

北京首创城市发展集团有限公司

2022 年度公司债跟踪评级报告

项目负责人：余 璐 lyu@ccxi.com.cn

项目组成员：吴艳名 ymwu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

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

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

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

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

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0324 号

北京首创城市发展集团有限公司：

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 首置 01”、“18 首置 04”、“21 首置 01”和“21 首置 03”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年五月二十四日

评级观点：中诚信国际维持北京首创城市发展集团有限公司（以下简称“首创城发”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 首置 01”、“18 首置 04”、“21 首置 01”和“21 首置 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东的有力支持、丰富的房地产开发经验和良好的区域布局以及充足的自有土地资源等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业风险、毛利率持续下滑且盈利能力下降、债务压力较大和财务杠杆持续处于高位等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

首创城发（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,055.35	2,302.78	2,231.53	2,145.51
所有者权益合计（亿元）	509.65	573.81	433.79	435.40
总负债（亿元）	1,545.70	1,728.97	1,797.74	1,710.12
总债务（亿元）	978.03	1,029.33	985.97	853.95
营业总收入（亿元）	247.54	272.60	356.24	37.64
净利润（亿元）	39.37	24.80	0.21	2.04
EBITDA（亿元）	87.22	64.18	60.76	--
经营活动净现金流（亿元）	23.10	90.73	198.25	-12.47
营业毛利率(%)	36.82	26.72	19.45	20.45
净负债率(%)	134.21	109.10	149.77	165.98
总债务/EBITDA(X)	11.21	16.04	16.23	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.66	1.09	0.88	--

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计财务报表整理，各期均使用期末数；2、本评级报告中的债务包含应付票据。

正 面

■ **股东的有力支持。**公司控股股东为北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”），实际控制人为北京市国资委。城市发展业务为首创集团核心主业之一，公司作为首创集团旗下负责城市发展业务的核心业务平台，在资产注入、资源获取和融资安排等方面获得了股东的有力支持。

■ **丰富的房地产开发经验，良好的区域布局。**跟踪期内公司房地产开发板块主要由子公司首创置业有限公司（原名“首创置业股份有限公司”，以下简称“首创置业”）开展，首创置业房地产开发业务经验丰富，品牌知名度较高，且其地产项目主要分布在京津冀、长三角和粤港澳大湾区三大核心城市圈的一线及强二线城市，区域布局良好。

■ **充足的自有土地资源。**2021 年 11 月，首创集团与首创城发进行内部资源整合，前者将其持有的首创经中（天津）投资有限公司（以下简称“首创经中”）、首创新城镇建设投资有限公司（以下简称“首创新城镇”）及北京市绿化隔离地区基础设施开发建设有限公司（以下简称“北京绿基”）等资产注入首创城发。其中，首创经中在北京和天津拥有大量自有土地，为公司一级开发及一二级联动提供了充足的土地储备资源。

关 注

■ **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **毛利率持续下滑，盈利能力下降。**2021 年公司房地产开发业务利润空间进一步收窄，财务费用规模较大，投资收益亦明显回落，盈利水平有待提升。

■ **债务压力较大，财务杠杆持续处于高位。**因存量项目去化较慢，公司规模的扩张主要依赖债务的增长，截至 2022 年 3 月末财务杠杆持续处于高位，利息支出压力较大。

评级展望

中诚信国际认为，北京首创城市发展集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

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

同行业比较

2021 年部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率(X)
首开股份	1,149.07	3,143.18	143.97	1.45	2.00	678.02	3.09	0.30
铁建地产	964.01	2,206.90	229.21	0.76	2.05	295.18	10.13	0.19
首创城发	672.00	2,231.53	149.77	1.56	2.23	356.24	0.06	0.24

注：“首开股份”为“北京首都开发股份有限公司”简称；“铁建地产”为“中国铁建房地产集团有限公司”简称，签约销售金额含保障房收入
 资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
18 首置 01	AAA	AAA	2022/04/07	25.00	17.57	2018/09/14-2023/09/14 (3+2)	调整票面利率、回售
18 首置 04	AAA	AAA	2022/04/07	10.00	10.00	2018/12/03-2023/12/03	--
21 首置 01	AAA	AAA	2022/04/07	20.00	20.00	2021/03/15-2026/03/15 (3+2)	调整票面利率、回售
21 首置 03	AAA	AAA	2022/04/07	24.30	24.30	2021/03/29-2026/3/29 (3+2)	调整票面利率、回售

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（品种一）（债券简称：“18 首置 01”、债券代码：“143812”）于 2018 年 9 月 14 日起息，实际发行规模为 25 亿元，发行年限为 5 年（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），到期日为 2023 年 9 月 14 日，利率为 4.89%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。

首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）（品种二）（债券简称：“18 首置 04”、债券代码：“155072”），实际发行规模为 10 亿元，于 2018 年 12 月 3 日起息，发行年限为 5 年，到期日为 2023 年 12 月 3 日，利率为 4.50%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。

首创置业股份有限公司面向专业投资者公开发行 2021 年公司债券（第一期）（品种一）（债券简称：“21 首置 01”、债券代码：“175820”），实际发行规模为 10 亿元，于 2021 年 3 月 15 日起息，发行年限为 5 年（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），利率为 4.00%，到期日为 2026 年 3 月 15 日。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。

首创置业股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第二期）（品种一）（债券简称：“21 首置 03”、债券代码：“175907”）于 2021 年 3 月 29 日起息，实际发行规模为 24.30 亿元，发行年限为 5 年（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），到期日为 2026 年 3 月 29 日，利率为 3.97%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入

型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期水平。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8% 和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管 2021 年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

图2：近年来全国房地产开发投资情况

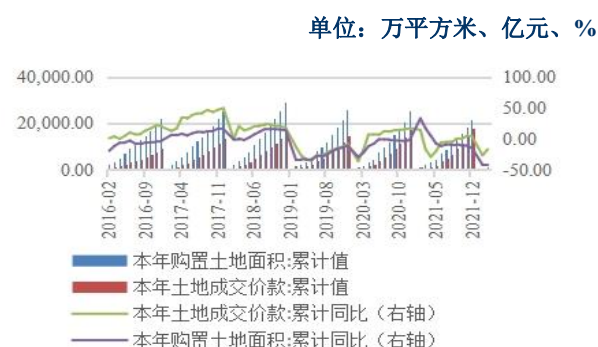


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

2016 年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020 年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在 8 月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。2020 年 12 月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021 年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。2021 年 2 月，自然资源部组织召开“全国 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22 座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021 年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021 年

四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内 LPR 下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

跟踪期内，公司对首创置业吸收合并，并完成对其公司债券及债务融资工具清偿义务承继工作；首创集团对公司进行资产注入，公司成为首创集团旗下城市发展板块业务全资子公司

跟踪期内，公司对首创置业吸收合并稳步推进，2021 年 9 月 30 日，首创置业正式撤销 H 股上市地位，并于同年 10 月完成工商变更登记，成为公司全资子公司。2022 年 4 月，首创置业发布《转移债券清偿义务的公告》及《关于转移债务融资工具清偿义务的公告》，根据相关公告，公司将承继首创置业公司债券及非金融企业债务融资工具全部的权利义务，并按照债券原条款和约定条件认真履行信息披露、兑息兑付等发行人所应尽义务。截至本报告

出具日，公司对首创置业相关公司债券及债务融资工具清偿义务承继工作已完成。

此外，首创集团将其持有的首创经中、首创新城镇和北京绿基等资产注入首创城发。截至 2020 年 12 月 31 日，资产注入标的总资产账面价值 244.08 亿元，总负债账面价值 137.28 亿元，所有者权益账面价值 106.81 亿元。截至本报告出具日，本次资产注入已完成工商变更登记。

随着相关资产整合工作的稳步推进，公司成为首创集团旗下城市发展板块业务集团。截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 298.82 亿元，首创集团直接持有公司 100.00% 股权，公司实际控制人为北京市国资委。

跟踪期内公司治理结构完善，内部控制制度体系规范

公司保持健全有效的法人治理结构。公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，均由股东委任，董事会对股东负责，依法行使企业的经营决策权；公司监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人，依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督；公司设经理，由董事会聘任或解聘，经理主持负责公司全面日常经营、管理工作，向董事会负责。

公司在财务管理、信息披露、项目工程管理、采购和供应商管理、项目成本管理和人力资源管理等方面建立了比较健全的内部控制制度，相关制度已覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。

2021 年以来首创置业销售权益比例明显提升，但随着房地产市场走弱，销售业绩呈下滑趋势，需关注市场环境变化对其销售业绩的影响

跟踪期内，公司房地产销售业务主要由子公司首创置业开展。受土地投资节奏放缓等因素影响，2021 年首创置业新开工面积同比下降 48%。随着项目建设的恢复，2021 年竣工面积同比回升。2022 年 1~3 月，受部分项目布局城市新冠疫情局部复发以

及房地产销售行情延续下滑态势影响，公司项目开发进度明显放缓，当期无新开工项目，实现竣工面积约 16 万平方米。

表 1：近年来首创置业全口径房地产开发情况
(万平方米)

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
新开工面积	429	448	215	0
竣工面积	232	187	421	16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，2021 年主要受市场环境变化影响，首创置业销售业绩同比下滑，全口径销售面积和销售金额分别同比下降 13.99% 和 22.99%。受销售区域结构变化及市场环境变化影响，当年销售均价同比下降 10.74%，由于公司项目主要布局在重点一、二线城市，销售均价总体仍保持在较高水平。从权益口径来看，得益于权益销售比例大幅提升，2021 年首创置业权益口径销售面积及销售金额同比变动不大。2022 年 1~3 月，在房地产市场整体较为疲软的市场环境下，首创置业销售业绩亦出现明显回落，全口径签约销售金额及面积分别同比下降 69.72% 和 56.18%，仍需关注市场环境变化对其销售业绩的影响。

表 2：近年来首创置业房地产运营情况
(万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
销售面积（全口径）	316	293	252	34
销售金额（全口径）	808	709	546	53
销售单价（全口径）	2.56	2.42	2.16	1.56
销售面积（权益口径）	224	170	180	26
销售金额（权益口径）	553	424	407	42
销售单价（权益口径）	2.47	2.50	2.26	1.63
销售金额权益比例（%）	68	60	75	79
结算面积（合并口径）	83	87	125	--
结算金额（合并口径）	156	176	279	--
结算单价（合并口径）	1.88	2.02	2.24	--

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

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域分布来看，2021 年首创置业在京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大核心城市圈销售金额占比近 70%。其中京津冀和长三角地区销售占比比较高，是其重点布局和推盘的区域，而粤港澳大湾区进入

时间较晚，销售占比相对较低。城市能级方面，首创置业主要布局一线及具有较强潜力的二线城市。从集中度来看，2021 年首创置业前五大城市销售金额占比为 69.62%，同比有所回落，仍处于较高水平。作为北京市国资委所属的大型国有企业集团公司，北京地区对首创置业销售贡献最大，2021 年销售金额占比达 41.72%，占比较 2020 年进一步提升，为其主要展业区域。

表 3：2021 年首创置业销售城市分布情况

(亿元、%)		
城市	签约销售金额	销售金额占比
北京	227.86	41.72
上海	51.76	9.48
重庆	43.76	8.01
天津	32.35	5.92
武汉	24.52	4.49
成都	22.42	4.11
杭州	20.25	3.71
昆明	19.81	3.63
昆山	16.17	2.96
厦门	10.33	1.89
佛山	9.70	1.78
青岛	9.60	1.76
东莞	8.21	1.50
其他	49.41	9.05
合计	546.15	100.00

注：以上数据为全口径签约销售金额。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，随着首创置业结算面积及结算单价均持续提升，2021 年首创置业结算金额大幅增长 58.52%。2021 年，首创置业结算金额前五位的城市分别为北京、成都、重庆、杭州和天津，合计金额为 141.35 亿元，占结算总金额的 50.66%，结算集中度明显下降。

2021 年拿地力度明显放缓，公司项目储备充沛，但区域集中度高，储备项目的消化和周转情况有待提高

从新获取项目来看，2021 年首创置业新增 2 幅位于上海地块，新增土地储备建筑面积 27 万平方米，投资额 34 亿元，占当期销售金额的 6.23%。从

新增土地成本看，因 2021 年新增土地均位于上海，楼面价较高。2022 年 1~3 月，公司未在公开市场招拍挂拿地，但以并购方式获取位于武汉的一江源项目，同时退出在郑州的合作项目。

总体来看，受市场行情变化及公司主动降低负债等因素影响，跟踪期内首创置业土地投资节奏明显放缓。

表 4：近年来首创置业新增项目储备情况

(个、万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2019	2020	2021
新增项目数量	22	10	2
新增土地储备建筑面积（全口径）	779	420	27
新增土地储备金额（全口径）	356	190	34
新增土地储备楼面地价	0.46	0.45	1.27
土地储备总面积（全口径）	1,661	1,683	1,528

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，首创置业总土地储备面积约 1,528 万平方米，其中销售物业占比 87%，投资物业占比 13%。从城市能级来看，其在一线、二线、三四线城市土地储备占比分别为 23.44%、54.58%、21.99%，主要分布在北京、天津、武汉、昆明等核心重点城市，布局相对合理。从集中度来看，首创置业前五大城市土地储备占比为 69.14%，相对略高。较高的土地储备集中度使得其经营业绩易受区域政策变化和市场波动影响。截至 2021 年末，首创置业全口径销售物业土地储备建筑面积为 2021 年全口径销售面积的 5.25 倍，土地储备相对充裕，但存量项目的去化和资金周转效率有待提高。

表 5：2021 年末首创置业销售物业土地储备城市分布

(万平方米、%)

城市	未售面积	占比
北京	223.37	16.90
天津	207.17	15.67
武汉	196.23	14.84
昆明	184.34	13.94
郑州	102.93	7.79
重庆	85.46	6.46
上海	49.97	3.78
广州	32.24	2.44

西安	31.84	2.41
昆山	27.64	2.09
成都	27.12	2.05
青岛	26.01	1.97
江阴	25.86	1.96
桐乡	23.41	1.77
南京	18.76	1.42
其他	59.68	4.51
总计	1,322.02	100.00

注：以上数据不包括投资物业；其他包括万宁、沈阳、佛山等城市。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

依托首创集团基础设施业务的资源协同优势，首创置业开展多个一级开发项目，为公司收入和利润起到较好补充作用，并通过一二级联动为公司二级土

地开发带来良好项目储备机会

依托首创集团基础设施业务，首创置业在京津地区也开展部分土地一级开发及产业地产业务；通过土地一级开发（含棚户区改造）业务，分享区域地产增值收益，有利于以较低成本获取优质资源。首创置业一级开发业务多采取成本加成的盈利模式，部分地块亦采取收益分成方式；拆迁成本由公司垫付，政府收储后结算。同时首创置业借助区域成片开发探索产城融合发展模式，带动土地价值提升，打造差异化竞争力。此外，首创置业一级开发项目的二级土地转化率处于较高水平。

表 6：截至 2021 年末首创置业正在实施的一级开发项目情况（万平方米）

项目名称	项目类型	项目位置	未出让土地占地面积	未出让土地建筑面积
石景山区西黄村棚户区改造项目	棚户区改造	石景山区时代花园南路	7.60	16.10
平谷区白各庄二期土地一级开发项目	一级开发	平谷区大兴庄镇	8.80	17.80
顺义区东石槽棚户区改造项目	棚户区改造	顺义区北石槽镇	24.70	34.50
天津市武清区高村镇一级开发项目	一级开发	天津武清区高村镇	20.10	34.60
平谷区金海湖 A、B 地块一级开发项目	一级开发	平谷区金海湖镇中心	5.70	5.80
张家口桥西区东窑子及堡子里土地一级开发项目	一级开发	河北省张家口市桥西区	20.80	38.10
北京朝阳区呼家楼棚改	棚户区改造	朝阳区呼家楼	24.00	56.00
怀柔区附马庄棚改项目	棚户区改造	怀柔区北房镇附马庄村	8.50	15.50
桐乡一级开发项目	一级开发	浙江省桐乡市经济开发区	348.30	376.10
合计			468.50	594.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

奥特莱斯战略布局基本达成，但疫情对公司租金收入产生一定不利影响；首创置业向首创集团转让奥特莱斯业务的事项尚无进展，存在较大不确定性

首创置业旗下商业地产开发运营平台主要为首创钜大有限公司¹（以下简称“首创钜大”，股票代码：1329.HK），负责公司奥特莱斯综合体的开发运营。首创钜大主要通过向租户收取租金的方式获得收入，包括固定租金和基准租金加销售额分成两种租金模式。此外，首创钜大还拥有部分商业可售物业，其持续去化能够对收入形成良好补充。

近年来通过自建、并购和合作等多元化方式拓展项目，首创钜大已成为全国布局数量最多的奥特

莱斯运营平台，基本完成对奥特莱斯业务线的战略布局。截至 2021 年末，首创钜大国内布局的奥特莱斯有 17 家，其中 16 家为自持运营，1 家为轻资产运营，其中自持的奥特莱斯已开业 15 家，其余 1 家预计将于 2022 年开业，未来首创钜大资本支出压力将得到一定缓解，在自持物业稳定运营和可售物业持续去化的情况下，资金平衡能力有望得到提升。与此同时，首创钜大积极探索奥特莱斯轻资产运营模式，计划通过品牌输出和管理输出来收取管理费及租金分成的模式获取收益。

从运营情况看，2021 年，受新冠疫情局部反复和极端天气等不利因素影响，首创钜大部分门店临时闭店，国内实体零售业客流受到一定冲击。但得

¹ 公司对其持股比例为 72.90%。

益于奥特莱斯数量增加及前期基数较低，2021 年首创钜大旗下已开业奥特莱斯营业额突破 100 亿元，同比增长 35%；同期实现投资物业租金收入 13.41 亿元，同比增长 31%。

2021 年 3 月首创钜大发布公告称，首创置业及其全资附属公司聚源信诚（天津）投资管理有限公司（以下简称“聚源信诚”）与公司控股股东首创集团订立意向书，由首创置业向首创集团转让旗下全部奥特莱斯业务²。奥莱业务重组需要经过国有资产评估，并获得相关监管机构、首创置业和首创集团董事会及首创置业独立股东的批准。截至本报告出具日，首创置业向首创集团转让奥特莱斯业务的事项尚无进展，且随着首创城发与首创置业吸收合并事宜持续推进，该事项存在较大不确定性。

首创城发通过资产整合获得大量自有土地资源，拓宽集体用地租赁住房及市政相关业务类型，为公司战略转型提供有力支撑

2021 年 11 月，首创集团与首创城发进行内部资源整合，前者将其持有的首创经中、首创新城镇和北京绿基等资产注入首创城发。其中，首创经中在北京和天津拥有大量自有土地，为公司一级开发及一二级联动提供了丰富的土地储备资源。首创新城镇是目前全国最大的集租房平台，也是北京市 4 家市级集租房平台之一，负责北京周边 43 个小镇的开发建设，目前以租赁住房为主营业务，在集体土地租赁住房方面积累了较为丰富的项目经验。北京绿基是北京市属绿隔地区道路基础设施和土地及开发的投资建设平台，具有一定业务承接资质优势。综合来看，通过首创集团与首创城发的资产整合，公司在土地资源、项目储备以及业务定位升级等方面得到了集团的大力支持，为其战略转型的有序推进打下坚实基础。

首创经中核心业务包括产业新城、房地产开发、城市更新三大业务平台。在产业新城方面，首创经

中主要负责京津合作示范区的开发工作。京津合作示范区位于天津未来科技城，由北京、天津共同打造，是京津冀协同发展中非首都功能疏解的重要承接地、京津深化全方位合作的重要平台、区域改革创新发展的试验基地。首创经中通过土地划拨取得该示范区占地面积 38 平方公里的土地。公司计划对其分三期进行开发建设，预计建设周期为 15 年。目前，起步区（约 11 平方公里）基础设施建设基本完成，已有 7 个产业项目签约落地，总占地面积 650 亩，总投资 23.3 亿元。房地产开发方面，首创经中主要围绕首创集团在北京自有用地盘活开展。首创经中在北京大兴区拥有 4000 余亩尚未开发自有土地，均为划拨取得，待开发土地资源充裕。首创经中的房地产开发业务以政策性住房开发为主，目前体量较大的项目主要有大兴区首创团河地块定向安置房项目及通州区台湖嘉创二路 4 号地定向安置房项目，合计保障房建设数量达 7000 余套。截至 2021 年末，保障房项目未售面积为 36.37 万平方米。城市更新方面，首创经中亦进行了有益尝试，主要包括东四胡同博物馆的改造运营以及四方大厦的改造出售等项目，在资产有效盘活的同时，对首创经中的收入利润形成良好补充。

中诚信国际关注到，首创经中拥有大规模待开发自有用地，土地储备丰厚且获取成本较低，利润空间较高，但其自有土地转化的规模及用途需与地方政府规划相匹配且需得到地方政府审批，相关业务的推进存在一定不确定性。

表 7：首创经中房地产运营情况（万平方米、亿元）

项目	2019	2020	2021
合同销售面积	5.14	24.28	59.92
合同销售金额	8.79	36.55	126.23
结转面积	5.14	24.28	1.18
结转金额	8.36	34.81	1.98

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

首创新城镇由北京市政府与首创集团共同发起设立，以支持北京城镇化建设为主要任务。首创

特莱斯项目。

² 包括从事综合奥特莱斯物业项目的首创钜大及首创置业旗下其他奥

新城镇是首创城发长租公寓业务板块的重要运营载体，在顺义、平谷和房山拥有 7 宗集体土地建设租赁住房项目，总建筑面积约 80 万平方米，可提供租赁住房约 6200 套。截至 2021 年末，白各庄、张镇、下坡店三宗项目已完成结构封顶，预计于 2022 年入市。在运营模式方面，通常为集体经济组织以土地入股项目公司，由首创新城镇负责具体开发及运营，并与集体经济组织分享收益。在政策支持下，首创新城镇能够以较低的成本获取项目贷款或发行专项债券，融资渠道较为通畅。

表 8：首创新城镇在建项目情况（万平方米）

项目名称	规划建筑面积	可出租面积
房山区窦店镇窦店村 A 地块集体土地租赁住房项目	12.88	8.65
房山区窦店镇下坡店村集体租赁住房项目	5.91	4.04
平谷白各庄集体租赁住房项目	12.24	8.23
顺义张镇集体租赁住房项目	12.68	7.79
顺义区木林集体土地租赁住房项目	12.38	7.77
平谷上纸寨集体租赁住房项目	11.13	7.31
顺义区高丽营镇集体租赁住房项目	12.66	8.27
合计	79.87	52.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

北京绿基是北京市绿化隔离地区市政基础设施、保障房配套路网建设的平台。目前，累计完工及在建的绿隔地区市政道路 95 条，总长约 90 公里，同时实现配套专业管线建设 480 公里。截至 2021 年末，北京绿基拥有 3 个一级开发项目，对应住宅规划建筑面积约 81.9 万平方米，主要通过获取开发成本一定比例加成取得收益。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年度模拟合并财务报表审计报告、2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。

2021 年公司毛利率持续下滑，财务费用对利润形成侵蚀且投资收益大幅减少，盈利能力有所弱化

从收入构成看，房地产开发是公司营业收入的主要来源，土地一级开发和城市运营等业务对公司收入形成一定补充。分板块来看，2021 年公司房地产开发业务结转面积及单价均有所提升，收入进一步增长；土地一级开发业务同比增长 47.14%，但受政策等不确定性因素影响较大，近年来呈一定波动态势；受奥特莱斯业绩提升及租赁住房收入增长带动，2021 年公司城市运营业务收入大幅增长 80.43%。总体来看，2021 年公司各主要业务板块收入均实现较大幅度增长，带动总收入同比增长 30.68%。

从毛利率情况来看，2021 年部分项目受当地限价政策影响，销售价格及速度未及预期，导致公司房地产开发板块毛利率同比大幅回落至 10.87%，同期城市运营板块毛利率亦呈回落趋势，带动当期公司综合营业毛利率进一步下滑至 19.45%。2022 年 1~3 月，公司实现 37.64 亿元总收入，毛利率较 2021 年全年略有上升至 20.45%。考虑到房地产开发业务对公司收入贡献较大，仍需关注房地产开发毛利率下滑对公司整体盈利能力的影响。

表 9：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
房地产开发	164.16	215.76	279.04
土地一级开发	64.21	37.61	55.34
城市运营	7.91	7.97	14.38
其他	1.77	5.44	3.03
其他业务	9.49	5.82	4.45
合计	247.54	272.60	356.24
毛利率	2019	2020	2021
房地产开发	31.48	23.67	10.87
土地一级开发	41.27	33.04	47.34
城市运营	88.99	60.71	46.14
其他	48.34	46.37	70.26
其他业务	53.38	33.87	89.55
合计	36.82	26.72	19.45

注：房地产开发包括保障房业务；其他包括除房地产销售、土地一级开发及物业租赁外的其他主营业务；其他业务包括商品销售、临时性租赁及投资性房地产销售等非主营业务。

资料来源：审计报告、公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用以财务费用为主。由于资本化比

例提升及偿还永续债，2021 年公司财务费用同比下降，但财务费用率仍处于较高水平，需关注较大规模的利息支出对利润的侵蚀。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	7.81	7.20	8.72	1.06
管理费用	17.43	12.22	13.41	3.95
财务费用	30.76	23.20	18.00	4.22
期间费用合计	56.00	42.61	40.13	9.23
期间费用率(%)	22.62	15.63	11.27	24.54
经营性业务利润	15.59	19.85	20.55	-2.63
资产减值损失	-0.37	-1.12	0.11	--
公允价值变动收益	1.19	-1.58	-1.36	-0.33
投资收益	36.71	16.81	11.74	1.62
利润总额	53.49	34.19	32.23	3.67
所得税费用	14.11	9.39	32.02	1.62
净利润	39.37	24.80	0.21	2.04
净利润率(%)	15.91	9.10	0.06	5.43

注：资产减值损失包含信用减值损失

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2021 年得益于税费及期间费用减少，公司经营性业务利润保持增长。同期，受股权处置及股权增值收益减少影响，公司投资收益同比下降 30.16%。受投资收益下降影响，2021 年公司整体盈利水平下降，盈利能力有所弱化。同期，公司对首创置业吸收合并后将原已确认的递延税资产全额冲减，导致当期所得税费用大幅增加，净利润大幅减少。2022 年 1~3 月，受期间费用率阶段性提升影响，公司经营性业务出现亏损，当期利润主要来自投资收益及营业外收入。

跟踪期内公司资产结构较为稳定，2021 年以来随着永续债及其他有息债务偿还，公司货币资金大幅下滑，净负债率上升；截至 2022 年 3 月末公司财务杠杆处于较高水平，资本结构仍有待改善

跟踪期内公司资产仍以流动资产为主要构成，资产规模略有回落。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款及存货构成。2021 年由于偿还部分债务，公司货币资金较上年末大幅回落，其中受限货币资金为 21.37 亿元(含预售监管资金账户余额 17.89 亿

元)，受限比例较低。2022 年以来，因偿还债务，3 月末公司货币资金继续大幅减少。公司其他应收款主要为应收关联方款项及应收股权转让款，跟踪期内变动不大。跟踪期内，随着公司对项目的投入增加，存货规模保持增长。公司非流动资产在总资产中占比较小，主要包括长期股权投资及投资性房地产。其中长期股权投资主要系公司持有的合联营企业股权，2021 年以来因投资的合联营企业评估增值有所增长。公司投资性房地产主要为旗下奥特莱斯商业物业及长租公寓，跟踪期内随投资增加有所增长。

表 11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	294.02	403.33	336.28	226.06
存货	1,042.26	1,184.74	1,206.44	1,233.43
其他应收款	244.46	195.67	191.67	191.83
长期股权投资	66.06	77.10	96.00	95.64
投资性房地产	178.44	200.74	214.62	217.28
总资产	2,055.35	2,302.78	2,231.53	2,145.51
预收款项	206.28	275.49	312.90	350.29
应付账款	93.62	129.60	156.64	111.39
其他应付款	158.26	167.77	192.83	167.35
总负债	1,545.70	1,728.97	1,797.74	1,710.12
少数股东权益	333.68	390.82	222.55	224.22
所有者权益	509.65	573.81	433.79	435.40
净负债率	134.21	109.10	149.77	165.98
剔除预收账款的 资产负债率 (%)	72.44	71.70	77.39	75.75

注：预收款项含合同负债，存货含合同资产。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款及有息债务构成。公司预收款项主要系商品房预售款，随着回款的增长而保持增长。2022 年 3 月末，公司预收款项进一步增长至 350.29 亿元，是 2021 年房地产开发收入的 1.26 倍，对未来收入结转支撑度一般。公司应付账款主要为应付工程款，跟踪期内其规模随房地产项目开发和付款节奏波动。公司其他应付款主要为与合联营企业的往来款及日常经营往来款，受往来款及借款余额增加，2021 年末较 2020 年末进一步增长，2022 年 3 月末有所回落。

2021 年以来，公司子公司首创置业偿还永续债超过 100 亿，导致跟踪期内少数股东权益金额大幅下降，带动所有者权益规模显著收缩。截至 2022 年 3 月末公司实收资本、未分配利润和少数股东权益分别占所有者权益的 68.63%、-19.75%、51.50%。公司少数股东占比仍较高，所有者权益稳定性有待提升。

杠杆水平方面，跟踪期内公司剔除预收账款的资产负债率较 2020 年末进一步升高；同期，由于偿还永续债，公司货币资金和股东权益均大幅减少，净负债率显著上升。截至 2022 年 3 月末公司财务杠杆处于较高水平，资本结构仍有待改善。

跟踪期内公司整体运营效率有所提升，但截至 2021 年末，公司开发产品占存货比例较高，产品去化仍需改善

公司资产以流动资产为主，从结构上看，公司流动资产主要由存货及货币资金构成，合计占流动资产的比重在 80% 以上。

公司存货由开发成本及开发产品构成，2021 年公司开发成本随投入增加进一步上升；开发产品占存货比重接近 20%，处于较高水平，产品去化仍需改善。

表 12：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
流动资产/总资产	84.10	80.61	81.36	80.61
存货/流动资产	60.30	63.82	66.45	71.32
货币资金/流动资产	17.01	21.73	18.52	13.07
（存货+货币资金）/流动资产	77.31	85.55	84.97	84.39
开发产品	195.39	246.43	221.21	--
开发产品/存货	18.75	20.80	18.34	--
开发成本	786.07	869.86	921.19	--
开发成本/存货	75.42	73.42	76.36	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产周转效率方面，受结转规模提升影响，2021 年公司存货周转率和总资产周转率进一步改善，整体运营效率有所提升。

表 13：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.16	0.18	0.24
总资产周转率（次/年）	0.13	0.13	0.16

注：带*指标已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司债务负担较重，利润水平对总体债务保障能力有待提升；跟踪期内公司债务期限结构有所改善，截至 2022 年 3 月末，货币资金能够覆盖短期债务，短期偿债压力可控

随着公司销售回款力度增强，2021 年经营活动净现金流大幅改善，销售回款对债务的保障能力有所提升。同期，因吸收合并首创置业支付 44.1 亿元对价，公司投资活动现金流呈大幅净流出。2021 年，公司子公司首创置业偿还逾百亿元永续债，使得筹资活动净现金流亦大幅净流出。2022 年 1~3 月，公司三项活动现金流均呈净流出态势，其中筹资活动现金流因偿还债务流出规模较大。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	23.10	90.73	198.25	-12.47
销售商品、提供劳务收到的现金	298.04	329.63	442.21	52.89
投资活动净现金流	-27.19	-5.82	-86.45	-4.97
筹资活动净现金流	39.62	21.03	-183.54	-93.12
总债务	978.03	1,029.33	985.97	948.72
短期债务	257.43	357.43	215.72	202.76
货币资金/短期债务	1.14	1.13	1.56	1.11
EBITDA	87.22	64.18	60.76	--
总债务/EBITDA	11.21	16.04	16.23	--
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	3.28	3.12	2.23	4.48*
EBITDA 利息倍数	1.66	1.09	0.88	--
经调整 EBIT 利息倍数	2.02	1.58	1.47	--

注：带*指标已经年化处理；

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司加大降负债力度，债务规模有所下降，其中短期债务下降更为明显。截止 2022 年 3 月末，公司短期债务占比 21.37%，较 2020 年末明显回落，债务期限结构有所改善。从融资渠道来看，除永续债外，公司债务主要由债券融资、银行

借款、非标融资及保险机构借款构成，2021 年末占总债务的比例分别为 43%、30%、16% 和 11%。2021 年公司综合融资成本为 5.12%，较 2020 年略有回落，融资成本处于合理水平。

随着公司盈利水平波动及总利息支出的增加，经调整 EBIT 利息倍数持续下降。在销售回款增加的带动下，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力有所提升。截至 2022 年 3 月末，公司货币资金能够覆盖短期债务，短期偿债能力较强。

公司拥有较为充足的外部授信，或有负债风险可控

截至 2021 年末，公司及下属子公司取得的银行授信总额为 1,763 亿元，未使用授信余额为 1,231 亿元，备用流动性较为充足。

截至 2021 年末，公司受限资产规模为 253.16 亿元，占同期末资产总额比重为 11.35%。其中，受限的货币资金为 21.37 亿元，因抵押借款受限的存货及投资性房地产金额分别为 162.59 亿元和 69.20 亿元。

截至 2021 年末，公司对外担保余额为 42.36 亿元。此外，截至 2021 年末，公司不存在重大未决诉讼，或有负债风险可控。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2021 年末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司股东首创集团是北京市国资委所属的大型国有集团公司，在融资渠道和融资成本方面具有较强优势；公司作为首创集团城市发展核心业务板块经营主体，能够在资金支持、资源获取等方面获得股东方的有力支持

公司控股股东首创集团，是北京市国资委下属的国有大型集团，在水务、基础设施建设及城房地

产等领域拥有丰富的产业资源和领先的行业地位。公司作为首创集团城市发展核心业务板块经营主体，在资源协同、资产划转、和资金拆借等方面得到了首创集团的有力支持。

在资源协同方面，公司依托与首创集团基础设施业务的协同效应，充分发挥土地一级开发的先发优势，多渠道补充土地储备，降低土地成本。

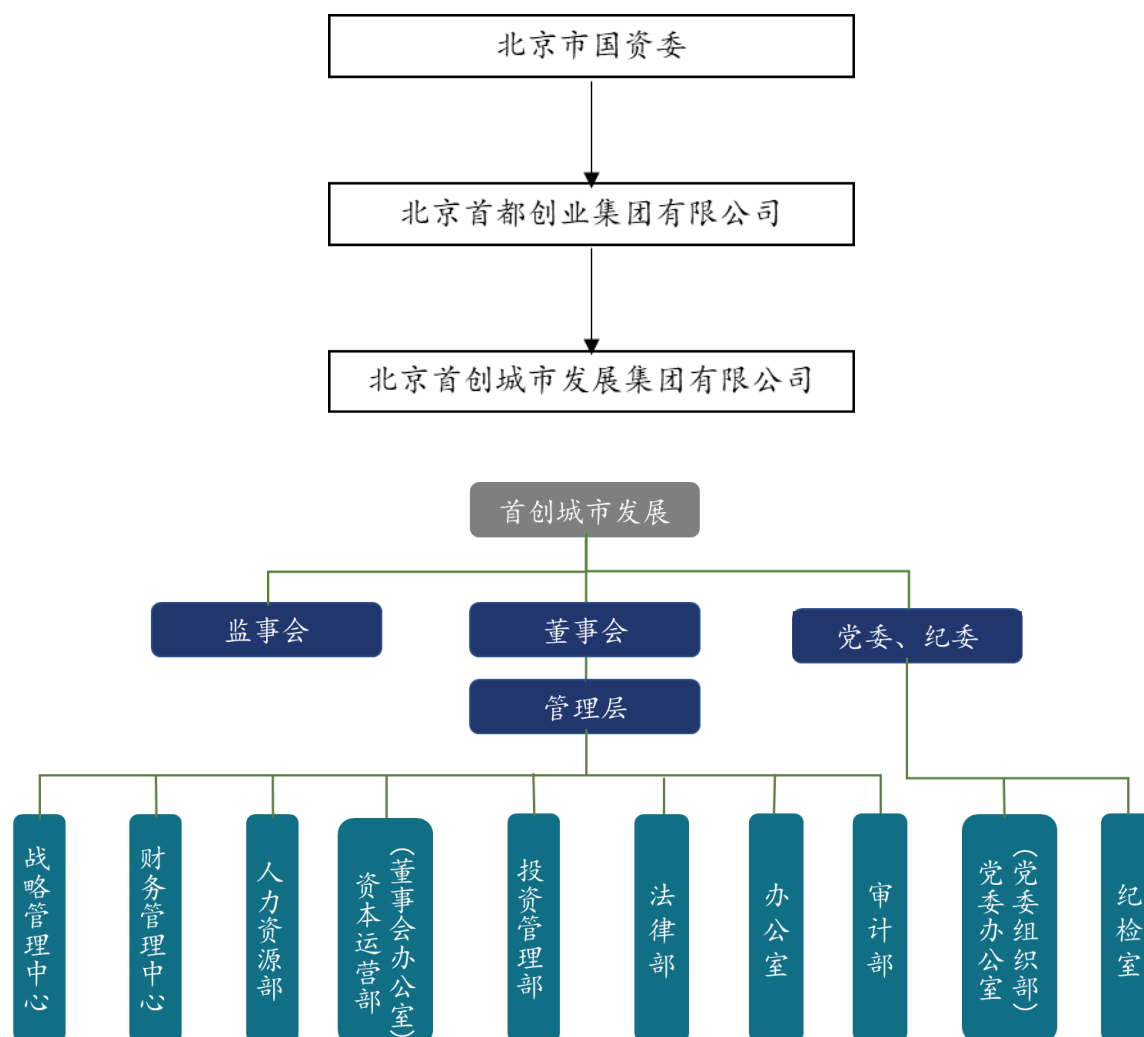
在资产划转方面，首创集团将其持有的首创经中、首创新城镇和北京绿基等资产注入公司，使首创城发获得大体量自有用地资源，开拓北京市范围内的基建业务，丰富北京市集体用地租赁住房业务布局，有助于公司从传统地产开发业务向城市发展运营转型升级。同时租赁住房、保障房、基础设施建设等业务的发展有助于公司获得更多政策与资源支持，在一定程度上对冲房地产开发业务调控影响。

在资金拆借方面，首创集团通过提供担保、内部贷款及与内部金融机构合作等方式，向公司提供融资方面支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持北京首创城市发展集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 首置 01”、“18 首置 04”、“21 首置 01”和“21 首置 03”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：北京首创城市发展集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

表：截至 2022 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	持股比例
首创置业有限公司	100.00%
北京市绿化隔离地区基础设施开发建设有限公司	52.56%
首创经中（天津）投资有限公司	100.00% ³
北京市经中实业开发有限责任公司	100.00%
首创新城镇建设投资有限公司	100.00%
首创投资发展有限公司	100.00%
北京新大都实业有限公司	100.00%

³公司直接持有首创经中 95.30%股份，通过北京市经中实业开发有限责任公司间接持有首创经中 4.70%股份，合计持有其 100.00%股份。

附二：北京首创城市发展集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	2,940,233.27	4,033,252.08	3,362,769.36	2,260,562.73
其他应收款	2,444,588.39	1,956,704.54	1,916,684.47	1,918,270.24
存货净额	10,422,585.34	11,847,438.37	12,064,394.17	12,334,320.37
长期投资	1,048,512.77	1,372,183.55	1,140,786.70	1,137,190.92
固定资产	42,913.43	53,645.94	55,490.23	54,683.15
在建工程	19,565.82	36,002.37	51,075.22	49,308.65
无形资产	97,131.34	172,881.90	127,862.66	5,741.82
投资性房地产	1,784,443.27	2,007,362.53	2,146,171.40	2,172,799.05
总资产	20,553,482.99	23,027,781.09	22,315,310.44	21,455,128.30
预收款项	2,062,804.61	2,754,870.09	3,129,036.47	3,502,875.49
其他应付款	1,582,583.67	1,677,723.42	1,928,303.49	1,673,474.63
短期债务	2,574,279.14	3,574,253.22	2,157,151.36	2,027,627.71
长期债务	7,206,060.50	6,719,068.70	7,702,597.80	7,459,608.87
总债务	9,780,339.64	10,293,321.92	9,859,749.16	9,487,236.58
净债务	6,840,106.37	6,260,069.84	6,496,979.80	7,226,673.85
总负债	15,456,960.49	17,289,680.69	17,977,374.34	17,101,154.05
费用化利息支出	320,595.11	282,976.78	224,520.24	--
资本化利息支出	204,158.23	303,779.76	462,693.23	--
所有者权益合计	5,096,522.50	5,738,100.40	4,337,936.11	4,353,974.25
营业总收入	2,475,392.06	2,725,980.18	3,562,367.76	376,353.08
经营性业务利润	155,892.46	198,536.73	205,474.98	-26,275.33
投资收益	367,137.74	168,133.95	117,429.69	16,228.59
净利润	393,717.91	248,046.06	2,068.93	20,436.60
EBIT	855,448.06	624,917.70	546,819.92	--
EBITDA	872,164.41	641,765.58	607,573.95	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,980,398.23	3,296,274.20	4,422,122.88	528,856.16
经营活动产生现金净流量	231,038.99	907,342.99	1,982,547.05	-124,662.65
投资活动产生现金净流量	-271,912.92	-58,249.22	-864,499.88	-49,697.22
筹资活动产生现金净流量	396,232.90	210,327.93	-1,835,393.86	-931,216.19
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	36.82	26.72	19.45	20.45
期间费用率(%)	22.62	15.63	11.27	24.54
EBITDA 利润率(%)	35.23	23.54	17.06	--
净利润率(%)	15.91	9.10	0.06	5.43
总资产收益率(%)	4.36	2.87	2.41	--
存货周转率(X)	0.16	0.18	0.24	0.10*
资产负债率(%)	75.20	75.08	80.56	79.71
总资本化比率(%)	65.74	64.21	69.45	68.54
净负债率(%)	134.21	109.10	149.77	165.98
短期债务/总债务(%)	26.32	34.72	21.88	21.37
经营活动净现金流/总债务(X)	0.02	0.09	0.20	-0.05*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.09	0.25	0.92	-0.25*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.44	1.55	2.88	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	3.28	3.12	2.23	4.48*
总债务/EBITDA(X)	11.21	16.04	16.23	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.18	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.66	1.09	0.88	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.02	1.58	1.47	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2020 年模拟合并财务报表审计报告、2021 年审计报告及 2022 年 1~3 月未经审计模拟合并财务报表整理，因缺乏相关数据，2022 年 1~3 月部分指标无法计算；2、为计算债务，中诚信国际将应付票据计入短期债务，将其他应付款中有息债务计入短期债务，将租赁负债及长期应付款中有息债务计入长期债务核算；3、中诚信国际将合同负债计入预收款项，将合同资产计入存货，将使用权资产计入无形资产；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	=净利润/营业总收入
	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
现金流	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。