

信用等级公告

联合[2015]031 号

联合资信评估有限公司通过对北京万通地产股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

北京万通地产股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

北京万通地产股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年八月十二日

评级业务专用章

7701030046109

北京万通地产股份有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 15.2 亿元

本期中期票据期限: 3+2 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本, 附第 3 年末公司上调利率选择权及投资者回售选择权

发行目的: 普通商品住房项目建设及补充流动资金

评级时间: 2015 年 8 月 12 日

评级观点

北京万通地产股份有限公司(以下简称“公司”)是从事房地产开发与商业物业运营的上市公司。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其产品品质及品牌认可度高, 盈利能力较强; 商业物业地理位置优越, 运营情况良好, 采用成本法计量, 极具增值潜力; 公司股东拥有大量的土地一级开发业务, 有助于公司增强其在项目储备和土地成本方面的优势。联合资信也关注到, 公司控股股东未来存在股权调整可能性; 公司产品主要为一二线城市中高端住宅, 受政策调控影响大, 近几年收入及利润持续下降; 公司目前土地储备地块区域集中度高; 2013 年以来公司经营性现金流持续大规模净流出; 本期中期票据发行规模较大等因素对其经营及发展带来的不利影响。

未来, 公司将继续坚持开发与物业运营并重的业态格局。一方面, 在继续深耕北京、天津、杭州等区域项目开发的同时, 香河、怀柔等地项目将陆续开发上市; 另一方面, 公司在建商业物业即将收尾, 未来 1-2 年各项目将持续投入运营。公司现金流及收入规模有望得以增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	107.46	119.26	142.31	133.20
所有者权益(亿元)	40.25	42.06	38.12	38.69
长期债务(亿元)	21.93	26.76	28.60	28.50
全部债务(亿元)	33.85	42.47	69.92	64.99
营业收入(亿元)	40.71	32.99	19.12	6.19
利润总额(亿元)	6.89	6.88	1.38	0.88
EBITDA(亿元)	8.51	9.03	2.99	--
经营性净现金流(亿元)	5.56	-5.46	-11.83	-1.96
营业利润率(%)	22.25	24.69	20.84	29.62
净资产收益率(%)	11.82	12.05	2.56	--
资产负债率(%)	62.54	64.73	73.21	70.95
全部债务资本化比率(%)	46.24	50.24	64.71	64.40
流动比率(%)	177.58	185.73	170.06	181.17
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	4.70	23.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.85	2.18	0.54	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.56	0.59	0.20	--

注: 1、2015 年第一季度财务数据未经审计; 2、公司长期应付款为子公司向其他单位有息借款, 其他非流动负债中部分为信托借款, 本报告将上述有息债务调整至相关债务指标核算。

分析师

李毅婷 李海宸

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

优势

1. 公司奉行“绿色公司战略”, 产品品质及品牌认可度高。
2. 公司商业物业地理位置优越, 盈利能力强, 未来 1-2 年将进入集中运营期, 有望为公司带来稳定增长的出租收入及现金流。

3. 公司股东拥有大量的土地一级开发业务，有助于公司增强其在项目储备和土地成本方面的优势，公司未来业务持续性有保障。

关注

1. 公司控股股东和实际控制人未来变化的可能性大，该事项对公司管理层、经营方针等方面形成一定不确定性。
2. 近几年公司营业收入及利润规模持续减少。
3. 2013 年以来，受拿地支出增加及项目投入等影响，公司经营性现金流表现为持续为净流出。
4. 本期中期票据发行规模较大，对公司现有债务规模及指标影响较大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与北京万通地产股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京万通地产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。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京万通地产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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京万通地产股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、北京万通地产股份有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

北京万通地产股份有限公司（以下简称“万通地产”或“公司”）前身系于1998年12月经北京市人民政府“京政办函【1998】182号”批准成立的北京先锋粮农实业股份有限公司（以下简称“先锋粮农”），设立时注册资本6200万元，由北京顺通实业公司、山东邹平粮油实业公司、山东邹平西王实业有限公司、延吉吉辰经济发展有限责任公司、中国建筑第一工程局第五建筑公司共同发起设立。经中国证监会批准，先锋粮农于2000年9月4日公开发行人民币普通股3000万股（发行后公司注册资本变更为9200万元），并于同年9月22日在上海证券交易所上市交易。2002年4月23日，经北京市工商行政管理局核准，先锋粮农更名为北京先锋置业股份有限公司（以下简称“先锋置业”）。2007年，根据股东大会决议，先锋置业更名为现名。公司自成立以来，历经多次股权转让、股权增发、资本公积转增股本等事项，截至2015年3月底，公司注册资本12.17亿元，其中，万通投资控股股份有限公司（以下简称“万通控股”）持股51.16%，为公司控股股东，公司实际控制人为冯仑先生。

公司主要从事房地产开发、自有商品房的租赁以及相关的咨询服务等。经营范围包括：房地产开发；销售商品房；停车场建设及经营管理；信息咨询（不含中介）；技术咨询；劳务派遣；股权投资及管理；资产管理。

公司内设审计部、董秘办公室、人力资源部、法律部、总经理办公室、房地产金融部、会计与财务控制部职能部门；设住宅建设事业部、商用业务事业部和海外事业部三个事业部进行业务体系管理；同时，公司业务支持体系设立建造管理中心、产品研发与设计管理中心两个中心。截至2015年3月底，公司拥有直接控股的子公司36家。

截至2014年底，公司（合并）资产总额142.31亿元，所有者权益38.12亿元（含少数股

东权益2.83亿元）；2014年公司实现营业收入19.12亿元，利润总额1.38亿元。

截至2015年3月底，公司（合并）资产总额133.20亿元，所有者权益38.69亿元（含少数股东权益2.86亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入6.19亿元，利润总额0.88亿元。

公司注册地址：北京市海淀区丹棱街16号海兴大厦B座8233房间；法定代表人：李虹。

二、本期中期票据概况

公司计划于2015年注册总额度为15.20亿元的中期票据，一次性发行（以下简称“本期中期票据”），期限5年，附第3年末公司上调利率选择权及投资者回售选择权。公司计划将募集资金用于普通商品住房项目建设及补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增

加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。2014 年，中国银行业金

融机构不良贷款率为 1.64%，信用环境下行压力较大。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进将拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业与区域环境分析

1. 行业概况

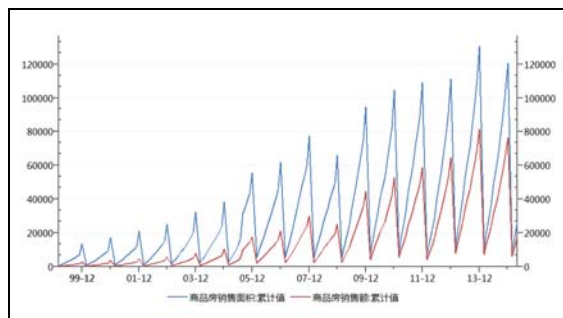
2014 年中国房地产市场处于调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因时因地灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，

住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。

房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

图 1 中国商品房销售面积及销售额



资料来源：wind资讯

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

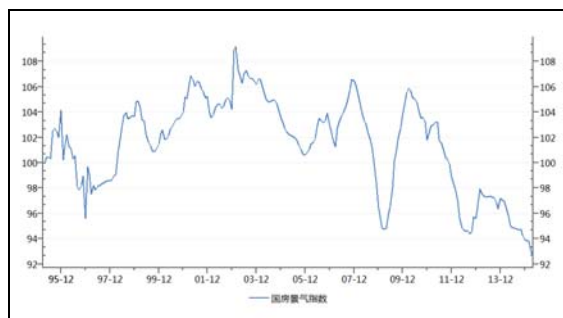
首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5 月 30 日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自 2010 年以来首度放松。9 月 30 日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“930”新政），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的 0.7 倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷款政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014 年初，各地房地产市场持续分化，热点一、二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限

购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，2014 年三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9 月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10 月 9 日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014 年以来对公积金调整放宽的省市已近 40 个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调 0.25 个百分点。

图 2 中国房地产行业综合景气指数

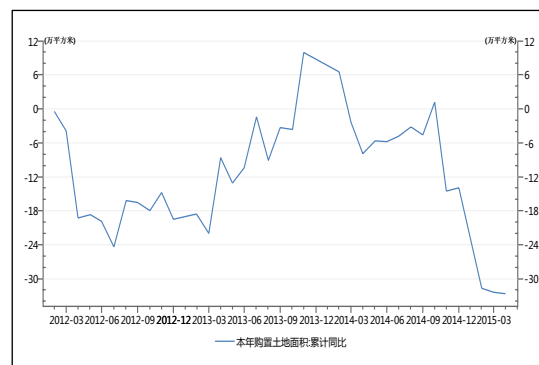


资料来源：wind 资讯

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11 月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用

的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

图 3 全国房地产开发企业土地购置面积增速



资料来源：wind 资讯

2015 年一季度，在延续 2014 年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足的背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是 2015 年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。

从行业相关指标看，自 2014 年下半年以来多重政策推动下，2015 年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20 个代表城市成交量同比增长 6.5%，供应量同比增长 3.8%，销供比为 1.1，同比小幅增长 0.03。库存方面，据初步统计，截至 2015 年 3 月底，20 个代表城市可售面积为 17348 万平方米，环比下降 1.8%，较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，2014 年以来，由于宏观经济增

速低于预期、银行信贷紧缩等因素影响，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 行业政策

2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。

2014 年 4 月 22 日，住建部发布《住房城乡建设部关于做好 2014 年住房保障工作的通知》，2014 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上；计划基本建成 480 万套，并加强保障性住房配套设施建设；探索发展共有产权住房，目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在 2013 年 10 月，北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自主型改善型商品住房建设的意见》，其中的自主型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014 年 9 月 30 日，中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》明确提出：“对于贷款购买首套普通自住房的家庭，贷款最低首付款比例为 30%，贷款利率下限为贷款基准利率的 0.7 倍，具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房，银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市，对拥有 2 套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭，又申请贷款购买住房，银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划，向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。”同时，为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力，提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”

2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部、银监会联合发布《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知规定：对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。而此前，二套房贷款执行“首付款比例不低于 60%，贷款利率不低于基准利率的 1.1 倍”的政策。同日，财政部和国家税务总局又联合发布消息称：从 3 月 31 日起，个人住房转让免征营业税的期限由购房超过 5 年（含 5 年）下调为超过 2 年（含 2 年）。

此次住房金融政策出台在百城房价连续 5 个月环比负增长和房地产投资增速持续回落的背景下，体现了政府定向稳增长控风险的决

心，有利于推动购房刚需和改善性需求入市，促使房地产市场交投活跃，缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧，改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响，房贷新政策效果有待观察。

3. 北京市房地产市场情况

2014 年北京市商品住宅销售面积和销售金额分别为 1136 万平方米和人民币 2102 亿元，同比分别下降 16.65%和 13.68%，平均售价为人民币 18504 元/平方米，较去年同期上升 3.64%。土地成交方面，2014 年北京市土地市场共成交经营性用地 96 宗，面积 1090 公顷，分别较 2013 年下降 31.43%、30.79%，其中商品住宅用地达到 637 公顷，同比下降 34.87%；2014 年北京市土地市场经营性土地总成交额约 1899 亿元，创下了土地市场历年最高水平。

2014 年，北京市住宅市场经历了上半年的低迷及下半年的回暖，整体看，施工面积、新开工面积、竣工面积、销售面积等均表现为较大幅度的下降。从统计数据看，2014 年，北京市住宅投资完成 1846.08 亿元，同比增长 7.05%。截至 2014 年底，住宅施工面积为 6999.7 万平方米，同比下降 5.50%；住宅新开工面积为 2207.15 万平方米，同比下降 11.84%；住宅竣工面积为 1804.30 万平方米，同比上升 6.62%。住宅销售面积为 1141.30 万平方米，同比下降 16.31%。

北京投资物业（含酒店）市场中各细分业态呈现分化走势。其中写字楼市场受宏观经济增速下行压力的影响，虽然租金水平高位运行，但出租率小幅下降；高星级酒店和餐饮业态受需求变化的影响，行业经营业绩有所下降；会展市场在北京市强化“国际交往中心”功能定位的背景下，对相关行业的带动作用愈发明显，会展经济的重要地位愈发突出；公寓市场在新增放缓和需求持续旺

盛的供求矛盾作用下，出租率和租金水平不断上涨。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司注册资本12.17亿元，由万通控股持股51.16%，为公司控股股东。万通控股目前股权结构以天津泰达集团有限公司（以下简称“泰达集团”）、嘉华东方控股（集团）有限公司（以下简称“嘉华控股”）、冯仑直接或间接持有（以下简称“冯仑先生方”）三方为主，以上三方持有万通控股股权比例分别为25.92%、24.12%和27.79%。公司实际控制人为冯仑。

2015年7月3日，公司发布公告称：公司将非公开发行股票的方式向嘉华控股、海富通资管拟成立的富诚海富通-福瑞通达1号专项资产管理计划、吴学明、段佩璋及陈杰发行不超过104651.16万股，拟募集资金总额不超过450000万元，目前该非公开发行尚需公司股东大会批准以及中国证监会的核准。以公司2015年3月31日的股东结构为基础，发行前，由万通控股持有51.16%公司股权，其他股东持有48.84%；发行后，万通控股持股比例下降至27.50%，嘉华控股持股32.37%，其他股东持股40.13%。因此，若该非公开发行完成，公司控股股东变更为嘉华控股，实际控制人变更为王忆会。

联合资信关注到，目前公司董事会成员9人，其中，独立董事3名，非独立董事6名，设董事长1人，副董事长2人。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。上述股权调整会导致公司实际控制人的变化，使公司未来管理层、经营方针等方面存在一定不确定性，联合资信将密切关注公司及控股股东股权调整相关事项及其对公司经营管理的影响。

2. 企业规模与竞争力

公司是在上海证券交易所挂牌交易的 A

股上市公司，具备房地产开发一级资质。截至 2014 年底，公司合并范围二级子公司 35 家。公司业务分为住宅产品开发及商业物业运营两大板块，业务范围集中在北京、香河、天津、上海、杭州、成都等地。近几年，受商品住宅销售收入持续下滑以及商业物业多数处于投入期尚未实现收入影响，公司营业收入及利润规模持续减少，2014 年下滑幅度较大，当年分别为 19.12 亿元和 1.38 亿元，截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 133.20 亿元，所有者权益 38.69 亿元，2015 年 1~3 月公司实现营业收入和利润总额分别为 6.19 亿元和 0.88 亿元，分别同比增长 234.75% 和 59.41%。

业务经营方面，公司业务板块分为住宅产品开发及商业物业出租两类：（1）公司商品住宅开发以中高档类住宅产品为主，2014 年公司房屋施工面积 63.20 万平方米，销售面积 7.26 万平方米，签约额 10.84 亿元；（2）公司目前已运营商业物业主要包括北京万通中心和逸兰国际公寓，上述两项目均位于北京市 CBD 核心区，目前经营情况良好，盈利水平高。在建项目包括：上海万通中心（公司持股 50%，2014 年 11 月纳入合并范围）、天津万通中心、杭州万通中心，上述项目均位于所在城市核心区域，除杭州万通中心外，其他项目均自持经营。一方面，公司在建商业物业项目将于 2015 年四季度集中交付运营，届时公司运营商业物业出租面积将大幅增加，公司商业物业收入将呈增长态势，为公司提供稳定且持续增长的收入及现金流；另一方面，公司自持物业以成本法入账及进行后续计量，自持物业地理位置优越，极具增值潜力。

产品品质方面，公司自 2008 年度发布“绿色公司战略”以来，以“企业公民、社会责任、均好发展”为价值观，成为中国房地产行业受人尊敬的企业。公司以绿色健康为产品定位策略，住宅全部采用国家绿色建筑标准，其中，天津生态城新新家园获得绿建三星标准及“2011 年住建部绿色建筑创新奖三等奖”；天

津上游国际三期达到绿建二星标准；其他住宅项目亦陆续申请认证中。商业物业产品方面，北京万通中心获 LEED 既有建筑改造金级认证，杭州万通中心、上海万通中心、天津万通中心获美国 LEED 金级预认证。

品牌认可度方面，公司曾多次获得“中国房地产十大品牌企业”、“中国十大最具价值房地产公司”等荣誉称号。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、中国指数研究院联合发布的《2013 中国房地产品牌价值研究报告》中公司以绿色品牌价值荣登“华北区域房地产公司品牌价值榜 TOP10”。2014 年，公司连续第三届获得由住房和城乡建设部政策研究中心、中国建设报社共同发起评选的“中国责任地产百强 TOP20”。

总体来看，通过近几年不断加大商业物业投资力度，调整业态结构，公司商业物业即将进入集中运营期，且公司商业物业项目均位于重点城市核心地段，未来几年有望为公司带来持续增长的租金收入及现金流；公司奉行“绿色公司战略”，产品品质及品牌认可度高。公司具备较强的竞争能力。

3. 人员素质

截至目前，公司董事会成员及高管人员共 12 人，全部具有本科及以上学历。

公司董事长江泓毅先生，1966 年生，法学学士，曾任德国 Dornier 公司中国区总经理，美国 ATL 公司大中国区总经理，新加坡保健服务集团中国事务总经理，北京农科城投资公司董事长，美嘉健康控股有限公司总裁，万通投资控股股份有限公司董事总经理，现任公司董事长。

公司 CEO 首席执行官李虹女士，1958 年生，医学硕士，高级营销师，曾任中国人民解放军总医院主治医师，西安杨森制药有限公司医学部经理，澳大利亚太平洋药业有限公司驻中国首席代表，美国 Digital Bridge Co. 驻中国首席代表，北京京伯房地产开发有限公司市场

部经理、副总经理、常务副总经理，北京盛世兴和房地产经纪有限公司总经理。现任公司 CEO 首席执行官。

截至 2015 年 3 月底，公司本部共有员工 127 人，其中具有高级职称员工 7 人，具有中级职称员工 21 人，具有初级职称员工 2 人。按年龄划分，30 岁以下 11 人，30 至 50 岁 108 人，50 岁以上 8 人；按学历构成划分，大专以上学历 124 人，高中中专学历 3 人。

总体来看，公司高层管理人员行业从业经验丰富，高管团队的整体素质好；公司职工队伍文化素质较高，拥有较多的中高级以上各类专业人员，职工素质较好。

4. 股东支持

公司控股股东万通控股于 1993 年 6 月在北京注册成立，是北京民营资本规模最大的专业房地产投资公司之一。截至目前，万通控股及其股东正在实施的土地一级开发规模近 400 万平方米，主要分布在河北香河、山东临沂、北京怀柔等地，公司股东土地一级开发规模大，公司在土地获取方面有一定的优势。目前公司土地储备中香河地区 85.76 万平方米土地基本均为股东一级开发后公司摘得土地，平均楼面地价仅为 740 元/平方米左右。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司建立了相对完善的法人治理结构。根据《公司法》和《公司章程》的规定，公司设股东大会、董事会、监事会，确立了公司管理层的工作制度，并建立了有效的会议议事规则。

股东大会由全体股东组成，是公司的权力机构。董事会对股东大会负责，董事由股东大会选举或更换。董事会行使执行股东大会决议、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的年度财务预算方案、决算方案等

职权。

公司设监事会，监事会对公司经营活动和高级管理人员实行监督的常设机构，对全体股东负责。监事会行使列席董事会会议、对董事会决议提出质询并要求答复、检查本公司的经营和财务状况等职权。

公司设首席执行官（总经理）1 名，由董事会聘任或解聘，直接对董事会负责。从事公司正常业务及公司内部日常经营管理工作，副经理协助总经理开展工作。上市公司设董事会秘书，负责公司股东大会和董事会会议的筹备、文件保管以及公司股东资料管理，办理信息披露事务等事宜。

总体看，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

2. 管理水平

公司采用总部、区域组团、一线的管理模式，兼顾集中与柔性管理，加强对公司运营的管理。公司经理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业的生产经营管理工作。公司根据国家有关法律法规和公司章程，建立了议事规则，明确了决策、执行、监督等方面的职责权限。公司房地产开发对住宅、商用两大业务实行事业部管理体制，分级管理，权责统一，逐级负责，分工协作，并加强对子公司的管理。公司结合实际情况，根据管理的需要设置了住宅建设事业部、商用事业部、建造管理中心、设计管理中心、创新研发中心、总经理办公室、审计部、人力资源部、客户关系中心、会计与财务控制部、房地产金融部及流程与信息管理部等。

财务管理方面，公司为保证资产财务的稳健、高效运转，维护公司资金运转秩序和财务安全，编制了《预算管理流程》、《财务核算流程作业指导书》、《现金管理作业指导书》、《资金监管作业指导书》等相关制度和指导书。

人力资源管理方面，公司制定和实施有利于企业可持续发展的人力资源政策，将职业道德修养和专业胜任能力作为选拔和聘用员工的重要标准，切实加强员工培训和继续教育，不断提升员工素质。公司编制《万通员工手册》并制定了《招聘管理制度》、《试用期管理制度》、《考勤休假管理制度》、《奖惩管理制度》、《薪酬管理制度》、《绩效管理制度》、《培训管理制度》、《福利管理制度》和《离职管理制度》。

销售管理方面，公司已制定了《销售与收款内部控制制度》和销售政策，明确了年度销售目标、合同评审原则、定价原则、结算办法；建立了客户信用管理、信用标准和条件、收款方式及涉及销售业务的机构和人员的职责权限等；并对销售及收款做出了明确规定，收款责任一律落实到销售人员，并将房款回收率与销售人员的业绩考核挂钩。

成本控制方面，公司制定的工程造价管理制度对管理目标、任务、组织机构、岗位职责、工程流程作了明确规定，使之既具有指导意义，又具有操作性。配合工程造价管理制度的实施，公司还编制了招、投标管理制度及实施细则、合同管理制度、工程费用支付管理办法、设计变更及工程洽商管理等配套制度、实施办法及详细的工作流程和管理工具。

重大投资方面，鉴于房地产投资项目具有的投资额大，经营周期长，不可控制风险因素多的特点，公司在总结项目投资经验的基础上，拟定了投资管理制度及流程，以此规范公司投资行为、防范投资风险。公司制订了《投资评价委员会工作章程》，章程明确规定了投资评价委员会组成人员的专业背景、工作程序及职责，对项目可行性报告的内容格式作了清晰的界定。以章程为指导，结合目前的组织机构设置，公司制定了投资管理流程，对项目选择、初步可行性论证、详细可行性论证、出具可行性论证报告、预

审、终审、提交管理层决策等环节的责任、工作程序作了细致约定，从而提高了投资项目决策的科学化、专业化水平。

子公司管理方面，公司构建总部、区域组团、一线的三级架构体系。在三级架构体系下，总部对区域组团和子公司的授权和职责划分坚持不相容职责相分离的原则；总部专业部门统一制订制度，对一线公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、监事巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。为有效实施对控股子公司的管理，公司制定了外派董事管理制度和法律事务专员管理制度，依据相关法规所赋予的股东权利，通过对子公司董事会的监控来实现公司有效管理。此外，区域组团负责人、子公司总经理、财务部门负责人由公司总部委派，其他部门副经理以上人员由子公司总经理提名并报总部批准。

总体来看，公司作为上市公司，法人治理结构完善，内部控制制度健全。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要经营业务为商品住宅开发及商业物业经营。近几年，公司不断加大商业物业投入力度，力求达到商业物业与住宅业务并重的业态结构，由于公司大部分商业物业处于建设期，尚未实现收入，公司收入结构仍以商品住宅开发收入为主。但受房地产销售收入持续下滑以及已有出租物业运营日益成熟影响，房地产销售收入占比持续下降。2012~2014年，公司主营业务收入分别为40.45亿元、32.60亿元和18.75亿元，年均复合下降31.93%，下降主要源于房地产销售收入的大幅下降。其中，房地产销售收入年均复合下降34.18%，占主营业务收入的比重由2012年的96.79%持续下降至90.48%；物业出租收入年均复合增长17.26%，占主营业务收入的比重由2012年的

3.21%持续上升至 9.52%。2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 6.17 亿元，占 2014 年全年的 32.89%，其中，房地产销售收入 5.73 亿元，占 92.85%，物业出租收入 0.44 亿元，占 7.15%。

毛利率方面，受结算项目利润水平差异影响，公司房地产销售业务毛利率波动较大，2012~2015 年 1~3 月分别为 30.98%、36.25%、22.78%和 42.07%；物业出租业务毛利率整体呈逐年上升趋势，2012~2015 年 1~3 月分别为

64.10%、72.18%、74.59%和 76.14%。2014 年，受房地产销售业务毛利率大幅下降的影响，公司整体毛利率下降至 27.71%；2015 年 1~3 月公司整体毛利率大幅上升至 44.50%；公司整体毛利率波动较大但处于较高水平。

总体看，受商业物业项目运营规模较小，部分项目尚未实现收入，以及住宅收入减少影响，公司营业收入持续下滑，但整体利润率水平较高。未来随着在建商业物业逐渐投入运营，公司现金流及收入规模有望增长。

表 1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

分行业	2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	391572.94	96.79%	30.98%	309799.72	95.02%	36.25%
物业出租	12972.98	3.21%	64.10%	16232.81	4.98%	72.18%
主营业务合计	404545.92	100.00%	32.04%	326032.53	100.00%	38.04%
分行业	2014 年			2015 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	169630.85	90.48%	22.78%	57251.29	92.85%	42.07%
物业出租	17837.92	9.52%	74.59%	4406.79	7.15%	76.14%
主营业务合计	187468.77	100.00%	27.71%	61658.08	100.00%	44.50%

资料来源：公司提供

（1）房地产开发 项目开发及运营

目前，公司房地产开发业务以中高档住宅产品的开发及销售为主，经营范围主要集中在京津、川渝及华东地区，已开发了包括北京龙山新新小镇、北京新城国际、北京天竺新新家园、天津万通上游国际、天津万通新城国际、天津万通华府、天津万通空港项目、天津万通上北新新家园等多个高端项目，绝大部分产品已经成为区域地标和名流物业。公司奉行“绿色公司战略”，经过多年的发展，公司已成为中国最受尊敬的房地产企业之一，具备较高的产品品质及品牌认可度。

区域分布方面，2012~2014 年公司房地产开发业务以北京地区、天津地区、川渝地区和华东区域为主，其中，2014 年北京地区和川渝地区销售收入大幅下滑，天津地区收入近年来波动较大，华东区域 2014 年成为公司营业收入主要来

源之一。2015 年 1~3 月北京地区和天津地区收入占比高。

表 2 公司房地产销售收入区域分布情况
（单位：亿元）

区域	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
北京地区	14.39	16.53	1.43	2.77
香河地区	0.00	0.13	0.12	0.06
天津地区	18.69	5.19	7.40	2.14
川渝地区	6.08	9.13	1.38	0.08
华东区域	0.00	0.00	6.64	0.67
合计	39.16	30.98	16.96	5.72

资料来源：公司提供

房地产开发规模方面，近几年，公司房屋施工面积持续减少，2012~2014 年分别为 105.54 万平方米、79.36 万平方米和 63.20 万平方米；新开工面积由 2012 年的 28.11 万平方米波动下降至 2014 年的 21.01 万平方米，竣工面积由 2012

年的 31.94 万平方米波动下降至 2014 年的 29.06 万平方米。其主要原因为：一方面，近几年公司投入向商业物业板块倾斜力度较大；另一方面，系公司房地产项目主要为一二线城市的中高档住宅产品，受房地产调控政策影响较大，公司相应放缓开发进度所致。

房地产销售方面，2012~2014 年，公司房地产销售面积及销售金额均快速下降，其中，2014 年大幅下降，但销售价格实现持续上升；受项目结算规模减少影响，近三年公司房屋结算面积及结算金额均持续下降。

2015 年 1~3 月，公司房屋施工面积为 40.69 万平方米，为 2014 年的 46.27%；2015 年一季度无新开工面积及房屋竣工面积；合同销售面积 1.66 万平方米，为 2014 年的 22.87%；合同销售金额 4.06 亿元，为 2014 年的 36.31%。2015 年 1~3 月公司房屋销售面积小幅下滑，但公司有部分储备项目将达到销售状态，公司 2015 年营业收入受储备项目后续销售情况影响较大。

表 3 公司房地产开发板块主要指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
房屋施工面积 (万平方米)	105.54	79.36	63.20	40.69
其中：新开工面积 (万平方米)	28.11	19.15	21.01	0.00
房屋竣工面积 (万平方米)	31.94	35.80	29.06	0.00
合同销售面积 (万平方米)	27.71	20.95	7.26	1.66
合同销售金额 (亿元)	36.50	31.40	11.18	4.06
平均销售价格 (元/平方米)	13172.68	14987.83	15402.40	24529.80
房屋结算面积 (万平方米)	28.20	25.80	12.87	3.78
房屋结算金额 (亿元)	39.15	30.98	16.96	5.73

资料来源：公司提供

目前，公司房地产销售主要项目如下表所示，主要为住宅项目，以中高档产品为主。截至 2015 年 3 月底，公司房地产开发项目剩余可售面积 58.98 万平方米，其中，怀柔杨家园、香河运河国际城、杭州上园国际项目项目计划于 2015 年三季度开始销售，其余项目均在售。

表 4 截至 2015 年 3 月底公司房地产开发项目开发及销售情况（单位：万元，万平方米，元/平方米）

主要项目		预计 总投资	截至 2015 年 3 月底已 完成投资	可售 总面积	截至 2015 年 3 月底累计 销售面积	剩余 可售 面积	工程进度	（预计） 预售时间	预计 售价
北京	北京龙山新新小镇 （五期逸墅住宅）	33280.00	45289.00	5.03	5.00	0.03	已完工	尾盘在售	18728
	北京龙山新新小镇 （五期逸墅商业）		6068.00	0.73	0.70	0.03	已完工	尾盘在售	21400
	北京天竺新新家园 （顺义）	277388.00	235917.00	28.77	20.71	8.06	在建	在售	34000
	北京怀柔杨家园	145007.00	98881.00	11.15	0.00	11.15	在建	2015 年 Q3	25000
	北京新城国际	327608.00	327131.00	39.12	35.54	3.58	已完工	尾盘在售	50000
	香河运河国际城一期 A 区	63500.00	42754.00	4.40	2.57	1.83	已完工	2015 年 Q3	9967
天津	天津上游国际	207899.00	256256.00	27.71	27.60	0.11	已完工	尾盘在售	12350
	天津新城国际	180992.00	291539.00	46.78	46.28	0.50	已完工	尾盘在售	6000
	天津万通华府	184938.00	157880.00	13.66	12.86	0.80	三期即将完工	在售	18500
	天津生态城新新家园	100000.00	103419.00	12.66	12.23	0.43	已完工	在售	10600
	万通金府国际	80000.00	75010.00	13.43	7.81	5.62	已完工	在售	7600
	天津新新逸墅	119572.00	61564.00	10.20	0.11	10.09	一期在建	在售	12350
成都	成都红墙国际	53979.00	53979.00	6.48	6.19	0.29	已完工	尾盘在售	10600
	万通金牛新都会	101704.00	101704.00	16.24	14.59	1.65	已完工	尾盘在售	7300
杭	杭州万通中心	181454.00	161952.00	9.38	2.83	6.55	已完工	在售	24200

州	杭州上园国际	150000.00	107122.00	8.26	0.00	8.26	在建	2015 年 Q3	17840
合计		2207321.00	2126465.00	254.00	195.02	58.98	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2015年3月底，公司在建及拟建房地产开发项目包括：北京天竺新新家园、香河运河国际城一期、北京怀柔杨家园项目、天津万通华府、天津新新逸墅、杭州上园国际等，预计总投资143.18亿元，截至2015年3月底已累计完成投资75.37亿元，未来仍需投资67.81亿元。公

司未来三年投资计划中，2016年拟投资33.74亿元，与2014年公司房地产开发完成投资17.79亿元的规模相比，资金需求压力较大。拟建项目中大部分为公司本次非公开发行股票的募投项目，若本次非公开发行股票成功，将有效缓解公司资金压力。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司在建及拟建项目投资计划 （单位：万元）

项目名称		项目工期	总投资	截至 2015 年 3 月 底已投资金额	未来三年拟投资金额			
					2015（4-12）	2016	2017	2018
在建	北京	北京天竺新新家园	277388.00	235917.00	32084.00	4038.00	5349.00	0.00
		香河运河国际城一期 B 区	60000.00	42754.00	14246.00	0.00	3000.00	0.00
	天津	天津万通华府	184938.00	157880.00	13864.00	6127.00	7067.00	0.00
		天津新新逸墅	128561.00	61564.00	10329.00	10400.00	46268.00	0.00
	杭州	杭州上园国际	150000.00	107122.00	20892.00	20088.00	1898.00	0.00
	小计		800887.00	605237.00	91415.00	40653.00	63582.00	0.00
拟建	北京	怀柔杨家园	145007.00	98881.00	39048.00	7078.00	0.00	0.00
		香河运河国际城一期 剩余 C 区	37175.63	6316.60	1219.80	25437.94	4201.29	0.00
		香河运河国际城一期 剩余 D 区	71687.71	7182.59	1145.07	56721.79	6638.26	0.00
		香河运河国际城一期 剩余 E 区	67706.22	6446.71	1232.48	43438.11	15011.00	1577.92
		香河运河国际城二期 (439 亩)	309335.25	29682.86	43.09	164090.35	87199.50	28319.45
		小计	630911.81	148509.76	42688.44	296766.19	113050.05	29897.37
合计			1431798.81	753746.76	134103.44	337419.19	176632.05	29897.37

资料来源：公司提供

总体看，由于公司房地产开发项目主要系北京、天津、成都、杭州等一二线城市的中高端住宅产品，近几年受房地产行业政策影响，公司开发建设进度及销售有所放缓，近几年结算收入规模持续下滑，2014 年收入规模大幅下滑；但受益于北京地区住宅销售价格上升以及公司住宅产品较高的产品品质和品牌认知度，公司房地产销售价格波动上升；公司目前房地产开发项目剩余可售面积约 59.12 万平方米，

为公司收入的可持续性奠定了一定的基础。

土地储备

土地储备方面，公司在拿地策略上一贯坚持稳健原则，同时为了降低经营风险，公司加大联合拿地规模。2013年之前，公司拿地规模较小，且以京津及周边地区为主。2013年公司加大了土地获取力度，2013年公司新获取土地5块，总建筑面积35.09万平方米，同时，在一线城市房地产市场竞争日趋激烈的情况下，公司

积极开拓华东市场，获取了杭州良渚项目8.34万平方米。2014年，公司与邦信资产管理有限公司等三家单位联合获取了杭州未来城11-12号地块，建筑面积19.65万平方米，公司直接持有10%比例。并通过北京东方万通成长投资中心（有限合伙）方式间接持股39.36%，公司合计持股49.36%，截至2015年3月底，该项目未纳入公司合并范围。近年来华东区域经济快速发展，居民收入水平不断提升，必然对生活质量有着更高层次的要求，同时区域产业不断升级，必将带来大量商业物业需求，预计随着华东市场开发的不断深入，将对公司收入及利润形成有效提升。

截至2015年3月底，公司账面土地总建筑面积合计77.46万平方米，尚未开发土地储备合计54.62万平方米，主要集中在香河地区。另外，公司通过与其他单位合作获取的杭州未来城11-12号地块尚未开发，该地块位于杭州市余杭区未来科技城，为商业商务居住用地，建筑面积19.65万平方米，其中，商业建筑面积22000平方米~23000平方米，居住部分建筑面积为地上总建筑面积的49%，其他部分为商务。商业

建筑全部可预售，商务建筑的50%面积可预售、可分割转让，其余商务建筑自持满3年后可分割转让，根据出让合同规定，该项目须在2015年4月2日前开工，在2018年4月2日前竣工。该项目总投资19.70亿元，截至2015年6月底已投资7.2亿元，预计2015年第三季度开始预售，预计商业建筑售价17000元/平方米，住宅建筑售价14000元/平方米。

除此之外，公司股东参与一级开发土地整理面积393.7万平方米，其中，北京怀柔地区52.7万平方米，香河191万平方米，山东临沂150万平方米。公司股东土地一级开发规模大，公司在项目来源及土地获取成本方面具备一定优势。

总体看，公司账面土地储备基本集中在河北香河地区，获取成本较低，但储备规模不大，且地块区域集中度高，不利于分散市场风险；公司近两年通过与其他单位组成联合体加大杭州地区拿地力度，目前尚有一定的未开发规模，公司未来可相应获得投资收益；公司股东土地一级开发规模大，公司在土地获取方面具备优势，为公司未来业务的持续开展奠定基础。

表 6 公司新获取土地储备情况

获得时间	地块名称	地区	获得价格 (亿元)	建筑面积 (m ²)	备注
2011 年	虹桥商务区核心区一期 04 号地块	上海	15.50	104602.00	联合拿地：公司持股 50%，新地集团持股 50%
	香河一期西北侧边地块	香河	1.31	31706.00	公司持有 100%
2013 年	杭州良渚项目（余政储出 2013【26 号】地上园国际项目）	杭州	7.63	83433.00	联合拿地：公司持股 51%，中融持股 49%
	天津生态城 19 号地	天津	3.12	168200.00	公司持有 100%
	北京怀柔杨家园地块	北京怀柔	6.88	102664.00	联合拿地：公司持股 51%，华润地产持股 49%
	香国用 2013 第 0259 号	香河	0.04	12512.00	公司持有 100%
	香国用 2013 第 0260 号	香河	0.20	48499.00	公司持有 100%
2014 年	杭州未来科技城 11-12 号地块	杭州	6.18	196462.00	联合拿地：公司直接持股 10%，间接持股 39.36%合作方为邦信资产管理有限公司、北京方顺科技有限公司、北京东方万通成长投资中心

资料来源：公司提供

表 7 截至 2015 年 3 月底公司土地储备情况

地块名称	地区	获得时间	总建筑面积 (平方米)	成交地价 (亿元)	获取方式 (招拍挂/划拨)
公司账面土地储备:					
香国用 2009 字第 0348 号	河北省廊坊市 香河县安平镇	2009	353155.00	1.31	招拍挂
香国用 2009 字第 0349 号	河北省廊坊市 香河县安平镇	2009	220917.00*	1.81	招拍挂
香国用 2009 字第 0350 号	河北省廊坊市 香河县安平镇	2009	101200.00*	0.83	招拍挂
香国用 2009 字第 0351 号	河北省廊坊市 香河县安平镇	2009	89582.00	0.85	招拍挂
香国用 2013 字第 0259 号	河北省廊坊市 香河县安平镇	2013	12512.00	0.04	招拍挂
香国用 2013 字第 0260 号	河北省廊坊市 香河县安平镇	2013	48499.00	0.20	招拍挂
天津生态城 19 号地	天津	2013	168200.00	3.12	招标
北京怀柔杨家园地块	北京怀柔	2013	102664.00	6.88	招拍挂
合计		--	774612.00	15.04	--
通过联合拿地公司参股土地:					
杭州未来科技城 11-12 号地块	杭州	2014	196462.00	6.18	招拍挂

资料来源: 公司提供

注: 上表中“香国用 2009 字第 0349 号”、“香国用 2009 字第 0350 号”地块尚未完成政府规划, 建筑面积以容积率 1.1 进行预估。

(2) 商业物业经营

公司近几年不断加大商业物业投资力度, 逐步提高经营性物业比重, 积极调整业态结构以适应政策和市场的变化, 力求实现开发与物业经营并重的经营模式。

截至2015年3月底, 公司已运营物业主要包括北京万通中心D座和北京逸兰国际公寓。其中, 北京万通中心D座位于北京东三环CBD核心区, 紧邻地铁10号线, 总建筑面积5万平方米, 写字楼单层面积1500多平米, 共23层, 产品类型5A写字楼及商业配套, 2014年出租率达95.00%, 租金为315元/月/平方米; 北京逸兰国际公寓系位于北京CBD核心区的高档公寓项目, 总建筑面积2万平方米, 可供出租公寓共计

105间, 2011年以来出租率均维持在95%以上。此外, 亚历山大会所及公司自营的逸兰会所也为公司带来部分收益。总体看, 公司运营的商业物业位于一线城市核心地段, 地理位置优越, 运营情况良好, 目前采用成本法计量, 增值潜力大。

表 8 公司已运营出租物业基本情况

项目名称	投入运营时间	可出租面积 (m ²)	2014 年租金标准 (元/月/平方米)	出租率 (%)				租金收入 (万元)			
				2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
北京万通中心 D 座 (写字楼)	2009	35111.46	315.00	100.00	98.00	100.00	95.00	5567.25	7066.71	9912.77	10782.39
北京万通中心 D 座 (车位)	2009	18948.42	19.00	72.00	82.00	79.00	85.00	366.11	415.04	398.23	431.55
北京逸兰国际公寓	2008	14152.54	261.00	97.00	98.00	96.00	94.00	3533.40	3880.60	4133.10	4213.10
亚历山大会所	2009	5256.33	182.63	100.00	100.00	100.00	100.00	637.54	726.40	729.39	1152.00
逸兰会所 (自营)	2009	1727.75	--	--	--	--	--	361.14	481.16	514.38	518.52

资料来源：公司提供

公司在建商业物业项目包括：杭州万通中心（对外出售）、天津万通中心、上海万通中心、北京CBD核心区Z3。除杭州万通中心计划对外出售外，其他项目均为自持对外出租运营。

天津万通中心项目位于天津和平区小白楼，物业类型为办公楼及商业配套，总建筑面积8.75万平方米，可出租面积8.07万平方米。该项目于2012年开工建设，预计2015年4季度投入运营。

上海万通中心项目位于上海虹桥商务区核心区，产品类型 of 办公楼及配套，总建筑面积8.20万平方米，可出租面积5.55万平方米。该项目自2014年11月起纳入公司合并范围。2013年5月，公司与合营公司上海万通新地置业有限公司（以下简称“上海万通新地”）股东南昌青庭资产管理有限公司（以下简称“青庭资产”）协商一致，对上海万通中心所属项目公司上海万通新地进行分立，分立新设上海青庭置业，分立完成后公司与青庭资产分别持有上海万通新地50%股权，并约定公司未来以一定价格向青庭资产购买其持有的上海万通新地50%股权，此外，根据分立协议及上海万通新地章程约定，公司可单方面控制上海万通新地，因此于2014年11月公司将上海万通新地纳入合并范围。上海万通中心于2012年9月开工建设，预计2015年底投入运营，实现运营后，将为公司带来较大规模持续增长的收入及现金流。

北京CBD核心区Z3项目位于北京CBD核心区，产品类型 of 办公楼及配套，总建筑面积17.25万平方米，可出租面积11.89万平方米。该项目于2013年开工建设，预计2016年竣工验收。该项目系公司2013年与中金公司、中金佳业、西部国际联合取得，并设立北京金通港房地产开发有限公司（以下简称“金通港”）投资运营，公司持有35%股权，2013年公司将34%股权转让给下属合营公司，转让对价为11.98亿元，产生投资收益1.80亿元。股权转让后，公司直接持有金通港1%股权，并通过合营公司间接持有9.69%股权。该项目可出租面积大，地理位置优越，运营后可为公司带来稳定的投资收益。

总体看，公司商业物业均位于一线城市核心地段，近几年运营情况良好，租金收入持续上升；未来1-2年，天津万通中心、上海万通中心和Z3项目等将陆续投入运营，但新项目投入运营初期普遍存在出租率偏低情况，预计2017年开始公司出租收入将大幅增长，带动现金流及收入规模的持续上升。

表9 公司在建自持物业情况（单位：万元，万平方米）

项目名称	总投资	总建筑面积	可出租面积	开工时间	工程进度	截至 2015 年 3 月底已完成投资	预计投入运营时间
天津万通中心	160000.00	9.36	8.07	2012.10	主体封顶	97179.00	2015 年 10 月
上海万通中心（公司持股 50%，已并表）	182827.00	8.15	5.55	2012.09	结构封顶	128691.00	2015 年 12 月

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2012~2014 年，公司销售债权周转次数分别为 353.99 次、83.95 次和 29.16 次；存货周转次数分别为 0.57 次、0.38 次和 0.17 次；总资产周转次数分别为 0.37 次、0.29 次和 0.15 次。总体看，公司整体经营效率一般。

3. 公司未来发展

公司制定并坚定的执行“区域发展，美国模式，万通价值观和打造绿色公司”的战略。

（1）以京津地区为战略核心区域，精耕深耕，形成该区域的竞争优势；并积极布局京津冀和华东等经济发达区域，点线面逐步覆盖，充分利用其区位优势有效积聚各方资源，为公司发展提供助力；同时适度关注其他潜在城市化进程加快的城市，寻找富有人居资源和投资价值或者未来新城市核心的地段，为万通未来发展提供新的增长点。

（2）逐步加大商用物业投资，达到商用物业与住宅业务并重，同时适度增加度假和休闲产品。积极参与一级开发，实现一二级联动，转变传统住宅开发模式，打造万通在传统住宅开发领域的核心竞争力；坚持美国模式，以营运带动开发、以财务安排的多样化作为实施商用物业投资的基本宗旨，开创万通地产特色的商业地产投资模式。

（3）进一步完善守正出奇的企业文化，打造高度认同公司价值观的年轻、敬业和专业的团队，大力推进绿色公益战略、打造绿色健康产品，履行企业公民的职责、回报社会，通过建设绿色公司、绿色产品，为公司的所有利益相关者带来更大的回报，加大创新研发工作力

度，全面提升公司市场应变能力及核心竞争能力。

具体业务板块发展策略方面，（1）商品住宅开发：公司将继续深耕北京、天津、成都、杭州等既有业务区域，同时适度关注其他潜在城市化进程加快的城市。在地段选择上，以富有人居资源和投资价值的主流地段，或未来新城核心地段为标准。产品类型上，公司在坚持一、二线城市中高端产品的同时，抓住城镇化发展机遇，力求安全性、稳定性和可持续性发展。（2）商业物业经营：以万通中心为主轴，主要业务立足一二线核心区域，创新融资渠道，完成“中期持有、能力导向、收入多元、资本回报”的模式转型。（3）业态结构方面：公司未来在保持住宅收入规模及盈利贡献相对稳定的基础上，实现商用核心资产租金收入持续稳定增长，运营、管理服务等多元收益持续成长。

未来收入规模预测方面，2015 年受房地产行业环境及公司出租物业处于投入期影响，公司整体收入规模维持较低水平。未来公司房地产销售业务仍以北京、天津、杭州等地为主，同时公司香河、怀柔等地将陆续开发上市，预计 2015~2019 年公司房地产开发业务签约额每年将维持在 50-80 亿元；公司目前出租物业既有运营项目出租率均基本达到 100%，2015 年开始随着各在建物业陆续运营，公司出租收入将持续上升。

未来投资规模方面，公司住宅开发业务未来三年每年需投入 10~19 亿元左右，主要持有商业物业项目将于 2015 年陆续投入运营，公司未来投资规模适宜，投资压力一般。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012~2014 年财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留的审计意见。公司 2015 年第一季度财务数据未经审计。

2012 年，公司合并范围新增 4 家新设子公司，分别为昆山英睿股权投资管理有限公司（持股比例 100%，注册资本 500 万元）、北京佳成宁远投资管理有限公司（持股比例 100%，注册资本 500 万元）、北京睿通宁远投资中心（有限合伙）（持股比例 100%，注册资本 400 万元）和北京阳光正奇投资管理有限公司（持股比例 70%，注册资本 1500 万元）；公司子公司北京万通正奇投资管理有限公司因出售股权不再纳入公司合并范围（处置日净资产 9991.46 万元）；公司子公司成都万通成达置地有限公司因注销清算不再纳入公司合并范围（处置日净资产-369.06 万元）。2013 年，公司合并范围新增 8 家通过设立方式取得的子公司，分别为北京正远慧奇投资管理有限公司（持股比例 100%，注册资本 500 万元）、杭州万慧时尚投资管理有限公司（持股比例 100%，注册资本 1000 万元）、杭州万通杭购置业有限公司（持股比例 51%，注册资本 50000 万元）、北京万通正远置业有限公司（持股比例 51%，注册资本 20000 万元）、天津中新生态城万通正奇实业有限公司（持股比例 100%，注册资本 5000 万元）、深圳市万通英睿资产管理有限公司（持股比例 100%，注册资本 1000 万元）、Capital Link Asia Investment Pte.Ltd.（持股比例 100%，注册地为新加坡，工商登记实行注册资本认缴登记制，截至 2013 年底，因尚未达到缴纳注册资本的期限，公司尚未实缴注册资本）、Green Housing Investment Pte. Ltd.（注册地为新加坡，工商登记实行注册资本认缴登记制，截至 2013 年底，因尚未达到缴纳注册资本的期限，公司尚未实缴注册资本）；北京

阳光正奇投资管理有限公司因转为公司的合营企业，不再纳入合并范围。2014 年，公司非同一控制下合并 3 家子公司，为杭州万通时尚置业有限公司（存货公允价值 19.19 亿元）、上海万通新地（存货公允价值 11.79 亿元）和北京绿品雅筑装饰工程有限公司（以下简称“绿品雅筑”）；2014 年，公司新设成立子公司 4 家。总体看，报告期内合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

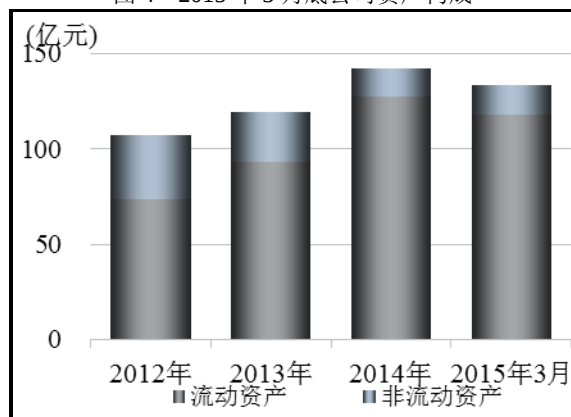
截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 142.31 亿元，所有者权益 38.12 亿元（含少数股东权益 2.83 亿元）；2014 年公司实现营业收入 19.12 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司（合并）资产总额 133.20 亿元，所有者权益 38.69 亿元（含少数股东权益 2.86 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 6.19 亿元，利润总额 0.88 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年底，公司资产总额快速增长，年均复合增长 15.08%。截至 2014 年底，公司资产总额为 142.31 亿元，其中流动资产占 89.45%，非流动资产占 10.55%。公司资产以流动资产为主，且近三年流动资产占比稳定上升。

图 4 2015 年 3 月底公司资产构成



资料来源：审计报告

流动资产

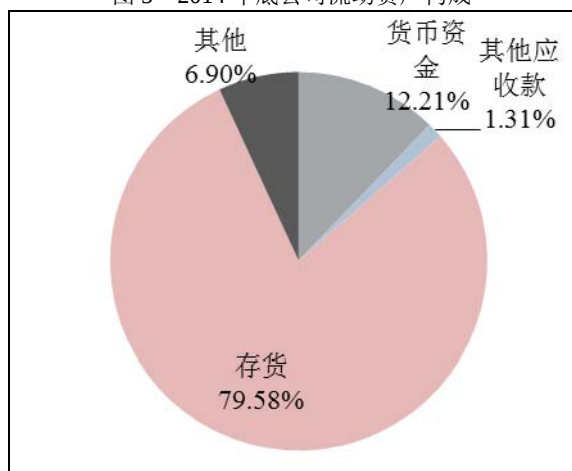
2012~2014 年底，公司流动资产波动中快

速增长，年均复合增长 31.62%。截至 2014 年底，公司流动资产为 127.30 亿元，主要由货币资金（占 12.21%）、预付款项（占 5.37%）、其他应收款（占 1.31%）和存货（占 79.58%）构成。

2012~2014 年底，公司货币资金波动中有所下降，年均复合下降 5.43%，2014 年底为 15.55 亿元，其中银行存款 15.49 亿元。公司受限货币资金 1.02 亿元，主要为按揭贷款保证金和存入商品房预售资金监管专用账户的应优先用于工程建设的资金。

2012~2014 年底，公司预付款项快速增长，年均复合增长 18.52%，2014 年底为 6.84 亿元，主要为预付土地价款及因工程尚未完工而未结算的工程款，其中账龄在 1 年以内占比为 34.00%，1~2 年占比为 7.00%，3 年以上占比为 59.00%。

图 5 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年底，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 46.35%，2014 年底为 1.67 亿元，同比下降 16.01%，主要为公司应收外部单位往来款、应收关联公司资金往来等。账龄结构方面，2014 年底公司其他应收款以三年以上账龄为主，占 31.20%，1 年以内占 25.60%，1~2 年占 24.40%，2~3 年占 18.80%。公司其他应收款共计提坏账准备 0.13 亿元。

表 10 2014 年底公司其他应收款金额前五名情况
(单位：万元，%)

单位名称	金额	账龄	占其他应收款总额比例
Vantone Capital PTE.LTD.	4607.84	两至四年	25
北京金通港房地产开发有限公司	2920.38	一至两年	16
三亚中体万通奥林匹克置业有限公司	1000.92	三年以上	6
天津市土地管理局	1000.00	三年以上	6
北京万通鼎安国际物业服务服务有限公司	917.72	一年以内	5
	10446.86		58

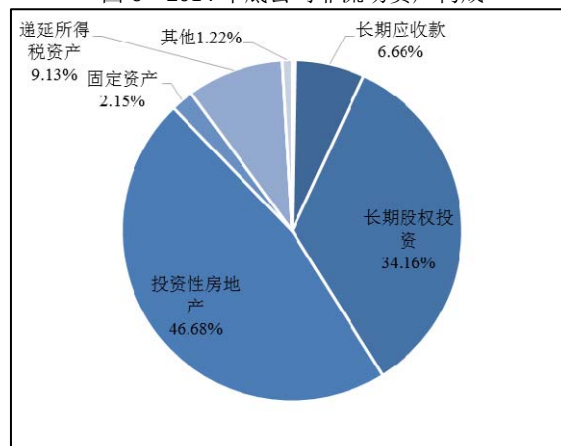
资料来源：审计报告

2012~2014 年底，公司存货分别为 45.40 亿元、60.28 亿元和 101.30 亿元，快速增长，年均复合增长 49.38%。截至 2014 年底，公司存货由开发成本 71.68 亿元（占 70.76%）和开发产品 29.62 亿元（占 29.24%）构成。公司存货规模较大，变现能力将受到房地产行业景气度及政策影响。2012~2014 年底，公司计提的存货跌价准备分别为 1.51 亿元、0.96 亿元和 0.88 亿元。

非流动资产

2012~2014 年底，公司非流动资产快速下降，年均复合下降 33.53%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 15.01 亿元，同比下降 42.72%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 6.66%）、长期股权投资（占 34.16%）、投资性房地产（占 46.68%）、固定资产（占 2.15%）和递延所得税资产（占 9.13%）构成。

图 6 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年底，公司可供出售金融资产快速下降，三年分别为 1.40 亿元、1.40 亿元和 0.04 亿元。公司可供出售金融资产为公司于 2010 年 12 月出资 1.40 亿元认购的北京万通新世界商城项目集合资金信托计划份额，由于该信托计划将于 2015 年 12 月到期，因此重分类至一年内到期的非流动资产。

公司长期应收款为公司为关联公司提供的委托贷款及子公司为其他单位提供的资金支持，2012~2014 年底分别为 2.28 亿元、1.61 亿元和 1.00 亿元，2014 年有所减少。截至 2014 年底，公司长期应收款 1.00 亿元全部为公司提供给杭州邦信有息资金支持，于 2014 年底尚有 1.00 亿元未收回，该款项预计一年内无法收回。

2012~2014 年底，公司长期股权投资分别为 4.35 亿元、5.73 亿元和 5.13 亿元，年均复合增长 8.62%，长期股权投资波动中有所增长，主要是部分用权益法核算的被投资公司的亏损及公司处置部分长期股权导致长期股权投资下降及公司新增股权投资导致长期股权投资上升共同影响所致。截至 2014 年底，公司长期股权投资包括合营企业 4.39 亿元、联营企业 0.74 亿元和其他长期股权投资 0.18 亿元，2014 年，公司购买绿品雅筑 50.00% 股权。部分合营企业和联营企业因处于房地产开发前期阶段而出现亏损，但由于公司预计可收回金额高于长期股权投资账面价值，未对其计提减值准备。

2012~2014 年底，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降 3.36%，主要是由于公司采用成本法核算投资性房地产，每年对其计提折旧。截至 2014 年底，公司投资性房地产 7.01 亿元，主要为用于出租的北京万通中心 D 座及逸兰公寓。公司投资性房地产采用成本模式进行后续计量，由于出租物业均位于北京市 CBD 核心区域，升值潜力大，实际价值远高于其账面价值。

2012~2014 年底，公司其他非流动资产分

别为 16.52 亿元、7.79 亿元和 0.00 亿元，2014 年底清零系上海万通新地实质上完成分立，公司将上海万通新地纳入合并范围；公司于 2013 年 12 月支付的 9 百万股权投资款，转为对被投资单位的投资款。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 133.20 亿元，较 2014 年底下降 6.40%，主要系公司货币资金下降所致。截至 2015 年 3 月底，公司预付款项 6.54 亿元，较上年底下降 4.39%，主要为预付工程款及预缴税金；存货 100.73 亿元，较上年底下降 0.56%。截至 2015 年 3 月底，公司资产总额中流动资产占 88.83%，非流动资产占 11.17%。公司资产仍以流动资产为主。

由于融资需要，公司已将部分资产用于抵押或质押，抵押或质押资产主要为土地、建筑物（包括房产项目和投资性房地产）等。截至 2015 年 3 月底，公司（合并口径）以资产抵押方式获得借款余额为 31.70 亿元，被抵押资产账面价值总和 33.84 亿元，占其资产总额的 28.00%。其中，公司以北京万通中心 D 座（不含车位）获得贷款余额合计 7.90 亿元，账面价值 5.64 亿元，评估价值 15.31 亿元，公司自持商业物业评估价值远高于账面价值。

表 11 截至 2015 年 3 月底公司抵押资产情况
(单位：亿元)

放贷机构	贷款余额	抵押资产 账面价值	抵押物
招商银行 万通中心支行、 纽约分行	0.70	5.64	万通中心 D 座（不含 车位）
招商银行 北京分行	6.90		
建设银行 天津北辰支行	1.40	0.83	万拓生态 城二期土 地及在建
光大银行 天津分行	0.80	3.89	天津华府 三期土地 及在建
光大银行 天津分行	5.00	1.26	和信土地 及在建
广发银行 北京分行	4.00	6.21	天竺一期 剩余土地 及在建
渤海国际信托	5.00	7.86	杭哟土地 及在建
农业银行 上海川沙支行	9.00	8.15	上海万通 中心土地

			及在建
合计	31.70	33.84	--

资料来源：公司提供

总体来看，近年来，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主；公司投资性房地地理位置优越，采用成本法计量，增值潜力大。同时，公司存货占比大，且以高档住宅为主，存货变现能力受施工进度及销售进度影响具有一定不确定性。总体看，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

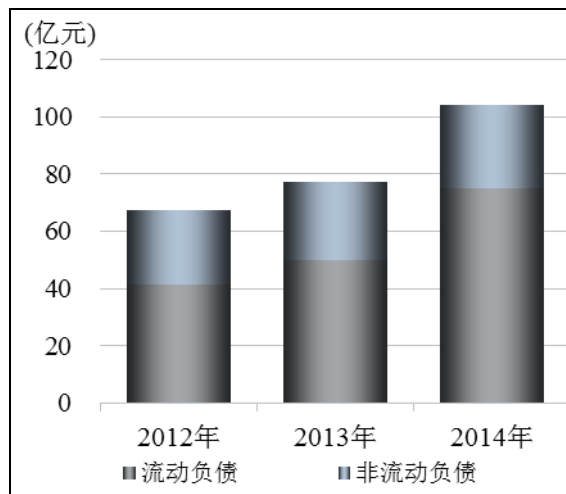
2012~2014 年底，公司所有者权益分别为 40.25 亿元、42.06 亿元和 38.12 亿元，年均下降 2.68%，所有者权益有所下降，下降主要来自少数股东权益的减少。截至 2014 年底，公司所有者权益中股本占 31.92%、资本公积占 21.63%、盈余公积占 4.38%、未分配利润占 34.75%、少数股东权益占 7.43%。公司所有者权益稳定性较好。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 38.69 亿元，较 2014 年底增长 1.48%，公司所有者权益基本保持稳定。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益中股本占 31.45%、资本公积占 21.31%、盈余公积占 4.32%、未分配利润占 35.63%、少数股东权益占 7.39%。所有者权益结构与上年底基本一致。

负债

2012~2014 年底，公司负债总额快速增长，年均增长 24.51%，2014 年底为 104.18 亿元，增长主要来自流动负债的变化。截至 2014 年底，公司负债总额中流动负债占 71.85%，非流动负债占 28.15%。

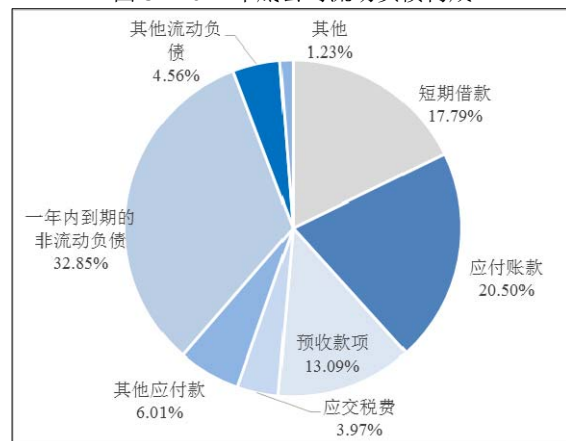
图 7 2012~2014 年底公司负债构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年底，公司流动负债分别为 41.38 亿元、50.10 亿元和 74.86 亿元，年均增长 34.50%，流动负债快速增长，主要由于公司短期借款、公司应付账款和一年内到期的非流动负债 2014 年上升共同影响所致。截至 2014 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 17.79%）、应付账款（占 20.50%）、预收款项（占 13.09%）、应交税费（占 3.97%）、其他应付款（占 6.01%）和一年内到期的非流动负债（占 32.85%）构成。

图 8 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

2012~2014 年底，公司短期借款分别为 2.79 亿元、0.00 亿元和 13.32 亿元。截至 2014 年底，公司短期借款由抵押保证借款 5 亿元、质押保证借款 6.12 亿元和质押借款 2.20 亿元

构成。

2012~2014 年底,公司应付账款波动中有所增长,年均增长 14.02%,2014 年底为 15.35 亿元,主要为公司应付工程款。截至 2014 年底,公司应付账款中账龄超过 1 年的部分占比为 36.09%。

2012~2014 年底,公司预收款项波动中有所下降,年均下降 13.20%,系受近年来房地产行业下行以及公司经营策略影响,公司房地产业务销售有所下降。2014 年底为 9.80 亿元,其中预收房款占 98.63%,预收租金占 1.37%。截至 2014 年底,公司预收款项中账龄在 1 年以内的部分占比 77.86%。

2012~2014 年底,公司应交税费分别为 5.99 亿元、7.65 亿元和 2.97 亿元,年均复合下降 29.54%,其中主要包括应交企业所得税 0.34 亿元和应交土地增值税 2.59 亿元。

2012~2014 年底,公司其他应付款分别为 1.63 亿元、7.72 亿元和 4.50 亿元,年均增长 65.93%,增长主要来自应付购买少数股东权益款的增加。截至 2014 年底,公司向子公司北京广厦富城置业有限公司的少数股东东泰富城置业有限公司及东兆长泰投资集团有限公司购买广厦富城 37.50%的股权,总交易价款为 2.86 亿元,其中 2.36 亿元交易价款确认为负债。截至 2014 年底,公司已实质取得广厦富城 100%股权。

2012~2014 年底,公司一年内到期的非流动负债分别为 5.30 亿元、15.71 亿元和 24.59 亿元,年均增长 115.29%,一年内到期的非流动负债快速增长。截至 2014 年底,公司一年内到期的非流动负债包括一年内到期的其他非流动负债 14.29 亿元和一年内到期的长期借款 10.30 亿元。

2012~2014 年底,公司非流动负债有所增长,年均增长 6.56%。截至 2014 年底,公司非流动负债 29.33 亿元,主要由长期借款(占 97.52%)和递延所得税负债(占 2.48%)构成。

2012~2014 年底,公司长期借款分别为

7.02 亿元、12.48 亿元和 28.60 亿元,年均增长 101.80%,长期借款快速增长。截至 2014 年底,公司长期借款由抵押借款 0.70 亿元和抵押、保证借款 11.78 亿元构成。

截至 2012 年底,公司应付债券为 9.94 亿元,为公司于 2009 年 10 月 14 日发行 5 年期 10 亿元公司债券(“09 万通债”)。截至 2014 年底,“09 万通债”已兑付。

公司其他非流动负债主要为信托融资负债,2012~2013 年其他非流动负债分别为 8.09 亿元和 14.30 亿元,2014 年公司其他非流动负债已全部重分类至一年内到期的其他非流动负债,本报告已将其调整至有息债务核算。

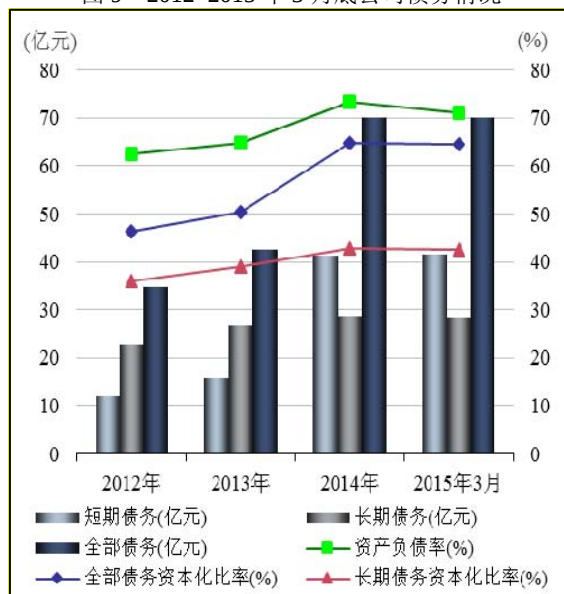
截至 2014 年底,公司无长期应付款。2012 年底,长期应付款为 7789.83 万元,系 Vantone Investment 与 Sixth Avenue 于 2011 年签署了长期贷款协议,前者得到长期贷款 1100 万美元,到期日为 2014 年 12 月 31 日。截至 2014 年底,该款项已偿付。

截至 2015 年 3 月底,公司负债总额为 94.51 亿元,较 2014 年底下降 9.29%,主要是应付账款的大幅下降、一年内到期的非流动负债和预收款项的减少所致。截至 2015 年 3 月底,公司短期借款 13.32 亿元;预收款项 6.69 亿元,较上年下降 31.68%;应付账款 11.81 亿元,较上年下降 23.04%;一年内到期的非流动负债 19.75 亿元,较上年下降 19.66%。截至 2015 年 3 月底,公司负债总额中流动负债占 88.83%,非流动负债占 11.17%,公司负债结构仍以流动负债为主。

近三年,公司有息债务快速增长,截至 2014 年底,公司有息债务规模达 69.92 亿元,同比增长 64.63%。从债务结构看,2012 和 2013 年公司有息债务以长期债务为主,2014 年以短期债务为主。长期债务占比分别为 65.57%、63.01%和 40.90%。2014 年公司有息债务大幅增长,主要系公司短期、长期借款增加所致。2012~2014 年,公司全部债务中,通过发行信托产生的债务规模为 14.29 亿元。

2012~2014 年，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快速增长，2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.21%、64.71%和 42.86%。公司债务负担大幅上升。

图 9 2012~2015 年 3 月底公司债务情况



资料来源：审计报告

截至 2015 年 3 月底，公司有息债务总额 64.99 亿元，较 2014 年底基本保持一致，长期债务占 40.72%。2015 年 3 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比率分别为 70.95%、64.40%和 42.42%，公司债务负担较 2014 年底基本持平。

总体来看，近年来，公司债务规模持续扩张，债务负担呈上升趋势。目前公司商业物业投资均已接近收尾即将进入收获期，住宅投资规模保持一般水平，未来投资规模适宜。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入分别为 40.71 亿元、32.99 亿元和 19.12 亿元，收入规模快速下降，年均复合下降 31.47%，公司营业收入以房地产销售和物业出租为主。受 2014 年房地产行业不景气影响，公司营业收入大幅下降。

2012~2014 年，公司营业成本分别为 27.49

亿元、20.22 亿元和 13.58 亿元，营业成本随收入同步下降，年均复合下降 29.72%，平均降幅低于营业收入降幅。

期间费用方面，2012~2014 年，期间费用波动下降，年均复合增长 2.86%。2014 年，公司期间费用为 4.12 亿元，同比下降 8.79%，其中销售费用 1.37 亿元，同比上升 7.20%；管理费用 1.75 亿元，同比上升 3.37%；财务费用 1.00 亿元，同比下降 35.43%。2012~2014 年，公司期间费用率分别为 9.57%、13.69%和 21.56%，期间费用率持续上升。

非经常性损益方面，公司参股或控股多家子公司。2012~2014 年，公司投资净收益分别为 1.13 亿元、2.95 亿元和 0.59 亿元，投资净收益波动下降一方面由于部分联营企业和合营企业由于处于房地产开发前期阶段而出现亏损，公司按照权益法确认其亏损；另一方面，公司通过处置长期股权投资获得收益。2014 年，公司投资收益包括因权益法核算的长期股权投资损失 0.12 亿元、原持有的合营企业股权按照公允价值重新计量产生的投资收益 1.02 亿元、金融负债的公允价值变动损失 0.75 亿元和其他投资收益 0.44 亿元（公司收到广厦富城 2014 年度分配的利润）。

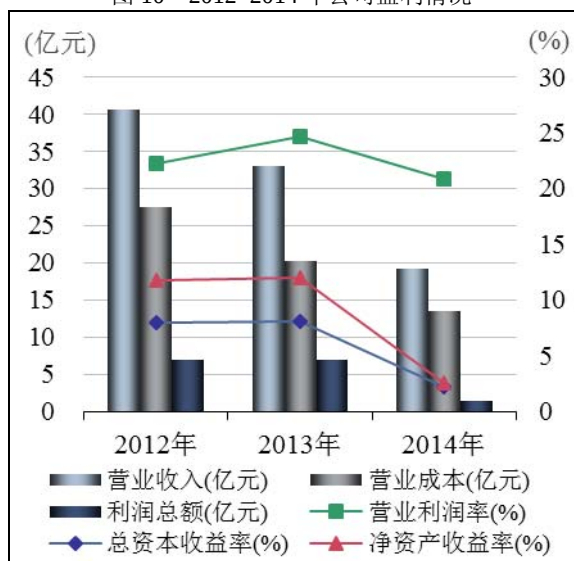
2012~2014 年，公司营业外收入分别为 0.66 亿元、0.31 亿元和 1.27 亿元，营业外收入波动增长，年均复合上升 38.61%，其中政府补贴收入分别为 0.62 亿元、0.29 亿元和 1.21 亿元；同期，公司营业外支出分别为 563.13 万元、600.28 万元和 1137.18 万元，主要为违约金及赔偿金和滞纳金等支出。

2012~2014 年，公司利润总额快速下降，三年分别为 6.89 亿元、6.88 亿元和 1.38 亿元；同期公司净利润分别为 4.76 亿元、5.07 亿元和 0.98 亿元。

盈利指标方面，2012~2014 年，公司营业利润率波动中有所下降，三年分别 22.25%、24.69%和 20.84%。2012~2014 年，公司总资产收益率快速下降，分别为 8.00%、8.12%和

2.24%；净资产收益率快速下降，分别为 11.82%、12.05%和 2.56%。

图 10 2012~2014 年公司盈利情况



资料来源：审计报告

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.19 亿元，同比增长 234.75%，占 2014 年全年营业收入的 32.38%，主要系受 2015 年一季度国内房地产市场回暖，市场成交量有所回升所致；营业利润率 29.62%，较 2014 年上升 8.78 个百分点；2015 年 1~3 月，公司分别实现营业利润和利润总额 0.87 亿元和 0.88 亿元，分别占 2014 年全年的 401.60%和 63.77%，其中，营业利润同比增长 383.81%，利润总额同比增长 59.41%，主要系 2015 年 1-3 月公司营业收入大幅增加所致。

总体看，2014 年，受到房地产行业不景气及公司经营策略影响，公司收入、利润规模和盈利能力大幅下降。2015 年一季度公司收入、利润规模和盈利能力有所回升。

5. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续下降，三年分别为 5.56 亿元、-5.46 亿元和 -11.83 亿元。

经营活动现金流入方面，2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速下降，年均复合下降 33.03%，2014 年为 15.12

亿元；2014 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 11.85 亿元，同比下降 31.26%，主要为收到关联单位的往来款；2014 年，公司经营活动现金流入 26.97 亿元，同比下降 37.69%。经营活动现金流出方面，2012~2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金波动幅度较大，年均复合增长 1.98%，三年分别为 17.11 亿元、32.83 亿元和 17.79 亿元；2014 年，公司支付其他与经营活动有关的现金为 13.14 亿元，同比增长 66.30%；2014 年，公司经营活动现金流出为 38.80 亿元，同比下降 20.40%。从收入现金实现质量来看，2012~2014 年，公司现金收入比分别为 82.84%、78.97%和 79.12%，三年平均值为 79.82%，公司现金实现质量一般，主要是由于公司收到现金与确认营业收入的节奏不一致所致。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额波动幅度较大，分别为 2.94 亿元、11.88 亿元和 -0.95 亿元。公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 33.57%，增长主要系公司定期存单到期收到的现金及利息所致。2012~2014 年，公司投资活动现金流出快速增长，年均复合增长率 265.48%，分别为 0.54 亿元、4.88 亿元和 7.16 亿元。2014 年增长主要来自于支付其他与投资活动有关的现金（向杭州邦信提供资金支持）。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司取得借款收到的现金快速增长，年均复合增长 62.40%，2014 年为 35.46 亿元；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2014 年分别为 22.19 亿元和 7.21 亿元。2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额波动幅度较大，分别为 -8.63 亿元、0.87 亿元和 6.06 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额呈净流出状态，为 -1.96 亿元；公司投资活动现金流出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主，公司投资活动现金流表现为净流出 28.30 万元；筹资活动现金净

流出 6.06 亿元。

总体看，经营活动现金流受公司拿地支出与项目投入的影响较大，2012~2014 年，经营性净现金流持续下降为负，公司的融资需求大幅增加；公司借款规模增长较快，导致债务规模及还本付息规模加大。未来几年，随着公司商业物业项目进入运营期，公司融资压力有望缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2012~2014 年，公司流动比率有所波动，分别为 177.58%、185.73% 和 170.06%；公司速动比率快速下降，分别为 67.86 %、65.41%和 34.73%。2012~2014 年，

公司经营现金流流动负债比分别为 13.43%、-10.90%和-15.81%。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 8.51 亿元、9.03 亿元和 2.99 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 3.98 倍、4.70 倍和 23.42 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.85 倍、2.18 倍和 0.54 倍。公司长期偿债指标较低，考虑到公司 2015 年下半年房地产项目集中入市及商业地产陆续投入使用，公司偿债指标将有所好转。综合考虑，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保合计 2.00 亿元，担保比率 5.17%。担保比率较低，或有负债风险一般。

表 12 截至 2015 年 3 月底公司对外担保情况 （单位：万元）

放贷机构	借款单位	担保金额				担保方式
		币种	合同金额	余额	起止日期	
平安汇通	杭州万通邦信（未来科技城）	人民币	20000.00	20000.00	2014.8.12-2015.8.11	保证、抵押
对外担保合计	--	--	20000.00	20000.00	--	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司获得银行授信额度 89 亿元，已使用额度为 41.70 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（编号：G1011010800971030C），截至 2015 年 7 月 15 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及宏观经济及行业环境的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期计划发行中期票据 15.20 亿元，分别占 2015 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 53.33%和 23.39%，对公司现有债务影响较大。

截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别 70.95%和 64.40%。以 2015 年 3 月底财务数据为基础，不考虑其他因素，本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升为 73.93%和 68.77%，公司债务负担进一步上升。

2. 本期中期票据偿债能力分析

2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 8.51 亿元、9.03 亿元和 2.99 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 0.56 倍、0.59 倍和 0.20 倍，

对本期中期票据保障程度较弱；经营活动现金流入量分别为 39.96 亿元、43.29 亿元和 26.97 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 2.63 倍、2.85 倍和 1.77 倍；经营活动现金流量净额分别为 5.56 亿元、-5.46 亿元和 -11.83 亿元，分别为本期中期票据发行额度的 0.37 倍、-0.36 倍和 -0.78 倍；公司 EBITDA 对本期中期票据保障程度较弱，经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度较弱。

总体看，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障程度较弱。

十、结论

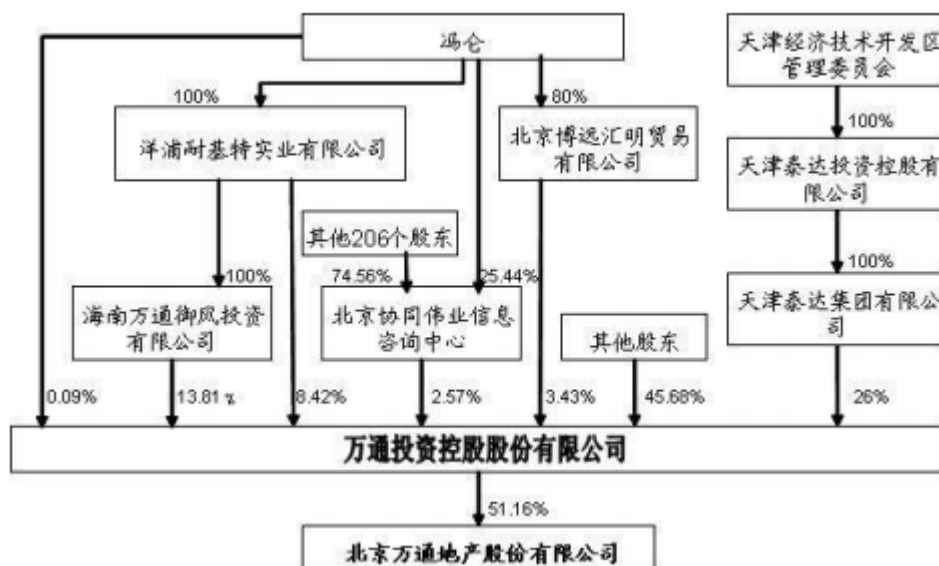
公司业务分为商品住宅开发销售以及商业物业出租两大板块。近几年，公司不断加大商业物业投入力度，力求实现住宅产品销售与商业物业运营并重的业态结构。由于公司商业物业尚处于投入期以及房地产行业环境对公司中高端住宅销售影响较大，近几年公司房地产销售规模呈下滑趋势，收入及利润规模持续下降。但公司产品品质及品牌认可度高，房地产销售价格波动上升，产品盈利水平较高。同时，公司运营商业物业均位于北京 CBD 核心区，租金收入持续上升，且未来 1-2 年，天津万通中心、上海万通中心等在建物业将陆续投入运营，有望带动公司现金流及收入的持续增长。公司土地储备规模较大，股东的土地一级开发业务也可为公司提供大规模的项目来源，公司未来业务持续性较有保障。

公司资产规模快速增长，结构以流动资产为主；投资性房地产地理位置优越，采用成本法计量，增值潜力大；存货占比较大，且以中高档住宅为主，变现能力受行业及政策因素影响。公司债务规模持续扩张，债务负担上升，但随着商业物业投资即将收尾，未来债务指标有望改善。

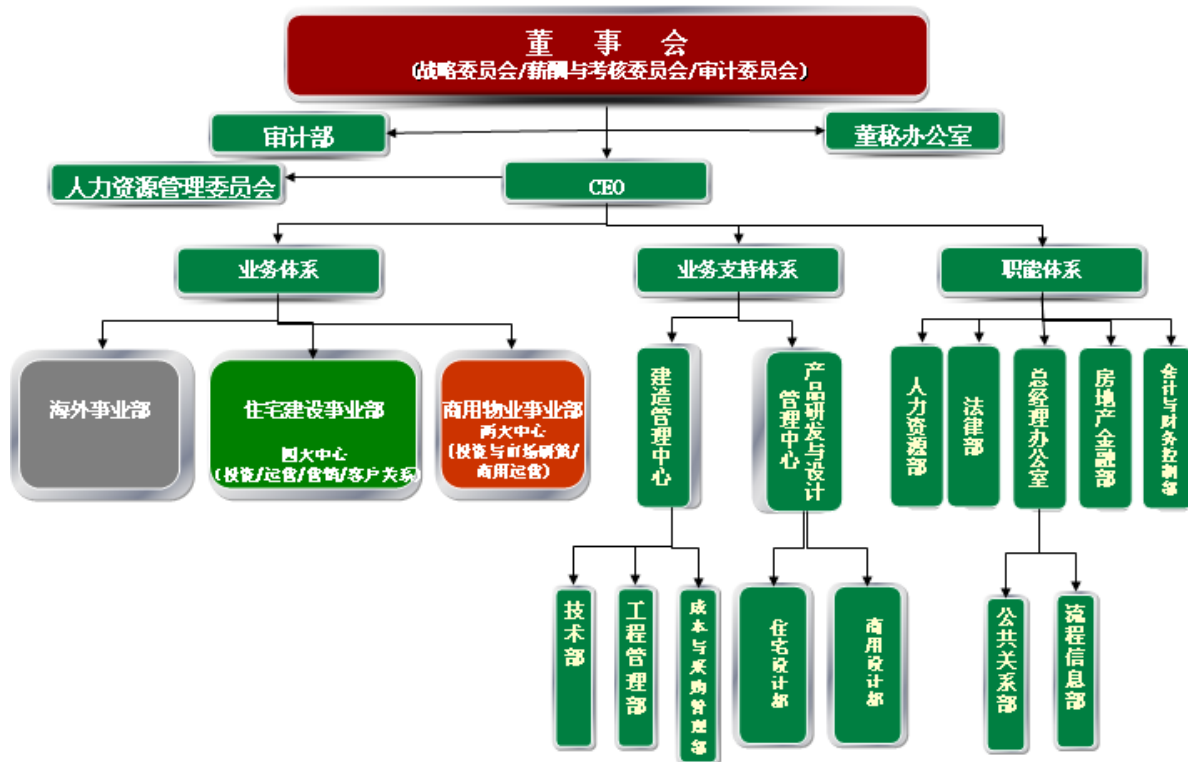
本期中期票据的发行对公司现有债务影响

较大，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期中期票据覆盖程度尚可，考虑到公司 2015 年下半年房地产项目集中入市及商业地产陆续投入使用，公司现金流状况将有所好转。结合公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力分析，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	17.38	23.22	15.55	7.29
资产总额(亿元)	107.46	119.26	142.31	133.20
所有者权益(亿元)	40.25	42.06	38.12	38.69
短期债务(亿元)	11.92	15.71	41.32	41.49
长期债务(亿元)	21.93	26.76	28.60	28.50
全部债务(亿元)	33.85	42.47	69.92	64.99
营业收入(亿元)	40.71	32.99	19.12	6.19
利润总额(亿元)	6.89	6.88	1.38	0.88
EBITDA(亿元)	8.51	9.03	2.99	--
经营性净现金流(亿元)	5.56	-5.46	-11.83	-1.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	353.99	83.95	29.16	--
存货周转次数(次)	0.57	0.38	0.17	--
总资产周转次数(次)	0.37	0.29	0.15	--
现金收入比(%)	82.84	78.97	79.12	50.05
营业利润率(%)	22.25	24.69	20.84	29.62
总资本收益率(%)	8.00	8.12	2.24	--
净资产收益率(%)	11.82	12.05	2.56	--
长期债务资本化比率(%)	35.23	38.88	42.86	42.42
全部债务资本化比率(%)	45.68	50.24	64.71	64.40
资产负债率(%)	62.54	64.73	73.21	70.95
流动比率(%)	177.58	185.73	170.06	181.17
速动比率(%)	67.86	65.41	34.73	26.93
经营现金流动负债比(%)	13.43	-10.90	-15.81	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.85	2.18	0.54	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.98	4.70	23.42	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.63	2.85	1.77	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.37	-0.36	-0.78	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.56	0.59	0.20	--

注：1、公司 2015 年第一季度财务数据未经审计；2、公司长期应付款为子公司向其他单位有息借款，其他非流动负债中部分为信托借款，本报告将上述有息债务调整至相关债务指标核算。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	营业利润/营业收入×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 北京万通地产股份有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

北京万通地产股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。北京万通地产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，北京万通地产股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京万通地产股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京万通地产股份有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如北京万通地产股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送北京万通地产股份有限公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司
二零一五年八月十二日

