

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 (2020)

项目负责人：应治亚 zhyying@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 05 月 27 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 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。

■ 本次评级结果中的信用等级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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0390 号

首创置业股份有限公司：

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：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 首置 01”、“18 首置 03”、“18 首置 04”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

二零二零年五月二十七日

评级观点：中诚信国际维持首创置业股份有限公司（以下简称“首创置业”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 首置 01”、“18 首置 03”、“18 首置 04”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东的有力支持、奥特莱斯业务形成的稳定现金流、土地一级开发为公司房地产开发提供资源机会和畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、债务规模持续增长且财务杠杆处于高位、经营性盈利能力弱和存货周转率低等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

首创置业（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	1,414.21	1,697.17	1,852.69
所有者权益合计（亿元）	319.32	382.01	420.41
总负债（亿元）	1,094.90	1,315.16	1,432.28
总债务（亿元）	667.52	885.71	954.99
营业总收入（亿元）	212.92	232.57	207.86
净利润（亿元）	27.97	24.17	25.69
EBITDA（亿元）	52.18	57.82	69.44
经营活动净现金流（亿元）	44.54	-60.95	2.46
营业毛利率(%)	28.54	27.12	34.02
净负债率(%)	143.16	172.89	162.85
总债务/EBITDA(X)	12.79	15.32	13.75
EBITDA 利息倍数(X)	1.56	1.30	1.26

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告整理。

正面

■ **股东强有力的支持。**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。房地产业务为首创集团四大核心主业之一，公司作为首创集团旗下唯一的市场化房地产开发平台，2019 年在资源获取和融资安排等方面依然获得了股东的有力支持。

■ **奥特莱斯已具备一定规模优势，可为公司提供稳定的现金流。**公司积极推广奥特莱斯综合体运作方式，截至 2019 年末，公司奥特莱斯已布局 17 家，当年实现投资性物业租赁收入 7.69 亿元，同比增长 32.68%。

■ **土地一级开发为公司业务补充，并为二级开发提供资源机会。**

依托首创集团的资源支持和区域基础设施市场地位，土地一级开发已成为公司重要业务板块，并有利于公司以较低成本获取优质资源。

■ **畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好的合作关系，未使用授信额度充足。此外公司作为 H 股上市公司，具备较畅通的权益融资渠道，2019 年完成 22.4 亿元供股发行。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收窄，环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **债务规模持续增长，财务杠杆处于高位。**随着资金需求的增加，2019 年末公司债务规模继续增长，财务杠杆处于高位，若考虑永续债的影响，公司负债率将进一步上升。

■ **经营性盈利能力弱，存货周转率有待提升。**受存货周转速度较慢、债务规模扩大等原因，2019 年公司经营性业务利润仍处于较弱水平，投资收益成为利润总额的主要组成部分，且大部分为处置子公司股权带来的投资收益，收益的稳定性值得关注。

评级展望

中诚信国际认为，首创置业股份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。**股东支持大幅减弱，销售业绩及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

2019 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	1,013	3,033.68	170.73	0.96	2.25	476.45	11.83	0.17
珠海华发	923	2,341.11	161.00	0.70	1.81	331.49	10.00	0.15
首创置业	808	1,852.69	162.85	1.10	3.62	207.86	12.36	0.16

注：“首开股份”为“北京首都开发股份有限公司”简称；“珠海华发”为“珠海华发实业股份有限公司”简称。

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	发行金额（亿元）	存续期
18 首置 01	AAA	AAA	25.00	2018/09/14~2023/09/14
18 首置 03	AAA	AAA	15.00	2018/12/03~2021/12/03
18 首置 04	AAA	AAA	10.00	2018/12/03~2023/12/03

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定期与不定期跟踪评级，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）（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）（品种一）（债券简称：“18 首置 03”、债券代码：“155071”），实际发行规模为 15 亿元，于 2018 年 12 月 3 日起息，发行年限为 3 年，利率为 4.16%，到期日为 2021 年 12 月 3 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 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，利率为 4.50%，到期日为 2023 年 12 月 3 日。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：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两

个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时

引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

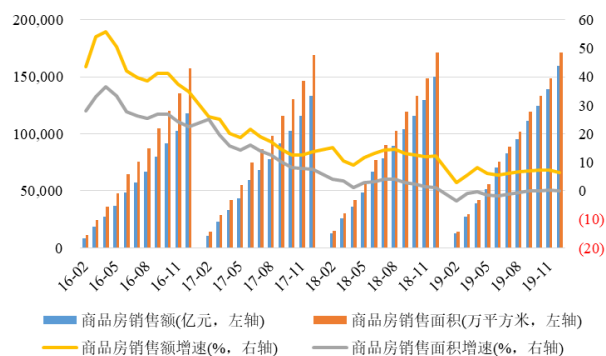
2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019年，全国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.5%，增速下滑5.7个百分点。

商品房销售价格方面，2019年，70个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。

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

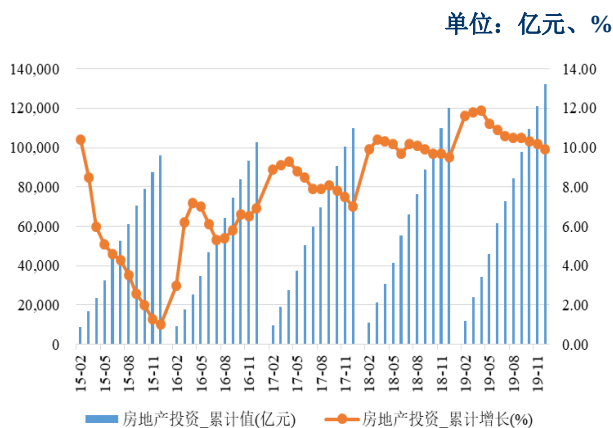
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米，同比下降4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元，其中住宅投资同比增长13.9%至9.71万亿元。

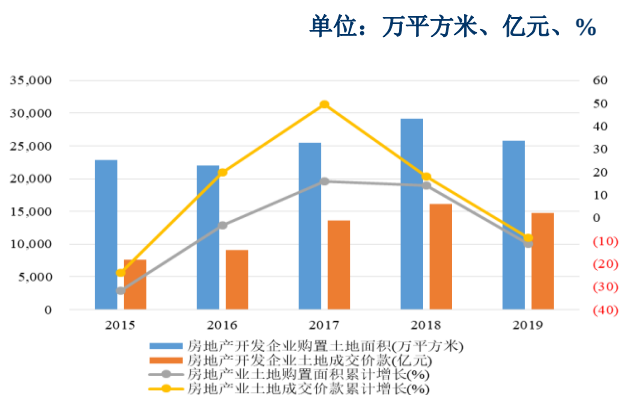
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降11.4%和8.7%。施工方面，2019年，房地产开发企业新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.5%，增速下滑8.7个百分点。

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

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到

期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，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

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019年TOP 3房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降0.3个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019年TOP 31~50和TOP 51~100房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

¹ 5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，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。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

公司拥有丰富的房地产开发经验，2019年，签约销售业绩有所提升，项目区域布局良好，集中度高；同时中诚信国际关注未来销售业绩的实现情况

公司以北京为大本营，逐渐辐射至京津冀，长三角，粤港澳大湾区三大核心城市圈及重点单核城市，以中高端产品为主，形成了“天阅”和“禧瑞”等为代表的产品线。

项目建设方面，2019年开发速度逐渐恢复，新开工面积与2018年基本持平。竣工面积方面，2019

年也较上年有所增加，其中奥特莱斯竣工面积40.60万平方米。截至2019年末公司在建面积为1,139万平方米，项目量充裕，也面临一定投资压力。

表2：近年来公司新开工及竣工情况（万平方米）

指标	2017	2018	2019
新开工面积	83	436	429
竣工面积	191	183	232

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，2019年，公司权益口径签约销售金额和签约销售面积均有小幅上升，分别同比增长14%和3%；得益于核心城市的重点布局，公司签约销售均价保持在行业较高水平。2019年受销售规模的增长和上期低基数影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长58.15%至263.48亿元，受公司并表比例较低、回款率较低等影响，并表回款规模处于较低水平。2020年公司销售目标为800亿元，与2019年保持持平。2020年1~3月，受新冠肺炎疫情影响，公司实现全口径销售金额75.5亿元，同比下降46%。中诚信国际将持续关注新冠肺炎疫情对公司业绩实现的影响。

表3：近年来公司房地产业务销售情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2017	2018	2019
销售面积（全口径）	240	306	316
销售金额（全口径）	558	706	808
销售单价（全口径）	2.33	2.31	2.56
销售面积（权益口径）	182	222	224
销售金额（权益口径）	434	485	553
销售单价（权益口径）	2.39	2.18	2.47
结算面积（合并口径）	131	101	83
结算金额（合并口径）	179	192	156
结算单价（合并口径）	1.36	1.90	1.88

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域分布来看，北京地区为公司销售贡献最大的城市，2019年销售金额占比48.22%，此外公司深耕上海、天津等城市，城市集中度很高，2019年前五大城市销售占比达83%。从区域分布来看，

2019 年公司在三大核心城市圈销售金额 715 亿元，占比近 90%，在京津冀地区销售金额为 490 亿元，占比约 60%。从城市能级情况看，一线城市仍为公司重点布局区域，销售金额占比 62.36%。

表4：2019年公司全口径销售区域分布情况

单位：万平方米、亿元、%

城市	销售面积	销售金额	金额占比
北京	94.49	389.67	48.22
天津	51.63	100.73	12.47
上海	21.4	87.98	10.89
昆山	55.02	67.54	8.36
沈阳	25.93	34.35	4.25
深圳	3.29	22.72	2.81
成都	10.81	20.25	2.51
杭州	4.05	16.12	1.99
江阴	11.22	13.49	1.67
重庆	12.42	12.48	1.54
澳洲悉尼	2.39	10.05	1.24
宁波	3.58	5.52	0.68
佛山	2.43	4.00	0.50
广州	1.83	3.54	0.44
湖州	1.93	3.53	0.44
澳洲布里斯班	0.45	1.83	0.23
无锡	0.52	0.32	0.04
镇江	0.2	0.16	0.02
其他	12.68	13.82	1.71
合计	316.27	808.08	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2019 年公司在北京、天津和昆山的结算金额较大，合计占结算总金额 76.12%。受到竣工和结算进度影响，近年来结算金额有所波动，2019 年受北京等地部分项目结转周期延后影响，结算金额同比下降 19%。

2019 年公司加强多元化拿地以降低投资成本；项目储备充沛，区域布局良好，但储备的消化和周转情况有待提高

公司立足北京地区，加强京津冀、长三角和大湾区三大核心城市圈投资，在审慎关注土地价格合理性的基础上，通过招拍挂、并购、战略合作、产业协同和一二级联动等多元化形式获取土地。

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、万元/平方米

	2017	2018	2019
新拓展项目	19	27	22
新增土地储备建筑面积	319	409	779
新增土地储备投资款	368	409	356
新增土地楼面均价	1.15	1.00	0.68
土地储备建筑面积（全口径）	1,154	1,255	1,661
土地储备建筑面积（权益口径）	805	849	1,076

注：新增储备为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司保持一定的拿地力度。2019 年公司拿地金额对当期销售的比重降至 44%，而新增土地储备面积对当年销售面积的比增至 247%，使得公司土储规模明显增长。从新增土地成本看，2019 年公司通过多元化拿地控制土地成本，加之新增项目区位结构变化，新增的武汉、昆明等大体量项目楼面均价很低，使得新增土地楼面均价明显下降，但中诚信国际关注大体量项目可能形成的开发销售压力。从新获取项目城市分布来看，2019 年公司仍深耕优势区域，在北京、上海和天津新增 8 个项目，住宅项目首次进入厦门、苏州、东莞和宁波等城市。2019 年公司新增土地储备权益比例为 58%，仍处于较低水平。

表 6：近年来公司新增土地储备全口径投资分布

单位：亿元

城市	2018	2019
北京	156	126
武汉	--	46
天津	107	34
昆明	3	29
厦门	3	25
苏州	--	25
佛山	6	15
昆山	--	12
成都	11	10
上海	22	10
东莞	--	10
宁波	--	8
沈阳	--	7
广州	46	--

杭州	22	--
重庆	14	--
悉尼	10	--
青岛	6	--
南宁	4	--
总计	409	356

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司总土地储备²面积 1,661 万平方米，权益比例 65%，主要来自 30 个城市，其中销售物业占比约 88%，投资型物业占比 12%。公司土地储备主要分布在天津、北京、武汉、昆明、重庆和上海等核心重点城市。2019 年末公司土地储备为当期销售面积的 5.26 倍，土地储备充裕，可满足公司未来多年的开发需求。但同时中诚信国际关注到公司销售增速平缓，土地储备的消化速度和资金的周转效率有待提高。

表7：截至2019年末公司全口径土地储备分布情况

单位：万平方米

地区	规划总建筑面积	占比
天津	314	18.90%
北京	269	16.20%
武汉	254	15.29%
昆明	220	13.25%
重庆	89	5.36%
上海	87	5.24%
昆山	50	3.01%
广州	46	2.77%
西安	45	2.71%
成都	40	2.41%
其他	247	14.87%
合计	1,661	100.00%

注：其他城市包括杭州，佛山，沈阳，苏州，厦门，万宁，东莞等 18 个国内城市以及悉尼和布里斯班。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司依托首创集团基础设施业务，在京津地区开展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。2019 年公司通过一二级联动形式获取北京石景山西黄

村、平谷金海湖和天津武清等合计 80.3 万平方米，共计 5 个地块。整体来看，一级土地开发为公司形成一定的收入和利润补充，同时为公司二级土地开发形成良好的资源储备机会。

奥特莱斯战略布局基本达成，经营业绩稳步增长；但新冠肺炎疫情将对公司 2020 年租金收入产生一定不利影响

公司商业地产开发运营平台主要为首创钜大有限公司（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。公司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。

近年来通过自建、并购和合作等多元化方式拓展项目，公司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。2019 年公司新开业奥特莱斯 2 个，截至 2019 年末，公司国内布局的奥特莱斯有 12 家已开业，开业数量行业第一；同期末，在建奥特莱斯 4 个，预计总投资 40.01 亿元，已投资 17.01 亿元。

从运营情况看，2019 年，公司旗下已开业奥特莱斯合计实现营业收入 78.3 亿元，同比增长 53%。2017~2019 年公司租金收入稳步提升，2019 年为 7.69 亿元，三年复合增长率 47.50%。同时，中诚信国际关注到新冠疫情爆发后，公司向商户提供租金和物业费减免政策，预计将对当年租金收入产生一定不利影响。

财务分析

以下分析基于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公司 2017~2019 年审计报告；各期财务数据均采用报告期末数。中诚信国际已将各期末长期应付款科目中有息债务调整至长期债务，将合同资产纳入存货核算，将使用权资产纳入无形资产核算。

² 土地储备口径为竣工未售建筑面积+在建未售建筑面积+拟建项目总可售面积。

2019 年公司收入规模出现下滑，利润总额对投资收益的依赖较高，盈利能力有待提高

2019 年由于竣工和结算进度滞后，公司营业收入同比减少 10.62%。2019 年得益于核心城市结算均价提升，公司毛利率明显提升，且处于行业较好水平。截至 2019 年末，公司预收款项 194.75 亿元，为当期营业收入的 0.94 倍，待结转资源对未来收入的支撑一般。公司投资物业租赁收入持续增长，毛利率处于很高水平。此外，土地一级开发成为公司收入的有效补充。

表 8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

业务板块	2017	2018	2019
房地产销售	178.51	192.20	155.80
咨询收入	0.26	0.15	0.84
土地一级开发	29.06	29.03	35.14
投资物业租赁	3.54	5.18	7.69
其他	1.55	6.01	8.39
营业总收入	212.92	232.57	207.87
项目	2017	2018	2019
房地产销售	20.54	25.20	31.81
咨询收入	--	--	--
土地一级开发	66.57	28.32	25.97
投资物业租赁	97.29	89.30	88.83
其他	67.82	27.42	53.15
营业毛利率	28.54	27.12	34.02

注：咨询收入主要来自对非并表项目提供的咨询和管理，有关项目成本直接计入相应项目，咨询人员人工工资由城市分公司分担；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：公司提供

期间费用方面，2018 年起，因会计政策变更，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，致使财务费用规模较大。此外，工资薪酬等费用增加导致销售和管理费用继续增长。2019 年，公司期间费用率继续上升，处于较高水平。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售费用	5.56	6.09	7.44
管理费用	7.44	10.70	14.25
财务费用	0.34	28.69	30.97
期间费用合计	13.33	45.48	52.66

³ 处置北京天城永元置业有限公司（以下简称“天城永元”）50%股权，其主要持有北京丽泽金融商务区 F-03 办公楼。

期间费用率(%)	6.26	19.56	25.33
经营性业务利润	34.81	-3.59	-1.35
资产减值损失	2.58	--	0.10
公允价值变动收益	-1.11	4.11	1.02
投资收益	3.53	32.35	35.79
利润总额	38.39	31.60	35.70
净利润率(%)	13.14	10.39	12.36

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

利润总额方面，由于 2018 年起会计政策变更导致财务费用大幅增加，经营性业务利润持续为负，投资收益成为利润总额的主要组成部分，2019 年投资收益中利息收入为 12.80 亿元，此外处置子公司³、合联营公司合计确认收益 18.63 亿元，合联营项目结利 3.55 亿元。2019 年公司利润总额和净利润率有所提高，但盈利能力整体有待提升。

2019 年，公司总资产和总负债规模稳步增长，财务杠杆处于高位，永续债在所有者权益中占比高

2019 年，公司总资产较上年同比增长 9.16%。资产构成方面，公司流动资产占比较高。具体来看，存货、货币资金和其他应收款均随业务规模扩大呈上升态势。2019 年受销售回款增长和新增融资影响，公司货币资金有所增加。公司其他应收款主要由应收关联方款项⁴、联合投标款和应收股权转让款等构成，2019 年应收关联方款项 145.60 亿元。此外，公司一级土地整理投资计入合同资产，2019 年末为 57.35 亿元。

非流动资产方面，2019 年，随着合作项目的增多，长期股权投资小幅增加；同期，由于处置天城永元，其账面 49.11 亿投资性房地产不再并表，致使投资性房地产有所下降。

表 10：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2017	2018	2019
货币资金	210.38	225.27	270.35
存货	654.67	754.04	916.63
其他应收款	78.34	202.45	223.51
长期股权投资	44.81	51.08	57.00
投资性房地产	180.80	205.70	167.43
总资产	1,414.21	1,697.17	1,852.69

⁴ 含子公司的重要少数股东。

预收款项	211.14	171.02	194.75
应付账款	89.22	94.42	85.52
其他应付款	61.44	104.06	111.84
总负债	1,094.90	1,315.16	1,432.28
其他权益工具	58.90	134.76	151.24
少数股东权益	109.99	90.85	101.37
所有者权益	319.32	382.01	420.41
资产负债率	77.42	77.49	77.31
净负债率	143.16	172.89	162.85

注：中诚信国际将合同资产纳入存货，合同负债纳入预收款项。

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、其他应付款和有息债务构成。具体来看，公司的预收款项主要为购房者预付的房款，2019 年销售回款增长带动预收款项的增长；受房地产项目开发和付款节奏的影响、以应付工程款为主的应付账款有所下降；其他应付款主要由应付关联方款项、股权转让款和其他经营往来款等构成，2019 年销售增长。

所有者权益方面，受供股和永续债发行的影响，公司所有者权益有所增长，2019 年末其他权益工具和少数股东权益⁵分别占所有者权益的 35.98% 和 24.11%。

财务杠杆方面，近年来公司获现能力一般，因而对外部融资依赖度较高，导致债务规模增速较快，若将永续债纳入债务核算，则公司财务杠杆将处于高位。

公司存货中开发产品占比较高，存在一定去化压力，存货周转效率有待提升

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	79.07	81.02	83.87
存货/流动资产	58.54	54.83	58.99
货币资产/流动资产	18.81	16.38	17.40
其他应收款/流动资产	7.01	14.72	14.38
（存货+货币资金）/流动资产	77.36	71.22	76.39

⁵截至 2019 年末，公司少数股东权益包括子公司 Central Plaza Development Ltd. 存续的 5 亿美元永续债，计入少数股东权益人民币 34.71 亿元。

开发成本	485.34	586.84	694.36
开发成本/存货	74.14	77.83	75.75
开发产品	134.97	162.2	161.65
开发产品/存货	20.62	21.51	17.64

注：将合同资产纳入存货

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

持续的项目投入及土地获取推动公司存货规模的增长，2019 年末开发产品占存货的 17.64%，处于高位，存在一定去化压力。2019 年，受结算收入下降影响，周转效率下滑较快，公司周转率水平有待提高。

表 12：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.23	0.24	0.16
总资产周转率（次/年）	0.16	0.15	0.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于销售回款的增长，2019 年公司经营性活动净现金流由负转正；偿债指标仍有待加强

2019 年公司销售回款明显增长，带动经营活动现金流转正。受公司对合联营项目的拆借和奥特莱斯项目持续投入影响，公司投资活动净现金流仍呈净流出态势，但较上年有所减少；公司对融资的依赖性高，2019 年筹资活动净现金流呈净流入状态。

由于公司回款情况较弱，但土地储备及项目开发规模较大，外部融资需求大，公司总债务规模逐年增长。从融资渠道来看，公司债务主要由债券融资、银行借款和非标融资构成，2019 年分别约占总债务的 43%、29%和 28%。2019 年末公司平均融资成本为 5.39%，与上年基本持平。公司债务期限结构较为合理，2019 年末短期债务占总债务比重为 25.75%。

2019 年公司 EBITDA 平稳增加，但由于债务规模扩大较快，利息支出随之增长，公司 EBITDA 利息倍数和经调整的 EBIT 利息倍数继续下降，偿债能力有待加强。从短期偿债能力看，公司货币资金有所增长，且短期债务规模相对平稳，2019 年末公

司货币资金可覆盖短期债务。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	44.54	-60.95	2.46
销售商品、提供劳务收到的现金	233.65	166.60	263.48
投资活动净现金流	-78.48	-117.22	-33.82
筹资活动净现金流	47.34	218.35	70.64
总债务	667.52	885.71	954.99
短期债务	259.28	234.68	245.89
EBITDA	52.18	57.82	69.44
总债务/EBITDA	12.79	15.32	13.75
EBITDA 利息倍数	1.56	1.30	1.26
货币资金/短期债务	0.81	0.96	1.10
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	2.86	5.32	3.62
经调整 EBIT 利息倍数	2.15	1.71	1.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有较为充足的外部授信，备用流动性较充足

银行授信方面，截至 2019 年末，公司拥有银行综合战略授信 2,050 亿元，未使用授信额度 1,669 亿元，备用流动性较充裕。

受限资产方面，2019 年末，公司受限资产账面价值合计 293.22 亿元，占当期总资产的 15.83%，受限货币资金 12.44 亿元，因抵押借款受限的存货和投资性房地产账面价值合计为 280.78 亿元

对外担保方面，公司对合联营关联方提供担保合计 19.70 亿元，此外为购房者提供担保 69.20 亿元。

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，截至2020年2月26日，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

公司作为首创集团旗下主要房地产运营平台，获得股东在资源获取和融资安排等方面的大力支持

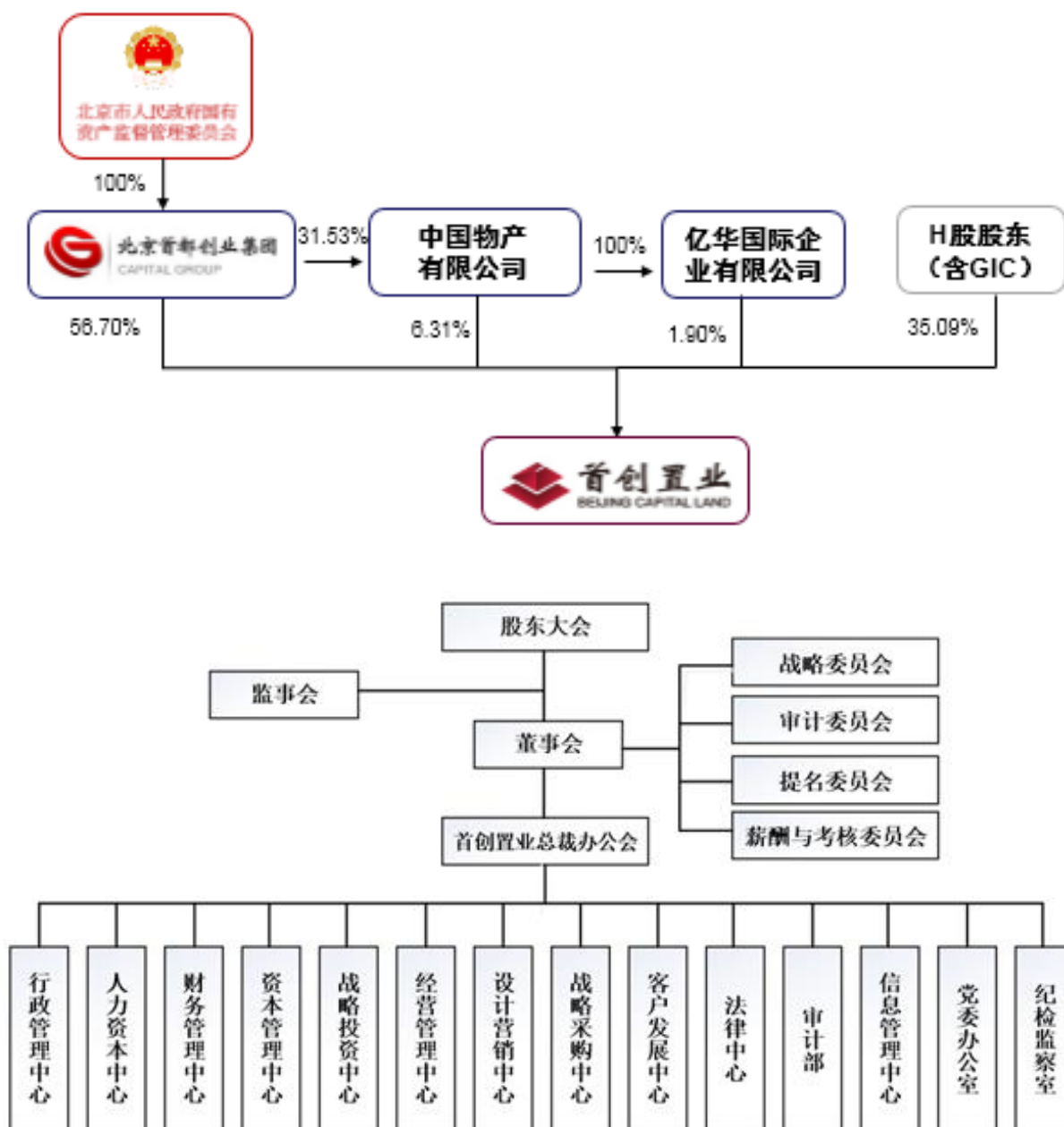
公司控股股东为首创集团，首创集团是北京市国资委下属的国有大型投资集团。近年来公司的发展得到了股东的大力支持。

首创集团以环保、基础设施、房地产和金融服务为四大核心主业，拥有 5 家上市公司和 1 家新三板挂牌企业。公司作为首创集团旗下唯一的市场化房地产开发运营的主体，在资源获取、融资安排等方面获得了其大力支持。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。此外，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；具体来看，截至 2019 年末，首创集团为公司提供 25.00 亿元担保和 100.82 亿元维好协议；2019 年 12 月，首创集团认购公司发行的供股计划 13.85 亿元。

评级结论

中诚信国际维持首创置业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 首置 01”、“18 首置 03”、“18 首置 04”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：首创置业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：首创置业股份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）	2017	2018	2019
货币资金	2,103,817.80	2,252,660.20	2,703,524.40
其他应收款	783,351.20	2,024,500.90	2,235,099.70
存货净额	6,546,700.40	7,540,371.70	9,166,341.80
长期投资	707,181.60	537,057.50	579,629.80
固定资产	15,229.70	31,477.00	32,420.30
在建工程	0.00	--	--
无形资产	0.00	0.00	3,850.80
投资性房地产	1,808,042.40	2,057,024.00	1,674,327.30
总资产	14,142,116.90	16,971,682.30	18,526,931.80
预收款项	2,111,383.10	1,710,220.90	1,947,528.20
其他应付款	614,391.90	1,040,617.70	1,118,417.50
短期债务	2,592,808.30	2,346,814.90	2,458,856.20
长期债务	4,082,409.40	6,510,317.40	7,091,028.70
总债务	6,675,217.70	8,857,132.30	9,549,884.90
净债务	4,571,399.90	6,604,472.10	6,846,360.50
总负债	10,948,963.60	13,151,614.10	14,322,821.20
费用化利息支出	132,751.70	257,088.50	322,446.50
资本化利息支出	200,786.80	188,926.70	230,483.00
所有者权益合计	3,193,153.30	3,820,068.20	4,204,110.60
营业总收入	2,129,204.00	2,325,705.30	2,078,625.50
经营性业务利润	348,125.80	-35,867.30	-13,499.90
投资收益	35,265.40	323,542.90	357,923.70
净利润	279,679.70	241,708.90	256,886.20
EBIT	516,683.40	573,084.80	679,468.90
EBITDA	521,767.00	578,157.40	694,424.10
销售商品、提供劳务收到的现金	2,336,522.10	1,665,971.90	2,634,780.40
经营活动产生现金净流量	445,378.90	-609,472.90	24,602.00
投资活动产生现金净流量	-784,750.70	-1,172,242.20	-338,235.70
筹资活动产生现金净流量	473,386.50	2,183,485.10	706,443.50
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	28.54	27.12	34.02
期间费用率(%)	6.26	19.56	25.33
EBITDA 利润率(%)	24.51	24.86	33.41
净利润率(%)	13.14	10.39	12.36
总资产收益率(%)	3.96	3.68	3.83
存货周转率(X)	0.23	0.24	0.17
资产负债率(%)	77.42	77.49	77.31
总资本化比率(%)	67.64	69.87	69.43
净负债率(%)	143.16	172.89	162.85
短期债务/总债务(%)	38.84	26.50	25.75
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	-0.07	0.00
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.17	-0.26	0.01
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.34	-1.37	0.04
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	2.86	5.32	3.62
总债务/EBITDA(X)	12.79	15.32	13.75
EBITDA/短期债务(X)	0.20	0.25	0.28
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.56	1.30	1.26
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.15	1.71	1.65

注：1、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款中有息债务调整至长期借款；2、将合同资产纳入存货核算，将衍生金融资产纳入可供出售金融资产核算，将使用权资产纳入无形资产核算，将合同负债计入预收账款，将研发费用计入管理费用。

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	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	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
现金流	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
偿债能力	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。