



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪017号

金融街控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“金融街控股股份有限公司2009年第一期公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年四月十七日

金融街控股股份有限公司 2009 年第一期公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	金融街控股股份有限公司		
担保主体	北京金融街投资（集团）有限公司		
发行规模	3 年期品种 22.4 亿元 5 年期品种 33.6 亿元		
存续期限	2009/09/01-2012/09/01 2009/09/01-2014/09/01		
上次评级时间	2013 年 5 月 27 日		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

金融街	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	184.95	210.46	244.56
总资产（亿元）	597.22	700.30	760.71
总债务（亿元）	214.65	274.61	302.04
营业总收入（亿元）	96.37	172.34	198.83
营业毛利率（%）	43.87	31.47	37.53
EBITDA（亿元）	34.18	43.51	52.35
所有者权益收益率（%）	11.13	12.81	14.39
资产负债率（%）	69.03	69.95	67.85
总债务/EBITDA（X）	6.28	6.31	5.77
EBITDA 利息倍数（X）	2.33	2.25	2.42
金融街集团	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	288.41	344.93	416.48
总资产（亿元）	1,034.97	1,169.45	1,283.35
总债务（亿元）	365.17	413.57	450.17
营业总收入（亿元）	125.66	273.54	264.05
营业毛利率（%）	38.27	26.34	33.84
EBITDA（亿元）	34.49	53.28	75.48
所有者权益收益率（%）	5.52	8.98	11.48
资产负债率（%）	72.13	70.51	67.55
总债务/EBITDA（X）	10.59	7.76	5.96
EBITDA 利息倍数（X）	4.40	4.46	2.78

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

基本观点

2013年，金融街控股股份有限公司（以下简称“金融街”或“公司”）业务运营良好，房地产销售业绩保持增长，营业收入规模提升，利润明显增加；同时，公司项目的区域布局更加完善，住宅和商务地产的结构调整，各板块业务的协同运作，为其后续发展奠定基础。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到，国内房地产调控政策保持稳定，可能对公司部分住宅产品销售、回款造成一定影响；同时公司房地产项目建设资金需求较大，仍存在一定的对外融资需求。

中诚信证评维持“金融街控股股份有限公司 2009 年第一期公司债券”信用等级为 AA⁺，维持金融街控股股份有限公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定。该级别考虑了北京金融街投资（集团）有限公司提供的无条件的不可撤销连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 项目资源充足，结构更加完善。公司拥有充足的开发项目，且住宅和商务地产项目配置趋于平衡，区域分布进一步拓展，有助于公司缓解房地产调控政策所造成的影响。
- 盈利能力提升。2013年得益于商务地产销售比重的提升，公司收入规模和毛利水平均有所提升，利润呈现大幅增长。
- 自持物业运营平稳增长。2013年公司自持物业实现11.05亿元营业收入，同比增长9.08%，目前自持物业运营已成为公司收入和利润的重要来源和保障。
- 很强的偿债能力。2013 年公司利润的增长促使其偿债能力提升。同时，截止 2013 年末公司货币资金较为充足，货币资金/短期债务为 1.33，对即将到期的本次债券本息偿付起到良好的保障。

分 析 师

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

蔡汤冬 tdcui@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年4月17日

关 注

- 近年来，国家继续持续对房地产行业进行从严从紧的调控。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策对销售、投资造成的影响。
- 存在对外融资需求。未来，公司将继续推进房地产项目开发，资金需求较大；而在房地产调控政策影响下，公司的销售、回款可能受到影响，公司未来仍在一定的对外融资需求。

募集资金专项说明

2009 年，公司发行 56 亿元的公司债券，包括 3 年期品种 22.4 亿元和 5 年期品种 33.6 亿元。募集资金用于偿还银行借款和补充公司营运资金。公司已按照本次债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

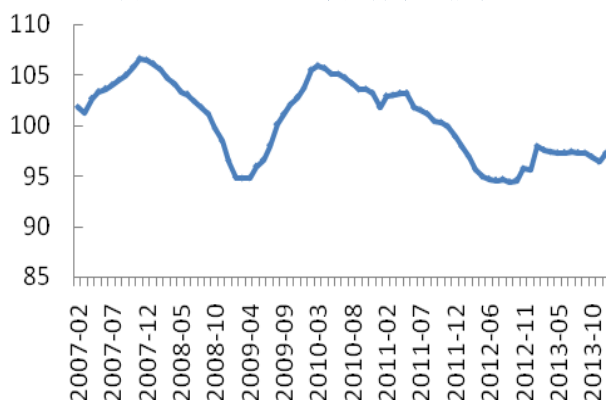
本次债券 3 年期品种 22.4 亿元已于 2012 年 9 月到期，正常兑付；5 年期品种 33.6 亿元将于 2014 年 9 月到期。

行业关注

在国家继续的房地产调控影响下，房地产市场投机性需求被挤压，刚性需求逐步成为购买主导；2013 年，在刚性需求和首改需求持续释放影响下，国内房地产市场出现回暖，投资和销售规模明显增长

2010 年以来，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段。2013 年受刚性需求和首改需求持续释放影响，国内房地产市场出现回暖。从“国房景气指数”运行趋势来看，2013 年国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 左右。

图 1：2007~2013 年国房景气指数



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

投资方面，2013 年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同比增长 19.79%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。其中，住宅投资 58,951 亿元，同

比增长 19.40%，增速提升 8 个百分点，占房地产开发投资的比重为 68.54%。同期，房地产开发企业房屋施工面积 665,572 万平方米，比上年增长 16.07%；其中，住宅施工面积 486,347 万平方米，增长 13.38%。

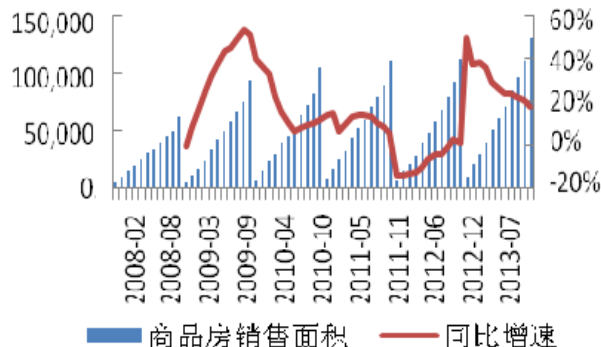
图 2：2008~2013 年全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地成交方面，2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业在 2013 年内加大土地市场投入力度，全国土地市场也迎来了近年来的成交高峰。2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.82%，土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。

图 3：2008~2013 年全国商品房销售面积及增速



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从需求情况看，2013 年刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 15.5 个百分点；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%。商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。

货币政策方面，2013 年我国实施稳健的货币政

策，加强预调微调，保持货币信贷和社会融资规模合理适度增长，总体流动性较为充裕。截至 2013 年末，主要金融机构及小型农村金融机构、外资银行人民币房地产贷款余额 14.61 万亿元，同比增长 19.1%，全年增加 2.34 万亿元，同比多增 9,987 亿元。

表 1：2011~2013 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2011	2012	2013
资金来源合计	83,246	96,538	122,122
增速%	14.1	12.7	26.5
其中：			
自筹资金	34,093	39,083	47,425
占比%	40.96	40.48	38.83
增速%	28.0	11.7	21.3
国内贷款	12,564	14,778	19,673
占比%	15.09	15.31	16.11
增速%	0.0	13.2	33.1
利用外资	813.63	402	534
占比%	0.98	0.42	0.44
增速%	2.9	-48.8	32.8
其他来源	35,775	42,275	54,491
占比%	42.98	43.79	44.62
增速%	8.6	14.7	28.9

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2013 年，房地产开发企业当年资金来源累计 12.21 万亿元，比上年增长 26.5%，增速比上年提升 13.8 个百分点。从资金来源结构来看，2013 年房地产开发资金来源中自筹资金占比 38.83%，其他资金占比 44.62%；在其他资金中，定金及预收款 3.45 万亿元，增长 29.9%，个人按揭贷款 1.40 万亿元，增长 33.3%。由此可见，内部融资和销售回款仍为房地产开发最主要资金来源。

地产市场区域性分化加剧，一、二线城市短期受限政策，但中长期优势依然突出；三、四线城市潜在供应过剩风险不容忽视

一、二线城市自 2010 年以来深受调控影响，市场需求被严重积压，而随着 2012 年政策效应基本释放完毕，需求得以集中显现；而三、四线城市未在本轮调控政策的覆盖区域，由于近年来在整个行业层面上出现了进军三、四线的浪潮，导致前期诸多热点三、四线城市市场快速膨胀，市场有效需

求正遭遇阶段性低谷。从全国商品房销售情况看，2013 年拥有一、二线城市较多的东部地区的销售量、销售额及增速要明显高于中部和西部地区。同时，龙头房企在战略布局上有重回一、二线城市的迹象。从区域上来看，2012 年十大房企拿地在一线城市以及重点二线城市的拿地投入呈现明显增长，其中一、二线城市拿地建筑面积占比达到 71%。

表 2：2013 年我国房地产区域销售情况

单位：万平方米、亿元

	东部地区	中部地区	西部地区
销售面积	63,476	35,191	31,883
销售面积增速	19.3%	16.8%	14.1%
销售额	49,327	16,524	15,576
销售额增速	28.4%	26.9%	19.6%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

未来我国房地产市场运行将呈现更加明显的区域性分化特征，一线城市潜在需求尤其是刚性需求强劲，但供应量相对有限，住房供需矛盾进一步突出，房价仍存有上涨压力；二线城市供求基本平衡，价格未来的走势取决于经济和人口的辐射力和吸引力；三、四线城市的供应量较大但潜在需求不足，供应过剩风险不容忽视。

房企分化更趋明显，行业集中度持续上升；同时，行业利润水平逐渐回落，且未来继续回落的趋势基本确立

近年来，持续偏紧的政策调控、紧缩的信贷政策和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度逐步提高，行业竞争的重心将倾向于资本实力及品牌影响力。据国家统计局数据显示，2012 年全国行业排名前 10 的房产企业销售额占全国市场的比例达 12.46%，较上年同期增长了 2.03 个百分点；行业排名前 20 的房企销售金额占比为 17.31%，较上年同期增长了 2.77 个百分点。未来资本实力较强且具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

随着行业深度调整，房地产企业普遍采取以价换量的策略来加快销售周转，同时提升企业土地储备周转率以提高盈利水平，房价上涨趋势明显放

缓。因此，通过土地溢价来获得较高利润的时代已经过去，整个行业的利润水平逐渐回落，未来继续回落的趋势基本确立。

刚性需求和改善性需求的集中释放可能对未来短期内房成交量带来一定影响，房产市场仍需要谨慎看待；但从长期来看，在进一步推进城镇化建设的背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景良好

短期来看，目前我国房地产市场以刚性需求和改善性需求为主导，2013年该类购买需求的集中释放可能对未来短期内商品房成交量带来一定影响，其中一、二线城市的成交量增速可能有所减缓，而三、四线城市则更将面临去化压力，因此短期内房产市场需要谨慎看待。但从中长期来看，中国持续的城镇化建设、居民财富的快速增长以及国民经济支柱产业的地位，均有利于房地产行业持续向好。而能够顺应市场和政策方向，综合实力强、品牌影响力大的专业房地产企业抵御风险的能力更强，同时面临更多的并购机会，竞争优势明显。

业务经营

受益于多板块业务的协同发展和多区域的项目部局，公司2013年营业收入规模实现平稳增长

2013年，公司实现营业收入198.83亿元，同比增长15.37%，其中房地产开发收入依然是公司营业收入的主要来源。2013年公司房地产开发收入187.68亿元，同比增长16.13%，占营业收入的比重达94.39%。同时，公司物业租赁和物业经营收入总体保持增长，成为公司稳定的收入和利润补充。公司目前多板块业务的协同发展，有助于其平滑业绩波动、促进收入规模稳步提升。

表 3：公司 2012~2013 营业收入分板块情况

单位：亿元

业务类型	2012		2013	
	收入	同比	收入	同比
房产开发	161.62	92.31%	187.68	16.13%
物业租赁	5.73	13.95%	6.73	17.48%
物业经营	4.40	23.68%	4.32	-1.65%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从区域分布上看，北京依然是公司营业收入贡献的主体，但2012~2013年公司京外地区项目的集中销售和结算促使京外区域2013年收入规模明显提升。公司多区域的项目部局使其对单一区域市场环境和政策的依赖度将有所减弱，并可通过各区域收入的相互补充，维持营业收入稳步增长。未来，公司除将继续深耕京津渝惠四区域项目外，还将重点获取一线及区域中心城市的快周转项目，贴合目前房地产市场发展趋势。

表 4：公司 2013 年营业收入区域分布及占比情况

单位：亿元

	营业收入	同比	占比
北京	107.21	-17.52%	53.92%
天津	61.96	98.20%	31.16%
重庆	13.94	102.97%	7.01%
惠州	15.71	275.44%	7.90%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

商务地产项目占比的提升，有助于平抑房地产调控所带来的影响，促进房产开发业务业绩保持平稳增长

自2012年起公司已主动调整业务结构，抓住商务地产市场机遇，充分利用大客户资源优势，强化商务地产投资和销售，2013年公司住宅和商务地产项目的比重趋于平衡。

表 5：公司 2011~2013 年房地产建设情况

单位：万平方米、亿元

	2011	2012	2013
开复工面积	423	452	404
新开工面积	203	120	83
竣工面积	94	137	206
签约面积	70	110	86
签约金额	130	205	225
结算面积	53	93	110
结算金额	84	162	188

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013年，公司开复工面积达到了404万平方米，同比减少10.63%，其中新开工面积83万平方米，竣工面积211万平方米。公司开复工面积的减少主要系公司主动调整部分项目的开发策略延缓了新开工速度。从开复工区域来看，北京地区占20.17%，天津地区占36.23%，重庆地区占29.50%，惠州地区

占14.10%。从物业类型看，2013年公司加大商务地产开发力度，2013年公司商务地产开复工面积为124万平方米，同比增长7.83%，住宅地产开复工面积为280万平方米，同比减少16.91%。

在销售方面，2013年公司房地产销售签约面积约86万平方米，签约销售金额225亿元，同比分别变动-21.82%%和9.76%。其中，商务地产签约销售额约149亿元，同比增长58.51%，占比66.22%；住宅销售签约额约为76亿元，同比降低31.53%%，占比33.78%。地区分布方面，北京地区销售签约额约为161亿元，占比71%；天津地区约44亿元，占比20%；重庆地区约11亿元，占比5%；惠州地区约9亿元，占比4%。

表 6：2012~2013 年公司住宅、商务项目开发情况

单位：万平方米、亿元

	2012		2013	
	住宅	商务	住宅	商务
开复工面积	337	115	280	124
新开工面积	62	59	46	37
竣工面积	102	35	145	61
签约金额	111	94	76	149
结算金额	90	71	114	74

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，2013年公司房产开发业务结算收入187.68亿元，其中住宅项目结算收入约114亿元，同比增长27%，占结算收入比例约为61%；商务地产项目结算收入约74亿元，同比增长4%，占结算收入比例约为39%。毛利水平方面，2013年公司房产开发业务毛利率为35.98%，同比提高6.68 个百分点，其中住宅项目毛利率约为30%，较去年下降约2个百分点；商务地产项目毛利率约为46%，较去年上升约10个百分点。

总体看来，面对持续强化的房地产调控政策，公司依托“金融街”品牌优势，通过商务地产提升房产开发业务业绩，促进收入规模和盈利能力的提升。2014年公司将继续推进项目开发，计划开复工面积460万平方米，计划全年安排项目投资约200亿元。开工及竣工面积的持续增长为公司未来业绩增长奠定良好的基础。

公司自持物业经营业绩保持平稳增长，已成为公司收入和利润的重要来源和保障

2013年公司积极推动业务管理模式的转变，成立资产经营管理委员会，推动开发业务和自持业务及自持物业各业态之间实施分业、专业化管理；通过引进市场化、专业化经营团队，加强自持物业团队建设，提升自持物业经营管理能力。

表 7：公司 2010~2012 年物业租赁及经营情况

单位：万元

	物业租赁收入	毛利率	物业经营收入	毛利率
2011	50,274	89.97%	35,572	35.50%
2012	57,289	88.50%	43,996	33.30%
2013	67,301	84.81%	43,270	30.65%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

物业出租方面，2013年公司出租物业合计建筑面积47.2万平方米，同比降低2.68%，其中办公楼约为22.9万平方米，商业和餐饮约为15.7万平方米，车位及配套设施面积8.6万平方米。

表 8：2013 年公司主要出租物业经营情况

单位：万元

	营业收入	同比增长	出租率
商业项目			
北京金融街购物中心	24,363	7.83%	96.7%
金树街、C3 四合院	3,842	10.66%	100.0%
北京西单美晟广场（商业）	523	-	100.0%
巽寮湾商业	744	-	-
办公楼项目			
北京金融街中心	22,959	27.30%	100.0%
金融街零散写字楼	4,718	13.44%	100.0%
德胜国际中心	5,053	3.27%	96.4%
天津环球金融中心	4,934	22.28%	58.1%
合计	67,136	-	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2013年以来，受国家政策调控的影响，消费零售市场中的高端消费市场有所下滑，金融街购物中心租金收入受到一定影响。为此公司通过提升金融街购物中心的品牌集合度等措施，商业项目出租率

保持了较高水平，实现了商业项目收入的增长。此外，北京西单美晟广场（商业）于2013年9月正式开业，出租率为100%，由巴黎老佛爷百货（中国）有限公司租赁经营。办公楼出租方面，北京金融街中心逐步开展到期租户的换租/续租工作，单位租金水平有所提升；同时天津环球金融中心出租面积较去年同期增加，导致其租金收入增加。此外，北京金融街中心于2013年进行改扩建，造成当年减少约1.3万平方米可出租面积，但改扩建完成后，金融街中心项目总建筑面积可达15.47万平方米，未来租金收入有望大幅提升。

毛利水平方面，2013年金融街中心产生一次性装修费用，导致营业成本有所增加；同时，美晟国际广场开业时间较原计划延迟5个月，影响项目收入。因此，公司物业租赁业务毛利率降低3.70个百分点至84.81%，但仍保持较高水平。

物业经营方面，公司所持物业经营项目逐步进入成熟运营期，但受宏观环境影响2013年公司所持高档酒店市场出租率相比上年同期下降明显，影响了酒店行业整体收入。2013年公司物业经营实现营业收入约4.33亿元，同比降低1.65%，存量项目入住率保持较高水平。同时，惠州游艇会项目处于招商筹备期，但项目前期成本和折旧较多，导致物业经营业务毛利率水平有所下降。2013年公司物业经营毛利率为30.65%，同比下降2.65个百分点。

表 9：公司 2013 年主要经营性物业情况

单位：万元		
	营业收入	入住率
丽思卡尔顿酒店	19,766	70.4%
惠州喜来登酒店	7,047	46.3%
金融街公寓	6,323	70.5%
天津瑞吉酒店	7,644	51.4%
金融家俱乐部	2,252	-
合计	43,032	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看来，尽管受短期因素影响，公司物业经营收入有所波动，但其自持物业经营业绩总体增长，并保持较高的很高的利润空间。自持物业经营已成为公司重要的收入和利润来源。

中诚信证评认为，金融街区域是北京最为重要的金融机构聚集区域，区域内已有商业地产的稀缺

性突出。公司所持有的商业地产未来升值潜力、租金水平及物业经营收入仍有一定上升空间。未来，公司将继续坚持以商务地产为主导的发展战略，立足北京，面向全国重点城市，充分发挥商务地产核心能力和品牌优势，不断提高房地产开发和持有物业的盈利能力，为公司物业租赁及经营业务的持续经营和发展的奠定基础。

公司项目资源充足，结构和布局较为完善，有助于公司未来营业收入增长

2013年公司新增项目建筑面积共约48.46万平方米，其中商务地产项目占比48.97%。新增商务地产项目集中于品牌效应最强的北京地区。截至2013年12月31日，公司拥有总建筑面积约为733万平方米的可开发项目及68.2万平方米的自持物业项目。

2014年，公司在深耕已进入城市的同时，将重点拓展一线及区域中心城市快周转产品开发。2014年2月，公司获取广州市荔湾区项目、收购SOHO位于上海的静安梅村项目和海伦广场项目，三项目合计建筑面积约为47万平方米；2014年4月，公司获取天津市西青区项目。公司2014年预计竣工面积169万平米，其中住宅78.8万平米，占比46.63%；预计全年可售房产面积为243万平米，其中住宅106万平米，占比43.62%。此外，截至2013年12月31日，公司已形成115.71亿元的预收房款。充足的项目资源和预收房款为公司2014年业绩提升奠定基础。

财务分析

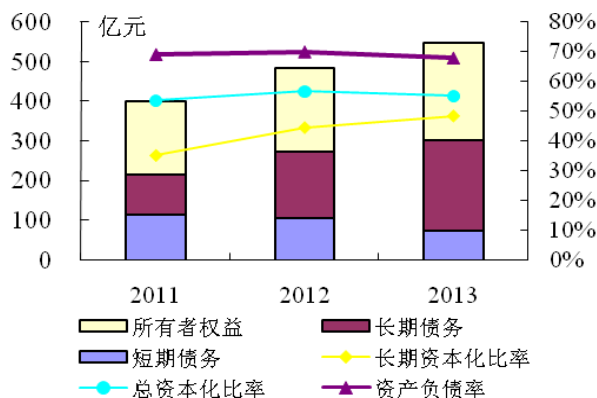
下列财务分析基于金融街提供的经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的2011、2012、2013年审计报告。

资本结构

2013年，随着项目建设和投资的持续，公司主要通过销售回款和债务融资满足资金需求，整体资产和负债规模平稳增长。截至2013年12月31日，公司总资产达到760.71亿元，同比增长8.63%；总负债516.15亿元，同比增长5.37%。所有者权益方面，2013年公司较为丰厚的收益留存进一步充实其权益，当年末公司所有者权益为244.56亿元，同比增长16.20%。受益于此，截至2013年12月31日，公司资

产负债率67.85%，同比降低2.10个百分点；总资本化比率55.26%，同比降低1.35个百分点。若剔除期末账面119.35亿元预收账款的影响，公司资产负债率降至61.87%，处于同行业较好水平。

图4：2011~2013公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构来看，截至2013年12月31日，公司总债务302.04亿元，同比增长9.99%，其中短期债务73.50亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.32，较上年0.63进一步改善，以长期债务为主的债务结构与公司较长的项目投资回收期相匹配。

表 10：截至 2013 年 12 月 31 日部分房地产上市公司
资本结构比较

公司	总资产 (亿元)	资产负债率	剔除预收账款后资产负债率
万科 A	4,792.05	78.00 %	67.43%
招商地产	1,340.40	70.97%	59.68%
金融街	760.71	67.85%	61.87%
荣盛发展	594.05	78.99%	69.09%
世茂股份	500.88	67.61%	64.51%
首创置业	561.91	71.12%	67.01%

数据来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

总体看来，公司资产规模保持增长，财务杠杆处于合理水平，债务期限结构进一步改善。但公司未来将继续推进房地产项目建设，面临较大的资金需求，负债水平存在上升压力。

流动性

从资产的流动性来看，2013年公司流动资产占总资产的比重为79.26%，与上年基本持平。在流动资产中，货币资金占比16.21%，存货占比70.96%，2013年公司流动资产结构基本保持稳定。存货方面，2013年公司存货余额427.90亿元，同比增长13.57%，其中在建、拟建项目开发成本326.02亿元，

同比降低6.48%，已竣工未售出的开发产品99.30亿元，较上年同期27.58亿元有所提升，主要受商务地产项目数量增加影响。尽管开发产品规模有所提升，但公司全年依旧实现较快的销售，其2013年存货周转率为0.31，总资产周转率为0.27，均处于同行业较好水平。

表 11：截至 2012 年 12 月 31 日部分房地产上市公司
资产周转情况比较

	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.32	0.32
招商地产	0.25	0.27
金融街	0.31	0.27
荣盛发展	0.38	0.38
世茂股份	0.33	0.23
首创置业	0.20	0.19

数据来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

总体看来，公司2013年资产构成保持稳定，且流动资产质量较好，资产周转速度处于行业内处于较好水平。

盈利能力

2013年，公司实现营业收入198.83亿元，同比增长15.37%，其中主营业务收入198.82亿元，同比增长15.39%。毛利水平方面，2013年公司营业毛利率为37.53%，较上年提升6.06个百分点。具体看来，2013年公司房产开发业务毛利率为35.98%，同比提高6.68个百分点，带动公司总体毛利率的提升。

表 12：2012 年公司三大业务板块毛利率情况

	毛利率	同比变化 (百分点)
房地产开发	35.98%	6.68
物业租赁	84.81%	-3.70
物业经营	30.65%	-2.65

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在期间费用方面，2013年公司期间费用合计10.93亿元，同比降低23.19%。其中财务费用2.15亿元，同比降低43.33%，主要系公司通过优化长短期资金结构，置换高成本资金等方式降低了整体资金成本；同期公司加强费用控制，促使其当年销售费用和管理费用分别同比降低20.69%和11.67%。近三年公司三费收入占比实现持续降低，2013年降至5.50%。总体看来，公司2013年实现了较好的期间费用控制。

表 13：2011~2013 年公司三费收入占比情况

单位：亿元

	2011	2012	2013
销售费用	3.99	4.85	3.84
管理费用	5.04	5.59	4.94
财务费用	2.65	3.80	2.15
三费合计	11.68	14.23	10.93
三费收入占比	12.12%	8.26%	5.50%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

盈利能力方面，2013年得益于收入规模和毛利水平的提升，公司盈利能力有所增强。当年，公司实现利润总额47.14亿元，同比增长28.68%。其中经营性业务利润41.42亿元，为公司主要的利润来源。2013年公司实现净利润35.20亿元，同比增长30.54%，所有者权益收益率为14.39%。

偿债能力

截至2013年12月31日，公司的货币资金97.74亿元，货币资金/短期债务为1.33。公司目前的资金情况对于短期债务的偿还很有保障。现金流方面，由于公司近年来不断推进项目投建，因此公司经营活动现金流始终呈现净流出状态。

表 14：2010~2013 年公司长期偿债能力指标

单位：亿元

	2011	2012	2013
总债务	214.65	274.61	302.04
短期债务	114.10	106.08	73.50
长期债务	100.56	168.53	228.54
EBITDA	34.18	43.51	52.35
EBITDA 利息倍数 (X)	2.33	2.25	2.42
总债务/EBITDA (X)	7.18	6.31	5.77
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.10	-0.07	-0.10
经营活动净现金/短期债务 (X)	-0.20	-0.18	-0.40
经营活动净现金/利息支出 (X)	-1.52	-1.00	-1.34

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司盈利能力的增强带动公司获现能力的提升，2013年公司EBITDA为52.35亿元，较上年增长20.32%，其中利润总额占比90.06%，为公司EBITDA主要来源。从偿债指标来看，2013年公司EBITDA利息倍数和总债务/EBITDA分别为2.42和5.77，较上年进一步改善。2013年公司盈利

能力和EBITDA获现能力上升，使其保持很好的偿债能力。

融资渠道方面，公司与银行仍然保持良好的合作关系，同时公司充分利用总部融资模式进行资金管理，有效利用资金。截至2013年12月31日，公司获得银行授信额度467亿，尚有可用额度252亿。

或有负债方面，截至2013年12月31日，公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性担保金额共计7.58亿元，该担保出现代偿责任的风险较小。除此，公司无其它形式的对外担保。

总体来看，公司资产规模较快增长，财务杠杆处于合理水平，房地产项目销售情况良好，保持较好的盈利能力，对公司债务偿还形成有效的保障。

担保实力

北京金融街投资（集团）有限公司（以下简称“集团”）系北京市西城区国资委全资拥有的以投资及资产管理、投资咨询为主要任务的有限责任公司（国有独资），是西城区主要国有资产运营机构。

集团主要业务为产业园区服务业、物业经营与管理业、金融服务业、文化产业、商业住宅等方面。2013年实现营业总收入264.05亿元，其中主营业务收入235.56亿元，和上年基本持平。

表 15：2013 年集团主营业务收入情况

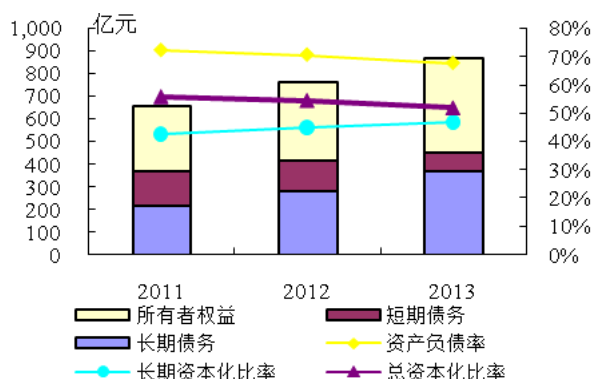
板块业务	营业收入（亿元）	收入同比变化
产业园区服务	157.06	15.04%
物业经营管理	35.02	-30.39%
金融服务	1.67	3.12%
文化产业	1.23	4.07%
商业住宅	40.63	-27.72%
其他	0.94	-0.68%
合计	236.56	-3.47%

数据来源：集团定期报告，中诚信证评整理

财务表现方面，近年来集团规模扩张迅速，截至2013年末集团总资产达到1,283.35亿元，同比增长9.74%，同期所有者权益增长20.74%，达到416.48亿元。2013年集团负债总额达到866.87亿元，同比增长5.14%。净资产的较快增长使得集团对债务的承担能力有所提升，截至2013年末集团资产负债率为67.55%，同比降低2.96个百分点，总资本化比率达为51.94%，同比降低2.58个百分点。总体看，集

团保持较为稳健的财务结构。

图 5：2011~2013 集团资本结构



数据来源：集团定期报告，中诚信证评整理

盈利能力方面，2013年集团实现营业总收入264.05亿元，同比降低3.47%，其中主营业务收入236.56亿元，同比降低3.61%，但集团仍保持较高的收入规模。毛利水平方面，2013年33.84%，同比增长7.50个百分点，主要系金融街毛利水平提升所致。此外，2013年集团处置北京农村商业银行股份有限公司、北京京西鸿远投资有限公司、汇金嘉业股权产生11.50亿元投资收益。受益于此，集团当年实现净利润47.83亿元，同比增长54.45%。

偿债能力方面，受益于集团盈利能力的提升，集团偿债指标有所好转。2013年集团总债务达450.17亿元，同比增长8.85%，EBITDA为75.48亿元。截至2013年12月31日，集团总债务/EBITDA降至5.96，EBITDA利息倍数为2.78。尽管债务规模保持增长，但集团保持较好的偿债能力。

表 16：集团 2011~2013 年部分偿债指标

	2011	2012	2013
总债务（亿元）	365.17	413.57	450.17
短期债务（亿元）	152.45	133.03	84.15
长期债务（亿元）	212.72	280.54	366.02
EBITDA（亿元）	34.49	53.28	75.48
EBITDA 利息倍数（X）	4.40	4.46	2.78
总债务/EBITDA（X）	10.59	7.76	5.96

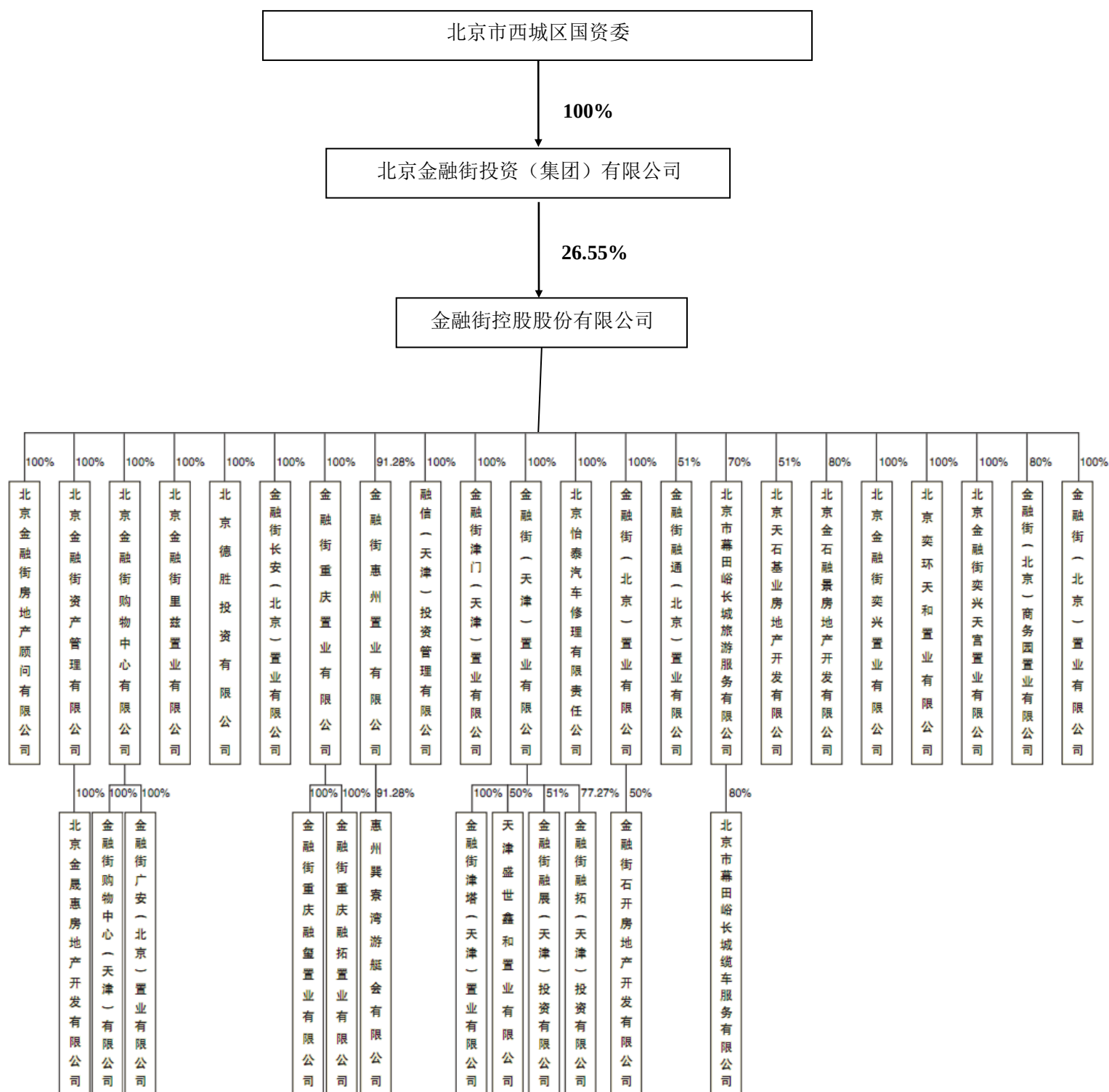
数据来源：集团定期报告，中诚信证评整理

整体而言，北京金融街投资集团具备较强的综合财务实力和整体抗风险能力，能够为本期债券本息的偿还提供有力保障。

结 论

综上所述，中诚信证评维持公司债项评级AA⁺，主体评级AA⁺，评级展望为稳定。

附一：金融街控股股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：金融街控股股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	923,438.10	1,138,051.86	977,405.44
应收账款净额	21,059.16	24,128.67	38,820.99
存货净额	3,186,307.65	3,767,862.93	4,278,982.19
流动资产	4,638,822.02	5,421,860.94	6,029,291.52
长期投资	33,118.66	33,191.02	16,913.82
固定资产合计	1,180,964.63	1,421,862.05	1,415,847.49
总资产	5,972,210.19	7,003,032.77	7,607,057.64
短期债务	1,140,965.60	1,060,769.47	734,979.84
长期债务	1,005,557.25	1,685,316.61	2,285,377.15
总债务(短期债务+长期债务)	2,146,522.85	2,746,086.08	3,020,357.00
总负债	4,122,670.88	4,898,476.59	5,161,492.36
预收账款	1,362,366.20	1,446,530.98	1,193,493.83
所有者权益(含少数股东权益)	1,849,539.31	2,104,556.19	2,445,565.28
营业总收入	963,728.25	1,723,386.81	1,988,257.20
三费前利润	306,989.87	378,735.33	523,541.48
投资收益	5,920.90	359.91	9,996.27
净利润	205,765.21	269,654.29	352,003.49
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	341,777.23	435,073.87	523,465.99
经营活动产生现金净流量	-222,545.74	-192,590.38	-290,595.26
投资活动产生现金净流量	-36,226.70	12,825.86	79,963.43
筹资活动产生现金净流量	-208,506.52	394,378.95	49,982.20
现金及现金等价物净增加额	-467,275.94	214,613.76	-160,646.42
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	43.87	31.47	37.53
所有者权益收益率(%)	11.13	12.81	14.39
EBITDA/营业总收入(%)	35.46	25.25	26.33
速动比率(X)	0.48	0.54	0.64
经营活动净现金/总债务(X)	-0.10	-0.07	-0.10
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.20	-0.18	-0.40
经营活动净现金/利息支出(X)	-1.52	-1.00	-1.34
EBITDA 利息倍数(X)	2.33	2.25	2.42
总债务/EBITDA(X)	6.28	6.31	5.77
资产负债率(%)	69.03	69.95	67.85
总债务/总资本(%)	53.72	56.61	55.26
长期资本化比率(%)	35.22	44.47	48.31

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：北京金融街投资（集团）有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013
货币资金	2,057,943.89	2,199,909.87	2,178,857.37
应收账款净额	25,875.95	51,352.88	66,460.76
存货净额	4,197,476.06	4,985,732.75	5,908,956.55
流动资产	7,349,689.87	8,419,711.91	9,346,756.11
长期投资	830,170.61	1,059,559.51	1,060,911.01
固定资产合计	1,508,631.46	1,698,778.57	1,666,599.81
总资产	10,349,749.84	11,694,506.51	12,833,462.94
短期债务	1,524,465.60	1,330,307.47	841,517.84
长期债务	2,127,195.25	2,805,415.49	3,660,198.85
总债务（短期债务+长期债务）	3,651,660.85	4,135,722.96	4,501,716.69
总负债	7,465,637.21	8,245,230.47	8,668,663.40
所有者权益（含少数股东权益）	2,884,112.63	3,449,276.05	4,164,799.54
营业总收入	1,256,604.27	2,735,375.15	2,640,548.47
三费前利润	351,805.90	515,280.52	645,855.45
投资收益	102,829.96	70,641.50	205,782.19
净利润	159,333.07	309,672.85	478,301.19
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	344,930.47	532,758.62	754,790.92
经营活动产生现金净流量	-636,978.30	122,720.02	-424,743.14
投资活动产生现金净流量	-190,132.33	641,135.92	9,600.64
筹资活动产生现金净流量	699,291.23	12,007.48	395,969.12
现金及现金等价物净增加额	-127,911.81	775,872.70	-19,239.74
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	38.27	26.34	33.84
所有者权益收益率（%）	5.52	8.98	11.48
EBITDA/营业总收入（%）	27.45	19.48	0.29
速动比率（X）	0.66	0.70	0.77
经营活动净现金/总债务（X）	-0.17	0.03	-0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.42	0.09	-0.50
经营活动净现金/利息支出（X）	-8.12	1.03	-1.56
EBITDA 利息倍数（X）	4.40	4.46	2.78
总债务/EBITDA（X）	10.59	7.76	5.96
资产负债率（%）	72.13	70.51	67.55
总债务/总资本（%）	55.87	54.53	51.94
长期资本化比率（%）	42.45	44.85	46.78

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

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

主体信用评级等级符号及定义

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

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

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。