



信用等级通知书

信评委函字[2018]Y023号

中诚信证券评估有限公司对北京市基础设施投资有限公司及其拟发行的“2018年第一期北京市基础设施投资有限公司公司债券”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，北京市基础设施投资有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；“2018年第一期北京市基础设施投资有限公司公司债券”的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年七月二十五日

2018 年第一期北京市基础设施投资有限公司公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	北京市基础设施投资有限公司
发行规模	20亿元，其中“品种一”15亿元，“品种二”5亿元
债券期限	分为10年期品种（“品种一”）和15年期品种（“品种二”）
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；品种一附第5年末发行人上调或下调票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二附第10年末发行人上调或下调票面利率选择权和投资者回售选择权

概况数据

京投公司（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	4,045.08	4,354.98	4,829.51
所有者权益（亿元）	1,408.65	1,612.54	1,916.52
总负债（亿元）	2,636.44	2,742.44	2,913.00
总债务（亿元）	2,221.66	2,265.11	2,478.46
营业总收入（亿元）	175.44	156.41	167.80
经营性业务利润（亿元）	-1.24	-3.23	18.57
净利润（亿元）	16.45	20.20	18.68
EBIT（亿元）	26.85	28.69	31.76
EBITDA（亿元）	28.44	29.87	33.79
经营活动净现金流（亿元）	-37.43	19.77	-105.07
收现比（X）	1.37	1.43	1.28
总资产收益率（%）	0.68	0.68	0.69
营业毛利率（%）	14.90	12.69	8.16
应收类款项/总资产（%）	4.63	4.10	3.80
资产负债率（%）	65.18	62.97	60.32
总资本化比率（%）	61.20	58.41	56.39
总债务/EBITDA（X）	78.13	75.84	73.35
EBITDA 利息倍数（X）	1.12	1.10	1.08

注：1.公司 2015 年~2017 年财务报告均按照新会计准则编制；2.将 2015 年~2017 年财务报表有息的其他流动负债纳入短期债务核算；3.将 2017 年度财务报表有息的其他非流动负债纳入长期债务核算；4.将 2015 年~2017 年财务报表有息的长期应付款纳入长期债务核算；5.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。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2018 年第一期北京市基础设施投资有限公司公司债券”的信用等级为 **AAA**，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体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，该级别反映了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。中诚信证评肯定了北京地区经济发达，政府具有极强的经济实力，为公司的地铁建设提供了良好的外部环境；公司在北京市轨道交通开发建设及运营领域地位显著；公司资信状况良好，具有很强的融资能力等因素对公司信用水平的支撑。同时，中诚信证评也关注到未来较大的资本支出可能推高公司的债务规模以及公司的房地产业务具有不确定性，可能受到宏观调控政策的影响等因素对公司整体信用状况的影响。

正 面

- **北京地区经济发达，为公司的地铁建设提供了有力支持。**2017 年，北京市实现 GDP28,000.4 亿元，同比增长 6.7%。北京市极强的经济实力为公司业务的发展提供了良好的外部环境。
- **公司在北京市轨道交通开发建设及运营领域地位显著。**公司作为北京市内唯一负责轨道交通类基础设施建设项目的投资主体，承担了极为重要的开发职责。同时，公司也是北京市城市轨道交通重要的运营主体，市政府每年均安排授权经营服务费以支撑其线路运维。
- **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 2017 年末，公司尚未使用授信额度为 1,396.79 亿元。公司在项目投融资模式上进行创新，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。

分析师

邵新惠 xhshao@ccxr.com.cn


邵新惠

张梦涛 mshzhang@ccxr.com.cn


张梦涛

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年7月25日

关注

- 未来较大的资本支出可能继续推高公司的债务规模。未来几年，公司地铁项目建设任务仍较重，对公司融资能力提出更高要求，同时可能继续推高公司的债务规模。
- 公司的房地产业务发展具有不确定性，可能受到宏观调控政策的影响。2017 年受地产项目开发进度影响，公司销售和竣工面积均有所下滑；此外，受宏观调控政策的影响，房地产业务未来盈利能力存在一定的不确定性。

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”）因对北京市基础设施投资有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理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依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，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。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

概 况

发债主体概况

北京市基础设施投资有限公司的前身是成立于 1981 年的北京市地下铁道总公司，2001 年 12 月 7 日，北京市人民政府以“京政函[2001]110 号”文件批复，在北京市地下铁道总公司的基础上成立北京地铁集团有限责任公司。2004 年 3 月 10 日，根据北京市人民政府国有资产监督管理委员会《关于将北京地铁集团有限责任公司更名为北京市基础设施投资有限公司的函》（京国资函[2004]14 号），北京地铁集团有限责任公司更名为北京市基础设施投资有限公司。2011 年，北京市国资委将北京市地铁运营有限公司股权划转至公司名下，并明确公司作为北京市地铁运营有限公司的出资人，经数次增资，截至 2017 年末，公司实收资本为 1,356.71 亿元。

作为北京市轨道交通类基础设施建设项目唯一的投资运营主体，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建设及运营管理。截至 2017 年末，公司在建及拟建地铁项目共计 22 条，已运营线路达 22 条（包含 M16 分段开通部分）。

截至 2017 年末，公司资产总额 4,829.51 亿元，负债总额 2,913.00 亿元，所有者权益合计 1,916.52 亿元，资产负债率为 60.32%；2017 年，公司实现营业总收入 167.80 亿元，净利润 18.68 亿元，经营活动净现金流-105.07 亿元。

本期债券概况

本期公司债券的发行规模为 20 亿元，为 10 年期和 15 年期两个期限品种的固定利率债券，其中，10 年期品种附第 5 年末发行人上调或下调票面利率选择权和投资者回售选择权；15 年期品种附第 10 年末发行人上调或下调票面利率选择权和投资者回售选择权。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。年度付息款项自付息日起不另计利息，到期兑付付款自其兑付日起不另计利息。本期债券采用单利按年计息，不计复利。

募集资金用途

本期债券募集资金总额为 20 亿元，其中“品种一”为 15 亿元，“品种二”为 5 亿元。拟用于北京市轨道交通 17 号线工程和北京市轨道交通 19 号线一期工程两个项目建设。

表 1：募集资金投资项目明细表（亿元）

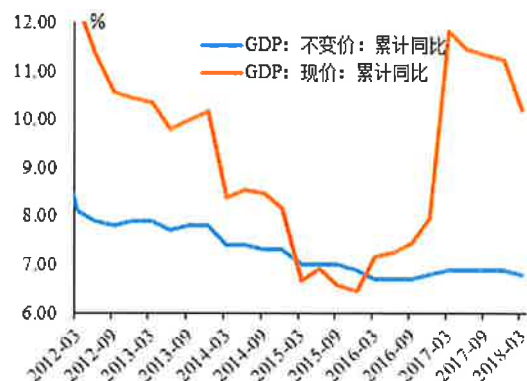
募集资金投向	项目总投资	公司持股比例（%）	拟使用募集资金额度	拟使用募集资金占京投公司出资额的比例（%）
北京市轨道交通 17 号线工程	435.29	64.65	10.00	3.55
北京市轨道交通 19 号线一期工程	240.15	55.72	10.00	7.47
合计	675.44	-	20.00	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

宏观经济和政策环境

在全球经济持续复苏、国内改革效果继续显现背景下，2018 年中国经济平稳开局。但经济运行结构性矛盾仍存，内外约束加大，生产需求两端均存在放缓隐忧，全年下行压力将大于 2017 年。不过，民间投资回暖及新动能较快发展等因素增强了经济韧性，中国经济企稳基调并未改变。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

一季度，GDP 同比增长 6.8%，与去年三、四季度持平，但低于去年同期 0.1 个百分点；名义 GDP 同比增长 10.2%，较去年底回落超过 1 个百分点。从生产端来看，规模以上工业与制造业增长走势分化，采暖季环保限产措施结束并没有带动工业增加值回升，制造业同比走弱。从需求端来看，基建投资增速同比回落超过 10 个百分点，制造业投资持续低迷，房地产投资逆势回升、民间投资回暖依旧

难以阻挡投资增速下行趋势；以社会消费品零售总额计算的消费弱于去年同期；进口虽然平稳但出口在3月份再现负增长，带动一季度出口对经济增长的贡献率重回负区间；新增社融较去年同期出现明显收缩，实体经济融资需求现走弱迹象，但一季度资金面较为宽松，债券融资回暖带动直接融资回升，宏观控杠杆背景下居民部门人民币贷款同比收缩，居民部门降杠杆初见成效。从价格水平来看，CPI虽然在2月份出现较大幅度攀升但3月份再次回落，PPI涨幅持续收缩，通胀担忧减弱。总而言之，一季度经济开局平稳中隐忧已现，其发展势头值得高度关注。

后续宏观经济走势面临四方面不确定性。一是春节假期因素的消退、采暖季限产措施的结束并没有带动生产如期回升，终端需求回暖存疑，后续工业增长依然存在不确定性；二是投资面临多重制约：地方政府债务监管趋严加压基建投资，制造业投资面临去产能力度边际减弱和国企去杠杆的双重制掣，主要由土地购置费带动的房地产投资的快速增长对GDP的拉动作用有限。三是居民部门杠杆率攀升、居民收入增长放缓将制约消费增长与升级。四是出口面临中美贸易冲突加剧、人民币汇率总体上扬、全球经济回暖势头放缓等多方面挑战。

展望2018年，中国宏观经济面临内外“双重约束”带来的下行压力。从内部环境看，地方政府债务监管趋严给投资尤其是基建投资带来较大压力。从外部环境来看，一方面，世界经济复苏势头减弱，贸易摩擦升级，外部需求下滑，前期外需的改善难以为继；另一方面，全球资产泡沫同步化，国际金融风险加大。但值得一提的是，当前我国经济运行中，民间投资回暖势头明显，新动能持续保持较快增长，经济增长韧性仍存，中国经济企稳基调仍未改变。

随着我国经济运行内外环境的变化，宏观调控政策有所微调，在货币政策稳健中性基调下，今年以来央行推出CRA并两次结构性降准。但稳增长、防风险“双底线”思维未变，宏观政策“稳中求进”。4月23日政治局会议重提扩大内需，以保持宏观经济平稳运行，为风险防范、结构调整与改革开放提

供良好环境；此次政治局会议还强调了推动信贷、股市、债市、汇市、楼市健康发展，同时4月初召开的中央财经委首次会议明确“结构性去杠杆”思路，将地方政府和国有企业去杠杆作为重点，防风险继续走向纵深，思路进一步清晰；此外，支持海南建设自由贸易试验区等措施释放了深化改革开放的强烈信号，对外开放有望获得进一步推进。

中诚信证评认为，2018年防风险、促改革有望取得进一步突破，社会资源配置将进一步优化，中国经济增长质量有望得到进一步提升。

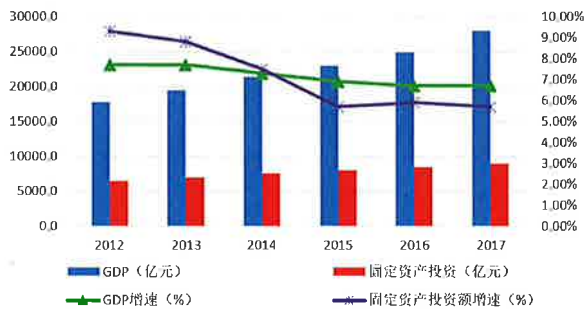
区域经济与行业分析

北京市区域经济

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，2013年北京已有48家世界五百强企业总部，首次超越日本东京位居全球第一。跨国公司在京总部企业和研发机构达到700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。

“十三五”期间，北京市围绕首都城市战略定位，大力推动功能疏解、京津冀协同发展，加快建设国际一流的和谐宜居之都，扎实推进供给侧结构性改革，经济社会保持平稳健康发展。2017年全年北京市实现地区生产总值28,000.4亿元，按可比价格计算，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值120.5亿元，同比下降6.2%；第二产业增加值5,310.6亿元，同比增长4.6%；第三产业增加值22,569.3亿元，同比增长7.3%。三次产业构成由上年的0.5:19.2:80.3，调整为0.4:19.0:80.6。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到12.9万元。

图 2：2012~2017 年北京市 GDP、固定资产投资及增速



资料来源：北京市国民经济和社会发展统计公报，中诚信证评整理

固定资产投资方面，2017 年全年北京市完成全社会固定资产投资 8,948.1 亿元，比上年增长 5.7%。其中，完成基础设施投资 2,984.2 亿元，同比增长 24.4%。从基础设施投资投向上看，交通运输投资 1,349.6 亿元，所占比重为 45.22%。分产业看，第一产业投资 95.9 亿元，比上年下降 3.9%；第二产业投资 893.8 亿元，增长 23.6%；第三产业投资 7,958.4 亿元，增长 4.2%。

总体来看，北京市凭借首都的区位优势，经济实力雄厚，为公司发展提供了良好的经济基础和外部环境。

城市轨道交通行业

轨道交通属于城市公共交通业，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 2017 年末，我国累计有 34 座城市开通运营轨道交通线路，其中 2017 年新增厦门、石家庄、贵阳和珠海 4 座运营城市；轨道交通运营总里程达 5,033 公里，其中地铁 3,884 公里，占比 77.2%，其他制式城市轨道交通运营线路长度约 1,149 公里，占比 22.8%，运营线路中 880 公里为 2017 年新增，同比增长 21.2%；运营线路 165 条，其中 2017 年新增 32 条；车站 3,040 座，其中 2017 年新增 572 座；运营车辆 28,125 辆，较上年同比增长 18.2%。截至 2017 年末，轨道交通运营线路中包含地铁线路 124 条（3,976.9 公里）

和轻轨线路 6 条（203.0 公里）。2017 年轨道交通完成客运量 185 亿人次，较去年同比增长 14.9%，拥有 2 条及以上运营线路的城市已增至 26 个，占已开通城市轨道交通城市的 76.5%。

国家发改委、交通运输部于 2016 年 3 月发布的《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》提出，将加大力度推进国家已批复规划的城市轨道交通项目实施，完善北京、上海、广州等超大城市和大城市中心城区轨道交通建设，构建多层次、多模式、一体化的城市轨道交通系统。“十三五”时期是交通基础设施重大工程建设的重要阶段，2016~2018 年拟重点推进铁路、公路、水路、机场、城市轨道交通项目 303 项，涉及项目总投资约 4.7 万亿元，其中 2016 年项目 131 个，投资约 2.1 万亿元；2017 年项目 92 个，投资约 1.3 万亿元；2018 年项目 80 个，投资约 1.3 万亿元。城市轨道交通方面，加强规划建设管理，有序推进城市轨道交通建设，逐步优化大城市轨道交通结构，重点推进 103 个项目前期工作，新建城市轨道交通 2,000 公里以上，涉及投资约 1.6 万亿元。

但是，轨道交通属于资本密集型产业，同时又具有准公共产品属性和规模经济的特征，以上特性决定了在我国轨道交通建设以及运营初期仍需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以保障项目建设顺利推进，还需要持续的财政投入以保障线路系统的安全运行。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，“发展城轨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，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，并与各区的经济发展结合起来。同时，各地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。

此外，轨道交通还具有项目建设周期长，一次性投资大，后期运营维护成本高昂的特点。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。

从目前的经营概况来看，轨道交通作为政府提供供给居民的一种出行方式，其社会效益往往大于经济效益。加之轨道交通具备较强的网络效应，单一线路通常缺乏吸引，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相对较少，网络化效应不明显，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。因此，轨道交通项目投入运营后，其沿线的商贸、广告等经营性业务通常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，实现规模化和专业化经营，通过运营相关资源的收益部分弥补地铁运营的亏损。

总体来看，由于轨道交通的前期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，运营通常处于亏损状态。但是，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，预计将为轨道交通线路的运营提供一定的盈利补充。

竞争及抗风险能力

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。

授权经营服务费

京投公司每年 10 月初启动下年度资金计划编制工作，并于年底形成下年度全年资金计划后向北京市国资委、北京市发改委、北京市财政局备案。北京市发改委、北京市财政局根据《北京市轨道交通授权经营协议》及全年资金计划，定额拨付年度授权经营服务费 295 亿元。根据工程实际进展情况，公司每年三季度对全年资金计划进行调整。

对于工程建设情况，公司每月编制《工程建设月报》，详细说明每月工程进度及投资完成情况，并上报北京市重大办、北京市发改委。市重大办、发改委协调解决工程建设难点，保证各项工程顺利推进。

2013 年，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 年~2035 年轨道交通建设专项资金政策由每年 100 亿元调整为每年 155 亿元。

2016 年，京投公司与北京市政府签署《授权经营协议》。在授权经营的模式下，北京市政府将轨道交通建设专项资金、更新改造专项资金、运营补贴等政府性资金进行整合，建立授权经营服务费，对应支撑京投公司提供投资、建设、运营等整体服务。根据当期轨道交通建设规划和市财力承受水平，暂定 2016 至 2025 年每年安排 295 亿元，2026

至 2045 年将按照总投资完成情况、利率水平、票制票价变化、新增调整事项等进行调整。2015 年~2017 年公司实际收到轨道授权经营服务费分别为 255 亿元、295 亿元和 295 亿元。

政策支持

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。“十三五”期间，《北京市“十三五”时期交通发展规划》指出，北京市将进一步加强重点功能区轨道线网建设，提高轨道网络运营效率，完善轨道站点交通接驳设施，加强轨道站点与周边用地衔接，以及提高轨道交通管理水平。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。

融资模式多样化

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。目前，北京地铁 4 号线、14 号线、16 号线和新机场线采用 PPP 融资模式，主要是采取特许经营方式进行市场化运作，例如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；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。此外，在银行

贷款方面，公司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，公司系北京市地铁轨道交通项目的投资运营主体，随着北京市政府财政实力的增强，未来北京市政府将继续加大对轨道交通的投入，对公司的支持力度也将进一步加大，公司抗风险能力极强。

业务运营

作为北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，京投公司主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，同时，推动轨道交通与沿线土地协同发展。

地铁建设与运营管理

北京市交通委发布《北京市“十三五”时期交通发展规划》指出，“十三五”期间，北京将继续大力推动公共交通发展，推动地铁建设，将中心城区绿色交通出行比例从 70.7% 增加至 75%。“十三五”后期，城市轨道交通网络规模力争达到 900 公里以上，中心城区轨道交通站点 750 米覆盖率力争从 65% 增加至 90%，运营线路最小行车间隔力争达到 2 分 30 秒以内。

截至 2017 年末，公司在建地铁项目总投资 3,411.97 亿元，已完成投资 942.55 亿元，其中资本金比例约 40%，主要由政府和企业自筹出资，政府出资部分按照项目进度同比例到位，截至 2017 年末，应到位项目资本金 377.02 亿元；同期末，公司拟建地铁项目两条，其中燕房线支线规划总投资 17.90 亿元。

表 2：截至 2017 年末北京市在建及拟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 线（其中有一部分属于在建）	西局-张郭庄，善各庄-西局	4.00	445.09	314.09	2010~2019
2	燕房线	燕化站-阎村北站	16.60	89.92	44.66	2013~2017
3	S1	苹果园-石门营	10.21	88.99	54.13	2010~2019
4	西郊线	巴沟-香山	9.00	45.99	29.58	2011~2017
5	M16 号线二期	二期（苏州街-北安河）	23.70	505.14	171.25	2014~2017
6	M16 线	一期（宛平-苏州街）	26.10	273.00	116.67	2014~2019

7	M8 线三期	五福堂-中国美术馆	17.36	186.00	69.19	2014~2018
8	M6 线西延线	五路居-苹果园	10.56	99.34	43.21	2014~2018
9	新机场线一期	草桥-新机场	39.00	264.95	22.59	2015~2019
10	M12 线	四季青-管各庄西	29.60	332.78	26.41	2015~2020
11	M17 线	未来科技城北区-亦庄站前区南	49.70	435.29	33.95	2015~2020
12	M19 线一期	新宫-牡丹园	22.40	240.15	36.43	2015~2019
13	M8 线四期	五福堂-瀛海	3.40	37.52	13.55	2015~2018
14	机场线西延	东直门-北新桥	1.84	17.02	3.06	2015~2020
15	房山线延伸线	郭公庄-丰益桥南	5.00	48.03	10.37	2015~2019
16	M7 线东延	焦化厂-环球影城	17.20	153.70	21.45	2015~2019
17	M3 线一期	东四十条-曹各庄北	20.80	274.02	38.89	2015~2021
18	平谷线	东风北桥-洵河湾	72.00	待定	5.71	2018~2021
19	昌平线南延	西二旗-国家图书馆	12.30	106.00	0.11	2017~2020
20	八通线南延	土桥-环球影城	4.20	42.04	3.92	2017~2020
小计	-	-	394.97	3,411.97	942.55	-
拟建项目						
21	CBD 线	东大桥-九龙山	-	-	-	2018-2021
22	燕房线支线	周口店-饶乐府	6.10	17.90	-	2018-2020

注：该表中总投资额为规划的总投资额，已完成投资为实际投资支出的金额。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。从已经投入运行的线路来看，截至 2017 年末，北京市共有 22 条正式运营的轨道交通线路，线路长度达 608 公里，较 2016 年末增加 S1 线、燕房线和西郊线。目前，北京地铁 4 号线及其延伸大兴线、14 号线、16 号线由北京京港地铁有限公司（以下简称“京港公司”）运营；燕房线，建成后一定期限内委托北京市轨道交通运营管理有限公司运营；西郊线，建成后一定期限内委托北京公交有轨电车有限公司运营。剩余线路均由全资子公司北京市地铁运营有限公司（以下简称“运营公司”）负责运营。运营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线网的专业运营商，2011 年其股权划转并入公司后，票务收入成为公司营业收入的重要来源之一。

表 3：截至 2017 年末北京已运行地铁线路情况（公里、座）

线路	起讫点	线路长度	车站数量	开通时间
M1	苹果园-四惠东	31	23	1969、1984
M2	积水潭-积水潭	23	18	1969、1984
M4	公益西桥-安河桥北	28	24	2009
M5	宋家庄-天通苑北	28	23	2007
M6	五路居-潞城	43	26	2012、2014

M7	北京西站-焦化厂	24	19	2014
M8	朱辛庄-南锣鼓巷	29	18	2008、2011、2012、2013
M9	郭公庄-国家图书馆	17	13	2011、2012
M10	巴沟-劲松-巴沟	57	45	2008、2012、2013
M13	东直门-霍营-西直门	41	16	2002
M14	西局-张郭庄 善各庄-金台路 金台路-北京南站	44	28	2013、2014、2015
M15	清华东路西口-俸伯	43	20	2010、2011、2014
八通线	四惠-土桥	19	13	2003
亦庄线	宋家庄-亦庄火车站	23	13	2010
大兴线	天宫院-公益西桥	22	11	2010
房山线	苏庄-郭公庄	25	12	2010、2011
昌平线	西二旗-南邵-昌平西山 口-占	31	12	2010、2015
机场线	东直门-首都机场	28	4	2008
M16 二期	西苑-北安河	20	10	2016
S1 线	石厂-金安桥	9	7	2017
燕房线	燕化站-阎村北站	14	9	2017
西郊线	巴沟-香山	9	6	2017
合计	-	608	370	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，北京市地铁年客运总量为 37.78 亿人次，日均客运量为 1,035.07 万人次，单日最高客运量达 1,294 万人次以上。2017 年，公司票款收入为 71.12 亿元，占营业总收入比重为 42.38%。早期，

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公司进行运营亏损补贴。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。票价改革后，公司票款收入大幅上涨，虽然仍难以弥补成本，但近年来已有效减少该板块亏损额度。

表 4：2015~2017 年北京地铁全年运营情况

	客运总量 (亿人次)	日均客运量 (万人次)	票款收入 (亿元)
2015	33.24	910.63	65.69
2016	36.59	999.82	70.21
2017	37.78	1,035.07	71.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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第二期建设规划方案（2015~2021 年）》，北京市城市轨道交通 2020 年线网由 30 条线路组成，总长度 1,177 公里；远景年线网由 35 条线路组成，总长度 1,524 公里。

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；得益于地铁票价改革的实施，近年来公司年票款收入逐年提高。

房地产开发及土地一级开发

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。公司土地一级开发项目主要由公司本部负责，房地产二级开发项目建设主要由控股子公司京投发展股份有限公司（以下简称“京投发展”，股票代码 600683）负责。京投发展原名为京投银泰股份有限公司，截至 2017 年末，京投公司对其持股 34%，仍为其第一大股东。

截至 2017 年末，京投发展总资产规模 278.63 亿元，所有者权益合计 42.52 亿元，资产负债率

84.74%；2017 年，京投发展实现营业总收入 62.17 亿元，净利润 9.47 亿元，经营活动净现金流-1.87 亿元。

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。2017 年，公司实现签约销售额 7.27 亿元，同比下降 90.71%，主要由公司各项目开发进度尚未达到可预售条件所致。完成新开工面积 20.57 万平方米，同比增长 14.60%，主要由于璟悦府项目全部开工。

表 5：京投发展房地产业务主要经营指标（万平方米、亿元）

项目	2015	2016	2017
当年新开工面积	70.54	17.95	20.57
当年在建面积	180.74	148.18	126.10
当年竣工面积	46.33	42.66	29.83
当年销售面积	27.12	20.04	3.18
当年销售金额	98.05	78.23	7.27

注：2016 年公司表格中在建面积与京投发展 2016 年公司年报中 105.52 万平方米数据有出入主要系统统计口径所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，京投发展按计划推进重大在建项目的建设进度，在建房地产项目也随着工程进度开始逐步预售。京投发展的金域公园项目已完工并已全部销售，新里程项目已完成大部分销售。截至 2017 年末，京投发展完工及在建的房地产项目主要包括金域公园、新里程、公园悦府、琨御府、西华府、檀香府、无锡别墅、璟悦府项目；上述 8 个在建项目的总投资 427.75 亿元，已完成投资 376.66 亿元，累计已销售面积 120.97 万平方米，剩余可供出售面积 128.42 万平方米。

表 6: 截至 2017 年末京投发展房地产开发投资及销售情况 (万平方米、亿元)

序号	地区	项目简称	经营业态	预计总投资	已完成投资	剩余可供出售面积	累计销售面积
1	北京房山区	金城公园	普通住宅	11.00	11.00	0.00	5.72
2	北京房山区	新里程	普通住宅、保障房	20.72	21.54	0.13	14.08
3	北京昌平区	公园悦府	普通住宅、保障房、商业	90.30	91.48	3.31	18.10
4	北京海淀区	琨御府	商住、保障房、写字楼	90.65	86.60	12.67	18.64
5	北京丰台区	西华府	商住、保障房、写字楼	84.36	69.49	10.25	48.96
6	北京门头沟区	檀香府	洋房、别墅、保障房	93.73	67.86	27.55	4.33
7	无锡惠山区	无锡鸿墅	普通住宅、洋房及别墅	2.39	10.18	33.66	4.16
8	北京平谷区	璟悦府	办公、商业、住宅及配套	34.60	18.51	19.07	-
小计				427.75	376.66	128.42	120.97

注: 可供出售面积=已取得预售证面积—截至上年末累计已销售面积; 可供出售面积和累计销售面积为“-”表示该项目尚未开始销售; 金城公园项目已完工并已全部销售完毕; 新里程项目已大部分销售。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司土地一级开发业务主要受各区县政府委托作为投资开发主体进行项目建设。工程分阶段完工后, 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的 8%~12%计提项目利润。2015 年~2017 年, 公司已完工的土地一级开发项目共计 10 块, 占地面积 140.53 万平方米, 总投资 177.24 亿元, 已回笼资金 120.46 亿元。其中, 2017

年以来, 公司成交地块为潭柘寺 D 地块 (主体开发)、檀营 B2 地块、亚林西 7 号地和亚林西公租房用地。成交地块合计面积 64.77 万平方米, 总投资 80.40 亿元, 已回笼资金 58.10 亿元。

截至 2017 年末, 公司在开发及拟开发的土地一级开发项目总占地面积 1,160.06 万平方米, 预计总投资 1,043.86 亿元, 已完成投资 338.28 亿元, 已分步实现回款 144.24 亿元。

表 7: 截至 2017 年末公司在开发和拟开发地块情况 (万平方米、亿元)

项目名称	占地面积	预计总投资	已投资	预计利润额	已回笼资金
潭柘寺镇中心区 (A-D) 地块	146.64	61.40	55.24	4.80	48.75
潭柘寺镇中心区 (E-F) 地块	96.68	69.14	22.06	6.36	-
檀营	55.06	27.50	24.38	2.11	6.03
水源路南侧土地储备项目 B、C 地块	116.00	19.61	0.86	1.30	-
亚林西项目	98.70	114.00	95.58	6.75	75.30
海户项目	88.37	58.17	25.24	3.59	-
四五六街项目	31.00	26.69	15.10	1.98	14.16
北安河车辆段综合利用项目	31.50	61.51	17.59	2.76	-
东坝棚改项目	429.85	531.00	82.08	26.14	-
东小营车辆段综合利用项目	35.38	26.10	0.05	2.67	-
东小营职工周转房项目	30.88	48.74	0.10	-	-
合计	1,160.06	1,043.86	338.28	58.46	144.24

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

此外, 2017 年公司平谷二号地块 (二期、三期) 准备退出处置。该项目占地面积 83.99 万平方米, 计划总投资 19.35 亿元, 已投资 5.65 亿元, 其中平谷二号地块 (三期) 已上市成交, 收回投资成本 4.30 亿元。公司预计于 2018 年出台平谷二号二期地块的处置方案。

总体来看, 近年来公司房地产业务坚持“以北京为中心, 以轨道交通为依托”的发展战略, 整体保持了良好的经营业绩。但中诚信证评也关注到目前房地产市场走势仍不明朗, 个别土地一级开发项目实施放缓, 公司房地产业务存在一定不确定性。

管 理

产权结构

公司的全资控股股东和实际控制人为北京市国资委，北京市国资委对公司的持股比例为 100%。

截至 2017 年末，公司下属全资及控股子公司 51 家（不含集团本部），全部为一级子企业。

法人治理结构

公司设立了董事会和监事会、经理层，按照工作规则各司其职，各负其责。董事会处于决策的核心地位；监事会处于监督评价的核心地位；公司经理层负责公司的日常经营管理，形成了较为完善的法人治理结构。

管理水平

公司本部下设多个职能部门，包括战略与投资管理委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会、董事会办公室、审计事务部、党委组织部、党群工作部、纪委办公室、融资计划部、财务管理部、人力资源部、法律事务部、企业发展部、公司办公室、轨道交通事业总部、资产经营开发事业部、土地开发事业部、基础设施业务发展部、资本运营部等。

公司根据国家的相关政策法规制订了符合自身实际的下级公司管理办法。实现了公司与下级公司政策执行的统一、协调，建立健全下级公司法人治理结构，有利于执行现代企业管理规范操作，提高整体管理水平。公司为方便内部管理，将下级公司分为所属公司和持股公司。其中，所属公司包括全资子公司和控股子公司，持股公司包括参股子公司。凡所属公司，其行政、人事、财务方面的工作纳入公司管理体系，接受对口职能部门监管、协调和支持。公司将所属公司的发展规划、公文签发处理、公司信息、公司人员出入境等信息纳入公司的体系或系统中，并按照公司的人力资源政策对所属公司的人员进行管理。

公司财务管理的内容包括资金管理、财务预算管理、会计核算和财务分析管理、审计管理、政策性财务事项管理以及财务人员管理。公司本部及所属公司设计划财务部，作为财务管理的综合职能部

门，按照公司财务管理的总体要求和所属公司业务定位，开展各项财务管理工作，统一协调、部署和管理涉及公司全局性的财务工作，协助所属公司协调财务活动中与政府、企业、金融机构的关系，为所属公司财务工作提供有力支撑，并对所属公司的财务管理活动进行指导和监督。

总体看，公司建立了完善的法人治理机构，内部控制制度、风险控制体系非常健全。

战略规划

公司根据国资委关于“十三五”规划相关要求，围绕北京市国资委批复的定位于主业的目标，结合自身特殊功能定位和发展阶段，形成了以“一体两翼，双轮驱动”为战略布局的“十三五”发展规划。其中，“一体”为以轨道交通为主的基础设施投融资与管理，“两翼”为以轨道交通为重点的产业发展以及以轨道交通等基础设施项目为重点的资源开发。公司将以增强投融资核心竞争力与提升资源整合能力为驱动，做大做强“一体”，做实做优“两翼”，培育国内一流轨道交通产业集团，树立国内一流轨道交通资源开发市场品牌，全面打造国内一流交通基础设施投融资公司。

按照公司规划，到“十三五”时期末公司实现的目标具体如下：到 2020 年，资产总额将超过 7,000 亿元，五年累计实现利润总额 100 亿元，平均增幅超过 15%，与“十二五”时期的 27% 相比更加稳健、可持续；建成 28 条地铁线路、总里程达到 956 公里；累计完成轨道交通产业投资超 100 亿元，参控股 5~8 家行业上市公司；进一步强化沿线资源开发领先地位，完成土地一级开发超 400 公顷，房地产二级销售约 130 万平方米，可经营性持有物业达 30 万平方米；打造“两个千人”的高素质人才队伍，与员工共同分享企业发展成果。

财务分析

以下分析基于公司提供的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 2015~2017 年财务报告。截至 2017 年末，公司的全资控股股东和实际控制人仍为北京市国资委；公司合并范围内子公司 51 家，其中 2017 年新增纳入

合并范围子公司2家。

资本结构

受在建工程和公司投资规模增大的影响，近年来公司资产规模显著增长，2015年~2017年末，公司总资产分别为4,045.08亿元、4,354.98亿元和4,829.51亿元，以非流动资产为主。

2015年~2017年末，公司流动资产分别为815.06亿元、872.39亿元和897.26亿元，占总资产的比重分别为20.15%、20.03%和18.58%。公司流动资产金额较大的科目主要为货币资金、其他应收款和存货。公司货币资金较为充足，2015年~2017年末，分别为247.87亿元、279.84亿元和250.54亿元，其中2017年末受限货币资金为0.03亿元。公司其他应收款主要系与土储中心、财政局等政府部门及国有企业的往来款，账龄大多在1年以上，2015年~2017年末分别为149.51亿元、120.33亿元和89.53亿元，逐年减少，其中2017年末较上年末同比下降25.60%，主要由土储中心的回款所致。2015年~2017年末，公司存货账面价值分别为305.44亿元、338.38亿元和406.33亿元，其中2017年末存货主要包括土地一级开发成本199.18亿元、房地产开发成本173.63亿元和房地产开发产品16.48亿元。

2015年~2017年末，公司非流动资产分别为3,230.03亿元、3,482.59亿元和3,932.25亿元，占总资产的比重分别为79.85%、79.97%和81.42%。公司非流动资产金额较大的科目主要为固定资产、在建工程、可供出售金融资产和其他非流动资产。2015年~2017年末，公司固定资产分别为999.36亿元、1,456.13亿元和1,460.52亿元；同期公司在建工程分别为1,984.23亿元、1,658.35亿元和1,988.16亿元，公司固定资产和在建工程变动的主要原因系地铁在建项目投资额逐渐增加，地铁项目完工转固等。根据北京市财政局的相关文件，基于地铁线路资产的特殊性，对所有铁路相关资产不计提折旧。截至2017年末，公司主要在建项目为北京地铁6号线一期、14号线、7号线、8号线、16号线、9号线、15号线、昌平线及门头沟线等。2015年~2017年末，公司可供出售金融资产分别为184.02亿元、

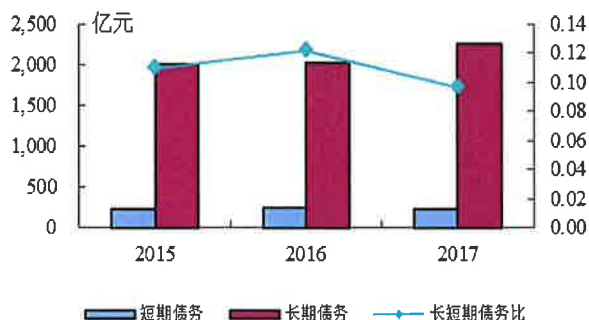
271.23亿元和312.83亿元，其中2016年和2017年因新增对京沪、京沈、京津冀等铁路的投资使得当期可供出售金融资产增幅较大。2015年~2017年末，公司其他非流动资产分别为3.24亿元、8.67亿元和43.31亿元，其中2017年公司新增大规模往来资金拆借和委托贷款等使得其他非流动资产增幅较大。截至2017年末，公司往来资金拆借主要为与北京潭柘兴业房地产开发有限公司的25.32亿元借款和与鄂尔多斯市京投银泰房地产开发有限公司的11.14亿元借款。

公司负债规模随着资产规模的增长也相应扩大，2015年~2017年末，公司总负债分别为2,636.44亿元、2,742.44亿元和2,913.00亿元；同期，公司流动负债分别为434.72亿元、470.01亿元和424.35亿元，占总负债的比重分别为16.49%、17.14%和14.57%。公司流动负债中占比较大的科目及金额包括短期借款、预收账款和一年内到期的非流动负债。2015年~2017年末，公司短期借款分别为107.27亿元、93.29亿元和46.78亿元，呈逐年下降的趋势，同时随着长期债务临近偿还期限，一年内到期的非流动负债波动性上升，分别为103.02亿元、148.23亿元和122.03亿元；同期，公司预收账款分别为60.80亿元、92.15亿元和53.98亿元，主要系预收房屋销售款项。2015年~2017年末，公司非流动负债分别为2,201.72亿元、2,272.43亿元和2,488.65亿元，主要包括有息债务和递延收益，其中有息债务主要由债券、银行借款、融资租赁款等构成；2015年~2017年末，公司长期借款分别为1,490.56亿元、1,462.78亿元和1,712.14亿元，应付债券分别为385.88亿元、393.45亿元和282.67亿元。2015年~2017年末，公司递延收益分别为188.62亿元、239.80亿元和213.88亿元，其中，2017年财政运营补贴根据会计准则调整转入其它收益使得当期递延收益有所减少。截至2017年末，公司递延收益包含轨道交通建设专项资金167.91亿元。

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，2015年~2017年末，公司总债务分别为2,221.66亿元、2,265.11亿元和2,478.46亿元；同期，公司长短期债务比（短期债

务/长期债务)分别为0.11倍、0.12倍和0.10倍。
公司债务结构符合公司业务特点。

图 3: 2015 年~2017 年末公司债务结构

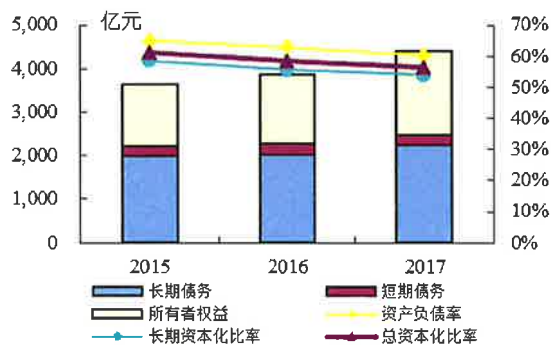


资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

所有者权益方面, 2015 年~2017 年末, 公司所有者权益合计分别为 1,408.65 亿元、1,612.54 亿元和 1,916.52 亿元, 呈逐年增长趋势, 主要来自股东增资和利润累积。2015 年~2017 年末, 公司实收资本分别为 909.10 亿元、1,066.42 亿元和 1,356.71 亿元, 其增长主要来自于轨道交通授权经营服务费、北京市发改委拨付的建设资金和股东注资等。2015 年~2017 年末, 公司资本公积分别为 149.62 亿元、146.47 亿元和 146.53 亿元, 其中 2016 年由于少数股东增资以及本公司回购少数股东股权引起资本公积小幅下降; 2017 年由于本公司对联营企业北京城建设计发展集团股份有限公司资本公积变动按照持股比例计算享有的份额以及子公司回购少数股东股权引起资本公积小幅增长。同时, 公司未分配利润的增加也推动了公司所有者权益的增长。

2015 年~2017 年末, 公司资产负债率分别为 65.18%、62.97%和 60.32%, 总资本化比率分别为 61.20%、58.41%和 56.39%。总体来看, 近年来公司资产规模和所有者权益规模均呈增长趋势, 资本实力进一步增强, 资本结构较好且相对稳定。

图 4: 2015 年~2017 年末公司资本结构



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司获得了政府有力的资金支持, 有效控制了资产负债率水平; 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。预计未来公司债务规模将随着投资规模的增加而继续增长。

盈利能力

公司通过积极拓展业务范围, 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。2015 年~2017 年, 公司营业总收入分别为 175.44 亿元、156.41 亿元和 167.80 亿元, 主要包括开发运营收入和服务收入, 其波动主要是受房地产销售波动影响所致。毛利率方面, 2015 年~2017 年公司营业毛利率分别为 14.90%、12.69%和 8.16%, 其中 2016 年和 2017 年分别受到房地产业务、集成商品贸易和票款收入业务板块的影响, 毛利率呈逐年下滑趋势。

公司开发运营收入主要包括房地产开发收入和土地一级开发收入。此外, 公司开发运营业务还包括管道业务、融资租赁、工程补偿款、轨道交通车辆段综合利用、轨道交通运维等方面。2015 年~2017 年, 公司开发运营收入分别为 92.69 亿元、68.09 亿元和 72.25 亿元, 其中土地一级开发收入分别为 2.41 亿元、2.24 亿元和 3.73 亿元; 房地产开发实现收入分别为 81.24 亿元、57.12 亿元和 60.65 亿元, 其中 2016 年京投发展房地产项目满足销售结转的竣工面积较上年同期减少, 当期收入下降明显; 2017 年由于满足销售结转的竣工面积增加, 房地产收入小幅增长。毛利率方面, 受北京市房地产市场行情和融资租赁业务波动影响, 公司开发运营

板块毛利率有所波动，2015 年~2017 年分别为 40.03%、32.91%和 37.72%。

公司服务收入主要由地铁运营产生的票款收入构成，还包括广告服务、租赁服务、咨询服务、饭店旅游服务、运营通信系统资源服务、工程结算等。2015 年~2017 年公司服务收入分别为 74.25 亿元、80.73 亿元和 82.90 亿元，其中票款收入分别为 65.69 亿元、70.23 亿元和 71.12 亿元。由于运营线路的逐年增加，票款收入持续增长。毛利率方面，由于地铁运营期间，维护等成本支出金额较大，公

司票款收入毛利率为负。

公司商品销售业务主要由系统集成商品、进出口贸易板块构成，2017 年新增轨道交通装备及其延伸产品服务业务，使得当期商品销售收入大幅增长，2015 年~2017 年分别为 3.42 亿元、3.87 亿元和 9.72 亿元。毛利率方面，2016 年由于系统集成商品成本上涨使当年毛利率下降为-0.52%，其余年份保持正常水平；其他业务主要包括售后回租手续费收入、担保费收入、服务佣金收入等，毛利率水平较高。

表 8：2015 年~2017 年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
开发运营收入	92.69	40.03	68.09	32.91	72.25	37.72
商品销售	3.42	14.99	3.87	-0.52	9.72	8.45
服务收入	74.25	-5.79	80.73	-5.61	82.90	-19.68
其他	5.08	282.67	3.73	53.35	2.93	66.25
合计	175.44	14.90	156.41	12.69	167.80	8.16

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年~2017 年，公司三费合计分别为 20.02 亿元、17.27 亿元和 22.41 亿元，其中管理费用分别为 11.57 亿元、12.01 亿元和 15.66 亿元，占比最高。公司对绝大部分借款利息予以资本化未计入财务费用，公司费用化利息支出大多由财政专项资金解决。2015 年~2017 年，公司三费收入占比分别为 11.41%、11.04%和 13.36%。

表 9：2015 年~2017 年公司期间费用分析

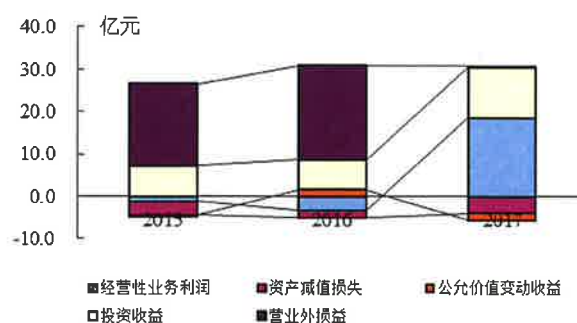
	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	1.94	1.66	1.46
管理费用（亿元）	11.57	12.01	15.66
财务费用（亿元）	6.51	3.59	5.27
三费合计（亿元）	20.02	17.27	22.41
营业总收入（亿元）	175.44	156.41	167.80
三费收入占比（%）	11.41	11.04	13.36

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2015 年~2017 年，公司利润总额分别为 22.18 亿元、25.89 亿元和 25.09 亿元。由于公司主要业务具有公益性，2015 年~2016 年分别获得政府补助 19.25 亿元和 21.79 亿元，2017 年获得运营亏损补贴 31.78 亿元。2017 年由于会计准则的调整，政府补助以运营亏损补贴的形式转记其他

收益，使得 2017 年经营性业务利润大幅增长，营业外损益大幅减少。2015 年~2017 年公司经营性业务利润分别为-1.24 亿元、-3.23 亿元和 18.57 亿元；同期，公司营业外损益分别为 19.42 亿元、22.26 亿元和 0.23 亿元。此外，公司投资收益也是弥补经营性亏损的重要来源，2015 年~2017 年分别为 7.15 亿元、7.04 亿元和 11.88 亿元。

图 5：2015 年~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总的来看，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大幅增长，但政府补助仍是公司盈利的主要因素。公司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一定的不确定性，中诚信证评将对此保持

关注。

现金流

现金流方面，公司基础设施项目的收益实现需要的周期较长，阶段性经营现金流入与流出不匹配使得经营活动净现金流存在一定波动，2015 年~2017 年，公司经营活动净现金流分别为-37.43 亿元、19.77 亿元和-105.07 亿元，其中 2017 年由于土地一级开发支出资金较大使得当期经营活动净现金流同比下降明显。投资活动方面，随着公司在建项目持续推进，以及投资股票金额的加大，公司投资活动净现金流持续为负，且缺口较大，2015 年~2017 年，公司投资活动净现金流分别为-253.54 亿元、-227.07 亿元和-419.70 亿元，其中 2017 年由于地铁项目的建设投资规模增加，公司构建固定资产、无形资产和其它长期资产所支付的现金大幅增长。为满足公司投资支出产生的融资需求，公司每年依靠较大规模的筹资活动现金流入实现现金流平衡。2015 年~2017 年，公司筹资活动净现金流分别为 256.84 亿元、238.30 亿元和 497.00 亿元，其中，2015 年~2017 年吸收股东投资及政府注资金额分别达到 138.99 亿元、212.19 亿元和 290.41 亿元。同期，公司获得大量外部融资，如银行借款及发行债券等。公司筹资活动现金流出主要为偿还债务及支付利息，其中 2017 年，公司偿还债务 321.24 亿元，支付利息及分配股利 114.15 亿元。

表 10：2015 年~2017 年公司现金流分析

	单位：亿元		
	2015	2016	2017
经营活动产生现金流入	323.21	271.78	270.63
经营活动产生现金流出	360.64	252.01	375.69
经营活动净现金流	-37.43	19.77	-105.07
投资活动产生现金流入	712.00	630.51	771.19
投资活动产生现金流出	965.54	857.58	1,190.89
投资活动净现金流	-253.54	-227.07	-419.70
筹资活动产生现金流入	618.64	668.00	962.04
其中：吸收投资所收到的现金	138.99	212.19	290.41
借款所收到的现金	246.27	153.56	416.83
发行债券收到的现金	-	-	-
筹资活动产生现金流出	361.80	429.70	465.04
其中：偿还债务所支付的现金	187.39	226.47	321.24
筹资活动净现金流	256.84	238.30	497.00
现金及现金等价物净增加额	-30.15	31.98	-29.33

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

偿债能力

截至 2017 年末，公司总债务为 2,478.46 亿元，较上年末增加 213.35 亿元；其中，长期债务 2,259.45 亿元，短期债务 219.01 亿元。

从偿债指标来看，2017 年公司经营活动现金流呈净流出状态，无法覆盖债务本息；2017 年公司 EBITDA 同比小幅增长，但利息支出持续增长，EBITDA 对利息支出的覆盖能力变化不大。2015 年~2017 年，公司 EBITDA 利息保障系数分别为 1.12 倍、1.10 倍和 1.08 倍，逐年有所弱化。考虑到北京市政府对公司在轨道建设及运营方面的大力支持，公司偿债能力极强。

表 11：2015 年~2017 年公司偿债指标情况

	2015	2016	2017
总债务（亿元）	2,221.66	2,265.11	2,478.46
长期债务（亿元）	2,001.78	2,018.39	2,259.45
经营净现金流（亿元）	-37.43	19.77	-105.07
EBITDA（亿元）	28.44	29.87	33.79
EBITDA 利息保障系数（X）	1.12	1.10	1.08
总债务/EBITDA（X）	78.13	75.84	73.35
经营净现金流/总债务（X）	-0.02	0.01	-0.04
经营净现金流/利息支出（X）	-1.47	0.73	-3.37

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

公司资信状况良好，与国家开发银行、建设银行、中国银行、工商银行、农业银行以及交通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 2017 年末，全部授信银行中，前十大授信银行合计提供授信总额 3,087.16 亿元，尚未使用授信额度为 1,396.79 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。

对外担保方面，截至 2017 年末，公司合并口径下共有对外担保 41.58 亿元，占同期净资产的比重为 2.17%，绝大部分被担保对象为各区国有核心企业，综上因素，公司对外担保风险基本可控，对公司偿债能力无重大不利影响。

截至 2017 年末，公司受限资产为 330.29 亿元，占同期总资产的比重为 6.84%，受限资产规模占总资产比例较小。

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；公司目前已竣工决算线路的借款利息由市财政安排专项资金解决。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，中诚信证评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。中诚信证评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

根据人民银行征信中心在截至 2018 年 5 月 14 日出具的企业信用报告，公司及其子公司近三年未出现过银行借款和已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

总体来看，中诚信证评肯定了北京地区经济发达，政府具有极强的经济实力，为公司的地铁建设提供了良好的外部环境；公司在北京市轨道交通开发建设及运营领域地位显著；公司资信状况良好，具有很强的融资能力等因素对公司信用水平的支撑。同时，中诚信证评也关注到未来较大的资本支出可能推高公司的债务规模以及公司的房地产业务具有不确定性，可能受到宏观调控政策的影响等因素对公司整体信用状况的影响。

综上，中诚信证评认为公司未来一段时间内信用水平将保持稳定。

结 论

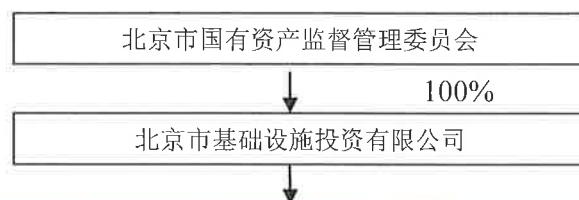
综上所述，中诚信证评评定北京市基础设施投资有限公司的主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定，评定“2018 年第一期北京市基础设施投资有限公司公司债券”的债项信用等级 **AAA**。

关于2018年第一期北京市基础设施投资有限公司 公司债券跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期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期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

附一：北京市基础设施投资有限公司股权结构图（截至 2017 年末）

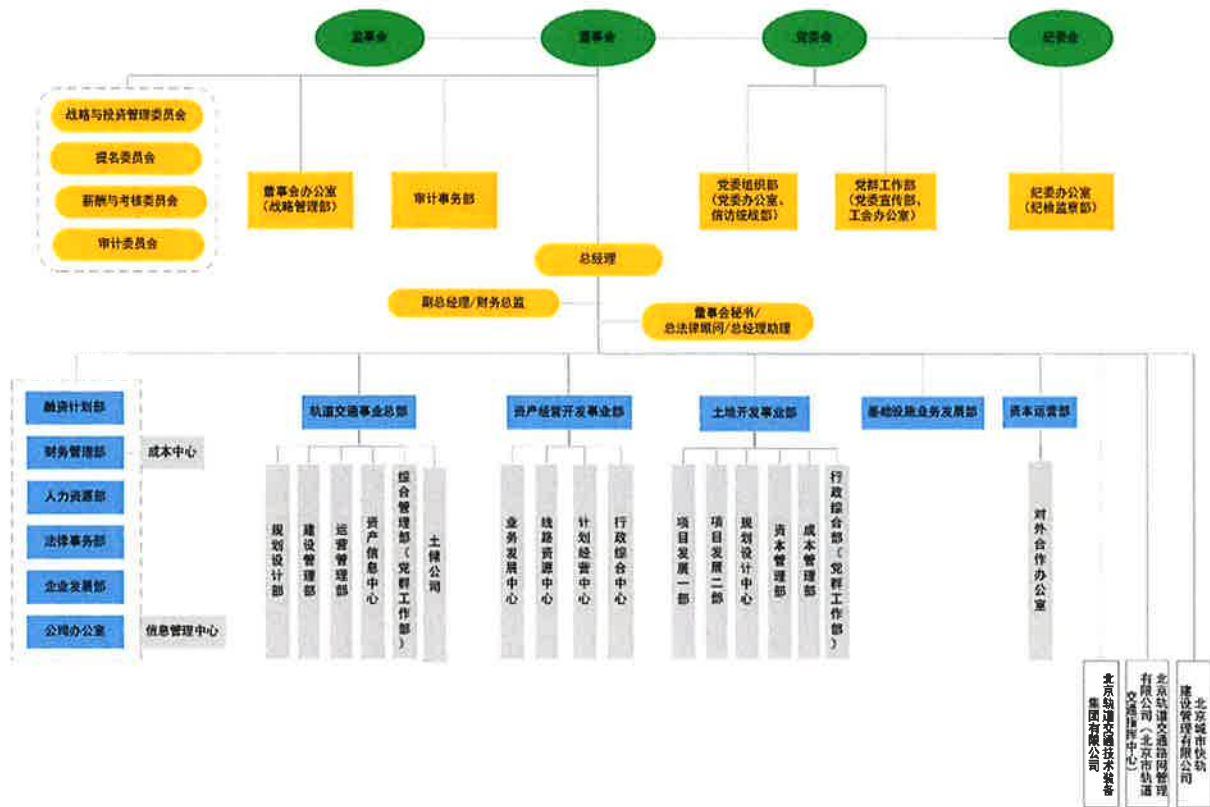


序号	企业	持股比例 (%)
1	北京地铁四号线投资有限责任公司	65.66
2	北京地铁五号线投资有限责任公司	100.00
3	北京地铁六号线投资有限责任公司	100.00
4	北京地铁七号线投资有限责任公司	79.27
5	北京地铁八号线投资有限责任公司	95.93
6	北京地铁九号线投资有限责任公司	100.00
7	北京地铁十号线投资有限责任公司	85.48
8	北京地铁十四号线投资有限责任公司	100.00
9	北京地铁十五号线投资有限责任公司	100.00
10	北京地铁十六号线投资有限责任公司	27.30
11	北京地铁十七号线投资有限责任公司	64.65
12	北京轨道交通房山线投资有限责任公司	91.88
13	北京轨道交通大兴线投资有限责任公司	100.00
14	北京轨道交通昌平线投资有限责任公司	100.00
15	北京轨道交通门头沟线投资有限责任公司	100.00
16	北京轨道交通海淀山后线投资有限责任公司	100.00
17	北京轨道交通西郊线投资有限责任公司	100.00
18	北京轨道交通燕房线投资有限责任公司	100.00
19	北京轨道交通新机场线投资有限责任公司	37.06
20	北京轨道交通亦庄线投资有限责任公司	100.00
21	北京京密投资有限公司	80.00
22	北京京创投资有限公司	70.00
23	北京京投新兴投资有限公司	80.00
24	北京市基础设施土地整理储备有限公司	100.00
25	北京京投投资有限公司	100.00
26	北京基石基金管理有限公司	70.00
27	北京基石创业投资基金（有限合伙）	49.33
28	北京轨道交通路网管理有限公司	100.00
29	北京城投地下空间开发建设有限公司	70.00
30	北京东直门机场快速轨道有限公司	85.32
31	北京城市快轨建设管理有限公司	71.40
32	北京京投轨道交通置业开发有限公司	100.00
33	首都建设报社	100.00
34	北京京投停车场管理有限公司	100.00
35	北京京投轨道交通资产经营管理有限公司	100.00
36	北京地铁京通发展有限责任公司	69.30

37	北京城市铁路股份有限公司	85.20
38	北京信息基础设施建设股份有限公司	59.46
39	北京京投资产经营有限公司	100.00
40	京投（香港）有限公司	100.00
41	京投发展股份有限公司	34.00
42	北京基石仲盈创业投资中心（有限合伙）	42.42
43	北京地铁三号线投资有限责任公司	33.52
44	北京地铁十二号线投资有限责任公司	83.33
45	北京地铁十九号线投资有限责任公司	55.72
46	北京京投城市管廊投资有限公司	100.00
47	北京京投交通发展有限公司	100.00
48	北京交控硅谷科技有限公司	95.00
49	北京市地铁运营有限公司	100.00
50	北京京投兴朝置地有限公司	100.00
51	北京轨道交通技术装备集团有限公司	100.00

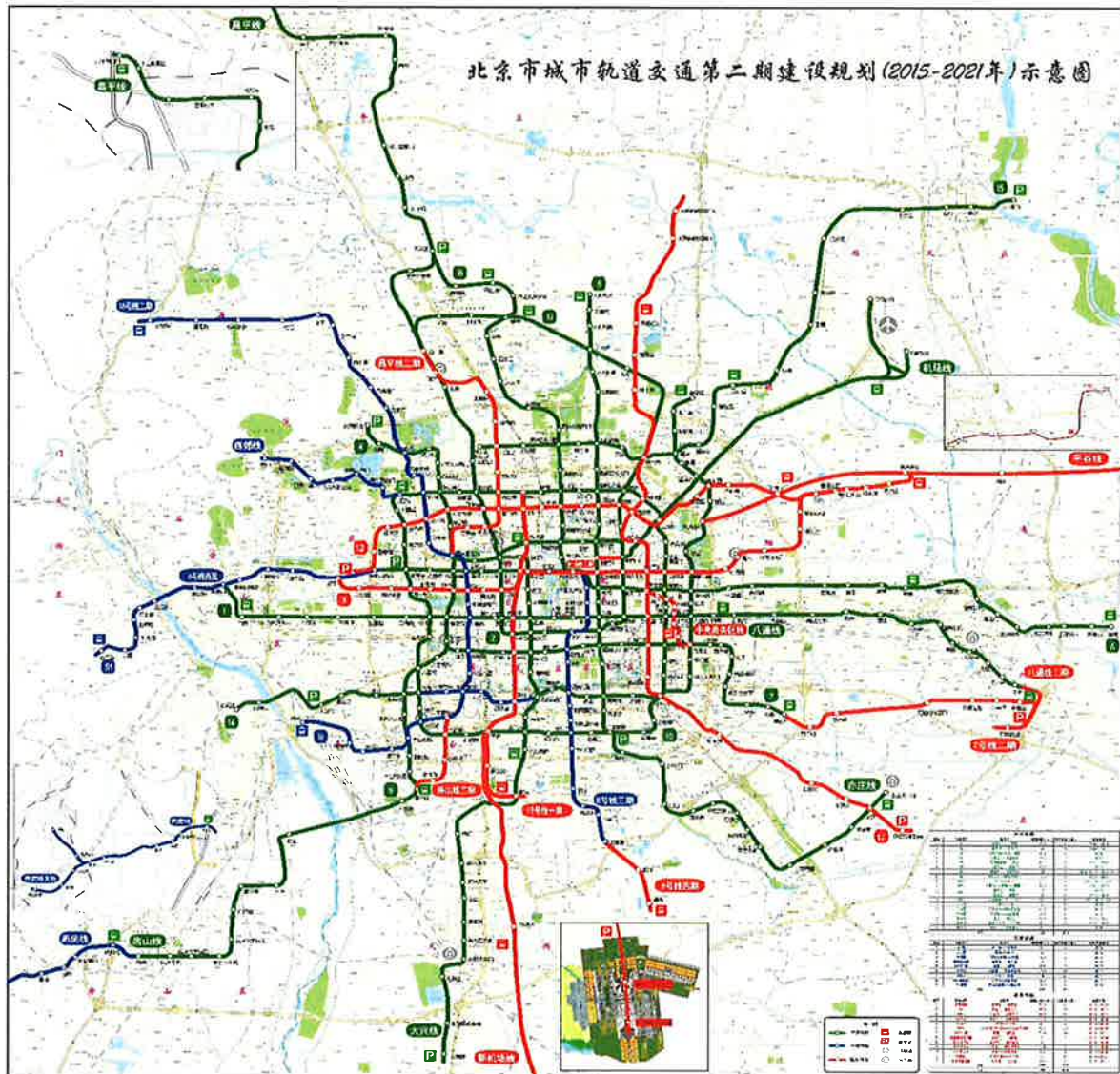
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：北京市基础设施投资有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：北京市轨道交通线网示意图



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）	2015	2016	2017
货币资金	2,478,739.67	2,798,416.50	2,505,362.20
应收账款	104,453.21	80,583.13	191,472.15
其他应收款	1,495,124.13	1,203,331.35	895,261.21
存货	3,054,429.27	3,383,833.20	4,063,309.54
可供出售金融资产	1,840,213.34	2,712,341.21	3,128,271.20
长期股权投资	199,879.25	224,573.95	224,730.01
在建工程	19,842,269.67	16,583,497.67	19,881,604.44
无形资产	21,374.11	21,055.25	134,404.27
总资产	40,450,832.58	43,549,795.37	48,295,134.38
其他应付款	1,060,893.87	738,206.39	699,789.90
短期债务	2,198,787.33	2,467,175.21	2,190,103.81
长期债务	20,017,822.17	20,183,948.75	22,594,496.61
总债务	22,216,609.50	22,651,123.97	24,784,600.43
总负债	26,364,364.58	27,424,406.51	29,129,962.16
费用化利息支出	46,649.68	28,007.00	66,616.37
资本化利息支出	208,342.81	242,463.39	244,914.27
实收资本	9,090,967.26	10,664,248.95	13,567,127.91
少数股东权益	2,246,746.85	2,622,422.88	2,642,653.28
所有者权益（含少数股东权益）	14,086,468.00	16,125,388.86	19,165,172.21
营业总收入	1,754,439.88	1,564,140.37	1,677,990.43
经营性业务利润	-12,426.77	-32,262.98	185,745.22
投资收益	71,492.54	70,394.80	118,763.36
营业外收入	194,478.28	222,945.37	3,146.21
净利润	164,533.74	201,971.53	186,832.32
EBIT	268,459.04	286,935.91	317,560.54
EBITDA	284,358.51	298,676.96	337,889.64
销售商品、提供劳务收到的现金	2,404,726.61	2,244,241.58	2,145,194.17
收到其他与经营活动有关的现金	824,137.84	470,437.03	558,417.44
购买商品、接受劳务支付的现金	2,318,965.96	1,390,798.53	2,471,941.63
支付其他与经营活动有关的现金	579,831.42	369,732.84	463,868.23
吸收投资收到的现金	1,389,858.67	2,121,907.88	2,904,077.94
资本支出	2,612,054.32	962,300.81	3,529,885.62
经营活动产生现金净流量	-374,268.00	197,691.10	-1,050,681.34
投资活动产生现金净流量	-2,535,398.82	-2,270,662.76	-4,197,000.20
筹资活动产生现金净流量	2,568,412.37	2,383,041.06	4,970,014.85

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	14.90	12.69	8.16
三费收入比 (%)	11.41	11.04	13.36
应收类款项/总资产 (%)	4.63	4.10	3.80
收现比 (X)	1.37	1.43	1.28
总资产收益率 (%)	0.68	0.68	0.69
流动比率 (X)	1.87	1.86	2.11
速动比率 (X)	1.17	1.14	1.16
资产负债率 (%)	65.18	62.97	60.32
总资本化比率 (%)	61.20	58.41	56.39
长短期债务比 (X)	0.11	0.12	0.10
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.02	0.01	-0.04
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.17	0.08	-0.48
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-1.47	0.73	-3.37
总债务/EBITDA (X)	78.13	75.84	73.35
EBITDA/短期债务 (X)	0.13	0.12	0.15
货币资金/短期债务 (X)	1.13	1.13	1.14
EBITDA 利息倍数 (X)	1.12	1.10	1.08

注：1.公司 2015 年~2017 年财务报告均按照新会计准则编制；2.将 2015 年~2017 年财务报表有息的其他流动负债纳入短期债务核算；3.将 2017 年度财务报表有息的其他非流动负债纳入长期债务核算；4.将 2015 年~2017 年财务报表有息的长期应付款纳入长期债务核算；5.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。

附五：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+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

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

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

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

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

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

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

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))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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（含）以下等级外，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。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，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。