	79.30	191.37	46.50
借款	562.21	454.13	653.21	54.91
筹资活动现金流出	319.74	269.49	477.31	62.01
其中：偿还债务	170.24	159.19	353.20	27.78
筹资活动净现金流	447.91	409.35	542.94	57.23
现金及等价物净增加	41.05	-23.66	135.73	-6.64

资料来源：公司财务报告

从偿债指标上看，随着地铁网效应的发挥和政府的资金支持，公司的 EBITDA 近年有所上升，但是经营活动现金流却一直呈净流出状态，公司自身盈利和获现能力仍然较弱，还本付息需要政府资金支持。

表 10：2012 年~2014 年公司主要偿债能力指标

	2012	2013	2014
--	------	------	------

长期债务(亿元)	1,335.27	1,542.87	1,904.86
总债务(亿元)	1,553.32	1,846.24	2,152.58
EBITDA(亿元)	18.00	27.23	26.52
经营活动净现金流(亿元)	-56.08	-90.35	-32.14
EBITDA 利息倍数(X)	0.42	0.60	0.53
总债务/EBITDA(X)	86.31	67.81	81.17
经营活动净现金流利息支出(X)	-1.32	-1.98	-0.64
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.04	-0.05	-0.01

资料来源：公司财务报告

公司目前长短期借款利息支出主要为尚未竣工决算的线路的借款利息，计入工程项目投资，资金来源由北京市政府安排资本金解决；公司已竣工决算线路的借款利息由市财政安排专项资金解决。从债务到期的时间来看，公司主要的银行长期借款到期时间集中在 2016 年以后。

公司资信状况良好，与建设银行、中国银行、工商银行、交通银行、农业银行以及招商银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，具有较强的间接融资能力。截至 2015 年 3 月底，公司在银行的授信总额合计 2,304.33 亿元，尚未使用授信额度为 681.44 亿元，充足的授信额度为项目建设以及债务偿付提供了有力保障。

在或有风险方面，截至 2014 年底，公司合并口径下共有对外担保 99 亿元，大部分由各区国有核心企业构成，主要为朝阳区国有资本经营管理中心(以下简称“朝阳国资”)发行的企业债券担保 25 亿元；为海淀区国有资本经营管理中心(以下简称“海淀国资”)担保 34.5 亿元；为北京住总集团担保 8 亿元，为丰台区国有资本经营管理中心(以下简称“丰台国资”)担保 20 亿元。由于海淀国资、朝阳国资和丰台国资分别是所在区的核心国有企业，目前运营情况良好，或有风险很低。

表 11：截至 2014 年末公司对外担保余额情况

	被担保人	担保合同金额(万元)
1	海淀区国有资本经营管理中心	345,000
2	朝阳区国有资本经营管理中心	250,000
3	北京住总集团	80,000
4	丰台区国有资本经营管理中心	200,000
5	上海礼兴酒店有限公司	90,000
6	北京京投阳光房地产开发有限公司	25,000

合计

990,000

资料来源：公司提供

京投公司在地铁新线建设中通过不同融资方式的有益尝试，使得轨道交通的融资渠道大大拓宽，有效降低了融资成本，大大减轻了北京市政府对轨道交通建设的财政投入压力，从而降低了政府的投融资风险。

总体看来，未来虽然公司投资金额较大，将面临较大的融资压力，但考虑到北京市不断增强的财政实力，以及市政府对地铁建设的支持力度，中诚信国际认为公司的资本金和还本付息资金来源均有充分保证。同时，公司与银行合作关系良好。中诚信国际认为公司的财务弹性很大，对债务的偿付能力极强。

过往债务履约情况

根据公司提供资料，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息。公司严格遵守贷款合同约定，按时归还银行贷款本息，截至报告出具日，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现过已发行债务融资工具到期未偿付情形。

担保实力

中国建设银行股份有限公司是中国四大国有商业银行之一，拥有整个银行体系资产约 9.71% 的市场份额。截至 2014 年末建行资产总额、存款总额和贷款总额分别为 16.74 万亿元、12.90 万亿元和 9.22 万亿元。建行在中长期项目融资和不动产融资领域内拥有比较明显的市场优势，同时在个人住房贷款领域也拥有领先的市场地位。

2005 年 10 月建行在香港联合交易所上市，成为国有四大银行中首家实现境外上市的银行。2007 年 9 月 25 日，建行在上海证券交易所挂牌上市。建行的网点机构覆盖全国各省市地区，网点数量居国内前列。截至 2014 年末，建行共有境内营业机构 14,856 个，包括总行和 37 个一级分行、324 个二级分行、11,751 个支行、2,742 个支行以下网点以及总行信用卡中心，2014 年营业机构较上年增加 206 个。

在宏观经济快速稳定发展的推动下，近几年建行的业务和资产规模稳步增长。截至 2014 年末，总资产达 16.74 万亿元，随着经营转型战略的推进，受益于贷款增长、经营结构改善及中间业务收入增长，近年来建行盈利能力持续提升。2014 年建行实现净利润 2,282.47 亿元，平均资产回报率达到 1.42%，加权平均净资产收益率为 19.62%，在同业中处于较好水平。截止 2014 年末，不良贷款额和不良贷款率分别为 1,131.71 亿元和 1.19%。2014 年建行拨备费用较上年有所增长，但由于不良的增长，拨备覆盖率有所下降。截止 2014 年末拨备覆盖率达到 222.33%，较上年末下降 45.89 个百分点；存贷比水平为 73.45%。

随着风险资产规模的增长以及新资本管理办法的正式实施，截至 2014 年末，建行资本充足率为 14.87%，核心一级资本充足率为 12.12%，较 2013 年末分别上升 1.53 个百分点和 1.37 个百分点，但已达到监管的最低要求之上。

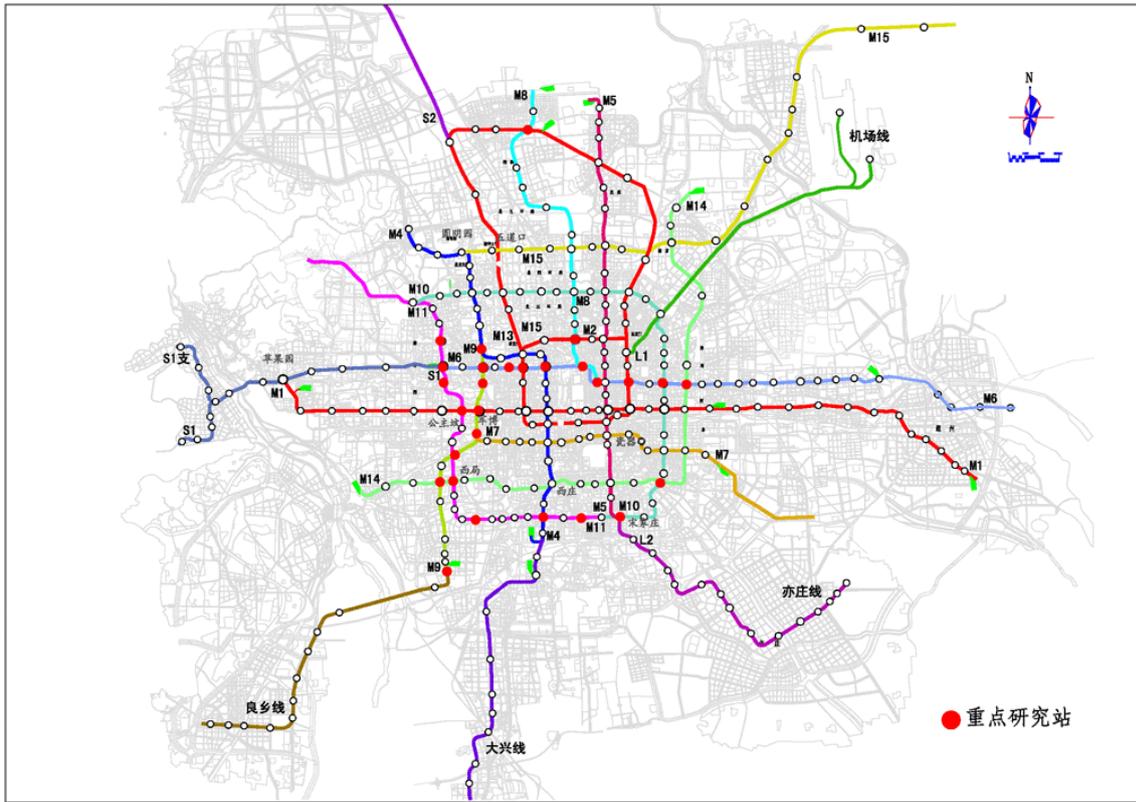
2009 年 7 月，中国建投将其持有的全部建行 H 股股票无偿转化给中央汇金投资有限责任公司。截至 2014 年末，汇金公司持有建行 A 股和 H 股比例合计为 57.26%。此外，建行在中国金融体系中仍然具有重要的地位，因此，政府对建行的潜在支持仍将存在。基于此，中诚信国际认为，建行综合财务实力极强，能够为本期债券的偿还提供强有力的保障。

结论

综上所述，中诚信国际维持北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“14 京基投 MTN1”、“13 京基投 MTN1”、“12 京基投 MTN1”和“12 京基投 MTN2”、“14 京投可转债”、“14 京投债”、“13 京投债”及“06 京投债”的债项信用等级为 AAA，“14 京投 CP002”的债项信用等级为 A-1。

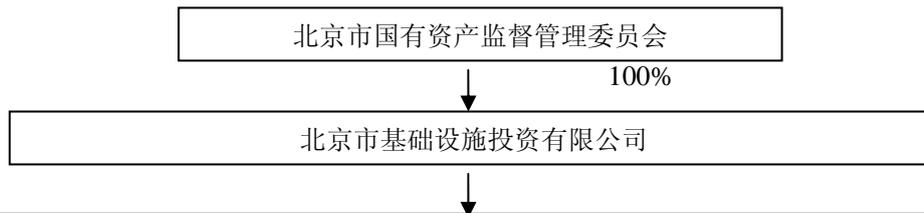
附一：北京市地铁 2015 年规划图

2015年规划图 本图由相关部门提供，仅供参考。



资料来源：公司提供

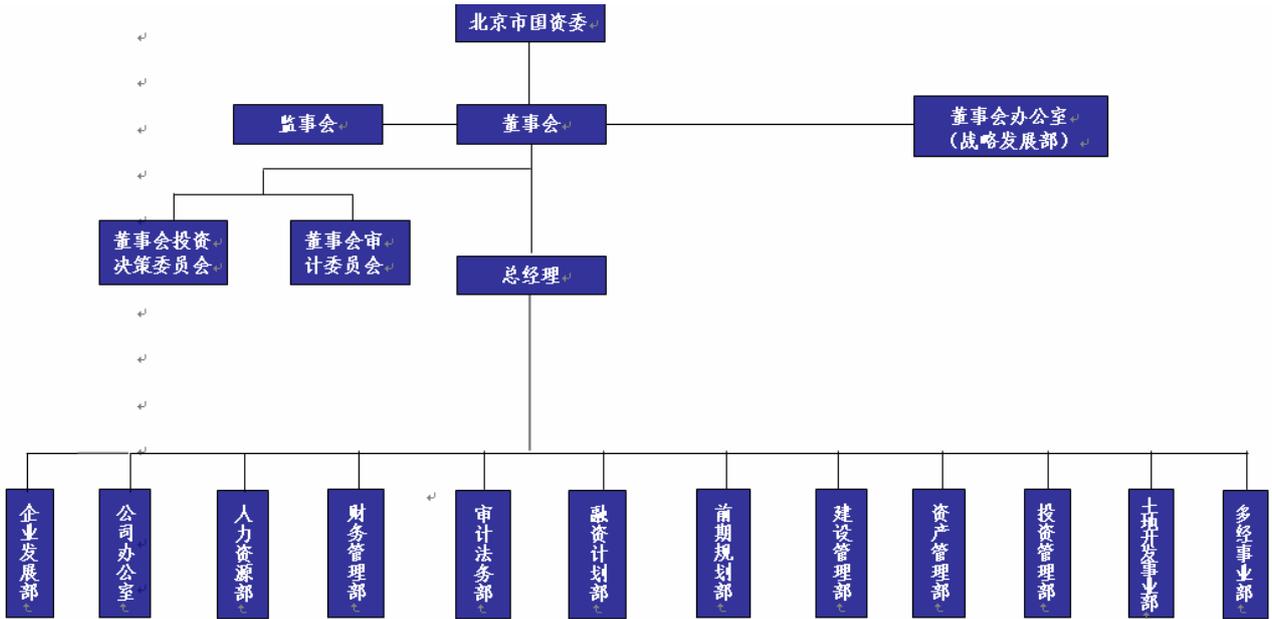
附二：北京市基础设施投资有限公司股权结构图（截至 2014 年底）



	公司名称	持股比例 (%)
1	北京地铁四号线投资有限责任公司	68.04%
2	北京地铁五号线投资有限责任公司	100.00%
3	北京地铁六号线投资有限责任公司	92.93%
4	北京地铁七号线投资有限责任公司	99.00%
5	北京地铁八号线投资有限责任公司	92.49%
6	北京地铁九号线投资有限责任公司	90.14%
7	北京地铁十号线投资有限责任公司	84.68%
8	北京地铁十四号线投资有限责任公司	97.93%
9	北京地铁十五号线投资有限责任公司	86.60%
10	北京轨道交通大兴线投资有限责任公司	88.05%
11	北京轨道交通亦庄线投资有限责任公司	70.41%
12	北京轨道交通房山线投资有限责任公司	71.56%
13	北京轨道交通昌平线投资有限责任公司	84.79%
14	北京轨道交通西郊线投资有限责任公司	100.00%
15	北京城市铁路股份有限公司	86.49%
16	北京地铁京通发展有限责任公司	62.77%
17	北京东直门机场快速轨道有限公司	91.40%
18	北京京投轨道交通资产经营管理有限公司	100.00%
19	北京轨道交通路网管理有限公司	89.40%
20	北京京投轨道交通置业开发有限公司	100.00%
21	京投（香港）有限公司	100.00%
22	北京京创投资有限公司	70.00%
23	京投银泰股份有限公司	29.81%
24	北京信息基础设施建设股份有限公司	56.46%
25	北京京投投资有限公司	31.46%
26	北京京投新兴投资有限公司	80.00%
27	北京京密投资有限公司	80.00%
28	北京轨道交通门头沟线投资有限责任公司	100.00%
29	北京基石基金管理有限公司	70.00%
30	北京基石创业投资基金（有限合伙）	49.74%
31	北京轨道交通海淀山后线投资有限责任公司	100.00%
32	北京轨道交通燕房线投资有限责任公司	100.00%
33	北京地铁十六号线投资有限责任公司	13.88%
34	北京市基础设施土地整理储备有限公司	100.00%
35	首都建设报社	100.00%
36	北京京投停车场管理有限公司	100.00%
37	北京城投地下空间开发建设有限公司	70.00%
38	北京城市快轨建设管理有限公司	71.40%
39	北京市地铁运营有限公司	100.00%
40	北京轨道交通新机场线投资有限责任公司	100.00%
41	北京京投资产经营有限公司	100.00%
42	北京地铁十七号线投资有限责任公司	100.00%

资料来源：公司提供

附三：北京市基础设施投资有限公司组织结构图（截至 2014 年底）



资料来源：公司提供

附四：北京市基础设施投资有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	1,662,623.51	1,425,218.51	2,782,136.10	2,715,760.43
短期投资(交易性金融资产)	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	137,392.42	74,385.63	103,201.40	80,167.80
存货净额	1,988,198.70	2,597,319.89	3,237,363.59	3,395,105.00
其他应收款	1,212,064.85	2,044,557.19	1,752,080.84	2,012,120.57
长期投资	892,818.99	1,310,684.82	1,222,969.28	1,219,744.51
固定资产(合计)	21,546,548.85	24,345,092.28	27,236,774.04	27,842,215.19
总资产	28,036,406.23	32,702,366.84	38,058,525.04	38,856,310.32
其他应付款	1,086,268.03	979,486.93	997,378.46	1,055,938.30
短期债务	2,180,492.36	3,033,686.25	2,477,200.83	2,297,056.18
长期债务	13,352,672.13	15,428,671.20	19,048,616.85	19,498,519.59
总债务	15,533,164.50	18,462,357.45	21,525,817.68	21,795,575.77
净债务	13,870,540.98	17,037,138.94	18,743,681.58	19,079,815.34
总负债	18,317,608.13	21,701,274.46	25,507,619.13	25,937,058.96
财务性利息支出	46,694.79	50,501.69	84,049.47	-
资本化利息支出	377,540.84	406,058.47	414,582.34	-
所有者权益(含少数股东权益)	9,718,798.10	11,001,092.38	12,550,905.91	12,919,251.36
营业总收入	647,107.84	1,060,344.68	1,117,304.27	171,325.30
三费前利润	-18,688.47	-102,977.70	-110,163.92	-31,804.71
投资收益	39,851.92	168,080.69	102,540.40	16,482.06
EBIT	168,945.19	262,994.20	245,906.33	-
EBITDA	179,975.95	272,256.88	265,200.54	-
经营活动产生现金净流量	-560,836.52	-903,534.58	-321,395.44	-15,460.57
投资活动产生现金净流量	-3,507,749.41	-3,426,618.93	-3,750,980.56	-623,367.18
筹资活动产生现金净流量	4,479,065.88	4,093,476.89	5,429,412.16	572,343.13
现金及现金等价物净增加额	410,494.03	-236,638.63	1,357,330.75	-66,376.95
资本支出	3,513,319.90	3,087,006.57	2,646,697.54	598,718.00
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	1.14	-5.59	-4.88	-17.35
三费收入比(%)	18.87	12.60	12.80	21.73
EBITDA/营业总收入(%)	27.81	25.68	23.74	-
总资产收益率(%)	0.67	0.87	0.70	-
流动比率(X)	1.47	1.45	2.03	2.11
速动比率(X)	0.94	0.91	1.32	1.35
存货周转率(X)	0.38	0.49	0.40	-
应收账款周转率(X)	6.12	10.01	12.58	-
资产负债率(%)	65.34	66.36	67.02	66.75
总资本化比率(%)	61.51	62.66	63.17	62.78
短期债务/总债务(%)	14.04	16.43	11.51	10.54
经营活动净现金/总债务(X)	-0.04	-0.05	-0.01	-
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.26	-0.30	-0.13	-
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.32	-1.98	-0.64	-
总债务/EBITDA(X)	86.31	67.81	81.17	-
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.09	0.11	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.42	0.60	0.53	-

注1：公司2012年~2014年财务报告依据新会计准则编制，2015年一季报未经审计；

注2：2012年~2015年3月短期融资券及资产债权从其他流动负债调整到交易性金融负债中；

注3：由市政财政安排专项资金解决的借款利息未包含在此报告的利息支出中；

注4：2012年~2015年3月融资租赁费用由长期应付款调整至长期借款。

附五：中国建设银行主要财务数据及指标

财务数据：百万元	2012	2013	2014
贷款及垫款总额	7,512,312.00	8,590,057.00	9,474,523.00
减：贷款损失准备	(202,433.00)	(228,696.00)	(251,613.00)
关注贷款	204,407.00	204,680.00	281,459.00
不良贷款（五级分类）	74,618.00	85,264.00	113,171.00
总资产	13,972,828.00	15,363,210.00	16,744,130.00
风险加权资产	7,637,705.00	9,872,790.00	10,203,643.00
存款总额	11,343,079.00	12,223,037.00	12,898,675.00
总负债	13,023,219.00	14,288,881.00	15,491,767.00
股东权益	949,609.00	1,074,329.00	1,252,363.00
净利息收入	353,202.00	389,544.00	437,398.00
手续费及佣金净收入	93,507.00	104,283.00	108,517.00
汇兑净损益	1,504.00	1,810.00	1,768.00
证券交易净收入	(661.00)	(1,325.00)	(263.00)
投资净收益	6,327.00	6,318.00	6,020.00
其他净收入	1,247.00	891.00	526.00
非利息净收入	101,924.00	111,977.00	116,568.00
净营业收入合计	455,126.00	501,521.00	553,966.00
业务及管理费用（含折旧）	(134,566.00)	(148,692.00)	(159,825.00)
拨备前利润	288,616.00	320,638.00	356,511.00
贷款损失准备支出	(38,330.00)	(42,666.00)	(59,264.00)
税前利润	251,439.00	279,806.00	299,086.00
净利润	193,602.00	215,122.00	228,247.00
财务指标（%）	2012	2013	2014
核心（一级）资本充足率	11.32	10.75	12.12
资本充足率	14.32	13.34	14.87
不良贷款率（不良贷款/总贷款）	0.99	0.99	1.19
（不良贷款+关注贷款）/总贷款	3.71	3.38	4.17
贷款损失准备/（不良贷款+关注贷款）	72.55	78.88	63.76
不良贷款/（资本+贷款损失准备）	6.48	6.54	7.52
净息差（净利息收入/平均盈利资产）	2.70	2.67	2.74
拨备前利润/平均总资产	2.20	2.19	2.22
平均资本回报率（净利润/平均总资本）	21.92	21.26	19.62
平均资产回报率（净利润/平均总资产）	1.47	1.47	1.42
非利息净收入占比（非利息净收入/净营业收入）	22.39	22.33	21.04
成本收入比（非利息费用/净营业收入）	36.59	36.07	35.64
总贷款/总存款	66.23	70.28	73.45

注：中国建设银行数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

附六：基本财务指标的计算公式

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+应付短期融资券+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计） / 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均净额

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））

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

附七：基本财务指标的计算公式

1. 拨备前利润 = 税前利润 + 贷款损失准备 - 营业外收支净额 - 以前年度损失调整

2. 非利息净收入 = 手续费及佣金净收入 + 汇兑净收益 + 公允价值变动收益 + 投资净收益 + 其他净收入

3. 净营业收入 = 利息净收入 + 非利息净收入

4. 资本资产比率 = (所有者权益 + 少数股东权益) / 资产总额

5. 不良贷款率 = 五级分类不良贷款余额 / 贷款总额

6. 拨备覆盖率 = 贷款损失准备 / 不良贷款余额

7. 净息差 = 净利息收入 / 平均盈利资产 = (利息收入 - 利息支出) / [(当期末盈利资产 + 上期末盈利资产) / 2]

8. 盈利资产 = 现金 + 贵金属 + 存放中央银行款项 + 存放同业款项 + 拆放同业款项 + 买入返售资产 + 贷款及垫款 + 证券投资 (含交易性、可供出售、持有到期和应收款项类投资)

9. 平均资本回报率 = 净利润 / [(当期末净资产 + 上期末净资产) / 2]

10. 平均资产回报率 = 净利润 / [(当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2]

11. 平均风险加权资产回报率 = 净利润 / [(当期末风险加权资产总额 + 上期末风险加权资产总额) / 2]

12. 非利息收入占比 = 非利息净收入 / 净营业收入

13. 成本收入比 = 非利息费用 / 净营业收入

14. 资产费用率 = 非利息费用 / [(当期末资产总额 + 上期末资产总额) / 2]

15. 非利息费用 = 营业费用 (含折旧) + 营业税金及附加 + 资产减值损失准备支出 - 贷款损失准备支出

16. 市场资金 = 中央银行借款 + 同业存款 + 同业拆入 + 票据融资 + 卖出回购 + 短期借款及债券 + 长期借款及债券

附八：主体信用等级的符号及定义

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。

附九：债券信用等级的符号及定义

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。

附十：中票信用等级的符号及定义

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。

附十一：短期融资券信用等级的符号及定义

等 级	含 义
A-1	为最高级短期融资券，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