

# 跟踪评级公告

联合[2016]607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发行的公司债券进行跟踪评级，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发行的“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”公司债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十日

---

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.unitedratings.com.cn>

# 北京兆泰集团股份有限公司 公司债券2016年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

评级展望: 稳定

上次评级结果: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级

| 债券简称   | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 跟踪评级结果 | 上次评级时间     |
|--------|------|------|--------|--------|------------|
| 16兆泰01 | 20亿  | 5年   | AA     | AA     | 2016.01.14 |
| 16兆泰02 | 10亿  | 5年   | AA     | AA     | 2016.03.03 |

跟踪评级时间: 2016年6月20日

财务数据:

| 项目               | 2014年  | 2015年  |
|------------------|--------|--------|
| 资产总额(亿元)         | 233.59 | 267.44 |
| 所有者权益(亿元)        | 76.01  | 94.16  |
| 长期债务(亿元)         | 98.18  | 88.00  |
| 全部债务(亿元)         | 102.14 | 109.88 |
| 营业收入(亿元)         | 10.91  | 10.88  |
| 净利润(亿元)          | 10.59  | 12.90  |
| EBITDA(亿元)       | 21.15  | 21.49  |
| 经营性净现金流(亿元)      | -11.14 | -5.86  |
| 营业利润率(%)         | 51.78  | 80.41  |
| 净资产收益率(%)        | 15.03  | 15.17  |
| 资产负债率(%)         | 67.46  | 64.79  |
| 全部债务资本化比率(%)     | 57.33  | 53.85  |
| 流动比率             | 2.48   | 1.89   |
| EBITDA全部债务比      | 0.21   | 0.20   |
| EBITDA利息倍数(倍)    | 3.19   | 3.84   |
| EBITDA/待偿本金合计(倍) | 0.71   | 0.72   |

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

北京兆泰集团股份有限公司(以下简称“兆泰集团”或“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, 凭借其在盈利能力、项目储备等方面的优势, 2015年保持了利润的较快增长。2015年, 公司“开发加持有”的业务模式, 进一步降低了业务单一性所带来的经营风险; 公司持有物业主要位于北京东二环及金融街商圈, 受益于其地理位置的优越性, 2015年物业增值较大; 2015年公司物业租赁收入规模进一步扩大, 给公司带来稳定的经营现金流入。随着公司在建项目的不断推进, 未来公司营业收入规模有望进一步扩大。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、公司开发节奏放缓等因素可能给公司未来经营与发展带来的负面影响。

综上, 联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级, 评级展望维持“稳定”; 同时, 维持“16兆泰01”、“16兆泰02”“AA”的债项信用等级。

优势

1. 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, 2015年增值较大。
2. 2015年物业租赁收入规模进一步扩大, 给公司带来稳定的经营现金流入。
3. 公司现有项目储备地理位置优势突出, 为公司未来可持续发展提供了有力支撑。

关注

1. 2015年房地产市场景气度虽持续上行, 但房地产行业受到政府持续的政策调控, 公司业务易受到市场环境变化的影响。
2. 2015年公司利润来源对投资性房地产公允价值变动依赖较大, 未来存在一定不确定性。

3. 受公司项目周期多处于投入阶段影响，2015年公司经营活动现金净流量持续为负，公司有一定的短期支付压力。

分析师

冯 磊

电 话：010-85172818

邮 箱：fengl@unitedratings.com.cn

范文豪

电 话：010-85172818

邮 箱：fanwh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

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

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

北京兆泰集团股份有限公司（以下简称“兆泰集团”或“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 年底，公司注册资本 7.05 亿元，穆麒麟女士持有公司 42.20% 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 2015 年底，公司合并资产总额 267.44 亿元，负债合计 173.27 亿元，所有者权益 94.16 亿元，其中属于母公司的所有者权益合计 82.63 亿元。2015 年公司实现营业收入 10.88 亿元，净利润（含少数股东损益）12.90 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 11.57 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.86 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.65 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、债券发行及募集资金使用情况

公司分别于 2016 年 1 月 21 日和 2016 年 3 月 16 日发行两期公司债券，具体情况见下表所示。北京兆泰集团股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）（债券简称：16 兆泰 01；证券代码：136178）发行总额为人民币 20 亿元，债券期限 5 年期，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行票面利率为 4.93%；北京兆泰集团股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）（债券简称：16 兆泰 02；证券代码：136293）发行总额为人民币 10 亿元，债券期限为 5 年期，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 4.18%。

表 1 公司债券发行情况

| 名称       | 证券代码   | 金额（亿元） | 期限（年）  | 票面利率（%） |
|----------|--------|--------|--------|---------|
| 16 兆泰 01 | 136178 | 20     | 5（3+2） | 4.93    |
| 16 兆泰 02 | 136293 | 10     | 5（3+2） | 4.18    |

资料来源：wind 资讯；联合评级整理。

本次债券募集资金总额 30 亿元，资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。截至 2016 年 4 月 27 日，“16 兆泰 01”募集资金专项账户余额为 56,346.23 万元、“16 兆泰 02”募集资金专项账户余额为 19,402.40 万元。截至本报告出具日，16 兆泰 01 和 16 兆泰 02 均尚未到第一个付息日。

### 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。

#### 1. 房地产行业

##### (1) 行业概况

2015 年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，较上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，较上年下降 31.7%。2016 年 1~3 月，全国房地产开发投资 17,677 亿元，同比名义增长 6.2%（扣除价格因素实际增长 9.1%）。其中，住宅投资 11,670 亿元，增长 4.6%，提高 2.8 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 66.0%。整体看，房地产行业波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，但 2016 年一季度出现一定程度的反弹。

2015 年，全国土地供应出现一定的下滑趋势，全国 300 个城市共推出土地 31,686 宗，同比减少 14%；土地面积 113,235 万平方米，同比减少 18%；出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%。土地溢价率方面，2015 年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，全国 300 个城市土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点。土地溢价率方面，一线城市呈现上升态势，较同期上升 2 个百分点至 27%；二线城市较上年同期上升 10 个百分点至 17%；三四线城市较上年同期上升 2 个百分点至 8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨 19%至 9,180 元/平方米；二线城市同比上涨 18%至 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。整体看，土地供求量均出现较大下滑；但分化明显，一、二线城市土地市场热度较高，三四线城市则相对较为疲软。

在开发资金来源方面，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资持续活跃，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。2016 年 1~3 月，房地产开发企业到位资金 31,992 亿元，同比增长 14.7%。其中，国内贷款 6,226 亿元，增长 6.5%；利用外资 18 亿元，下降 80.6%；自筹资金 11,740 亿元，增长 4.7%；其他资金 14,007 亿元，增长 30.4%。在其他资金中，定金及预收款 7,882 亿元，增长 25.9%；个人按揭贷款 4,670 亿元，增长 46.2%。整体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，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。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，截至 2015 年 12 月底，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点。2016 年一季度，受政策回归正常，以及去库存、压产能、减首付、减利率的影

响,深沪京在限购政策环境下领涨并影响全国,2016年1~3月,商品房销售面积24,299万平方米,同比增长33.1%,增速比1~2月提高4.9个百分点。其中,住宅销售面积增长35.6%,办公楼销售面积增长34.4%,商业营业用房销售面积增长8.5%。商品房销售额18,524亿元,增长54.1%,增速提高10.5个百分点。其中,住宅销售额增长60.3%,办公楼销售额增长69.4%,商业营业用房销售额增长8.2%。整体看,全国商品房库存增速放缓,但库存总量仍处高位。

在销售价格上,2015年以来受多重宽松政策调整影响,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12月,全国100个城市(新建)住宅平均价格为10,980元/平方米,环比上涨0.74%。全国楼市保持平稳回升态势,12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨,且涨幅均继续扩大。其中,以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势,截至2015年底,一线城市房价为32,891.25元/平方米,同比增长17.20%。2016年3月,全国100个城市(新建)住宅平均价格为11,303元/平方米,环比上涨1.90%,涨幅较上月扩大1.30个百分点。从涨跌城市个数看,60个城市环比上涨,38个城市环比下跌,2个城市持平。整体看,2015年随着利好政策逐步落地实施,房价走势有所回暖,一线城市房价呈快速增长态势;2016年3月,百城价格指数环比、同比涨幅均明显扩大,楼市呈“小阳春”态势。

从行业集中上看,中国房地产行业竞争态势日趋固化,龙头企业的先发优势明显,行业集中度进一步提升。2015年,房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为16.87%和22.82%,较上年变化不大;相应的销售面积占比分别达到11.31%和14.62%,较上年增加0.87和0.97个百分点。整体看,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。

## (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。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。2015年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015年,中央定调稳定住房消费,多轮金融信贷政策发力,改善房地产市场运行环境。3月,两会召开,确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费;支持居民自住和改善型需求,促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上,央行五次降息降准,经此调整,5年以上商业贷款利率降至4.9%,公积金贷款利率降至3.25%,均已处于历史低位。同时,政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例,调整信贷政策,直接刺激需求。此外,在人口政策方面,全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策,从长期供求方面进行调整。2015年11月,中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存,促进房地产持续健康发展,是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态,预计楼市的政策态度将会更加宽松。2016年2月,政府出台两项利好政策,包括降低非限购城市首付比例,最低可至20%;同时调整契税税率,降低购房成本等。

2016年,财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》,通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日,央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中,首套房的首付比例原则上最低为25%,各地可向下浮动5个百分点,同时,对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行,有效降低了购房者的购房成本,对楼市需求有刺激作用。

整体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，但行业未来仍将受政策影响进而出现比较明显的行业波动。

### （3）行业关注

#### 商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015 年底，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，比 11 月末增加 2,217 万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

#### 行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015 年三季度，按 Wind 资讯整体法计算的房地产板块资产负债率为 77.93%，较 2014 年底提高了 3.18 个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015 年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善。百亿房企把握政策机遇，积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式，获得长期稳定的优质资本，渠道进一步拓宽，融资结构持续优化，资金成本显著下降。2015 年百亿房企公司债发行量持续提升，特别是 6 月交易所对公司债开始放量以来，公司债呈爆发式增长，根据 Wind 资讯统计数据显示，截至 2015 年 12 月 14 日，上市房企总计发行公司债 2,974.06 亿元，与去年同期的 153.97 亿元相比，同比暴涨 18 倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达 1,025 亿元。

#### 市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

#### 房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。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。

### （4）行业发展

#### 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

#### 转变盈利模式，提升经营收益

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，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，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的商业模式，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，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。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

## 2. 北京市商业物业概况

2015 年，北京全市完成房地产开发投资 4,226.3 亿元，比上年增长 8.1%。其中，住宅投资完成 1,962.7 亿元，与上年持平；写字楼投资完成 906.6 亿元，增长 20.8%；商业、非公益用房及其他投资完成 1,357 亿元，增长 13.2%。

从供给情况来看，截至 2015 年底，全市商品房施工面积为 13,095 万平方米，比上年下降 4%。其中，住宅施工面积为 6,314.6 万平方米，下降 9.8%；写字楼为 2,426.8 万平方米，增长 6.6%；商业、非公益用房及其他为 4,353.6 万平方米，下降 0.3%。

2015 年，全市商品房新开工面积为 2,790.2 万平方米，比上年增长 11.5%。其中，住宅新开工面积为 1,199.2 万平方米，下降 8%；写字楼为 602.8 万平方米，增长 35.6%；商业、非公益用房及其他为 988.2 万平方米，增长 31%。全市商品房竣工面积为 2,631.5 万平方米，比上年下降 13.8%。其中，住宅竣工面积为 1,378.2 万平方米，下降 23.6%；写字楼为 385.4 万平方米，下降 0.5%；商业、非公益用房及其他为 867.8 万平方米，增长 0.6%。

从房地产市场销售情况来看，2015 年，全市商品房销售面积为 1,554.7 万平方米，比上年增长 6.6%。其中，住宅销售面积为 1,127.3 万平方米，下降 1.2%；写字楼为 243 万平方米，增长 77.6%；商业、非公益用房及其他为 184.4 万平方米，增长 1.9%。

从北京写字楼市场情况看，2015 年，北京甲级写字楼市场需求强劲，平均租金上涨，根据高力国际发布的《华北市场年度总结》显示，截至 2015 年底，北京甲级写字楼市场的平均租金同比上涨 2.3%，每月每平方米达到 331.6 元，成为全国最高水平。与此同时，整体空置率继续于低位徘徊，同比下降 0.7 个百分点至 4.7%。

根据戴德梁行发布了《2015 年第四季度北京地区甲级写字楼市场数据报告》，截至 2015 年底，北京核心商圈净吸纳量高达 63 万平方米，净吸纳率为 74%，较 2014 年上涨 25 个百分点，创 2012 年以来历史新高。金融、IT 和互联网相关产业是 2015 年北京写字楼市场需求增长的主要驱动力，其中金融行业占比 34%，IT 及高科技公司占比 25%。从资金类型上看，内资企业依旧是市场主导，占全年总成交的七成。核心区域新增供应有限，促使区域内甲级写字楼的平均租金和出租率保持较高水平，这就迫使部分承受能力较差的租户搬迁到非核心区域，从而非核心区域市场日趋成熟，造成核心和非核心区域写字楼市场呈现租金差距缩小的新特征。

未来一段时间，北京甲级写字楼和商业物业的整体供应量将逐步提升，但短期内 CBD 区域仅有少量新项目入市，超甲级写字楼和商业物业供应量有限。根据北京市 2015 年 8 月发布的《北京市新增产业的禁止和限制目录（2015 年版）》，针对城六区专门出台了较为严格的禁限目录，今后将禁止区域内新迁入京外中央企业总部，同时禁止新设立或迁入市属行政事业单位以及行业协会等非紧密型行政辅助功能，预计这些区域的写字楼租赁需求将被进一步削弱。

整体看，北京房地产市场和北京甲级写字楼市场发展较为平稳。

## 四、管理分析

2015 年，公司的经营管理、财务管理等制度无变化，公司核心管理团队无变化。

## 五、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。2015 年度公司 80% 以上的主营业务收入来自于租赁收入，主要为写字楼和高端公寓的租赁。2015 年公司实现主营业务收入 10.87 亿元，同比增长 1.78%，公司主营业务收入的增加主要得益于房地产租赁收入的增加。2015 年，受开发进度影响当年结转面积较少，公司房地产销售收入同比下降 90.91% 至 0.02 亿元；公司实现租赁收入 8.96 亿元，同比增长 2.99%，主要系部分物业单位租金价格上涨所致；酒店收入较稳定，2015 年为 1.58 亿元，较上年增加 7.48%。主营业务成本方面，公司 2015 年主营业务成本 1.48 亿元，较上年减少 21.57%，主要由于 2014 年调整了以前年度出租开发产品摊销。

表 2 2014~2015 年公司主营业务收入及毛利率情况

| 项目   | 2014 年       |           |            | 2015 年       |           |            |
|------|--------------|-----------|------------|--------------|-----------|------------|
|      | 营业收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) | 营业收入<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 毛利率<br>(%) |
| 销售收入 | 0.22         | 2.06      | 40.52      | 0.02         | 0.18      | 79.77      |
| 租赁收入 | 8.70         | 81.46     | 83.60      | 8.96         | 82.43     | 87.24      |
| 酒店服务 | 1.47         | 13.76     | 91.19      | 1.58         | 14.54     | 90.72      |
| 其他服务 | 0.29         | 2.72      | 40.75      | 0.32         | 2.94      | 48.28      |
| 合计   | 10.68        | --        | 82.59      | 10.87        | --        | 86.59      |

资料来源：公司提供

从营业毛利率看，受部分物业单位租金价格增长的影响，公司主营业务毛利率持续上涨，2015 年为 86.59%，较 2014 年提高 4.00 个百分点。其中物业租赁及管理板块毛利率呈增长态势，且维持在较高水平，2015 年该板块毛利率为 87.24%；酒店经营板块毛利率较稳定，2015 年为 90.72%，较上年变化不大。

整体看，随着部分物业单位租金的增长，公司主营业务收入有所增长，毛利率水平较高。

## 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

2015 年公司房地产开发业务集中于北京地区。2015 年公司无新开工项目，2015 年新开工面积 9.15 万平方米，主要来自于雅宝路 A2 区项目地上部分。2015 年公司无新竣工项目。

表 3 公司近年房地产开发情况

| 项目          | 2014 年末   | 2015 年 |
|-------------|-----------|--------|
| 新开工项目数（个）   | 1（雅宝路 A2） | 0      |
| 新开工面积（万平方米） | 4.82      | 9.15   |
| 竣工项目数（个）    | --        | --     |
| 竣工面积（万平方米）  | --        | --     |

资料来源：公司提供

公司目前在建项目 3 个，计划总投资 71.08 亿元，截至 2015 年底已完成投资 56.03 亿元；拟建项目 1 个，截至 2015 年底前期投入 16.91 亿元，全部为拆迁费用。受公司在建及计划开工项目

规模较大影响，公司未来需投资规模较大，公司面临一定融资需求。

表 4 截至 2015 年底公司在建及拟建项目投资计划

| 项目                     | 总建筑面积<br>(万平方米) | 计划总投资<br>(亿元) | 截至 2015 年底<br>已完成投资<br>(亿元) | 未来尚<br>需投资<br>(亿元) | 开工<br>时间 | 工程进度 |
|------------------------|-----------------|---------------|-----------------------------|--------------------|----------|------|
| 水井坊历史文化街区<br>保护整治工程项目  | 9.22            | 17.70         | 15.62                       | 2.08               | 2012 年   | 在建工程 |
| 永外海户屯商业金融<br>项目（鑫福海项目） | 10.58           | 14.58         | 12.99                       | 1.59               | 2013 年   | 精装修中 |
| 雅宝路危改二期 A2 区           | 19.18           | 38.81         | 27.43                       | 11.38              | 2014 年   | 在建工程 |
| 新兴盛危改小区项目              | 容积率调整中          | --            | 16.91                       | --                 | --       | 拟建项目 |

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。项目计划总投资 17.70 亿元，截至 2015 年底已投入 15.62 亿元。

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。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。项目计划总投资 14.58 亿元，截至 2015 年底已投入 12.99 亿元。

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 38.81 亿元，截至 2015 年底已投 27.43 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）房地产销售情况

2015 年公司无新开达预售项目，无协议销售收入；结转面积 0.01 万平方米，结转收入 0.02 亿元，主要来自丰侨大厦地下车位。

表 5 公司近年房地产销售情况

| 项目            | 2014 年    | 2015 年 |
|---------------|-----------|--------|
| 达预售项目（个）      | --        | --     |
| 协议销售面积（万平方米）  | 0.04      | --     |
| 协议销售金额（亿元）    | 0.12      | --     |
| 协议销售均价（元/平方米） | 32,400.00 | --     |
| 结转收入面积（万平方米）  | 0.08      | 0.01   |
| 结转收入（亿元）      | 0.22      | 0.02   |

资料来源：公司提供

### (3) 土地储备情况

从公司土地储备情况来看，截至 2015 年底，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 6 截至 2015 年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<br>(万平方米) | 规划建面<br>(万平方米) | 获取成本<br>(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<br>(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<br>项目 | 成都  | 商业   | 4.04           | 9.22           | 7.22         |
|    | <b>合计</b>             | --  | --   | <b>10.64</b>   | --             | <b>34.21</b> |

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。目前项目进展良好，一级地块已拆迁面积约占 90%。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，受公司开发进度及发展规划的影响，2015 年公司无新增销售项目；公司在建项目施工进度不断推进，整体建设情况较稳定，未来仍有一定融资需求；截至 2015 年底，公司土地储备的规模不大，但地理位置优势突出，升值空间大，待完工投入运营后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。2015 年，公司租赁收入主要来自于自持写字楼及少量高端公寓租金，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。2015 年公司实现租赁收入 8.96 亿元，较上年增加 2.99%。

表 7 截至 2015 年底公司部分自持物业情况

| 序号 | 项目名称      | 建筑面积<br>(万平方米) | 可租面积<br>(万平方米) | 物业概况  | 投资成本<br>(亿元) | 账面金额<br>(亿元) |
|----|-----------|----------------|----------------|-------|--------------|--------------|
| 1  | 丰汇时代大厦    | 2.00           | 1.59           | 商业及办公 | 1.40         | 6.10         |
| 2  | 丰汇园 21 号楼 | 0.67           | 0.67           | 商业及办公 | 0.24         | 2.55         |
| 3  | 麒麟公馆      | 2.50           | 1.29           | 住宅    | 4.63         | 4.20         |
| 4  | 悠唐国际 A 座  | 1.64           | 1.00           | 住宅    | 3.20         | 2.61         |
| 5  | 丰融国际大厦    | 7.29           | 7.17           | 写字楼   | 6.35         | 32.23        |
| 6  | 丰铭国际大厦    | 6.22           | 6.08           | 写字楼   | 7.24         | 24.93        |

|   |             |      |      |     |      |      |
|---|-------------|------|------|-----|------|------|
| 7 | 丰侨大厦（北丰 C1） | 0.34 | 0.34 | 写字楼 | 0.38 | 1.60 |
|---|-------------|------|------|-----|------|------|

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。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，2015 年公司自持物业租金水平持续增长，其中，丰汇时代大厦增幅较大，平均每平每天租金较上年增加 3.73 元。

表 8 截至 2015 年底公司部分持有物业出租情况

| 物业          | 项目            | 2014 年 | 2015 年 |
|-------------|---------------|--------|--------|
| 丰汇时代大厦      | 出租率（%）        | 100    | 100    |
|             | 平均租金水平（元/平/天） | 10.47  | 14.20  |
| 丰汇园 21 号楼   | 出租率（%）        | 100    | 100    |
|             | 平均租金水平（元/平/天） | 8.57   | 9.88   |
| 麒麟公馆        | 出租率（%）        | 100    | 100    |
|             | 平均租金水平（元/平/天） | 1.53   | 1.53   |
| 悠唐国际 A 座    | 出租率（%）        | 100    | 97     |
|             | 平均租金水平（元/平/天） | 7.04   | 7.60   |
| 丰融国际大厦      | 出租率（%）        | 100    | 100    |
|             | 平均租金水平（元/平/天） | 15.48  | 15.62  |
| 丰铭国际大厦      | 出租率（%）        | 100    | 99     |
|             | 平均租金水平（元/平/天） | 16.62  | 17.15  |
| 丰侨大厦（北丰 C1） | 出租率（%）        | 100    | 100    |
|             | 平均租金水平（元/平/天） | 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。

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。2015 年多项经营指标领先行业平均水平，Revpar（可出租房平均房价）值在北京 6 家皇冠假日酒店中稳居首位，GOP<sup>1</sup>率达 43%，居行业高位；荣获 2015 年度酒店风尚榜最佳城市商务酒店以及 2015 CHA 高端类最佳会议酒店等多项奖项。公司实现酒店服务收入 1.58 亿元较上年增加 7.48%，经营状况较稳定。

总体看，公司自持物业资产质量高，2015 年租赁价格有所提升，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，经营较稳定。

### 3. 经营效率

2015 年公司所有者权益 94.16 亿元，较上年增长 23.88%；资产规模 267.44 亿元，较上年增长

<sup>1</sup> “Gross Operating Profit”的简称，即营业毛利，它在利润表中反映为收入减去成本、人工费、营运部门的直接费用、后台部门的间接费用后的余额。

14.49%。应收款项和存货保持增长，从经营效率指标来看，公司 2015 年应收账款周转率下降至 8.06 次，存货周转次数较上年无变化为 0.03 次，总资产周转次数由 0.05 次下降到 2015 年的 0.04 次。

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 2015 年营业收入以租赁收入为主且规模较小所致。

表 9 2015 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  | 12.41   | 0.16   | 0.19  |
| 鲁商置业 | 26.12   | 0.18   | 0.18  |
| 中茵股份 | 1.26    | 0.08   | 0.16  |
| 世茂股份 | 11.02   | 0.24   | 0.39  |
| 阳光股份 | 13.75   | 0.06   | 0.08  |
| 北辰实业 | 110.19  | 0.17   | 0.15  |
| 兆泰集团 | 8.06    | 0.04   | 0.03  |

资料来源：wind 资讯

注：本报告同比比较数据均来自于 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 2015 年营业收入以租赁收入为主影响，公司经营效率较偏低。

#### 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。

##### 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

公司确立了明确的目标：未来五年，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；质量上要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：一方面，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，在北京合理布局“2+X”战略；另一方面，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、经营管理优势与品牌优势，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。

总的看来，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。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2015年财务报告已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具标准无保留审计意见。2015年公司合并范围子公司无变化，财务可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额267.44亿元，负债合计173.27亿元，所有者权益94.16亿元，其中属于母公司的所有者权益合计82.63亿元。2015年公司实现营业收入10.88亿元，净利润（含少数股东损益）12.90亿元，其中归属于母公司所有者净利润11.57亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.86亿元，现金及现金等价物净增加额1.65亿元。

### 2. 资产质量

截至2015年底，公司资产合计267.44亿元，较上年末增长了14.49%，其中流动资产较上年末增加了13.06%，非流动资产较上年末增加了15.69%。流动资产及非流动资产在总资产中的占比分别为45.03%和54.97%，较上年末变化不大，资产构成仍以非流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产合计120.42亿元，较上年末增加13.06%，主要系货币资金（占比10.08%）、其他应收款（占比33.01%）和存货（占比51.33%）的增加。截至2015年底，公司货币资金为12.14亿元，较上年末增加11.07%，主要由于租金收入增长所致；公司货币资金主要为银行存款，占比90.61%；受限资金1.13亿元，主要为贷款监管户存款、房屋按揭贷款保证金户。其他应收款39.75亿元，较上年末增加43.55%，主要由于对关联方北京建铭房地产开发有限公司、北京承乾房地产开发有限责任公司和非关联方北京凯韦诚投资管理有限责任公司的往来款增加了近13亿元，公司存在一定的款项被占用情况。公司存货61.81亿元，较上年末增加24.71%，主要由于新金山商务大厦A3建成公司开发产品增加；公司存货主要包括开发产品（占比35.33%）、开发成本（占比47.94%）和出租开发产品（占比16.72%），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；公司存货中受限金额为33.75亿元，受限比例54.60%，主要由于贷款抵押。

截至2015年底，公司非流动资产合计147.02亿元，较上年末增加15.69%，主要系可供出售金融资产和投资性房地产的增加。截至2015年底，公司可供出售金融资产28.48亿元，较上年末增加34.03%，主要由于盛京银行股权公允价值增加所致；截至2015年底，盛京银行资产总额7,016.29亿元，各项存款余额4,023.79亿元。截至2015年底，公司投资性房地产103.06亿元，较上年末增加14.46%，主要系公允价值变动的增加，公司投资性房地产多位于北京核心地段，地理位置优越，增值空间大；投资性房地产中有99.38亿元用于贷款抵押。

总体看，公司流动资产中受限资产比例较高，资产流动性有待提升；公司物业资产所处位置较好，升值空间大，整体资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2015 年底，公司负债合计 173.27 亿元，较上年末增长 9.96%。其中流动负债增加了 48.60%，非流动负债减少了 4.52%。非流动负债在总负债中的占比减少至 63.17%，公司负债结构仍以非流动负债为主。

公司流动负债主要由应付账款（占比 21.39%）、一年内到期的非流动负债（占比 34.29%）和其他应付款（占比 36.29%）构成。截至 2015 年底，公司流动负债中应付账款为 13.65 亿元，较上年末增长 15.47%，主要为预提费用和工程款；账龄超过一年的重要应付账款 10.98 亿元，均为项目未结算的预提费用和工程款。一年内到期的非流动负债 21.88 亿元，较上年末大幅增加 452.53%，主要由于长期借款科目项下，2016 年到期的银行贷款金额增加所致。其他应付款 23.15 亿元，较上年末增加 8.72%，主要系往来款增加。截至 2015 年底，公司非流动负债 109.46 亿元，较上年末减少 4.52%，主要由于长期借款的减少（占比 80.39%）；截至 2015 年底，公司长期借款为 88.00 亿元，较上年减少 10.37%，主要由于 21.88 亿元长期借款于 2016 年内到期，转入一年内到期长期借款，剩余长期借款还款期限较为分散，无集中偿还风险。

从公司的有息债务来看，2015 年公司全部债务 109.88 亿元，较上年增加 7.58%；其中，短期债务和长期债务分别为 21.88 亿元和 88.00 亿元，长期债务较上年减少 10.37%，短期债务则较上年大幅增加 452.53%，主要由于公司长期借款中 2016 年到期的银行贷款金额增加所致；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别 48.31%和 53.85%，较 2014 年均有所下降。公司的资产负债率由 2014 年底的 67.46%下降至到 2015 年底的 64.79%，公司债务规模有所增加，受资产规模扩大影响，整体处于适中水平。

#### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 94.16 亿元，较上年末增加 23.88%，归属于母公司所有者权益合计 82.63 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本 7.05 亿元（占比 8.53%），其他综合收益 6.49 亿元（占比 7.85%），盈余公积 3.65 亿元（占比 4.41%），未分配利润 65.41 亿元（占比 79.16%），权益稳定性较弱。

总体看，公司债务规模有所增加，但仍处于较适中水平；所有者权益稳定性较弱。

### 4. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 10.88 亿元，较上年变化不大；利润总额 16.71 亿元、净利润 12.90 亿元，较 2014 年分别增长 3.52%和 21.91%。2015 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仍是公司营业利润的主要来源，占比 77.98%，较 2014 年的 109.74%有所下降，但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仍具有一定依赖性。

费用控制方面，2015 年公司费用总额为 6.94 亿元，较 2014 年增加 2.32%。其中财务费用增加 2.81%至 4.01 亿元，主要原因是公司 2015 年经营性贷款有所增加所致；管理费用为 1.98 亿元，较上年变化不大；销售费用为 0.94 亿元，同比增加 9.55%，原因在于：成都水璟塘项目 C 区于 2015 年投入经营，销售费用同比增长；丰铭公司和麒麟公司的项目即将完工，为确定租售定位发生了前期咨询费用。整体看，公司各项费用变动情况与公司经营状况相匹配，受经营性贷款增加影响

财务费用增长较快，费用收入比为 63.77%，较上年变化不大，公司需加强费用控制能力。

2015 年公司主营业务毛利率为 86.59%，较上年增加 4.00 个百分点；营业利润率为 80.41%，较上年增加 28.63 个百分点；2015 年公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较上年变化不大，分别为 9.03%、8.41%和 15.17%。公司整体经营状态较稳定。

表 10 2015 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         | 30.05        | 9.07           | 4.25           |
| 鲁商置业        | 19.93        | 5.41           | 0.98           |
| 中茵股份        | 17.13        | -4.26          | -1.12          |
| 世茂股份        | 36.32        | 11.51          | 6.58           |
| 阳光股份        | 62.27        | 0.61           | 4.81           |
| 北辰实业        | 42.73        | 5.52           | 2.89           |
| <b>兆泰实业</b> | <b>86.59</b> | <b>15.17</b>   | <b>8.41</b>    |

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。

总体看，2015 年公司经营状况良好，整体盈利水平保持较快增长，费用支出控制较合理，盈利能力较强。

#### 5. 现金流

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入 14.09 亿元，同比增加 21.59%，主要系公司租赁收入增加所致；现金流出 19.95 亿元，同比减少 12.20%；公司经营活动产生的现金流量净流出 5.86 亿元，净流出规模同比减少 47.38%，主要是 2015 年项目支出进度款较 2014 年相比下降幅度较大。从收入实现质量来看，近两年公司的现金收入比分别为 94.69%和 96.05%，公司收入实现质量有所提升。

从投资活动看，2015 年公司投资活动现金流入 16.02 亿元，较上年减少 8.13%，主要由于 2014 年公司处置子公司收到现金较多；投资活动现金由 2014 年的净流出转为净流入 5.99 亿元，主要原因是 2014 年投资支付盛京银行 16.5 亿元，以及投资支付的理财现金比较大，理财 2015 年收回。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入 30.54 亿元，同比减少 70.86%，主要系借款规模减少；现金流出 29.03 亿元，同比减少 55.26%，系 2014 年公司偿还债务较多；筹资活动现金净流入 1.51 亿元，同比减少 96.21%，主要是 2014 年度取得的长期借款金额比较大。

总体看，2015 年公司整体经营水平较稳定，融资需求有所缓解。

#### 6. 偿债能力

截至 2015 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 64.79%、48.31%和 53.85%，公司负债规模处于较低水平，债务负担适中。

从短期偿债能力指标来看，公司负债结构以非流动负债为主，2015 年公司流动比率、速动比率分别为 1.89 倍和 0.92 倍，较上年同期均有所下降；受短期债务大幅增加的影响，2015 年公司现金短期债务比为 0.55 倍，较上年下降 2.21 个百分点。整体看，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2014 年、2015 年公司 EBITDA 分别为 21.15 亿元和 21.49 亿元。从 EBITDA 的构成来看，利润总额占比 77.76%，计入财务费用利息支出占比 20.25%。2015 年 EBITDA 利息倍数为 3.84 倍，EBITDA 全部债务比为 0.20 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力虽有下降但仍属较强；经营现金债务保护倍数为-0.05 倍，筹资活动前现金流量净额债务保护倍数为

0.001 倍，较上年均有所提升。公司整体偿债能力仍属较强。

截至 2015 年底，公司共获得中国银行、兴业银行、平安银行、中国进出口银行、浦发银行授信总额 119.88 亿元，目前已使用 118.18 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年底，除对子公司担保外，公司无对外担保；公司无不良经营记录、无不良纳税、无假冒伪劣及质量处罚等情况、无违法处罚记录、无未决诉讼及重大经济纠纷情况。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询机构信用代码：G1011010200979350B），截至 2016 年 2 月 25 日，公司无关注类、不良类信贷信息记录。

总体看，2015 年公司短期债务增长，短期偿债能力有所下降，但公司负债规模处于较低水平，债务负担适中，整体偿债能力较强。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 12.14 亿元，为“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”本金合计（30 亿元）的 0.40 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较低；净资产达 94.16 亿元，约为债券本金合计（30 亿元）的 3.14 倍，公司较大规模的净资产能够对“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 21.49 亿元，约为债券本金合计（30 亿元）的 0.72 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入-5.86 亿元，公司经营活动现金流入量无法覆盖本次债券的。

综合以上分析，并考虑到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，公司对“16 兆泰 01”和“16 兆泰 02”的偿还能力较强。

## 八、综合评价

兆泰集团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，凭借其在盈利能力、项目储备等方面的优势，2015 年保持了利润的较快增长。2015 年，公司“开发加持有”的业务模式，进一步降低了业务单一性所带来的经营风险；公司持有物业主要位于北京东二环及金融街商圈，受益于其地理位置的优越性，2015 年物业增值较大；2015 年公司物业租赁收入规模进一步扩大，给公司带来稳定的经营现金流入；公司在建项目如期推进，未来竣工销售后有望进一步扩大公司营业收入规模。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、公司开发节奏放缓等可能给公司未来经营与发展带来的负面影响。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时，维持“16兆泰01”、“16兆泰02”“AA”的债项信用等级。

## 附件1 北京兆泰集团股份有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2014 年 | 2015 年 |
|------------------|--------|--------|
| 资产总额（亿元）         | 233.59 | 267.44 |
| 所有者权益（亿元）        | 76.01  | 94.16  |
| 短期债务（亿元）         | 3.96   | 21.88  |
| 长期债务（亿元）         | 98.18  | 88.00  |
| 全部债务（亿元）         | 102.14 | 109.88 |
| 营业收入（亿元）         | 10.91  | 10.88  |
| 净利润（亿元）          | 10.59  | 12.90  |
| EBITDA（亿元）       | 21.15  | 21.49  |
| 经营性净现金流（亿元）      | -11.14 | -5.86  |
| 应收账款周转次数(次)      | 9.00   | 8.06   |
| 存货周转次数（次）        | 0.03   | 0.03   |
| 总资产周转次数（次）       | 0.05   | 0.04   |
| 现金收入比率（%）        | 94.69  | 96.05  |
| 总资本收益率（%）        | 9.58   | 9.03   |
| 总资产报酬率（%）        | 10.15  | 8.41   |
| 净资产收益率（%）        | 15.03  | 15.17  |
| 营业利润率（%）         | 51.78  | 80.41  |
| 费用收入比（%）         | 62.13  | 63.77  |
| 资产负债率（%）         | 67.46  | 64.79  |
| 全部债务资本化比率（%）     | 57.33  | 53.85  |
| 长期债务资本化比率（%）     | 56.36  | 48.31  |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 3.19   | 3.84   |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.21   | 0.20   |
| 流动比率（倍）          | 2.48   | 1.89   |
| 速动比率（倍）          | 1.33   | 0.92   |
| 现金短期债务比（倍）       | 2.76   | 0.55   |
| 经营现金流动负债比率（%）    | -25.93 | -9.18  |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.71   | 0.72   |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                          |
|-------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                               |
| 复合增长率或变动率         | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1] ×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                               |
| 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                               |
| 总资产收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%                               |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%                                                |
| 净资产收益率            | 净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%                                                           |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%                                                                |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%                                                              |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%                                                                 |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                               |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                               |
| 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                                                                            |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                               |
| 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 (此公式有变动, 见下注)                                                            |
| 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)                                                             |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                               |
| EBITDA/本期发债额度     | 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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

速动比率=(流动资产-存货) / 流动负

### 附件 3 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。