

# 跟踪评级公告

联合评字[2016]508 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贵公司主体长期信用状况和贵公司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+，评级展望为“稳定”**

**北京北辰实业股份有限公司发行的“14 北辰 01”、“14 北辰 02”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：

二零一六年五月廿一日

---

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

# 北京北辰实业股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA+

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

| 债券简称     | 债券规模  | 债券期限  | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间          |
|----------|-------|-------|--------|--------|-----------------|
| 14 北辰 01 | 10 亿元 | 3+2 年 | AA+    | AA+    | 2015 年 4 月 27 日 |
| 14 北辰 02 | 15 亿元 | 5+2 年 | AA+    | AA+    | 2015 年 4 月 27 日 |

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 30 日

财务数据:

| 项目               | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)         | 376.84 | 474.13 | 477.61   |
| 所有者权益(亿元)        | 110.74 | 118.69 | 120.57   |
| 长期债务(亿元)         | 136.5  | 170.85 | 169.90   |
| 全部债务(亿元)         | 166.27 | 233.88 | 223.79   |
| 营业收入(亿元)         | 62.34  | 71.86  | 25.79    |
| 净利润(亿元)          | 5.87   | 6.35   | 1.88     |
| EBITDA(亿元)       | 13.17  | 14.62  | 2.53     |
| 经营性净现金流(亿元)      | -12.55 | -31.61 | 1.31     |
| 营业利润率(%)         | 34.52  | 32.55  | 27.13    |
| 净资产收益率(%)        | 5.41   | 5.54   | --       |
| 资产负债率(%)         | 70.61  | 74.97  | 74.76    |
| 全部债务资本化比率(%)     | 60.02  | 66.34  | 64.99    |
| 流动比率(倍)          | 2.25   | 2.13   | 2.12     |
| EBITDA 全部债务比(倍)  | 0.08   | 0.06   | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍)   | 1.36   | 1.08   | --       |
| EBITDA/债券本金合计(倍) | 0.53   | 0.58   | --       |

注: 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

2015 年, 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, 开发项目协议销售金额依然稳步增长; 营业收入及利润水平稳步增长。跟踪期内, 公司土地储备新增杭州、武汉等多个二线城市, 一定程度上拓宽公司未来收入分布范围, 有利于分散集中性风险。公司在建及可售项目储备较多, 能够为公司未来经营提供支撑。同时, 公司债务规模增长较快, 对公司偿债能力提出更高要求, 新增土地储备明显集中于二线城市, 未来经营状况受二线城市房地产市场影响加大。

未来公司将继续坚持“开发+持有”的业务模式, 继续执行低成本扩张、品牌扩张和资本扩张三大战略, 随着存量项目陆续销售完毕, 新增项目开发运营以及定向增发成功发行, 公司有望实现可持续发展。

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

## 优势

1. 2015 年, 公司物业开发项目协议销售金额呈增长态势, 营业收入及利润水平稳步增长。

2. 跟踪期内, 公司土地储备新增杭州、武汉等多个二线城市, 一定程度上拓宽公司未来收入分布范围, 有利于分散集中性风险。

3. 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收入规模较大。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。

4. 2016 年 2 月 3 日, 公司收到中国证券监督管理委员会核准公司非公开发行 5.62 亿新

股的批复，如未来公司增发成功，公司资本实力将得到增强。

#### 关注

1. 公司房地产开发业务销售收入主要来自北京和长沙，该两个城市房地产市场的波动对公司业绩的影响较大。

2. 2015 年公司房地产开发新增土地主要位于在杭州、武汉、成都和合肥等二线城市，随着存量项目销售完毕，未来二线城市房地产销售占比将逐渐提升，二线城市房地产市场状况对公司未来销售状况影响加大。

3. 2015 年，公司拿地力度加大，经营现金净流出规模较大；债务规模有所增长，存在一定债务压力。

#### 分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

蔡昭

电话：010-85172818

邮箱：caiz@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

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（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，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

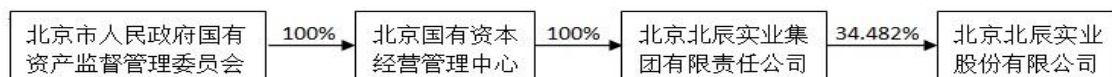
联合信用评级有限公司

## 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2016年3月底，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，股权结构如下。

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。2015年公司新增杭州、武汉、成都、苏州、南京、合肥和廊坊等二线城市土地储备，同时组建了北京北辰会展集团有限公司（以下简称“北辰会展集团”），为公司会展产业的持续发展搭建了坚实的平台和完善的架构。截至2016年3月，公司有控股子公司26家，参股子公司3家，在册员工6,132人。

截至2015年底，公司合并资产总额474.13亿元，负债合计355.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）118.69亿元，其中归属于母公司所有者权益合计112.65亿元。2015年公司实现营业收入71.86亿元，净利润（含少数股东损益）6.35亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计6.12亿元；经营活动产生的现金流量净额-31.61亿元，现金及现金等价物净增加额20.51亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额477.61亿元，负债合计357.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）120.57亿元，其中归属于母公司所有者权益合计114.49亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入25.79亿元，净利润（含少数股东损益）1.88亿元，其中归属于母公司所有者的净利润合计1.84亿元；经营活动产生的现金流量净额1.31亿元，现金及现金等价物净增加额-0.67亿元。

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。

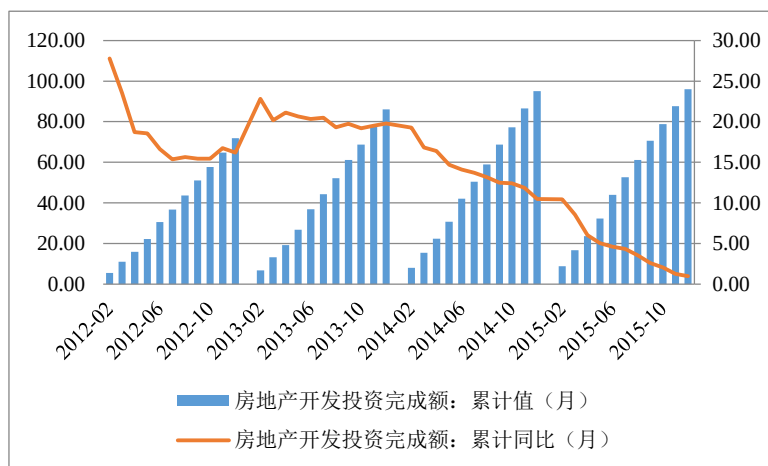
## 二、债券发行及募集资金使用情况

本次债券经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]1302号文件核准，于2015年1月23日发行完毕，并于2015年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%。本次公司债券募集资金已经使用完毕。公司已于2016年1月20日支付“14北辰01”和“14北辰02”上一计息年度的利息。

### 三、行业分析

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24 亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.1 %；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：wind 资讯

从土地供应量来看，土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。2015 年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为 5.79 亿平方米和 4.68 亿平方米，分别较上年下降 11.74% 和 18.04%；2015 年土地平均溢价率为 16.81%，较上年增加 5.06 个百分点。在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米）

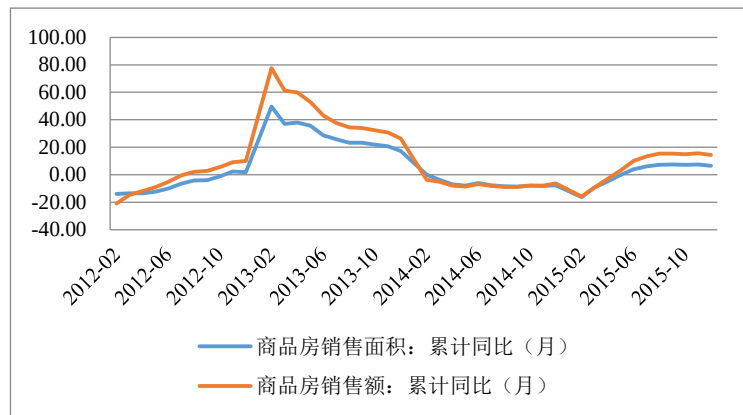
|          | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 供应土地占地面积 | 8.57   | 8.68   | 6.56   | 5.79   |
| 成交土地占地面积 | 7.31   | 7.75   | 5.71   | 4.68   |
| 成交土地占比   | 85.30% | 89.29% | 87.65% | 80.83% |
| 土地平均溢价率  | 7.02%  | 17.92% | 11.75% | 16.81% |

资料来源：wind 资讯

资金来源方面，2015 年，政府持续实行适度宽松的货币政策，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》，大大降低发行债券门槛，房地产企业资金来源有所拓宽。房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

从商品房市场供求情况看，2015 年，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，增速比 11 月份回落 0.9 个百分点；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。

图3 2012~2015年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



数据来源：wind 资讯

从商品房销售价格看，2015年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，百城住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增长4.15%，增速较上年同期增加6.84个百分点；环比增长0.74%。2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自2014年4月份以来连续12个月下跌，2015年5月份开始有所好转，11~12月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，8月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

2015年，北京房地产市场随着多项利好政策出台，购房需求快速释放，与此同时，受到供应端不足的影响，市场呈现供不应求的态势，销售价格快速攀升。2015年，北京市商品住宅销售面积为1,127万平方米，同比微降0.9%，销售金额为人民币2,513亿元，同比增长19.5%，平均售价为人民币22,300元/平方米，较去年同期增长20.5%。2015年，长沙商品房市场成交量大幅上涨，但由于市场供应量充足，房价并未出现大幅增长。2015年，长沙房地产市场商品住宅成交面积和金额分别为1,687万平方米和人民币935亿元，同比分别增长26.7%和28.7%，商品住宅成交均价为人民币5,544元/平方米，同比增长1.6%。

房地产政策方面，2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策，自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。2016年3月，税务局发布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税【2016】36号），对于房地产企业来说，从短期看，对于之前已经在建项目将采用5%的征收率作为过度，所以短期（2016年）来说，对于以前在建项目，税率由营业税5%（价内税）调整为增值税征收率5%（价外税），实际税负有所下降；从长期（2017年及此后）来看，税率调整为11%，但是首先从政府取得土地支付的价款可以抵扣销售额，其次可以抵扣进项税额，从整体测算，税负应基本持平；但是随着营改增的逐步深入，上游链条企业（如建筑业）抵扣增加，预计可以实现税负逐年下降。行业关注方面，目前商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低，根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面

积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。房屋新开工面积同比增速自 2014 年 2 月起始终保持负增长；近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观；目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，由于地产项目的土地成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续，如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润；

整体而言，近期来看，房地产调控政策转向，资金压力获得缓解，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。同时，房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，土地供求量均出现下滑，不同城市房地产市场价格持续分化，预计未来房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

#### 四、管理情况

跟踪期内，公司部分高管人员发生变动。其中，2015 年 3 月，原副董事长李长利因工作需要职务变动，现担任公司董事；原总经理赵惠芝因退休离职，职位由曾劲担任；原副总经理刘建平、司海群因退休离职；2015 年 5 月，原独立董事龙涛、甘培忠、黄冀忠因公司董事会换届选举离职，职位由符耀文、郭雳、吴革担任；2015 年 11 月，公司聘任李云、陈德启为公司副总经理；2015 年 12 月，原独立董事郭雳因个人原因离职，公司聘请董安生担任公司的独立董事；2016 年 3 月，原职工监事柳耀中因退休离职，职位由颜景辉担任，原股东代表监事李国锐因个人年龄原因离职，职位由张金利担任，董安生、张金利职位变更自 2015 年年度股东大会审议通过之日起生效。

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。

#### 五、经营分析

##### 1. 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。2015 年，公司主营业务收入占全年营业收入的 99.75%，较上年提高 0.06 个百分点，主营业务仍然十分突出。

2015 年，公司实现主营业务收入 71.68 亿元，较上年增长 15.38%，主要是公司出售开发产品业务结转收入大幅增长导致。分业务种类看，2015 年出售开发产品业务收入 45.27 亿元，收入较上年增长 22.05%，主要是北辰香麓（温泉镇项目）和长沙北辰三角洲项目结转收入增长，该业务收入占主营业务收入的 63.16%，较上年进一步提高 3.46 个百分点，仍然为公司主要收入来源，且对主营业务收入的贡献进一步提高。2015 年公司投资物业（含酒店）收入 23.22 亿元，较上年项目增长，主要是本期出租率及租金收入较去年同期增长所致。受市场环境影响，公司零售商业业务 2015 年收入 2.32 亿元，较上年下降 19.58%，但由于该业务板块占比较小，对主营业务影响较小。

毛利率方面，公司 2015 年出售开发产品业务毛利率 34.93%，较上年减少 7.63 个百分点，主要是结转项目毛利率较低导致；投资物业（含酒店）业务毛利率 60.19%，基本稳定，仍然为公司毛利率最高的业务板块；零售商业业务毛利率 38.94%，较上年略增 1.35 个百分点，基本稳定。受出售开发产品业务板块毛利率下降影响，公司 2015 年主营业务毛利率 42.60%，较上年下降 4.93 个百分

点。

表2 近两年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

| 项目        | 2014 年 |        |       | 2015 年 |        |        |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
|           | 收入     | 占比     | 毛利率   | 收入     | 占比     | 毛利率    |
| 出售开发产品业务  | 37.09  | 59.70  | 42.56 | 45.27  | 63.16  | 34.93  |
| 投资物业（含酒店） | 21.12  | 34.00  | 60.34 | 23.22  | 32.39  | 60.19  |
| 零售商业      | 2.89   | 4.65   | 37.59 | 2.32   | 3.24   | 38.94  |
| 其他业务      | 1.03   | 1.65   | -8.65 | 0.87   | 1.21   | -17.96 |
| 合计        | 62.13  | 100.00 | 47.53 | 71.68  | 100.00 | 42.60  |

资料来源：公司年报

从主营收入分地区情况看，2015年，北京地区实现主营业务收入41.89亿元（同比上年减少了0.87%）；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29.79亿元（同比上年增长了49.94%）。

总体看，2015年，由于北辰香麓（温泉镇项目）和长沙北辰三角洲项目等项目结转收入增长，同时物业出租率及租金增长，公司收入规模进一步增长，但受结转项目毛利率较低影响，公司整体毛利率水平同比上年有所下降。

## 2. 业务运营情况

### 房地产开发

#### （1）项目开发

2015年，公司房地产开发业务仍集中于北京和长沙两个城市，同时新增加武汉和杭州两地住宅和商业项目。

公司位于北京的项目包括刚需及改善型项目、别墅、保障房和商业项目，其中北辰绿色家园、碧海方舟等项目已基本售罄；北辰香麓、北辰福第项目在2015年实现竣工；公司2015年在北京顺义地区新开工当代北辰·悦MOMA项目，此为自主性商品房及两项房项目，总建筑面积13.25万平方米，总投资23.47亿元，2015年投入3.49亿元；北辰红橡墅和北辰·墅院1900尚在建设中，在建面积分别为17.38万平方米和21.33万平方米。

公司位于长沙的项目仍然为北辰三角洲和北辰中央公园项目，两项目仍然处于在建过程中，其中北辰三角洲总建筑面积549.00万平方米，已竣工203.80万平方米。

公司2015年在武汉和杭州新开发北辰当代优+、北辰奥园和杭州顺发旭辉国悦府一期三个项目，均为住宅加商业项目，三个项目合计总建筑面积75.08万平方米，总投资64.15亿元，均已开始预售。

2015年，公司新开工面积66.93万平方米，在建面积276.35万平方米，竣工面积52.65万平方米，均较上年有所减少，主要是公司面对目前房地产市场情况，项目开发更加谨慎。

表3 2014~2015年公司主要开发数据

| 项目          | 2014 年 | 2015 年 |
|-------------|--------|--------|
| 新开工面积（万平方米） | 84.90  | 66.93  |
| 在建面积（万平方米）  | 285.23 | 276.35 |
| 竣工面积（万平方米）  | 75.82  | 52.65  |

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司在建项目主要包括北辰红橡树、北辰·墅院1900、当代北辰·悦MOMA、

北辰三角洲、北辰中央公园、北辰当代优+、北辰奥园和杭州顺发旭辉国悦府一期合计8个项目。截至2015年底，公司在建项目总建筑面积770.66万平方米，已竣工建筑面积221.12万平方米，各项目预计总投资额为517.65亿元，未来存在一定融资压力。具体情况见下表。

表4 截至2015年底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目                  | 地区       | 业态             | 项目进展 | 规划计容<br>建筑面积 | 总建筑<br>面积 | 在建建<br>筑面积 | 已竣工建<br>筑面积 | 总投资<br>额 | 2015年实<br>际投资额 |
|---------------------|----------|----------------|------|--------------|-----------|------------|-------------|----------|----------------|
| 北辰红橡墅               | 北京<br>昌平 | 别墅             | 在建   | 15.00        | 21.37     | 17.38      | 9.70        | 27.58    | 3.73           |
| 北辰·墅院<br>1900       | 北京<br>顺义 | 住宅             | 在建   | 14.00        | 21.33     | 21.33      | 7.62        | 24.45    | 2.00           |
| 当代北辰·悦<br>MOMA      | 北京<br>顺义 | 自住型商品<br>房、两限房 | 新开工  | 10.90        | 13.25     | 13.25      | 0.00        | 23.47    | 3.49           |
| 北辰三角洲               | 湖南<br>长沙 | 住宅、商业、<br>写字楼等 | 在建   | 392.00       | 549.00    | 142.13     | 203.80      | 330.00   | 23.18          |
| 北辰中央公<br>园          | 湖南<br>长沙 | 住宅             | 在建   | 72.00        | 90.63     | 28.58      | 0.00        | 48.00    | 4.88           |
| 北辰当代优+              | 湖北<br>武汉 | 住宅、商业          | 新开工  | 24.00        | 32.50     | 11.09      | 0.00        | 21.00    | 1.76           |
| 北辰奥园                | 浙江<br>杭州 | 住宅、商业          | 新开工  | 23.00        | 31.75     | 31.75      | 0.00        | 28.30    | 5.75           |
| 杭州顺发旭<br>辉国悦府一<br>期 | 浙江<br>杭州 | 住宅、商业          | 新开工  | 7.50         | 10.83     | 10.83      | 0.00        | 14.85    | 8.94           |
| 合计                  |          |                |      | 558.40       | 770.66    | 276.34     | 221.12      | 517.65   | 53.73          |

资料来源：公司审计报告

注：总投资额为项目的预计总投资额。

总体看，公司房地产开发的规模较大，近两年主要开发指标有所下降，对项目开发更加谨慎，北京地区大部分项目实现竣工，长沙地区以加速开发北辰三角洲项目为主，同时新开发武汉和杭州两地住宅加商业项目。

## （2）房屋销售

从销售数据来看，2015年，公司销售业绩良好，实现销售金额和销售面积分别为73.41亿元和61.02万平方米，分别较上年增长79.44%和130.53%，主要是北辰三角洲、长沙北辰中央公园项目销售进度加快所致。2015年协议销售均价1.20万元/平方米，较上年有所下降，与当年销售项目包括多个京外项目，单价相对较低有关。

表5 2014~2015年公司房地产业务运营数据

| 项目             | 2014年 | 2015年 |
|----------------|-------|-------|
| 协议销售面积（万平方米）   | 26.47 | 61.02 |
| 协议销售金额（亿元）     | 40.91 | 73.41 |
| 协议销售均价（万元/平方米） | 1.55  | 1.20  |
| 结转收入面积（万平方米）   | 23.62 | 34.74 |
| 结转收入（亿元）       | 37.09 | 45.27 |

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2015年，受益于北辰三角洲开发进度加快、北辰香麓（温泉项目）项目竣

工，公司结转面积34.74万平方米，结转收入45.27亿元，较上年继续保持增长态势。

2016年，公司房地产业务预计实现新开工面积243万平方米，复工面积466万平方米，竣工面积88万平方米，预计实现销售面积90万平方米，签订合同金额（含车位）人民币118亿元。随着销售合同的陆续结转，公司2016年收入规模有望保持稳定增长。

总体看，2015年主要受益于长沙北辰三角洲项目推进，公司协议销售面积和金额均有所增长，同时结转收入面积和收入也有所增长，随着项目持续推进和新项目投入销售，未来预计公司销售状况将进一步向好。

### （3）土地储备

2015年，公司加速土地储备，低成本扩张，新进入成都、苏州、南京、合肥、廊坊五个城市，新增12宗土地，增加共计211万平方米（对应建筑面积，下同）的土地储备，另外北京和长沙存量项目中还有大量土地储备，截至2015年底，公司所有在开发项目的总建筑面积合计873.13万平方米，在建面积181.80万平方米，土地储备527.00万平方米。公司的土地储备中，长沙北辰三角洲项目的土地储备达242.40万平方米，未来几年内将为公司提供较为充足的销售来源。

表6 截至2015年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

| 项目名称        | 区位   | 总建筑面积  | 在建面积   | 持有待开发土地建筑面积 |
|-------------|------|--------|--------|-------------|
| 北辰三角洲       | 湖南长沙 | 549.00 | 142.13 | 242.40      |
| 北辰中央公园      | 湖南长沙 | 90.63  | 28.58  | 62.10       |
| 北辰当代优+      | 湖北武汉 | 32.50  | 11.09  | 21.40       |
| 杭州顺发旭辉国悦府二期 | 浙江杭州 | 3.06   | --     | 3.10        |
| 北辰·朗诗南门绿郡   | 四川成都 | 23.43  | --     | 23.40       |
| 苏州·北辰旭辉壹号院  | 江苏苏州 | 26.75  | --     | 26.80       |
| 北辰旭辉铂悦·金陵   | 江苏南京 | 10.53  | --     | 10.50       |
| 成都大源项目      | 四川成都 | 14.70  | --     | 14.70       |
| 廊坊龙河新区项目    | 河北廊坊 | 41.92  | --     | 41.90       |
| 合肥庐阳区项目     | 安徽合肥 | 32.86  | --     | 32.90       |
| 武汉光谷创意天空项目  | 湖北武汉 | 47.75  | --     | 47.80       |
| 合计          |      | 873.13 | 181.80 | 527.00      |

资料来源：公司提供

注：上述土地储备项目不包含已开发未售项目，仅为含有未开发土地的项目。公司总土地储备为778.8万平方米，权益土地储备为636.5万平方米，上述土地储备不包含在开发未销售项目。

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，2015年公司土地储备新增杭州、武汉、成都、合肥等二线城市，一定程度上拓宽公司未来收入分布范围，有利于分散集中性风险。

### 投资物业

跟踪期内，公司未新增投资物业，但原有投资物业出租率和租金较上年有一定提升，该板块对公司收入贡献持续加大。此外，公司于2015年正式组建了北辰会展集团，该集团以“整合内外外部资源、发展北辰会展产业”为使命，以6家实体公司<sup>1</sup>为发展平台，推进实施包括“加快会展、

<sup>1</sup>六家企业分别为母公司北京北辰会展集团有限公司，及其旗下原有的两家子公司北京北辰酒店管理有限公司、北京北辰信通网络技术服务有限公司和新成立的北京北辰会展信息服务有限公司、北京北辰时代会展有限公司、北京北辰星会展有限公司。

酒店的品牌经营和管理输出”、“挺进会展研发、教育、培训与行业交流”、“实现会展+互联网经济的融合发展”和“开拓会议展览的主办及承办”在内的4大业务体系，未来公司将根据市场变化和行业趋势，积极探索任何可能的创新业务和培育业务，最终实现“6+4+N”的业务模式。北辰会展集团的成立，为公司会展产业的持续发展搭建了坚实的平台和完善的架构。

国家会议中心和北京国际会议中心作为北辰会展功能区的核心，2015年共计接待了1,754个会议和90个展览，较去年增长194个。2015年，公司创新会展产业发展思路，国家会议中心成功主办了“2015高端学术会议发展论坛暨展洽会”、“2015全球移动互联网大会—移动互联+会展分论坛”、“第二届高端学术会议发展论坛”等一系列大型会议。北京国际会议中心在稳固主营市场的基础上，针对细分市场，加大开发力度。未来公司将利用价格杠杆优化会展项目，努力提高经济效益。

写字楼业态方面，2015年，公司整合客户资源，优化客户结构，开展差异化营销，出租率和租金水平维持在较高水平，成为投资物业（含酒店）板块利润的重要来源；酒店业态方面，公司以市场需求为导向，开展有针对性的营销策略，同时加大互联网营销模式的推广，逐步提升品牌知名度和影响力，房价和出租率优于同行业平均水平；公寓业态方面，公司针对不同客户群体的差异化要求，巩固长住市场，努力提升散客市场，不断增强与会议市场需求的有效对接，出租率和平均价格保持在较高的水平。

2015年，公司投资物业（含酒店）2015年度实现营业收入23.22亿元，较上年增长9.94%，主要由于2015年写字楼公司及长沙洲际酒店经营效益增加所致，北辰时代大厦及北辰世纪中心营业收入比去年同期分别增长18%和4%。公司投资物业出租率及租金水平稳步增长，使得该板块利润较上年出现一定增长。

总体看，2015年，受益于物业出租率及租金水平稳步增长，公司投资物业经营业绩稳定增长，同时，公司组建北辰会展集团，使公司会展业务专业化，为未来创造出新的盈利增长点。

#### 零售商业（商业物业）

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和名门多福生活广场，全部位于北京奥运核心区域，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影响，2015年度，公司商业物业实现收入2.32亿元，同比上年下降了19.58%，毛利率达到38.94%，同比上年增加了1.35个百分点，主要是出租率有所下滑。2015年公司商业物业在零售业深刻的产业变革背景下，深入研判市场消费需求变化，积极创新营销推广方式，利用移动互联网平台，开展全渠道营销模式的初步探索，迎合顾客多样化消费需求，进一步提高实体店面的交易效率。

表7 截至2015年底公司持有的主要商业物业情况（单位：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 | 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 | 0.09  | 16.6 元/m <sup>2</sup> ·天 |
| 2  | 北辰购物中心北苑店  | 6.5  | 百货、超市、出租 | 联营、出租为主，自营为辅 | 2     | 8.8 元/m <sup>2</sup> /天  |
| 3  | 名门多福生活广场   | 4.4  | 百货、超市、出租 | 出租           | 2.8   | 2~3 元/m <sup>2</sup> ·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。商业物业对公司收入贡献度较低，但有利于丰富公司收入渠道来源，2015年，受市场影响，该板块销售收入出现一定下滑。

### 3. 重要事项

2016年2月3日，公司收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准北京北辰实业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2016]204号），核准公司非公开发行5.62亿新股，如未来公司增发成功，公司资产规模将进一步增长，并在一定程度上提高公司的综合实力。公司目前正积极推进该事项。

### 4. 经营关注

#### 房地产市场风险

宏观经济形势的持续变化及房地产市场的波动，尤其是公司房地产开发业务主要经营地市场的波动将给公司经营带来一定的风险。公司房地产开发业务销售收入主要来自北京和长沙，若北京及长沙地区的市场环境发生重大不利变化，将可能对公司业绩造成一定影响。

#### 公司商业物业板块受市场环境变化影响较大

受到互联网电商的冲击及不断变化的居民消费需求影响，公司商业物业板块营业收入连续两年出现下降，公司积极创新营销推广方式，开展全渠道营销模式的初步探索，经营效果有待观察。

#### 经营市场逐渐扩大给公司项目销售和管理能力带来一定挑战

2015年公司房地产开发新增土地主要位于在杭州、武汉、成都和合肥等二线城市，随着存量项目销售完毕，未来二线城市房地产销售占比将逐渐提升，二线城市房地产市场状况对公司未来销售状况影响加大。

#### 公司在建项目规模较大未来存在一定资金支出压力

截至2015年底，公司在建项目总建筑面积770.66万平方米，已竣工221.12万平方米，各项目预计总投资额合计为517.65亿元，项目待建部分规模较大，未来存在一定资金支出压力。

### 5. 未来发展

未来公司将进一步围绕低成本扩张、品牌扩张和资本扩张三大战略，继续沿着轻资产运行、新经济支撑、低成本扩张、高端服务业发展的总体发展方向，不断增强公司可持续发展能力。

发展物业方面，公司将围绕一二线中心城市，在继续深耕已进入的杭州、武汉、成都等城市基础上，聚焦热点区域的重点城市，持续关注云南、海南等文化旅游地产的投资机会，力争新进入两到三个城市，逐步完善环渤海、长三角、华中、川渝都市圈多板块覆盖的发展格局，加快实现公司全国化扩张的战略布局。

投资物业（含酒店）方面，公司将凭借处于奥运核心区域的地缘优势和业态丰富、联动性强的综合优势，继续以市场为导向，深挖各板块经营潜力，进一步提升资产经济效益。一方面提升现有投资物业综合服务保障水准，做好G20峰会、京交会、首届冬博会等重大活动的接待服务任务。另一方面以北辰会展集团的成立为契机，立足“6+4+N”的业务模式在物业经营向产业运营的转变过程中深度挖掘围绕各类需求所衍生的服务经济发展机遇，推动公司重资产投资性业务和轻资产服务性业务并重发展。

商业物业方面，面对行业同质化和新业态快速分流的经营格局，公司将通过经营模式转变、线上线下融合、多业态协同发展等多种方式，不断推进实体店差异化经营策略，努力实现经营稳定。

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的发展。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2015年财务报表已经普华永道中天会计师事务所(特殊普通合伙)审计,并出具了标准无保留意见的审计结论,2016年一季度财务报表未经审计。2015年公司新增合并单位10家,主营业务未发生变化,相关会计政策连续,财务数据可比性较强。

截至2015年底,公司合并资产总额474.13亿元,负债合计355.44亿元,所有者权益(含少数股东权益)118.69亿元,其中归属于母公司所有者权益合计112.65亿元。2015年公司实现营业收入71.86亿元,净利润(含少数股东损益)6.35亿元,其中归属于母公司所有者的净利润合计6.12亿元;经营活动产生的现金流量净额-31.61亿元,现金及现金等价物净增加额20.51亿元。

截至2016年3月底,公司合并资产总额477.61亿元,负债合计357.04亿元,所有者权益(含少数股东权益)120.57亿元,其中归属于母公司所有者权益合计114.49亿元。2016年1~3月,公司实现营业收入25.79亿元,净利润(含少数股东损益)1.88亿元,其中归属于母公司所有者的净利润合计1.84亿元;经营活动产生的现金流量净额1.31亿元,现金及现金等价物净增加额-0.67亿元。

### 2. 资产及负债结构

#### 资产

截至2015年底,公司资产总额为474.13亿元,较年初增长了25.82%,其中流动资产合计占82.92%,非流动资产合计占17.08%。

流动资产方面,截至2015年底,公司流动资产合计393.14亿元,较年初增长34.62%,主要系公司存货大幅增长,以货币资金(占比16.73%)、和存货(占比79.07%)为主。

截至2015年,公司货币资金余额65.75亿元,较年初增长52.57%,主要受项目结转影响导致阶段性时点余额较高,其中银行存款65.74亿元,其余为库存现金,受限资金4.71亿元,占比7.16%,主要为合同履约保证金、住房按揭贷款保证金等。公司存货余额为310.88亿元,较上年增长29.78%,主要系随着房地产开发项目的增加及持续建设,购入土地及工程款持续增加,公司存货构成主要为开发成本和开发产品,截至2015年底,开发成本和开发产品分别占比73.88%和25.90%,账面价值为137.35亿元的存货已作为长期借款的抵押物。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。

非流动资产方面,截至2015年底,公司非流动资产合计80.99亿元,较年初减少了4.48%,主要系固定资产有所减少导致。公司非流动资产以固定资产(占比31.58%)和投资性房地产(占比65.17%)为主。公司固定资产以房屋及建筑物为主,截至2015年底,固定资产账面价值合计25.57亿元,较年初减少19.52%,主要系2015年公司将部分房屋及建筑物改为出租,导致相应账面原值减少5.68亿元,截至2015年底,账面价值为21.06亿元的房屋及建筑物已作为长、短期借款的抵押物。截至2015年底,公司投资性房地产账面价值52.78亿元,较年初增长10.50%,是公司将部分房屋及建筑物改为出租,由固定资产计入投资性房地产导致;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,逐年计提折旧,未计提减值准备。随着公司物业主要所在地北京奥运核心区域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。截至2015年底,账面价值为43.07亿元的投资性房地产已作为长、短期借款的抵押物。

截至2015年底,公司受限资产包括货币资金4.71亿元,存货137.35亿元,固定资产21.06亿元,

投资性房地产43.03元，受限资产合计206.19亿元，占总资产比率为43.49%，受限资产占比较高，但考虑房地产行业性质，尚属正常水平。

截至2016年3月底，公司资产结构较年初变化不大，资产总额达到477.61亿元，较年初小幅增长0.73%。

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，2015年公司存货增长幅度较大；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。公司存货、投资性房地产和固定资产受限比例较高，大部分作为长、短期借款的抵押物，符合行业一般规律。

### 负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计355.44亿元，较年初增长33.57%，长期负债和短期负债均出现一定量增长。公司负债中，流动负债与非流动负债分别占51.92%和48.08%。

截至2015年底，公司流动负债合计184.54亿元，较年初增长了42.46%。公司流动负债主要以应付账款（占比15.65%）、预收款项（占比38.08%）、应交税费（占比5.86%）、其他应付款（占比13.07%）、一年内到期的非流动负债（占比22.53%）为主。

2015年公司偿还大量短期信用借款，短期借款余额大幅减少至4.92亿元；应付账款余额28.87亿元，较年初减少1.92%，主要为应付工程款项；预收账款余额70.18亿元，较年初增长29.93%，主要是开发项目实现预售的规模持续增长导致，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；公司应交税费合计10.81亿元，较年初增长25.04%，主要为应交土地增值税和应交企业所得税；其它应付款余额24.12亿元，较年初增长110.38%，主要为公司部分子公司分别来自其少数股东取得的股东借款由年初的5.17亿元增长至16.52亿元，该部分借款借款期限均为一年，利率区间为8.50%至10.00%；另外，由于部分长期借款和债券将在一年内到期，导致一年内到期的非流动负债较年初增长217.49%，年底余额为41.58亿元。

截至2015年底，公司非流动负债为170.91亿元，较年初增长25.15%，其构成中主要为应付债券（占14.50%）和长期借款（占85.47%）。截至2015年底，公司应付债券24.78亿元，较年初增长65.61%，主要系公司2015发行新债所致；长期借款余额146.07亿元，较年初增长20.19%，主要是抵押借款增长所致。

截至2015年底，公司全部债务合计233.88亿元，较年初大幅增长40.66%，其中，短期债务为63.02亿元，长期债务为170.85亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为74.97%、66.34%和59.01%，分别较上年分别增长4.36个百分点、6.31个百分点和3.80个百分点，负债水平较年初有所增长，债务负担处于正常水平。

截至2015年底，公司所有者权益合计118.69亿元，较年初小幅增长7.18%。其中归属于母公司所有者权益112.65亿元，其中实收资本占比29.89%，资本公积占比32.42%、盈余公积占比6.97%、未分配利润占比30.72%，未分配利润占比较大，权益的稳定性尚可。

截至2016年3月底，公司负债及所有者权益结构较年初变化不大，负债规模为357.04亿元，较年初小幅增长0.45%；所有者权益达到120.57元，较年初小幅增长1.58%。

总体看，随着公司银行借款增长及2015年1月份公司债发行成功，公司负债规模有所增长，公司目前债务负担一般水平；随着未分配利润增长，所有者权益出现一定增长，权益稳定性尚可。

### 3. 盈利能力

2015年，随着公司北辰福第（常营项目）、北辰香麓（温泉项目）及长沙北辰三角洲等项目结转收入，另外投资物业出租率和租金均较上年有所上升，公司实现营业收入71.86亿元，同比增长了15.28%。2015年公司利润总额8.64亿元，同比增长8.88%，净利润6.35亿元，同比增长8.20%，其中归属于母公司净利润6.12亿元，同比增长15.29%。

随着公司销售规模及债务的增长，公司期间费用总额亦呈现增长态势，2015年，公司销售费用、管理费用、财务费用增长率分别为29.66%、-2.66%和13.02%，其中销售费用增长较快，主要是公司房地产开发项目2015年增长较多且逐渐进入销售状态，工作人员薪酬及广告支出增加。2015年，公司期间费用总额14.70亿元（同比上年增长8.81%），其中销售费用占比27.97%、管理费用占比46.32%、财务费用占比25.71%，管理费用占比仍较大。2015年，公司费用收入比为20.46%（2014年为21.67%），公司费用收入同比上年略有下降。

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。2015年公司实现利润总额8.64亿元，其中营业外收入占比0.75%，公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

2015年公司整体盈利情况基本稳定，从盈利指标来看，2015年公司营业利润率为32.55%，同比2014年的34.52%下降了1.97个百分点，随着净利润的增长，公司净资产收益率从2014年的5.41%升至5.54%。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 8 2015 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 | 总资产报酬率 |
|------|-------|--------|--------|
| 世茂股份 | 36.32 | 11.51  | 6.58   |
| 金融街  | 30.05 | 9.07   | 4.25   |
| 鲁商置业 | 19.93 | 5.41   | 0.98   |
| 北辰实业 | 42.73 | 5.52   | 2.89   |

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。

2016年一季度，公司受项目结转影响，收入持续稳定增长，实现营业收入25.79亿元，实现净利润1.88亿元。

总体看，2015年公司盈利能力基本稳定，但盈利规模仍保持较大并处于增长态势，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。

### 4. 现金流

从经营活动来看，2015年公司经营活动现金流入为91.24亿元，同比上年增长37.76%，主要系房地产销售现金流入大幅增长所致。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-31.61亿元。

从投资活动来看，2015年，公司投资活动现金净流额为-1.92亿元，同比2014年的-4.69亿元，呈现净流出减少态势，主要系2015年公司收回合营公司武汉当代北辰置业有限公司投资收到现金1.93亿元。

从筹资活动来看，2015年随着公司新增银行贷款及新债发行，筹资活动现金流量净额为54.05亿元，同比2013年的25.80亿元呈现大幅增长状态。

总体看，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，公司融资需求较大，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发行新债基本能够满足公司的融资需求。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至2015年底，公司随着货币资金和存货增长，公司流动比率处于较高水平的2.13倍，但较上年略有下降（上年为2.25倍），公司速动比率为0.45倍，较上年略有上升（上年为0.41倍），公司现金短期债务比为1.04倍（2014年为1.45倍），公司短期偿债能力有所提升，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，随着债务规模的持续增加，2015年公司全部债务资本化比率增长至66.34%（2014年为60.02%），2015年公司EBITDA为14.62亿元，较上年增长11.03%，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为1.08倍和0.06倍（2014年两项指标分别为1.36倍和0.08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-0.14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，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。

截至2015年底，公司获得122亿元银行授信额度，已提取借款89亿元，剩余授信额度33亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，直接融资能力较强，如公司未来5.62亿新股发行成功，也将在一定程度上提升公司的偿债能力。

截至2015年底，公司对外担保余额合计34.25亿元，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2016年5月10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。

2015年，北京建工集团有限责任公司对公司提起的两项关于工程款的诉讼的已全部结案，根据诉讼审理结果，公司两项诉讼合计应支付9,154.28万元，公司已按照裁决内容履行完毕全部义务，两案已经审理并执行终结。

总体看，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、预收款项规模较高及新股发行等因素，未来公司偿债能力有望得到提升。

### 七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达65.75亿元，约为“14北辰01”和“14北辰02”本金合计（25亿元）的2.63倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达118.69亿元，约为债券本金合计（25亿元）的4.75倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14北辰01”和“14北辰02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为14.62亿元，约为“14北辰01”和“14北辰02”本金合计（25亿元）的0.58倍，公司EBITDA对“14北辰01”和“14北辰02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入91.24亿元，约为“14北辰01”和“14北辰02”本金合计（25亿元）的3.65倍，公司经营活动现金流入量对“14北辰01”和“14北辰02”的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为北京市内规模较大的上市房地产企业，在行业地位、资产

规模、土地储备等方面具有综合竞争优势，公司对“14 北辰 01”和“14 北辰 02”的偿还能力很强。

## 八、综合评价

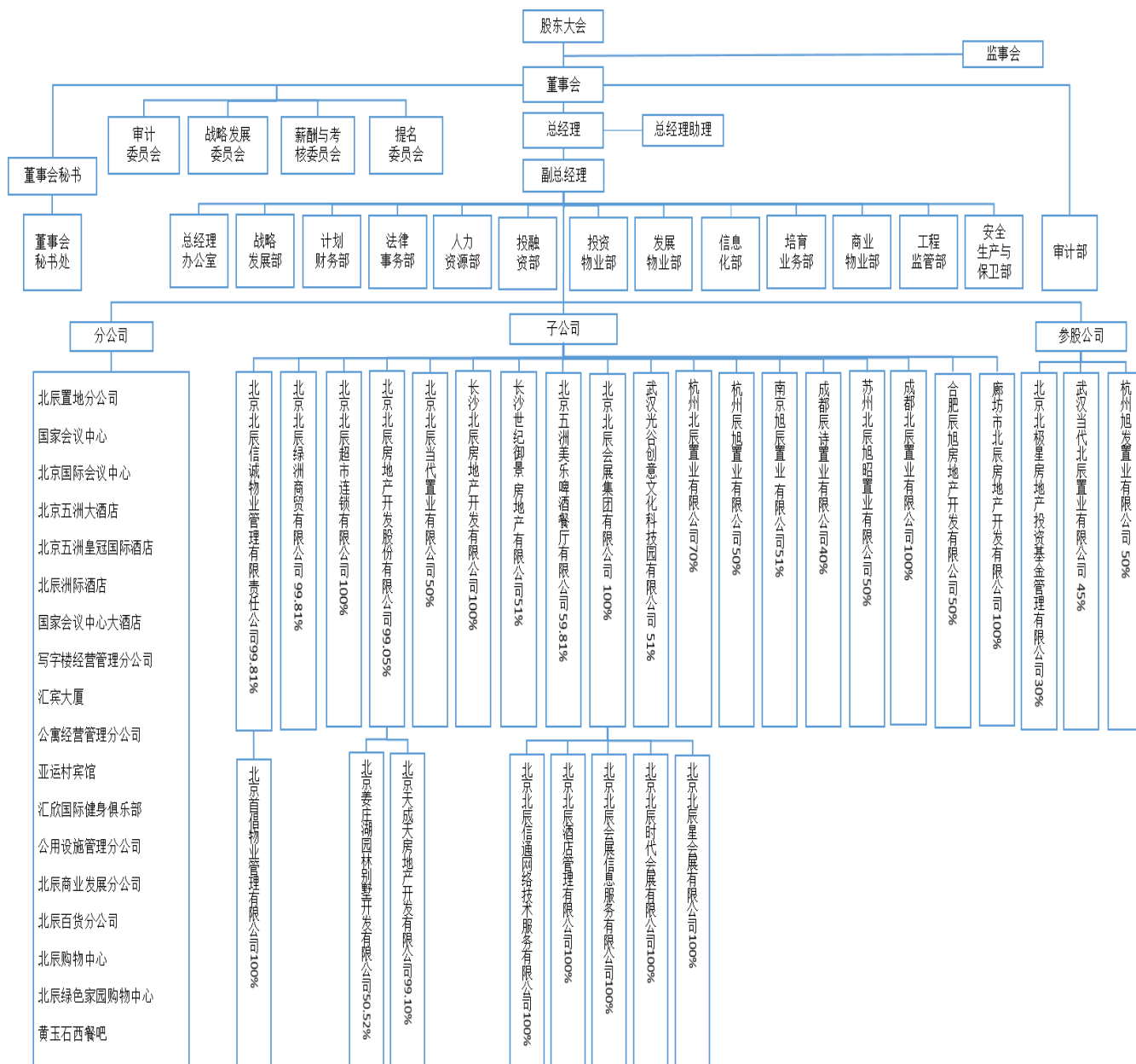
当前房地产市场仍处于调整周期，在国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预期房地产市场仍将保持平稳健康发展。公司“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式，在一定程度上有效抵御了宏观调控对房地产业务的冲击，开发项目协议销售金额依然稳步增长，另外公司在建及可售项目储备较多，能够为公司未来经营提供支撑。2015 年公司土地储备新增杭州、武汉等多个二线城市，一定程度上扩宽公司未来收入分布范围，有利于分散集中性风险。

同时，公司债务规模增长较快，对公司偿债能力提出更高要求，新增土地储备明显集中于二线城市，未来经营状况受二线城市房地产市场影响加大。

未来公司将继续坚持“开发+持有”的业务模式，继续执行低成本扩张、品牌扩张和资本扩张三大战略，随着存量项目陆续销售完毕，新增项目开发运营以及定向增发成功发行，公司有望实现可持续发展。

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 北京北辰实业股份有限公司

### 主要计算指标

| 项目               | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 376.84 | 474.13 | 477.61     |
| 所有者权益（亿元）        | 110.74 | 118.69 | 120.57     |
| 短期债务（亿元）         | 29.77  | 63.02  | 53.90      |
| 长期债务（亿元）         | 136.50 | 170.85 | 169.90     |
| 全部债务（亿元）         | 166.27 | 233.88 | 223.79     |
| 营业收入（亿元）         | 62.34  | 71.86  | 25.79      |
| 净利润（亿元）          | 5.87   | 6.35   | 1.88       |
| EBITDA（亿元）       | 13.17  | 14.62  | 2.53       |
| 经营性净现金流（亿元）      | -12.55 | -31.61 | 1.31       |
| 应收账款周转次数（次）      | 99.62  | 109.16 | --         |
| 存货周转次数（次）        | 0.15   | 0.15   | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 0.18   | 0.17   | --         |
| 现金收入比率（%）        | 105.17 | 124.07 | 109.25     |
| 总资本收益率（%）        | 7.71   | 3.41   | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 3.32   | 3.06   | --         |
| 净资产收益率（%）        | 5.41   | 5.54   | --         |
| 营业利润率（%）         | 34.52  | 32.55  | 27.13      |
| 费用收入比（%）         | 21.67  | 20.46  | 17.50      |
| 资产负债率（%）         | 70.61  | 74.97  | 74.76      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 60.02  | 66.34  | 64.99      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 55.21  | 59.01  | 58.49      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 1.36   | 1.08   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.08   | 0.06   | --         |
| 流动比率（倍）          | 2.25   | 2.13   | 2.12       |
| 速动比率（倍）          | 0.41   | 0.45   | 0.47       |
| 现金短期债务比（倍）       | 1.45   | 1.04   | 1.20       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | -9.69  | -17.13 | --         |
| EBITDA/债券本金合计（倍） | 0.53   | 0.58   | --         |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；

2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

### 附件 3 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%<br>(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              |                                                                                                |
| 总资本收益率            | (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 / 本期公司债券发行额度                                                                            |
| 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 / 本期公司债券发行额度                                                                      |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度                                                                        |

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 4 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。