

信用等级公告

联合[2014]003 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拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2014 年 25 亿元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：

二零一四年九月十日

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.lianhecreditrating.com.cn>

北京北辰实业股份有限公司

2014 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级: AA+
发行人主体信用等级: AA+
评级展望: 稳定
本次发行规模: 不超过 25 亿元
本次债券期限: 不超过 10 年
还本付息方式: 按年付息、到期一次还本
评级时间: 2014 年 9 月 10 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
资产总额(亿元)	285.13	294.84	321.03	348.78
所有者权益(亿元)	96.88	101.96	106.50	107.26
长期债务(亿元)	90.34	72.55	95.04	120.86
全部债务(亿元)	113.13	115.73	129.25	148.75
营业收入(亿元)	39.69	57.36	55.05	25.90
净利润(亿元)	4.91	6.10	6.97	2.75
EBITDA(亿元)	12.98	15.43	15.81	--
经营性净现金流(亿元)	0.68	4.74	11.34	0.46
营业利润率(%)	42.59	36.37	38.32	34.88
净资产收益率(%)	5.16	6.13	6.69	2.57
资产负债率(%)	66.02	65.42	66.82	69.25
全部债务资本化比率(%)	53.87	53.16	54.82	58.10
流动比率	2.18	1.86	2.10	2.32
EBITDA 全部债务比	0.11	0.13	0.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	1.88	1.88	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.52	0.62	0.63	--

注: 1、2014 年 2 季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。
2、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。

分析师

刘洪涛

电话: 010-85172818

邮箱: liuht@unitedratings.com.cn

刘薇

电话: 010-85172818

邮箱: liuw@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.lianhecreditrating.com.cn

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对北京北辰实业股份有限公司(以下简称“公司”或“北辰实业”)及本期债券的评级反映了公司作为集房地产开发和物业持有于一体的综合性房地产企业, 其主营业务结构合理、盈利能力较强、现金流情况较好的优势。公司“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式, 有利于降低业务单一性所带来的经营风险, 在一定程度上能有效抵御宏观调控对房地产行业的冲击, 提升公司后续发展能力及持续盈利能力。

公司持有物业主要位于北京亚奥商圈, 地理位置优越, 可给公司带来稳定的经营现金流入, 并且具有较大的增值空间。同时, 联合评级也关注到房地产业持续政策调控以及公司开发业务集中于北京和长沙两地, 项目资源及渠道有待拓宽。

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, 一定程度上规避了调控政策的风险, 有助于公司实现稳健经营。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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. 公司目前“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式, 有利于降低业务单一性所带来的经营风险, 在一定程度上能有效抵御宏观调控对房地产行业的冲击, 提升公司后

续发展能力及持续盈利能力。

3. 公司持有物业主要位于亚奥商圈，地理位置优越，可为公司带来稳定的经营现金流入，并且具有较大的增值空间，同时也为公司多渠道的融资提供了较大便利。

4. 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，2012~2013年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. 近年来政府及有关部门采取了一系列宏观调控措施，一定程度上对房地产企业在获得土地、项目开发建设、销售、融资等方面造成了影响。

2. 房地产行业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、存货规模大、资金投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展造成影响。

3. 公司开发业务集中于北京和长沙两地，项目资源及渠道有待拓宽。

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。

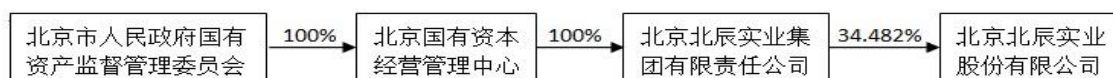
北京北辰实业股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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18.67亿元。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）。

截至2014年6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（图1）。

图1 公司股权关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：物业管理；出租写字间、公寓、客房；住宿服务；房地产开发、建设、物业购置及商品房销售；承接国际国内会议、出租展览场地及设施、提供会务服务，出租出售批发零售商业用、餐饮娱乐业用场地及设施；餐饮服务、文体娱乐服务；机械电气设备、激光、电子方面的技术开发、技术服务、技术转让，设备安装，机械维修、清洗设备维修，日用品维修，美容美发，浴池服务，摄录像服务，打字、复印类商务服务，仓储服务，信息咨询；商业零售（包括代销、寄售）；百货、针纺织品、五金交电、金银首饰、家具、字画、副食品、食品、粮油食品、汽车配件、宠物食品、电子计算机、公开发行的国内版电子刊物、计生用品、防盗保险柜、摩托车、西药制剂、中成药、医疗器械；刻字服务；修理钟表、家用电器；验光配镜服务；餐饮服务；健康咨询；出租、零售音像磁带制品、图书、期刊、电子出版物、卷烟、雪茄烟；服装加工；机动车收费停车场。（限分支机构经营）

截至2014年6月底，公司本部下设董事会秘书处、战略发展部、审计部、总经理办公室、计划财务部、法律事务部、人力资源部、投融资部、投资物业管理部、投资物业发展部、发展物业部、商业物业部、工程监管部和安全生产与保卫部等职能部门；拥有长沙北辰房地产开发有限公司、北京北辰饭店管理有限公司等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5家控股子公司；此外，公司还有参股公司2家、分公司19家（参见附件1）。截至2014年6月底，公司拥有在册员工4,747人。

截至2013年底，公司合并资产总额321.03亿元，负债合计214.53亿元，所有者权益（含少数股东权益）106.50亿元。2013年公司实现营业收入55.05亿元，净利润（含少数股东损益）6.97亿元，经营活动产生的现金流量净额11.34亿元，现金及现金等价物净增加额6.20亿元。

截至2014年6月底，公司合并资产总额348.78亿元，负债合计241.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）107.26亿元。2014年1~6月公司实现营业收入25.90亿元，净利润（含少数股东损益）2.75亿元，经营活动产生的现金流量净额0.46亿元，现金及现金等价物净增加额13.35亿元。

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、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“北京北辰实业股份有限公司2014年公司债券”，发行规模为不超过人民币25亿元，期限为不超过10年，可以为单一品种或数个不同的品种。本次债券的具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和保荐人（主承销商）根据市场情况确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面年利率由公司和主承销商按照发行时网下簿记建档结果共同协商确定。本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的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。

三、行业分析

公司营业收入主要来自房地产开发销售以及持有物业，业务经营受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. 房地产行业

（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的主导产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。

第二，由于我国人口众多，相对可开发土地较少，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，我国的房地产企业受到政策、市场等条件的影响而波动较大。

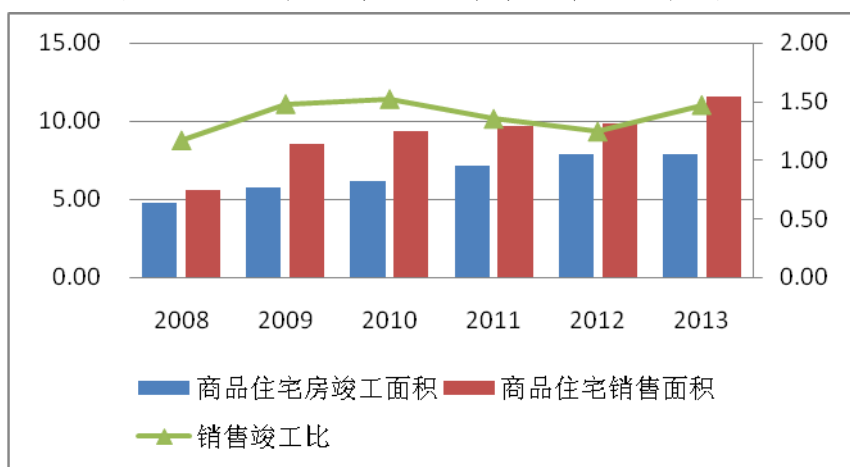
第四，过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。2011年以来，房地产行业仍呈增长态势，但由于受到国家宏观调控影响，增速逐年放缓。根据国家统计局数据显示，2012年全国共完成房地产开发投资71,804亿元，比2011年增长16.19%，增速下降11.86个百分点，增速显著放缓。进入2013年，随着保障房建设力度增大，中国房地产市场景气度有所回升，

2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增加16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年统计数据显示，房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.0%，增速下降0.5个百分点；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，下降0.4%。2013年，商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.3%，增速较上年回落0.5个百分点。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。

图2 2008~2013年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

总体看，房地产业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、资金投入量大等特点。近年，房地产行业受到宏观调控和行业自身周期的影响愈发明显，体现出较强的波动性，但是基本上保持了持续发展的态势。

（2）行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“国四条”抑制房价过快上涨。2010年1月，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，

自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。据统计2012年中央强调调控不动摇60次；4次提及“决不让房价反弹”；房价合理回归被提到156次；2次提及问责；限购、限价、限贷继续严格执行。

进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定了五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品房住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 1 2009 至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，虽然调控可能将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段并有所改进，但在宏观调控的影响下，行业仍将可能出现比较明显的波动。未来针对房地产行业的宏观调控有可能仍将持续。

（3）上游供给

房地产开发企业成本主要包括土地成本、建安成本、税费、销售费用和财务费用等。虽然各个开发企业成本结构各不相同，但是行业内一般认为土地成本约占总成本的40%左右，建安成本约占30%到40%，税费约占10%到20%。建安成本中各种建筑材料如钢材、水泥供给充足，近年价格相对稳定，因此土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素。

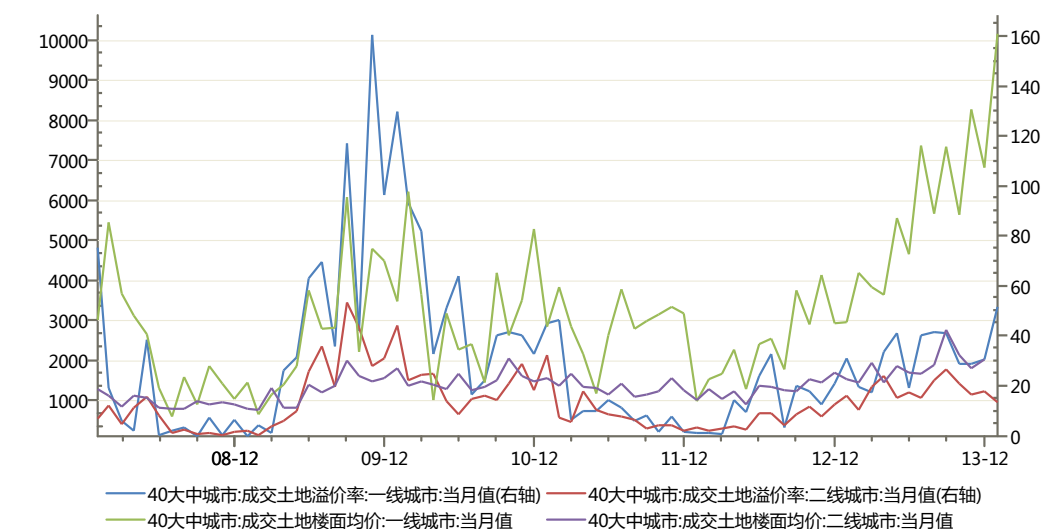
土地作为房地产主要的成本来源，主要受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显的低迷态势。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共推出土地15.8亿平方米，同比下降8.2%，其中住宅用地推出5.4亿平方米，同比下降17.3%；土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，

同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

图3 2008年以来全国40个大中城市用地楼面均价及平均溢价率（单位：元/平方米、%）



总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（4）竞争格局

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2013年，行业集中度进一步提升。2013年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到13.27%和18.25%，提高了0.51个和0.63个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比达到8.37%和11.12%，分别提高0.65和0.74个百分点。

表2 2010~2013年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%

前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司以稳定的现金流为支撑，融资手段和渠道丰富，融资成本相对低；由于地价的上涨，一、二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大、保利及中海等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2014 年中国房地产上市公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	世茂房地产控股有限公司
2	保利房地产（集团）股份有限公司	7	碧桂园控股有限公司
3	中国海外发展有限公司	8	富力地产股份有限公司
4	恒大地产集团有限公司	9	融创中国控股有限公司
5	龙湖地产有限公司	10	华润置地有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（5）行业关注

行业发展与房地产调控政策密切相关

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性，如果国家未来采取更为严格的调控政策，如扩大房产税、限购范围扩大等均可能导致房地产行业出现波动，影响企业的回款能力和现金流。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、上调存款准备金率等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

一、二线城市和三、四线城市持续分化

近几年来相当一部分三四线城市市场快速扩张，需求有过度释放迹象。特别是 2013 年以来，部分三四线城市的房地产市场已经充分暴露。例如，鄂尔多斯市，常住人口不到 200 万，土地消化周期近 10 年，严重供过于求。展望未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的地级市出现住宅供求失衡的现象。这不仅对当地房地产项目产生不良影响，也威胁到当地地方财政的健康。

（6）行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了积极作用，但是仍然缺少有效

的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产企业融资渠道转变

由于近年来连续不断的房地产宏观调控，目前房地产企业的传统融资渠道受到极大的限制，房地产企业原有通过融资获得跨越式增长的情况将不复存在。房地产开发企业整体上融资成本将会高于以往，这将迫使其拓展新融资方式，并将深刻影响房地产开发企业的运作模式和经营策略。

房地产开发企业盈利模式发生转变

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，使得高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业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。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，大型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。

2. 北京市商业地产概况

商业地产供求及交易情况

2013年之前，北京市写字楼市场供给逐步下降甚至停滞。2013年，北京写字楼市场销售和租赁分化明显。一方面，因持续的住宅市场限购政策挤压出大量投资性需求，相关投资转投向不限购的商业地产，促进销售类型写字楼量价齐升；另一方面，写字楼租赁市场受经济疲软和企业搬迁等影响，租赁类型写字楼租金首次进入下降通道。从市场供需来看，2013年北京写字楼市场新增供应达142万平方米，较2012年增加13.60%，主要集中于非核心商圈，市场整体吸纳量为162万平方米，较2012年减少9.5%，其中以金融保险、汽车、IT、传媒、制造业、医药生物和投资公司的需求最为强劲。

土地市场情况

截至2013年12月31日，全年北京市土地市场共成交经营性用地140宗，合计1,575公顷，相当于2012年同期的2.5倍，其中住宅用地1,261公顷，商服用地313公顷。2013年，北京市商品住宅用地供应面积大幅增加，达到978公顷，较2012年增加207%。

租金及空置率情况

根据中国写字楼研究中心（CORC）的最新统计数据，截至2013年12月，北京写字楼市场平均售价38,033元/平方米（建筑面积报价），较2012年同比上涨12.9%；平均租金305元/平方米/月（建筑面积报价），较2012年同比下降6.2%；平均空置率11.6%，较2012年同比上升18.3%。随着市场供应不足的状况缓解，北京写字楼租金经历了2010~2012年度的暴涨，2013年度出现下跌，空置率有所上升。

总体来看，近年来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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司的主营业务为发展物业、投资物业（含酒店）和商业物业，其中发展物业包括多档次、多元化的房地产开发和经营，公司具有房地产开发企业国家一级资质；投资物业包括写字楼和公寓出租、酒店及会展业经营；商业物业目前以北辰购物中心为主要经营实体。

公司自1997年成立以来，经过十多年来在北京区域的持续经营，已发展成为国内规模较大的房地产开发企业，截至2014年6月底，公司总资产和净资产分别达到348.78亿元和107.26亿元。在北京区域项目稳步推进的同时，公司业务范围已拓展至长沙地区。

投资物业与商业物业方面，公司在北京市亚奥商圈拥有集会议、展览、酒店、写字楼、公寓和商业在内的119.86万平方米持有物业。公司持有的物业品牌知名度较高、影响力较大，在第七届北京写字楼年度风云榜评奖中，北辰世纪中心被评为“最具时代形象写字楼”，北辰时代大厦被评为“亚奥核心地标写字楼”，品牌价值进一步提升。国家会议中心经过两年的潜心经营，不仅市场占有率快速提升，而且通过塑造高端会展品牌，搭建中外经济交流平台，多次完成国家及北京市的重大政治活动，品牌影响力迅速扩大，为公司输出会展管理、创新盈利模式、实施品牌扩张提供了有利条件。

自北京奥运会举办以来，随着亚奥商圈的交通、生态环境、生活等相关配套不断完善、成熟，以及在北京市写字楼、公寓等物业租金不断上行的环境下，公司在北京市亚奥商圈持有的物业价值呈不断增值的态势，通过经营取得的收益有望获得持续、稳定增长。

2013年，在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院共同组成的“中国房地产TOP10研究组”发布的研究成果中，公司再次被评为“中国复合地产专业领先品牌”，公司集“物业开发销售”和“物业持有经营”为一体的复合地产运营模式和企业形象，已得到了社会和消费者认可。

公司“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式，既可以通过房地产开发获得快速增长收益，又能通过出租、经营物业获得长期稳定收益，抗风险能力优于单纯从事开发的房地产企业。公司发展物业、投资物业和商业物业互相促进、优势互补的经营历程，造就了公司具有较强的综合运营能力，使公司在大型、综合房地产项目的开发中具有明显优势。

总体看，公司作为国内规模较大的房地产开发企业，具有较高的品牌知名度和影响力，其“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式，有利于降低业务单一性所带来的经营风险，在一定程度上能有效抵御宏观调控对房地产行业的冲击。同时，较强的综合运营能力使公司在大型、综合房地产项目的开发中具有明显优势。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员12人，包括总经理1人、副总经理9人、财务总监1人、董事会秘书1人。

公司董事长贺江川先生，现年50岁，贺先生毕业于天津大学和首都经贸大学，持有工学学士和经济学硕士学位，具有高级经济师资格。贺先生曾出任北京市政府住房制度改革办公室副主任及北京市住房资金管理中心负责人。贺先生于1994年11月加入北辰集团任副总经理，1997年任公司董事、副总经理并兼任公司秘书，2004年2月任公司总经理，2007年4月获委任为公司董事长。2012年6月获重选连任为公司董事及董事长。贺先生具有二十六年的有关住房制度改革、房地产金融和房地产开发管理经验。贺先生曾获北京市第四届优秀青年企业家金奖及第六届北京影响力评选活动“最具影响力十大企业家”称号。

公司董事及总经理赵惠芝女士，现年60岁，赵女士毕业于北京行政学院，研究生学历。赵女士于1989年3月加入北辰集团，1997年任公司董事、副总经理，2000年6月至2004年2月任公司总经理，2004年2月任公司董事长，2007年4月任公司董事、总经理。2012年6月获重选连任为公司董事。赵女士具有二十三年饭店、会议中心、公寓及写字楼等物业的丰富管理经验。

截至2014年6月底，公司拥有在职员工4,747人，按学历结构划分，硕士及以上学历占3%，本科学历占25%，大专及以下学历占72%；按职能划分，管理人员占28%，其他人员占72%。

总体看，公司管理层行业及管理经验丰富，员工素质符合公司行业特点。

3. 外部环境

近三年公司营业收入主要集中在北京市和长沙市，因此北京市和长沙市的区域经济发展情况和房地产情况对公司经营发展的影响较大。

北京市

（1）经济发展概况

北京市作为我国的政治、经济、文化中心，经济发展迅速，人均收入不断增长，在全国经济中占有重要地位。近三年，北京市地区生产总值逐年增加，但是增幅有所趋缓，据《北京市2013年国民经济和社会发展统计公报》显示，2013年北京市实现地区生产总值19,500.6亿元，较上年增长7.7%；全市完成地方公共财政预算收入3,661.1亿元，较上年增长10.4%；2013年城镇居民人均可支配收入达到40,321元，较上年增长10.6%；城镇居民人均消费性支出达到26,275元，较上年增长9.3%。随着居民收入水平的提高，将使更多住房潜在需求转化为有效需求。

总体看，北京市经济发展迅速，人均收入不断增长，这有助于更多住房潜在需求转化为有效需求。

（2）房地产发展概况

北京于2013年3月31日出台“国五条”实施细则，“新国五条”提出的限购范围扩大，执行从紧；二手房转让征收20%所得税；银行收紧房贷，提高二套房的首付比例和贷款利率，在短期内会抑制房地产市场的投机需求；2013年4月10日，北京市为落实“国五条”出台政策加强商品房销售价格指导，规定新盘报价不得明显高于此前成交价和周边同质商品房价格；2013年10月，北京出台“京七条”，对即将推出的自住型商品房销售和管理作出详细规定。2013年，北京市完成房地产开发投资3,483.4亿元，较上年增长10.5%。其中住宅投资增长5.9%，写字楼增长59%，写字楼开发投资较为迅速。2013年，北京市商品房销售面积1,903.1万平方米，较上年下降2.1%，其中住宅销售面积1,363.7万平方米，较上年下降8.1%；写字楼为317.9万平方米，较上年增长25.4%，商业、非公益用房及其他为221.5万平方米，增长7.1%，写字楼销售增速明显。从销售价格来看，北京市商品住宅市场销售价格全年范围内波动较大，全年成交均价为23,421.64元/平方米，较上年上涨12.80%。从供需矛盾来看，2013年北京市商品住宅（不含保障房）累计新增供应660.62万平方米，较上年大幅下降31.1%，供需矛盾依然存在。随着“京七条”的影响逐渐显现，自住型住房的陆续推出，供需矛盾有望缓解。

（3）亚奥商圈外部环境

公司的投资物业与商业物业主要位于北京的亚奥商圈内，亚奥商圈位于北京奥林匹克中心区，源于1990年第十一届亚运会，并于2008年第二十九届奥林匹克运动会得到飞速发展。得益于北京市政府城市规划的轨道交通和基础设施建设，亚奥商圈所处亚奥板块发展较为迅速。目前，亚奥商圈是北京北部地区最大的社区之一，汇集了大型居民社区、奥运场馆鸟巢、水立方、奥林匹克

森林公园、奥体中心、国家科技馆等众多北京重点基础设施。近年来，亚奥商圈内高端项目频现，随着五环内项目供应的减少，拥有五大公园、六大高尔夫球场、发达的交通系统的亚奥商圈吸引力日渐增长。但亚奥商圈商业结构不合理，东南地区相对发展过剩、西北西区商业配套不完善的问题依然存在。

亚奥商圈所处亚奥板块是北京“十二五”重点规划的六个功能区域之一，北京十二五规划中对奥林匹克中心区的规划为：充分利用好现有奥运场馆设施，推进国家级文化设施建设，大力发展博物馆经济，有效集聚国内外重大体育、文化、会展活动，注重系列化和品牌化，完善旅游服务环境，打造成为国际文化体育商务中心和大型国际旅游会展中心。亚奥商圈仍具有较大发展空间。

总体看，近年来北京市房地产调控的力度不断加大，但供需矛盾依然存在，随着调控政策的持续执行，商品房价格增速趋缓。亚奥商圈作为北京市“十二五”重点规划的六个功能区域之一，未来仍具有较大发展空间。

长沙市

（1）经济发展概况

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，2013年，长沙市全年GDP达到7,153.13亿元，较上年增长12%。伴随着长沙市经济持续快速发展，其财政实力也稳步增强。2013年全年财政总收入883.89亿元，同口径增长19.5%。

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。

（2）房地产发展概况

2013年，在房地产市场持续调控下，长沙全市（含三县市）完成房地产开发投资1,153.61亿元，较上年增长11.8%；在建施工面积8,668.14万平方米，较上年增长17.7%；新建商品房销售面积1,840.59万平方米，较上年增长20.5%；新建商品房销售额1,160.38亿元，创历史新高，其中住宅销售额946.53亿元，较上年增长22.0%；2013年，长沙市商品房新开工面积2,782.64万平方米，为近10年来最高值，较上年增长52.5%，其中住宅新开工面积较上年增长71.2%，房地产开发的速度有所增长；竣工面积1,400.36万平方米，与上年基本持平。从房地产销售构成看，商业地产需求量有所增加，2013年全市非住宅商品房销售量同比增长41.64%，远高于住宅20.5%的增幅。

（3）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。

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。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和《公司章程》的相关规定，设立了股东大会、董事会、监事会，行使公司的决策权、经营管理权和监督权。

股东大会是公司的权力机关，决定公司的经营方针和投资计划。

公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。公司董事会由9名成员组成，其中6名为执行董事（其中1名为董事长）、3名为独立董事，董事任期3年。董事会下设4个专门委员会，分别为审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会和提名委员会。审计委员会由3名独立非执行董事组成，他们均具备理解财务报表所需的商业技巧和经验，其职责包括监督和检查公司的财务汇报程序及内部控制制度。战略委员会由5名成员组成，其中3名为独立非执行董事，主要职责是对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议。薪酬与考核委员会由3名独立非执行董事组成，其职责在于研究董事及经理人员的考核标准，进行考核并提出建议，以及研究和审查董事、高级管理人员的薪酬政策及方案。提名委员会由5名董事组成，其中独立非执行董事占多数，其主要职责是对公司董事提名问题进行研究、提出建议。

公司设立的监事会为专门的监督机关，负责对董事会及其成员以及经理、副经理等高级管理人员进行监督。监事会由5名监事组成，其中1人出任监事会主席。监事任期3年，可连选连任。

公司设总经理1名，由董事会提名，董事会聘任或者解聘。经理任期3年，可连聘连任。总经理对董事会负责。

总体看，作为在沪港两地上市的企业，公司法人治理结构较完善，通过权利的相互制衡，保证了公司顺利运行。

2. 管理及内控

公司每年进行风险调研、更新内部控制制度、进行内部控制自我评估、并就发现的问题和需提升完善的领域进行研究和积极推动改进方案的落实。2012年，根据《企业内部控制评价指引》的要求，公司总部及各分子公司开展常规的管理层内部控制自我评估工作，公司审计部受董事会委托对公司内部控制的设计和执行情况进行了独立测评；在完善内控体系方面和针对自评时发现的问题，公司各级管理层认真对待并积极进行了改进，公司审计部就整改情况进行了持续地检查监督。

2012年，公司新增、更新、补充并完善了《董事会提名委员会议事规则》、《董事会审计委员会议事规则》、《内幕信息知情人管理制度》、《房地产开发项目工程建设监督管理办法（试行）》、《投资项目后评价实施细则（暂行）》等制度和管理办法二十余项，在公司治理、工程项目管理、采购与付款管理、销售与收款管理、信息化管理和人力资源管理的制度规范和管控执行等方面进行了完善和加强。

2013年，公司在2012年新增、补充、完善相关制度的基础上，持续推进相关制度的具体执行和落实，着力提高内部控制水平。2013年，公司积极推行与公司治理相关的法制宣传教育，组织员工学习资本市场相关法律法规活动，着力增强员工法律意识，从每个员工入手，进一步完善公司治理水平。

总体看，目前公司内部管理规范，内部控制水平较高。

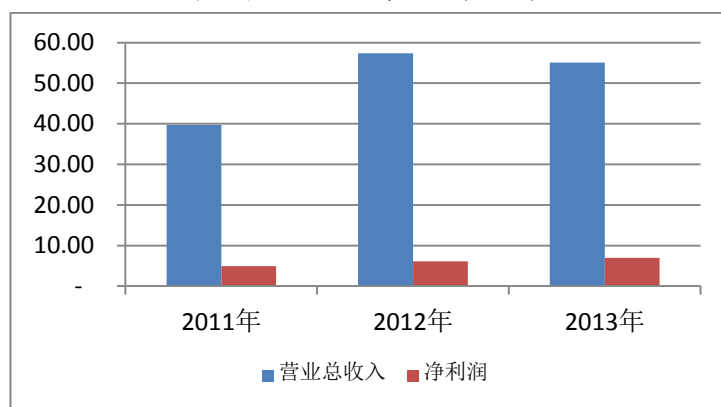
六、经营分析

1. 经营概况

公司业务经营包括发展物业、投资物业和商业物业三大板块。其中，发展物业即公司房地产开发及销售业务，投资物业包括写字楼和公寓出租、酒店及会展业经营，商业物业包括购物中心、百货和超市业态，投资物业与商业物业并称持有物业。经过多年的发展，公司已形成“开发+持有”并存的经营模式，开发业务收入规模较大，但受房地产政策影响较大，存在一定波动；持有物业收入则稳步增长，为公司带来稳定的现金流入。

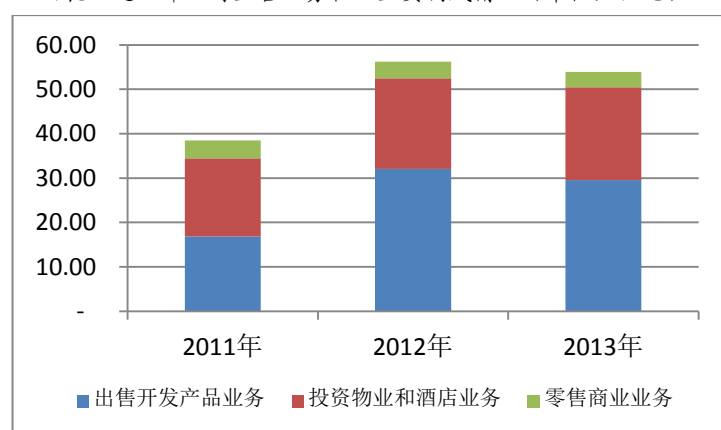
公司整体经营规模较大，2011~2013年，公司实现营业收入分别为39.69亿元、57.36亿元和55.05亿元，呈波动增长趋势；实现净利润分别为4.91亿元、6.10亿元和6.97亿元，呈持续增长态势。2013年，公司营业收入受结转收入项目规模减少影响略有下降，但受益于当期结转收入项目的毛利率水平较高，公司净利润呈增长态势。

图4 近三年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报

图5 近三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

公司主营业务突出，近三年主营业务收入在营业收入中占比始终保持在99.5%以上，2013年为99.69%。出售开发产品和投资物业是公司主营业务收入最重要的来源，2013年，两者在主营业务收入中的占比分别为53.90%和37.99%，商业零售业务占比相对较低。

从营业收入的地区分布来看，公司近年来积极推进长沙北辰三角洲项目，2012年随着长沙北

辰三角洲项目首先开发的区块实现竣工入住而结转销售收入，公司营业收入来源由单一的北京地区扩展至长沙市。

表4 2011~2013年公司主营业务收入分地区情况（单位：亿元、%）

区域	2011年		2012年		2013年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京地区	39.50	100.00	36.90	64.51	38.88	70.84
长沙地区	0.00	0.00	20.30	35.49	16.00	29.16
合计	39.50	100.00	57.20	100.00	54.88	100.00

资料来源：公司年报

从盈利情况来看，由于发展物业和投资物业在公司主营业务中的占比较高，因此房产销售和物业投资的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。受结算产品的结构变化影响，公司房产销售毛利率波动较大，近三年分别为48.64%、36.71%和41.88%；受益于公司投资性物业所处区域较为强劲的租赁需求和企业对于高品质办公场所需求的不断增长，公司投资物业的租金水平持续上升，从而使得该项业务的毛利率近三年呈逐步上升态势，近三年分别为58.02%、60.81%和62.16%；商业物业业务的毛利率水平有所波动，近三年分别为37.70%、42.20%和37.24%。受上述因素影响，2011~2013年，公司主营业务分别实现毛利19.93亿元、25.77亿元和26.64亿元。

表5 2011~2013年公司主营业务收入、毛利及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2011年			2012年			2013年		
	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率	收入	毛利	毛利率
出售开发产品业务	16.84	8.19	48.64	32.06	11.77	36.71	29.58	12.39	41.88
投资物业（含酒店）	17.60	10.21	58.02	20.39	12.40	60.81	20.85	12.96	62.16
零售商业	4.05	1.53	37.70	3.80	1.60	42.20	3.48	1.30	37.24
合计	38.49	19.93	51.78	56.24	25.77	45.82	53.91	26.64	49.42

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。

2014年1~6月，受公司房地产开发周期影响，房地产开发业务结算面积较去年同期有所下降，公司实现营业收入25.90亿元，同比下降了9.66%；实现净利润2.75亿元，同比下降了25.67%。

总体看，公司已形成持有与开发并存的经营模式，整体经营规模较大、经营稳健；开发业务收入规模较大，但受房地产政策影响，存在一定波动；持有物业出租收入稳步增长，为公司带来稳定的现金流入；整体毛利率水平较高、盈利规模较大。

2. 业务运营

公司业务运营包括房地产开发、投资物业、商业物业三大业务板块。

房地产开发

（1）项目开发

公司房地产开发业务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。

从近三年项目开发的具体情况来看：

2011年，公司加快了北京项目前期手续的报批工作，其中碧海方舟三期取得施工许可证并顺利开工，部分栋号施工已结构封顶，长河玉墅也成功取得了规划意见复函，施工前期准备工作有序开展。同时，长沙北辰三角洲项目的开发建设已全面展开，D3区基本完工，E5区于7月提前结构封顶，A1、D1区83万平方米沿江商业公建和住宅组团中，酒店结构施工已达13层，写字楼达10层，滨江高端公寓平均达22层，并实现D2区新开工面积26万平方米；在市政设施建设方面，区域内10条城市级市政道路全部完工，随着配套环境的不断改善，项目的区域价值也得到了进一步提升。

2012年，长河玉墅低密度项目成功取得规划许可证及施工许可证；马坡项目一期工程也按期开工。同时，公司继续加大长沙北辰三角洲项目的开发建设和营销推广力度，截至2012年底，长沙北辰三角洲项目开发规模已达到211万平方米，占总建筑规模的39%；此外，经过3年多的开发，随着D3区和E5区住宅分别于5月5日和11月20日交付入住，长沙北辰三角洲项目已开始进入收获期。

2013年，碧海方舟项目如期竣工入住；长河玉墅和马坡项目全面开工，年内部分区域已实现结构封顶；长沙北辰三角洲项目加速开发，同时销售始终处于区域领先地位。截至2013年底，长沙北辰三角洲项目开发规模已达256万平方米，占总建筑规模的47%。

从项目开发数据来看，近三年公司主要开发指标呈上升态势。2011年，由于两限房的开发结束，新开工面积、在建面积和竣工面积等开发指标均较2010年有一定程度下降；2012年，公司加快了长沙北辰三角洲项目的开发速度，公司各项开发指标均较2011年有较大幅度增长；2013年，随着长沙北辰三角洲项目的持续建设以及长河玉墅等项目的全面开工，各项开发指标均表现良好，年内新开工面积达77.41万平方米、竣工面积51.17万平方米，至年底在建面积合计达251.50万平方米。

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6月底，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6月底，公司在建面积合计达200.34万平方米。

表6 2011~2014年6月公司主要开发数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~6 月
新开工面积（万平方米）	36.31	54.38	77.41	0
在建面积（万平方米）	186.87	230.24	251.50	200.34
竣工面积（万平方米）	11.01	55.25	51.17	49.80

资料来源：公司提供

总体看，公司房地产开发的规模较大，近三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

公司房地产开发的销售模式采用自建销售团队和委托专业销售代理公司两种方式。公司在北京地区已经经营多年，对北京地区的房地产市场和客户购买力较为了解，因此以自销为主。公司在长沙地区的初期主要依靠专业的销售代理公司进行房屋销售，从而弥补了公司在新进入地区资源

不足的劣势。随着公司在长沙地区经营经验的不断丰富，公司目前采取“联合销售模式（自销+代理销售）”，从而有效控制销售及市场推广成本。

从近三年的销售情况来看：

2011年，面对严厉的房地产宏观调控，公司积极把握政策导向和市场走向，采取有针对性的营销策略，加强大客户定向推介和商业地产的销售力度，在低迷的市场环境中取得了良好的经营业绩。公司成功运作了奥运媒体村北区7号楼现房整体销售以及南区2.1万平方米商业的销售，成交金额分别达到人民币5.42亿元和3.32亿元，确保了发展物业经营业绩的稳步提升。

针对宏观调控对长沙房地产市场的影响，2011年公司大力拓展三、四线城市客户，并借助商业公建的推出和优质教育资源的引入，积极打造项目的高端商务形象，提升对高端客户的吸附力，始终保持高价位和高销量，当年实现签约面积16.9万平方米，签订合同金额人民币16.06亿元，其中D3区住宅和商业分别销售5.0万平方米和0.4万平方米，合同金额分别为人民币4.55亿元和人民币1.25亿元；E5区住宅和商业分别销售11.3万平方米和0.2万平方米，签订合同金额分别为人民币9.07亿元和人民币0.59亿元。

2012年，面对持续的房地产宏观调控，公司采取灵活多样的销售手段，紧抓重点项目销售，取得良好经营业绩。北京地区项目方面，碧海方舟三期一经面世便受到市场追捧，年内共完成签约13栋，实现合同金额人民币8.56亿元。

2013年，公司抓住住宅市场回暖契机，采取有针对性的销售策略，如对重点客户群体进行深入推介、对商业公建类产品采取针对性细分市场销售，项目销售情况较好，其中北辰三角洲完成销售面积23.68万平方米，实现合同销售金额25.46亿元；北辰香麓项目完成销售面积3.96万平方米，实现合同销售金额8.21亿元。

从销售数据来看，2011年，为应对房地产宏观调控，公司调整了产品销售结构，销售面积小幅减少至24.18万平方米，而销售金额增长至28.60亿元；2012年，公司销售金额和销售面积均大幅增长，当年实现销售金额和销售面积分别达到37.55亿元和26.44万平方米；2013年，公司销售业绩良好，实现销售金额和销售面积分别为38.05亿元和28.76万平方米，较2012年有所增长。

表7 2011~2014年6月公司发展物业运营数据

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1~6月
协议销售面积（万平方米）	24.18	26.44	28.76	6.49
协议销售金额（亿元）	28.60	37.55	38.05	11.26
协议销售均价（万元/平方米）	1.11	1.37	1.28	1.73
结转收入面积（万平方米）	10.08	33.00	21.06	7.84
结转收入（亿元）	16.84	32.06	29.58	14.11

资料来源：公司提供

从结转情况来看，2011年，公司结转面积10.08万平方米，结转项目以绿色家园、香山清琴、北辰香麓（B、C、D区）为主，结转收入16.84亿元；2012年，主要由于长沙北辰三角洲项目首开区的竣工，使得当年结转面积和收入的规模较2011年大幅增长，结转面积和结转收入分别达到33.00万平方米和32.06亿元；2013年，公司结转面积21.06万平方米，结转收入29.58亿元，较上年有所下降，结转项目以北辰三角洲D3及E5区、北辰香麓、绿色家园等为主。

截至2014年6月底，公司在建面积合计200.34万平方米，公司在建面积规模较大。随着在建项目的持续建设，公司面临一定的资金压力。

总体看，公司房屋销售面积及金额近三年持续增长。虽然销售状况受政策及行业环境的影响较大，但是通过调整产品结构，公司整体销售状况保持良好。公司在建面积的规模较大，为其实现销售目标奠定了坚实基础。

（3）土地储备

近三年，公司房地产开发新增土地储备的规模较小，截至2014年6月底，公司所有在开发项目的总建筑面积合计927.20万平方米，在建面积200.34万平方米，土地储备596.44万平方米。公司的土地储备中，长沙北辰三角洲项目的土地储备达442.77万平方米，未来几年内将为公司提供较为充足的销售来源。

表 8 截至 2014 年 3 月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	3.67
碧海方舟项目	北京市朝阳区	7.71	0	0.21
长河玉墅项目	北京市昌平区	21.37	17.38	17.39
北辰香麓项目	北京市海淀区	31.21	0	10.79
北辰福第项目	北京市朝阳区	45.93	7.96	9.65
顺义马坡项目	北京市顺义区	21.33	21.33	21.33
长沙北辰三角洲项目	湖南省长沙市开福区	549.00	153.67	442.77
北辰中央公园（世纪御景）	湖南省长沙市天心区	90.63	0	90.63
合计		927.20	200.34	596.44

资料来源：公司提供

总体看，公司近三年新增土地储备的规模较为有限，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主要集中于北京地区以及湖南长沙北辰三角洲项目，未来项目范围有待拓宽以分散风险。

投资物业

公司投资物业均位于北京亚奥商圈，地理位置优越，物业包括2座会议中心、5栋甲级写字楼、4家高星级酒店和13栋服务式公寓等，建筑面积逾110万平方米。从定位看，国家会议中心主要面向大中型会议市场，北京国际会议中心则是差异化定位，主要面向中小会展市场；4家酒店中，2家为4星级酒店，2家为5星级酒店，写字楼均为甲级写字楼，服务式公寓共约1,500套客房，面向长住、散客、会议不同客源市场。从近三年的经营情况来看：

2011年，国家会议中心市场占有率不断提升，行业影响力显著增强，大型会议数量已占北京市大型会议总量的三分之二以上，远期会议预定已排期到2020年。北京国际会议中心采取与国家会议中心的错位经营，实施差异化定位、细化市场分类和创新营销方式等一系列举措，深度开发并培育新的市场，成功实现了向中小会展市场的转型。公司根据各写字楼项目的市场定位和所处周期，采取差异营销策略，全面实施“多项目联销”，使新增和存量项目资源共享、销售互补，在北辰时代大厦和北辰世纪中心租金已达到CBD高端写字楼平均水平的同时，所有项目已基本处于满租状态，经营业绩大幅提高，并成为投资物业板块最重要的利润来源。2011年，公司投资物业（含酒店）实现营业收入17.60亿元，同比大幅增长了24.46%。

2012年，国家会议中心和北京国际会议中心共计接待会议、展览1,528个，其中，国家会议中心以高水准和优质服务完成了首届京交会、第二届北京国际电影节和第37届国际证监组织大会等

多个重大会展活动，为北辰会展的品牌扩张和管理输出奠定了坚实基础。北京国际会议中心通过与国家会议中心的错位经营，中小型会议市场份额不断提升。此外，公司围绕实现会展品牌输出和做强会展产业链，积极推行品牌扩张战略，年内成功签约江苏连云港徐圩新区大陆桥会展中心和广东珠海国际会展中心，成功实现会展品牌扩张的突破，为公司向重资产投资性业务与轻资产服务性业务并行发展的转变奠定基础。写字楼业态通过坚持专业化经营理念和多项目联销经营策略，积极调整客户结构，其中北辰时代大厦和北辰世纪中心在维持高出租率的同时，价格始终保持CBD同质项目水平，带动写字楼业态整体利润持续大幅增长，成为投资物业（含酒店）板块利润的重要来源。2012年，公司投资物业（含酒店）实现营业收入20.39亿元，同比增长15.81%。

2013年，国家会议中心和北京国际会议中心共计接待会议、展览1,694个，顺利完成了第二届京交会、2014APEC非正式高官会、市政协第十二届一次会议、市人大第十四届一次会议、第三届北京国际电影节、世界审计组织第二十一届大会等多项接待服务。北京国际会议中心在稳固主营市场的基础上，积极开发新市场，重点开发协会、学会等项目。2013年，公司与南昌绿地国际会展中心、三亚海棠湾会议中心和武汉CBD会展中心签约，为其提供专业的顾问咨询服务，通过软实力的输出，巩固北辰会展在行业中的地位与影响力。写字楼方面，公司坚持“多项目联销”的经营策略，续约和新签并举，通过主动出击市场、加强客户联谊、稳定在租客户、坚持提升租金等有效措施，创平均租金历史最高。2013年，公司投资物业（含酒店）实现营业收入20.85亿元，较上年略有上升。

表9 截至2014年6月底公司主要投资物业情况（单位：万平方米）

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

资料来源：公司提供

自北京奥运会举办以来，随着亚奥商圈的交通、生态环境、生活等相关配套不断完善、成熟，以及在北京市写字楼、公寓等租金不断上行，公司在北京市亚奥商圈持有的物业价值呈不断增值的态势，通过经营取得的收益有望获得持续、稳定的增长。

总体看，公司投资物业资产质量高，经营规模较大，近年来投资物业经营业绩呈大幅增长态势。公司通过经营和出租投资物业能够获得持续稳定的收益及现金流，降低单一房地产开发业务所面临的经营风险，在一定程度上能够抵御宏观调控对房地产行业的冲击，提升公司可持续发展能力及持续盈利能力。

商业物业

公司目前持有的商业物业即北辰购物中心亚运村店和北辰购物中心北苑店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。2011~2013 年，公司商业物业分别实现收入 4.05 亿元、3.80 亿元和 3.08 亿元。

表 10 截至 2014 年 6 月底公司主要商业物业情况

序号	物业名称	建筑面积 (万平方米)	物业概况及定位
1	北辰购物中心亚运村店	3.05	北京北部城区规模最大的百货商厦之一
2	北辰购物中心北苑店	6.50	位于绿色家园 B5 区，为社区型购物中心

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不高，但有利于丰富公司收入渠道来源，增强公司风险抵御能力。

3. 经营效率

2011~2013 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 6.11%和 4.85%，呈小幅增长态势；营业收入和净利润复合增长率分别为 17.77%和 19.16%，公司经营规模及盈利规模增长较快。

2011~2013 年，由于公司营业收入、营业成本波动较大，公司各项资产的周转指标均呈波动状态，应收账款周转率分别为 59.18 次、130.89 次和 105.90 次，存货周转率分别为 0.12 次、0.17 次和 0.14 次，总资产周转率分别为 0.15 次、0.20 次和 0.18 次。

从同行业比较来看，2013 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适中水平。

表 11 2013 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）
金融街	0.31	0.35	0.27
鲁商置业	0.20	0.22	0.22
中茵股份	0.48	0.64	0.41
世茂股份	0.33	0.39	0.23
阳光股份	0.03	0.15	0.09
北辰实业	0.14	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，公司“开发+持有”的经营模式使得其整体经营效率正常。

4. 关联交易

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。2013 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 2.28%；向关联方销售、提供劳务的金额在营业收入中的占比为 0.36%。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存在委托借款交易。截至 2013 年底，公司从母公司取得委托借款本金共计 12 亿元，利率参考同期同档次银行基准利率确定。

表 12 近三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 (%)
2011 年	0.15	0.78	0.26	0.66
2012 年	0.15	0.48	0.14	0.24
2013 年	0.64	2.28	0.20	0.36

资料来源：公司年报

总体看，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。

5. 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。未来，公司将紧扣发展主题，坚持不懈，勇于探索，敢于创新，为公司开辟出一条可持续发展的道路，实现“创建全国大型一流房地产综合运营企业”的战略目标。

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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2011~2013 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，三年出具的均为标准无保留审计意见，公司 2014 年 1~6 月财务报告未经审计。公司执行

财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。

表 13 2011~2014 年 6 月公司合并范围变化

序号	名称	变动时间	变动方向	变动原因
1	北辰国际会展有限公司	2012 年	增加	新设成立
2	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
3	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
4	北京康乐宫有限公司	2013 年	减少	已清算
5	长沙世纪御景房地产有限公司	2014 年	增加	收购股权

资料来源：公司财务报告

截至 2013 年底，公司合并资产总额 321.03 亿元，负债合计 214.53 亿元，所有者权益（含少数股东权益）106.50 亿元。2013 年公司实现营业收入 55.05 亿元，净利润（含少数股东损益）6.97 亿元，经营活动产生的现金流量净额 11.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.20 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 348.78 亿元，负债合计 241.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）107.26 亿元。2014 年 1~6 月公司实现营业收入 25.90 亿元，净利润（含少数股东损益）2.75 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.46 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.35 亿元。

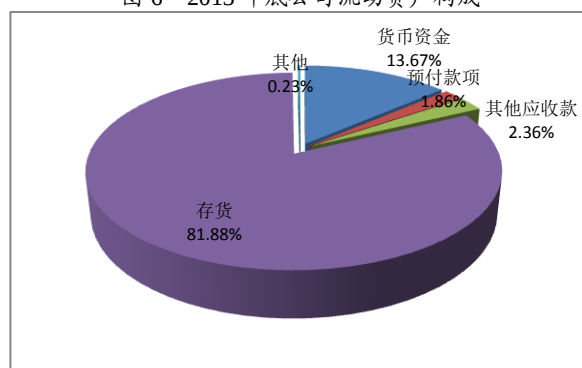
2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产规模逐年稳步上升，年均复合增长率达 6.11%，资产结构以流动资产为主，近三年末流动资产占比均为 70% 以上，符合房地产开发企业特征。截至 2013 年底，公司资产总额为 321.03 亿元，其中流动资产合计占 78.24%，非流动资产合计占 21.76%。

流动资产

截至 2013 年底，公司流动资产合计 251.17 亿元，以货币资金（占比 13.67%）、预付款项（占比 1.86%）、其他应收款（占比 2.36%）和存货（占比 81.88%）为主。

图 6 2013 年底公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2011~2013 年，公司货币资金总额随资产规模增加有所增长，年均复合增长率为 9.05%。为了满足公司日常流动资金及后续项目建设等资金需要，近三年公司货币资金保持在资产规模的 10% 左右。截至 2013 年底，公司货币资金总额 34.34 亿元，主要由银行存款构成。公司货币资金余额中受限资金占比 6.83%，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，近三年随着公司经营

营规模扩大,预付款项规模有所增加。2011~2013年,公司预付款项以年均复合3.12%的幅度稳步增长。截至2013年底,公司预付款项合计4.68亿元,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78.15%。

2011~2013年,公司其他应收款年均复合增长率为224.37%,增速较快,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其持有的世纪御景的全部股权提供股权质押担保。除该委托贷款外,公司其他应收款主要是押金、备用金、代垫款项等,截至2013年底,公司其他应收款合计5.92亿元,较上年底大幅增长617.09%,公司以单项资产为基础累计计提坏账准备0.13亿元。

2011~2013年,随着公司房地产开发项目的增加及持续建设,存货规模逐年增加,三年复合增长率达7.24%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品。截至2013年底,公司存货账面价值为205.66亿元,其中开发成本和开发产品分别占比88.93%和10.69%。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2013年底,公司非流动资产合计69.86亿元,近三年年均复合下降1.57%。公司非流动资产以固定资产(占比29.46%)和投资性房地产(占比69.69%)为主。

近三年由于公司在建工程、开发产品陆续转入固定资产,公司固定资产规模有所上升,固定资产净额年均复合增长4.99%。截至2013年底,公司固定资产账面价值合计20.58亿元,其中房屋及建筑物占82.77%、机器设备占比11.03%。

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。2011~2013年,公司投资性房地产年均复合下降4.10%,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2013年底,公司投资性房地产账面价值48.69亿元,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。

截至2014年6月底,公司资产总计348.78亿元,较年初增长8.64%,其中流动资产占比略有上升,资产结构基本保持稳定。

总体看,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。

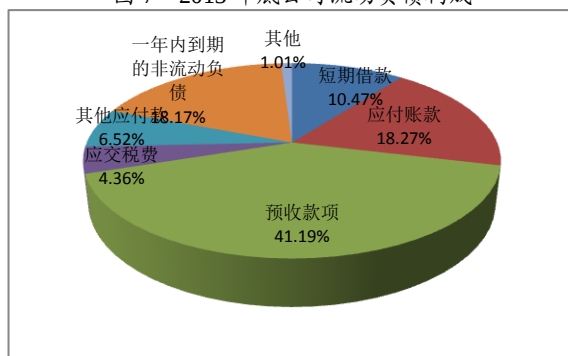
3. 负债及所有者权益

负债

2013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66.82%、54.82%和47.16%,近三年公司负债规模年均复合增长6.75%,从公司所处行业特性考虑,公司负债规模尚可。截至2013年底,公司负债合计214.53亿元,流动负债占比略高(占比55.66%)。

截至2013年底,公司流动负债合计119.42亿元,近三年年均复合增长率为10.50%。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 7 2013 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2011~2013 年，公司短期借款年均复合增长 33.63%，截至 2013 年底，公司短期借款为 12.50 亿元，全部为信用借款。2013 年公司短期借款的加权平均年利率为 6.33%，较 2012 年的 6.61% 有所下降。

2011~2013 年，公司应付账款年均复合下降 11.06%。截至 2013 年底，公司应付账款合计 21.82 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 11.47 亿元，主要为尚未结算的应付工程款。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户购房款。2011~2013 年，随着公司开发项目实现预售的规模持续增长，预收款项增速较快，年均复合增长 15.86%。截至 2013 年底，公司预收款项为 49.19 亿元，其中开发项目预收款 45.95 亿元。公司预收款项中超过一年的应收款项合计 15.98 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。

2011~2013 年，公司应交税费年均复合增长 20.22%，截至 2013 年底，公司应交税费合计 5.21 亿元，主要为应交土地增值税和应交企业所得税。

2011~2013 年，公司其他应付款年均复合增长 19.08%，主要为公司收到的购房押金、保证金款项、应付销售代理费等。截至 2013 年底，公司其他应付款合计 7.79 亿元，较上年增长 36.61%，主要系购房款押金及保证金大幅增长所致。截至 2013 年底，账龄超过一年的其他应付款共计 2.50 亿元，主要为收到的购房款押金。

2011~2013 年，随着公司长期借款的逐步到期，公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 17.23%。截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 21.70 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

公司非流动负债近三年年均复合增长 2.55%，截至 2013 年底，公司非流动负债合计 95.11 亿元，以长期借款（占比 84.22%）和应付债券（占比 15.71%）为主。

为了满足公司项目建设的资金需求，公司长期借款一直保持较大规模，2011~2013 年，公司长期借款年均复合增长 16.95%，增长幅度较大。截至 2013 年底，公司长期借款合计 80.10 亿元，较上年底大幅上升 38.98%，主要系公司通过泰康保险债权融资增加 10 亿元、新增银行借款 17 亿元所致。

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、于 2008 年发行了 5 年期债券 17 亿元。其中，5 年期债券 17 亿元已于 2013 年到期偿还。截至 2013 年底，公司应付债券合计 14.94 亿元。

截至2014年6月底，公司负债合计241.52亿元，较年初增长了12.58%，其中应付账款较年初增长26.83%，长期借款较年初增长32.21%；随着部分长期借款到期偿还，一年内到期的非流动负债较年初下降26.79%，公司负债中流动负债占比下降至49.93%。

2011~2013年，公司有息债务随公司负债规模扩大而逐年有所上升，三年复合增长率为6.89%。截至2013年底，公司全部债务为129.25亿元，其中短期债务和长期债务分别占比26.46%和73.54%。截至2014年6月底，公司有息债务规模增长15.09%，资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为69.25%、58.10%和52.98%，较年初均有所上升，但有息负债规模整体仍处于可控水平。

总体看，公司负债规模尚可。

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益年均复合增长4.85%，主要来自于公司利润留存。截至2013年底所有者权益106.50亿元，其中归属于母公司所有者权益占99.27%。归属于母公司所有者权益中股本占比31.85%，资本公积占比34.98%，未分配利润占比26.38%，盈余公积占比6.80%，公司权益结构的稳定性尚可。

截至2014年6月底，公司所有者权益为107.26亿元，受公司未分配利润和少数股东权益增加影响，所有者权益较年初微幅上升0.71%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益逐年上升，权益结构的稳定性尚可。

4. 盈利能力

近三年，受房地产开发业务各期结转收入规模和结算产品结构变化影响，公司营业收入波动增长，2011~2013年公司分别实现营业收入39.69亿元、57.36亿元和55.05亿元；公司营业利润逐年增长，三年年均复合增长达18.51%。2013年公司房地产开发业务受房地产开发周期及可结转收入房源减少等因素影响，结转收入规模较上年有所下降，但因当期结转收入项目长沙公司D3、E5区等毛利率水平较高，营业利润较2012年增长13.21%至9.35亿元。

近三年，公司期间费用总额波动增长，其中销售费用、管理费用、财务费用年均复合增长率分别为18.35%、9.77%和-1.31%，销售费用和管理费用增长较快，受资本化利息规模增长影响，公司财务费用呈波动下降趋势。2013年，公司期间费用总额11.90亿元，其中销售费用占比21.23%、管理费用占比53.23%、财务费用占比25.54%。2011~2013年，公司费用收入比分别为25.64%、21.94%和21.61%，受管理费用增长幅度小于收入增长幅度以及财务费用波动下降因素综合影响，近三年公司费用收入比呈持续下降趋势。

从利润构成情况来看，公司利润主要来自于出售开发产品业务、投资物业业务等主营业务。2013年，公司实现利润总额9.32亿元，其中营业外收入占比0.22%，公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

从盈利指标来看，2011~2013年，公司营业利润率有所波动，分别为42.59%、36.37%和38.32%。2013年，公司总资本收益率从2012年的4.64%下降至4.52%，净资产收益率从2012年的6.13%增长至6.69%，公司总资本收益率下降主要系当期债务规模增长所致。从同行业对比来看（表14），公司盈利指标在以“开发+持有”为主要经营模式的上市公司中整体处于适中水平。

表 14 2013 年主要“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
金融街	37.53	13.74	9.19

鲁商置业	28.21	15.58	2.22
中茵股份	38.56	6.50	3.79
世茂股份	41.80	12.28	5.65
阳光股份	86.85	6.67	5.04
北辰实业	48.78	6.43	5.64

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

2014年1~6月，公司共实现营业收入25.90亿元，较上年同期下降9.66%，主要系房地产开发业务的结算较上年同期减少所致；实现净利润2.75亿元，较上年同期下降25.67%。公司预收款项规模较大，随着公司在建项目逐步结转，预收款项逐步释放，公司盈利能力有望得到提升。

总体看，公司盈利规模较大，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，2011~2013年公司经营活动现金流量净额分别为0.68亿元、4.74亿元和11.34亿元，经营活动现金流量净额持续增长。从现金收入质量来看，近三年公司现金收入比呈波动下降态势，2011~2013年分别为138.40%、108.07%和119.49%，公司收入实现质量整体较好。

从投资活动来看，近三年公司投资活动现金流均呈现净流出状态。2011~2013年，公司投资活动现金净流出额分别为0.98亿元、0.46亿元和7.45亿元。2013年公司投资活动现金净流出规模较大，主要系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所致。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流量净额呈波动状态，2011~2013年分别为3.18亿元、-6.59亿元和2.31亿元，公司筹资活动流量主要系公司取得借款及偿还借款本息所致。2012年，公司偿还借款本息的金额较大，导致筹资活动现金流量呈现净流出状态。2013年，公司取得借款规模较上年大幅增长，全年筹资活动现金呈净流入态势。

2014年1~6月，公司经营活动现金流净额为0.46亿元，主要系房地产销售收款规模下降所致，现金收入比达107.81%，收入实现质量良好；公司投资活动产生的现金流量净额为-0.28亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为13.18亿元，主要系取得银行借款规模较大所致。

总体看，自2011年来公司经营活动现金呈净流入状态，且现金流入净额逐年增加，现金收入实现质量较好；受委托贷款业务影响，公司投资活动现金流出大幅增长；随着公司借款的逐步到期、在建项目的进一步投入，公司筹资活动将有所增加。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于资产构成中流动资产占比较高，公司流动比率处于较高水平。但公司流动资产中存货占比高，导致公司速动比率较低，2013年底两项指标值分别为2.10倍和0.38倍，公司现金短期债务比为1.01倍，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年公司资产负债率分别为66.02%、65.42%和66.82%；2013年，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为1.88倍和0.12倍，EBITDA对全部债务的保障能力较弱；经营现金债务保护倍数为0.09倍，经营活动产生的现金流量对全部债务的保障能力较弱。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。

公司为上海、香港两地上市公司，与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至2014年6月底，公司获得136亿元银行授信额度，间接融资能力较强。

截至2014年6月底，公司对外担保余额合计23.03亿元，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。

2014年7月25日，北京建工集团有限责任公司（以下简称“建工集团”）就与公司于2005年4月20日签署的《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》履行过程中发生的争议向北京仲裁委员会递交了仲裁申请书。根据建工集团递交的仲裁申请书，建工集团请求裁决公司支付拖欠的赛后拆除改建工程款11,969.68万元，并从2009年10月30日按照中国人民银行公布的同期银行贷款利率支付拖延期间的利息至付清之日；请求裁决公司支付拖欠的赛时施工但未结算的工程款1,323.27万元，并从2008年5月3日开始按照中国人民银行公布的同期银行贷款利率支付拖延期间的利息至付清之日止；请求裁决公司赔偿律师费损失182.93万元。公司在收到建工集团提交的上述仲裁申请书及证据材料后，组织相关人员进行了查证核实。经查，北京奥林匹克公园（B区）国家会议中心项目总承包工程分为赛时、赛后两个阶段。其中赛时阶段工程款已结算完毕；赛后阶段工程款由于双方争议分歧较大，一直未能就结算达成一致。公司认为，未能完成结算的主要原因在于建工集团提交的结算资料不完整，依据不足。公司依据有关中介机构做出的赛后工程结算意见确定赛后结算金额为13,234.42万元，并已按照合同约定向建工集团进行了支付。

该仲裁申请书已于2014年8月1日获得北京仲裁委员会受理。目前，鉴于双方对于赛后阶段结算金额的认定相差较大且涉及到的事实情况复杂，为此公司已向北京仲裁委员会申请延期60日提交答辩材料，该案暂未进入实体审理阶段，联合评级将持续关注仲裁进展。

总体看，公司目前债务规模尚可，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。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2014年6月底，公司债务合计148.75亿元，本次拟发行债券规模为25亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度适中，对公司负债水平的影响不大。

以2014年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为25亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为57.62%、61.83%和71.30%，债务负担有所增加。根据公司股东大会决议，本次债券募集资金将有部分用于偿还银行借款，上述测算的债务指标数值实际将会降低。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2013年底的相关财务数据为基础，公司2013年EBITDA为15.81亿元，为本次公司债券发行额度（25亿元）的0.63倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度尚可；2013年经营活动产生的现金流入69.54亿元，为本次公司债券发行额度（25亿元）的2.78倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产34.38亿元，为本次债券发行额度（25亿元）的1.38倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较好。

从公司现有长期债务来看，截至 2014 年 6 月底，公司长期借款合计 105.91 亿元，最晚到期日为 2029 年 5 月；应付债券 14.95 亿元，到期日为 2016 年 5 月。本次债券的期限为不超过 10 年，虽然具体品种、各品种的期限目前还未确定，但考虑到公司长期借款中部分为经营性物业贷和开发贷（经营性物业贷一般从第三年开始还本，开发贷则随着销售进度逐步偿还），因此本次债券发行后，公司债务稳定程度将得到提升。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、开发规模、多元化经营模式、品牌影响力、土地储备和投资性房地产增值性等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

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。

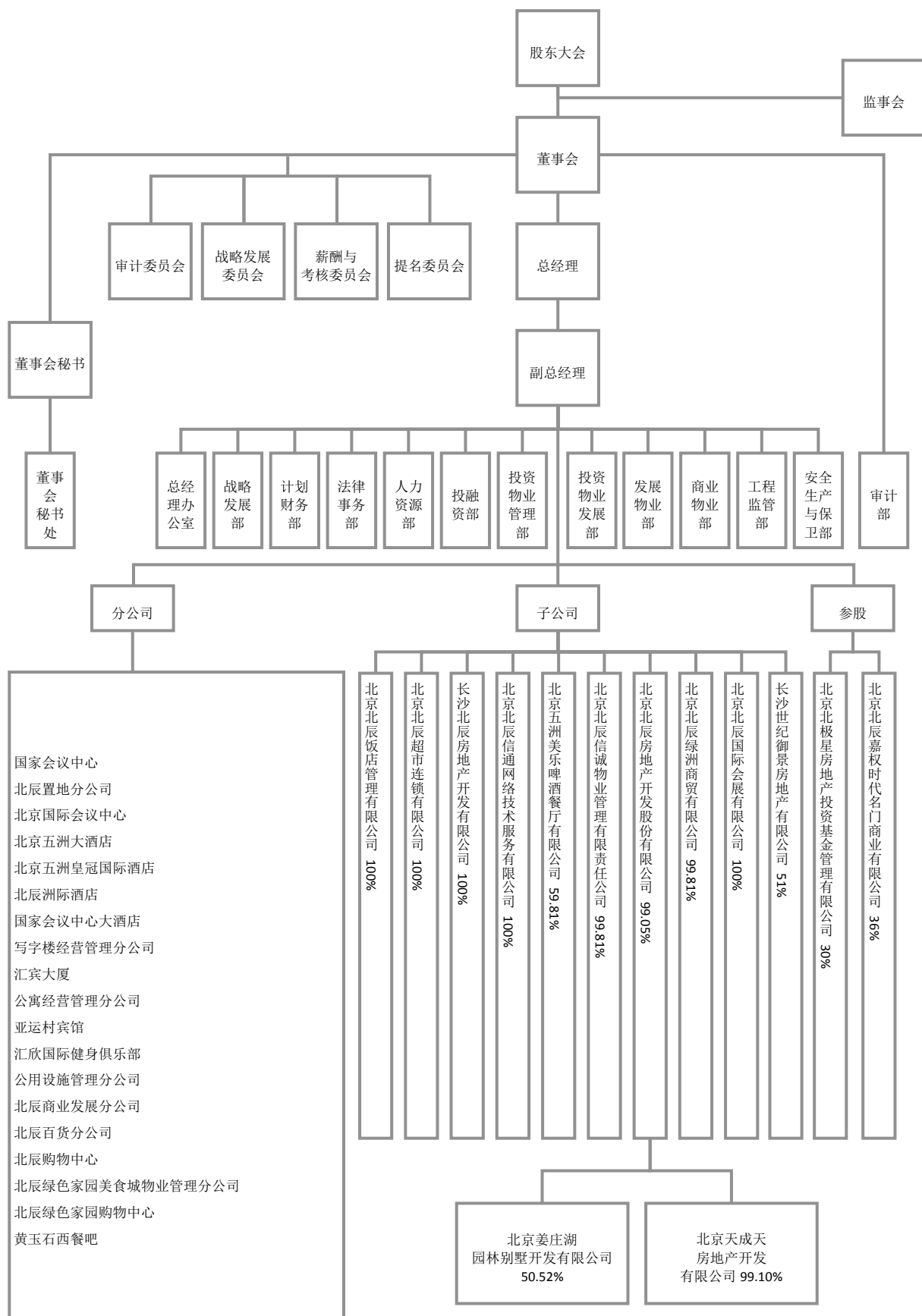
公司目前“物业开发销售”加“物业持有经营”的业务模式，有利于降低业务单一性所带来的经营风险，在一定程度上能有效抵御宏观调控对房地产行业的冲击，提升公司后续发展能力及持续盈利能力。公司持有并经营的物业主要位于北京亚奥商圈，地理位置优越，可给公司带来稳定的经营现金流入，并且具有较大的增值空间。

公司近三年盈利水平不断增长，有助于提升其整体偿债能力；目前公司债务负担合理，整体偿债能力强。同时，联合评级也关注到房地产行业持续政策调控以及公司开发业务集中于北京和长沙两地，项目资源及渠道有待拓宽。

未来，公司将继续坚持“开发+持有”的业务模式，同时，长沙北辰三角洲项目系超大型综合性的地产开发项目，包含住宅和酒店、写字楼、公寓、商业等公建部分，多种业态组合模式使北辰三角洲项目在一定程度上规避了调控政策的风险，抵御风险能力有所增强，公司有望实现稳健经营。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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
2011 年~2014 年 6 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 6 月
流动资产：					
货币资金	288,739.06	285,587.24	343,395.95	9.05	475,876.97
交易性金融资产					
应收票据	0.00	0.00	378.15	--	0.00
应收账款	3,561.32	5,131.20	5,245.31	21.36	5,399.29
预付款项	43,974.01	42,265.14	46,761.06	3.12	64,989.03
应收利息	0.00	0.00	142.85	--	0.00
应收股利					
其他应收款	5,622.05	8,248.80	59,151.57	224.37	4,167.25
存货	1,788,333.37	1,889,802.15	2,056,615.32	7.24	2,248,833.05
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	2,130,229.80	2,231,034.53	2,511,690.20	8.58	2,799,265.60
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	727.88	656.65	--	651.19
投资性房地产	529,376.30	494,431.73	486,869.79	-4.10	481,183.06
固定资产	186,732.35	217,821.65	205,827.72	4.99	199,815.86
在建工程	23.09	187.87	2,747.04	990.80	4,058.21
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
无形资产	0.00	47.62	83.77	--	86.93
开发支出					
商誉					
长期待摊费用					
递延所得税资产	4,962.32	4,131.10	2,457.40	-29.63	2,786.12
其他非流动资产					
非流动资产合计	721,094.06	717,347.85	698,642.37	-1.57	688,581.38
资产总计	2,851,323.86	2,948,382.38	3,210,332.57	6.11	3,487,846.97

附件2-2 北京北辰实业股份有限公司
2011年~2014年6月合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率(%)	2014年6月
流动负债：					
短期借款	70,000.00	120,000.00	125,000.00	33.63	120,000.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	275,865.91	248,072.42	218,205.03	-11.06	276,752.74
预收款项	366,470.08	398,316.86	491,931.19	15.86	526,477.10
应付职工薪酬	5,191.75	6,058.84	6,366.35	10.74	5,663.43
应交税费	36,053.81	49,571.61	52,104.09	20.22	51,267.48
应付利息	11,529.46	11,507.20	5,520.52	-30.80	2,531.10
应付股利	116.22	116.22	116.22	0.00	4,358.34
其他应付款	54,935.96	57,019.82	77,896.21	19.08	60,010.32
应付债券					
一年内到期的非流动负债	157,900.00	311,788.90	217,017.48	17.23	158,875.00
其他流动负债					
流动负债合计	978,063.20	1,202,451.86	1,194,157.09	10.50	1,205,935.51
非流动负债：					
长期借款	585,630.42	576,358.73	801,033.10	16.95	1,059,070.65
应付债券	317,748.83	149,182.14	149,409.89	-31.43	149,526.57
长期应付款	866.60	774.50	693.48	-10.54	693.48
递延收益	255.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	904,500.85	726,315.36	951,136.47	2.55	1,209,290.70
负债合计	1,882,564.05	1,928,767.22	2,145,293.56	6.75	2,415,226.22
所有者权益：					
股本	336,702.00	336,702.00	336,702.00	0.00	336,702.00
资本公积	369,764.40	369,764.40	369,778.34	0.00	369,778.34
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	64,794.38	68,356.55	71,844.62	5.30	71,844.62
未分配利润	186,451.21	236,126.75	278,890.06	22.30	282,483.94
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	957,711.99	1,010,949.70	1,057,215.02	5.07	1,060,808.90
少数股东权益	11,047.82	8,665.46	7,824.00	-15.85	11,811.86
所有者权益合计	968,759.81	1,019,615.16	1,065,039.01	4.85	1,072,620.76
负债和所有者权益总计	2,851,323.86	2,948,382.38	3,210,332.57	6.11	3,487,846.97

附件 3 北京北辰实业股份有限公司

2011 年~2014 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
一、营业收入	396,893.32	573,590.39	550,499.08	17.77	258,989.78
减: 营业成本	193,586.42	315,059.60	281,956.31	20.69	138,710.94
营业税金及附加	34,275.30	49,910.26	57,564.44	29.59	29,946.16
销售费用	18,028.68	27,220.30	25,252.52	18.35	9,667.54
管理费用	52,548.07	61,400.02	63,321.36	9.77	26,353.54
财务费用	31,198.18	37,231.07	30,388.11	-1.31	16,756.19
资产减值损失	13.61	1.67	1.69	-64.74	0.00
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)	-659.20	-172.12	1,493.91	--	-5.46
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	-659.20	-172.12	-71.23	-67.13	-5.46
汇兑收益 (损失以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	66,583.87	82,595.34	93,508.54	18.51	37,549.94
加: 营业外收入	188.22	714.98	208.85	5.34	116.44
减: 营业外支出	257.68	1,027.07	507.66	40.36	81.26
其中: 非流动资产处置损失	101.97	590.27	-259.26	--	55.90
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	66,514.42	82,283.25	93,209.73	18.38	37,585.13
减: 所得税费用	17,424.22	21,326.84	23,501.26	16.14	10,097.38
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	49,090.19	60,956.40	69,708.47	19.16	27,487.75
其中: 归属于母公司所有者的净利润	46,878.02	63,338.77	66,453.50	19.06	23,796.00
少数股东损益	2,212.17	-2,382.37	3,254.97	21.30	3,691.74

附件 4 北京北辰实业股份有限公司
2011 年~2014 年 6 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~6 月
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	549,298.84	619,896.47	657,767.26	9.43	279,226.07
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	14,094.75	12,836.80	37,629.03	63.39	5,839.76
经营活动现金流入小计	563,393.59	632,733.27	695,396.29	11.10	285,065.83
购买商品、接受劳务支付的现金	403,501.53	418,326.42	421,548.33	2.21	185,060.97
支付给职工以及为职工支付的现金	51,952.20	58,084.92	64,137.08	11.11	28,499.24
支付的各项税费	81,346.27	65,320.28	83,679.01	1.42	59,725.73
支付其他与经营活动有关的现金	19,820.33	43,648.22	12,621.35	-20.20	7,210.77
经营活动现金流出小计	556,620.33	585,379.84	581,985.77	2.25	280,496.70
经营活动产生的现金流量净额	6,773.26	47,353.44	113,410.52	309.19	4,569.13
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	0.00	0.00	597.36	--	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	17.90	365.19	86.81	120.24	71.82
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	797.01	0.00	--	2,213.25
投资活动现金流入小计	17.90	1,162.20	684.18	518.29	2,285.08
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	8,287.06	4,872.65	16,204.30	39.83	5,107.16
投资支付的现金	494.00	900.00	55,291.77	957.95	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	3,722.07	--	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	1,000.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	9,781.06	5,772.65	75,218.15	177.31	5,107.16
投资活动产生的现金流量净额	-9,763.16	-4,610.45	-74,533.97	176.30	-2,822.08
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	252,576.26	316,271.09	620,541.85	56.74	469,412.56
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	252,576.26	316,271.09	620,541.85	56.74	469,412.56
偿还债务支付的现金	147,361.80	291,167.78	486,125.00	81.63	274,517.48
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	73,428.54	90,981.71	111,342.88	23.14	63,107.68
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	220,790.34	382,149.49	597,467.88	64.50	337,625.16
筹资活动产生的现金流量净额	31,785.92	-65,878.40	23,073.97	-14.80	131,787.39
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	28,796.02	-23,135.41	61,950.53	46.68	133,534.44
加: 期初现金及现金等价物余额	252,014.56	280,810.58	257,675.17	1.12	319,625.69
六、期末现金及现金等价物余额	280,810.58	257,675.17	319,625.69	6.69	453,160.13

附件 5 北京北辰实业股份有限公司
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	49,090.19	60,956.40	69,708.47	19.16
加: 资产减值准备	13.61	1.67	1.69	-64.74
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	13,995.04	15,725.19	15,308.25	4.59
无形资产摊销	82.57	12.53	36.09	-33.88
投资性房地产摊销	16,724.84	17,995.10	16,668.26	-0.17
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)	98.17	568.69	244.62	57.86
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)	32,513.63	38,271.63	32,121.71	-0.60
投资损失 (收益以“-”号填列)	659.20	172.12	-1,493.91	--
递延所得税资产减少 (增加以“-”号填列)	-114.20	831.22	1,673.70	--
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)	-238,096.15	-120,677.38	-114,166.27	-30.75
经营性应收项目的减少 (增加以“-”号填列)	-14,025.87	-3,100.01	-3,167.93	-52.47
经营性应付项目的增加 (减少以“-”号填列)	148,861.92	57,376.87	92,334.01	-21.24
受限制的担保金及保证金的增加	-3,029.68	-20,780.60	4,141.81	--
经营活动产生的现金流量净额	6,773.26	47,353.44	113,410.52	309.19
2. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	280,810.58	257,675.17	319,625.69	6.69
减: 现金的期初余额	252,014.56	280,810.58	257,675.17	1.12
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	28,796.02	-23,135.41	61,950.53	46.68

附件 6 北京北辰实业股份有限公司 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	59.18	130.89	105.90	--
存货周转次数(次)	0.12	0.17	0.14	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.20	0.18	0.08
现金收入比率	138.40	108.07	119.49	107.81
盈利能力				
总资本收益率(%)	4.02	4.64	4.52	--
总资产报酬率(%)	3.65	4.16	4.09	--
净资产收益率(%)	5.16	6.13	6.69	2.57
主营业务毛利率(%)	50.99	44.93	48.63	--
营业利润率(%)	42.59	36.37	38.32	34.88
费用收入比(%)	25.64	21.94	21.61	20.38
财务构成				
资产负债率(%)	66.02	65.42	66.82	69.25
全部债务资本化比率(%)	53.87	53.16	54.82	58.10
长期债务资本化比率(%)	48.25	41.57	47.16	52.98
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	1.92	1.88	1.88	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.13	0.12	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.01	0.04	0.09	0.00
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	0.04	0.03	0.00
流动比率(倍)	2.18	1.86	2.10	2.32
速动比率(倍)	0.35	0.28	0.38	0.46
现金短期债务比(倍)	1.27	0.66	1.01	1.71
经营现金流动负债比率(%)	0.69	3.94	9.50	0.38
经营现金利息偿还能力(倍)	0.10	0.58	1.35	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.04	0.52	0.46	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.52	0.62	0.63	--

注：2014 年 1-6 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

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。

联合信用评级有限公司关于 北京北辰实业股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年北京北辰实业股份有限公司公告年报后 2 个月内对北京北辰实业股份有限公司 2014 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京北辰实业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京北辰实业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京北辰实业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京北辰实业股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如北京北辰实业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京北辰实业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站予以公布并同时报送北京北辰实业股份有限公司、监管部门、交易所、交易机构等。

