

北京市基础设施投资有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；
维持“18京基投MTN001A”、“18京基投MTN001B”、“18京投债04/18京投10”、“18京投债03/18京投09”、“18京投债02/18京投02”、“18京投债01/18京投01”、“16京投债01/16京投01”、“14京投可转债01/14京投01”、“14京投可转债02/14京投02”、“14京投债”、“13京投债”的信用等级为AAA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司
信用评级委员会

二零一九年六月十九日

北京市基础设施投资有限公司 2019 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

存续期债券列表

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
18 京基投 MTN001A	15	2018/12/18~2028/12/18	AAA	AAA
18 京基投 MTN001B	15	2018/12/18~2028/12/18	AAA	AAA
18 京投债 04/18 京投 10	10	2018/11/26~2033/11/26	AAA	AAA
18 京投债 03/18 京投 09	20	2018/11/26~2028/11/26	AAA	AAA
18 京投债 02/18 京投 02	5	2018/08/09~2033/08/09	AAA	AAA
18 京投债 01/18 京投 01	15	2018/08/09~2028/08/09	AAA	AAA
16 京投债 01/16 京投 01	30	2016/11/02~2021/11/02	AAA	AAA
14 京投可转债 01/14 京投 01	10	2014/11/18~(5+N)	AAA	AAA
14 京投可转债 02/14 京投 02	40	2015/08/11~(5+N)	AAA	AAA
14 京投债	50	2014/04/16~2029/04/16	AAA	AAA
13 京投债	28	2013/03/11~2023/03/11	AAA	AAA

注：截至 2019 年 6 月 19 日，“14 京投债”余额 1.3677 亿元；“16 京投债 01/16 京投 01”余额 0.4011 亿元。

概况数据

京投公司（合并口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	4,354.98	4,829.51	5,583.89	5,888.44
所有者权益合计（亿元）	1,612.54	1,916.52	2,089.16	2,173.92
总负债（亿元）	2,742.44	2,913.00	3,494.73	3,714.52
总债务（亿元）	2,265.11	2,478.46	3,093.27	3,133.66
营业总收入（亿元）	156.41	167.80	189.08	43.23
经营性业务利润（亿元）	-3.23	18.57	20.59	1.35
净利润（亿元）	20.20	18.68	25.98	7.52
EBIT（亿元）	28.69	31.76	41.01	-
EBITDA（亿元）	29.87	33.79	43.27	-
经营活动净现金流（亿元）	19.77	-105.07	-54.86	-68.67
收现比（X）	1.43	1.28	1.15	1.58
总资产收益率（%）	0.68	0.69	0.79	-
营业毛利率（%）	12.69	8.16	4.35	7.83
应收类款项/总资产（%）	4.10	3.80	3.36	3.16
资产负债率（%）	62.97	60.32	62.59	63.08
总资本化比率（%）	58.41	56.39	59.69	59.04
总债务/EBITDA（X）	75.84	73.35	71.48	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.10	1.08	1.04	-

注：1. 公司 2016 年~2018 年财务报告及 2019 年一季度财务报表均按照新会计准则编制，其中 2019 年一季度财务报表未经审计；2. 将 2016 年~2019 年一季度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 2016 年~2019 年一季度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；6. 企业未提供 2019 年一季度利息支出及现金流量补充表，故相关指标失效。

分析师

项目负责人：袁雨晴 yqyuan@ccxi.com.cn

项目组成员：何川 che@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 19 日

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“18 京基投 MTN001A”、“18 京基投 MTN001B”、“18 京投债 04/18 京投 10”、“18 京投债 03/18 京投 09”、“18 京投债 02/18 京投 02”、“18 京投债 01/18 京投 01”、“16 京投债 01/16 京投 01”、“14 京投可转债 01/14 京投 01”、“14 京投可转债 02/14 京投 02”、“14 京投债”、“13 京投债”的信用等级为 AAA。

中诚信国际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；公司能够获得很强的政府资金支持；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，中诚信国际也关注到未来较大的资本支出可能推高公司的债务规模、经营活动净现金流波动较大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。

优势

- 北京地区经济发达，为公司的地铁建设提供了良好的外部环境。2018 年，北京市实现 GDP30,320.0 亿元，同比增长 6.6%。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。
- 很强的政府支持力度。作为北京市政府基础设施建设的投资运营主体，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大量的财政专项资金和补贴资金。
- 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 2019 年 3 月末，公司尚未使用授信额度为 981.36 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。

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。
- 经营活动净现金流波动较大。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，2016 年~2018 年，公司经营活动净现金流分别为 19.77 亿元、-105.07 亿元和 -54.86 亿元。
- 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。公司控股的京投发展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存在一定的不确定性。

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

七、本次评级结果中的主体信用等级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。

募集资金项目进展

截至 2019 年 3 月末，“18 京投债 04/18 京投 10”、“18 京投债 03/18 京投 09”、“18 京投债 02/18 京投 02”、“18 京投债 01/18 京投 01”、“16 京投债 01/16 京投 01”、“14 京投可转债 01/14 京投 01”、“14 京投可转债 02/14 京投 02”、“14 京投债”及“13 京投债”的募集资金已全部使用，募集资金与相关债务融资工具、债券募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。

近期关注

北京市雄厚的经济实力为公司的发展提供了优良的运营环境

北京市作为全国的政治、经济和文化中心，积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和多年发展的积累，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。2018 年全年北京市实现地区生产总值 30,320.0 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 118.7 亿元，同比下降 2.3%；第二产业增加值 5,647.7 亿元，同比增长 4.2%；第三产业增加值 24,553.6 亿元，同比增长 7.3%。三次产业构成由上年的 0.4 : 19.0 : 80.6，调整为 0.4 : 18.6 : 81.0。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到 14 万元。

固定资产投资方面，2018 年全社会固定资产投

资比上年下降 9.9%。基础设施投资下降 10.7%，其中，交通运输领域投资增长 1.1%。分产业看，第一产业投资比上年增长 8.9%；第二产业投资下降 43.2%；第三产业投资下降 6.3%，其中，信息传输、软件和信息技术服务业投资增长 31.2%，文化和娱乐业投资增长 11.8%，科学研究和技术服务业投资增长 7.7%。

表 1：2016 年~2018 年北京市经济发展情况（亿元、%）

	2016	2017	2018
地区生产总值	24,899.3	28,000.4	30,320.0
地区生产总值增速	6.7	6.7	6.6
固定资产投资	8,461.7	8,948.1	-
固定资产投资增速	5.9	5.7	-9.9

资料来源：北京市国民经济和社会发展统计公报，中诚信国际整理

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。

随着城市化进程持续推进，我国城市轨道交通行业仍将处于高速发展时期，2018 年新的轨道交通规划管理意见出台，提高轨道交通建设与城市经济水平的适应性

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路线，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 年~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。

我国城市轨道交通总体保持有序发展，但同时，由于城市轨道交通投资巨大、公益性特征明显，部分城市存在规划过度超前、建设投资规模过于集中、资金落实不到位等问题，一定程度上加重了地方债务负担。为此，国务院办公厅于 2018 年 6 月印发《国务院办公厅关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》（国办发[2018]52 号）（以下简称“意见”）。意见中明确提出了城市轨道交通建设申报条件，强调申报建设地铁的城市一般公共预算收入应在 300 亿元以上，地区生产总值应在 3,000 亿元以上，市区常住人口在 300 万人以上；申报建设轻轨的城市一般公共预算收入应在 150 亿元以上，地区生产总值在 1,500 亿元以上，市区常住人口在 150 万人以上。拟建地铁、轻轨线路初期客运强度分别不低于每日每公里 0.7 万人次、0.4 万人次，远期客流规模分别达到单向高峰小时 3 万人次以上、1 万人次以上。此外，在项目建设和运营资金保障方面，意见明确说明，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金投入不得低于 40%，

并严禁以各类债务资金作为项目资本金。支持各地区积极吸引民间投资参与城市轨道交通项目，鼓励开展多元化经营，加大站场综合开发力度。规范开展城市轨道交通领域政府和社会资本合作（PPP），通过多种方式盘活存量资产。意见提出的轨道交通建设申报条件更为严格，同时对财政资金投入提出了最低比例要求，对地铁建设城市的财政安排及政府债务控制提出了挑战。此外，对不符合申报条件的城市，其城市轨道交通建设规划可能受到进一步影响。

总的来看，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，“十三五”期间仍将保持较大投资规模。随着在建、拟建线路的建成运营，轨道交通在城市客运系统中将发挥更重要的作用。但由于轨道交通项目投资大，费用高，自身经济效益较差等特点，轨道交通项目的建设对城市经济水平依赖度较高，中诚信将持续关注轨道交通行业的高速增长与城市经济发展水平之间的适应关系。

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；PPP 建设模式不仅可以分散政府的财政投资压力，还能使社会资本获得一定收益，是城市轨道交通融资模式发展的重要方向

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，是城市基础设施建设中投资规模最大的工程。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，我国大部分城市还处在轨道交通建设运营初期，运营线路少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，地方政府资金支出压力大。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。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，以相关收益弥补运营业务亏损。但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，轨道交通项目难以实现盈利。

近年来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。通过对轨道交通建设体制的创新，多元化投资主体的引入，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发展空间。在进行市场化运作过程中，政府多采用 PPP 等方式与企业进行合作。

PPP 即政府与社会资本合作，是目前各级政府大力推广的政府项目建设融资方式。政府通过开展 PPP 项目可以充分调动社会资本参与政府类项目，并以项目经营或政府购买服务等方式给予社会资本回报，从而分散政府的财政投资压力，同时能使社会资本获得一定收益。按照服务于社会经济发展的不同方面，PPP 项目可分为经济、社会和政府三类，轨道交通项目即属于其中的经济类项目。由于具有较强的现金流产生能力，轨道交通项目属于较适用 PPP 方式建设的项目。2015 年以来，财政部先后发布四批财政部 PPP 示范项目，其中轨道交通项目合计总投资 4,358.76 亿元。对于纳入财政部 PPP 示范项目的建设项，财政部将给予财政补贴和奖励等予以支持。此外，多个轨道交通项目也已纳入各地方 PPP 项目库。

截至 2017 年末，我国共有 56 座城市正在进行城市轨道交通路线修建，在建线路 254 条，在建线路长度 6,246.3 公里，较去年同期增长 10.8%。根据我国在建线路可研批复情况，截至 2017 年末，我国已获得城轨交通建设项目批复的城市有 62 座，规划线路总长度为 7,424 公里，批复规划线路总投资 37,018.4 亿元，其中有 16 个城市投资计划超过 1,000 亿元，27 个城市规划线网规模超过 100 公里。由于城市轨道交通建设的巨额投资规模预计将给各地政府财政带来一定资金压力，国家发改委在 2017 年 9 月的城市轨道交通投融资机制创新研讨会中指出，我国城市轨道交通处在快速发展时期，但投融资模式和投资主体单一，实现可持续发展迫切需要推进投融资机制创新。一是要统筹协调轨道交通规划与城市总体规划，发挥轨道交通对城市发展的支撑引领作用。坚持以人民为中心发展理念，打造综合交通枢纽，方便群众出行。二是尽快完善综合开发土地政策，顺应轨道交通投融资创新的需要，协调不同属性土地的管理机制，促进轨道交通沿线和站点周边的物业开发。三是大力推广 PPP 模式，借鉴学习重点城市实施 PPP 项目的实践经验，积极引入社会资本，完善有关的税收政策。四是借鉴国内外先进经验，结合实际科学合理设计票价体系，既要有利于可持续经营，又要体现公益属性，考虑社会承受能力。五是深化研究涉及综合开发的消防、环保等标准和配套政策。加强综合开发、商业运营等专业人才的供给，为行业可持续发展提供保障。

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，抗风险能力极强

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。截至 2018 年末，公司轨道授权经营服务费均全额到位，其中 2018 年有 76.50 亿元计入实收资本，168.58 亿元计入递延收益科目，47.23 亿元用于运营亏损补助。

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”时期交通发展建设规划》指出，北京市将进一步加密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。

公司在北京市内轨道交通建设及运营方面地位优势显著；“十三五”期间公司将继续加大线路建设投资，进一步完善地铁网络；同时，公司已建成地铁线路运营情况良好，票务收入是公司收入的重要来源

北京市交通委发布《北京市“十三五”时期交通发展建设规划》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 2019 年 3 月末，公司在建地铁项目总投资 3,212.03 亿元，已完成投资 1,228.67 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；同期末，公司拟建地铁项目 3 段，分别为 13 号线扩能提升工程、11 号线（冬奥支线）和新机场北延。

表 2: 截至 2019 年 3 月末北京市在建及拟建地铁项目线路及投资情况（亿元、公里）

序列	线路名称	起终点	总投资	已完成投资	总长度	建设期间
在建项目						
1	M14 线剩余段(其中有张郭庄—西局, 北京南站—善各庄段已开通)	西局-右安门	445.09	352.59	47.30	2010~2021
2	S1 线剩余段(石门营-金安桥已开通)	金安桥-苹果园	88.99	69.95	10.20	2010~2021
3	M16 线二期剩余段(北安桥-西苑已开通)	二期(苏州街—西苑)	505.14	213.04	23.70	2013~2021
4	M16 线一期	一期(宛平—苏州街)			26.10	2013~2021
5	M8 线三期剩余段(珠市口-五福堂已开通)	珠市口—中国美术馆	182.59	122.01	17.36	2014~2021
6	新机场线一期	草桥-新机场	264.95	117.90	41.40	2015~2019
7	M12 线	四季青-管各庄西	332.78	51.47	29.60	2015~2021
8	M17 线	未来科技城北区-亦庄站前区南	435.29	62.69	49.70	2015~2022
9	M19 线一期	新宫-牡丹园	240.15	84.43	22.40	2015~2021
10	机场线西延	东直门-北新桥	17.02	4.25	1.84	2015~2020
11	房山线延伸线	郭公庄-丰益桥南	48.03	14.54	5.30	2015~2020
12	M7 线东延	焦化厂-环球影城	153.70	59.64	16.60	2015~2019
13	M3 线一期	东四十条-曹各庄北	314.00	47.65	20.80	2015~2022
14	平谷线	东风北桥—洵河湾	待定	6.09	54.30	2017~2022
15	昌平线南延	西二旗—国家图书馆	126.26	13.31	12.60	2017~2021
16	八通线南延	土桥—环球影城	42.04	9.11	4.50	2017~2019
17	CBD 线	东大桥—九龙山	待定	-	4.90	2018~2022
18	燕房线支线	周口店-饶乐府	16.00	-	6.10	2017~2021
在建线路合计			3,212.03	1,228.67	394.70	-
拟建项目						
1	13 号线扩能提升工程	13A 线起点为 6 号线车公庄站, 终点至在建 17 号线的天通苑东地区。13B 线起点为既有 13 号线东直门站, 终点至 16 号线马连洼站。	待定	-	13A 线路全长约 30 公里, 其中新建线路约 19 公里。13B 线路全长约 32 公里, 其中新建线路约 9 公里。	-
2	11 号线(冬奥支线)	金顶街—首钢站	待定	-	3.60	-
3	新机场北延	草桥-丽泽商务区	待定	-	3.50	-
拟建线路合计			-	-	-	-

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, 中诚信国际整理

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 2019 年 3 月末, 北京市共有 22 条正式运营的轨道交通线路, 线路

长度达 637 公里, 较 2017 年末增加 6 号线西延线(五路居-金安桥)和 8 号线(珠市口-瀛海)。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路网的专业运营商,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 2019 年 3 月末北京已运行地铁线路情况 (亿元、公里、座)

序号	线路名称	已开通起终点	总投资	已开通长度	车站总数	开通时间
1	1 号线	苹果园——四惠东	108.38	31	23	1969、1984
2	2 号线	积水潭——积水潭		23	18	1969、1984
3	4 号线	公益西桥——安河桥北	153.85	28	24	2009
4	5 号线	宋家庄——天通苑北	138.63	28	23	2007
5	6 号线	金安桥——潞城	493.95	53	32	2012、2014、2018
6	7 号线	北京西站——焦化厂	269.16	24	20	2014
7	8 号线	朱辛庄——中国美术馆, 珠市口——瀛海	393.90	48	31	2008、2011、2012、2013、2018
8	9 号线	郭公庄——国家图书馆	129.35	17	13	2011、2012
9	10 号线	巴沟——巴沟	420.94	57	45	2008、2012、2013
10	13 号线	东直门——霍营——西直门	58.53	41	16	2002
11	14 号线	张郭庄——西局, 北京南站——善各庄	445.09	44	28	2013、2014、2015
12	15 号线	清华东路西口——俸伯	200.36	43	20	2010、2011、2014
13	八通线	四惠——土桥	31.00	19	13	2003
14	亦庄线	宋家庄——亦庄火车站	95.76	23	14	2010
15	大兴线	天宫院——公益西桥	95.80	22	11	2010
16	房山线	苏庄——郭公庄	101.88	25	12	2010、2011
17	昌平线	南邵——西二旗	62.57	31	12	2010、2015
18	机场线	东直门——首都机场	51.58	28	4	2008
19	地铁 16 号线二期	西苑——北安河	231.00	20	10	2016
20	S1 线	石厂-金安桥	88.99	9	7	2017
21	燕房线	燕化站-阎村北站	89.92	14	9	2017
22	西郊线	巴沟-香山	45.99	9	6	2017
合计			3,706.63	637	391	-

注: 公司部分已运营地铁项目尚未转固, 仍记在在建工程中。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

2018 年, 北京市地铁年客运总量为 38.48 亿人次, 日均客运量为 1,054.36 万人次, 单日最高客运量达 1,349.25 万人次以上。2018 年, 公司票款收入为 72.71 亿元, 占营业总收入比重为 46.77%。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, 但已有效减少该板块亏损额度。近年来, 由于地铁运营期间, 人工和维护等成本支出金额较大, 近年来票款收入增长难以匹配, 公司票款收入毛利率为负且逐年下滑。

表 4: 2016 年~2019 年 3 月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)
2016	36.59	999.82	70.21
2017	37.78	1,035.07	71.12
2018	38.48	1,054.36	72.71
2019.3	9.03	1,003.20	-

注: 客运量包含 22 条已开通线路数据; 票款收入只包含运营公司的相关收入。

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稳步提高。

公司房地产业务整体保持良好的经营业绩；土地一级开发业务经营稳定，但个别项目实施困难，存在一定不确定性

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2018年末，京投公司对其持股36%，仍为其第一大股东。

截至2018年末，京投发展总资产规模318.68亿元，所有者权益合计46.15亿元，资产负债率85.52%；2018年，京投发展实现营业总收入79.75

亿元，净利润9.10亿元，经营活动净现金流1.47亿元。

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。2018年，公司实现签约销售额45.39亿元，完成计划的65%，主要系受到调控政策影响，部分类型产品销售难度增加，签约手续用时较长等因素所致。完成新开工面积47.18万平方米，同比增长14.60%，主要系密云锦悦府项目、无锡鸿墅（二期）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	2016	2017	2018
当年新开工面积	17.95	20.57	47.18
当年在建面积	148.18	126.10	107.76
当年竣工面积	42.66	29.83	34.58
当年签约销售面积	20.04	3.18	10.95
当年签约销售金额	78.23	7.27	45.39

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计口径不同所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2018年以来，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。截至2019年3月末，京投发展在建项目共7个，均已开始预售，其中锦悦府项目为2018年新开工项目；上述在建项目的总投资456.43亿元，已完成投资386.62亿元，累计已销售面积123.93万平方米，剩余可供出售面积135.19万平方米。此外，截至2019年3月末，京投发展共拥有储备土地52.70万平方米，账面价值348.92亿元。

表6：截至2019年3月末京投发展房地产开发投资及销售情况（万平方米、亿元）

序列	项目名称	项目位置	性质	预计总投资	已投资	规划建筑面积	剩余可供出售面积	累计销售面积	预计起始期间
1	公园悦府	昌平区	商住、保障房	90.30	95.95	62.82	19.61	30.62	2013.01-2021.12
2	琨御府	海淀区	商住、保障房、写字楼	90.65	91.09	39.50	9.43	24.58	2013.01-2018.12
3	西华府	丰台区	商住、保障房、写字楼	84.36	72.86	66.48	12.45	49.65	2011.09-2019.12
4	檀香府	门头沟区	洋房、别墅、保障房	93.73	74.02	45.00	27.24	5.16	2014.10-2021.12
5	无锡鸿墅	无锡惠山区	住宅、洋房、别墅	23.91	11.4	47.04	30.69	9.27	2013.01-2021.11
6	璟悦府	平谷区	办公、商业、住宅及配套	34.60	20.46	24.20	14.12	4.65	2016.12-2020.12
7	锦悦府	密云区	住宅及配套	38.88	20.84	23.80	21.65	-	2018.08-2020.12
	合计	-	-	456.43	386.62	308.84	135.19	123.93	-

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，收益用于轨道交通建

设。公司一般按照总投资的 8%~12% 计提项目利润。资金回笼方面，随着地块入市成交，公司逐步实现资金回笼，存在一定的滞后性。2016 年~2018 年，公司已完工的土地一级开发项目共计 8 块，占地面积 122.54 万平方米，总投资 176.33 亿元，已回笼资金 95.67 亿元，其中 2018 年公司成交地块为檀营 B3 地块，占地面积 9.43 万平方米，总投资 8.33 亿

元，已回笼资金 5.24 亿元。2019 年一季度，公司成交北安河车辆段项目，占地面积 31.50 万平方米，总投资 52.66 亿元，已回笼资金 16.05 亿元。

截至 2019 年 3 月末，公司在开发及拟开发的土地一级开发项目总占地面积 1,210.08 万平方米，预计总投资 1,076.31 亿元，已完成投资 368.20 亿元，已分步实现回款 152.27 亿元。

表 7：截至 2019 年 3 月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
海户项目	88.37	52.52	32.18	3.59	-
四五六街项目	31.00	30.35	17.61	1.98	16.28
檀营项目	55.06	35.64	26.80	1.99	11.27
水源路南侧土地储备项目 B、C 地块	82.00	21.70	2.18	1.23	-
亚林西项目	97.00	123.34	98.13	6.48	75.23
东坝北西区棚改项目	429.85	531.00	101.59	26.14	-
潭柘寺镇中心区（A-D）地块	146.64	61.40	58.87	4.80	49.49
潭柘寺镇中心区（E-F）	96.68	69.14	25.15	6.36	-
六里桥车辆段项目	3.80	4.30	3.16	0.33	-
郭公庄车辆段项目	23.00	6.95	2.30	0.50	-
东小营车辆段项目	35.38	26.10	0.06	2.67	-
黄村火车站项目	67.00	4.32	-	0.32	-
磁各庄车连段项目	30.30	55.55	0.15	4.85	-
榆树庄车辆段项目	24.00	54.00	0.02	4.44	-
合计	1,210.08	1,076.31	368.20	65.68	152.27

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，自 2017 年起，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。目前，平谷二号二期地块的处置方案尚未明确。

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。但中诚信国际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。

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 2016 年~2018 年财务报告，以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司各期财务报告按新会计准则编制。

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，2016 年~2018 年末，公司总资产分别为 4,354.98 亿元、4,829.51 亿元和 5,583.89 亿元，以非流动资产为主。2019 年 3 月末，公司总资产增长至 5,888.44 亿元。

流动资产方面，2016 年~2018 年末，公司流动资产分别为 872.39 亿元、897.26 亿元和 1,044.00 亿元，占总资产的比重分别为 20.03%、18.58% 和 18.70%。公司流动资产金额较大的科目主要为货币资金、存货、其他流动资产和其他应收款。公司货币资金较为充足，2016 年~2018 年末，分别为 279.84 亿元、250.54 亿元和 237.81 亿元，其中 2018 年末受限货币资金为 0.26 亿元。2016 年~2018 年末，公司存货账面价值分别为 338.38 亿元、406.33 亿元和 430.56 亿元，其中 2018 年末存货主要包括土地一级开发成本 216.30 亿元、房地产开发成本 150.65 亿元和房地产开发产品 43.45 亿元。2016 年~2018

年末，公司其他流动资产分别为 77.13 亿元、78.48 亿元和 189.70 亿元，其中 2018 年末增幅较大主要由于公司理财产品规模较上年增长 100.68 亿元至 166.35 亿元。2016 年~2018 年末，公司其他应收款（2018 年末为可比口径）分别为 120.33 亿元、89.53 亿元和 99.84 亿元，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，其中 2018 年末有 80.73% 的其他应收款账龄在 3 年以上，对公司资金形成一定的占用。截至 2019 年 3 月末，公司流动资产增长至 1,235.56 亿元，其中货币资金小幅下降至 208.36 亿元，存货增加至 539.59 亿元，其他流动资产增加至 295.82 亿元。

非流动资产方面，2016 年~2018 年末，公司非流动资产分别为 3,482.59 亿元、3,932.25 亿元和 4,539.88 亿元，占总资产的比重分别为 79.97%、81.42% 和 81.30%。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长期股权投资。2016 年~2018 年末，公司固定资产分别为 1,456.13 亿元、1,460.52 亿元和 1,469.04 亿元；同期公司在建工程分别为 1,658.35 亿元、1,988.16 亿元和 2,379.36 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 2018 年末，公司主要在建项目为北京地铁 6 号线、7 号线、8 号线、14 号线、16 号线、9 号线、15 号线、昌平线、门头沟线及北京新机场高速路等。2016 年~2018 年末，公司可供出售金融资产分别为 271.23 亿元、312.83 亿元和 374.78 亿元，2016 年以来公司对京沪、京沈、京津冀等铁路的投资使得可供出售金融资产逐年有所增长。2016 年~2018 年末，公司长期股权投资分别为 22.46 亿元、22.47 亿元和 172.60 亿元，其中 2018 年增幅较大主要由于当期公司对华夏银行股份有限公司 149.02 亿元的权益投资。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产增加至 4,652.88 亿元，其中固定资产为 1,471.05 亿元，可供出售金融资产为 388.45 亿元，长期股权投资为 180.30 亿元，除在建工程随着地铁项目的推进增加至 2,464.28 亿

元，其他指标均变化不大。

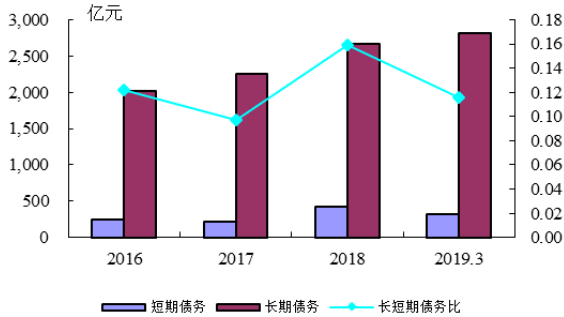
负债方面，公司负债规模随着资产规模的增长也相应扩大，2016 年~2019 年 3 月末，公司总负债分别为 2,742.44 亿元、2,913.00 亿元、3,494.73 亿元和 3,714.52 亿元；同期，公司流动负债分别为 470.01 亿元、424.35 亿元、608.08 亿元和 516.91 亿元，占总负债的比重分别为 17.14%、14.57%、17.40% 和 13.92%。公司流动负债中占比较大的科目及金额包括短期借款、一年内到期的非流动负债和其他应付款。2016 年~2018 年末，公司短期借款分别为 93.29 亿元、46.78 亿元和 40.86 亿元，呈逐年下降的趋势，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 148.23 亿元、122.03 亿元和 320.86 亿元。2016 年~2018 年，公司其他应付款（2018 年末为可比口径）分别为 73.82 亿元、69.98 亿元和 57.20 亿元，主要为大兴区土地储备中心等尚未结算的往来款。截至 2019 年 3 月末，公司短期借款、一年内到期的非流动负债分别为 38.50 亿元和 245.71 亿元。

非流动负债方面，2016 年~2019 年 3 月末，公司非流动负债分别为 2,272.43 亿元、2,488.65 亿元、2,886.65 亿元和 3,197.61 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；2016 年~2018 年末，公司长期借款分别为 1,462.78 亿元、1,712.14 亿元和 1,931.46 亿元，应付债券分别为 393.45 亿元、282.67 亿元和 360.52 亿元。2016 年~2018 年末，公司递延收益分别为 239.80 亿元、213.88 亿元和 259.93 亿元，其中截至 2018 年末，公司递延收益包含轨道交通建设专项资金 190.97 亿元。2016 年~2018 年，递延收益中分别有 94.01 亿元、103.74 亿元和 123.99 亿元用于拨付子公司付息金额。截至 2019 年 3 月末，公司长期借款、应付债券和递延收益分别为 2,082.95 亿元、428.83 亿元和 370.62 亿元，其中递延收益增幅较大。

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，2016 年~2019 年 3 月末，公司总债务分别为 2,265.11 亿元、2,478.46 亿元、3,093.27 亿元和 3,133.66 亿元；同期，公司长

短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.12 倍、0.10 倍、0.16 倍和 0.12 倍。公司债务结构符合公司业务特点。

图 1：2016 年~2019 年 3 月末公司债务结构



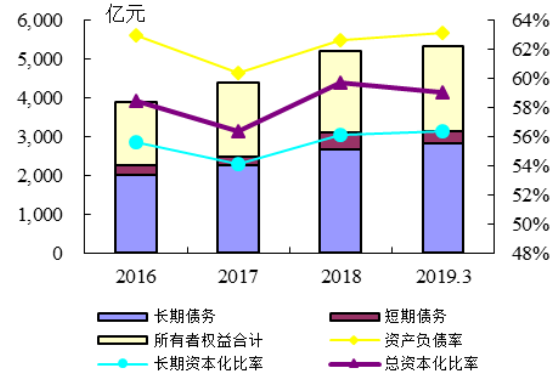
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2016 年~2019 年 3 月末，公司所有者权益合计分别为 1,612.54 亿元、1,916.52 亿元、2,089.16 亿元和 2,173.92 亿元，呈逐年增长趋势，主要来自股东增资和利润累积。2016 年~2018 年末，公司实收资本分别为 1,066.42 亿元、1,356.71 亿元、1,452.91 亿元和 1,530.16 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。2016 年~2019 年 3 月末，公司资本公积分别为 146.47 亿元、146.53 亿元、153.29 亿元和 153.19 亿元，其中 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；2018 年增长主要系公司接受北京市国有资产经营有限责任公司无偿转让子公司十号线公司股权 7 亿元，使得公司持股比例由 85.48% 增至 90.00%；同时，当期公司收购京投发展 2% 股权导致资本公积减少。公司未分配利润的增加也推动了公司所有者权益的增长，2016 年~2019 年 3 月末分别为 74.48 亿元、86.21 亿元、105.41 亿元和 112.03 亿元。此外，截至 2019 年 3 月末，公司其他权益工具为 110.00 亿元，其中 2018 年发行 3 期永续债，共计 60.00 亿元。

2016 年~2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 62.97%、60.32%、62.59% 和 63.08%，总资本化比率分别为 58.41%、56.39%、59.69% 和 59.04%。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 2：2016 年~2019 年 3 月末公司资本结构



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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。2016 年~2018 年，公司营业总收入分别为 156.41 亿元、167.80 亿元和 189.08 亿元，主要包括开发运营收入和服务收入，其近年来稳定增长。毛利率方面，2016 年~2018 年公司营业毛利率分别为 12.69%、8.16% 和 4.35%，近年来受到地铁运营成本逐年增长的影响，票款收入增长难以匹配，毛利率呈逐年下滑趋势。2019 年一季度，公司营业总收入为 43.23 亿元，毛利率为 7.83%。

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。2016 年~2018 年，公司开发运营收入分别为 68.09 亿元、72.25 亿元和 91.56 亿元，其中土地一级开发收入分别为 2.24 亿元、3.73 亿元和 2.90 亿元；房地产开发实现收入分别为 57.12 亿元、60.65 亿元和 78.15 亿元，近年来公司满足销售结转的竣工面积增加，房地产收入逐年有所增长。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，2016年~2018年分别为32.91%、37.72%和36.63%。

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。2016年~2018年公司服务收入分别为80.73亿元、82.90亿元和86.14亿元，其中票款收入分别为70.23亿元、71.12亿元和72.71亿元。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，近年来票款收入增长难以匹配，公司票款收入毛利率

为负且逐年下滑，使得公司服务收入板块毛利率逐年下滑明显。

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，2016年~2018年分别为3.87亿元、9.72亿元和9.37亿元。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%，2017年保持正常水平，2018年由于子公司北京轨道交通技术装备集团有限公司亏损减少，毛利率大幅增长至18.31%；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 8：2016年~2018年公司营业总收入及毛利率情况（亿元、%）

	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
开发运营收入	68.09	32.91	72.25	37.72	91.56	36.63
商品销售	3.87	-0.52	9.72	8.45	9.37	18.31
服务收入	80.73	-5.61	82.90	-19.68	86.14	-31.80
其他	3.73	53.35	2.93	66.25	2.00	18.19
合计	156.41	12.69	167.80	8.16	189.08	4.35

注：小数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

期间费用方面，2016年~2019年3月，公司期间费用合计分别为17.27亿元、22.41亿元、24.83亿元和7.56亿元，其中管理费用分别为12.01亿元、15.66亿元、18.07亿元和3.48亿元，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。2016年~2019年3月，公司期间费用收入占比分别为11.04%、13.36%、13.13%和17.50%。

表 9：2016年~2019年3月公司期间费用分析

	2016	2017	2018	2019.3
销售费用（亿元）	1.66	1.46	1.95	0.32
管理费用（亿元）	12.01	15.66	18.07	3.48
财务费用（亿元）	3.59	5.28	4.82	3.76
期间费用合计（亿元）	17.27	22.41	24.83	7.56
营业总收入（亿元）	156.41	167.80	189.08	43.23
期间费用收入占比（%）	11.04	13.36	13.13	17.50

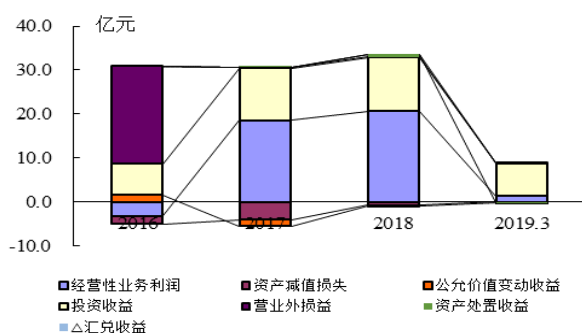
注：2018年和2019年一季度管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016年~2018年，公司利润总额分别为25.89亿元、25.09亿元和32.77亿元。由于公司主要业务具有公益性，2016年获得政府补助21.79亿元，2017年和2018年分别获得运营亏损补贴31.78亿元和47.23亿元。2017年以来由于会计

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年以来经营性业务利润大幅增长，营业外损益大幅减少。2016年~2018年公司经营性业务利润分别为-3.23亿元、18.57亿元和20.59亿元；同期，公司营业外损益分别为22.26亿元、0.23亿元和0.08亿元。此外，公司投资收益也是弥补经营性亏损的重要来源，2016年~2018年分别为7.04亿元、11.88亿元和12.31亿元，其中2018年包含权益法核算的长期股权投资收益1.82亿元，持有理财产品取得的投资收益6.65亿元和持有可供出售金融资产期间取得的投资收益3.39亿元。2019年一季度，公司利润总额为8.68亿元，其中经营性业务利润1.35亿元，投资收益7.44亿元。

图 3：2016 年~2019 年 3 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总的来看，随着北京地铁新线路的陆续建成，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，中诚信国际将对此保持关注。

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，2016 年~2019 年 3 月，公司经营活动净现金流分别为 19.77 亿元、-105.07 亿元、-54.86 亿元和-68.67 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；2018 年，运营公司支付其他与经营活动有关的现金大幅增长，使得当期经营活动现金流仍表现为净流出。

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，2016 年~2019 年 3 月，公司投资活动净现金流分别为-227.07 亿元、-419.70 亿元、-689.87 亿元和-236.60 亿元，近年来随着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。2016 年~2019 年 3 月，公司筹资活动净现金流分别为 238.30 亿元、497.00 亿元、730.02 亿元和 277.03 亿元，其中，2016 年~2018 年吸收股东投资及政府注资金额分别达到 212.19 亿元、290.41 亿元和 96.30 亿元，其中 2018 年由于部分计入递延收益的轨道交通授权经营服务费计入收到其他与筹资

活动有关的现金，金额同比有所下降。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 2018 年，公司偿还债务 339.36 亿元，支付利息及分配股利 125.20 亿元。

表 10：2016 年~2019 年 3 月公司现金流分析(单位：亿元)

	2016	2017	2018	2019.3
经营活动产生现金流入	271.78	270.63	264.10	91.11
经营活动产生现金流出	252.01	375.69	318.96	159.78
经营活动净现金流	19.77	-105.07	-54.86	-68.67
投资活动产生现金流入	630.51	771.19	929.91	121.37
投资活动产生现金流出	857.58	1,190.89	1,619.78	357.97
投资活动净现金流	-227.07	-419.70	-689.87	-236.60
筹资活动产生现金流入	668.00	962.04	1,212.17	426.92
其中：吸收投资所收到的现金	212.19	290.41	96.30	77.39
借款所收到的现金	153.56	416.83	943.18	204.10
发行债券收到的现金	-	-	-	-
筹资活动产生现金流出	429.70	465.04	482.15	149.88
其中：偿还债务所支付的现金	226.47	321.24	339.36	117.95
筹资活动净现金流	238.30	497.00	730.02	277.03
现金及现金等价物净增加额	31.98	-29.33	-12.96	-29.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

截至 2018 年末，公司总债务为 3,093.27 亿元，较上年末增加 614.81 亿元；其中，长期债务 2,668.36 亿元，短期债务 424.91 亿元。

从偿债指标来看，2018 年公司经营活动现金流呈净流出状态，无法覆盖债务本息；2018 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。2016 年~2018 年，公司 EBITDA 利息保障系数分别为 1.10 倍、1.08 倍和 1.04 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 11：2016 年~2019 年 3 月公司偿债指标情况

	2016	2017	2018	2019.3
总债务(亿元)	2,265.11	2,478.46	3,093.27	3,133.66
长期债务(亿元)	2,018.39	2,259.45	2,668.36	2,809.46
经营活动净现金流(亿元)	19.77	-105.07	-54.86	-68.67
EBITDA(亿元)	29.87	33.79	43.27	-
EBITDA 利息保障系数(X)	1.10	1.08	1.04	-
总债务/EBITDA(X)	75.84	73.35	71.48	-
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	-0.04	-0.02	-0.09
经营活动净现金流利息保障	0.73	-3.37	-1.32	-

系数(X)

注：季报中经营活动净现金流/总债务为年化指标。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

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 2019 年 3 月末，全部授信银行中，前十大授信银行合计提供授信总额 3,049.23 亿元，尚未使用授信额度为 981.36 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 2019 年 3 月末，公司合并口径下共有对外担保 21.80 亿元，占同期净资产的比重为 1.00%，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 2019 年 3 月末，公司受限资产为 472.80 亿元，占同期总资产的比重为 8.03%，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

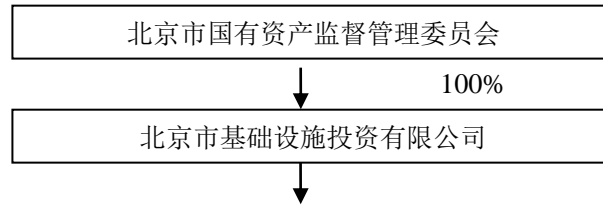
根据人民银行征信中心在截至 2019 年 4 月 23 日出具的企业信用报告，公司及其子公司近三年未出现过银行借款和已发行债务融资工具到期未偿付情形。

结论

中诚信国际维持北京市基础设施投资有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 京基投 MTN001A”、“18 京基投 MTN001B”、“18

京投债 04/18 京投 10”、“18 京投债 03/18 京投 09”、“18 京投债 02/18 京投 02”、“18 京投债 01/18 京投 01”、“16 京投债 01/16 京投 01”、“14 京投可转债 01/14 京投 01”、“14 京投可转债 02/14 京投 02”、“14 京投债”、“13 京投债”的信用等级为 **AAA**。

附一：北京市基础设施投资有限公司股权结构图（截至 2018 年末）

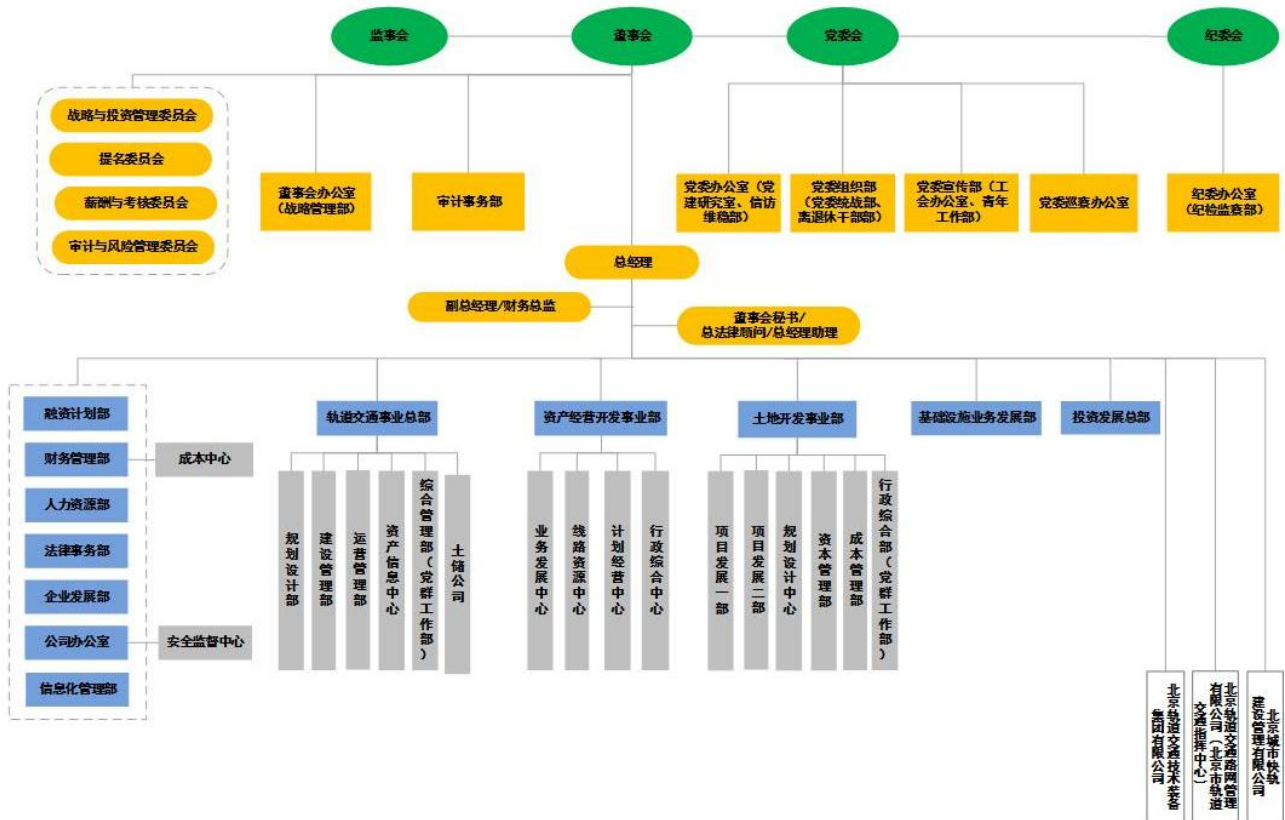


序号	企业	持股比例 (%)
1	北京地铁四号线投资有限责任公司	65.66
2	北京地铁五号线投资有限责任公司	100.00
3	北京地铁六号线投资有限责任公司	100.00
4	北京地铁七号线投资有限责任公司	79.27
5	北京地铁八号线投资有限责任公司	96.17
6	北京地铁九号线投资有限责任公司	100.00
7	北京地铁十号线投资有限责任公司	90.00
8	北京地铁十四号线投资有限责任公司	100.00
9	北京地铁十五号线投资有限责任公司	100.00
10	北京地铁十六号线投资有限责任公司	38.21
11	北京地铁十七号线投资有限责任公司	64.65
12	北京轨道交通房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	50.33
27	北京基石创业投资基金（有限合伙）	70.00
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	85.72
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	73.88
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	36.00
42	北京基石仲盈创业投资中心（有限合伙）	73.21
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	84.00
45	北京地铁十九号线投资有限责任公司	78.98
46	北京京投城市管廊投资有限公司	100.00
47	北京交控硅谷科技有限公司	95.00
48	北京京投交通发展有限公司	100.00
49	北京京投兴朝置地有限公司	100.00
50	北京轨道交通技术装备集团有限公司	100.00
51	北京京投兴通置业有限公司	100.00
52	北京地铁二十八号线投资有限责任公司	100.00
53	张家口京垣基础设施建设有限公司	70.00
54	基石国际融资租赁有限公司	84.16
55	北京市地铁运营有限公司	100.00

注：公司拥有北京地铁十六号线投资有限责任公司 100%表决权，北京轨道交通新机场线投资有限责任公司 100%表决权，北京地铁三号线投资有限责任公司 100%表决权，且公司为京投发展第一大股东，故以上公司纳入公司合并范围。

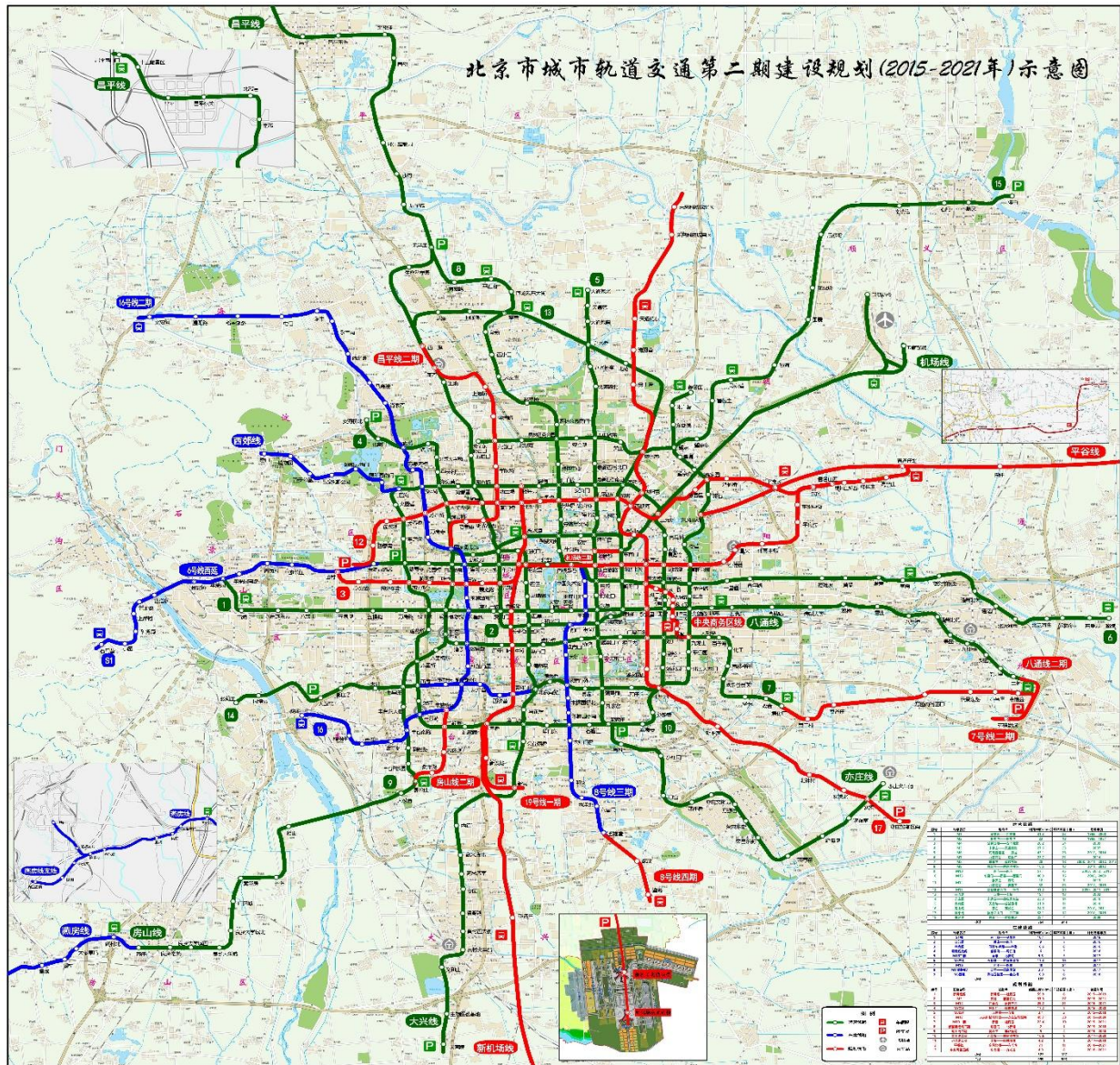
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：北京市基础设施投资有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	2,798,416.50	2,505,362.20	2,378,120.73	2,083,566.94
应收账款	80,583.13	191,472.15	208,858.63	198,354.18
其他应收款	1,203,331.35	895,261.21	998,425.33	967,202.22
存货	3,383,833.20	4,063,309.54	4,305,616.22	5,395,889.03
可供出售金融资产	2,712,341.21	3,128,271.20	3,747,751.51	3,884,514.99
长期股权投资	224,573.95	224,730.01	1,726,008.34	1,803,034.79
在建工程	16,583,497.67	19,881,604.44	23,793,590.23	24,642,844.43
无形资产	21,055.25	134,404.27	137,608.10	131,783.81
总资产	43,549,795.37	48,295,134.38	55,838,856.84	58,884,385.86
其他应付款	738,206.39	699,789.90	572,027.06	759,619.67
短期债务	2,467,175.21	2,190,103.81	4,249,090.98	3,241,955.68
长期债务	20,183,948.75	22,594,496.61	26,683,615.12	28,094,629.74
总债务	22,651,123.97	24,784,600.43	30,932,706.10	31,336,585.43
总负债	27,424,406.51	29,129,962.16	34,947,286.70	37,145,203.50
费用化利息支出	28,007.00	66,616.37	82,389.80	-
资本化利息支出	242,463.39	244,914.27	333,170.78	-
实收资本	10,664,248.95	13,567,127.91	14,529,054.91	15,301,554.91
少数股东权益	2,622,422.88	2,642,653.28	2,585,510.89	2,593,908.96
所有者权益合计	16,125,388.86	19,165,172.21	20,891,570.14	21,739,182.36
营业总收入	1,564,140.37	1,677,990.43	1,890,770.73	432,265.15
经营性业务利润	-32,262.98	185,745.22	205,925.71	13,472.48
投资收益	70,394.80	118,763.36	123,131.90	74,396.60
营业外收入	222,945.37	3,146.21	1,320.93	208.90
净利润	201,971.53	186,832.32	259,845.10	75,214.18
EBIT	286,935.91	317,560.54	410,060.88	-
EBITDA	298,676.96	337,889.64	432,745.00	-
销售商品、提供劳务收到的现金	2,244,241.58	2,145,194.17	2,171,311.10	681,098.72
收到其他与经营活动有关的现金	470,437.03	558,417.44	467,953.71	229,174.53
购买商品、接受劳务支付的现金	1,390,798.53	2,471,941.63	1,452,627.67	1,251,604.68
支付其他与经营活动有关的现金	369,732.84	463,868.23	843,946.25	111,530.13
吸收投资收到的现金	2,121,907.88	2,904,077.94	963,010.41	773,850.00
资本支出	962,300.81	3,529,885.62	4,789,960.26	1,078,207.60
经营活动产生现金净流量	197,691.10	-1,050,681.34	-548,561.45	-686,695.11
投资活动产生现金净流量	-2,270,662.76	-4,197,000.20	-6,898,689.05	-2,366,005.40
筹资活动产生现金净流量	2,383,041.06	4,970,014.85	7,300,210.62	2,770,329.28
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	12.69	8.16	4.35	7.83
三费收入比(%)	11.04	13.36	13.13	17.50
应收类款项/总资产(%)	4.10	3.80	3.36	3.16
收现比(X)	1.43	1.28	1.15	1.58
总资产收益率(%)	0.68	0.69	0.79	-
流动比率(X)	1.86	2.11	1.72	2.39
速动比率(X)	1.14	1.16	1.01	1.35
资产负债率(%)	62.97	60.32	62.59	63.08
总资本化比率(%)	58.41	56.39	59.69	59.04
长短期债务比(X)	0.12	0.10	0.16	0.12
经营活动净现金流/总债务(X)	0.01	-0.04	-0.02	-0.09
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.08	-0.48	-0.13	-0.85
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.73	-3.37	-1.32	-
总债务/EBITDA(X)	75.84	73.35	71.48	-
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.15	0.10	-
货币资金/短期债务(X)	1.13	1.14	0.56	0.64
EBITDA利息倍数(X)	1.10	1.08	1.04	-

注：1.公司2016年~2018年财务报告及2019年一季度财务报表均按照新会计准则编制，其中2019年一季度财务报表未经审计；2.将2016年~2019年一季度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2016年~2019年一季度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；6.企业未提供2019年一季度现金流量补充表，故相关指标失效；7.季报中经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/短期债务指标为年化数据；8.表中“应收账款”、“其他应收款”和“其他应付款”2018年按照“财会【2018】15号文件”前口径列示和计算，2019年一季报按照“财会【2018】15号文件”后口径列示和计算。

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-研发费用+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

期间费用合计=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用

期间费用收入比=(财务费用+管理费用+销售费用+研发费用)/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：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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附七：中票信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附八：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，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。