



信用等级通知书

信评委函字[2016]G111-1号

北京首都开发控股（集团）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拟发行的“北京首都开发控股（集团）有限公司公开发行2016年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年二月二十六日

北京首都开发控股（集团）有限公司 公开发行 2016 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	北京首都开发控股（集团）有限公司
发行规模	人民币 7.50 亿元
债券期限	5 年
债券利率	本次债券票面年利率将通过询价方式，由发行人与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率；本次债券采用单利按年计息，不计复利。
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

首开集团	2012	2013	2014	2015.H1
总资产（亿元）	895.41	1,102.32	1,172.70	1,297.15
所有者权益（亿元）	152.18	173.46	192.53	205.87
总债务（亿元）	352.16	471.29	502.82	604.45
营业收入（亿元）	159.87	191.39	234.24	82.91
营业毛利率（%）	41.12	33.96	34.39	45.38
EBITDA（亿元）	41.92	40.43	51.83	-
所有者权益收益率（%）	13.62	13.16	14.88	11.41
资产负债率（%）	83.00	84.26	83.58	84.13
总债务/EBITDA（X）	8.40	11.66	9.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.73	1.18	1.29	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、首开集团2013、2014年其他流动负债中“短期融资券”余额分别调至当年短期债务及总债务中；
3、首开集团2015年6月所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定“北京首都开发控股（集团）有限公司公开发行 2016 年公司债券”的信用级别为 AA⁺，该级别反映了本次债券信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了首开集团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。中诚信证评肯定了公司股东背景雄厚，区域竞争优势明显，盈利能力较好，以及具备良好的流动性补充渠道等有利评级因素。同时，中诚信证评也关注到房地产行业景气度波动、公司财务杠杆水平偏高以及未来面临一定的资本支出压力等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

正 面

- 雄厚的股东背景。公司系由北京国有资本经营管理中心控股的北京市国资委下属大型房地产开发企业，同时也是北京市保障房建设骨干企业，在北京市具有较强的项目获取能力。
- 明显的区域竞争优势。公司在北京市具有丰富的项目开发经验及很高的市场知名度，其签约销售面积多年位于北京市房地产企业前列，同时也是北京地区拥有土地储备最多的房地产开发企业之一。
- 盈利能力较好。依托较强的区域竞争优势和较强的项目获取能力，近年来公司收入规模持续增长，毛利率亦处于行业良好水平，主要盈利能力指标表现较好。
- 良好的流动性补充渠道。公司与多家银行均保持良好的合作关系，截至 2015 年 6 月末共获得银行授信额度合计 643.57 亿元，未使用授信额度为 338.36 亿元，备用流动性较为充足；同时，公司旗下上市公司首开股份亦具有较强的直接融资能力，能够在融资渠道方面为公司提

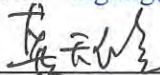
供有效支持。

关 注

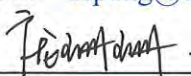
- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，行业环境的变化或将对首开集团经营战略的实施提出更高要求。
- 财务杠杆比率偏高，未来面临一定的资金压力。近年来随着业务规模的快速发展，公司对外部融资依赖程度较高，资产负债率处于较高水平。公司现有项目的持续推进以及未来新增土地储备将给其带来较大的资金需求，公司未来面临一定的资金压力。

分 析 师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn



庞珊珊 sspang@ccxr.com.cn



赵 敏 mzhao@ccxr.com.cn



Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年2月26日



信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

北京首都开发控股（集团）有限公司（以下简称“首开集团”或“公司”）是在北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）主导下，由北京城市开发集团有限责任公司（以下简称“城开集团”）和北京天鸿集团公司（以下简称“天鸿集团”）两家集团公司合并组建成立的国有独资企业，初始注册资本 10 亿元。2009 年 3 月，根据北京市国资委京国资[2009]70 号文件，北京市国资委将公司划转注入北京国有资本经营管理中心（以下简称“北京国资中心”）。根据 2012 年 12 月和 2013 年 10 月北京市国资委下达的《关于拨付 2012 年国有资本经营预算资金的通知》、《关于拨付 2013 年国有资本经营预算资金的通知》，北京市财政局分别拨付 1.8 亿元和 1.5 亿元用于增加公司国家资本金。截至 2014 年 12 月 31 日，公司注册资本增至 13.3 亿元，北京市国资委通过北京国资中心持有公司 100% 股权，为公司实际控制人。

公司目前主要从事房地产开发、持有型物业经营管理业务，具有房地产开发一级资质，是北京国资中心下属最大的以房地产开发为主业的国有企业。截至 2014 年末，公司合并范围的全资及控股二级子公司共 17 家。其中，控股子公司北京首都开发股份有限公司（以下简称“首开股份”）于 2001 年 3 月 12 日在上海证券交易所挂牌上市，股票代码 600376，是公司最主要的经营主体，公司合计持有首开股份 57.32% 股份。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 1,172.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 192.53 亿元，总负债 980.17 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 83.58% 和 71.91%；2014 年公司共实现营业收入 234.24 亿元，净利润 28.64 亿元，经营活动净现金流为 16.78 亿元。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司资产总额 1,297.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 205.87 亿元，总负债 1,091.28 亿元，资产负债率及总资本化比率分别为 84.13% 和 74.28%；2015 年 1~6 月公司共实现营业收入 82.91 亿元，净利润 11.74 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券概况

债券概况	
债券名称	北京首都开发控股（集团）有限公司公开发行 2016 年公司债券
发行规模	人民币 7.5 亿元
债券期限	5 年
债券利率	本次债券票面年利率将通过询价方式，由发行人与主承销商协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率；本次债券采用单利按年计息，不计复利
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	用于偿还公司债务、调整债务结构、补充营运资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

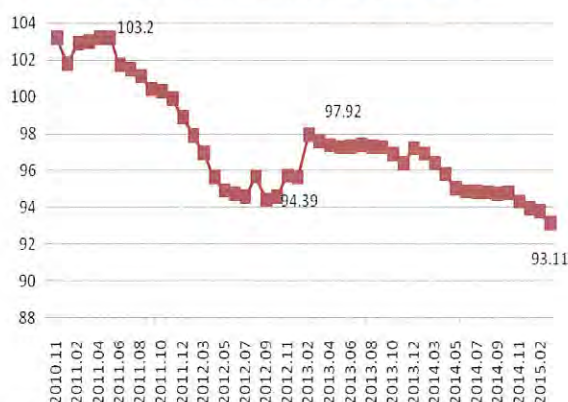
全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59；至 2009 年 3 月探底至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012

年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.39，较2011年末降低4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较2012年有所回升，国房景气指数全年保持在97左右。2014年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至2014年12月末，国房景气指数为93.93点。进入2015年，国房景气指数延续下滑态势，截至3月末，国房景气指数回落至93.11，较上年末下降0.82点。

图1：2010.11~2015.03 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012年全国共完成房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。2013年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.8%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资95,036亿元，增速已经下降至10.5%。2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势，2015年1~3月，全国房地产开发投资16,651亿元，同比名义增长仅为8.5%。

图2：2012.03~2015.03 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积177,334万平方米，下降7.3%。2013年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较2012年呈明显提升，2013年全国房屋新开工面积201,208万平方米，较2012年增长13.5%，增幅提高2个百分点。2014年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014年，房地产新开工面积179,592万平方米，同比下降10.7%。2015年一季度，房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度，房地产新开工面积23,723.62万平方米，同比下降18.45%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，较2011年下降19.5%；土地成交价款7,410亿元，同比下降16.7%，降幅较2011年扩大6.4个百分点。2013年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地

市场也迎来了成交高峰。2013 年,房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米,比上年增长 8.82%,土地成交价款 9,918 亿元,增长 33.9%,增速提高 2.4 个百分点。2014 年,伴随着房地产销售情况的下滑,房地产业购置面积同比出现下降,当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米,同比下降 14.0%;但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市,同期土地成交价款为 10,019.88 亿元,同比增长 1.0%。2015 年一季度,房地产业土地购置面积 4,051.42 万平方米,同比下滑 32.37%,同期房地产业土地成交价款下滑 27.82%至 1,123.16 亿元。

从销售情况看,2012 年随着调控政策效益的显现,房地产市场需求出现萎缩,商品房销售增长缓慢,2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米,同比增长 1.8%,增速降低 3.1 个百分点;商品房销售额 64,456 亿元,同比增长 10%,增速降低 2.1 个百分点,商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下,房地产投机性需求得以遏制,刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013 年,刚性和改善性需求出现集中释放,当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米,比上年增长 17.3%,增速比 2012 年提高 15.5 个百分点;其中,住宅销售面积增长 17.5%,办公楼销售面积增长 27.9%,商业营业用房销售面积增长 9.1%。商品房销售额 81,428 亿元,增长 26.3%,增速比 2012 年提高 16.3 个百分点;其中,住宅销售额增长 26.6%,办公楼销售额增长 35.1%,商业营业用房销售额增长 18.3%。

2014 年,受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响,全国商品住宅销售面积同比持续下降,带动商品房销售量加速下滑。2014 年,全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元,同比分别下降 7.6%和 6.3%;其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1%和 7.8%。在销售下滑和高库存的双重压力下,住房价格涨幅趋缓,2014 年 1~4 月,百城住宅价格指数环比虽有增长,但涨幅亦逐步缩小,自 2014 年 5 月以来,百城指数环比已经连续下降 9 个月。2015 年一季度全

国商品房销售面积与销售额分别为 18,254 万平方米和 12,023 亿元,同比分别下降 9.23%和 9.34%,仍呈现下跌态势;同期百城住宅价格亦延续 2014 年四季度下跌态势,但跌幅有所收窄,累计小幅下跌 0.18%。

随着房地产市场短期供大于求,导致库存量连续攀升。截至 2014 年末,全国商品房待售面积 6.22 亿平方米,较 2013 年末增加 1.29 亿平方米。其中,住宅待售面积 4.07 亿平方米,较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年 3 月商品房待售面积 6.50 亿平方米,同比增加 24.6%,增幅在连续 3 个月下滑后首次扩大,待售面积创历史新高。

从房地产企业资金来源看,从房地产企业资金面的情况看,2014 年,房地产开发企业到位资金 121,991 亿元,比 2013 年下降 0.1%。结构上看,自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主要的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位,这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。

表 2: 2012~2014 年房地产开发投资资金来源

单位: 亿元、%			
指标	2012	2013	2014
资金来源合计	96,538	122,122	121,991
同比增长率	12.7	26.5	-0.1
其中: 自筹资金	39,083	47,425	50,419
占比	48.48	38.83	41.33
同比增长	11.7	21.3	6.3
国内贷款	14,778	19,673	21,242
占比	15.31	16.11	17.41
同比增长	13.2	33.1	8.0
利用外资	402	534	639
占比	0.42	0.44	0.52
同比增长	-48.8	32.8	19.7
其他来源	42,275	54,491	49,689
占比	43.79	44.62	40.73
同比增长	14.7	28.9	-8.8

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

2014 年, 全国房地产到位资金 12.20 万亿元, 同比下降 0.1%。其中, 2014 年其他来源资金 4.97 万亿元, 同比下降 8.8%, 该类资金占比也下降至 40.73%; 在其他来源资金中, 定金及预收款 3.02 万亿元, 同比下降 12.4%, 个人按揭贷款 1.37 万亿

元,同比下降2.6%。自筹资金和国内贷款同比增速分别为6.3%和8.0%,占比分别提高至41.33%和17.41%。从房地产贷款余额的结构看,个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分,在房地产贷款中的占比一直保持在60%以上。截至2014年末,全国个人购房贷款余额为11.52万亿元,个人购房贷款占房地产贷款总额的66.32%,房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为32.41%。

另外,在抑制房地产投资性需求的同时,政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求,近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据,2012~2014年,保障性住房开发贷款余额同比增速分别46.6%、26.7%和57.2%,连续保持高速增长。2014年末,保障性住房开发贷款余额达1.14万亿元,占同期房产开发贷款的26.64%。

行业政策

从房地产的发展过程来看,房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008年受金融危机的影响,房地产行业出现短暂衰退,国家出台刺激性救市政策,此期间房价经历由跌到快速上涨的V字型走势。2010年以来,为了遏制房价快速上涨,国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策,各地纷纷出台相应的细化措施,强化行业政策的执行和监督力度。2011年,在“调结构,稳物价”的大背景下,中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地,“限购”、“限贷”等政策全面升级,限购城市从2010年的不足20个,大幅增加近50个。2012年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013年全国房地产市场调控基调贯彻始终,但不同城市政策导向出现差别化。年初,国务院出台“新国五条”,进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来,新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定,不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进,而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。

2014年继“两会”上中央提出分类调控后,地方

政府纷纷自主出台调整政策,集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面,南宁率先松绑限购政策,之后其他限购城市陆续放松限购,10月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购;对于更为重要的资金层面,中央政府相继出台央五条、定向降准,以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费,支持居民合理的住房需求。

自2014年下半以来,政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014年9月30日,中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》,从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持;2015年3月30日,中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房,最低首付款比例调整为不低于40%;同日,财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》,购买2年以上普通住房销售免征营业税。与此同时,中国人民银行多次宣布降准,以缓解银行可贷资金不足问题,促进上述政策实际落地;此外,上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地;津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表3：2014年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局,开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度,加快组建不动产登记局,扎实开展不动产统一登记
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策,满足首套自住购房的贷款需求,切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税立法工作,在其出台之前,不动产登记、住房信息联网等将先期进行
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划》,2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60%左右,户籍人口城镇化率达到 45%左右。
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存贷准备金率
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始,用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度,用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台
2014.05	央五条	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求;合理确定首套房贷款利率水平;及时审批和发放符合条件的个人住房贷款;严格执行个人住房贷款各项管理规定;加强对住房贷款风险的监测分析
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持,包括增加棚改相关的城投发债指标,放宽棚改概念企业债发行条件,推出项目收益类债券、扩大贷债范围等举措
2014.06	中国人民银行	从 2014 年 6 月 16 日起,对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作座谈会》,对房地产政策完善提出了三点落实意见:千方百计消化库存;进一步加强房地产结构调整;完善房地产项目周边配套设施
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》,放松了“二套房”贷款的认定标准
2014.10	住建部、财政部和中国人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》,放宽公积金贷款条件,职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款,并取消四项收费
2014.11	中国人民银行	自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》(一号文件):探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点;自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》,要求 2015 年各地有供、有限,合理安排住房和其用地供应规模;优化住房供应套型,促进用地结构调整;多措并举,统筹保障性安居工程建设;部门联动,加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布,二套房款首付可低至四成
2015.03	中国财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求,购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见,明确规定 15 部委要负责坚持分类指导,因地制宜,落实地方政府主体责任,支持居民自住和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 5 月 11 日起下调金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%,一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%;同时结合推进利率市场化改革,将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍
2015.06	中国人民银行	自 2015 年 6 月 28 日起针对性地对金融机构实施定向降准、下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。(1)对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率 0.5 个百分点。(2)对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率 0.5 个百分点。(3)降低财务公司存款准备金率 3 个百分点,进一步鼓励其发挥好提高企业资金运用效率的作用。(4)金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%;一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%;其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

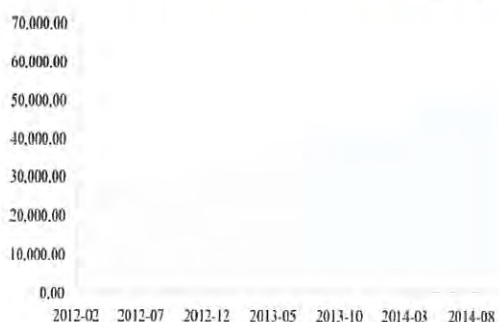
行业关注

2014 年下半年以来，政策层面对房地支持持续增强，但政策效果仍有待观察，短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014 年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在 2014 年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从 2014 年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。2015 年 3 月末商品房待售面积 64,998 万平方米，同比增加 24.6%，增幅在连续 3 个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高；另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将去库存为主基调。

图 3：近年来全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2014 年全国行业排名前 10 的房产企业销售额占全国市场的比例从 2013 年的 13.72% 上升至 17.19%，增加了 3.47 个百分点，升幅同比提升了 2.51 个百分点；前 20 和前 50 的房产企业同比也分别提升了 4.27 个百分点和 5.42 个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

竞争优势

项目区域布局优势

公司确定以“巩固根基、择机布点、选点带面”为原则，通过巩固和扩大北京的市场的基础，立足已进入的外埠城市，适时向区域重点城市延伸，形成较为合理的全国战略布局。截至 2015 年 6 月 30 日，公司全部在建及拟建项目总规划建筑面积约 1,801.38 万平方米，主要集中在北京、苏州、福州、贵阳、扬州、厦门、沈阳、太原、杭州、廊坊及葫芦岛等城市，其中京内项目在建及拟建面积 476.05 万平方米，京外项目在建面积 1,325.33 万平方米。

同时，公司对进入城市的前期可行性研究较为详尽，对新进入区域的选择也较为慎重，目前公司项目所在区域主要处于经济发达地区和具有较大潜力的一、二、三线城市。未来公司仍将加大京外项目的拓展力度，但对于拓展区域仍将做好区域市场调研和产品定位，以提高项目后续的去化速度和盈利能力。总体来看，公司对项目区域的选择较为慎重，在建拟建项目的区域分布合理，可为公司规避部分区域结构性过剩、去化速度过慢的相应风

险。

京内开发经验丰富，具备较高的品牌影响力

公司是北京市最早从事房地产开发的大型国有企业，同时也是北京市保障性住房建设的骨干企业。公司前身城开集团和天鸿集团均为北京市国有大型房地产开发企业，在北京市场具有近 30 年的房地产开发经验，累计开发面积超过 4,000 万平方米，擅长开发超大型住宅社区，包括规模超百万平方米的方庄小区、回龙观文化居住区和望京新城等，具备大型项目开发的经验和能力。2012~2014 年，首开集团在北京的签约销售额分别为 163 亿元、139 亿元和 132 亿元。根据克尔瑞信息集团的统计，以备案成交金额为口径，2013~2014 年首开集团下属子公司——首开股份在北京的商品房成交金额排名分别为第一及第四位，在北京保持领先地位。

表 4：2013~2014 年北京市房地产企业备案成交金额

单位：亿元

公司	2013		2014	
	金额	排名	金额	排名
万科	106.15	5	183.80	1
金隅股份	121.01	3	158.95	2
金融街	-	-	147.70	3
首开股份	133.93	1	142.47	4
保利地产	100.56	7	97.25	5
融创中国	123.10	2	85.27	6

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

与此同时，公司还先后参与了亚运村、大运村、奥运村和国家体育馆等一批国家重点项目建设，并在此过程中树立了良好的品牌形象，同时亦与政府部门、金融机构建立了良好的合作关系，在北京地区具有优势的行业地位和市场影响力。公司

丰富的项目开发经验和品牌知名度为其在行业市场整合加速过程中具备竞争优势。

较强的项目获取能力

受益于公司在京内丰富的房地产开发运作经验以及较高的行业地位，公司在北京区域具有一定规模、价格较为低廉的优质项目资源。截至 2015 年 6 月 30 日，公司在北京地区拥有控制权的在建、拟建项目数量达到 18 个，总建筑面积 476.05 万平方米，可为公司后续京内项目的开发和盈利提供有利保障。由于近年一线城市土地市场交易价格上涨速度较快，对各大房地产开发商的资本实力、现金流规模和项目获取能力均提出更高要求。

同时，近年来公司有选择性地与全国性大型房地产开发企业进行合作开发，先后与保利房地产（集团）股份有限公司、万科企业股份有限公司等领先的房地产开发企业合作开发项目 11 个，总建筑面积达到 213.33 万平方米。合作拿地模式能够在提升公司项目获取能力的同时，降低拿地成本并减轻了相应的资金支付压力，使得公司的同类产品具有更低的成本优势和更高的盈利空间。

业务运营

目前公司业务主要包括房地产开发和物业管理业务，2012~2014 年公司分别实现营业收入 159.87 亿元、191.39 亿元和 234.24 亿元，近三年复合增长率为 21.04%。其中，房地产开发业务是公司收入和利润的主要来源，近三年公司房地产销售收入占主营业务收入比重均超过 90%，主业表现稳定。

表 5：2012~2014 年公司主营业务收入结构与毛利率情况

单位：亿元

业务	2012			2013			2014		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房产销售	147.7	93.59%	40.97%	173.51	91.68%	31.43%	219.86	94.95%	34.58%
物业管理	6.73	4.26%	29.78%	6.34	3.35%	34.88%	6.99	3.02%	32.94%
出租经营	1.06	0.67%	75.80%	1.59	0.84%	77.39%	1.94	0.84%	42.39%
其他	2.33	1.45%	-10.01%	7.82	4.09%	71.17%	2.78	1.19%	37.76%
合计	157.81	100%	40.68%	189.26	100%	33.58%	231.56	100%	34.06%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

房地产开发业务

公司房地产开发业务板块运营主体主要包括首开股份、北京首开中晟置业有限责任公司（以下简称“中晟置业”）和北京宝晟住房股份有限公司（以下简称“宝晟住房”）。其中，首开股份开发项目以商品房住宅类开发和销售为主，项目定位为中高档住宅和普通住宅相结合，区域布局坚持“巩固根基、择机布点、选点带面”的原则，在巩固和扩大北京的市场的基础上，立足已进入的外埠城市，适时向区域重点城市延伸，截至目前公司已先后进入天津、重庆、辽宁、山西、山东、江苏、湖北、福建、四川、贵州、海南等地区，逐步形成较合理的全国布局。

商品房开发模式方面，公司根据不同产品类别，实行差别化的盈利模式，对于高档住宅开发项目和商业地产开发项目，采取以“高溢价”为主导的盈利模式；对于中档住宅和普通住宅开发采取“快周转”为主导的盈利模式。公司实行的差别化的盈利模式有利于公司在盈利能力和资金运营效率两个方面寻求一定平衡，并通过各项目的节点控制节奏来平抑政策对业绩的影响和提升盈利空间。项目运作情况方面，在近年来房地产调控持续的背景下，公司商品房开发节奏有所波动，2012~2014年公司开工面积分别为215万平方米、171万平方米和266万平方米，同期竣工面积分别为131万平方米、189万平方米和183万平方米。

表 6：2012~2015.H1 公司商品房（不含保障房）

开工及竣工情况

单位：万平方米

项目	2012	2013	2014	2015.H1
新开工面积	215	171	266	29
竣工面积	131	189	183	55
期末在建面积	728	809	831	660

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

保障房建设方面，公司保障房业务运营主体主要包括首开股份、中晟置业和宝晟住房，市场定位以北京市场为主，保障房项目类型主要包括限价商品房和经济适用房。2012~2014年，公司保障房项目新开工面积分别为15万平方米、55万平方米和46万平方米；同期竣工面积分别为36万平方米、42万

平方米和17万平方米。

表 7：2012~2015.H1 公司保障房项目运营情况

单位：万平方米、亿元

项目	2012	2013	2014	2015.H1
新开工面积	15	55	46	6
竣工面积	36	42	17	2
期末在建面积	107	89	129	110

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2015年6月30日，公司在建及拟建房地产项目（含保障房项目）共44个，其中在建项目34个，规划建筑面积合计1,643.96万平方米，期末在建面积770万平方米；拟建项目10个，规划建筑面积合计157.42万平方米，其中权益建筑面积135.38万平方米，项目资源储备丰富。项目区域分布方面，目前公司京内地区在建及拟建项目共18个，规划建筑面积合计476.05万平方米，占比26.43%；京外项目主要分布于苏州、太原、贵阳、葫芦岛、福州等地。整体看，公司较大规模的在建及拟建项目可为其未来业务规模的持续增长提供较好的保障，但随着项目开发建设，公司或面临一定资本支出压力。

表 8：截至 2015 年 6 月末公司在建及拟建项目分布明细

单位：万平方米

项目	个数	规划建筑面积	建面占比	权益面积
北京	18	476.05	26.43%	450.89
廊坊	1	42.62	2.37%	42.62
苏州	4	158.81	8.82%	107.54
扬州	2	66.01	3.66%	55.07
海门	1	91.03	5.05%	91.03
厦门	1	43.61	2.42%	43.61
太原	1	138.08	7.67%	117.37
沈阳	2	102.31	5.68%	102.31
绵阳	1	61.74	3.43%	61.74
贵阳	1	173.05	9.61%	156.90
葫芦岛	1	179	9.94%	179.00
福州	3	141.72	7.87%	62.45
大连	2	39.61	2.20%	31.45
杭州	3	33.13	1.84%	27.58
广州	2	25.62	1.42%	12.81
海口	1	28.99	1.61%	28.99
合计	44	1,801.38	100.00%	1,571.35

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目的签约和销售情况来看，在近年来房地产行业景气度不佳的背景下，公司项目销售情况亦

有所下滑。2012~2014年公司分别实现销售面积191万平方米、178万平方米和157万平方米；同期签约金额228亿元、223亿元和214亿元。而受益于产品结构改善及较强的品牌实力，公司商品房销售价格呈增长态势，2012~2014年成交均价分别为1.24万元/平方米、1.32万元/平方米和1.48万元/平方米；同期保障房项目销售均价受项目结算不同而存在一定波动，分别为0.81万元/平方米、1.05万元/平方米和0.76万元/平方米。

从销售区域分布来看，公司房地产销售主要来自于京内区域，2014年京内区域销售面积和签约金额占比分别达52.87%和61.68%。未来随着北京地区土地供给减少以及土地成本的过快上涨，公司中长期的销售及利润贡献将向京外项目有所倾斜。考虑到公司对于京外拓展区域的选择较为慎重、拓展区域目标较为明确且主要拓展区域的经济环境、市场需求及相应的购买能力都可对房地产市场形成一定支撑，中诚信证评认为公司未来京内、京外项目的销售仍具有一定保障。

表 9：2012~2015.H1 公司房地产开发项目运营情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

项目	2012	2013	2014	2015.H1
销售面积	191	178	157	66
其中：商品房	170	136	132	65.84
保障房	21	42	25	0.16
签约金额	228	223	214	94
其中：商品房	211	179	195	93.88
保障房	17	44	19	0.12
成交均价	1.19	1.25	1.36	1.42
商品房	1.24	1.32	1.48	1.43
保障房	0.81	1.05	0.76	0.75

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 10：2012~2015.H1 公司项目销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元

项目	2012		2013		2014		2015.H1	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
北京	120	163	101	139	83	132	17	45
京外	71	65	77	84	74	82	48	49
合计	191	228	178	223	157	214	66	94

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，近年来公司在巩固北京地区储备量的基础上，继续加大外地市场拓展力度。2013年公司新增项目地上规划面积合计 231.3 万平方米，主要获取方式为公开市场和股权收购，包含北京地区 12 个地块以及京外深耕城市苏州、厦门、杭州、大连等 9 个地块。2014 年以来，在房地产景气度下降的背景下，公司对土地资源的获取更加谨慎，主要以合作形式参与土地招拍挂或以并购方式获取京内外重点城市的土地资源，全年公司在北京、福州、海口等城市共取得 7 个地块，地上建筑面积合计约 85.9 万平方米，其中北京地区占比约为 70%。截至 2015 年 6 月末，公司土地储备面积合计 804 万平方米，公司仍为北京地区拥有土地储备最多的房地产开发企业之一，其在京外项目主要位于杭州、大连、厦门、苏州、扬州、沈阳等经济较为发达的二、三线城市。

总体来看，公司房地产开发业务近年发展较快，销售规模稳步增长，区域布局日趋合理，土地储备较为充足，整体业务发展情况良好。此外，公司近年来继续加大保障房建设力度，尽管这部分业务对公司整体盈利水平影响较小，但业务具有明显的社会效益和战略地位。由于公司未来仍有较大规模的土地储备和项目建设的资金需求，对公司的资本支出压力应予以关注。

物业经营和管理

公司物业经营业务主要由首开股份负责运营，主要为酒店、办公楼和街区商业等持有型物业经营。截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有 51 个持有物业，建筑面积合计为 39.14 万平方米，其中酒店约 10.63 万平方米、办公楼 10.86 万平方米、街区商业 7.22 万平方米。

酒店业务板块，公司的酒店以四星级酒店为主，分别位于北京、深圳、苏州、三亚等地，主要包括北京宝辰饭店、北京丽亭华苑酒店和苏州太湖宝岛花园酒店。其中，北京酒店经营情况良好，平均出租率均在 60%以上；苏州太湖宝岛花园酒店 2014 年出租率则仅为 31%。商业物业出租方面，公司办公楼和街区商业均位于北京，主要包括北京市

发展大厦和北京市华宝大厦 5 号楼，客户主要为事业单位和大型连锁企业，客户稳定性较好，2014 年出租率分别为 99% 和 83%。2012~2014 年公司出租经营分别实现营业收入 1.06 亿元、1.59 亿元和 1.94 亿元。

表 11：2014~2015.H1 公司持有主要商业物业运营情况

单位：万平方米、万元、%

项目名称	物业类型	建筑面积	2014		2015.H1	
			租赁收入	平均出租率	租赁收入	平均出租率
北京发展大厦	办公	5.20	14,379	99	7,457	97
北京市华宝大厦 5 号楼	办公	2.65	2,531	83	973	77
北京宝辰饭店	酒店	3.40	5,301	61	2,407	62
北京丽亭华苑酒店	酒店	3.30	7,380	68	3,826	71
苏州太湖宝岛花园酒店	酒店	2.90	1,580	58	565	27

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司旗下拥有 6 家全国物业管理一级资质的物业公司，主要运营主体为下属子公司北京首开鸿城实业有限公司（以下简称“鸿城实业”），业务范围主要包括保障性住房和普通商品住宅物业管理、中高档物业管理以及围绕房地产产业链开展的增值服务。经过多年发展，目前公司旗下物业分布于北京、江苏、浙江、广东、深圳、福建、山东、四川、贵州、河北等地，物业管理面积已达 3,000 万平方米，在管项目 200 余个。2012~2014 年，公司物业管理分别实现营业收入 6.73 亿元、6.34 亿元和 6.99 亿元。

总体看，公司持有型物业经营及物业管理营业收入规模相对较小，但具有一定的稳定性，是公司稳定的现金流来源之一，同时较为优质的持有型物业也可为公司融资提供一定支持。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》及《公司章程》的规定，设立了董事会、监事会和经营管理层，并结合公司实际情况，建立了包括董事会、监事和高级管理人员在内的健全有效的法人治理结构。公司不设股东会，由北京市国资委行使出资人职责；董事会由 8 名董事组成，对北京市国资委负责，依法行使企业

的经营决策权；公司设 6 名监事，依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司和公司全体股东的合法权益，对股东负责并报告工作。公司设总经理，总理由董事会聘任或者解聘，总经理主持负责公司全面日常经营、管理工作，向董事会负责。

内部管理

在内部控制方面，公司在重大投融资决策、财务管理、预算管理等方面建立了一系列的规章制度。

重大事项决策制度方面，公司根据《董事会议事规则》，其经营方针、重大投资计划、年度财务预算方案、发行债券方案等事项需由董事会审议决定并向北京市国资委报批；年度经营计划、年度融资计划、抵押担保事项、向境外投资等高风险业务等事项需董事会审议决定并向市国资委报告或报备；经出资人备案的年度投资计划中相应项目投资金额 5%~10% 的调整方案、重大投融资项目的决策程序、投资收益的内部控制指标等事项需董事会审议并决定。董事会会议分为定期会议和临时会议，由董事长召集并主持，议题由董事、总经理和监事会提出，表决实行一人一票制，全体董事三分之二以上通过后有效。

在财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》等有关规定，并结合公司实际情况制定了财务管理制度。其中资金管理方面，公司资金管理原则为资金统一调度、拨付的资金专款专用、实行收支两条线管理、资金有偿使用。对二级子公司管理方面，由财务部统一对二级企业财务负责人进行管理，二级以下企业财务负责人由其上级企业统一管理，报财务部备案。

在预算管理方面，公司根据《全面预算管理办法（试行）》，实行全面预算管理。全面预算由生产经营预算、项目投资预算、企业财务预算等构成。在对下属子公司的控制方面，预算管理按“集团公司—股份、实业公司、事业部”两级管理，上一级预算单位负责下一级预算单位的组织领导，下级预算单位接受上一级预算单位的领导和监管，成立全

面预算管理委员会，设立全面预算管理办公室，制定相关制度，明确相应职责。

总体看，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。

战略规划

公司定位和总体发展战略是做强做优“房地产开发及经营管理”主业，通过“发展三类业态，布局三级地域，实施双轮驱动，突出三个重点”，实现跨越发展，具备整体上市条件，成为营业收入超 300 亿元的市国有经济支柱企业、北京市保障性住房建设的骨干企业，以及具有较强国内竞争力和品牌影响力的房地产业集团。

首开集团产业链中共有房地产开发、物业经营和物业管理三类主要业态，未来公司将促进各业务协调发展，形成集团发展合力，同时按照“稳固京内、发展京外、拓展境外”的区域发展思路，巩固在北京的商品房市场地位，确立在保障性住房领域的领先优势。立足京外现有市场，择机进入区域重点城市，完善全国战略布局；把握境外市场发展机遇，寻求低投资风险的国家、地区中具有长期投资价值的项目，逐步向国际化公司迈进。同时坚持双轮驱动发展模式，使资本运营成为助推产业发展的强大引擎；把握发展路径中的关键环节，突出“整合、提升、跨越”三个战略重点，实现集团跨越发展。

具体来看，公司将按照规划要求，全面推进各方面工作：改变原有的依靠规模增长的粗放发展方式，向规模和效益并重的集约化方式转变；坚持双轮驱动，分拆商业地产业务，力争再造一个上市公司，实现境外上市融资，对接国际资本市场，提高资本证券化率；多渠道、多方式筹资，控制融资成本，降低资产负债率；调整区域布局，巩固北京市场，深耕已进入的市场前景较好的区域市场，逐步退出问题市场，择机进入广州等一线城市和部分具有发展潜力的二线城市；优化产品结构，加大京内旧改、棚改项目获取力度，聚焦优势产品，同时细分市场，准确定位客户群，深化绿色建筑战略，打

造首开特色产品；强化管理提升，通过合作等方式，学习标杆企业管理经验，提升项目运营水平，并通过体制机制调整创新，提升企业管控水平；拓展境外业务，增加境外开发业务投入，优化持有型物业，巩固成熟业务区域，拓展新领域，为首都国有经济参与“一路一带”建设发挥功能作用。

总体来看，公司结合自身实际制定的战略规划比较稳健和清晰，其发展战略有望逐步实现。

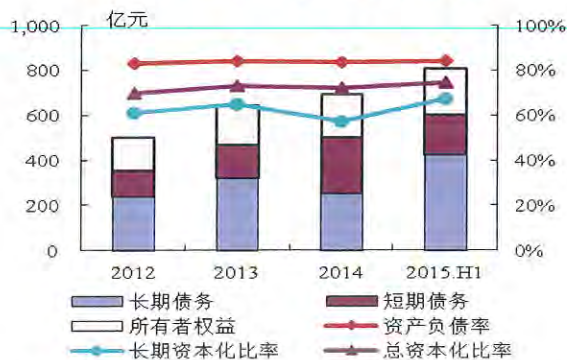
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经致同会计师事务所审计并出具 2012~2014 年带强调事项段的无保留意见审计报告¹，以及未经审计的 2015 年 6 月财务报表。

资本结构

近年来，随着房地产开发业务规模的扩张，公司资产规模持续增长。2012~2014 年末，公司资产总额分别为 895.41 亿元、1,102.32 亿元和 1,172.70 亿元，年均复合增长率为 14.44%；同期负债总额分别为 743.22 亿元、928.86 亿元和 980.17 亿元，年均复合增长率为 14.84%。所有者权益方面，得益于公司房地产开发业务较强的盈利能力，其利润累计亦不断夯实其自有资本，2012~2014 年所有者权益分别为 152.18 亿元、173.46 亿元和 192.53 亿元，近三年年均复合增长率为 12.48%。

图 4：2012~2015.H1 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

¹ 该强调事项段涉及的事项为：公司子公司北京首开天鸿集团有限公司房地产项目尚未清理完毕，截至 2014 年 12 月 31 日，天鸿集团尚未结转回龙观小区等老项目放款 34.20 亿元，尚未结转老项目成本 13.93 亿元。上述不确定事项可能对财务报表产生重大影响。但该强调事项不影响已发表的审计意见。

财务杠杆比率方面，公司近年来负债规模增速与自有资本增速基本持平，财务杠杆比率呈现稳定态势，2012~2014 年末公司资产负债率分别为 83.00%、84.26% 和 83.58%，净负债率分别为 97.86%、150.84% 和 158.76%；同期总资本化比率分别为 69.83%、73.10% 和 72.31%。另截至 2015 年 6 月 30 日，公司资产总额和负债总额分别增至 1,297.15 亿元和 1,091.28 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 84.13% 和 74.59%，与行业内上市公司相比，公司负债率处于相对较高水平。考虑到公司业务发展规划中仍有较大规模的项目开发及土地储备支出的资金需求，中诚信证评将对公司的财务结构以及可能面临的债务压力给予持续关注。

表 12：截至 2014 年末公司与部分房地产上市公司
资本结构比较

单位：亿元、%

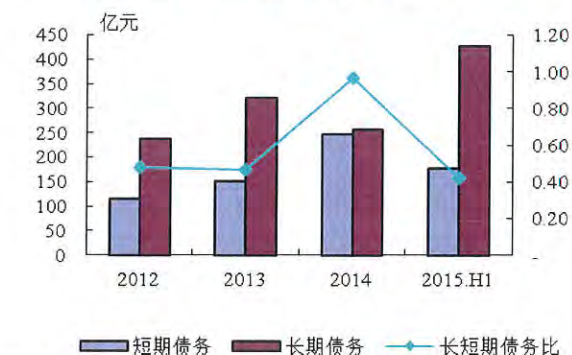
公司	总资产	资产负债率	净负债率
万科 A	5,084.09	77.20	5.41*
保利地产	3,657.66	77.89	106.23
中海发展	3,509.37	61.02	31.66
华润置地	3,303.15	67.57	41.49
龙湖地产	1,681.56	70.10	57.58
招商地产	1,516.92	71.16	33.39
金地集团	1,246.67	67.50	60.15
首开集团	1,172.70	83.58	158.76

注：1、*华润置地、中海发展的货币单位为港元；净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益；
2、*鉴于万科企业应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息；“交易性金融负债”为利率互换契约，是公司用于对冲利率风险的产品，按照“实质重于形式”原则，本报告将万科企业“短期债务”及相关指标均不包含“应付票据”和“交易性金融负债”。

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，近年来，随着公司房地产开发业务规模的扩张，债务规模呈逐年上升趋势，2012~2015 年 6 月末公司总债务余额分别为 352.16 亿元、471.29 亿元、502.82 亿元和 604.45 亿元。从债务期限结构看，为配合房地产项目较长的开发周期，公司债务期限结构以长期债务为主。2012~2015 年 6 月末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.48、0.47、0.96 和 0.42，本次债券的发行将进一步优化公司债务期限结构。

图 5：2012~2015.H1 公司债务期限结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，近年来公司业务规模稳步增长，资本实力不断增强，同时公司负债以长期债务为主，债务期限结构较为合理。但公司财务杠杆仍处于较高水平，且公司项目开发规模较大，未来或将推动其财务杠杆比率进一步上升。

流动性

近年来公司流动资产规模逐年增长，截至 2014 年 12 月 31 日，公司流动资产为 1,050.08 亿元，近三年年均复合增长率为 14.52%，年末流动资产占资产总额的 89.54%。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，分别占流动资产的 71.03% 和 18.77%。

表 13：2012~2014 年末公司流动资产分析

项目	2012	2013	2014
流动资产/总资产	89.41%	90.59%	89.54%
存货/流动资产	66.89%	70.32%	71.03%
货币资金/流动资产	25.39%	20.99%	18.77%
(存货+货币资金)/流动资产	92.27%	91.31%	89.81%

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

表 14：2014 年末公司与部分房地产上市公司

流动资产比较

公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科 A	91.42%	13.49%	68.36%
保利地产	95.92%	11.42%	76.15%
中海发展	80.93%	18.03%	68.66%
华润置地	72.54%	16.81%	70.15%
龙湖地产	65.38%	17.10%	71.97%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
金地集团	86.51%	15.79%	71.21%
首开集团	89.54%	18.77%	71.03%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，由于公司近年来业务拓展较为迅速，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模持续增长。2012~2014 年末公司存货净额分别为 535.50 亿元、702.23 亿元和 745.92 亿元，年均复合增长率为 18.02%。从存货构成来看，公司存货主要由在建项目的开发成本和已竣工项目的开发产品构成，2012~2013 年公司存货中已完工开发产品占比保持在 12%左右，同期在建项目开发成本保持在 87%左右。截至 2014 年末，公司存货中已完工开发产品余额 141.97 亿元，同比增长 60.55%，占存货比重为 19.03%，其现房销售压力仍相对可控。较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提供了较高的要求。此外，公司在建、拟建和已完工项目大部分处于国内经济较发达的一、二线城市，市场前景较好，存货跌价风险相对较小。

表 15：2012~2014 年末公司存货结构分析

单位：亿元

项目	2012	2013	2014
存货	535.50	702.23	745.92
存货同比增长率	9.38%	31.14%	6.22%
开发成本	467.36	613.03	603.40
开发成本/存货	87.28%	87.30%	80.89%
开发产品	65.48	88.43	141.97
开发产品/存货	12.23%	12.59%	19.03%

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

资产周转效率方面，近年来公司加快了去库存化速度，因此其存货周转速度逐年提升，2012~2014 年公司存货周转效率分别为 0.18 次、0.20 次和 0.21 次；同期总资产周转率分别为 0.19 次、0.19 次和 0.21 次，但与同行业相比，公司资产周转率仍处于较低水平。未来公司将继续加快去库存化速度，资产周转速度有望继续提升。

表 16：2012~2014 年公司周转率相关指标

项目	2012	2013	2014
存货周转率（次/年）	0.18	0.20	0.21
总资产周转率（次/年）	0.19	0.19	0.21

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

表 17：2014 年公司与部分房地产上市公司

运营相关指标

公司	存货周转率（次）	总资产周转率（次）	货币资金/短期债务
万科 A	0.32	0.30	2.75
保利地产	0.29	0.32	1.40
中海发展	0.40	0.34	2.27
华润置地	0.39	0.29	2.08
龙湖地产	0.48	0.33	2.36
招商地产	0.30	0.30	2.32
金地集团	0.42	0.37	1.10
首开集团	0.21	0.21	0.80

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2012~2014 年公司经营性净现金流分别为 14.97 亿元、-83.25 亿元和 16.78 亿元，其中 2013 年公司经营性净现金流呈大额净流出状态，主要系当年公司加大拿地力度，新增多宗土地储备，资本支出规模较大所致。货币资金方面，公司近年来货币资金占流动资产比例均维持在 18%以上，但由于近年来公司短期债务规模大幅度上升，货币资金对短期债务的覆盖能力有所下降，2012~2014 年末货币资金/短期债务分别为 1.78 倍、1.40 倍和 0.80 倍。

表 18：2012~2014 年公司部分流动性指标

单位：亿元

项目	2012	2013	2014
货币资金	203.24	209.66	197.15
经营活动现金流净额	14.97	-83.25	16.78
经营净现金流净额/短期债务	0.13	-0.55	0.07
货币资金/短期债务	1.78	1.40	0.80

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，公司存货规模较大，资产周转速度偏慢，但考虑到公司项目区域布局以经济发达的一、二线城市为主，市场前景较好，可对其流动性形成较好支撑。

盈利能力

公司收入主要来源于房产销售收入、物业管理收入、出租经营收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2012~2014 年，公司分别实现营业收入 159.87 亿元、191.39 亿元和 234.24 亿元，年均复合增长率为 21.04%。另外，公司 2014 年末预收款项余额为 257.00 亿元，可为其未来经营业绩

的增长提供一定保障。毛利水平方面，2012~2014 年公司营业毛利率分别为 41.12%、33.96% 和 34.39%，近年来随着拿地成本上升和保障房的逐步开发建设，公司毛利空间有所收窄，但依托较强的区域竞争优势和较强的项目获取能力，其毛利率仍处于行业内良好水平。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 82.91 亿元，同期毛利率为 45.38%。

图 6：2012~2015.H1 公司营业毛利率分析



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

期间费用方面，由于公司加强费用控制力度，销售费用和管理费用保持相对稳定态势；而受资本化利息支出增加影响，公司财务费用近两年较 2012 年下降幅度较大。2012~2014 年分别发生期间费用合计为 28.22 亿元、22.49 亿元和 23.89 亿元，三费收入占比分别为 17.65%、11.75% 和 10.20%，呈逐年下降趋势。

表 19：2012~2014 年公司三费分析

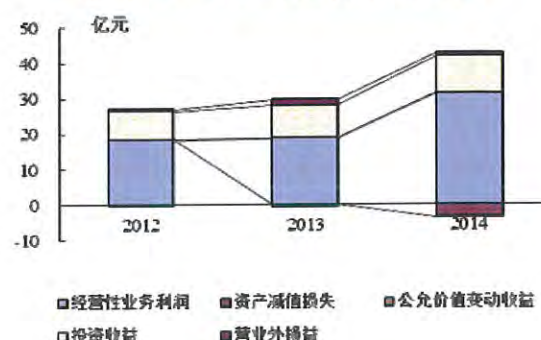
单位：亿元			
项目	2012	2013	2014
销售费用	5.65	4.79	6.06
管理费用	10.39	10.71	10.26
财务费用	12.18	6.98	7.58
三费合计	28.22	22.49	23.89
营业总收入	159.87	191.39	234.24
三费收入占比	17.65%	11.75%	10.20%

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。近年来随着公司营业收入规模持续提升，其经营性业务利润亦保持增长，2012~2014 年公司经营性业务利润分别为 18.20 亿元、18.76 亿元和 31.40 亿元；同期，公司投资收益分别为 7.99 亿元、9.25 亿元和 10.35 亿元，主要来源于其持有的可供出售金融资产、长期股权投资等

金融资产的价值增值及处置收益。2012~2014 年公司利润总额分别为 27.01 亿元、29.70 亿元和 39.07 亿元，整体盈利能力较好。

图 7：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

表 20：2014 年公司与部分房地产上市公司

盈利能力指标		
公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.94%	16.64%
保利地产	32.03%	17.60%
中海发展	34.51%	20.62%
华润置地	30.60%	14.97%
龙湖地产	26.51%	17.41%
招商地产	37.33%	12.59%
金地集团	28.93%	12.25%
首开集团	34.39%	14.88%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司营业收入保持持续增长，毛利水平处于行业良好水平，同时得益于期间费用控制加强以及投资收益的增加，近年来公司利润总额有较大幅度的提升，整体盈利能力较好。

偿债能力

从债务规模来看，近年来随着公司项目开发规模的扩大，债务规模整体呈上升趋势，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务 502.82 亿元，其中短期债务 246.90 亿元，较 2013 年末增长了 64.37%。截至 2015 年 6 月 30 日，公司总债务规模进一步增至 604.45 亿元，其中短期债务 178.22 亿元。

表 21：2012~2015.H1 公司偿债能力分析

项目	2012	2013	2014	2015.H1
短期债务（亿元）	114.35	150.21	246.90	178.22
总债务（亿元）	352.16	471.29	502.82	604.45
EBITDA（亿元）	41.92	40.43	51.83	-
资产负债率（%）	83.00	84.26	83.58	84.13
总资本化率（%）	69.83	73.10	72.31	74.59
经营净现金流/ 总债务（X）	0.04	-0.18	0.03	-0.04
总债务/EBITDA（X）	8.40	11.66	9.70	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.73	1.18	1.29	-

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012~2014 年分别为 27.01 亿元、29.70 亿元和 39.07 亿元，在利润总额增长带动下，公司 EBITDA 表现向好。从主要偿债能力指标表现来看，2014 年末公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 9.70 倍和 1.29 倍，公司 EBITDA 对其债务本息的覆盖程度有所提升。整体上来看，公司稳步增长的收入水平和良好的盈利能力对其债务的偿还提供了较好保障。

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2015 年 6 月 30 日，其在中国银行、农业银行、工商银行和北京银行等多家银行获得的授信额度合计为 643.57 亿元，其中未使用授信额度为 338.36 亿元。

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司担保余额 254.03 亿元，占公司净资产的比重为 131.94%。其中对子公司提供的担保余额为 185.35 亿元，对外担保约 68.68 亿元，担保比率为 35.77%，对公司或有负债风险应予以关注。

整体来看，公司近年来业务规模快速发展，对外部融资依赖程度较高，财务结构稳健性有待加强。但考虑到公司稳定增长的收入规模以及相对充裕的备用流动性，对其债务的偿还形成较好保障。但同时我们也关注到公司现有项目的后续开发以及新增土地储备，需要大量资金投入，未来仍面临一定的资本支出压力。

结 论

综上，中诚信证评评定北京首都开发控股（集团）有限公司主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“北京首都开发控股（集团）有限公司公开发行 2016 年公司债券”的信用级别为 **AA⁺**。

关于北京首都开发控股（集团）有限公司 公开发行2016年公司债券跟踪评级安排

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级别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）年度报告公布后二个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，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在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

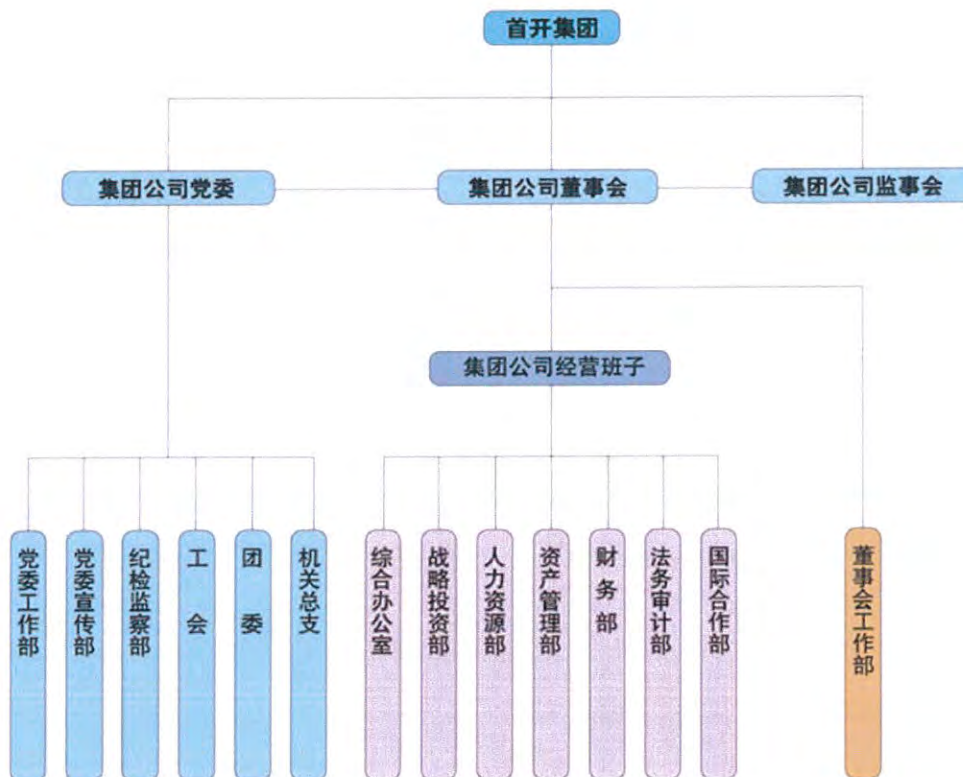
附一：北京首都开发控股（集团）有限公司股权结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



注：仅列示公司全资及控股二级子公司。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：北京首都开发控股（集团）有限公司组织结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：北京首都开发控股（集团）有限公司要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014	2015.H1
货币资金	2,032,411.19	2,096,577.59	1,971,510.99	2,398,085.14
应收账款净额	18,666.52	75,136.47	34,527.88	0.00
存货净额	5,355,024.64	7,022,274.32	7,459,172.64	7,970,938.75
流动资产	8,006,255.69	9,986,171.33	10,500,843.42	11,683,629.49
长期投资	478,531.14	451,315.70	510,635.96	584,640.91
固定资产合计	268,987.11	344,726.52	417,548.03	411,088.47
总资产	8,954,085.62	11,023,177.78	11,726,995.37	12,971,483.36
短期债务	1,143,452.51	1,502,132.91	2,469,030.80	1,782,166.80
长期债务	2,378,167.26	3,210,803.94	2,559,121.08	4,262,297.98
总债务（短期债务+长期债务）	3,521,619.77	4,712,936.85	5,028,151.88	6,044,464.78
总负债	7,432,245.79	9,288,618.02	9,801,696.38	10,912,800.72
所有者权益（含少数股东权益）	1,521,839.83	1,734,559.77	1,925,298.99	2,058,682.66
营业总收入	1,598,746.58	1,913,906.56	2,342,416.37	829,112.38
三费前利润	464,231.54	412,471.34	552,942.11	270,832.75
投资收益	79,853.05	92,464.66	103,528.87	4,569.34
净利润	207,231.77	228,288.22	286,448.44	117,403.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	419,165.64	404,335.35	518,265.79	-
经营活动产生现金净流量	149,653.21	-832,513.40	167,805.53	-258,604.79
投资活动产生现金净流量	-37,496.40	28,556.79	-151,126.94	-114,793.50
筹资活动产生现金净流量	378,537.92	855,933.64	-141,706.35	802,010.76
现金及现金等价物净增加额	490,751.05	51,553.19	-125,794.97	426,574.15
财务指标	2012	2013	2014	2015.H1
营业毛利率（%）	41.12	33.96	34.39	45.38
所有者权益收益率（%）	13.62	13.16	14.88	11.41
EBITDA/营业总收入（%）	26.22	21.13	22.13	-
速动比率（X）	0.53	0.49	0.42	0.56
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	-0.18	0.03	-0.04
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	-0.55	0.07	-0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	0.62	-2.44	0.42	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.73	1.18	1.29	-
总债务/EBITDA（X）	8.40	11.66	9.70	-
资产负债率（%）	83.00	84.26	83.58	84.13
总债务/总资本（%）	69.83	73.10	72.31	74.59
长期资本化比率（%）	60.98	64.93	57.07	67.43
净负债率（%）	97.86	150.84	158.76	177.12

注：1、首开集团2013、2014年其他流动负债中“短期融资券”余额分别调至当年短期债务及总债务中；

2、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

3、公司2015年6月末所有者权益指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-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+利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/ 营业收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/ 所有者权益（含少数股东权益）

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。



营业执照

注册号 310229000312932
证照编号 290000000201407221360

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 一人有限责任公司（法人独资）
住所 青浦区新业路 599 号 1 幢 908 室
法定代表人 关敬如
注册资本 人民币 5000.0000 万元整
成立日期 1997 年 8 月 20 日
营业期限 1997 年 8 月 20 日至 2017 年 8 月 19 日
经营范围 证券市场资信评级，贷款企业资信等级评估，企业资信评价服务，实业投资，资产管理，金融咨询，企业形象策划，企业咨询服务，电子高科技产品开发经营，附一分支。
【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】



登记机关 关





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中诚信证券评估有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：关敬如



注册地址：上海市青浦区新业路59号1幢968室
编号：ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2012 年 1 月 20 日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



龚天璇，证件号码:310104198712224046于2010年12月04日参加证券市场基础知识考试
成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2010123103545501



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



龚天璇，证件号码:310104198712224046于2010年12月04日参加证券投资分析考试，成
绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2010123103545604



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



庞珊珊, 证件号码:370703198906290049于2011年03月05日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2011033103985501



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



庞珊珊, 证件号码:370703198906290049于2013年03月23日参加证券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2013043121965404



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



赵敏，证件号码:421081199209040045，于2015年06月07日参加证券市场基础知识考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201506312181992031



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



赵敏，证件号码:421081199209040045，于2015年06月07日参加证券投资分析考试，成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

201506312288474031

