

跟踪评级公告

联合[2015]088 号

北京北辰实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京北辰实业股份有限公司主体长期信用状况和发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

北京北辰实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA+

**北京北辰实业股份有限公司发行的“14 北辰 01”、“14 北辰 02”
公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年四月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京北辰实业股份有限公司

2014 年公司债券跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+ 评级展望: 稳定

债券简称: 14 北辰 01、14 北辰 02

债项信用等级

跟踪评级结果: AA+ 上次评级结果: AA+

上次评级时间: 2014 年 9 月 10 日

跟踪评级时间: 2015 年 4 月 27 日

财务数据:

项 目	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	321.03	376.84
所有者权益(亿元)	106.50	110.74
长期债务(亿元)	95.04	136.50
全部债务(亿元)	129.25	161.10
营业收入(亿元)	55.05	62.34
净利润(亿元)	6.97	5.87
EBITDA(亿元)	15.81	13.17
经营性净现金流(亿元)	11.34	-12.55
营业利润率(%)	38.32	34.52
净资产收益率(%)	6.69	5.41
资产负债率(%)	66.82	70.61
全部债务资本化比率(%)	54.82	59.26
流动比率	2.10	2.25
EBITDA 全部债务比	0.12	0.08
EBITDA 利息倍数(倍)	1.88	1.36
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.63	0.53

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

评级观点

跟踪期内, 北京北辰实业股份有限公司(以下简称“公司”或“北辰实业”)经营状况整体维持稳定, 在建及可售项目储备较多, 能够为公司未来经营提供支撑; 公司资产及负债规模继续稳步上升, 整体债务规模有所增长但仍处于合理水平。

跟踪期内, 公司营业收入虽呈现稳定增长, 但受到投资物业部分项目更新改造及公司新增项目前期费用增加等因素影响, 公司整体盈利能力同比2013年有所下滑。

未来公司将继续坚持“开发+持有”的业务模式, 同时, 公司项目储备较多, 其中长沙北辰三角洲项目系超大型综合性地产开发项目, 这一多种业态组合模式规避了调控政策的风险, 有助于公司实现稳健经营。

综上, 联合信用评级有限公司维持公司“AA+”的主体长期信用等级, 评级展望为“稳定”, 同时维持“14 北辰 01、14 北辰 02”AA+的债项信用等级。

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分, 并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用, 预期房地产行业将会继续稳健发展。

2. 长沙北辰三角洲项目为区域地标性建筑, 目前销售情况良好, 跟踪期内为公司贡献了较大规模收入。该项目开发规模较大, 未来几年有望继续为公司收入的增长提供支撑。

关注

1. 跟踪期内, 公司开发业务主要集中于北京和长沙两地, 项目资源及渠道有待拓宽。

2. 跟踪期内, 受部分项目更新改造和新项目投入运营前期的影响, 公司持有物业盈利水平有所下降。

分析师

刘 薇

电话: 010-85172818

邮箱: liuw@unitedratings.com.cn

李 晶

电话: 010-85172818

邮箱: lij@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC

大厦 12 层 (100022)

Http: [//www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京北辰实业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与北京北辰实业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京北辰实业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由北京北辰实业股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

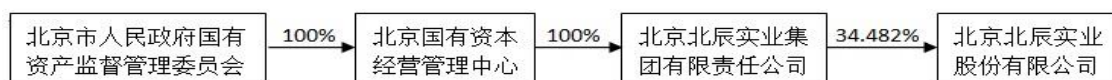
北京北辰实业股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京北辰实业股份有限公司（以下称“公司”或“北辰实业”）是由北京北辰实业集团有限责任公司（以下称“北辰集团”）独家发起设立的股份有限公司，于1997年4月2日正式成立，成立时总股本为11.60亿股。公司于1997年5月向境外投资者发行股票（H股）7.07亿股，并在香港联合交易所有限公司挂牌上市（股票简称：北京北辰实业股份，股票代码：0588），发行后总股本增至18.67亿股。2006年9月，公司向境内投资者发行了15.00亿股人民币普通股，发行后总股本增至33.67亿股，并于同年10月在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：北辰实业，股票代码：601588）。

跟踪期内，公司股本结构未发生变化。截至2014年底，公司总股本为33.67亿股，北辰集团持有公司34.482%的股权，为公司第一大股东。公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（图1）。

图1 公司股权关系图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，主营业务包括发展物业（房地产开发及销售业务）、投资物业（含酒店）及商业物业。2014年，随着公司北辰福第(常营项目)、碧海方舟北区项目及长沙北辰三角洲D3、E5、A1、D1、D2区等项目陆续结转收入，2014年度公司实现营业收入62.34亿元，同比2013年增长了13.24%。其中，由于公司发展物业结算面积增加，发展物业实现营业收入37.09亿元，同比2013年增长了25.41%，利润总额同比增长了1.75%；由于投资物业新项目投入运营及租金水平稳定增长，投资物业实现营业收入21.12亿元，同比2013年增长了1.31%，同期受新项目投入运营前期及部分项目更新改造的影响，投资物业利润总额同比减少了15.40%。

从主营收入分地区情况看，2014年，北京地区实现主营业务收入42.26亿元（同比上年增长了8.70%），占公司主营业务收入的68.02%，长沙地区实现主营业务收入19.87亿元（同比上年增长了24.16%），占公司主营业务收入的31.98%。

截至2014年底，公司本部部门设置未有变化。公司旗下子公司中新加入杭州北辰置业有限公司70%股权及北京北辰当代置业有限公司50%股权；子公司北京北辰信诚物业管理有限责任公司新增北京首倡物业管理有限公司100%股权；公司还新加入参股公司武汉当代北辰置业有限公司45%股权；参股公司北京北辰嘉权时代名门商业有限公司股权转让于2015年2月28日办理完毕。

截至2014年底，公司拥有长沙北辰房地产开发有限公司、北京北辰酒店管理有限公司等5家全资子公司，拥有北京北辰房地产开发股份有限公司、北京北辰信诚物业管理有限责任公司等7家控股子公司；此外，公司还有参股公司3家、分公司19家（详见附件1）。

截至2014年底，公司拥有在册员工4,765人，公司在职员工总数较上年变化不大。

截至2014年底，公司合并资产总额376.84亿元，负债合计266.10亿元，所有者权益（含少数股东权益）110.74亿元，其中归属于母公司所有者权益合计109.01亿元。2014年公司实现营业收入62.34亿元，净利润（含少数股东损益）5.87亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计5.31亿元，经营活动产生的现金流量净额-12.55亿元，现金及现金等价物净增加额8.56亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区北辰东路8号；法定代表人：贺江川。

二、债券募集资金使用情况

2014年12月9日，公司公开发行公司债券的申请获得中国证券监督管理委员会证监许可[2014]1302号文件核准。2015年1月23日，公司债券成功发行，并于2月10日正式上市（品种一简称14北辰01，代码122348；品种二简称14北辰02，代码：122351）。品种一为10亿元，5年期，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为4.80%；品种二为15亿元，7年期，附第5年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为5.20%。本次债券募集资金拟用于偿还公司债务，补充公司流动资金，优化公司债务结构，满足公司中长期资金需求。

本次债券付息日：

品种一：2016年至2020年每年的1月20日为上一个计息年度的付息日；若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2016年至2018年每年的1月20日。

品种二：2016年至2022年每年的1月20日为上一个计息年度的付息日；若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的付息日为2016年至2020年每年的1月20日。

本次债券兑付日：

本次债券品种一的兑付日为2020年1月20日；若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2018年的1月20日。

本次债券品种二兑付日为2022年1月20日；若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的兑付日为2020年的1月20日。

三、管理情况

跟踪期内，公司部分高管人员发生变动。其中，2014年11月11日，因年龄原因，何文玉辞任公司副总经理职务，刘义辞任公司监事会主席职务。因工作调整，薛建明辞任公司监事职务。同时，公司董事会聘任赵崇捷担任监事会主席职务；

2015年3月3日，因年龄原因，赵惠芝女士辞任公司总经理职务、刘建平先生和司海群先生分别辞任公司副总经理职务。同时公司董事会聘任曾劲先生为公司总经理，并免去其担任的公司副总经理职务。

综上，公司上述高管人员的变动并未影响管理层和核心技术人员稳定性，相关董事及监事人数仍符合证监会的监管要求。

四、经营分析

1. 运营环境

跟踪期内，公司营业收入依然主要来自房地产开发销售以及持有物业，从地区来看，营业收入主要集中在北京市和长沙市，因此公司业务经营受北京市和长沙市的区域经济发展情况和房地产行业整体运行情况、行业政策影响以及北京市投资物业和商业物业整体环境影响较大。

（1）2014年房地产发展概况

2014年，国家对房地产行业的调控节奏有所变化。2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年3月，李克强总理在政府工作报告中提出“分类施策、分城施策”的概念后，各地

区相继正式发文“开放限购”，截至 2014 年末，全国 46 个限购城市中，仅剩北上广深四个一线城市仍在执行限购政策。2014 年 9 月 30 日央行、银监会发布“央四条”，不仅重申首套房利率折扣下限为 7 折，而且在二套房的认定上提出，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房时，银行业金融机构执行首套房贷款政策，这意味着伴随着中国房地产市场调控多年的“限贷”政策全面取消。

从全国房地产交易情况来看，2014 年前三季度，我国房地产行业受国家宏观经济运行中性偏紧的货币政策影响呈现低迷走势，市场观望情绪浓重，成交量下降明显，成交价格增速逐步下滑；第四季度，受限购、限贷政策放松的影响，市场有所回暖。但从全年来看，由于存量维持高位，市场整体供过于求的压力仍然存在，城市间分化进一步显著。根据国家统计局数据（下同），2014 年全国房地产市场商品住宅销售面积为 105,182 万平方米，同比下降 9.1%，商品住宅平均销售价格为人民币 5,932 元/平方米，同比增长 1.4%。

总体看，目前房地产行业调控节奏有所变化，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

北京市 2014 年经济发展概况及房地产市场情况

据《北京市 2014 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2014 年北京年实现地区生产总值 21,330.8 亿元，比上年增长 7.3%。全市完成地方公共财政预算收入 4,027.2 亿元，比上年增长 10.0%；地方公共财政预算支出 4,510.5 亿元，增长 8.1%。

2014 年，北京市全年完成全社会固定资产投资 7,562.3 亿元，比上年增长 7.5%；全年完成房地产开发投资 3,911.3 亿元，比上年增长 12.3%。其中，住宅投资 1,962 亿元，增长 13.8%；写字楼投资 750.2 亿元，增长 22.6%；商业、非公益用房及其他投资 1,199.1 亿元，增长 4.5%。

2014 年，北京市全年城镇居民人均可支配收入达到 43,910 元，比上年增长 8.9%；扣除价格因素后，实际增长 7.2%。农村居民人均纯收入达到 20,226 元，比上年增长 10.3%；扣除价格因素后，实际增长 8.6%。城镇居民人均消费性支出达到 28,009 元，增长 6.6%。随着居民收入水平继续稳定的提高，将使更多住房潜在需求转化为有效需求。

2014 年，北京房地产市场受观望情绪和供应增加的叠加因素影响，成交量大幅下降，价格结束快速上涨。第四季度，随着限贷政策的放松，成交量虽然有所恢复，但价格上涨幅度趋缓，土地市场受地价快速上行的影响，土地出让收入总额再创新高。全年北京市商品住宅销售面积和销售金额分别为 1,141 万平方米和人民币 2,102 亿元，同比分别下降 16.3% 和 13.6%，平均售价为人民币 18,422 元/平方米，较去年同期上升 3.2%。

总体看，跟踪期内，北京市经济发展良好，人均收入不断增长，住房需求依然较高。

长沙市 2014 年经济发展概况及房地产市场情况

近年来，长沙市国民经济持续快速增长，据长沙市统计局公报显示，2014 年，长沙市全年 GDP 达到 7,824.81 亿元，比上年增长 10.5%。伴随着长沙市经济持续快速发展，其财政实力也稳步增强。全年财政总收入 1,003.08 亿元，比上年增长 13.5%，其中公共财政预算收入 632.80 亿元，增长 17.9%。公共财政预算支出 802.40 亿元，增长 14.3%。

总体来看，长沙市经济发展较快，全市 GDP 总额逐年增加，财政实力稳步增强，未来有望保持快速发展的势头。

北辰三角洲外部环境

公司在长沙重点开发的北辰三角洲项目位于长沙市开福区湘江与浏阳河交汇处的新河三角洲，西临湘江，北依浏阳河，东靠芙蓉北路，南抵三一大道。北辰三角洲小区内两条南北走向的交通主干道，即湘江大道和黄兴北路，同时地铁1号线在小区内设置了北辰三角洲站，修建中的长株潭城际铁路也将与新河三角洲实现对接。

从相关配套实施来看，文化方面，处于城市规划中轴线上的北辰三角洲附近设有长沙市政文化设施“两馆一厅”（长沙市博物馆、图书馆和音乐厅）；教育方面，设有四所幼儿园以及清水塘北辰小学、长雅中学（初级中学），配套了从幼儿园到初中的一体化教育；医疗方面，三级甲等医院中南大学湘雅一医院距项目3公里左右。此外，《长沙湘江滨水区规划设计》明确提出：将在湘江东岸引入有“流动风景”之称的有轨电车，其中在北辰三角洲规划有一处水上旅游停靠点。随着城市规划的逐步进行，新河三角洲将成为长沙城市规划的经济副中心和文化中心，北辰三角洲项目外部环境较好。

从长沙房地产市场交易情况来看，商品住宅成交面积和金额分别为1,331万平方米和人民币727亿元，同比分别下降19.8%和24.0%，商品住宅成交均价达到人民币5,458元/平方米，较2013年下降5.2%。

总体看，长沙市房地产市场近年来发展平稳，开发投资稳步上升，整体呈现平稳发展的态势。北辰三角洲处于长沙城市规划的经济副中心和文化中心范围内，项目外部环境较好。

杭州、武汉房地产市场交易情况

2014年公司发展物业新进入了杭州和武汉两个城市，从这两个城市的房地产交易情况来看，杭州房地产市场商品住宅成交面积和金额分别为953万平方米和人民币1,337亿元，同比分别下降1.7%和6.0%，商品住宅成交均价达到人民币14,035元/平方米，较2013年下降4.4%；武汉房地产市场商品住宅成交面积和金额分别为1,979万平方米和人民币1,464亿元，同比分别增长13.1%和15.6%，商品住宅成交均价达到人民币7,399元/平方米，较2013年上升2.2%。

总体看，跟踪期内，随着2014年下半年限购、限贷的放松以及购房落户、财政补贴、公积金调整、契税减免等一系列措施的因地施策，政策环境趋向宽松，市场成交逐步恢复，但部分城市供过于求的局面仍然存在，去库存仍是部分城市面临的核心问题。

（2）2014年投资物业（含酒店）发展概况

2014年，投资物业（含酒店）市场在供求关系和市场变化的背景下，各细分业态呈现分化走势。就北京投资物业（含酒店）市场而言，其中，写字楼市场需求旺盛，租金水平连续小幅上涨，四季度净吸纳率更创近三年来最高；高星级酒店和餐饮业态由于市场需求变化，行业经营效益出现不同程度的下滑，结构性矛盾逐渐显现；会展市场在北京市构建国家级的会展服务和文化体育新型城市功能区域、推动北京建设国际会展业中心城市的良好背景下，对相关行业的带动作用愈发明显，会展经济的重要地位愈发突出；公寓市场长期租赁需求逐步回升带动出租率和租金水平均呈现平稳提升趋势。

（3）2014年商业物业发展概况

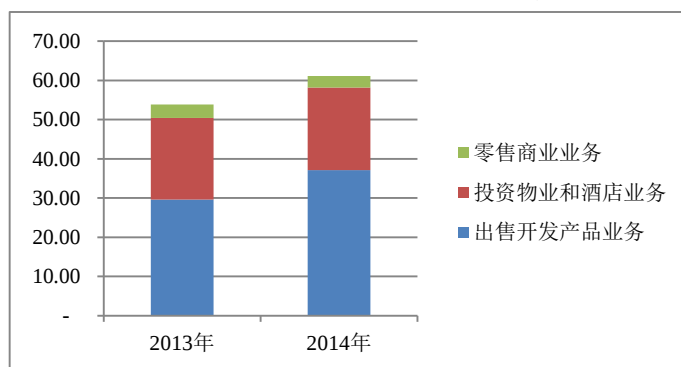
2014年全国社会消费品零售总额中网络购物交易规模的增速 10.7%，较2013年上升2.9个百分点，快速增长的网络购物已成为拉动消费增长的新引擎。面对愈发激烈的行业竞争，传统商业正在逐步加强与电子商务的融合发展，进而推动商业模式的结构调整和业务转型。

总体来看，跟踪期内，北京市商业地产发展较快，租、售价格水平呈反向变动态势。同时，随着市内商业地产存量日渐趋紧，商业地产稀缺性凸显，商务核心区商业地产价格有望提升。

2. 经营情况

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，主营业务包括出售开发产品（或称“房地产开发及销售业务”）、投资物业（含酒店）及商业物业。2014年，随着公司北辰福第(常营项目)、碧海方舟北区项目及长沙北辰三角洲D3、E5、A1、D1、D2区等项目结转收入，2014年度公司实现营业收入总额62.34亿元，同比2013年增长了13.24%。虽然收入同比实现增长，但是由于公司投资物业新项目投入运营前期及部分项目更新改造的影响，投资物业毛利率比上年减少了1.82个百分点，利润总额同比减少了15.40%。上述使得公司2014年度公司实现营业利润7.97亿元，同比下降了14.75%；实现净利润5.87亿元，同比下降了15.76%。

图2 近两年公司主营业务收入主要构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司主营业务依然保持98.01%的突出占比（2013年为99.69%）。从主营业务收入及毛利润构成来看（见下表），出售开发产品和投资物业这两项依然是公司主营业务收入及毛利润的最重要的来源，2014年，两者在主营业务收入中的占比分别为60.71%和34.57%（2013年两项占比分别为53.90%和37.99%）；毛利润占比分别为53.31%和43.01%（2013年分别为46.51%和48.65%）；而商业零售业务2014年度实现收入及毛利率占比为4.73%和3.69%，处于在相对较低水平。

表1 2013~2014年公司主营业务收入、毛利及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年		
	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率
出售开发产品业务	29.58	12.39	41.88	37.09	15.79	42.56
投资物业（含酒店）	20.85	12.96	62.16	21.12	12.74	60.34
零售商业	3.48	1.30	37.24	2.89	1.09	37.59
合计	53.91	26.64	49.42	61.10	29.62	48.47

资料来源：公司年报

注：该处合计数不含主营业务收入中的其他项目。

从主营收入分地区情况看，2014年，北京地区实现主营业务收入42.26亿元（同比上年增长了8.70%），占公司主营业务收入的 68.02%；随着长沙北辰三角洲项目的不断推进，长沙地区实现主营业务收入19.87亿元（同比上年增长了24.16%），占公司主营业务收入的 31.98%。

总体看，跟踪期内，公司整体经营规模依然保持较大，但受投资物业新项目投入运营前期及部分项目更新改造的影响，公司整体毛利率水平及盈利规模同比上年有所下降。

3. 业务运营情况

跟踪期内，公司业务运营为房地产开发、投资物业和商业物业。

房地产开发

(1) 项目开发

跟踪期内，公司房地产开发业务仍集中于北京和长沙两个城市。公司位于北京的项目包括刚需项目、改善型项目和保障房项目，其中绿色家园、香山清琴项目基本已售罄；在开发及在售的项目包括北辰香麓、碧海方舟、长河玉墅、顺义马坡及北辰福第等项目。近年来公司积极推进长沙北辰三角洲项目，项目总建筑面积549万平方米，其中可售面积约392万平方米，包括300万平方米住宅和92万平方米酒店、写字楼、公寓和商业等公建部分。

从跟踪期内项目开发的具体情况来看：

2014年上半年，公司加速推进在建项目的持续建设，同时公司收购深圳江湾信息咨询有限公司持有的长沙世纪御景房地产有限公司51%的股权。截至2014年底，已完成项目公司相关股权变更，取得建设工程规划许可证。截至2014年底，公司在建面积合计达285.23万平方米。公司在建面积规模较大。

表2 2013~2014年公司主要开发数据

项目	2013 年	2014 年
新开工面积（万平方米）	77.41	84.90
在建面积（万平方米）	251.50	285.23
竣工面积（万平方米）	51.17	75.82

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司房地产开发的规模较大，近两年主要开发指标呈上升态势；目前公司正加速推进长沙北辰三角洲、顺义马坡、长河玉墅等项目的开发建设，为公司实现预期销售目标奠定了良好的基础。

(2) 房屋销售

跟踪期内，从销售数据来看，2014 年，公司销售业绩良好，实现销售金额和销售面积分别为 40.91 亿元和 26.47 万平方米，协议销售金额同比 2013 年有所增长，而协议销售面积同比 2013 年有所下降，主要系跟踪期内公司单价较高的住宅项目碧海方舟、写字楼及商业项目销售情况良好，销售单价较高，带动公司整体销售均价的提升。

表3 2013~2014 年公司房地产业务运营数据

项目	2013 年	2014 年
协议销售面积（万平方米）	28.76	26.47
协议销售金额（亿元）	38.05	40.91
协议销售均价（万元/平方米）	1.28	1.55
结转收入面积（万平方米）	21.06	23.62
结转收入（亿元）	29.58	37.09

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2014年，受益于北辰三角洲（D3、E5区、A1、D1、D2 区）、碧海方舟北

区、北辰福第(常营项目)开发进度的加快, 公司结转面积23.62万平方米, 结转收入37.09亿元, 较上年继续保持增长态势。

2015年, 公司房地产业务预计实现新开工面积93万平方米, 开复工面积302万平方米, 竣工面积66万平方米, 预计实现销售面积62万平方米, 签订合同金额(含车位)人民币76亿元, 随着销售合同的陆续结转, 公司2015年收入规模有望保持稳定增长。

总体看, 跟踪期内, 公司房屋销售面积虽有所下降, 受益于公司高端住宅项目北京碧海方舟销售情况良好, 带动公司整体销售均价的提升, 销售金额持续增长。

(3) 土地储备

跟踪期内, 公司房地产开发新增土地主要在北京、长沙、杭州及武汉, 截至2014年底, 公司所有在开发项目的总建筑面积合计1,004.30万平方米, 在建面积285.23万平方米, 土地储备647.74万平方米。公司的土地储备中, 长沙北辰三角洲项目的土地储备达427.41万平方米, 未来几年内将为公司提供较为充足的销售来源。

表4 截至2014年底公司土地储备情况

项目名称	区位	总建筑面积 (万平方米)	在建面积 (万平方米)	土地储备 (万平方米)
绿色家园项目	北京市朝阳区	160.02	0	2.87
碧海方舟项目	北京市朝阳区	7.71	0	0.15
北辰红橡墅项目	北京市昌平区	21.37	17.38	16.67
北辰香麓项目	北京市海淀区	31.21	0	10.07
北辰福第项目	北京市朝阳区	45.93	7.96	3.42
顺义马坡项目	北京市顺义区	21.33	21.33	21.33
当代北辰悦 MOMA	北京市顺义区	13.10	0	13.10
长沙北辰三角洲项目	湖南省长沙市开福区	549.00	209.99	427.41
北辰中央公园(世纪御景)	湖南省长沙市天心区	90.63	28.57	88.72
北辰当代武汉光谷项目	湖北省武汉市东湖新技术开发区	32.50	0	32.50
杭州北辰之光项目	浙江省杭州市萧山区	31.50	0	31.50
合计		1,004.30	285.23	647.74

资料来源: 公司提供

总体看, 跟踪期内, 公司新增土地储备的规模适中, 但在建面积及土地储备的规模较大, 未来几年内将为公司提供较为充足的销售来源。公司目前房地产开发项目收入来源主要集中于北京地区以及湖南长沙北辰三角洲项目, 未来收入分布范围有待拓宽以分散风险。

投资物业

跟踪期内, 公司新增长沙北辰洲际酒店, 建筑面积7.4万平方米, 为五星级酒店, 共391间客房, 主要面向商散市场。

跟踪期内, 公司持有的国家会议中心和北京国际会议中心在2014年度共计接待会议、展览1,646个, 公司在实施会展联销策略下, 投资物业(含酒店)各相关企业共同努力, 圆满完成了重大国家外事活动亚太经合组织(APEC)会议以及京交会、北京市“两会”的服务保障工作。在为期七天的APEC会议期间, 公司承担了其中六天的会议、住宿、餐饮等服务, 来自21个经济体的国家和地区领导人前来参会, 服务保障了包括APEC会议第四次高官会、外交与贸易双部长会、工商领导人峰会在内的210场会议和165场餐饮活动的顺利举行, 累计接待参会代表、媒体记者、大会

工作人员住宿超过1.3万人次，为超过9万人次提供了会议服务。

北京国际会议中心，在做好APEC会议接待工作的同时，积极调整会议营销策略，继续细分市场，灵活运用价格杠杆，提高会议场地利用效率，经营业绩保持稳定。写字楼业态继续坚持差异化市场定位、实施多项目联销，调整升级客户结构，充分挖掘高端客户资源，出租率和租金水平继续稳步提升，成为投资物业（含酒店）板块利润的重要来源。

酒店业态积极迎合市场客户需求变化，努力调整营销策略、提升客户服务满意度，利用品牌和资源优势，开拓客户新渠道，房价和出租率优于行业平均水平。公寓业态针对产品差异化和客户多元化的经营特点，加大市场营销推广力度，优化客源结构，出租率保持高位，租金价格稳步提升。跟踪期内，公司投资物业（含酒店）2014年度实现营业收入21.12亿元，较上年略有上升。受部分项目更新改造和新项目投入运营前期的影响，实现税前利润（不考虑利息费用分摊的情况下）55,554.7万元，同比下降15.4%。

表5 截至2014年底公司主要投资物业情况

序号	物业名称	建筑面积 (万平方米)	物业概况及定位
1	国家会议中心及配套项目	53.40	其中国家会议中心主要承接国内外以会议为主、展会结合的大型会议、大中型展览项目及节庆活动。配套包括北辰世纪中心写字楼（甲级写字楼），北辰洲际酒店（五星级）与国家会议中心大酒店（四星级），主要客户包括各类商务客人
2	北京国际会议中心	6.19	主要面向中高中小型会议及配套展览
3	北辰五洲皇冠国际酒店	5.70	五星级酒店，共 477 间客房；主要客户群体为商务散客和高端会议
4	北辰五洲大酒店	4.26	四星级酒店，共 538 间客房；主要为会议提供配套住宿服务，同时面向商务散客
5	北辰时代大厦	13.12	甲级写字楼，位于亚奥商务核心，毗邻鸟巢与水立方等奥运标志建筑。配套包括时代名门百货和北辰购物中心生活广场，主要经营精品百货和精品超市，满足中高端消费需求
6	北辰汇园酒店公寓	18.48	共 13 栋酒店式公寓，采用高、中、低产品结构布局，长住、散客、会议不同客源市场细分的经营模式。2 栋贵宾楼（其中 1 栋正在改造中）定位为高档酒店式公寓，主要面向高端商务散客；8 栋中档酒店式公寓主要面向长住客户及散会客户；3 栋亚运村宾馆定位经济型宾馆，客源以散客和会议为主
7	北辰汇宾大厦	3.78	甲级写字楼，俯瞰奥运中心区及鸟巢，以中小户型为主的差异化定位与公司其他写字楼物业形成搭配
8	北辰汇欣大厦	4.75	甲级写字楼，系亚奥区域内首批甲级写字楼之一，以中小户型为主的差异化定位与公司其他写字楼物业形成搭配
9	汇珍楼	0.63	商业出租物业，位于亚奥商圈北辰购物中心南侧，地理位置优越，客流量大
10	长沙北辰洲际酒店	7.4	五星级酒店，共 391 间客房，主要面向商散市场

资料来源：公司提供

2015 年，公司将继续依托于北京市“文化中心”、“国际交往中心”的城市功能定位和投资物业（含酒店）业态丰富、联动性强的综合优势，不断提升公司投资物业的综合运营服务能力。

总体看，跟踪期内，公司投资物业经营业绩稳定增长，由于受到部分项目更新改造和新项目投入运营前期的影响，公司持有物业当年的盈利水平有所下降。

零售商业（商业物业）

跟踪期内，公司持有的商业物业为北辰购物中心亚运村店、北辰购物中心北苑店、北辰购物中心生活广场和时代名门百货，全部位于北京亚奥商圈区域，地理位置较好。公司商业物业经营

模式较为灵活，主要包含自营、联营、租赁等多种经营模式。近年，受到互联网电商的冲击及不断变化的居民消费需求，2014 年度，公司商业物业实现收入 2.89 亿元，同比上年（3.48 亿元）下降了 16.95%，毛利率达到 37.59%，同比上年增加了 0.35 个百分点。进入 2015 年，公司商业物业将顺应行业发展趋势，深入研究实体店差异化经营，以互联网思维模式为导向，注重体验互动和服务升级在消费中的融合和体现，逐步探索建立起体验式服务的业务形态。

表 6 截至 2014 年底公司持有的主要商业物业情况（万平方米）

序号	物业名称	建筑面积	经营业态	经营方式	可出租面积	出租率	平均租金
1	北辰购物中心亚运村店	3.0	百货、超市	联营为主，出租、自营为辅	0.08	100	零租租金水平为： 5.46-10 元/m ² ·天
2	北辰购物中心北苑店	6.5	超市、出租	联营为主，出租、自营为辅	0.54	96	
3	北辰购物中心生活广场	1.5	出租	出租为主，自营为辅	0.56	95	
4	时代名门百货	2.9	百货、超市	出租	1.73	100	整租租金水平为： 4.11 元/m ² ·天

资料来源：公司提供

总体来看，公司商业物业所处地理位置较好，经营模式灵活。跟踪期内，商业物业对公司收入贡献度较低，随着公司商业模式的结构调整和业务转型，商业物业有望在 2015 年度实现平稳增长。

4. 经营效率

截至 2014 年底，公司资产总额和所有者权益较上年底分别增长了 17.38%和 3.97%；营业收入和净利润同比 2013 年末分别增长了 13.24%和-15.76%，这表明跟踪期内，公司在经营规模快速增长的同时受到投资物业新项目投入运营前期及部分项目更新改造的影响，经营总成本相对营业总收入呈现较为显著的增长态势，导致跟踪期内，公司当期盈利水平有所减弱。

2014 年，公司经营规模的扩张也带来了应收账款及存货的快速增长，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率三项指标分别为 99.62 次、0.15 次和 0.18 次，2013 年分别为 105.90 次、0.14 次和 0.18 次。

从同行业比较来看，2014 年，公司主要周转指标在以“开发+持有”为主要业务经营模式的房地产上市企业内均属中等水平。

表 7 2014 年主要“开发+持有”类房地产上市公司经营效率指标情况

证券简称	存货 周转率（次）	流动资产 周转率（次）	总资产 周转率（次）
世茂股份	0.35	0.39	0.23
金融街	0.33	0.34	0.27
鲁商置业	0.19	0.20	0.20
北辰实业	0.15	0.23	0.18

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体来看，跟踪期内，公司“开发+持有”的经营模式使得其整体经营效率保持正常水平。

5. 关联交易

跟踪期内，公司与关联方存在少量的关联交易。公司从关联方采购、接受劳务主要体现在支付商标及标识许可费和承租土地及办公用房；向关联方销售、提供劳务主要体现在提供电力及电话服务和出租房屋。2014 年，公司从关联方采购、接受劳务的金额在营业成本中的占比为 0.49%；向关联方销售、提供劳务的金额在营业收入中的占比为 0.40%。2013 年，公司从关联方采购、接受劳务的金额较 2012 年有所增长，主要系向关联方参考市场价格购买资产所致。

公司与母公司北辰集团及合营公司武汉当代北辰置业有限公司（以下简称“武汉当代”）存在债权债务往来交易。截至 2014 年底，公司从母公司北辰集团取得委托借款本金共计 11.02 亿元，公司向武汉当代北辰置业有限公司提供借款 2.90 亿元，上述借款利率参考同期同档次银行基准利率确定。

表 8 近两年公司关联交易情况

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额 (亿元)	占营业成本比例 (%)	金额 (亿元)	占营业收入比例 (%)
2013 年	0.64	2.28	0.20	0.36
2014 年	0.16	0.49	0.25	0.40

资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，公司的关联交易规模很小，对公司经营的影响极为有限。母公司向公司提供委托借款能有效支持公司业务发展，提高公司资金实力。

6. 未来发展

公司将以资本扩张、品牌扩张和低成本扩张三个战略拓展为核心，在深入研判市场、政策和竞争对手的基础上，坚持创新发展理念、创新发展模式和创新发展战略。一方面，以加强会展场馆输出管理和全面启动会展上游业务为驱动力，在寻求重资产投资型业务扩张的同时，大力推进品牌扩张战略和低成本扩张战略，使重资产投资性业务与轻资产服务性业务并行发展，开创公司创新发展的新格局；另一方面，以实现房地产扩张发展和投融资产融结合的突破为核心，充分提炼和发挥北辰综合运营优势，强化并完善城市综合体开发与运营模式，深入推进低成本扩张战略，积极探索可复制的新型房地产业务模式，使用权益杠杆努力寻找合作并购的投资机会，结合资本扩张战略的实施，开拓公司跨越式发展的新路径。“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式和抗风险能力，使公司在房地产行业形成了一定的核心竞争力。公司将“创建全国大型一流房地产综合运营企业”作为战略目标。

2015 年，公司预计固定资产投资约为 2.7 亿元，按工程进度付款，资金来源安排为自有资金。

公司目前正在筹划非公开发行 A 股股票事宜，未来若增发成功，将在提升公司主营业务竞争力、公司资本实力、优化财务结构和缓解资金压力等方面产生积极作用。

总体看，公司以资本扩张、品牌扩张和低成本扩张为核心的发展战略目标符合公司发展趋势，“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式有助于公司在抵御风险的同时取得可持续发展。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2014 年度合并财务报表均已经普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 两年出具的均为标准无保留审计意见。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

表 9 2013~2014 年公司合并范围变化

序号	名称	变动时间	变动方向	变动原因
1	北京兴荣基房地产开发有限公司	2013 年	减少	出售股权丧失控制权
2	北京北辰会议中心发展有限公司	2013 年	减少	吸收合并, 独立法人资格注销
3	北京康乐宫有限公司	2013 年	减少	已清算
4	长沙世纪御景房地产有限公司	2014 年	增加	收购股权
5	杭州北辰置业有限公司	2014 年	增加	出资设立, 持股 70%
6	北京北辰当代置业有限公司	2014 年	增加	出资设立, 持股 50%

资料来源: 公司财务报告

截至 2014 年底, 公司合并资产总额 376.84 亿元, 负债合计 266.10 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 110.74 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 109.01 亿元。2014 年公司实现营业收入 62.34 亿元, 净利润(含少数股东损益) 5.87 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润合计 5.31 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-12.55 亿元, 现金及现金等价物净增加额 8.56 亿元。

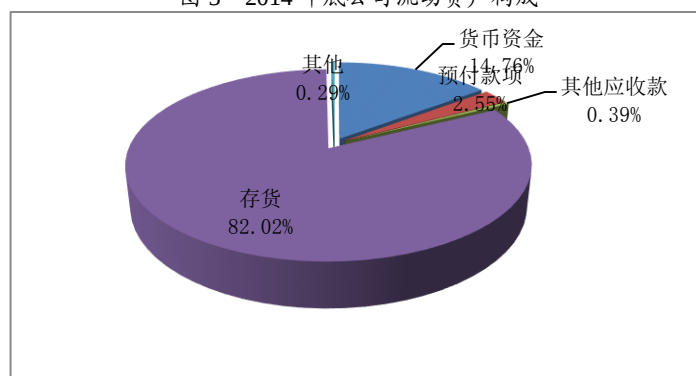
2. 资产质量

跟踪期内, 公司资产总额稳步增长, 资产结构以流动资产为主, 符合房地产开发企业特征。截至2014年底, 公司资产总额为376.84亿元, 较年初增长了17.38%, 其中流动资产合计占77.50%, 非流动资产合计占22.50%。

流动资产

截至2014年底, 公司流动资产合计292.05亿元, 以货币资金(占比14.76%)、预付款项(占比2.55%)、其他应收款(占比0.39%)和存货(占比82.02%)为主。

图 3 2014 年底公司流动资产构成



数据来源: 公司年报

跟踪期内, 公司货币资金总额随资产规模增加有所增长。为了满足公司日常流动资金及后续项目建设等资金需要, 近两年公司货币资金保持在资产规模的10%左右。截至2014年底, 公司货币资金总额43.10亿元, 主要由银行存款构成。公司货币资金余额中受限资金2.57亿元, 占比5.96%, 主要为合同履约保证金、住房按揭贷款保证金等。

公司预付款项主要是预缴的企业所得税、营业税金及附加、土地增值税，近两年随着公司经营规模扩大，预付款项规模有所增加。截至2014年底，公司预付款项合计7.43亿元，较年初增长了58.95%，其中公司预缴的企业所得税、营业税金及附加、土地增值税占比88.83%。

跟踪期内，公司其他应收款下降较快，主要系2013年公司向长沙世纪御景房地产有限公司提供委托贷款共计5.50亿元，该委托贷款由深圳江湾信息咨询有限公司（以下简称“深圳江湾”）以其持有的世纪御景的全部股权提供股权质押担保。2013年10月，公司与深圳江湾签订股权转让协议，受让深圳江湾持有的世纪御景 51%的股权，该股权转让交易于 2014 年4 月完成。交易完成后，世纪御景成为公司子公司并纳入公司的合并范围，故其他应收款减少5.50亿元。截至2014年底，公司其他应收款合计1.13亿元，较上年底下降了80.87%。公司其他应收款主要是押金、备用金、代垫款项等。跟踪期内，公司以单项资产为基础累计计提坏账准备0.15亿元。

跟踪期内，随着公司房地产开发项目的增加及持续建设，房地产开发项目支付的土地出让金及工程款持续增加，使得存货规模呈增长态势。公司存货构成主要为开发成本和开发产品。截至2014年底，公司存货账面价值为239.55亿元，其中开发成本和开发产品分别占比67.21%和32.46%。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对开发成本和开发产品计提跌价准备。

非流动资产

截至2014年底，公司非流动资产合计84.79亿元，较年初增长了21.36%。公司非流动资产以固定资产（占比37.48%）和投资性房地产（占比56.33%）为主。

跟踪期内由于公司在建工程、开发产品陆续转入固定资产，公司固定资产规模有所上升，固定资产净额较年初增长了54.38%。截至2014年底，公司固定资产账面价值合计31.78亿元，其中房屋及建筑物占85.90%、机器设备占比10.51%。

公司投资性房地产主要包括服务式公寓、写字楼及会议中心等，公司采用成本模式对所有投资性房地产进行后续计量。跟踪期内，公司投资性房地产减少1.90%，主要原因为投资性房地产的逐年折旧摊销计提以及部分投资性房地产按竣工结算成本调减原暂估入账价值。截至2014年底，公司投资性房地产账面价值47.76亿元，未计提减值准备。虽然公司投资性房地产账面价值逐年递减，但是随着主要所在地北京亚奥商圈相关配套的不断完善，该地段价值呈不断增值的态势，因此公司持有的投资性房地产的实际价值要大幅高于其账面价值。

总体看，跟踪期内，公司资产规模较大，结构以流动资产为主，资产构成较为稳定；流动资产中以房地产项目开发成本和开发产品为主的存货占比较大，非流动资产以固定资产和投资性资产为主，公司现金类资产较为充足，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

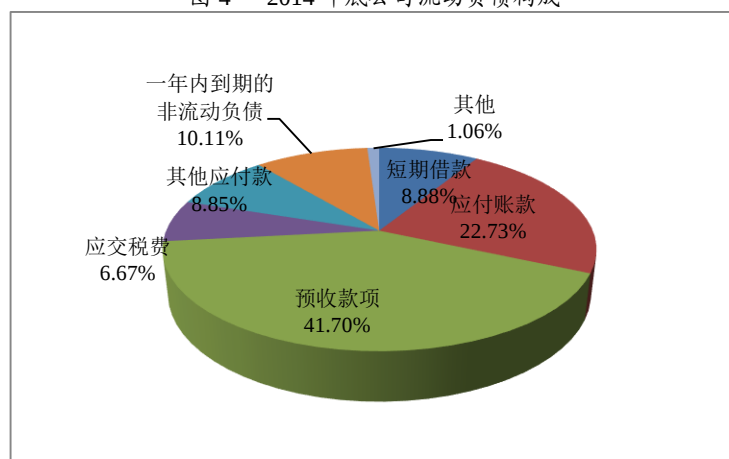
负债

2014年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.61%、59.26%和55.21%。

跟踪期内，截至2014年底，公司负债合计266.10亿元，较年初增长了24.04%，非流动负债占比略高（占比51.32%）。从公司所处行业特性考虑，公司负债规模尚可。

截至2014年底，公司流动负债合计129.54亿元，较年初增长了8.48%。公司流动负债主要以短期借款、应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款、一年内到期的非流动负债为主。

图 4 2014 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

截至 2014 年底，公司短期借款为 11.50 亿元，全部为信用借款，短期借款规模较年初下降了 8.00%。2014 年公司短期借款的年利率区间为 6.00% 至 6.36%，较 2013 年的 6.00% 至 6.56% 有所下降。

截至 2014 年底，公司应付账款为 29.44 亿元，主要以应付工程款和预提工程款为主，其中账龄超过一年的应付账款为 9.46 亿元，主要为尚未结算的应付工程款。随着公司经营规模的扩大，根据工程进度预提的工程款相应增加，公司应付账款规模较年初上升了 34.91%。

跟踪期内，随着公司开发项目实现预售的规模持续增长，截至 2014 年底，公司预收款项为 54.02 亿元（其中，开发项目预收款 51.16 亿元），较年初增长了 9.81%。公司预收款项中超过一年的应收款项合计 26.73 亿元，主要为尚未办理入住手续的销售开发项目的预收房款。公司预收款项大部分将在结算条件满足时结转为营业收入，因此公司不存在实际偿付压力。

截至 2014 年底，公司应交税费合计 8.64 亿元，主要为应交土地增值税和应交企业所得税。

跟踪期内，公司其他应付款主要为少数股东借款及公司收到的购房押金、保证金款项、应付销售代理费等。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 11.47 亿元，较上年增长 47.20%，主要系 2014 年发生应付少数股东借款 5.17 亿元（借款期限均为一年，利率为 8% 至 9% 之间）及应付维修费大幅增长所致。截至 2014 年底，账龄超过一年的其他应付款共计 2.39 亿元，主要为收到的购房款押金。

截至 2014 年底，公司偿还了部分银行借款，公司一年内到期的非流动负债合计 13.10 亿元，较上年底减少了 39.65%。公司非流动负债全部为一年内到期的长期借款，其中抵押借款占比 69.46%，委托借款占比 30.54%。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 136.56 亿元，以长期借款（占比 89.00%）和应付债券（占比 10.96%）为主。

跟踪期内，为了满足项目建设和公司日常经营的资金需求，公司长期借款继续保持较大规模。截至 2014 年底，公司长期借款合计 121.54 亿元，较上年底大幅增长了 51.73%，主要系公司通过泰康保险债权融资增加 17 亿元（借款期限 5 年，年利率 8.2%）、通过昆仑信托有限责任公司融资增加 4 亿元（借款期限 2 年，年利率 9.6%），新增银行借款 20 亿元（本金应于 2016 年 3 月 14 日至 2029 年 5 月 5 日偿还）所致。

截至 2014 年底，公司应付债券合计 14.94 亿元。主要是为了丰富公司融资渠道，更好地满足公司资金需求，公司于 2006 年发行了 10 年期债券 15 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司项目建设规模的扩大，公司负债规模呈现增长态势，整体负债

规模与资产规模基本匹配。

所有者权益

截至2014年底，公司所有者权益110.74亿元，较上年底增长了3.97%，其中归属于母公司所有者权益109.00亿元（占98.44%）。归属于母公司所有者权益中股本占比30.89%，资本公积占比33.92%，未分配利润占比28.32%，盈余公积占比6.87%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳步提升，权益结构的稳定性尚可。

4. 盈利能力

跟踪期内，随着公司北辰福第(常营项目)、碧海方舟北区项目及长沙北辰三角洲D3、E5、A1、D1、D2区等项目结转收入，2014年度公司实现营业收入62.34亿元，同比上年增长了13.24%。

虽然收入同比实现增长，但是由于公司投资物业和酒店业务板块的新项目投入运营前期及部分项目更新改造的影响，投资物业毛利率比上年减少了1.82个百分点，利润总额同比减少了15.4%。上述使得公司2014年度公司实现营业利润7.97亿元，同比下降了14.75%；实现净利润5.87亿元，同比下降了15.76%。

跟踪期内，随着公司经营规模的扩大，公司期间费用总额亦呈现增长态势，2014年，公司销售费用、管理费用、财务费用增长率分别为25.57%、10.45%和10.04%，其中销售费用增长较快。2014年，公司期间费用总额13.51亿元（同比上年增长13.56%），其中销售费用占比23.47%、管理费用占比51.77%、财务费用占比24.75%，管理费用占比仍较大。2014年，公司费用收入比为21.67%（2013年为21.61%），受销售费用增长较快影响，公司费用收入同比上年略有上升。

跟踪期内，从利润构成情况来看，公司利润依然主要来自于出售开发产品业务、投资物业业务等主营业务。2014年公司实现利润总额7.93亿元，其中营业外收入占比0.27%，公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

受投资物业部分项目更新改造及公司新增项目前期费用增加影响，2014年公司整体盈利水平同比2013年有所下降，从盈利指标来看，2014年公司营业利润率为34.52%同比2013年的38.32%下降了3.8个百分点，总资产收益率从2013年的6.05%升至7.71%，净资产收益率从2013年的6.69%降至5.41%。从同行业对比来看（见下表），公司盈利指标在上市公司中整体处于中等水平。

表 10 2014 主要“开发+持有”类房地产上市公司盈利能力指标情况

企业简称	销售毛利率	净资产收益率 ROE	总资产报酬率 ROA
世茂股份	41.40	12.50	6.50
金融街	30.62	12.59	5.94
鲁商置业	22.35	10.72	1.33
北辰实业	47.70	4.94	3.20

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据

总体看，跟踪期内，2014年公司盈利能力虽有所下降，但盈利规模仍保持较大，其“开发+持有”的经营模式有助于公司在取得稳定收益的同时，获得盈利规模的增长。

5. 现金流

从经营活动来看，2014年公司经营活动现金流入为66.23亿元，同比上年（2013年为69.54亿元）减少了4.75%，主要系收到的其他与经营活动有关的现金减少所致。

由于公司房地产开发项目支出及接受劳务和新增土地储备等支付的现金大幅增加，公司经营

活动现金流量净额呈现净流出态势，为-12.55亿元，同比2013年的11.34亿元减少23.89亿元。从现金收入质量来看，2014年公司现金收入比为105.17%，同比2013年的119.49%，呈下降态势，但整体来看，跟踪期内，公司收入实现质量整体较好。

从投资活动来看，2014年，公司投资活动现金净流额为-4.69亿元，同比2013年的-7.45亿元，呈现净流出减少态势，主要系2013年公司对世纪御景项目委托贷款5.5亿元及汇园公寓E座改造、国家会议中心及酒店改造，而2014年公司对外投资支出同比较少所致。

从筹资活动来看，2014年公司新增银行及股东借款规模较上年大幅增长，筹资活动现金流量净额为25.80亿元，同比2013年的2.31亿元呈现大幅增长状态。

总体看，跟踪期内，随着公司项目建设规模持续扩大，公司经营及投资活动现金流净额均呈现净流出态势，公司融资需求旺盛，筹资净额呈现大幅增长态势，公司通过新增金融机构借款及股东借款基本能够满足跟踪期内的融资需求。

6. 偿债能力

跟踪期内，从短期偿债能力看，公司通过增加对外借款规模，当期货币资金较为充裕，公司流动比率处于较高水平的2.25倍。速动比率为0.41倍，两项指标均较2013年底（分别为2.10倍和0.38倍）有所上升，公司现金短期债务比为1.75倍（2013年为1.01倍），公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标看，随着债务规模的持续增加，2014年公司资产负债率增长至70.61%（2013年为66.82%），公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为1.36倍和0.08倍（2013年两项指标分别为1.88倍和0.12倍），EBITDA对全部债务的保障能力有所下降；经营现金债务保护倍数为-0.08倍，经营活动产生的现金流量对全部债务的保障能力有待提高。公司拥有较大规模的投资性房地产和在建项目，考虑到其具有较大的保值增值性，且变现能力较强，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。

截至2014年底，公司获得127亿元银行授信额度。

截至2014年底，公司对外担保余额合计24.80亿元，全部是由公司按照房地产行业的经营惯例为购房客户向银行申请发放的抵押贷款提供阶段性担保而形成，无其他性质的对外担保，上述担保不会对公司财务状况产生重大影响。

根据中国人民银行企业信用报告，截至2015年4月13日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

跟踪期内，公司涉及一笔仲裁诉讼，金额约为1.76亿元，目前案件处于审理阶段。具体为，2005年4月20日，公司下属全资子公司北京北辰会议中心发展有限公司（以下简称“会议发展公司”）作为发包人与施工总承包人建工集团签订了《北京奥林匹克公园（B区）国家会议中心项目总承包工程合同》。工程于2009年10月30日完成竣工验收后，会议发展公司与建工集团就工程款结算数额产生了争议。2011年11月，公司对会议发展公司实施整体吸收合并，并于2013年12月完成了会议发展公司的注销登记。上述合并完成后，会议发展公司的所有资产，包括但不限于固定资产、流动资产等财产并入公司；会议发展公司的负债及应当承担的其他义务和责任由公司承继。

2014年7月25日，建工集团向北京仲裁委员会递交了仲裁申请书，该申请于2014年8月1日获得北京仲裁委员会受理。联合评级将持续关注仲裁进展。

总体看，跟踪期内，随着公司建设项目规模的不断扩大，公司债务总额及有息债务规模亦呈现增长态势，但是公司现金类资产较为充足，投资性房地产保值增值空间较大，整体偿债能力较强。考虑到公司在建项目前景良好和预收款项规模较高等因素，未来公司偿债能力有望得到提升。

六、综合评价

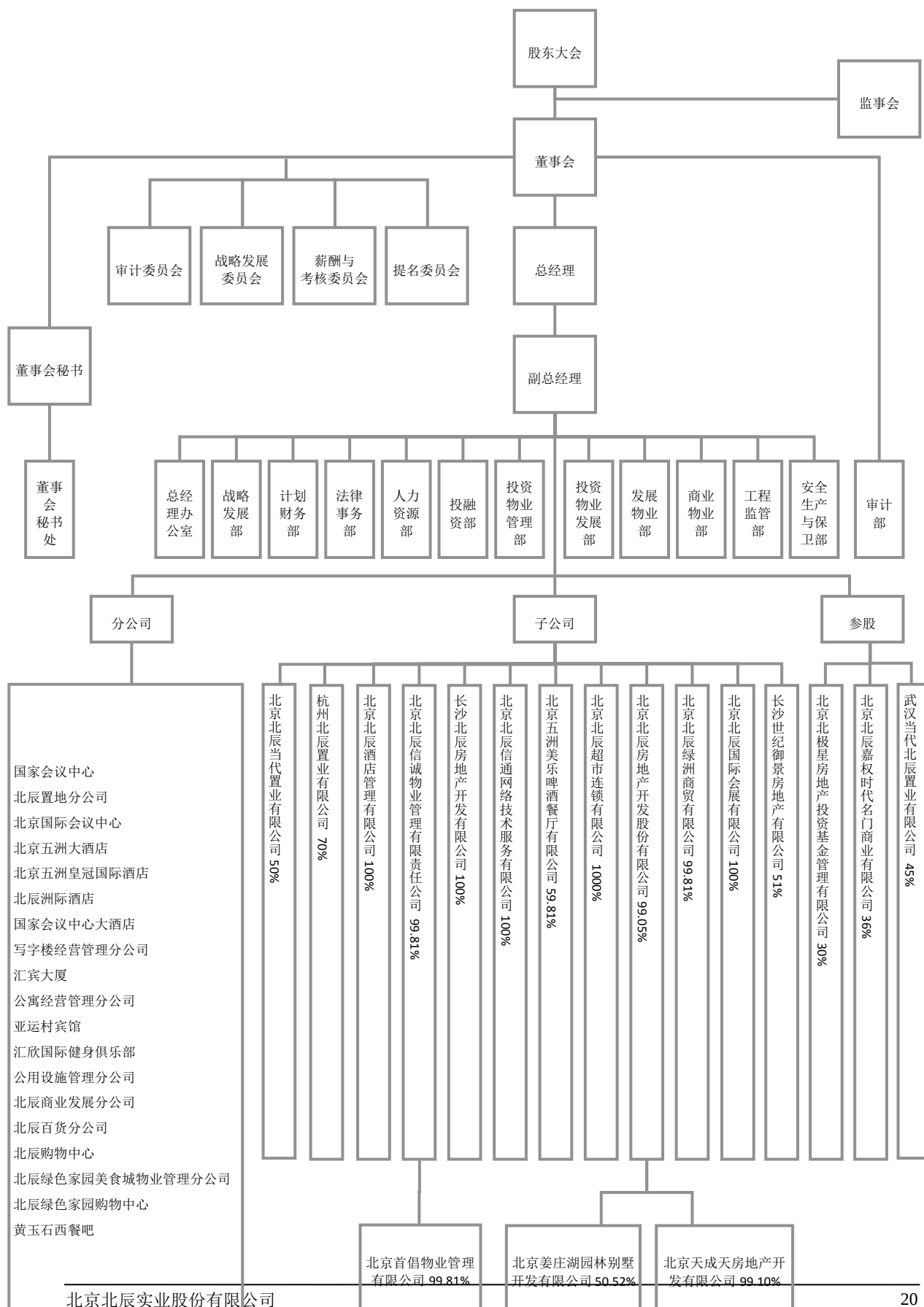
当前房地产市场仍处于调整周期，在国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预期房地产市场仍将保持平稳健康发展。

跟踪期内，公司“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式，在一定程度上有效抵御了宏观调控对房地产业务的冲击。公司资产及负债规模继续稳步上升，整体债务规模有所增长但仍处于合理水平，整体偿债能力强。

同时，联合评级也关注到，跟踪期内，公司经营业绩虽呈现稳定增长，但受到投资物业部分项目更新改造及公司新增项目前期费用增加，公司整体盈利水平同比2013年有所下滑。

未来公司将继续坚持“开发+持有”的业务模式，同时，公司项目储备较多，其中长沙北辰三角洲项目系超大型综合性地产开发项目，这一多种业态组合模式规避了调控政策的风险，有助于公司实现稳健经营。综上，联合信用评级有限公司维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”，同时维持“14北辰01、14北辰02”AA+的债项信用等级。

附件 1 北京北辰实业股份有限公司组织结构图



附件 2-1 北京北辰实业股份有限公司
 2013 年~2014 年合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资 产	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动资产：			
货币资金	343,395.95	430,977.96	25.50
应收票据	378.15	0.00	-100.00
应收账款	5,245.31	7,143.19	36.18
预付款项	46,761.06	74,328.81	58.95
应收利息	142.85	1,223.90	756.79
应收股利	0.00	0.00	
其他应收款	59,151.57	11,314.36	-80.87
存货	2,056,615.32	2,395,502.99	16.48
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	
其他流动资产	0.00	0.00	
流动资产合计	2,511,690.20	2,920,491.22	16.28
非流动资产：			
可供出售金融资产	0.00	0.00	
持有至到期投资	0.00	0.00	
长期应收款	0.00	27,750.00	
长期股权投资	656.65	2,839.76	332.46
投资性房地产	486,869.79	477,595.99	-1.90
固定资产	205,827.72	317,765.57	54.38
在建工程	2,747.04	1,288.73	-53.09
工程物资	0.00	0.00	
固定资产清理	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	
无形资产	83.77	338.16	303.68
开发支出	0.00	0.00	
商誉	0.00	0.00	
长期待摊费用	0.00	2,995.78	
递延所得税资产	2,457.40	17,293.18	603.72
其他非流动资产	0.00	0.00	
非流动资产合计	698,642.37	847,867.17	21.36
资产总计	3,210,332.57	3,768,358.39	17.38

附件2-2 北京北辰实业股份有限公司
 2013 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2013 年	2014 年	变动率(%)
流动负债：			
短期借款	125,000.00	115,000.00	-8.00
交易性金融负债	0.00	0.00	
应付票据	0.00	0.00	
应付账款	218,205.03	294,378.71	34.91
预收款项	491,931.19	540,173.22	9.81
应付职工薪酬	6,366.35	7,072.34	11.09
应交税费	52,104.09	86,447.89	65.91
应付利息	5,520.52	6,538.27	18.44
应付股利	116.22	116.22	0.00
其他应付款	77,896.21	114,663.69	47.20
应付债券	0.00	0.00	
一年内到期的非流动负债	217,017.48	130,975.00	-39.65
其他流动负债	0.00		
流动负债合计	1,194,157.09	1,295,365.34	8.48
非流动负债：			
长期借款	801,033.10	1,215,375.00	51.73
应付债券	149,409.89	149,647.38	0.16
长期应付款	693.48	618.64	-10.79
递延收益	0.00	0.00	
预计负债	0.00	0.00	
递延所得税负债	0.00	0.00	
其他非流动负债	0.00	0.00	
非流动负债合计	951,136.47	1,365,641.02	43.58
负债合计	2,145,293.56	2,661,006.35	24.04
所有者权益：			
股本	336,702.00	336,702.00	0.00
资本公积	369,778.34	369,778.34	0.00
减：库存股	0.00	0.00	
专项储备	0.00	0.00	
盈余公积	71,844.62	74,915.01	4.27
未分配利润	278,890.06	308,700.05	10.69
外币报表折算差额	0.00	0.00	
归属于母公司所有者权益合计	1,057,215.02	1,090,095.40	3.11
少数股东权益	7,824.00	17,256.64	120.56
所有者权益合计	1,065,039.01	1,107,352.04	3.97
负债和所有者权益总计	3,210,332.57	3,768,358.39	17.38

附件 3 北京北辰实业股份有限公司
2013 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、营业收入	550,499.08	623,362.26	13.24
减: 营业成本	281,956.31	326,010.71	15.62
营业税金及附加	57,564.44	82,188.86	42.78
销售费用	25,252.52	31,710.44	25.57
管理费用	63,321.36	69,939.87	10.45
财务费用	30,388.11	33,440.55	10.04
资产减值损失	1.69	291.44	17,125.87
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)			
投资收益 (损失以“—”号填列)	1,493.91	-66.89	-104.48
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-71.23	-66.89	-6.09
汇兑收益 (损失以“—”号添列)			
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	93,508.54	79,713.50	-14.75
加: 营业外收入	208.85	212.61	1.80
减: 营业外支出	507.66	598.88	17.97
其中: 非流动资产处置损失	-259.26	247.99	-195.65
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	93,209.73	79,327.24	-14.89
减: 所得税费用	23,501.26	20,608.21	-12.31
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	69,708.47	58,719.03	-15.76
其中: 归属于母公司所有者的净利润	66,453.50	53,082.50	-20.12
少数股东损益	3,254.97	5,636.53	73.17
五、每股收益:			
(一) 基本每股收益	0.20	0.16	-20.00
(二) 稀释每股收益	0.20	0.16	-20.00
六、其他综合收益			
七、综合收益总额	69,708.47	58,719.03	-15.76
归属于母公司所有者的综合收益总额	66,453.50	53,082.50	-20.12
归属于少数股东的综合收益总额	3,254.97	5,636.53	73.17

附件 4 北京北辰实业股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2013 年	2014 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量:			
销售商品、提供劳务收到的现金	657,767.26	655,604.26	-0.33
收到的税费返还			
收到其他与经营活动有关的现金	37,629.03	6,726.07	-82.13
经营活动现金流入小计	695,396.29	662,330.33	-4.75
购买商品、接受劳务支付的现金	421,548.33	570,090.81	35.24
支付给职工以及为职工支付的现金	64,137.08	69,810.42	8.85
支付的各项税费	83,679.01	131,885.86	57.61
支付其他与经营活动有关的现金	12,621.35	16,062.32	27.26
经营活动现金流出小计	581,985.77	787,849.41	35.37
经营活动产生的现金流量净额	113,410.52	-125,519.09	-210.68
二、投资活动产生的现金流量:			
收回投资收到的现金			
取得投资收益收到的现金	597.36	142.85	-76.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	86.81	54.59	-37.12
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	308.86	
投资活动现金流入小计	684.18	506.29	-26.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16,204.30	19,394.73	19.69
投资支付的现金	55,291.77	30,000.00	-45.74
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3,722.07	-2,004.39	-153.85
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	
投资活动现金流出小计	75,218.15	47,390.34	-37.00
投资活动产生的现金流量净额	-74,533.97	-46,884.05	-37.10
三、筹资活动产生的现金流量:			
吸收投资收到的现金	0.00	3,500.00	
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	
取得借款收到的现金	620,541.85	831,566.90	34.01
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	51,743.93	
筹资活动现金流入小计	620,541.85	886,810.83	42.91
偿还债务支付的现金	486,125.00	513,267.48	5.58
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	111,342.88	115,503.62	3.74
支付其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流出小计	597,467.88	628,771.10	5.24
筹资活动产生的现金流量净额	23,073.97	258,039.73	1,018.32
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	61,950.53	85,636.60	38.23
加: 期初现金及现金等价物余额	257,675.17	319,625.69	24.04
六、期末现金及现金等价物余额	319,625.69	405,262.29	26.79

附件 5 北京北辰实业股份有限公司
2013 年~2014 年合并现金流量表补充资料
 （单位：人民币万元）

补充资料	2013 年	2014 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	69,708.47	58,719.03	-15.76
加：资产减值准备	1.69	291.44	17,125.87
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	15,308.25	14,976.59	-2.17
无形资产摊销	36.09	64.47	78.62
投资性房地产摊销	16,668.26	662.76	-96.02
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“－”号填列）	244.62	241.15	-1.42
固定资产报废损失（收益以“－”号填列）			
公允价值变动损失（收益以“－”号填列）			
财务费用（收益以“－”号填列）	32,121.71	35,406.24	10.23
投资损失（收益以“－”号填列）	-1,493.91	66.89	-104.48
递延所得税资产减少（增加以“－”号填列）	1,673.70	-14,835.78	-986.40
递延所得税负债增加（减少以“－”号填列）			
存货的减少（增加以“－”号填列）	-114,166.27	-342,785.07	200.25
经营性应收项目的减少（增加以“－”号填列）	-3,167.93	-32,273.86	918.77
经营性应付项目的增加（减少以“－”号填列）	92,334.01	139,458.13	51.04
受限制的担保金及保证金的增加	4,141.81	14,488.92	249.82
经营活动产生的现金流量净额	113,410.52	-125,519.09	-210.68

附件 6 北京北辰实业股份有限公司

主要财务指标

项 目	2013 年	2014 年
经营效率		
应收账款周转次数(次)	105.90	99.62
存货周转次数(次)	0.14	0.15
总资产周转次数(次)	0.18	0.18
现金收入比率	119.49	105.17
盈利能力		
总资本收益率(%)	6.05	7.71
总资产报酬率(%)	4.09	3.32
净资产收益率(%)	6.69	5.41
主营业务毛利率(%)	49.42	48.47
营业利润率(%)	38.32	34.52
费用收入比(%)	21.61	21.67
财务构成		
资产负债率(%)	66.82	70.61
全部债务资本化比率(%)	54.82	59.26
长期债务资本化比率(%)	47.16	55.21
偿债能力		
EBITDA 利息倍数(倍)	1.88	1.36
EBITDA 全部债务比(倍)	0.12	0.08
经营现金债务保护倍数(倍)	0.09	-0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.03	-0.11
流动比率(倍)	2.10	2.25
速动比率(倍)	0.38	0.41
现金短期债务比(倍)	1.01	1.75
经营现金流动负债比率(%)	9.50	-9.69
经营现金利息偿还能力(倍)	1.35	-1.30
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.46	-1.79
本期公司债券偿债能力		
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.63	0.53

附件 7 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。