



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪179号

## 首创置业股份有限公司：

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“首创置业股份有限公司公开发行2018年公司债券（第一期）”及“首创置业股份有限公司公开发行2018年公司债券（第二期）”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，维持贵公司上述债券的信用等级为AAA，维持上述发债主体信用等级AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月廿六日

# 首创置业股份有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	首创置业股份有限公司		
债券简称	第一期：18 首置 01； 第二期：18 首置 03/18 首置 04		
债券代码	第一期：143812.SH； 第二期：155071.SH/155072.SH		
发行规模	第一期：25 亿元； 第二期：18 首置 03 为 15 亿元/18 首置 04 为 10 亿元		
发行日期	第一期：2018 年 9 月 12 日； 第二期：2018 年 11 月 29 日		
存续期限	18 首置 01：到期日为 2023 年 9 月 14 日，附 2021 年 9 月 14 日发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权； 18 首置 03：到期日为 2021 年 12 月 3 日； 18 首置 04：到期日为 2023 年 12 月 3 日		
上次评级时间	第一期：2018 年 8 月 17 日； 第二期：2018 年 10 月 31 日		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

## 概况数据

首创置业	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	275.51	319.32	382.01
总资产（亿元）	1,194.60	1,414.21	1,697.17
总债务（亿元）	582.08	667.52	885.55
营业总收入（亿元）	203.49	212.92	232.57
营业毛利率（%）	17.10	28.54	27.12
EBITDA（亿元）	49.05	52.18	57.82
所有者权益收益率（%）	10.40	8.76	6.33
资产负债率（%）	76.94	77.42	77.49
总债务/EBITDA（X）	11.87	2.79	15.32
EBITDA 利息倍数（X）	1.40	1.56	1.30
净负债率（%）	146.21	143.16	172.85

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2016~2018 年末的长期应付款有息部分已计入长期债务进行相关指标的测算；  
3、由于 2017 年发生同一控制下企业合并事项，其对应的期初数均已重述。

## 基本观点

2018 年首创置业股份有限公司（以下简称“首创置业”或“公司”）持续加强核心城市核心产品的打造推广，当期签约销售金额保持增长。同时首创置业持续获得控股股东北京首都创业集团有限公司（以下简称“首创集团”）在业务协作及资金方面的有力支持，依托首创集团的资源支持和区域基础设施建设业务的市场地位，公司土地一级开发业务发展较好，同时公司具有顺畅的融资渠道，财务弹性较好。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到房地产市场调控政策或对公司经营战略的实施提出更高要求、公司经营性业务利润大幅下滑至亏损及债务规模不断上升，杠杆比例处于较高水平可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持首创置业主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级 AAA；维持“首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级 AAA。

## 正面

- 雄厚的股东背景及持续有力的支持。公司控股股东首创集团是北京市国资委下属大型国有集团公司，作为首创集团旗下从事房地产开发业务的唯一平台，2018 年公司持续在业务协作及资金方面获得首创集团的有力支持。
- 销售业绩持续增长。2018 年公司持续加强核心城市产品的打造推广，核心城市销售金额贡献持续处于较高水平，公司全年实现签约销售金额 706 亿元，同比增长 26.5%。
- 土地一级开发业务发展良好。2018 年公司实现土地一级开发收入 29.03 亿元，对其收入形成一定补充。同时，当年公司通过一二级联动获取北京平谷、天津武清、北京石景山等多个优质地块，为其房地产开发业务形成良好资源储备。

## 分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

张丽华 llzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年5月16日

- 融资渠道畅通。2018年公司与境内外多家金融机构均保持了良好的合作关系，获得了较为充足的授信额度。同时，公司及旗下首创钜大有限公司均为上市公司，在资本市场具有较强的融资能力，具备较为充沛的外部流动性补充来源。

## 关注

- 房地产市场调控政策。截至2018年末，公司土地储备主要分布于天津、北京、广州、重庆、成都及上海等城市，城市布局仍相对集中。区域房地产市场调控政策的变化将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 经营性业务利润大幅下滑。受公司债务规模扩大影响，加之合联营企业资金拆借规模较大，2018年公司利息支出费用化规模增长快速，对公司利润侵蚀较为严重，导致其经营性业务利润大幅下降呈亏损。
- 债务规模不断上升，杠杆比例处于较高水平。截至2018年末，公司债务余额为885.55亿元，同比增长20.12%，其中短期债务为245.62亿元，占比为26.48%。截至2018年末，公司资产负债率和净负债率分别为77.49%和172.85%。此外，同期末，公司永续债存续金额为161.05亿元，亦将面临到期偿付压力。

## 信用评级报告声明

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

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

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

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

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

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

6、本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，中诚信证评将根据监管规定及《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，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 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）（债券简称为“18 首置 01”、债券代码为“143812.SH”）于 2018 年 9 月 12 日发行，发行规模为 25 亿元，到期日为 2023 年 9 月 14 日，附 2021 年 9 月 14 日发行人赎回选择权、调整票面利率选择权及投资者回售选择权。首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）（债券分为两个不同的品种，品种一简称为“18 首置 03”，债券代码为“155071.SH”；品种二简称为“18 首置 04”，债券代码为“155072.SH”）于 2018 年 11 月 29 日发行，发行规模为 25 亿元，其中“18 首置 03”发行规模为 15 亿元，“18 首置 04”发行规模为 10 亿元，到期日分别为 2021 年 12 月 3 日和 2023 年 12 月 3 日。上述债券均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。截至 2018 年 12 月 31 日，上述债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

## 行业分析

**2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。**

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立

也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

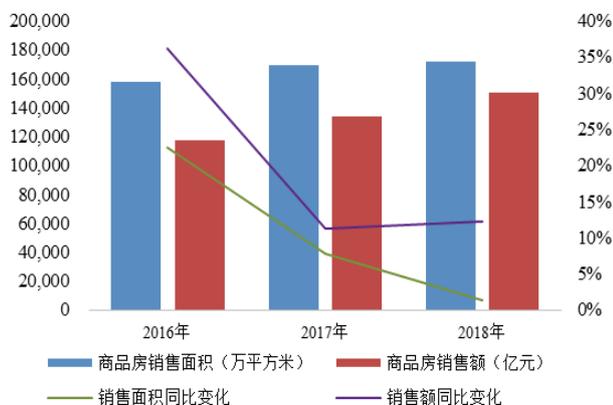
**在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。**

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点<sup>1</sup>。受房地产调控政策持续及“因城施策”影

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城

响，2018年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的

中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

## 业务运营

公司控股股东首创集团是北京市国资委下属的大型国有集团公司，作为首创集团旗下从事房地产开发业务的唯一平台，公司主要从事房地产开发、奥特莱斯运营及土地一级开发等业务。2018年公司实现营业收入232.57亿元，其中房地产销售收入192.20亿元，占当期公司营业总收入的82.64%，一级开发、投资物业租赁和咨询收入分别占当期营业总收入的12.48%、2.23%和0.06%，房地产销售收入是公司收入和利润的主要来源。

表 1：近年来公司营业收入构成情况

业务板块	单位：亿元		
	2016	2017	2018
房地产销售	195.99	178.51	192.20
咨询收入	0.26	0.26	0.15
土地一级开发	2.64	29.06	29.03
投资物业租赁	3.02	3.54	5.18
其他	1.58	1.55	6.01
<b>合计</b>	<b>203.49</b>	<b>212.92</b>	<b>232.57</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

跟踪期内，公司新开工面积大幅上升，同时在北京、上海、重庆等核心城市销售金额上升的带动下，公司签约销售金额保持增长。此外，2018年公司奥特莱斯业务稳步推进，可为其贡献一定现金流。

项目开发方面，2018年公司新开工面积大幅增

表 3：2016~2018 年公司房地产主要城市销售占比情况

签约金额	2016		2017		2018	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北京	172.58	37.92	225.83	40.44	392.36	55.54
天津	113.22	24.88	106.35	19.04	92.43	13.08
澳洲	58.57	12.87	72.27	12.94	40.18	5.69
上海	52.13	11.45	42.22	7.56	69.22	9.80
重庆	10.43	2.29	18.26	3.27	24.15	3.42
成都	23.98	5.27	36.60	6.55	19.49	2.76
其他	24.23	5.32	56.96	10.20	68.60	9.71

长，由上年的 83 万平方米上升至 436 万平方米。当期其竣工面积有所减少，为 183 万平方米，同比减少 4.19%。截至 2018 年末，公司并表口径在建项目共有 43 个，建筑面积合计 1,051.61 万平方米，主要分布在北京、天津、上海、西安、沈阳、杭州、昆明和重庆等城市。

表 2：2016~2018 年公司房地产业务开工及竣工情况

指标	单位：万平方米		
	2016	2017	2018
新开工面积	246	83	436
竣工面积	340	191	183

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，2018年公司实现签约合同销售金额706亿元（权益销售金额为485亿元），同比增长26.5%，完成全年销售目标的94%；同期签约合同销售均价23,063元/平方米，与上年基本持平。

从销售区域来看，公司房地产销售仍主要来自于北京、天津、上海、重庆、成都等核心城市以及澳洲市场。2018年公司在上述区域城市实现的签约合同销售金额约637.83亿元，合计占当期总签约销售金额的比重为90.29%，贡献占比较上年基本持平。具体来看，2018年北京、天津、上海和澳洲区域（悉尼和布里斯班）分别实现签约销售金额392.36亿元、92.43亿元、69.22亿元和40.18亿元，占当年签约合同销售总额的比重分别为55.54%、13.08%、9.80%和5.69%。从产品线来看，2018年天阅系产品在京津沪渝四大直辖市全面推出，禧瑞系首进沈阳、湖州、成都、重庆，当期天阅系、禧瑞系产品实现签约额人民币126亿元。

签约面积	2016		2017		2018	
	面积	占比	面积	占比	面积	占比
北京	57.83	25.54	56.51	23.55	106.48	34.76
天津	65.13	28.76	54.55	22.73	50.30	16.42
澳洲	15.22	6.72	14.23	5.93	7.85	2.56
上海	20.35	8.99	14.65	6.11	15.03	4.91
重庆	16.05	7.09	20.21	8.42	17.99	5.87
成都	22.88	10.10	27.56	11.49	20.56	6.71
其他	28.98	12.80	52.25	21.77	88.10	28.76

注：其他城市包括西安、沈阳、青岛、烟台、无锡、江阴、湖州、镇江、万宁、昆山、南昌、济南、广州。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，受完工进度影响，2018年公司结算规模有所下降，当期结算面积为101万平方米，同比下降22.90%；得益于公司良好的区域布局，公司2018年结算均价较上年提升39.12%，为19,010元/平方米；同期结算金额为192亿元，同比增长7.26%。

表4：2016~2018年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
签约销售面积	226	240	306
签约销售金额	455	558	706
签约销售单价	20,099	23,250	23,063
结算面积	149	131	101
结算金额	196	179	192
结算单价	13,425	13,664	19,010

注：销售面积和签约金额均为全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，2018年首创钜大持续扩大奥特莱斯业务布局，当期新获取青岛、南宁与厦门三个奥特莱斯项目，并实现对大连奥特莱斯的管理输出。截至2018年末，公司奥特莱斯已布局国内17个城市，其中北京房山、浙江湖州、海南万宁、江苏昆山、浙江杭州、江西南昌、湖北武汉、河南郑州、安徽合肥和山东济南10家已开业。2018年，公司旗下已开业奥特莱斯合计实现营业收入51亿元，同比增长58%，客流量为3,120万人次，同比增长近23%，实现租金收入5.18亿元，同比增长46.33%。中诚信证评认为，公司奥特莱斯业务可为其带来稳定的现金流，但对公司的资金支出及管理能力和形成一定压力，且所投奥特莱斯项目回报周期较长，短期内对公司利润贡献程度有限，需对此持续关注。

跟踪期内，公司加大拿地力度，当期新进入广州和佛山市场，整体土地储备较为充足。同时，公司土地一级开发业务发展良好，在为其带来收入补充的同时亦可为其房地产开发业务形成一定资源储备。

表5：近年来公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2016	2017	2018
新拓展项目	13	19	27
新增土地储备规划建筑面积	166	319	409
新增土地储备金额	181	368	409
新增土地储备楼面均价	10,904	11,536	10,000

注：土地储备包括在建未售、拟建及竣工未售部分

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2018年公司持续坚持聚焦京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大城市圈，同时稳步推进澳洲等海外布局，当期进入广州和佛山市场。公司通过一二级联动、招拍挂和并购等多元化形式获取优质土地，当期新获取27个项目，新增总建筑面积409万平方米，同比增长28.21%，其中天津、北京、广州、重庆、成都及上海等城市占比分别为23.96%、20.54%、12.96%、8.56%、3.91%及3.42%。截至2018年末，公司拥有土地储备总建筑面积1,255万平方米，其中权益总建筑面积为849万平方米。土地储备总建筑面积中，其中83%为待售物业，17%为投资物业及其他，主要分布在北京、天津、重庆、上海等地区，上述城市土地储备总建筑面积占比分别为24.67%、17.62%、9.46%及6.32%。土地成本方面，截至2018年末，公司土地成本平均楼面均价为8,193.14元/平方米。

表 6：截至 2018 年末公司土地储备区域分布情况

单位：万平方米

地区	规划总建筑面积	占比
北京	309.54	24.67%
天津	221.04	17.62%
重庆	118.62	9.46%
上海	79.29	6.32%
昆山	65.08	5.19%
沈阳	58.25	4.64%
西安	52.04	4.15%
昆明	45.39	3.62%
广州	38.42	3.06%
成都	38.28	3.05%
杭州	35.62	2.84%
深圳	4.35	0.35%
澳洲	2.56	0.20%
其他	186.09	14.83%
<b>合计</b>	<b>1,254.55</b>	<b>100%</b>

注：其他包括青岛、万宁、南昌、湖州、南宁、厦门、济南、长沙、武汉、郑州、合肥、佛山、江阴、无锡、烟台和镇江等城市住宅及配套项目及奥特莱斯项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司依托首创集团基础设施业务，在京津地区核心区域内从事土地一级开发业务，并可以较低成本获取优质土地资源。2018 年公司通过一二级联动成功获取北京平谷、天津武清、北京石景山等多个优质地块。公司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。2018 年，公司新获得河北张家口和北京怀柔驻马店庄一级开发项目，规划建筑面积合计约 130 万平方米，其中北京怀柔驻马店庄项目为公司从首创集团转让取得。截至 2018 年末，公司一级开发总可出让面积为 192.88 万平方米，包括天津武清区高村镇项目 25.18 万平方米、平谷区金海湖镇中心项目 25.18 万平方米、顺义区北石槽镇项目 24.4 万平方米等。2018 年公司土地一级开发收入为 29.03 亿元，与上年基本持平，主要来源于石景山区时代花园南路、平谷区金海湖镇中心、顺义区北石槽镇及天津武清区高村镇项目，其中天津武清项目盈利模式采用收益分成方式，其余项目均采取成本加成方式。公司土地一级开发业务拓展较好，为公司收入形成一定补充，同时为公司二级土地开发形成良好储备资

源。

表 7：截至 2018 年末公司一级开发项目情况

单位：万平方米

项目名称	城市	总可出让建筑面积
武清区高村镇	天津	25.18
石景山区时代花园南路	北京	11.41
平谷区大兴庄镇	北京	10.87
平谷区金海湖镇中心	北京	25.18
朝阳区呼家楼	北京	18.00
顺义区北石槽镇	北京	24.42
昌平区东小口镇	北京	24.00
桥西区	张家口	42.45
怀柔区北房镇驸马庄村	北京	11.37
<b>合计</b>		<b>192.88</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告；其中，由于 2017 年度发生同一控制下企业合并事项，其对应的期初数已重述。

## 资本结构

随着公司房地产开发及奥特莱斯业务规模的扩张，公司资产总额持续增长，截至 2018 年末，公司总资产为 1,697.17 亿元，同比增长 20.01%。自有资本方面，2018 年公司通过发行永续中票、信托资管计划及债权融资计划的方式募集资金 93.2 亿元并计入永续债，加之利润留存收益的积累，截至 2018 年公司所有者权益为 382.01 亿元，同比增长 19.63%。负债方面，伴随业务规模的扩大，公司外部资金需求较多，使得 2018 年末负债总额上升为 1,315.16 亿元，同比增长 20.12%。受此影响，2018 年末公司资产负债率和净负债率分别为 77.49% 和 172.85%，较上年同期分别上升 0.07 个百分点和 29.68 个百分点。若考虑永续债的因素，截至 2018 年末，公司资产负债率和净负债率分别为 86.98% 和 215.01%，分别较上年上升 0.69 个百分点和 32.54 个百分点。

资产构成方面，截至 2018 年末公司资产主要由存货、货币资金、投资性房地产及其他应收款构

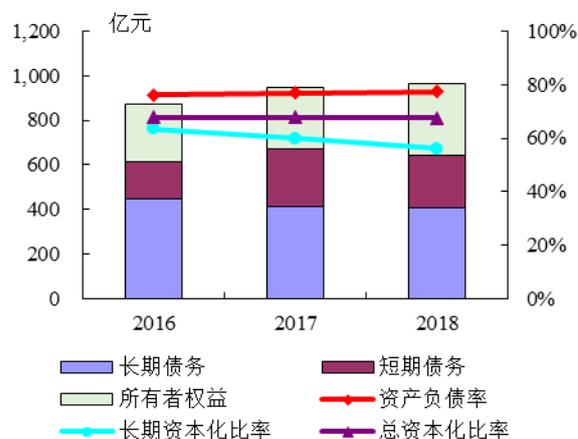
成。其中，存货年末余额为 754.04 亿元，主要由 586.84 亿元的开发成本及 162.20 亿元的开发产品构成；同期末货币资金为 225.27 亿元，同比增长 7.07%。2018 年末公司其他应收款同比增长 158.44% 至 202.45 亿元，主要系应收关联方款项、联合投标款增多所致，其中应收金额较大的包括北京创远亦程置业有限公司 33.85 亿元、北京远创兴茂置业有限公司 15.06 亿元、天津合发房地产开发有限公司 11.86 亿元、天津瑞祥置业有限公司 11.82 亿元及北京开元和安投资管理有限公司 11.41 亿元，合计占当期末其他应收款比重的 41.49%。投资性房地产方面，截至 2018 年末公司投资性房地产为 205.70 亿元，其中已竣工投资性房地产、公允价值计量开发中投资性房地产及成本计量开发中投资性房地产分别为 162.17 亿元、28.62 亿元和 14.91 亿元。

负债方面，公司负债主要由有息债务、预收账款及合同负债、其他应付款构成。截至 2018 年末，公司预收账款及合同负债为 171.02 亿元，同比减少 19.00%；同期末公司其他应付款为 104.06 亿元，同比增长 48.22%，主要系公司对北京天城永泰置业有限公司（以下称“天城永泰”）应付款增加，以及新增向北京创元汇资本管理有限公司（以下称“创元汇”）等关联方借款，带动当年末其他应付款增长。有息债务方面，公司总债务规模为 885.55 亿元，同比增长 32.66%，其中短期债务为 234.52 亿元，较上年下降 9.55%；短期债务/长期债务为 0.36 倍，较上年下降 0.27 倍，公司债务期限结构仍以长期债务为主，债务期限结构较为合理。

所有者权益构成方面，公司所有者权益主要由其他权益工具、未分配利润及少数股东权益构成。截至 2018 年末公司其他权益工具为 134.76 亿元，同比增长 128.80%，主要为公司通过发行永续中票、信托资管计划及债权融资计划的方式募集资金计入永续债；同期末公司未分配利润为 110.37 亿元，同比增长 6.36%。少数股东权益方面，截至 2018 年末，公司少数股东权益为 90.85 亿元，同比减少 17.40%，主要包括 Central Plaza Development Ltd.（以下简称“Central Plaza”）存续的永续债 4.5 亿美元、子公司首创钜大发行的可换股证券 10.78 亿港

元及合作项目公司少数股东的投资款等。

图 2：2016~2018 年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着公司房地产开发及奥特莱斯业务规模的扩张，公司债务规模持续快速上升，杠杆比率处于较高水平。此外，公司所有者权益中永续债占比较大，亦面临偿付压力。

### 流动性

从流动资产来看，公司资产仍主要集中于货币资金及存货等流动资产科目，截至 2018 年末公司流动资产占资产总额的比重为 81.02%，较上年基本持平。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金、存货及其他应收款构成。

存货方面，2018 年末存货账面余额为 754.04 亿元，同比增长 15.18%，主要包括房地产开发产品、房地产开发成本、一级土地开发及工程已完工未结算产品，其中，房地产开发产品 162.20 亿元，较上年末增长 20.18%，占年末存货账面余额的比重为 21.51%，考虑到已完工产品主要分布于房地产调控政策较为严格的北京、天津、成都等一二线城市，需对其去化情况保持关注；房地产开发成本为 586.84 亿元，同比增长 20.91%；一级土地开发成本为 3.65 亿元，与上年基本持平。

表 8：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率 (次/年)	0.27	0.23	0.24
总资产周转率 (次/年)	0.18	0.16	0.15

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产周转率来看，2018 年公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.24 次/年和 0.15 次/年，分

别较上年上升 0.01 次/年和下降 0.01 次/年，与上年基本持平。

货币资金方面，2018 年末公司的货币资金规模增长至 225.27 亿元，同比上升 7.07%，货币资金/短期债务为 0.96 倍，同比上升 0.15 倍。现金流方面，2018 年以来公司销售回款有所下滑，加之当期拿地和项目开发规模大幅增加，当年经营活动现金流呈净流出状态，为 -60.95 亿元，无法对短期债务形成保障。与此同时，受公司支付关联方款项及投资支付（包括合作投资款及对澳洲房地产项目债权性投资）现金大幅增加影响，当年投资活动现金净流出有所增加，由上年的净流出 78.48 亿元上升至净流出 117.22 亿元。

**表 9：2016~2018 年公司部分流动性指标**

	单位：亿元、倍		
	2016	2017	2018
货币资金	179.26	210.38	225.27
经营活动现金流净额	-9.76	44.54	-60.95
经营净现金流/短期债务	-0.06	0.17	-0.26
货币资金/短期债务	1.07	0.81	0.96

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计为 308.08 亿元，占同期末公司总资产的比重为 18.15%。其中，因金融机构借款而设定的抵押存货 189.16 亿元，占当期末存货的比重为 25.09%；抵押的投资性房地产 111.13 亿元，占当期末投资性房地产的比重为 54.03%；因预售监管资金和履约保证金受限的货币资金 7.78 亿元，占当期末货币资金的比例为 3.45%。

总体看，2018 年以来公司销售回款有所下滑，加之当期拿地和项目开发规模大幅增加，当年经营活动现金流呈净流出状态，同时受公司支付关联方款项及投资支付现金大幅增加影响，当期投资活动净现金流出规模亦较大，公司现金流平衡对外融资依赖较大。

## 盈利能力

从收入规模来看，2018 年公司实现营业收入 232.57 亿元，同比增长 9.23%，其中物业销售结算收入 192.20 亿元，占比 82.64%；同期土地一级开发收入为 29.03 亿元；投资性物业出租收入 5.18 亿

元，同比增加 46.33%。此外，截至 2018 年末公司预收款项及合同负债为 171.02 亿元，同比减少 19.00%。从毛利水平来看，2018 年受土地一级开发收入来源于北京区域占比较大影响，一级开发毛利率下滑明显，受此影响当期公司综合毛利率为 27.12%，同比下降 1.42 个百分点。

**表 10：近年来公司各业务板块毛利率**

	单位：%		
业务板块	2016	2017	2018
房地产销售	15.37	20.54	25.20
土地一级开发	8.26	66.57	28.32
投资物业租赁	96.71	97.29	89.30
其他	80.07	67.82	27.42
<b>营业毛利率</b>	<b>17.10</b>	<b>28.54</b>	<b>27.12</b>

注：投资物业租赁业务招商相关费用计入销售费用，入账的租金收入为扣除其余费用后的净额，因此毛利率很高。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，受债务规模扩大且对合联营项目拆借占比高，无法资本化影响，公司财务费用上升较快，2018 年公司发生财务费用 28.69 亿元，同比增长 161.49%，受此影响，当期合计发生期间费用 45.48 亿元，三费收入占比为 19.56%，较上年度上升 8 个百分点，公司期间费用控制能力有待提升。

**表 11：近年来公司各期间费用情况**

	单位：亿元		
	2016	2017	2018
销售费用	6.25	5.56	6.09
管理费用	4.64	7.44	10.70
财务费用	-0.58	10.97	28.69
三费合计	10.31	23.97	45.48
<b>三费收入占比 (%)</b>	<b>5.07</b>	<b>11.26</b>	<b>19.56</b>

注：因会计准则变更，2017~2018 年公司将原计入财务费用的关联方贷款利息收入重分类至投资收益。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

受公司期间费用上升较快影响，2018 年公司经营性业务利润由上年盈利 24.18 亿元转为亏损 4.13 亿元。同期公司实现投资收益为 32.35 亿元，较上年增长 128.46%，主要来源于债权投资持有期间取得的利息收入 11.29 亿元、处置联营企业北京金融街国际酒店有限公司收益 6.87 亿元、处置子公司北京开元和安投资管理有限公司收益 9.99 亿元。2018 年公司实现公允价值变动收益 4.11 亿元，主要来源于房地产公允价值变动；综上，2018 年度公司取得利润总额 31.60 亿元，同比减少 17.69%；同期实现

净利润 24.17 亿元，同比减少 13.58%，净资产收益率 6.33%。

总体来看，近年公司营业收入持续增长，但受公司财务费用上升较快影响，公司经营性业务利润呈现亏损。公司利润总额对投资收益及公允价值变动损益依赖较高。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着公司房地产开发及奥特莱斯业务规模的扩大，公司外部融资需求持续增长。截至 2018 年末，公司总债务规模增至 885.55 亿元，同比增长 32.66%。此外，截至 2018 年末公司永续债（包含在少数股东权益核算的子公司 Central Plaza 的 4.5 亿美元的永续债）为 161.05 亿元。

表 12：2016~2018 年公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	169.03	259.28	234.52
总债务（亿元）	582.08	667.52	885.55
资产负债率（%）	76.94	77.42	77.49
总资本化比率（%）	67.87	67.64	69.86
EBITDA（亿元）	49.05	52.18	57.82
经营活动净现金流（亿元）	-9.76	44.54	-60.95
经营活动净现金利息倍数（X）	-0.28	1.34	-1.37
经营净现金流/总债务（X）	-0.02	0.07	-0.07
EBITDA 利息倍数（X）	1.40	1.56	1.30
总债务/EBITDA（X）	11.87	12.79	15.32

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，2018 年公司实现 EBITDA 57.82 亿元，同比增长 10.81%，主要系费用化利息支出增加所致。受公司 2018 年债务规模增长快速影响，公司当期主要偿债能力指标表现有所下滑，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 15.32 倍和 1.30 倍，分别较上年增长 0.17 倍和下降 0.06 倍，公司获现能力尚能对债务利息能够形成覆盖。

或有事项方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 86.84 亿元，其中对关联方担保 14.00 亿元，对购房人提供的抵押贷款担保 72.84 亿元。同期末，公司无重大未决法律诉讼事项。

财务弹性方面，公司与境内外多家金融机构均

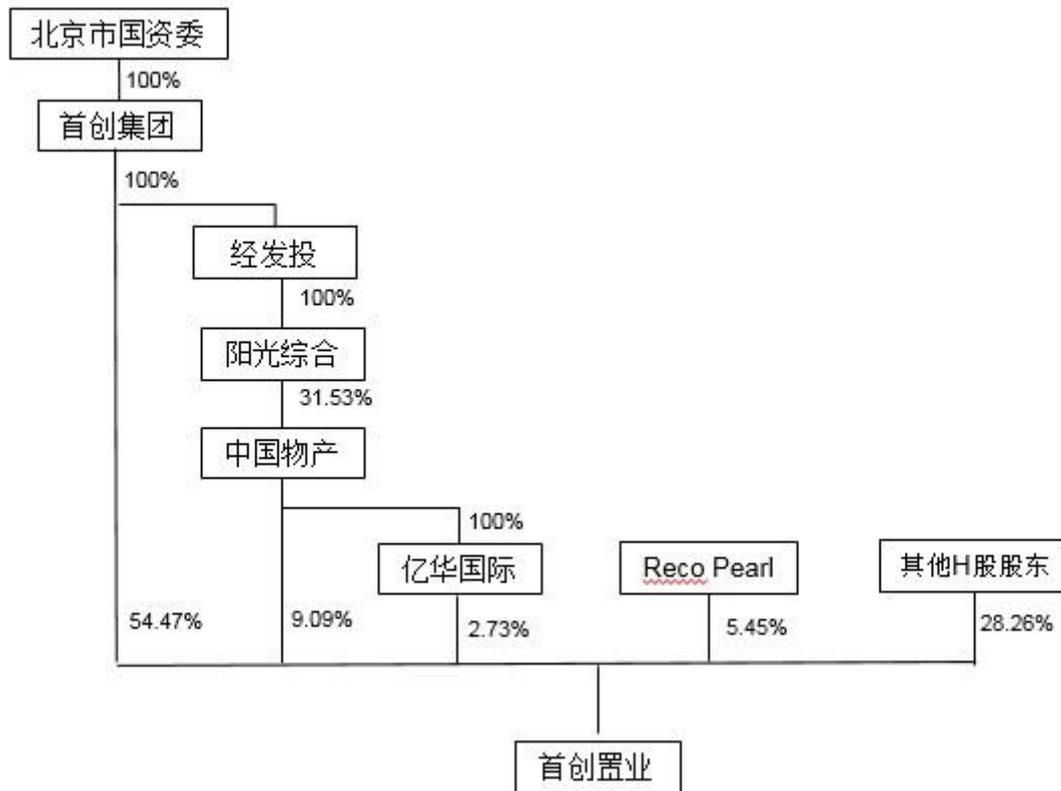
保持了良好的合作关系，并得到了首创集团较大力度的支持。截至 2018 年末，公司合并口径下获得主要合作金融机构意向性授信总额为 1,700 亿元，其中未使用的意向性授信额度约为 1,512 亿元。同期末，首创集团为公司提供 47.48 亿元的担保及 27.38 亿元维好协议。此外，公司及旗下首创钜大均为上市公司，整体具备较强的财务弹性。

整体来看，2018 年公司债务规模持续快速上升，杠杆比例处于较高水平。同时，受财务费用快速上升的影响，公司经营性业务利润呈现亏损，同时考虑到公司较大规模的在建项目，公司面临资本支出压力。但考虑到公司良好的销售业绩，且作为上市的房地产企业，其融资渠道多样，财务弹性较大，以及控股股东的持续支持，均为其未来经营业绩保持和债务的偿还提供了有力的支持。

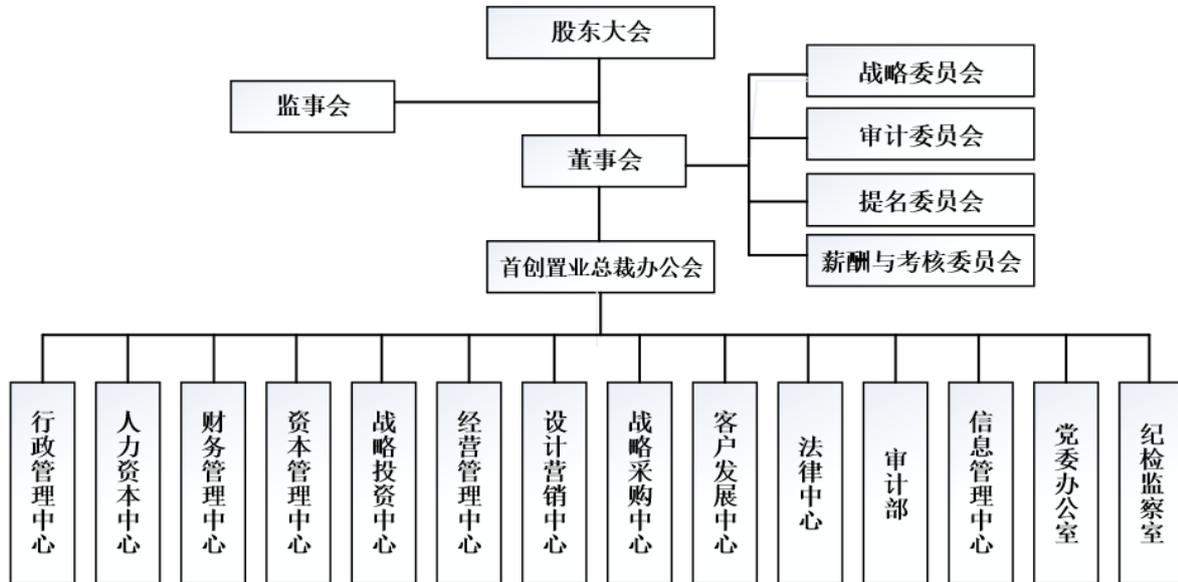
## 结论

综上，中诚信证评维持首创置业主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）”信用等级 AAA；维持“首创置业股份有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）”信用等级 AAA。

附一：首创置业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



附二：首创置业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



**附三：首创置业股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018
货币资金	1,792,607.30	2,103,817.80	2,252,660.20
应收账款净额	99,522.30	240,900.20	361,055.80
存货净额	6,487,688.50	6,546,700.40	7,540,371.70
流动资产	9,458,828.40	11,182,734.30	13,751,168.50
长期投资	546,889.10	707,181.60	862,285.60
固定资产合计	1,528,088.90	1,823,272.10	2,088,501.00
总资产	11,945,964.00	14,142,116.90	16,971,682.30
短期债务	1,690,255.20	2,592,808.30	2,345,230.00
长期债务	4,130,577.50	4,082,409.40	6,510,317.40
总债务（短期债务+长期债务）	5,820,832.70	6,675,217.70	8,855,547.40
总负债	9,190,893.80	10,948,963.60	13,151,614.10
所有者权益（含少数股东权益）	2,755,070.20	3,193,153.30	3,820,068.20
营业总收入	2,034,940.40	2,129,204.00	2,325,705.30
三费前利润	204,382.70	481,436.70	413,494.80
投资收益	131,763.90	141,617.40	323,542.90
净利润	286,399.40	279,679.70	241,708.90
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	490,515.00	521,767.00	578,157.40
经营活动产生现金净流量	-97,600.70	445,378.90	-609,472.90
投资活动产生现金净流量	-154,109.30	-784,750.70	-1,172,242.20
筹资活动产生现金净流量	81,881.30	473,386.50	2,154,415.10
现金及现金等价物净增加额	-164,536.10	149,108.40	369,836.90
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	17.10	28.54	27.12
所有者权益收益率（%）	10.40	8.76	6.33
EBITDA/营业总收入（%）	24.10	24.51	24.86
速动比率（X）	0.62	0.70	0.97
经营活动净现金/总债务（X）	-0.02	0.07	-0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.06	0.17	-0.26
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.28	1.34	-1.37
EBITDA 利息倍数（X）	1.40	1.56	1.30
总债务/EBITDA（X）	11.87	12.79	15.32
资产负债率（%）	76.94	77.42	77.49
总债务/总资本（%） （总资本化比率）	67.87	67.64	69.86
长期资本化比率（%）	59.99	56.11	63.02
净负债率（%）	146.21	143.16	172.85

- 注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
 2、2016~2018 年末的长期应付款有息部分已计入长期债务进行相关指标的测算；  
 3、由于 2017 年发生同一控制下企业合并事项，其对应的期初数均已重述。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+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

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

营业毛利率=（营业总收入-（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））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

## 附五：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
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。