

信用等级公告

联合[2016]010 号

北京兆泰集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京兆泰集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

北京兆泰集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京兆泰集团股份有限公司拟发行的 2016 年公司债券（第一期）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：  

二〇一六年一月十四日

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

北京兆泰集团股份有限公司

2016 年公司债券(第一期)信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA

发行人主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期发行规模: 基础发行规模 10 亿元, 可超额配售不超过 10 亿元

债券期限: 5 年 (3+2)

评级时间: 2016 年 1 月 14 日

主要财务数据:

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015.9
资产总额(亿元)	159.12	174.00	233.59	242.12
所有者权益(亿元)	55.89	64.84	76.01	85.05
长期债务(亿元)	51.40	58.10	98.18	98.86
全部债务(亿元)	60.94	72.70	102.14	100.84
营业收入(亿元)	31.48	8.74	10.91	8.12
净利润(亿元)	5.12	8.96	10.59	2.49
EBITDA(亿元)	10.85	15.57	21.15	--
经营性净现金流(亿元)	-8.33	-7.47	-11.14	-6.91
营业利润率(%)	39.59	79.87	51.78	79.46
净资产收益率(%)	12.79	14.84	15.03	3.09
资产负债率(%)	64.87	62.74	67.46	64.87
全部债务资本化比率(%)	52.16	52.86	57.33	54.25
流动比率	2.14	2.13	2.48	2.69
EBITDA 全部债务比	0.18	0.21	0.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.10	3.17	3.19	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.54	0.78	1.06	--

注: 1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。
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。
3、2015 年 1-9 月财务数据未经审计、相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对北京兆泰集团股份有限公司(以下简称“兆泰集团”或“公司”)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, 具有盈利能力较强、优质项目储备充足的优势。公司“开发+持有”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东二环及金融街商圈, 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成都两地, 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, 公司优质项目储备较多, 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. 公司目前“开发+持有”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。

2. 公司持有物业主要位于北京东二环及金融街商圈, 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。

3. 公司项目储备资源丰富, 且项目地理位置优势突出, 为公司的可持续发展提供了有

力支撑。

关注

1. 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。

2. 伴随公司近年开工项目投入的持续增长，公司债务规模快速增长，债务负担明显加重，公司已开发及待开发项目投入规模较大，公司对外融资需求较大，其债务规模可能进一步增长。

3. 公司近年来利润来源对投资性房地产公允价值变动依赖较大，存在一定不确定性。

4. 受公司项目周期多处于投入阶段影响，其近年经营活动现金净流量持续为负，公司短期支付压力较大。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@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）

网址：www.unitedratings.com

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与北京兆泰集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与北京兆泰集团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信用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，未因北京兆泰集团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京兆泰集团股份有限公司提供，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北京兆泰集团股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

张 建 娜 张 伟

联合信用评级有限公司



一、主体概况

北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为北京兆泰房地产开发公司（以下简称“开发公司”），开发公司系经北京市城乡建设委员会（92）京建开字第 492 号文件批复，由北京青年实业集团公司投资成立的全民所有制企业，初始注册资本 8,000 万元。1997 年 2 月开发公司改制为北京兆泰房地产开发有限责任公司；注册资本为 1,800 万元。2007 年 11 月，以发起设立的方式由有限责任公司整体变更为股份有限公司，注册资本为 62,000 万元。后经历次转股增资，公司注册资本变更为 70,500 万元。

截至 2015 年 9 月底，公司注册资本 7.05 亿元，穆麒麟女士持有公司 42.2% 股份，系公司实际控制人。

公司经营范围：投资；房地产开发，销售商品房；收购、改造、销售四合院；园林造型设计，绿化设计、建设工程设计；销售建筑材料、百货、日用品；工程技术咨询；出租自有房屋；出租商业设施；酒店管理；餐饮管理；会议服务；婚庆服务；健身服务；机动车停车场服务；设计、制作、代理、发布广告；以下项目限分支机构经营：餐饮服务（含凉菜、不含裱花蛋糕、不含生食海产品）；零售卷烟、雪茄烟；住宿；室内游泳馆。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）

截至 2015 年 9 月底，公司合并范围单位共计 12 家，公司下设战略运营部、品牌推广部、商业管理部、设计管理部、工程管理部、招采管理部、总裁办公室、法律合约部、财务管理部、合同预算部等 14 个职能部门。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 233.59 亿元，负债合计 157.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.01 亿元。2014 年公司实现营业收入 10.91 亿元，净利润（含少数股东损益）10.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.40 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 242.12 亿元，负债合计 157.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.05 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 8.12 亿元，净利润（含少数股东损益）2.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.91 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.29 亿元。

公司住所：北京市西城区丰汇园 11 号楼丰汇大厦东侧楼 19 层；公司法定代表人：穆麒麟。

二、募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“北京兆泰集团股份有限公司2016年公司债券（第一期）”，基础发行规模为 10 亿元，可超额配售不超过 10 亿元。本期债券的期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券票面金额 100 元，按面值平价发行。本期债券发行采取网下面向合格投资者询价配售的方式，网下申购由主承销商与簿记管理人根据簿记建档情况进行债券配售。本期债券发行对象为在中国证券登记结算有限责任公司开立合格证券账户的合格投资者（法律、法规禁止购买者除外）。本期债券本息支付将按照债券登记机构的有关规定来统计债券持有人名单，本息支付的具体事项按照债券登记机构的相关规定办理。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金。

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商业物业整体环境影响较大。

房地产行业

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，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，区域性较强，企业竞争不完全。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。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，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，高负债、高风险、波动性大。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，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。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，都不可避免地与企业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。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。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，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，比上年增长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。

2014年以来,中国经济增长继续放缓,中国房地产行业也进入一个调整期,尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始,随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消,需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长,但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看,2014年,全国房地产开发投资95,036亿元,比上年名义增长10.5% (扣除价格因素实际增长9.9%),比2013年回落9.3个百分点。其中,住宅投资64,352亿元,较上年增长9.2%。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年,房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米,比上年增长9.2%。其中,住宅施工面积515,096万平方米,增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米,下降10.7%,降幅扩大1.7个百分点。其中,住宅新开工面积124,877万平方米,下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米,增长5.9%,增速回落2.2个百分点。其中,住宅竣工面积80,868万平方米,增长2.7%。

2015年1~9月,全国房地产开发投资70,535亿元,同比名义增长2.6%,增速比1~8月份回落0.9个百分点。其中,房屋施工面积69.37亿平方米,同比增长3.0%,增速比1~8月份提升0.5个百分点;新开工面积11.48亿平方米,同比下降9.8%,降幅收窄4.8个百分点,政策宽松效果逐步显现。

总的来看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大,2014年以来,中国经济增长继续放缓,中国房地产行业也进入一个调整期,随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消,需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长,但增速放缓。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源,会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。

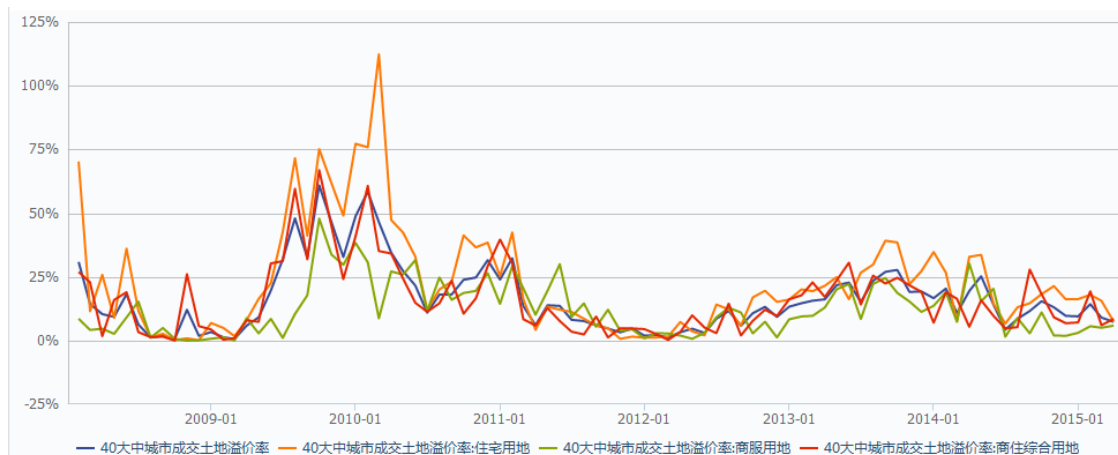
2011年开始,受国家对房地产企业的严厉调控政策影响,土地市场呈现出明显低迷的态势,但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元,创历史新高,北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米,较上年下降14.6%,其中,住宅用地成交3.8亿平方米,同比下降23.1%。同时,随着三、四线城市库存日益饱和,房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来,一线城市土地溢价率持续走高,也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米,同比上涨7.4%,其中12月达1,675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。

进入2014年,受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌,各地土地出让情况出现恶化,土地出让溢价率和楼面地价明显回落,如下图所示。截至2014年12月末,全国40个大中

城市土地出让溢价率为9.55%，较上年末（为16.71%）下降近7.16个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图 1 2009 年以来全国 40 个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014 年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达 3,438 亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比 2013 年，2014 年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少 26%、27%；与此同时，楼面均价却高达为 7,705 元/平方米，同比上涨 41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014 年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少 44%；成交面积同比减少 42%，但 2014 年北京土地出让金总额达 1,917 亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为 1,311 亿元，占总额的 68%。

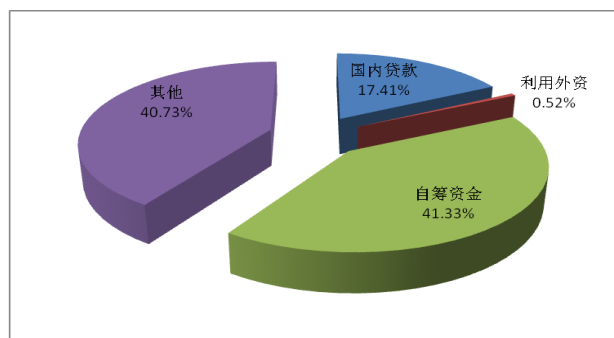
相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少 28%，土地溢价率仅为 8%，同比下降 8 个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少 26%；土地成交面积同比减少 36%；土地出让金仅为 7,538 亿元，同比减少 37%。

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 年以来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。

（2）开发资金来源状况

2008 年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，较 2013 年增长 26.5%。其中，国内贷款 21,243 亿元，同比增长 8.0%；利用外资 639 亿元，同比增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，同比增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，同比下降 8.8%。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，同比下降 12.4%；个人按揭贷款 13,665 亿元，同比下降 2.6%。

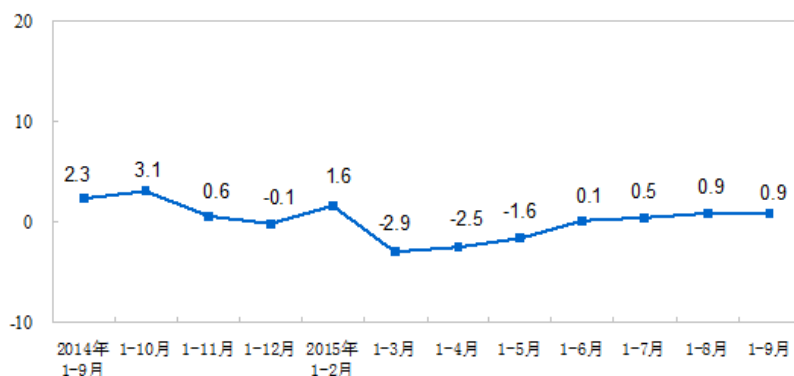
图 2 2014 年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入 2015 年，房地产开发企业到位资金增速较 2014 年同期有较大幅度下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 90.653 亿元，同比增长 0.9%，增速与 1~8 月持平。其中，国内贷款 15,701 亿元，下降 3.6%；利用外资 229 亿元，下降 46.8%；自筹资金 36,258 亿元，增长 3.3%；其他资金 38,437 亿元，增长 7.9%。在其他资金中，定金及预收款 22,526 亿元，增长 4.4%；个人按揭贷款 11,567 亿元，增长 18.1%。

图 3 2014 年以来全国房地产开发企业资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

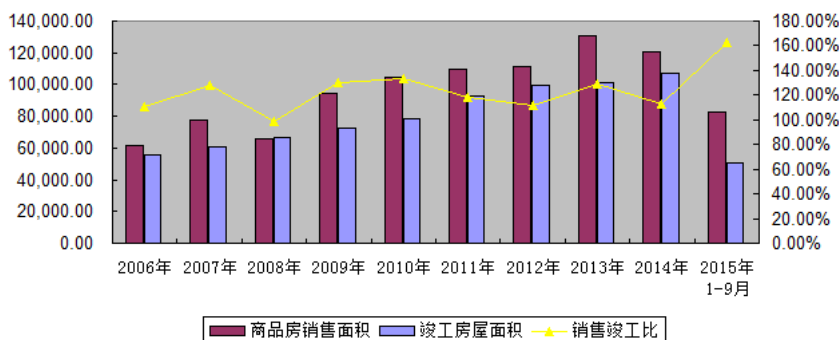
（3）市场供需情况

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，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。2012 年，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 11.13 亿平方米，比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。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。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014

年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。1~9 月份，商品房销售面积 82908 万平方米，同比增长 7.5%，增速比 1-8 月份提高 0.3 个百分点。其中，住宅销售面积增长 8.2%，办公楼销售面积增长 11.4%，商业营业用房销售面积增长 1.8%。商品房销售额 56,745 亿元，增长 15.3%，增速与 1-8 月份持平。其中，住宅销售额增长 18.2%，办公楼销售额增长 18.7%，商业营业用房销售额下降 1.7%。从供给方面看，房屋竣工面积 50,967 万平方米，下降 9.8%，降幅收窄 4.8 个百分点。其中，住宅竣工面积 37,792 万平方米，下降 12.7%。

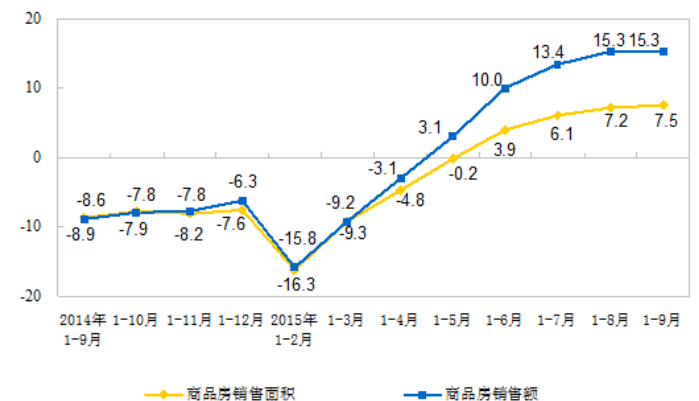
图 4 2010~2014 年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）



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。

图 5 2013 年以来全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：国家统计局

总的来看，2015 年以来在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定，但未来行业的发展走向仍需继续关注。

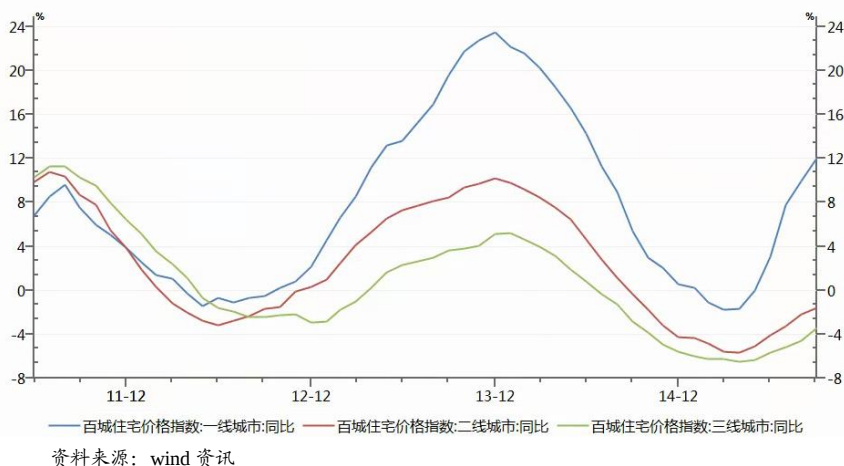
（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一

定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点。

2015 年，在中央定调稳增长、调结构、促消费的背景下，央行连续降准降息，放松信贷门槛，调整个人住房转让营业税免征期，构建宽松的市场环境。同时，地方也纷纷出台公积金放松、财政补贴等系列政策，刺激需求促进库存去化，改善性需求获积极支持。多重政策效应叠加影响下，楼市逐步回暖趋势基本确立。重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年三季度百城住宅价格平均为 10,817 元/平方米，较去年同期均上涨 1.36%，较二季度环比有所回升，其中八月和九月环比上涨 0.95%和 0.28%，市场有所回暖。

图 6 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，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 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 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 17.49%和 23.49%，分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表 1 2010~2014 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	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%

前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

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；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；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态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表2 2015年中国房地产开发公司测评前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	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

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。

4. 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，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和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

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的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3 2012 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

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。经济下行压力与日俱增,国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑,刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化,由令出中央到下放地方。2014 年,全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策,以维护房地产市场的稳定健康发展,到目前为止,46 个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外,部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手,呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年,国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日,央行决定自 2015 年 3 月 1 日起,金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%,一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%,存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日,人民银行和财政部相继发文,对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房,最低首付比例调整为不低于 40%;个人将购买 2 年以上(含 2 年)的普通住房对外销售的,免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持,对房地产行业形成利好。

总体看,目前房地产行业调控压力依然较大,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。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关,且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧,房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下,进入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡,销量和价格均出现同比下降,影响房地产企业的回款能力和现金流,部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

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。由于此前全国各地市场快速发展,在调控政策从严的作用下,三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓;而一二线城市虽然也受到一定影响,但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大,持续购买力不足,多个城市出现了房价下跌的现象,例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前,房地产企业的利润已经到了一个饱和程度,部分项目的利润率走低。在房价的构成中,三分之一为地价;地产商所获利润的 60%需缴纳税金,且此部分税金越来越高;另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企,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。

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很多积极作用,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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

6. 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。2014年，北京经济增长尽管有所放缓，但保持大致平稳，北京写字楼租赁需求保持平稳，空置率有所上升，租金继续小幅回升。

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。2014年，北京写字楼市场新增供应达172万平方米，较2013年增加21.1%，从供应结构上看，主要集中于新兴商圈，如丰台、大兴、石景山、朝阳等，根据中国写字楼研究中心（CORC）调查显示，2014年，北京写字楼市场新增供应套数超过5,000套，新增供应面积172万平方米，成交3,500套，成交面积为117万平方米。

土地市场情况

土地交易方面，2014年北京土地市场共有141宗土地实现成交，较2013年减少73宗。土地出让面积合计1,295.3万平方米，规划总建筑面积1,663万平方米，相比上年分别减少37%、29%。虽然成交土地宗数与面积同比均有所减少，但2014年北京土地出让金总金额再创有史以来新高，1,916.9亿元的成交总金额较2013年高出了95亿元。

建设投资方面，根据北京市统计局的数据，2014年，北京市完成房地产开发投资3,911.3亿元，

比2013年增长12.3%。其中，住宅投资完成1,962亿元，增长13.8%；写字楼投资完成750.2亿元，增长22.6%；商业、非公益用房及其他投资完成1,199.1亿元，增长4.5%。2014年，全市商品房新开工面积为2,502.8万平方米，比上年下降30%。2014年，全市商品房竣工面积为3,054.1万平方米，比上年增长14.5%。2014年北京房地产施工面积为13,642万平方米，同比下降1.76%。自2010年北京市房地产施工面积连续4年保持上涨趋势，2014年房地产施工面积出现小幅下降。

成交及价格方面，2014年依然延续了前两年的国家调控政策，未出现放松迹象，全年商品房成交1,019万平方米，成交量已降到2004~2014年来的最低值，但成交均价较往年继续上涨，涨幅为10.3%，年度最高均价出现在12月份，达到了29,217元/m²。

总体看，由于北京集中了全国的优质服务资源，区域承接力度较强，房地产整体投资、开发、成交规模较大，土地出让金额和商品房成交均价均创新高。

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2014年12月，北京写字楼市场平均售价34,550元/平方米（建筑面积报价），较2013年同比下降9.2%；平均租金311元/平方米/月（建筑面积报价），较2013年同比上升2.0%；平均空置率12.2%，较2012年同比上升5.1%。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；2014年，北京写字楼租金有所回升，空置率继续上升。

总体来看，近年来北京市商业地产发展较快，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

丰富的开发经验

公司房地产开发业务集中于北京。开发类业务主要包括住宅项目开发销售和商业项目开发。住宅类项目方面，公司早期开发住宅项目“四园”，分别是丰汇园、丰融园、宏汇园、宏英园，总建筑面积约40余万平方米，地处北京市中心金融街区域黄金地段；商业开发项目主要包括写字楼、购物中心、综合体，目前已建成的项目有：丰汇时代大厦、丰融国际大厦、丰铭国际大厦、丰盛国际大厦、丰侨大厦、悠唐国际写字楼、悠唐综合体等十几个项目。

综合业态的产品优势

公司多年来致力于在城市核心区域进行综合开发，打造“办公+居住+消费”的综合地产业态，在项目定位上避开目前单纯商业地产、住宅地产的激烈竞争，以差异化战略打造自身独特的竞争优势，综合业态的合理搭配将能够有效地为用户提供全方位的综合服务，进而提升项目的整体品位与价值。公司在继续开发的同时，逐渐在城市核心区域增加自持商业物业数量，通过租金收入、运营收益为公司提供长期稳定的收入及现金来源，并通过自持物业升值提升资产价值。

高附加值的物业资源

公司物业主要集中在金融街、东二环黄金地段，运营业绩与口碑良好，在开发区域和地段的选择上坚持核心城市核心地段的方向，确立了以首都北京为中心的战略格局，目前公司已在金融街商圈和东二环CBD—朝阳门商圈建设了大量地标性的高端写字楼。

金融街商圈是全国最大的国际化金融聚集区，汇集了中国人民银行和中国银监会、中国证监会、中国保监会等金融监管部门及众多国内外大型金融机构和国企总部，是全国资金、技术、知识密集度最高，创造价值增长最快的区域，项目附加值较高，未来发展潜力较大。

团队管理优势

以商业功能为主的城市综合体项目，其开发难度要远大于单体商业或住宅项目，对开发商的规划设计水平、管理能力及运作经验要求较高。公司引入第一太平戴维斯物业管理、洲际酒店管理公司，保证公司物业优质的管理运营水平。同时，公司拥有一支来自多个国家和地区、多种语言的专业化员工队伍，涵盖企业战略、地产开发、商业运营、法律、物业、金融、能源等专业领域。卓越的管理团队提升了公司的经营管理水平、战略执行力和抗风险能力，促进公司价值的持续提升。

总体看，公司在业务定位、经营模式、产品开发、土地储备及团队管理方面，具备较强竞争优势。

2. 区位优势

公司物业主要集中在金融街、部分位于东二环朝阳门黄金地段，区位优势突出，升值潜力巨大。金融街位于北京西二环路东侧，南起长安街的复兴门内大街，北至阜成门内大街；西自二环路，东临太平桥大街，南北长约 1,700 米，东西宽约 600 米，规划区总占地面积 103 公顷。金融街是北京市第一个大规模整体定向开发的金融产业功能区，自 1992 年建设以来，得到国家和北京市的大力支持。1993 年 10 月，国务院批复的《北京城市总体规划(1991 年-2010 年)》明确提出：“在西二环阜成门至复兴门一带，建设国家级金融管理中心，集中安排国家级银行总行和非银行金融机构总部”。在 2005 年国务院批复的《北京城市总体规划(2004 年-2020 年)》中，再一次明确金融街是国家金融管理中心。2008 年，在全金融总体规划中，进一步确定了金融街在首都金融业中的核心地位，提出要将金融街建成首都金融主中心。

金融街目前已经发展成为中国的金融决策监管中心、资产管理中心、金融支付结算中心、金融信息中心。金融街集中了中国人民银行、中国银监会、中国证监会、中国保监会等中国最高金融决策和监管机构；金融街区域内企业管理的资产达到 18 万亿元人民币，资产集中程度全国第一；金融街区域内金融机构管理的金融资产总额达到 16.2 万亿元，占全国金融资产总额的 60%；此外，金融街聚集了人民银行清算总中心、中央国债登记结算有限责任公司、中国证券登记结算有限责任公司，是中国金融业的资金结算中心。金融街凭借其金融决策监管部门与金融机构总部集中的优势，以及畅通发达的通讯系统，及时汇集、传递着全国乃至世界各地的经济和金融信息。据北京金融局的统计显示，金融业对北京市经济增长的贡献率达到 24.7%，居各行业首位。金融行业依然是带动北京市经济增长和财政收入增长的第一支柱产业，战略产业地位进一步巩固。

东二环朝阳门商圈，位于东二环核心区域，连接东西、贯穿南北，是北京文化和商业的交融地段，与城东部各商圈紧密结合。外交部、中国电信、中国银行、中国石化、中海油、中国人保等众多中央政府机构及国家核心企业均分布于此。

总体看，公司物业所在地区区位优势突出，物业未来升值空间较大。

3. 人员素质

公司拥有高层管理人员 6 人，其中，总经理 1 人，副总经理 4 人，财务总监兼董事会秘书 1 人。

公司总经理朱皓宇先生，曾任北京市房屋建筑设计研究院设计师、北京市市政管理委员会主任科员等职务，现任公司董事、总经理。

公司副总经理王全先生，曾任日本第一实业株式会社项目经理、韩国有造引株式会社项目经

理、北京鼎好天地贸易有限公司董事长等职务，现任公司董事、副总经理。

公司副总经理梁嘉庭女士，曾任禹铭投资公司（USA）执行运营经理、公司总经理助理、摩根大通投资银行有限公司首席代表执行助理等职务，现任公司董事兼副总经理。

截至 2015 年 9 月底，公司职工总数 184 人，从学历构成看，大专及以下占 23.91%，本科及以上学历占 76.09%；从工作岗位看，公司销售人员占 11.96%，工程管理人员占 9.78%，管理人员占 7.07%，技术人员占 47.83%，行政及其他占 23.37%；公司人员构成较为合理。

总体看，公司高层管理人员具有较丰富管理经验，公司员工专业构成及学历结构，能够满足公司运营及发展需求。

五、公司管理

1. 治理结构

公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构。股东大会是公司权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。目前公司董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，董事 6 人；监事会由 3 名监事组成，包括 1 名职工代表。股东大会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。公司总经理主持公司生产经营工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告，根据公司章程相关约定履行相关职责。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司建立了一套较为完整的涵盖公司及子公司财务管理、资金管理、预算管理等内部控制制度，构成了公司的内部控制制度体系。

财务制度方面，从公司内部财务管理的基础工作、会计核算工作、会计档案的管理、财务报销工作、财务凭证的管理及财务印章的管理等几个方面，规范了公司财务管理工作。

资金管理方面，公司规范和强化资金计划管理和融资管理，制定资金管理制度，以资金管理部负责公司及下属各分公司、子公司的融资计划管理与考核、资金筹措管理、贷后管理及资金平衡管理等工作，制定了以资金管理部为核心的内部资金调动审批流程和融资计划制定方针，并对各级资金调度管理制定了严格的授权制度，保障公司整体资金回笼与融资计划的稳定运行。对于分子公司的资金管理，全部由公司资金管理部统一调配使用，每月各部门上报各子公司的资金使用计划，按需调配；投融资方面，也由资金管理部根据各分子公司项目用款情况，统一安排投融资计划，适时在集团公司与各分子公司之间拆借资金，保证分子公司项目用款。

预算管理方面，公司规范预算的编制、审批、执行、分析与考核，指定了预算管理制度，以提升公司管理水平、降低经营风险、提高预算管理的效率和质量，促进公司实现各项战略目标。公司将预算贯穿于公司及其下属各分公司、子公司经营管理的各个环节，并设立了逐级分解的分级管理原则。此外，公司为严格控制预算外资金的使用，制定了单独的预算外资金管理制度，将预算外资金支用提升到董事长审批的层面以实现严控效果。

风险控制方面，公司建立了全流程的风险控制制度，以甄别并控制公司战略风险、财务风险、经营风险与法律风险各方面存在的风险因素。公司的风险控制制度从五个方面对风险进行管理，包括风险管理职责分工、风险管理初始信息收集、风险评估、风险管理解决方案及风险管理的监督和改进，公司针对上述五个方面均设计了具体的工作流程、分工与要求，力求达到对各类风险的全流程控制。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式，内部管理体系较为完善，运作较为规范，整体管理水平较高。

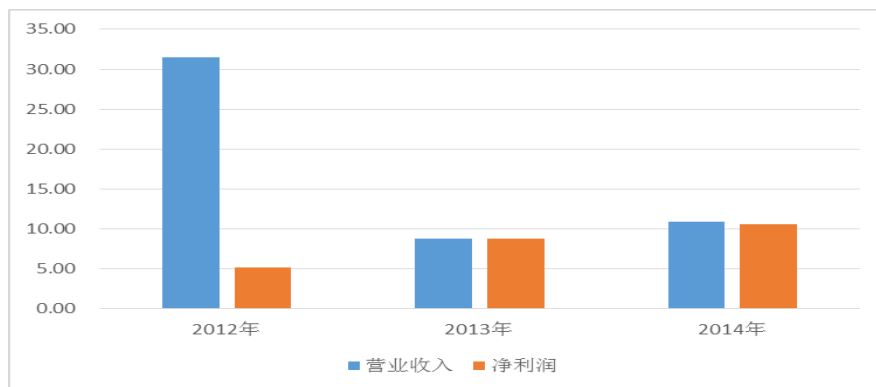
六、经营分析

1. 经营概况

公司具有房地产开发一级资质，主要以房地产开发销售及自持物业经营为主业。其中，地产开发项目以一线城市核心地段商业地产及写字楼开发建设为主、住宅为辅，开发项目主要包括写字楼、酒店、商业街区、商业综合体、高档住宅、公寓等；自持物业经营主要包括优质写字楼、综合体及酒店。公司业务已涵盖从土地一级开发到房地产项目定位、规划设计、施工管理、营销策划及后期物业管理，涉及到房地产开发经营全产业链。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，但受开发进度及房地产政策影响较大，存在一定波动；自持物业经营收入则稳步增长，为公司带来稳定的现金流入。

公司整体经营规模较大，2012~2014年，公司实现营业收入分别为31.48亿元、8.74亿元和10.91亿元，呈波动下降趋势，年均复合减少41.12%。2012年，房产销售是公司收入的主要来源，2013~2014年，公司房产销售规模大幅下降，收入主要来源于房屋租赁，致使公司收入规模大幅下降。近三年，公司实现净利润分别为5.12亿元、8.79亿元和10.59亿元，呈持续增长态势。

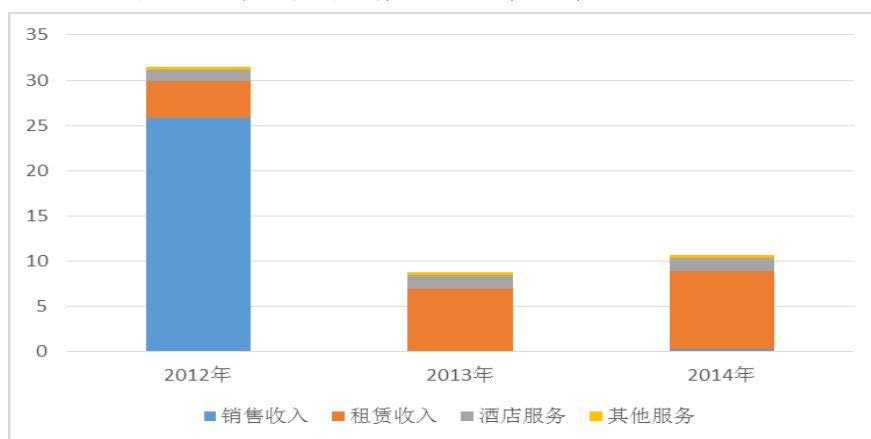
图7 近三年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合评级整理

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 97%以上。从主营业务收入构成看，公司主要业务收入主要来自于房地产销售收入、物业租赁收入、酒店服务和其他服务，其中：物业租赁收入在公司营业收入中的比重逐年增加，从 2012 年的 12.80%升至 2014 年的 79.72%；房地产销售收入则从 2012 年的 82.24%降至 2.04%。

图8 近三年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，联合评级整理

从盈利情况来看，由于房地产销售和物业租赁在公司主营业务中的占比较高，因此房地产销售和物业租赁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41.71%、63.95%和40.52%；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，公司物业租赁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64.82%、86.16%和83.60%；酒店服务业务的毛利率水平近三年一直保持在90%以上。

表4 公司近三年主营业务收入、主营业务成本构成及主营业务毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
主营业务收入：	31.46	99.96	46.75	8.74	100.00	85.56	10.68	97.90	82.59
销售收入	25.89	82.24	41.71	0.06	0.65	63.95	0.22	2.04	40.52
租赁收入	4.03	12.80	64.82	6.88	78.69	86.16	8.70	79.72	83.60
酒店服务	1.27	4.03	91.49	1.50	17.13	92.03	1.47	13.50	91.19
其他服务	0.28	0.89	49.25	0.31	3.54	44.97	0.29	2.64	40.75
其他业务收入	0.01	0.04	100.00	0.00	0.00	100	0.23	2.10	89.13
合计：	31.48	100.00	46.77	8.74	100.00	85.56	10.91	100.00	82.73

资料来源：公司提供

2015年1~9月，公司共实现营业收入8.12亿元，主要系租赁规模增长及租赁价格有所上升所致；实现净利润2.49亿元，主要系租金上涨导致营业收入增加、管理费用较同期有所降低。

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、自持物业经营两大业务板块。

房地产开发

（1）项目开发情况

公司房地产开发业务集中于北京。开发类业务主要包括住宅项目开发销售和商业项目开发。住宅类项目方面，公司早期开发住宅项目“四园”，分别是丰汇园、丰融园、宏汇园、宏英园，

总建筑面积约 40 余万平方米，地处北京市中心金融街区域黄金地段，西距二环路 300 米，南距长安街 300 米，东靠西单商业街；商业开发项目主要包括写字楼、购物中心、综合体，目前已建成的项目有：丰汇时代大厦、丰融国际大厦、丰铭国际大厦、丰盛国际大厦、丰侨大厦、悠唐国际写字楼、悠唐综合体等十几个项目。

2012 年~2014 年新开工项目分别为：成都水井坊项目、鑫福海大厦项目和雅宝路 A2 区项目。2012 年公司北丰 BCD 工程项目 D1、D2 项目竣工，共实现竣工面积 6.80 万平方米。2013 年和 2014 年公司无新竣工项目。

表 5 公司近年房地产开发情况

项目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 9 月
新开工项目数（个）	1（成都项目）	1（鑫福海项目）	1（雅宝路 A2）	0
新开工面积（万平方米）	9.22	10.58	4.82	0
竣工项目数（个）	1	--	--	0
竣工面积（万平方米）	6.80	--	--	0

资料来源：公司提供

公司目前在建项目 4 个，计划总投资规模约为 87.92 亿元，其中截至 2015 年 9 月底已完成投资 68.21 亿元，未来尚需投资 19.71 亿元。受公司在建及计划开工项目规模较大影响，公司未来两年投资规模较大，公司面临较大的融资需求。

表 6 截至 2015 年 9 月底公司在建及拟建项目投资计划（单位：亿元）

项目	总建筑面积 (万平方米)	计划总投资	截至 2015 年 9 月 底已完成投资	未来尚 需投资	开工 时间	工程进度
水井坊历史文化街区保护 整治工程项目	9.22	17.70	12.76	4.94	2012 年	在建工程
永外海户屯商业金融项目 (鑫福海项目)	10.58	13.5	11.64	1.86	2013 年	精装修中
雅宝路危改二期 A2 区	19.18	38.81	27.18	11.63	2014 年	地面正负零
麒麟国际商务中心项目 (新金山项目)	9.6	17.91	16.63	1.28	2013 年	精装修中
新兴盛危改小区项目	--	--	--	--	--	拟建项目
合计	48.58	87.92	68.21	19.71	--	--

资料来源：公司提供

水井坊历史文化街区保护整治工程项目位于成都市城市核心区，整个街区位于两江汇合处，项目东起九眼桥西，西至锦江，北到水津街和双槐树街、金泉街，南临滨江东路，总占地面积约 4.04 万平方米。项目所在位置临近未来的金融 CBD 区域，与商贸中心春熙路遥相呼应，坐拥香格里拉酒店、兰桂坊等高端客源；拥有成都最集中、最密集的消费需求；项目地理环境、区位配套、历史文化资源得天独厚。

永外海户屯商业金融项目（鑫福海项目）于 2011 年 11 月通过招拍挂的方式取得，目前已经基本建设完成并进入招商阶段，预期于 2015 年四季度投入运营。项目占地面积 1.52 万平方米，规划总建筑面积为 10.58 万平方米，容积率 6.9726，地上 7 层，地下 5 层。项目位于南三环中路与大红门交叉口东北角，地处北京市政府规划的“大红门—木樨园商圈”，该商圈一直是华北地区最大的服装批发集散地。

公司开发建设的雅宝路危改二期项目，分为 A、B 两区。A 区中，最后一期开发项目为 A2 项目。项目位于北京市东二环东侧，南邻司法部南街，北侧为 A1（中粮福临门）办公楼，东临

A3（麒麟新金山）办公楼，是东二环临街最后一块建设用地，公司对该地块定位为超 5A 级品质标准的 21 世纪复合经济业态写字楼，拟于建成后自持对外出租。A2 项目总用地面积为 0.93 万平方米，容积率为 15.4，总建筑面积为 19.18 万平方米，其中地上建筑面积为 14.28 万平方米，地下建筑面积为 4.90 万平方米。A2 项目总投资预计为 38.8 亿元，截止 2014 年底已投 26.55 亿元。预期于 2016 年末完工，2017 年投入使用，预期 2017 年租赁收入 8.57 亿元。

（2）项目管理情况

公司房地产项目开发业务所需的主要上游供应产品包括建筑施工总承包服务、装修服务、设计服务、以及电梯、电气设备等特殊设备的采购和施工。目前以上商业地产开发项目所需的材料设备市场供应属于买方市场，供应充足。以上材料设备市场价格变动状况除建筑钢材、铜材等少数产品外，其他材料设备的价格变动不大。公司从事开发工作二十余年，采购渠道广阔且畅通，具备充足的供应商资源。公司在地产行业内信誉良好，多家大型建筑总包单位对公司项目均有项目施工授信。由于地产开发项目涉及专业多，综合性非常强，因此不存在对主要供货商的依赖程度。就公司的商业地产特点，其采购额大约占成本的 20% 左右。

采购及成本管理方面，公司的采购政策为集中采购与分散采购相结合，即抓大放小的原则。涉及公司项目通用的、大宗的、对项目的品质及成本影响权重较大的物资原则上采用集中采购模式，其他的在公司监督下由各项目公司分散采购。对于目标成本的制定，根据公司已实施工程、同地区类似面积、业态、档次工程、对标企业类似工程的成本信息对目标成本进行对比、分析，调整不合理项目，以实现监控管理目的。对于动态成本控制，根据各项目的目标成本设定分项控制指标，定期对已签合同、已发生的费用变化、预计发生的费用进行统计、梳理，形成动态成本额，对比控制指标，对达到警戒线的工程进行预警并启动相应的成本分析调整流程，保证项目整体成本始终在控制范围内。

工程管理方面，公司严格把控工程进度，为保证施工质量及进度，公司采取以下措施：公司工程管理部制定项目的整体建设计划；随后细化项目年度建设计划，主要包括：一级节点公司管控（必保）、二级节点公司管理部门和项目公司管控（年度重点监控）、三级节点项目公司管控（三级预警）；项目公司每月上报完成情况和问题，工程管理部每月现场检查（现场实际勘察、现场约谈监理单位、合作单位、项目公司人员）；每月检查意见项目公司反馈落实情况；每月现场检查报公司领导，通过专题会和集团没有开发序列会议协调集团各部门资源和相关社会资源解决项目公司存在的问题；定期评估（按季度）项目整体计划推进情况，专题报告相关情况。截至 2015 年 9 月底，公司未发生重大安全及质量事故。

总体看，公司现阶段房地产开发的规模较小；公司重视工程管理及成本控制。

（3）房地产销售情况

近三年公司无新开发预售项目，销售收入主要来自北丰 BCD 项目 C2 楼（2012 年）、丰侨大厦及丰侨公寓、麒麟公馆 R1、R2 及 R6 楼的销售。近三年分别实现结转收入 25.89 亿元、0.06 亿元和 0.22 亿元。2015 年 1~9 月，公司无达预售项目、无协议销售及结转收入。从销售价格方面看，近三年公司房屋销售平均价格呈逐年下降趋势，近三年分别为 5.36 万元/平方米、5.00 万元/平方米及 3.24 万元/平方米（2014 年销售的项目为公司 2009 年开发，2014 年所售为尾盘公寓，按照 2009 年价格执行）。

表 7 公司近年房地产销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
达预售项目（个）	--	--	--
协议销售面积（万平方米）	0.04	0.01	0.04
协议销售金额（亿元）	0.23	-	0.12
协议销售均价（元/平方米）	53,508.00	50,000.00	32,400.00
结转收入面积（万平方米）	8.36	0.02	0.08
结转收入（亿元）	25.89	0.06	0.22

资料来源：公司提供

总体看，受公司开发进度及发展规划的影响，公司近三年房地产销售规模较小。

（3）土地储备情况

公司坚持有节奏的拿地策略，规避盲目扩张、高价获得土地可能带来的财务风险，注重土地的价值成长性。2012 年公司将拿地选址的具体标准系统化、理论化，得出“六大准则”：立足国内宏观经济发展的全局，重点选取热点地区，主要是以北上广深为代表的一线城市、以成都为代表的省会城市；从城市经济发展及规划情况考虑，重点选取城市热点区域，包括地方打造的政策性区域，规划理念先进，配套齐全，发展预期明显；从地块所处的区位考虑，综合评价交通条件、生活及商业配套条件、宗地自然条件、周边环境等多方面因素。重点选择交通便利、配套完善、周边环境较好的地段，以便打造高端项目；从地块所处市场环境考虑，研究项目所处商业价值及机会。包括目标地块所处商圈、竞争者调查、消费市场调查、商业价值评判等，从而得出项目商业定位方向，综合评价地块开发价值；从地块取得的成本考虑，通过多方式测算得出可接受的项目价格；从土地投资风险角度考虑，需评估的风险因素包括政策变化、市场变化、城市规模调整、手续合法性、方案可实施性等，每个项目均有公司法务、财务、工程、前期等多个部门全面分析论证，确保投资风险可控。在获取方式上，公司主要通过土地招拍挂、股权收购、资产收购及协议出让取得。

从公司土地储备情况来看，截至 2015 年 9 月底，公司累计土地储备占地面积 10.64 万平方米。除水井坊历史文化街区保护整治工程项目位于成都外，其余项目均集中在北京核心地段，属稀缺资源，竞争优势明显。

表 8 截至 2015 年 9 月底公司土地储备情况

序号	项目名称	所在地	物业类型	占地面积（万平方米）	规划建面（万平方米）	获取成本（亿元）
1	雅宝路危改二期 A 区 A2 楼项目	北京	写字楼	0.94	19.18	4.95
2	西城区新兴盛危改小区项目	北京	写字楼	3.18	容积率调整中	1.57
3	丰台区永外海户屯商业金融项目	北京	商业	1.52	10.58	7.21
4	麒麟国际商务中心项目（新金山项目）	北京	写字楼	0.96	9.60	13.26
5	水井坊历史文化街区保护整治工程项目	成都	商业	4.04	9.22	7.22
	合计	--	--	10.64	--	34.21

资料来源：公司提供

公司未来拟开发项目新兴盛危改小区项目坐落于北京中心地段，太平桥大街东侧沿街，临近金融街。该地块为一、二级混合地。规划总用地面积约 7.61 万平方米，新兴盛危改小区项目总用地面积 5.86 万平方米，其中协议出让用地面积 3.18 万平方米，用地性质为商业金融；一级开发用地面积 2.68 万平方米，用地性质为商业金融；规划三期用地面积约 1.75 平方米，性质待定。目前北京兆泰集团股份有限公司

项目进展良好，协议出让用地拟于 2016 年 4 月开工建设。一级地块已拆迁面积约占 90%，预期 2016 年 6 月入市挂牌交易。该项目为金融街区域最后一块建设用地，极具资源稀缺性，被西城区政府列为金融街拓展工作重点项目。公司计划拟部分自持部分销售。

总体看，公司土地储备的规模不大，但由于其突出的地理位置优势，未来几年内将为公司提供较为充足的收入来源；公司目前房地产开发项目主要集中于北京地区以及成都，未来项目范围有待拓宽以分散风险。

自持物业运营

公司目前自持运营类业务主要有写字楼、商业、酒店及高端公寓。自持物业主要位于北京西城区金融街区域与东二环朝阳门区域，区位优势突出。租赁收入主要来自于公司自持写字楼及少量高端公寓租金。公司自持写字楼主要包括丰汇时代大厦、丰汇园 21 号楼、悠唐国际 A 座、丰融国际大厦、丰铭国际大厦；高端公寓主要有麒麟公馆和兆泰国际中心 A3 部分公寓，作为公司经营业态的必要补充，该业态的保值增值能力较强；公司开发并持有的悠唐购物中心与北京朝阳悠唐皇冠假日酒店已经成为北京东二环地带的重要地标。2012~2014 年公司租赁收入持续增长，近三年实现租赁收入 4.03 亿元、6.88 亿元和 8.70 亿元。

表 9 截至 2015 年 9 月底公司部分自持物业情况

序号	项目名称	建筑面积 (万平方米)	可租面积 (万平方米)	物业概况	投资成本 (亿元)	账面金额 (亿元)
1	丰汇时代大厦	2.00	1.59	商业及办公	1.40	5.46
2	丰汇园 21 号楼	0.67	0.67	商业及办公	0.24	2.29
3	麒麟公馆	2.50	1.29	住宅	4.63	4.23
4	悠唐国际 A 座	1.64	1.00	住宅	3.20	2.93
5	丰融国际大厦	7.29	7.17	写字楼	6.35	28.34
6	丰铭国际大厦	6.22	6.08	写字楼	7.24	22.58
7	丰侨大厦（北丰 C1）	0.34	0.34	写字楼	0.38	1.44

资料来源：公司提供。

注：建筑面积和投资成本不含已销售部分，只含自持物业经营部分；自持物业未包含商业和酒店经营。

公司所开发的项目以在北京核心区域的精品写字楼为主，主要位于西城区金融街区域与东二环朝阳门区域，区位优势明显。公司对于所开发的写字楼项目的设计水平、建筑质量、科技含量、绿色标准都有很高的要求，公司写字楼产品的质量受到客户的普遍认可。从出租率方面看，得益于突出的地理位置优势、优质的服务以及精准的客户定位，2012~2014 年公司自持物业租金水平持续增长，出租率全部达到 100%（除丰铭国际大厦 2013 年开始对外出租，当年出租率 97%）。

表 10 截至 2015 年 9 月底公司部分持有物业出租情况

物业	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
丰汇时代大厦	出租率	100%	100%	100%	100%
	平均租金水平（元/平/天）	8.85	9.87	10.47	10.50
丰汇园 21 号楼	出租率	100%	100%	100%	100%
	平均租金水平（元/平/天）	7.28	8.36	8.57	8.57
麒麟公馆	出租率	--	100%	100%	100%
	平均租金水平（元/平/天）	--	0.98	1.53	1.53
悠唐国际 A 座	出租率	100%	100%	100%	100%
	平均租金水平（元/平/天）	5.51	6.91	7.04	7.04
丰融国际大厦	出租率	100%	100%	100%	100%

	平均租金水平（元/平/天）	10.74	14.43	15.48	15.48
	物业收入	0.19	0.21	0.2	0.2
丰铭国际大厦	出租率	--	97%	100%	100%
	平均租金水平（元/平/天）	--	16.48	16.62	16.62
丰侨大厦(北丰 C1)	出租率	100%	100%	100%	100%
	平均租金水平（元/平/天）	8	8	14.42	14.42

资料来源：公司提供

注：出租率是针对可出租面积来算的，扣除了自用部分面积；除丰融国际大厦外，其他楼座的物业费均有物业公司收取；租金水平不含物业费；平均租金水平考虑了免租期等情况；若年度中间租金水平上涨，综合考虑一年的平均租金水平；丰铭国际大厦13年开始出租；麒麟公馆租赁给资产管理公司，由对方进行酒店式专业管理等服务，再与公司进行结算，故租金水平较低。

公司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，因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。自销方面公司以自来客户为主，主动拓客与渠道整合为辅。具体的营销方式主要有三种：自媒体，如微信平台信息推送，销售案场包装，项目周边道旗、围挡制作等；业内媒体推广，如红地产、搜狐焦点等；外部资源嫁接，如目标客户的行业峰会、论坛等。公司的主要资产均处于重点城市的核心地段，属于稀缺资源型投资物业，客户定位主要包括：金融机构总部、保险公司总部、国际、国内大型投资银行、国企、央企背景类企业以及大型产业客户类。

公司近三年主要租赁客户包括：上海浦东发展银行股份有限公司北京分行、中国出口信用保险公司、中国中投证券有限责任公司北京分公司、中国建设银行股份有限公司、中华联合保险控股股份有限公司、平安银行股份有限公司等。公司近三年租赁业务前五大客户合计占该类业务总收入的 40%以上，下游客户集中度较高。一般租赁周期视租赁面积、租户情况而定，通常为 3 至 5 年，租金会逐年递增，递增率 5%至 10%不等；租金收取方式大都为按月收取，少部分为按季度收取和半年收取；租赁周期首月会有装修免租期（具体天数视租赁面积而定）。

北京朝阳悠唐皇冠假日酒店由洲际酒店集团负责全面运营管理并使用其品牌，其营业收入与毛利率在北京同档次的各大酒店中稳居最前列。酒店拥有 360 间客房，房型包括：高级房、豪华房、精品房和套房；酒店 18~20 层为皇冠假日行政楼层。酒店的会议设施优良，无柱式皇冠大宴会厅面积达 1,050 平方米，可分割为 3 个宴会厅，可容纳 900 人以上；480 平方米的云霄礼堂，是北京唯一拥有穹顶阳光的礼堂，还有多个 40 平方米至 300 平方米的多功能会议厅酒店拥有风格各异的餐厅和酒廊。公司实现酒店服务收入 1.27 亿元、1.50 亿元和 1.47 亿元，收入较稳定，近三年毛利率均保持在 90%以上。

总体看，公司自持物业资产质量高，公司通过经营和出租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。

3. 经营效率

随着公司生产经营规模的扩大，2012~2014 年，公司所有者权益稳步增长，三年复合增长率 16.61%；总资产规模逐年增长，三年复合增长率 21.16%。

伴随近年来公司收入较快增长，应收款项和存货保持增长，从经营效率指标来看，公司 2012~2014 年应收账款周转率波动较大，存货周转次数呈波动上升趋势，总资产周转次数逐年下降，2014 年分别为 9.00、0.03 和 0.05。

从同行业比较情况看，公司应收账款周转率、总资产周转率、存货周转率均低于行业平均水

平。系公司资产规模增长较快，但与同类企业相比，公司 2013 和 2014 年营业收入以租赁收入为主且规模较小所致。

表 11 2014 年主要“开发+持有”类房地产上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	总资产周转率	存货周转率
金融街	21.31	0.27	0.33
鲁商置业	21.41	0.20	0.19
中茵股份	44.78	0.24	0.39
世茂股份	14.02	0.23	0.34
阳光股份	40.11	0.14	0.22
北辰实业	100.64	0.18	0.15
兆泰集团	9.00	0.05	0.03

资料来源：wind 资讯。

注：本报告同业比较数据均来自于 wind 资讯，部分指标计算口径可能与联合评级指标计算口径有差异，如应收账款周转率、存货周转率等，下同。

总体看，受公司今年营业收入以租赁收入为主影响，公司近三年的经营效率较偏低。

4. 经营关注

公司所处行业易受宏观政策影响

公司主营业务所属的房地产行业与宏观经济运行状况密切相关，行业发展与国民经济的景气度关联性较强，受固定资产投资规模、城镇化进程等宏观经济因素的综合影响明显。现阶段国内经济形势面临较多不确定因素。随着宏观经济政策调整，基础工程建设投资增幅趋缓，生产成本不断提高，社会对房地产价格下行预期增加，使公司所处行业的业务空间、销售水平和利润率都面临逐渐下降的风险。如果未来国内经济增势放缓或宏观经济出现周期性波动而公司未能对其有合理的预期并相应调整经营行为，则将对公司的整体业绩和盈利能力产生不利影响。

在建及拟建项目资金压力大

近年公司项目建设支出和土地支出规模相对较大，未来公司项目开发支出规模大，行业景气度变化较大等因素加重了公司资金周转压力。

公司经营效率有待提升

公司房地产开发业务属于资金密集型业务，建设周期长，项目前期土地购置、建安投入与销售回款存在一定的时间错配。公司房地产开发业务近年来发展较快，经营活动产生现金流出规模增大，项目销售回款不能完全满足在建项目的推进及土地储备资金需求的增长，导致经营活动现金流持续为负，公司整体经营效率有待提升。

5. 未来发展

公司对未来发展提出了明确的目标：实现总资产 500 亿元，自持物业体量达到 100 万平方米；区域布局继续聚焦北京，立足金融商务区，形成合理布局；保证写字楼产品的品质成为行业、区域的标杆；财务角度要实现持有物业收入 5 年复合增长率不低于 20%。此外，结合公司业务的特点与公司企业文化中一贯的追求，公司确定了“都市新生活缔造者”的定位理念、“打造城市核心地段新生活地标，建设最优质物业，创造可持续价值”的企业使命以及“忠、勤、敏、达”的核心价值观。

对于公司未来的地缘发展，公司以“聚焦”作为区域战略的核心理念，利用在北京的业务积累、专业团队和优势资源，构建公司核心竞争力。在对北京既有资源深耕细作的基础上，逐步向

全国热点城市的核心区域滚动发展，以成都作为扩展业务范围的试点城市。在以“聚焦”为核心理念的区域战略基础上，公司制定了三年北京区域战略，写字楼以“兆泰国际金融城”和“兆泰国际商务中心”为2大核心，商业/酒店以“悠唐”、“鼎好”、“鑫福海”等为代表，完成区域战略布局。重点突出的区域战略有利于公司充分发挥在北京现有的土地储备优势、管理经营优势与品牌优势，并且以收益稳定的北京核心区域物业大大降低了未来向全国其他区域扩展时的跨区域经营风险。

总的来看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着公司经营规模进一步扩大，整体竞争力有望进一步增强。但受公司计划投资规模较大影响，公司面临一定融资需求，其债务规模可能进一步上升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年度~2013 年度合并财务报表已经致同会计师事务所审计，2014 年度合并财务报表已经中兴财光华会计师事务所审计，并均已并出具了标准无保留审计意见。2015 年 1~9 月财务数据未经审计。公司财务报表按财政部于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

公司 2012 年~2014 年的合并范围变动情况见下表，2015 年 9 月财务报告合并范围无变动。

表 12 2012 年~2014 年公司合并范围变动情况

日期	公司名称	变动内容
2012 年	北京丰铭置业有限公司	增加
2013 年	北京麒麟房地产开发有限责任公司	增加
	兆泰地产顾问（香港）有限公司	增加
2014 年	兆泰石油能源投资有限公司	增加
	北京信嘉伟程房地产开发有限责任公司	减少
	北京建铭房地产开发有限公司（以下简称“建铭公司”）	减少

资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司合并资产总额 233.59 亿元，负债合计 157.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.01 亿元。2014 年公司实现营业收入 10.91 亿元，净利润（含少数股东损益）10.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额-11.14 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.40 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司合并资产总额 242.12 亿元，负债合计 157.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.05 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 8.12 亿元，净利润（含少数股东损益）2.49 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-6.91 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.29 亿元。

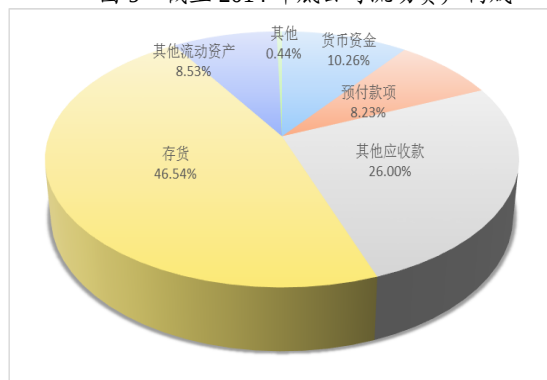
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模持续快速增长，年均复合增长 21.16%，资产构成以非流动资产为主，近三年非流动资产占比持续上升。截至 2014 年底，公司资产规模 233.59 亿元，其中流动资产占比 45.59%，非流动资产占比 54.41%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 7.48%。截至 2014 年底，公司流动资产为 106.51 亿元，以货币资金（占比 10.26%）、预付款项（占比 8.23%）、其他应收款（占比 26.00%）、存货（占比 46.54%）和其他流动资产（占比 8.53%）为主。

图 9 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金余额总额持续快速增长，年均复合增长 50.37%，主要系租金收入增长及融资规模增长所致。截至 2014 年底，公司货币资金为 10.93 亿元，较上年大幅增长 82.79%。公司的货币资金以银行存款为主，占比 85.57%，其中受限资金为 1.57 亿元，为公司贷款监管户存款。

2012~2014 年，公司预付款项余额持续下降，年均复合下降 23.92%，主要系预付款项结转及建铭公司不再纳入合并范围所致。截至 2014 年底，公司预付款项合计 8.77 亿元，较上年下降 21.34%。公司预付款项主要为未收购完成故而未结转的房屋收购款、未结算的安置房预付款。从账龄结构来看，账龄在 1 年以内的占比 17.42%，在 1~2 年的占 19.14%，2~3 年的占 0.86%，3 年以上占 62.58%，账龄分别在 3 年以上的预付款项主要系已支付但收购未完成的房屋收购款。

2012~2014 年，公司其他应收款波动幅度较大。截至 2012 年底，公司其他应收款账面价值合计 23.49 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 89.44%，主要系支付未结转的麒麟公司收购款、基金投资款及向其他公司借款；截至 2013 年底，公司其他应收款账面价值合计 7.54 亿元，主要系支付给其他公司借款，其中账龄在 1 年以内的占比 41.05%，1~2 年的占比 36.07%，2~3 年的占比 5.30%，3 年以上占比 17.58%；截至 2014 年底，公司其他应收款账面价值合计 27.69 亿元，主要系公司对建铭公司与其他公司往来款，其中账龄在 1 年以内的占比 84.87%，公司存在一定的款项被占用情况。

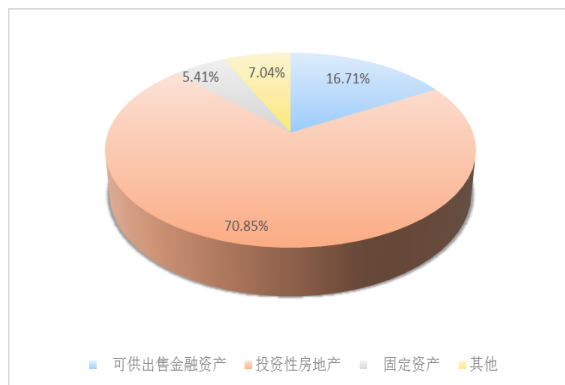
2012~2014 年，随着公司房地产开发项目的逐步建设、销售、结转，公司存货规模波动增长，三年复合增长 6.50%。公司存货构成主要为开发成本、开发产品和出租开发产品，2014 年占比分别为 76.16%、6.16% 和 17.67%。截至 2014 年底，公司存货账面价值合计 49.56 亿元，存货规模较 2013 年下降 15.31%，主要系建铭公司不纳入合并范围所致。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，公司存货房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对存货计提跌价准备。

公司其他流动资产主要为各类理财产品、委托贷款及预缴税费。2012~2014 年，公司其他流动资产波动幅度较大。截至 2014 年底，公司其他流动资产合计 9.08 亿元，其中购买理财产品 5.62 亿元，委托贷款 3.3 亿元，预缴税费 0.16 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈持续增长态势，近三年年均复合增长 37.80%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产规模大幅增长所致。截至 2014 年底，公司非流动资产总额为 127.09 亿元，以可供出售金融资产（占比 16.71%）、投资性房地产（占比 70.85%）和固定资产（占比 5.41%）为主。

图 10 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司可供出售金融资产规模分别为 0 亿元、0 亿元和 21.23 亿元，增长迅速。2014 年，公司可供出售金融资产按成本计量模式后续计量的合计 3.08 亿元，按公允价值计量的合计 18.16 亿元，按公允价值计量的可供出售金融资产主要系公司持有的盛京银行股权投资。公司于 2013 年 10 月以 16.50 亿元购入盛京银行 6.82% 股权，截至 2014 年末，盛京银行资产总额 5,033.71 亿元，各项存款余额 3,159.44 亿元。

2012~2014 年，公司投资性房地产规模持续大幅增长，年均复合增长 29.49%。公司从 2012 年 12 月 31 日起将投资性房地产由历史成本价计量变更为按公允计量。2012~2014 年，除 2012 年自用房地产或存货转入投资性房地产 0.13 亿元，2013 年自用房地产或存货转入投资性房地产 7.24 亿元外，公司投资性房地产的规模增长全部来自于公允价值变动。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面价值合计 90.04 亿元，较上年底增长 24.31%，全部来自于公允价值变动。

表 13 投资性房地产评估值增长前五大物业（单位：万元）

名称	2013 年评估值	2014 年评估值
丰融国际大厦	195,686.00	283,449.00
丰侨大厦	9,915.00	14,375.00
丰铭国际大厦	161,931.00	225,830.00
丰汇时代大厦	40,298.00	56,633.00
悠唐商业	275,871.00	279,838.00

资料来源：公司提供

2012~2014 年，公司固定资产账面价值波动增长，年均复合增长 0.92%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值合计 6.87 亿元，主要为房屋及建筑物，且年代较新，固定资产成新率为 85.71%，成新率较好。

2012~2014 年，公司商誉以年均复合增长 151.56% 的速度大幅增长，公司商誉系非同一控制下企业合并所形成的投资溢价。截至 2014 年底，公司商誉合计 2.46 亿元，未出现减值情形。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总计 242.12 亿元，较年初微幅增长 3.65%，其中流动资产占比 43.90%，较年初略有下降，资产结构基本保持稳定。

总体看，公司资产规模中等，以非流动资产为主；非流动资产中投资性房地产占比较大；流动资产中存货规模占比较大，符合公司“开发+持有”的企业特征；整体资产质量较好。

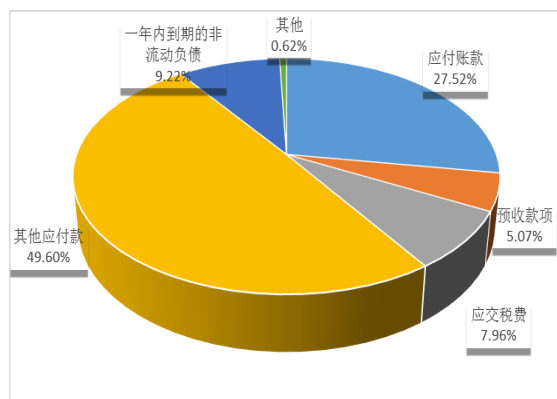
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 23.55%。截至 2014 年底，公司负债合计 157.58 亿元，较上年大幅增长 44.36%，主要系其他应付款和长期借款大幅增长所致。近三年公司负债主要以非流动负债为主，且其占比呈大幅上升趋势，主要系公司长期借款和递延所得税负债大幅增长所致。截至 2014 年底，公司流动负债占比 27.25%，非流动负债占比 72.75%。

2012~2014 年，公司流动负债规模波动下降，年均复合下降 0.07%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 42.94 亿元，以应付账款（占比 27.52%）、预收款项（占比 5.07%）、应交税费（占比 7.96%）、其他应付款（占比 49.60%）和一年内到期的非流动负债（占比 9.22%）为主。

图 11 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应付账款金额持续下降，年均复合下降 12.95%。截至 2014 年底，公司应付账款账面价值 11.82 亿元，较上年下降 19.69%，主要为预提费用和工程款，其中账龄超过一年的应付账款余额合计 10.43 亿元，均为项目未结算的预提费用和工程款。

2012~2014 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 31.74%。2013 年，公司款项较 2012 年大幅增长 73.65%至 2.18 亿元，主要系预收租金规模增长所致。截至 2014 年底，公司预收款项合计 2.18 亿元，主要系地产租赁预收款项。

2012~2014 年，公司应交税费波动较为剧烈，年均复合增长 48.13%。截至 2014 年底，公司应交税费合计 3.42 亿元，较上年底增长 1,329.65%，主要系预提土地增值税规模大幅增长所致。

2012~2014 年，公司其他应付款规模波动增长，年均复合增长 19.65%。截至 2014 年底，公司其他应付款合计 21.30 亿元，较上年底大幅增长 186.14%，主要系向其他企业借款大幅增长所致。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降，年均复合下降 35.59%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 3.96 亿元，全部为一年内到期的银行借款。

近三年，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 37.97%，主要系长期借款和递延所得税负债增长所致。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 114.64 亿元，其中长期借款占比 85.64%、递延所得税负债占比 14.29%。

2012 年~2014 年，公司建设规模持续增长，为满足公司项目建设需要，公司增加了长期借款

规模，公司长期借款规模年均复合增长 38.21%，截至 2014 年底，公司长期借款规模合计 98.18 亿元，全部为抵押借款和抵押并质押借款。

2012 年~2014 年，公司递延所得税负债规模持续快速增长，年均复合增长 36.96%，截至 2014 年底，公司递延所得税负债合计 16.39 亿元，主要系投资性房地产评估增值形成。

截至2015年9月底，公司负债合计157.06亿元，较年初降低了0.33%，其中流动负债合计39.56亿元，较年初下降7.88%，主要系应交税费和一年内到期非流动负债减少所致；非流动负债合计117.50亿元，较年初增长2.50%，主要系长期借款规模持续增长所致，公司负债中流动负债占比25.19%，较年初的27.25%有所下降。

近三年，公司有息债务规模呈大幅增长态势，三年复合增长29.46%。截至2014年底，公司全部债务合计102.14亿元，其中短期债务和长期债务分别占比3.88%和96.12%，公司债务以长期债务为主。2014年底，公司资产负债率由2013年底的62.74%上升至67.46%，但受债务规模大幅增长，且长期债务占比大幅提升因素影响，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率由2013年底的52.86%和47.26%大幅增长至57.33%和56.36%。

截至2015年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为64.87%、54.25%和53.75%，较年初均有一定程度下降，公司有息负债规模整体处于可控水平。

总体看，公司负债结构以非流动负债为主，债务负担处于可控水平。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益规模大幅增长，年均复合增长率为 16.61%，主要来源于公司利润留存；2013 年，公司将未分配利润 625 万元用于分配并按股东持股比例转增注册资本 500 万元，公司股本增加 500 万元。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 76.01 亿元，较上年增长 17.23%，其中归属于母公司所有者权益占比 86.58%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 10.71%、资本公积占比 0.04%、其他综合收益占比 1.88%、盈余公积占比 4.58%、未分配利润占比 82.78%，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性较弱。

截至2015年9月底，公司所有者权益合计85.05亿元，受公司未分配利润增加影响，所有者权益较年初增长11.90%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比偏高，所有者权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

近三年，公司的营业收入分别为 31.48 亿元、8.74 亿元和 10.91 亿元，呈波动下降态势，年均复合下降 41.12%，2012 年，房产销售是公司收入的主要来源，2013~2014 年，公司房产销售规模大幅下降，收入主要来源于房屋租赁，致使公司收入规模大幅下降。2012~2014 年，公司实现净利润分别为 5.12 亿元、8.96 亿元和 10.59 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 43.81%。

从利润构成看，2012 年，公司利润主要来自于房地产销售业务，2013~2014 年，公司投资性房地产公允价值变动带来的公允价值变动收益是公司营业利润的主要来源，分别占比 91.73%和 109.74%。随着公司投资性房地产规模逐步扩大，公司利润对投资性房地产公允价值变动具有一定依赖性。随着公司现有开发项目在 2015~2016 年逐步结转收入，届时将有力促进公司的收入和利润出现增长。从营业外收入来看，公司营业外收入主要为政府补助，规模较小，对利润总额贡献较小。2012~2014 年，归属于母公司净利润分别为 3.85 亿元、7.14 亿元和 8.46 亿元，占净利润比重分别为 75.24%、79.670%和 79.88%，占比持续上升。

从期间费用来看，2012 年~2014 年公司期间费用总额年均复合增长 19.30%，截至 2014 年底，

公司费用总额为 6.78 亿元。近三年公司的销售费用呈持续下降趋势，年均复合下降 27.64%，主要系公司房产销售规模大幅下降所致；公司管理费用持续增长，年均复合增长 46.31%，主要系公司投资性房地产经营规模持续增长所致；近年来，公司债务规模持续增长，财务费用以年均复合增长 33.92% 的速度持续增长。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 15.13%、68.88% 和 62.13%，波动较大，主要系 2013 年和 2014 年收入大幅下降所致，公司期间费用控制能力有待提高。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率波动增长，三年分别为 39.59%、79.87% 和 51.78%，受投资性房地产公允价值变动影响，公司盈利能力总体有所增长。2014 年公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 9.58%、10.15% 和 15.03%，较上年均有不同程度增长。与国内同行业其他主要上市公司比较，因公司投资性房地产规模较大，收入主要来自于租赁收入，公司销售毛利率、净资产收益率和总资产报酬率处于较好水平。

表 14 2014 年“开发+持有”类主要房地产上市公司盈利指标情况

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	30.62	12.59	5.94
鲁商置业	22.35	10.72	1.33
中茵股份	25.85	0.98	2.26
世茂股份	41.40	12.50	6.50
阳光股份	45.95	-18.79	2.87
兆泰地产	82.73	15.03	10.15

资料来源：可比上市公司数据来自 WIND 资讯，兆泰地产数据为联合评级测算，可比性仅供参考

2015 年 1~9 月，公司共实现营业收入 8.12 亿元，主要系租赁规模增长及租赁价格有所上升所致；实现净利润 2.49 亿元，主要系租金上涨导致营业收入增加、管理费用较同期有所降低。

总体看，公司近年来利润来源对投资性房地产公允价值变动依赖较大，存在一定不确定性。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 -8.33 亿元、-7.47 亿元和 -11.14 亿元，均呈净流出态势。近年来，公司销售规模大幅下降，投资性房地产经营规模持续增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金流入规模远低于购买商品、接受劳务支付的现金流出规模。2014 年，因受到与其他公司往来款规模大幅下降影响，公司经营活动产生的现金净流出规模有所增长，公司经营活动产生的现金流入无法满足公司经营活动需要。从收入实现质量来看，2012~2014 年公司现金收入比率分别为 20.72%、110.90% 和 94.69%，2012 年公司收入主要系房产销售收入，因房产销售产生现金流量与结转收入之间存在一定的时间差，公司当年现金收入比较低；2013~2014 年，公司主要经营活动系房产租赁，整体收入实现质量较好。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -19.14 亿元、1.20 亿元和 -24.37 亿元，波动较大。2012 年，公司支付收购麒麟公司等股权投资款规模较大，投资活动现金净流出 19.14 亿元；2013 年，公司收回银行理财产品规模较大，公司投资活动现金净流入 1.20 亿元；2014 年，公司支付盛京银行等股权投资款以及购买银行理财产品支付现金规模较大，公司投资活动现金净流出 24.37 亿元。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 24.13 亿元、6.95 亿元和 39.91 亿元，呈净流入态势。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行借款及利息，筹资活动现金流入主要系取得银行借款。公司经营活动和投资活动存在较大的资金需求，公司存在

一定的筹资压力。

2015年1~9月，公司经营活动现金流净额为-6.91亿元，主要系支付往来款规模较大所致，现金收入比95.66%；公司投资活动产生的现金流量净额为10.09亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-6.47亿元，主要系偿还银行借款本息规模较大所致。

总体看，公司经营活动和投资活动存在较大的资金需求，公司存在一定的筹资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率分别为2.14倍、2.13倍和2.48倍；速动比率分别为1.13倍、0.65倍和1.33倍，受2013年存货规模上升影响，2013年速动比率有明显下降；现金短期债务比分别为0.51倍、0.41倍和2.76倍，2014年底货币资金规模的大幅上升和短期债务的下降共同导致现金短期债务比提高至2.76倍，现金对短期债务的保护能力较好。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，公司投资性房地产公允价值增加及财务费用持续增长导致EBITDA年均复合增长39.64%，2014年公司EBITDA为21.15亿元，EBITDA利息倍数为3.19倍，EBITDA全部债务比为0.21倍，EBITDA对全部债务的保障程度较高。公司拥有一定规模的投资性房地产、土地储备和在建项目，考虑到其具有一定的保值增值性，一定程度上可以增强公司对全部债务的保障能力。

截至2015年9月底，公司合并口径在各银行获得综合授信额度合计118.98亿元，其中尚未使用的授信额度为4.30亿元。

公司作为北京承乾房地产开发有限责任公司股东（持有北京承乾房地产开发有限责任公司2%股权），与北京荟宏房地产开发有限责任公司（持有北京承乾房地产开发有限责任公司48%股权）于2013年8月16日向中国国际贸易仲裁委员会共同提起仲裁，要求在北京承乾房地产开发有限责任公司清算后，Nexthill Investments Limited（历山投资有限公司，持有北京承乾房地产开发有限责任公司50%股权）退出北京承乾房地产开发有限责任公司，并赔偿申请人预期收益损失2.6亿元。目前该案正在审理过程中，等待裁决结果。

公司与北京荟宏房地产开发有限责任公司于2014年2月26日向中国国际贸易仲裁委员会共同提起仲裁，要求解除与Nexthill Investments Limited所签《北京承乾房地产开发有限责任公司股权转让及增资扩股协议书》及《北京承乾房地产开发有限责任公司股权转让及增资扩股协议书的补充协议》。目前该案正在审理过程中，等待裁决结果。

根据公司提供的查询日期为2015年7月22日的银行征信报告（本部）显示，公司无未结清及已结清的关注类和不良类信贷信息记录。

总体看，公司投资性房地产、土地储备和在建项目的规模较大，整体偿债能力较强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2015年9月底，公司债务总额为100.84亿元，本期拟发行债券规模为20亿元（假设含10亿元超额配售额度），相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度尚可，对公司负债水平影响较小。

以 2015 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，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 58.29%、62.35%和 67.55%，债务负担显著增加，但仍处可控范围。

2. 本期公司偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 21.15 亿元，为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 1.06 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好；2014 年经营活动产生的现金流入 11.59 亿元，为本期公司债券发行额度（20 亿元）的 0.58 倍，公司经营活动现金流入规模一般，对本期债券覆盖程度一般；现金类资产 10.93 亿元，为本期债券发行额度（20 亿元）的 0.55 倍，现金类资产对本期债券的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司在经营模式、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，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、综合评价

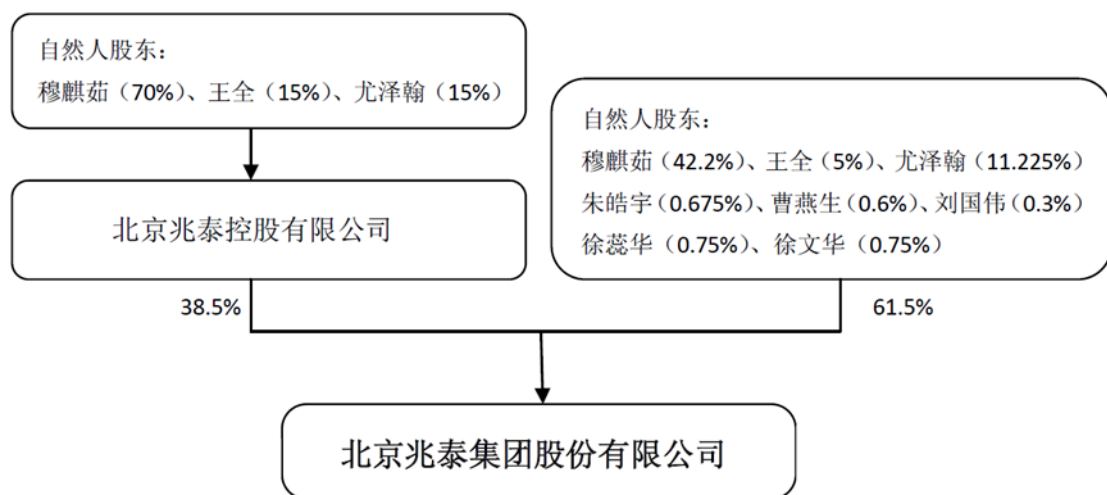
房地产行业在中国经济发展中重要性突出，近年受行业投资过快增长及宏观经济增速波动和政策调整等因素影响，行业周期性波动加大。政府促进行业稳定增长政策出台后，行业有望实现弱势增长。未来房地产行业在中国经济发展中仍将保持重要地位，经济增长和城镇化进程的推进仍将拉动市场需求的持续增长，促进行业整体发展的稳定。

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，具有盈利能力较强、优质项目储备充足的优势。公司“开发加持有”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东二环及金融街商圈，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成都两地，项目资源及渠道有待进一步拓宽。

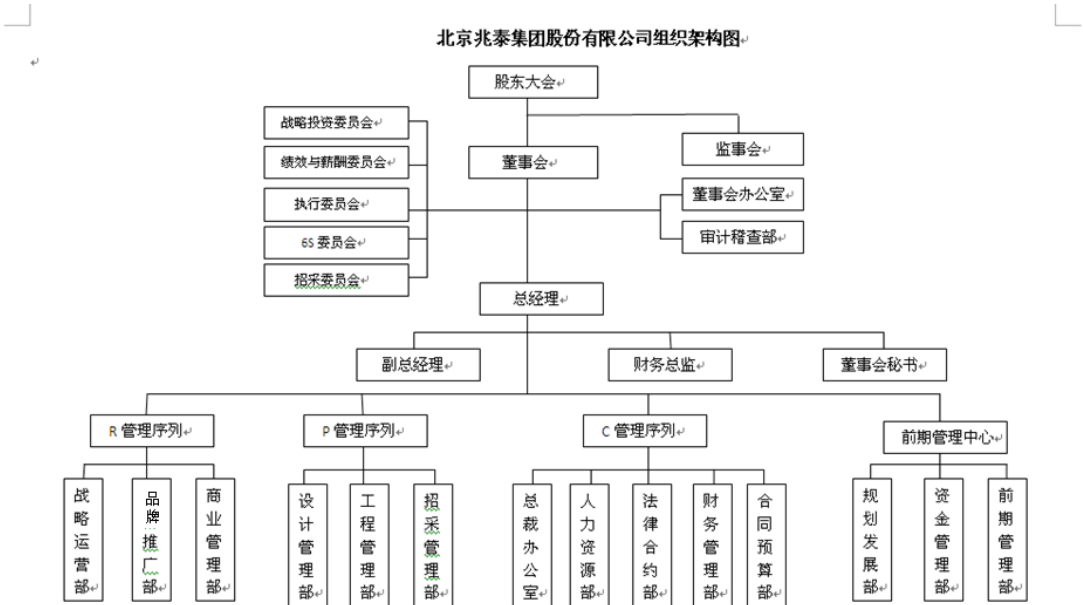
伴随公司近年开工项目投入的持续增长，公司债务规模快速增长，债务负担有所加重，公司已开发及待开发项目投入规模较大，公司对外融资需求较大，其债务规模可能进一步增长；受公司项目周期多处于投入阶段影响，其近年经营活动现金净流量持续为负，公司短期支付压力较大。公司经营活动现金流入量对本期债券具有一定保障能力，未来伴随公司开发项目实现销售，公司收入、利润及现金流入规模有望增长，其对本期债券保障能力有望加强。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织结构图



附件 3 北京兆泰集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额 (亿元)	159.12	174.00	233.59	242.12
所有者权益 (亿元)	55.89	64.84	76.01	85.05
短期债务 (亿元)	9.55	14.60	3.96	1.98
长期债务 (亿元)	51.40	58.10	98.18	98.86
全部债务 (亿元)	60.94	72.70	102.14	100.84
营业收入 (亿元)	31.48	8.74	10.91	8.12
净利润 (亿元)	5.12	8.96	10.59	2.49
EBITDA (亿元)	10.85	15.57	21.15	--
经营性净现金流 (亿元)	-8.33	-7.47	-11.14	-6.91
应收账款周转次数 (次)	27.27	7.64	9.00	6.30
存货周转次数 (次)	0.38	0.02	0.03	0.02
总资产周转次数 (次)	0.24	0.05	0.05	0.03
现金收入比率 (%)	20.72	110.90	94.69	95.66
总资产收益率 (%)	8.49	9.61	9.58	1.37
总资产报酬率 (%)	7.68	9.13	10.15	1.23
净资产收益率 (%)	12.79	14.84	15.03	3.09
营业利润率 (%)	39.59	79.87	51.78	79.46
费用收入比 (%)	15.13	66.88	62.13	61.35
资产负债率 (%)	64.87	62.74	67.46	64.87
全部债务资本化比率 (%)	52.16	52.86	57.33	54.25
长期债务资本化比率 (%)	47.90	47.26	56.36	53.75
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.10	3.17	3.19	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.21	0.21	--
流动比率 (倍)	2.14	2.13	2.48	2.69
速动比率 (倍)	1.13	0.65	1.33	1.34
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.41	2.76	3.86
经营现金流流动负债比率 (%)	-19.37	-18.96	-25.93	-17.46
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.54	0.78	1.06	--

注：2015 年 2 季度报表未经审计，相关指标未年化

附件 4 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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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 5 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 北京兆泰集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）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，在每年北京兆泰集团股份有限公司年度审计报告出具后的两个月内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。

北京兆泰集团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。北京兆泰集团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京兆泰集团股份有限公司的相关状况，如发现北京兆泰集团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。

如北京兆泰集团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，可宣布信用等级暂时失效，直至北京兆泰集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京兆泰集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年一月十四日