



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪071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

二零一三年五月二十七日

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 (2013)

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	2012 年 5 月 28 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	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益(亿元)	172.43	184.95	210.46	216.42
总资产(亿元)	541.68	597.22	700.30	720.49
总债务(亿元)	213.50	214.65	274.61	283.53
营业总收入(亿元)	81.10	96.37	172.34	20.06
营业毛利率(%)	44.50	43.87	31.47	46.55
EBITDA(亿元)	29.88	34.18	43.51	-
所有者权益收益率(%)	10.63	11.13	12.81	7.31
资产负债率(%)	68.17	69.03	69.95	69.96
总债务/EBITDA(X)	7.14	6.28	6.31	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.88	2.33	2.25	-

金融街投资集团	2010	2011	2012
所有者权益(亿元)	243.14	288.41	344.93
总资产(亿元)	852.76	1034.97	1169.45
总债务(亿元)	339.47	365.17	413.57
营业总收入(亿元)	114.39	125.66	273.54
营业毛利率(%)	37.26	38.27	26.34
EBITDA(亿元)	42.20	34.49	53.28
所有者权益收益率(%)	9.59	5.52	8.98
资产负债率(%)	71.49	72.13	70.51
总债务/EBITDA(X)	8.04	10.59	7.76
EBITDA 利息倍数(X)	6.51	4.40	4.46

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、2013 年一季度的所有者权益收益率和经过年化处理。

基本观点

2012 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，房地产销售面积快速增长，营业收入规模大幅提升，利润有所增加；同时，公司项目的区域布局更加完善，住宅及商业地产稳步推进，各板块业务协同发展，有助于平滑业绩波动，并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严格，调控政策波动可能对公司住宅产品销售、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（以下简称“集团”）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

- 房地产市场调控推动了行业进一步整合，行业集中度逐步提升，优势房地产开发商经营、财务状况表现相对较好，信用水平稳定，并具备较强的业绩修复能力。
- 销售状况良好，未来业绩增长有保障。2012 年公司销售情况良好，销售收入大幅提升，利润保持增长。同时，公司 2013 年的可售资源充足，且保有较大规模的预收房款，为未来业绩提供保障。
- 各板块业务协同发展，平滑业绩波动。公司目前房地产开发、物业租赁、物业经营三大板块业务协同发展，其中物业租赁和经营业务品牌效应显著，为公司营业收入提供较为稳定的补充，有助于公司平滑业绩波动。

分析师

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013年5月27日

- 项目资源充足，区域分布更加完善。公司拥有充足的可开发项目和自持物业项目，为未来持续经营提供保障。从项目整体区域分布来看，北京以外地区房地产业务占比将逐渐增加。区域布局更加完善，有助于公司缓解房地产调控政策所造成的影响。

关注

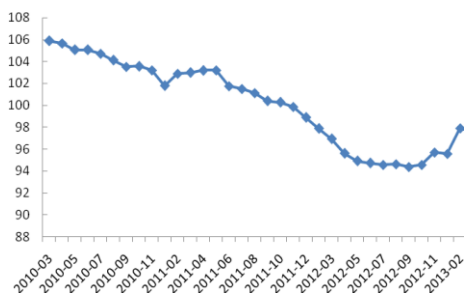
- 从严从紧的房地产调控政策使得商品住宅市场的投资和销售增速逐步回落。作为政策导向性非常明显的行业，需要注意政策波动对销售、投资造成的影响。
- 存在对外融资需求。未来，公司将继续推进房地产项目建设，资金需求较大；而在房地产调控政策影响下，公司住宅产品的销售、回款可能受到影响，公司未来仍在一定的对外融资需求。

行业关注

2012 年以来国家继续施行房地产调控从紧，抑制投资投机性需求并支持合理自住需求。随着调控政策落实，全国房地产开发投资和销售增速均进一步回落，房地产市场呈现低增长态势。

2012 年是楼市调控持续深入的一年，中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向：一方面不放松二套房首付比例，限制、停贷三套以上房屋的贷款，通过严格执行差异化信贷政策和限购政策，抑制投资投机性需求，并通过督查等方式确保政策落实到位；另一方面，多个地方政府为支持合理自住需求，调整公积金制度，提高购置首套房贷款额度，使得合理自住需求得到一定释放。此外，中央继续推进土地市场管理和改革，加大土地供应，特别是加大保障房土地供应量及相应资金支持力度，以增加市场有效供给。与此同时，随着我国税收制度改革的逐步推进，房产税扩大试点范围的预期也不断增强。

图 1：2010~2012 年我国国房景气指数



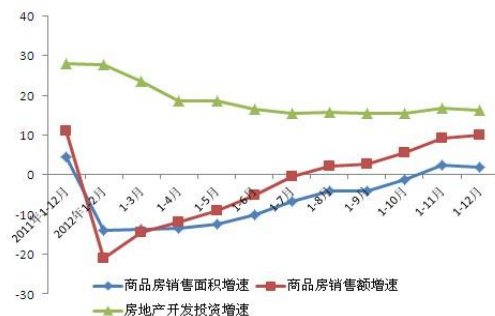
资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从景气度来看，国房景气指数 2011 年持续走低，进入 2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.57 点，较 2011 年末降低 4.5 点。2012 年 9 月份以后，随着金九银十两月销售回升，以及开发商资金状况改善增强，开工能力增强，全国库存压力缓解，房地产景气程度缓慢回升。截止 2012 年 12 月国房景气指数为 95.59，进入 2013 年，国房景气指数承接回升势头，截至 3 月升至 97.56 点。

从需求情况看，随着政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢。2012 年

全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 2.6 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 1.1 个百分点。从月度数据看，全国商品房销售在前三季度依旧呈现出低迷态势，房屋销售面积同比降低 4.0%，而销售额仅增长 2.4%。而四季度以来随着开发商积极推盘，当期成交量上涨，并导致全年整体的商品房销售量微增。

图 2：2012 年全国商品房投资开发及销售增速情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从地区来看，东部地区的销售面积和销售额的增长情况好于中、西部地区，主要系东部地区一、二线城市密集，规模聚集效应优势明显。从全国 24 个样本城市中看，2012 年一、二线城市的销售面积同比分别上涨 33% 和 32%，而三、四线城市涨幅较 2011 年大幅收窄。其原因在于，2011 年一、二线城市深受调控影响，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。

表 1：2012 年中国各区域商品房销售情况

单位：亿平方米、万亿元				
区域	销售面积	增长率	销售额	增长率
东部	5.32	5.7%	3.84	12.9%
中部	3.01	2.0%	1.32	8.5%
西部	2.79	-5.3%	1.30	3.7%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

总体看来，2012 年在从严格的房地产调控政策影响下，全国商品房销售受到抑制，销售量和销售价格增速继续放缓；尽管 2012 年部分一、二线城市的商品房销售在年末出现增长，但随着需求集中释放的结束和房地产调控的持续，商品房销售将继续

保持低增长态势。

从投资和开工情况看，2012年全国房地产开发投资71,804亿元，同比增长16.2%，增速回落11.9个百分点。其中，住宅投资49,374亿元，增长11.4%，占房地产开发投资的比重为68.8%。同期，房地产开发企业房屋施工面积573,418万平方米，比上年增长13.2%；其中，住宅施工面积428,964万平方米，增长10.6%。2012年，房地产开发企业土地购置面积35,667万平方米，比上年下降19.5%，土地成交价款7,410亿元，下降16.7%。2012年房地产开发投资和新开工面积增长速度的回落反映出，在销售市场低迷的背景下，房地产开发企业投资力度有所减弱，投资增速趋于平稳。

货币政策方面，2012年我国货币政策在稳健的基调下，中国人民银行两次利率下调、两次存准率下调，货币供给总体缓慢放松。尽管相关部门仍然严格执行“差别化房贷”政策，但2012年房地产贷款的上升势头比较强劲，个人购房贷款、地产开发贷款增速有所回升。截至2012年末，主要金融机构及主要农村金融机构、城市信用社、外资银行人民币房地产贷款余额12.11万亿元，同比增长12.8%。其中，地产开发贷款余额8,630亿元，同比增长12.4%；房产开发贷款余额3万亿元，同比增长10.7%；个人购房贷款余额8.1万亿元，同比增长13.5%。

表2：2010~2012年房地产开发投资资金来源

单位：亿元

	2010	2011	2012
资金来源合计	72,944	83,246	96,538
增速	26.20%	14.10%	12.7%
其中：			
自筹资金	26,637	34,093	39,083
占比	36.52%	40.96%	40.48%
增速	48.40%	28.00%	11.7%
国内贷款	12,564	12,564	14,778
占比	17.22%	15.09%	15.31%
增速	10.60%	0.00	13.2%
利用外资	790.68	813.63	402
占比	1.08%	0.98%	0.42%
增速	64.90%	2.90%	-48.8%
其他来源	32,952	35,775	42,275
占比	45.17%	42.98%	43.79%
增速	17.70%	8.60%	14.7%

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

据国家统计局统计，2012年，房地产开发企业本年资金来源累计9.65万亿元，比上年增长12.7%，增速比上年回落1.4个百分点。从资金来源结构来看，2012年房地产开发资金来源中自筹资金占比40.48%，其他资金占比43.79%；在其他资金中，定金及预收款2.66万亿元，增长18.2%，个人按揭贷款1.05万亿元，增长21.3%。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。

房企分化更趋明显，行业加速洗牌，企业集中度持续上升。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。

2012年以来，国内主要的房地产企业销售情况明显好转，大部分全国性房企累计销售额同比实现正增长，其中万科、绿地集团、保利地产均进入千亿元级梯度。房地产企业的分化则表现为强者更强，大企业领先优势继续扩大，中型企业不进则退，小企业面临边缘化。

经过两轮的宏观调控，房地产行业加速洗牌，企业集中度持续上升，但行业整体利润水平逐渐回落。据国家统计局数据显示，2012年前三季度，行业排名前10的房产企业占全国市场的比例达14.06%，较上年同期增长了1.48个百分点；行业排名前20的房企销售金额占比为19.25%，同比增长了2.14个百分点，行业集中度继续上升。2012年房地产企业利用市场回暖期加紧去库存化，快销有助于资金回笼，从而使得全年的销售表现优于上年，但去利润化也成为2012年行业的主基调。随着政府对房地产行业的调控持续加压，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。

在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。但短期内国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，房产市场仍需要谨慎看待。

短期来看，2013年对房地产市场“调控”与“保障”仍是政府工作的重点。在2012年12月25日召开的住建部年度工作会议上，住建部部长姜伟新明确表示，2013年要坚定不移地搞好房地产市场调

控，继续严格实施差别化住房信贷、税收政策和限购措施，坚决抑制投机投资性住房需求，支持合理自住和改善性需求。会议还透露将继续加快推进房产税改革试点扩大工作，随着长效机制的逐渐完善，房产税或将成为房地产调控的新方向，同时，继续加大保障性住房建设力度也仍是 2013 年的重点。2013 年随着新“国五条”的颁布，国家对于房地产市场的调控力度进一步加大，商品房投资建设和销售速度可能保持低增长态势，市场有望保持相对平稳发展。

长期来看，在进一步推进城镇化建设的大背景下，未来住宅市场规模将继续扩大，房地产市场前景依然良好。预计未来新增城镇人口首次置业需求和原有居民改善需求均超过 50 亿平米，旧房更新换代需求近 60 亿平米，因而房地产行业在城镇化过程中拉动内需的地位将日益突出。

中诚信证评认为，房地产行业的波动特征与政策导向高度相关。短期内，调控政策对行业影响主要体现在构建住房双轨体系、扩大市场供给和引导市场合理需求上。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。由于资金、品牌等多方面的差距，行业的快速整合对小型房企的发展产生一定冲击，未来马太效应仍将继续显现。

受益于良好的市场环境，北京投资物业市场经营环境持续向好，需求稳步增长

2012年，北京投资物业市场经营环境持续向好，需求稳步增长。写字楼市场方面，受新增供应放缓的影响，空置率连续走低，租金水平再创新高。根据世邦魏理仕数据显示，2012年北京只有位于金融街的丰铭国际中心一个优质写字楼项目落成，为市场提供3.7万平方米写字楼面积。供应不足，需求保持平稳，致使北京优质写字楼整体空置率大幅下降至3.2%，较上年降低3.1个百分点，带动北京写字楼租金上升。2012年第四季度，北京优质写字楼租金报价为每月每平方米408.9元，同比上升17%。

酒店方面，2012年北京高星级酒店市场借助北京良好的经济发展环境和对会展旅游业的强力开

发，平均房价和出租率稳步上升。据仲量联行资料显示，截至2012年11月，北京入境旅游人次470万人次，较上年基本持平，且受中共十八大以及强劲的国内旅游影响，北京五星级酒店市场的入住率达到67.9%，同比增长2.2个百分点，日平均房价达到1,100.7元人民币，同比增长了近100元，北京五星级酒店前11个月的平均每间客房收入比2011年同期增长了9.0%。

短期内北京商业物业市场供过于求的格局仍将存在，商业物业市场竞争激烈，但优质物业仍然有很强的竞争力的

2012年，受前期大量项目集中投放市场和新增供应逐步入市的双重因素影响，北京市商业物业市场供过于求的格局难以在短时间内消除，加之新兴网购业态对传统商业业态消费分流的冲击，对商业物业的经营业绩产生一定负面影响。

根据世邦魏理仕数据，2012年北京共计九个优质商业物业项目落成，新增供应面积共计89.96万平方米，较去年大幅上涨168.6%。受此影响，2012年北京优质商业物业首层平均租金同比仅上升4.96%至每天每平米40.2元，增速较上年降低8.69个百分点，二层租金维持不变为每天每平米27.2元，市场整体空置率同比上升1.1个百分点至11.3%。此外，伴随着部分推迟入市项目竣工，预计2013年北京还将有17个商业物业项目落成，总建筑面积超过110万平方米，因此未来短期内市场结构性过剩的格局仍将存在，新增项目的招商和初期经营阶段依然面临一定压力。

表 3：2009~2012 年北京商业物业情况

单位：万平方米、元/每天每平

	新增供应量	空置率	首层商业 平均租金	二层商业 平均租金
2009	38	10.3%	29.9	20.1
2010	123	12.0%	33.7	22.7
2011	33	10.2%	38.3	27.2
2012	89	11.3%	40.2	27.2

数据来源：世邦魏理仕，中诚信证评整理

业务经营

受益于多区域的项目布局和多板块业务的协同发展,公司 2012 年营业收入规模保持大幅增长

2012年,公司实现营业收入172.34亿元,同比增长78.82%,其中房地产开发收入依然是公司营业收入的主要来源。2012年公司房地产开发收入161.62亿元,同比增长92.31%,占营业收入的比重达93.78%。同时,公司物业租赁和经营性物业收入保持增长,成为公司稳定的收入补充。公司目前多板块业务的协同发展,有助于其平滑业绩波动。

表 4: 公司 2011~2012 营业收入分板块情况

单位: 亿元

业务类型	2011		2012	
	收入	同比	收入	同比
房地产开发	84.07	13.92%	161.62	92.31%
物业租赁	5.03	13.29%	5.73	13.95%
物业经营	3.56	24.48%	4.40	23.68%
土地开发	3.72	-	0.50	-86.52%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

从区域分布上看,北京地区依然是公司营业收入贡献的主体,且在收入规模上和收入占比方面均较2011年出现大幅提升。主要系公司2011年销售中56.97%的签约面积和63.14%的签约金额分布在北京市地区,加之2012年北京地区多个住宅、公建项目竣工,住宅项目销售业绩良好,使得北京地区业绩增长较快。未来受益于多区域的项目布局战略,公司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。

表 5: 公司 2012 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	占比变化(百分点)
北京	129.99	235.74%	75.44%	35.26
天津	31.26	27.82%	18.14%	-7.24
重庆	6.87	-73.32%	3.99%	-22.73
惠州	4.18	-43.78%	2.43%	-5.29

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

公司房地产项目建设平稳推进,各区域保持同步开发,为公司未来业绩奠定良好的基础

建设方面,自2011年公司加快房地产开发速度以来,公司继续保持较高的开复工面积。2012年,公司开复工面积达到了452万平方米,同比增长6.86%,其中新开工面积120万平方米,竣工面积137万平方米。从开复工区域来看,北京地区占39.82%,天津地区占21.69%;惠州地区占14.82%,重庆地区占23.67%,各区域开复工占比与上年基本一致,公司立足多区域开发有助于分散项目资源,抵御单一区域风险。

2013年公司将继续推进项目开发,计划开复工面积500万平方米,预计竣工面积180万平方米,较2012年进一步提升,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。

表 6: 公司 2010~2012 年房地产建设情况

单位: 万平方米、亿元

	2010	2011	2012
开复工面积	289	423	452
新开工面积	98	203	120
竣工面积	74	94	137
销售面积	86	70	110
销售金额	162	130	205
结算面积	42	53	93
结算金额	74	84	162

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在销售方面,2012年公司主动调整业务结构,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,并适当调整住宅销售价格加快去化速度。2012年公司房地产销售签约面积约110万平方米,签约销售金额205亿元,同比增长57.12%和57.69%,其中实现商务地产签约销售额约94亿元,同比增长约13%,占比45.85%。同时在2012年的签约销售金额中,已结算金额约为68亿元,占当期公司房地产开发收入的42.07%。

在销售区域分布上,2012年公司各区域销售面积均呈现增长。其中,北京地区依然是公司最主要的销售区域,2012年北京地区的签约面积为58.13万平方米,同比增长44.75%,占比52.88%。重庆地区为销售及占比增长最快的区域,2012年重庆地区

销售面积为22.50万平方米，同比增长115.31%，占比20.46%，占比提升5.64个百分点。公司多区域的项目布局，有助于分散单一区域的销售压力和风险，公司可通过各区域收入的相互补充，支撑销售业绩的增长。

表 7：2011~2012 年公司房产签约销售区域分布情况

单位：万平方米

	2011		2012	
	面积	占比	面积	占比
北京	40.16	56.97%	58.13	52.88%
天津	13.63	19.34%	21.80	19.83%
重庆	10.45	14.82%	22.50	20.46%
惠州	6.25	8.87%	7.51	6.83%
合计	70.49	100.00%	109.93	100.00%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

物业租赁及经营业务稳定，已成为公司稳定的收入来源

公司在物业租赁和经营业务上建立了以北京金融街为中心，同时重点发展天津地区，并且逐步向国内其他城市辐射的战略布局。

表 8：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
2010	44,361	90.40%	28,623	34.70%
2011	50,274	89.97%	35,572	35.50%
2012	57,289	88.50%	43,996	33.30%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年公司出租物业合计建筑面积48.5万平方米，较同比增长14.66%，其中办公楼（含车位）约为27.3万平米，商业和餐饮（含车位）约为21.2万平米。2012年公司各出租物业经营稳定，实现物业租赁收入5.73亿元，同比增长13.92%。公司2012年各出租物业经营稳定，除尚处于培育期的天津环球金融中心外，其余项目几乎满租；当年新增持的北京西单美晟广场（商业）预计于2013年内开业，未来有望进一步充实公司出租物业收入。

表 9：2012 年公司主要出租物业经营情况

单位：万元

	营业收入	出租率
北京金融街中心	17,640	100%
北京德胜国际中心	4,759	100%
金融街区域零散写字楼	3,433	100%
金融大厦(A1)	349	100%
天津环球金融中心	3,749	45.2%
北京金融街购物中心	21,627	100%
金树街餐饮	3,551	100%
合计	55,108	-

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

经营物业方面，公司所持物业经营项目逐步进入成熟运营期，通过加强对经营性物业的精细化管理，公司实现物业经营收入和利润的增加。2012年公司物业经营实现营业收入约4.40亿元，同比增长23.68%，存量项目入住率保持较高水平。此外，天津瑞吉酒店于2011年10月开业，该项目尚处于培育期，随着项目的逐步成熟，公司经营物业收入有望得到进一步提升。

表 10：公司 2012 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	21,846	73.64%
惠州喜来登酒店	7,187	36.92%
金融街公寓	5,944	74.02%
天津瑞吉酒店	7,166	39.51%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

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，有助于公司未来营业收入增长

2012年公司新增项目建筑面积共约47万平方米，全部为京津地区的商业地产项目。新增商业地产项目集中于品牌效应较强的京津地区，一方面将

提升公司商业地产实力，另一方面，通过品牌效应，助推新项目成熟，促进公司营业收入的提升。

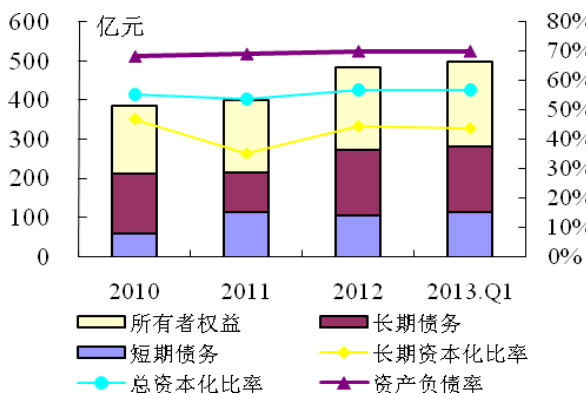
截至2012年12月31日，公司拥有总建筑面积约为776万平方米的可开发项目及69.6万平方米的自持物业项目。2013年，公司可销售房产面积约为234万平方米，其中京津地区约159万平方米，重庆地区约为41万平方米，惠州地区约为34万平方米，充足的项目资源为公司的持续经营提供保障。

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2010~2012年三年审计报告及未经审计的2013年一季度财务报表。

资本结构

图 3：2010~2013.Q1 公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012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，整体资产规模稳步增长。截至2012年12月31日，公司总资产达到700.30亿元，同比增长17.26%；所有者权益合计210.46亿元，同比增长13.79%；资产负债率69.95%，同比增长0.92个百分点；总资本化比率56.61%，同比增长2.90个百分点。若剔除期末账面153.34亿元预收账款的影响，公司资产负债率降至61.52%，处于合理水平。进入2013年公司资产规模保持增长，截至2013年3月31日，公司总资产为720.49亿元，资产负债率69.96%。整体看来，公司资产规模稳步增长，负债水平适中并基本保持稳定。

表 11：截至 2012 年 12 月 31 日部分房地产上市公司

资本结构比较		
	资产负债率	总资本化比率
北辰实业	65.42%	53.16%
金融街	69.95%	56.61%
招商地产	73.04%	48.91%
中华企业	74.66%	65.39%
保利地产	78.19%	59.81%
万科 A	78.32%	48.25%
首创置业	78.96%	69.09%

数据来源：各上市公司年报，中诚信证评整理

债务期限结构来看，截至2012年12月31日，公司总债务274.61亿元，同比增长27.93%，其中短期债务106.08亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.63，较上年1.13明显改善，主要系2012年公司偿还22.4亿元到期债券所致；截至2013年3月31日，公司总债务283.53亿元，长短期债务比为0.68。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。

总体看来，公司资产规模保持增长，财务杠杆处于合理水平，债务结构有所改善。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，2012年公司流动资产占总资产的比重为77.42%，较上年持平。在流动资产中，货币资金占比20.99%，存货占比69.49%，2012年公司流动资产结构基本保持稳定。存货方面，2012年公司存货余额378.87亿元，同比增长18.25%，其中在建、拟建项目开发成本占92.01%，已竣工未售出的开发产品占7.28%。截至2013年3月31日，公司存货余额389.44亿元。

资产周转率来看，2012年公司的存货周转率和总资产周转率分别为0.34和0.27，分别较上年的0.18和0.17大幅提升，主要是因为公司销售和结算速度提升所致。

表 12: 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
金融街	0.34	0.27
万科 A	0.28	0.31
首创置业	0.27	0.21
保利地产	0.26	0.31
招商地产	0.21	0.27
北辰实业	0.17	0.20
中华企业	0.09	0.14

数据来源: 各上市公司年报, 中诚信证评整理

总体看来, 公司流动资产质量较好, 资产周转速度明显提升, 并在行业内处于较高水平。

盈利能力

2012年, 公司实现营业收入172.34亿元, 同比增长78.82%, 同期营业成本为118.11亿元, 同比增长118.33%。原材料和劳动力成本的上升, 造成公司房地产开发以及物业租赁和经营业务的毛利率出现不同程度的降低。2012年, 公司综合毛利率水平为31.47%, 较上年降低12.40个百分点。

表 13: 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	29.29%	-11.90
物业租赁和经营	64.53%	-2.87
土地开发	53.35%	3.68
公司毛利率	31.47%	-12.40

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在期间费用方面, 2012年, 由于公司推动项目销售, 相应的销售费用和管理费用均较上年有所增长, 期间费用规模呈现逐年增长。2012年公司三费合计为14.23亿元, 同比增长21.79%; 三费收入占比为8.26%, 同比降低3.86个百分点, 三费收入占比下降主要得益于公司营业收入的增长。总体看来公司期间费用控制较为良好。

表 14: 2010~2013.Q1 公司三费收入占比情况

	单位: 亿元			
	2010	2011	2012	2013.Q1
销售费用	2.75	3.99	4.85	0.57
管理费用	4.03	5.04	5.59	0.79
财务费用	2.56	2.65	3.80	1.02
三费合计	9.34	11.68	14.23	2.38
三费收入占比	11.51%	12.12%	8.26%	11.87%

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

盈利能力方面, 2012年尽管公司毛利水平有所降低, 但得益于收入规模的上升, 公司依旧维持较好的盈利能力。2012年, 公司实现利润总额36.63亿元, 同比增长27.34%。其中经营性业务利润23.64亿元, 为公司主要的利润来源。未来随着公司整体业务规模的平稳扩张, 公司利润有望继续提升。

偿债能力

截至2012年12月31日, 公司的货币资金113.81亿元, 同比增长23.24%; 货币资金/短期债务为1.07。截至2013年3月31日, 公司货币资金124.55亿元, 货币资金/短期债务为1.08。公司目前的资金情况对于短期债务的偿还较有保障。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。

获现能力方面, 2012年公司EBITDA为43.51亿元, 较上年增长27.30%, 其中利润总额占比84.20%, 为公司EBITDA主要来源。从偿债指标来看, 2012年公司EBITDA利息倍数和总债务/EBITDA分别为2.25和6.31, 较上年基本持平。尽管2012年公司债务规模不断增长, 但得益于盈利能力的上升, 公司依旧保持较好的偿债能力。

表 15: 2010~2013.Q1 年公司长期偿债能力指标

	单位: 亿元			
	2010	2011	2012	2013.Q1
总债务	213.50	214.65	274.61	283.53
短期债务	61.20	114.10	106.08	115.01
长期债务	152.30	100.56	168.53	168.53
EBITDA	29.88	34.18	43.51	-
EBITDA 利息倍数 (X)	2.88	2.33	2.25	-
总债务/EBITDA (X)	7.14	7.18	6.31	-
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.12	-0.10	-0.07	-0.02
经营活动净现金/短期债务 (X)	-0.41	-0.20	-0.18	-0.04
经营活动净现金/利息支出 (X)	-2.39	-1.52	-1.00	-

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

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3月31日, 公司获得银行授信额度约350亿, 尚有可用额度约240

亿。

或有负债方面，截至2012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9.41亿元，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。但公司未来将继续推进房地产项目将设，存在较大的资金需求，负债水平可能面临上升压力。

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。

集团主要业务为房地产开发销售，以及物业出租和经营，该部分业务主要由集团旗下金融街控股股份有限公司运营。同时集团业务还涉及土地开发、资产管理、投资咨询、企业管理等方面。2012年集团新增餐饮服务、批发零售业务，进一步拓宽集团业务种类。自成立以来，集团规模持续壮大，综合实力不断增强，以持续、稳健、快速的步伐向前发展。

近年来集团规模扩张迅速，截至2012年末集团总资产达到1,169.45亿元，同比增长12.99%，同期所有者权益增长19.60%，达到344.93亿元。2012年集团负债总额达到824.52亿元，同比增长10.44%。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2012年末集团资产负债率上升为70.51%，同比降低1.63个百分点，总资本化比率为54.53%，同比降低1.35个百分点。

盈利能力方面，2012年集团实现营业总收入273.54亿元，同比增长117.68%，其中主营业务收入245.42亿元，增长110.48%。在主营业务收入中，房产销售收入占比超过60%，其中商业物业运营增长明显，住宅地产业务收入保持稳定。2012年，集团实现净利润30.97亿元。

表 16：集团主营业务收入分类

单位：亿元

	2012		2011	
	收入	毛利率	收入	毛利率
土地转让	44.12	9.52%	-	-
房屋销售	165.33	29.98%	84.72	41.44%
咨询服务	0.98	13.18%	-	-
客房餐饮	8.40	80.15%	-	-
批发零售	7.56	20.71%	-	-
房屋租赁	8.44	91.02%	5.48	90.80%
土地开发	0.50	53.35%	13.47	31.34%
酒店餐饮	-	-	4.08	91.31%
物业经营	8.65	28.44%	7.29	29.55%
广告服务	0.01	95.88%	-	-
其他	1.43	53.98%	1.57	47.92%
合计	245.42	29.90%	116.60	43.68%

数据来源：集团定期报告，中诚信证评整理

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。2012年集团总债务达413.57亿元，同比增长13.26%，EBITDA为53.28亿元，截至2012年12月31日，集团总债务/EBITDA上降至7.76，EBITDA利息倍数为4.46。尽管债务规模保持增长，但集团保持较好的偿债能力。

表 17：集团 2009~2011 年部分偿债指标

	2010	2011	2012
总债务（亿元）	339.47	365.17	413.57
短期债务（亿元）	68.70	152.45	133.03
长期债务（亿元）	270.77	212.72	280.54
EBITDA（亿元）	42.20	34.49	53.28
EBITDA 利息倍数 (X)	6.51	4.40	4.46
总债务/ EBITDA (X)	8.04	10.59	7.76

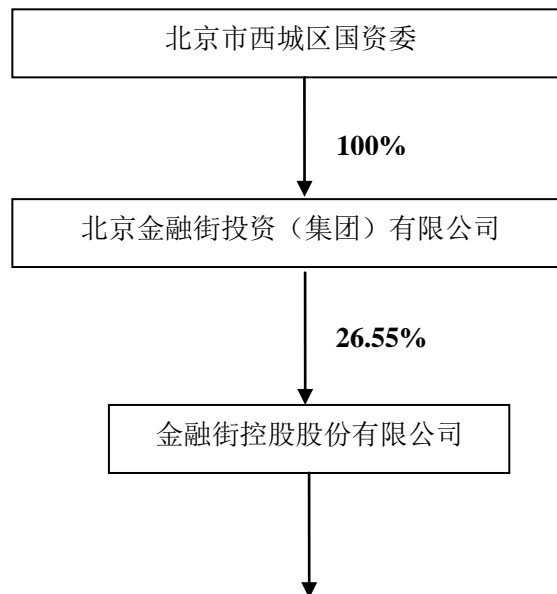
数据来源：集团定期报告，中诚信证评整理

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⁺**，上调主体评级至 **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 2012 年 12 月 31 日）



子公司名称	所占权益
金融街北京置业有限公司	100%
北京金融街资产管理有限公司	100%
北京金融街购物中心有限公司	100%
北京金融街里兹置业有限公司	100%
北京德胜投资有限责任公司	100%
金融街长安（北京）置业有限公司	100%
北京怡泰汽车修理有限责任公司	100%
北京金融街房地产顾问有限公司	100%
北京天石基业房地产开发有限公司	51%
北京金融街奕兴置业有限公司	100%
北京奕环天和置业有限公司	100%
金融街（北京）商务园置业有限公司	80%
金融街（北京）置地有限公司	100%
金融街（天津）置业有限公司	100%
金融街津门（天津）置业有限公司	100%
融信（天津）投资管理有限公司	100%
金融街重庆置业有限公司	100%
金融街惠州置业有限公司	91.28%
北京金融街奕兴天宫置业有限公司	100%

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)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	1,390,714.04	923,438.10	1,138,051.86	1,245,534.11
应收账款净额	30,907.45	21,059.16	24,128.67	22,532.28
存货净额	2,845,236.01	3,186,307.65	3,767,862.93	3,894,363.59
流动资产	4,478,280.74	4,638,822.02	5,421,860.94	5,625,369.61
长期投资	40,710.68	33,118.66	33,191.02	33,379.82
固定资产合计	794,363.18	1,180,964.63	1,421,862.05	1,420,912.07
总资产	5,416,811.45	5,972,210.19	7,003,032.77	7,204,935.48
短期债务	612,000.00	1,140,965.60	1,060,769.47	1,150,073.02
长期债务	1,522,985.84	1,005,557.25	1,685,316.61	1,685,270.48
总债务(短期债务+长期债务)	2,134,985.84	2,146,522.85	2,746,086.08	2,835,343.51
总负债	3,692,506.31	4,122,670.88	4,898,476.59	5,040,705.04
预收账款	895,817.79	1,362,366.20	1,446,530.98	1,533,391.91
所有者权益(含少数股东权益)	1,724,305.14	1,849,539.31	2,104,556.19	2,164,230.44
营业总收入	811,029.39	963,728.25	1,723,386.81	200,606.08
三费前利润	266,566.46	306,989.87	378,735.33	66,288.07
投资收益	3,327.86	5,920.90	359.91	9,787.66
净利润	183,361.66	205,765.21	269,654.29	39,530.94
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	298,824.67	341,777.23	435,073.87	-
经营活动产生现金净流量	-248,109.03	-222,545.74	-192,590.38	-11,686.56
投资活动产生现金净流量	75,738.96	-36,226.70	12,825.86	61,816.63
筹资活动产生现金净流量	244,214.21	-208,506.52	394,378.95	57,352.18
现金及现金等价物净增加额	71,841.04	-467,275.94	214,613.76	107,482.25
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率(%)	44.50	43.87	31.47	46.55
所有者权益收益率(%)	10.63	11.13	12.81	7.31
EBITDA/营业总收入(%)	36.85	35.46	25.25	-
速动比率(X)	0.78	0.48	0.54	0.54
经营活动净现金/总债务(X)	-0.12	-0.10	-0.07	-0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.41	-0.20	-0.18	-0.04
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.39	-1.52	-1.00	-
EBITDA 利息倍数(X)	2.88	2.33	2.25	-
总债务/EBITDA(X)	7.14	6.28	6.31	-
资产负债率(%)	68.17	69.03	69.95	69.96
总债务/总资本(%)	55.32	53.72	56.61	56.71
长期资本化比率(%)	46.90	35.22	44.47	43.78

注：1、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

2、公司 2013 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务指标经过年化处理

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)	2010	2011	2012
货币资金	2,185,855.70	2,057,943.89	2,199,909.87
应收账款净额	51,084.98	25,875.95	51,352.88
存货净额	3,302,020.80	4,197,476.06	4,985,732.75
流动资产	6,197,896.80	7,349,689.87	8,419,711.91
长期投资	665,697.62	830,170.61	1,059,559.51
固定资产合计	1,115,524.32	1,508,631.46	1,698,778.57
总资产	8,527,560.43	10,349,749.84	11,694,506.51
短期债务	687,000.00	1,524,465.60	1,330,307.47
长期债务	2,707,685.84	2,127,195.25	2,805,415.49
总债务（短期债务+长期债务）	3,394,685.84	3,651,660.85	4,135,722.96
总负债	6,096,138.64	7,465,637.21	8,245,230.47
所有者权益（含少数股东权益）	2,431,421.79	2,884,112.63	3,449,276.05
营业总收入	1,143,895.74	1,256,604.27	2,735,375.15
三费前利润	325,572.97	351,805.90	515,280.52
投资收益	131,673.44	102,829.96	70,641.50
净利润	233,063.13	159,333.07	309,672.85
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	421,990.71	344,930.47	532,758.62
经营活动产生现金净流量	-327,644.84	-636,978.30	122,720.02
投资活动产生现金净流量	-258,572.07	-190,132.33	641,135.92
筹资活动产生现金净流量	811,000.46	699,291.23	12,007.48
现金及现金等价物净增加额	224,714.77	-127,911.81	775,872.70
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	37.26	38.27	26.34
所有者权益收益率（%）	9.59	5.52	8.98
EBITDA/营业总收入（%）	36.89	27.45	19.48
速动比率（X）	1.02	0.66	0.70
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	-0.17	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.48	-0.42	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	-5.05	-8.12	1.03
EBITDA 利息倍数（X）	6.51	4.40	4.46
总债务/EBITDA（X）	8.04	10.59	7.76
资产负债率（%）	71.49	72.13	70.51
总债务/总资本（%）	58.27	55.87	54.53
长期资本化比率（%）	52.69	42.45	44.85

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。