跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1708 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持北京万通地产股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望由稳定调整为负面，并维持“15京万通MTN001”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十五日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

北京万通地产股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：负面
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 京万通 MTN001	15.20 亿元	2015/12/09-2020/12/09	AA	AA

评级时间：2016 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.22	15.55	15.19	10.52
资产总额(亿元)	119.26	142.31	136.68	133.10
所有者权益(亿元)	42.06	38.12	31.94	32.00
长期债务(亿元)	22.87	28.59	45.71	45.62
全部债务(亿元)	42.41	69.91	74.71	77.11
营业收入(亿元)	32.99	19.12	26.19	3.06
利润总额(亿元)	6.88	1.38	-5.15	0.27
EBITDA(亿元)	9.03	2.99	-2.85	--
经营性净现金流(亿元)	-5.46	-11.83	0.24	0.30
营业利润率(%)	24.69	20.84	19.70	42.27
净资产收益率(%)	12.05	2.56	-18.44	--
资产负债率(%)	64.73	73.21	76.63	75.96
全部债务资本化比率(%)	50.20	64.71	70.05	70.68
流动比率(%)	185.73	170.06	211.47	218.76
全部债务/EBITDA(倍)	4.69	23.42	-26.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	0.54	-0.45	--
经营现金流动负债比	-10.90	-15.81	0.41	--

注：1、2016 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

景 雪　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

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；商业物业地理位置优越，运营情况良好；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，跟踪期内公司由于计提存货减值准备导致账面亏损；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；公司目前土地储备地块区域集中度高；2015 年公司无新增项目储备等因素对其经营及发展带来的不利影响。

未来，由于公司定向增发事项将带来的公司实际控制人变化，公司业态格局及经营战略均存在一定不确定性。同时跟踪期内，公司计提大额资产减值准备导致账面亏损。

综合考虑，联合资信评估有限公司维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面，维持“15 京万通 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1．公司奉行“绿色公司战略”，具备较高产品品质及品牌认可度。

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租金收入及现金流。

关注

1．公司定向增发事项正在进行中，未来公司控股股东和实际控制人将发生变化，该事项对公司业态格局、经营方针等方面形成一定不确定性。

2．跟踪期内，公司因计提杭州项目存货减值准备出现亏损。

3．公司库存以商业及高端别墅为主，去化周期相对较长。

4．跟踪期内，公司 EBITDA 和经营性现金净流量对存续期内中期票据保障能力较弱。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；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、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于北京万通地产股份有限公司主体长期信用及“15 京万通 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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2016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、住宅销售中心、人力资源部、资金管理中心、财务管理中心、总经理办公室、市场推广中心等多个部门及中心。截至2016年3月底，公司拥有直接控股的子公司35家。

截至2015年底，公司（合并）资产总额136.68亿元，所有者权益31.94亿元（含少数股东权益2.72亿元）；2015年公司实现营业收入26.19亿元，利润总额-5.15亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额133.10亿元，所有者权益32.00亿元（含少数股东权益2.73亿元）；2016年1～3月公司实现营业收入3.06亿元，利润总额0.27亿元。

公司注册地址：北京市海淀区农大南路1号院9号楼5层501-551；法定代表人：李虹。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，经济运行保持在合理区间，结构调整取得积极进展，发展新动能加快成长，人民生活进一步改善。初步核算，全年国内生产总值 67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。创新驱动发展战略持续推进，互联网与各行业加速融合，新兴产业快速增长。大众创业、万众创新蓬勃发展，全年新登记注册企业增长 21.6%，平均每天新增 1.2 万户。2015 年底，中国城镇登记失业率 4.1%，较 2014 年底略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业 1312 万人，完成城镇新增就业 1000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5%以内的目标。国居民人均可支配收入实际增长 7.4%，快于经济增速。去年末居民储蓄存款余额增长 8.5%，新增 4 万多亿元。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售稳定增长，固定资产投资继续增速下行，进出口大幅回落。社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%。固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增

长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%）。全年进出口总额值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%。

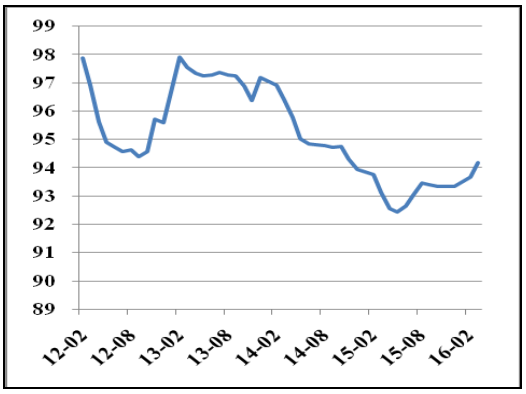
2015 年，中国继续实施积极的财政政策。我国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年底，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。截至 2015 年底，社会融资规模存量为 138.1 万亿元，同比增长 12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。2016 年是中国“十三五”开局之年，李克强总理的政府工作报告指出，2016 年发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 6.5%~7%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成 本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业与区域环境分析

2014 年的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；中央政策以“稳”为主，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。进入 2015 年，在延续上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，房地产开工面积增速和投资增速低位徘徊，全国市场区域分化严重；但受益于利好政策逐步出台，地产市场缓慢回暖，考虑到前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求的不足，市场景气度的大幅回升仍有一定压力。

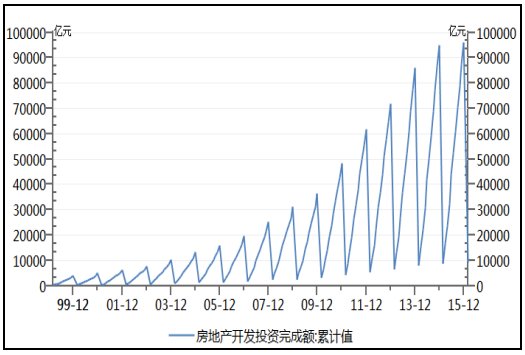
图 1　2012 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

房地产投资：2014 年，全国房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年回落 9.3 个百分点，创近五年新低；其中住宅投资 6.4 万亿元，同比增长 9.2%（较上年回落 10.2 个百分点），商业营业用房和办公楼投资增速分别为 20.1%和 21.3%（分别较上年回落 8.2 个和 16.9 个百分点）。2015 年，开发投资增速进一步回落，全年房地产开发投资 9.60 万亿元，同比增长 1.0%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 0.4%。

图 2　房地产开发投资完成额



资料来源：Wind 资讯

房屋开工/竣工面积：新开工面积增速持续下降，2014 年为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中住宅新开工 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%。2015 年，全国房屋新开工面积 15.4 亿平方米，同比下降 14.0%，其中住宅新开工面积 10.7 亿平方米，同比下降 14.6%。

房地产销售：受政策因素影响，销售增速呈现先降后升。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%，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（10.5 亿平方米）同比下降 9.1%，销售额（6.2 万亿元）同比下降 7.8%，办公楼的销售面积和销售额同比分别下降 13.4%和 21.4%（2498 万平方米和 2944 亿元），商业营业用房的销售面积和销售额同比分别增长 7.2%和 7.6%（9075 万平方米和 8906 亿元）。2015 年，受益利好政策的刺激，地产销售呈温和回暖，70 个大中城市房价同比上涨城市个数增加，房地产贷款稳步上升，全国商品房销售面积为 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，销售额为 8.73 万亿元，同比增长 14.4%。

2016 年 1~2 月，全年房地产开发投资 9051.79 亿元，同比增长 3.00%，其中住宅投资 6027.52 亿元；房屋施工面积 60.35 亿平方米，同比增长 5.90%，其中住宅施工面积 41.46 亿平方米；房屋新开工面积 1.56 亿平方米，同比增长 9.70%；竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 28.90%。销售方面，2016 年 1~2 年，全国商品房销售额 8576.81 亿元，同比增长 43.60%。相关政策的出台刺激了购房需求，一定程度减缓三、四线城市库存高企的压力，2016 年以来，中国房地产市场延续回暖趋势。

2. 房地产供求与信贷环境

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 年底增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

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。2014 年 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。

2015 年，中国房地产市场区域分化仍较为严重，整体仍呈现供大于求，库存升至历史高位。其中，一线城市仍房价畸高，部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩、库存较高，房价承压。同期的土地成交市场偏弱，全国房地产开发企业土地购置面积为 22811 万平方米，同比下降 31.70%，降幅扩大；土地成交价款为 7622 亿元，同比下降 23.9%。分季度看，随着销售好转，2~4 季度土地购置面积降幅逐步小幅收窄，全年土地投资呈现出前低后高的走势。

近年来，房地产贷款稳步上升，保障房信贷支持力度加大：2014 年，房地产贷款余额 17.37 万亿元，同比增长 18.9%，无论是开发型还是消费型房地产贷款均呈上升态势。2015 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 21.0 万亿元，同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.6 万亿元，较上年增加 8434 亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年末，全国保障性住房开发贷款余额为 1.8 万亿元，同比增长 59.5%（增速提升 2.3 个百分点）；全年新增 6761.3 亿元，占同期房产开发贷款增量的 92.7%，较上年提高 37.7 个百分点。

3. 政策环境

2015 年，国家进一步导向稳增长、调结构，积极聚焦于促消费，鼓励自住和改善性需求。2015 年 2 月 5 日，中国人民银行普降金融机构存款准备金率并有针对性地实施定向降准措施。2015 年 3 月 1 日起，央行年内首次降息 0.25 个百分点。2015 年 3 月 30 日，央行、住建部、银监会联合下发《中国人民银行住房城乡建设部中国银行业监督管理委员会关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，发布了二套首付降为 40%，首套房公积金贷款首付降为 20%，二套房公积金贷款首付降为 30%，财政部、国税总局将个人出售住房免征营业税由 5 年调整为 2 年以上。2015 年 4 月 20 日起，央行再次下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，降准之后，购房者申请房贷的限制更为宽松。2015 年 5 月 11 日起，央行再次下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整，这一调整使商业房贷利率调整到了 5.65%，住房公积金贷款利率调整到 3.75%。2015 年以来，多次降息降准，提振了市场信心。2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。

2016 年以来，财政部及央行等相关部门继续出台了系列房地产行业扶持新政。2 月 2 日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会发布《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》，通知明确，在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为 25%，各地可向下浮动 5 个百分点。2 月 19 日，财政部

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》，明确对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1%的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 2%的税率征收契税。营业税方面，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征营业税。

总体看，2015 年以来房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年3月底，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。

2. 企业规模

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 2015 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。跟踪期内，受商业物业实现收入及公司去库存的销售策略影响，公司营业收入同比大幅增长。但受公司计提杭州地区存货减值准备影响，公司利润总额由正转负，2015 年分别为 26.19 亿元和-5.15 亿元。

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，2015 年公司房屋施工面积 49.85 万平方米，销售面积 12.69 万平方米，签约额 15.83 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。公司在建商业物业项目将于 2016 年底集中交付运营，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。

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。

六、管理分析

2015 年 9 月 9 日，公司前财务总监徐晓阳

因个人原因辞职。公司新任财务总监为石莹。

石莹，1977 年生，中国非执业注册会计师，高级经济师，毕业于首都经济贸易大学，管理学硕士学位。2002~2003 年就职于普华永道中天会计师事务所，任审计师；2003 年加入公司，历任战略与金融部副总经理，资本管理部总经理，会计与财务控制部总经理，现任公司财务总监。

2015 年 9 月，公司新增两位副总经理。

白牧，男 ，1965 年 1 月生，毕业于北京农业工程大学，获工学学士学位。香港大学建筑学院，获理学硕士学位。曾于 2001 年任北京先锋置业股份有限公司客服部经理，2005 年任北京京伯房地产开发有限公司销售部经理，2006 年任北京盛世兴和房地产经纪有限公司销售管理中心总监、总经理助理。2014 年 6 月任公司住宅事业部总经理，现任首席客户官。

翟力，男，1967 年 9 月生，1986 年就读于人民大学中文系现代汉语专业，获国家首批广告媒体从业人员资格证书。曾于 1989 年任海润国际广告公司营业部经理，1993 年任北京电影制片厂银熊制作公司副总经理，1996 年任北京达人文化传播中心副总经理，1999 年日本电通广告公司（中国）营业部部长，2000 年任上海开麦拉传媒集团副总经理兼北京公司总经理，2006 年任北京盛世兴和房地产经纪有限公司副总经理。2014 年 9 月任公司首席市场官。

跟踪期内，公司其他高管人员、管理体制和管理制度无重大变动。

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。跟踪期内，公司收入结构仍以商品住宅开发收入为主。受房地产销售收入增长拉动，公司营业收入同比大幅增长，2015 年公司主营业务收入为 26.13 亿元，同比增长 39.36%。其中，房地产销售收入为 24.26 亿元，占主营业务收入的 92.85%；物业出租收入为 1.87 亿元，占主营业务收入的比重 7.15%。2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 3.05 亿元，占 2015 年全年的 11.67%，同比下降 50.73%。其中，房地产销售收入 2.61 亿元，占 85.54%，物业出租收入 0.44 亿元，占 14.46%。

毛利率方面，2015 年公司主营业务毛利率为 30.12%。房地产销售业务毛利率为 26.60%，较 2014 年上升 3.82 个百分点；物业出租业务毛利率为 75.82%，同比上升 1.23 个百分点。2016 年 1~3 月公司整体毛利率大幅上升至 55.82%，主要系公司北京天竺新新家园项目销售集中结转所致。

表 1 公司主营业务收入及毛利率情况 （单位：万元，%）

分行业	2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	309799.72	95.02	36.25	169630.85	90.48	22.78
物业出租	16232.81	4.98	72.18	17837.92	9.52	74.59
主营业务合计	**326032.53**	**100.00**	**38.04**	**187468.77**	**100.00**	**27.71**
分行业	**2015 年**			**2016 年 1-3 月**		
	收入	**占比**	**毛利率**	**收入**	**占比**	**毛利率**
房地产销售	242576.24	92.85	26.60	26081.18	85.54	53.07
物业出租	18685.21	7.15	75.82	4409.14	14.46	72.09
主营业务合计	261261.46	**100.00**	**30.12**	30490.33	**100.00**	**55.82**

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，公司具备一定的产品品质及品牌认可度。

区域分布方面，2015 年公司房地产开发业务以北京地区、天津地区为主，以上两地区的销售收入同比均大幅增长，川渝和华东区域大幅下降。2016 年 1~3 月房地产开发业务以北京地区为主。

表 2 公司房地产销售收入区域分布情况

（单位：亿元）

区域	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
北京地区	16.53	1.43	9.67	2.20
香河地区	0.13	0.12	0.92	0.34
天津地区	5.19	7.40	12.49	--
川渝地区	9.13	1.38	0.18	0.03
华东区域	0.00	6.64	1.00	0.04
合计	**30.98**	**16.96**	**24.26**	**2.61**

资料来源：公司提供

房地产开发规模方面，跟踪期内，公司大部分项目已完工导致房屋施工面积持续减少，2015 年为 49.85 万平方米；新开工面积由 2014 年的 21.01 万平方米下降至 11.50 万平方米，竣工面积由 2014 年的 29.06 万平方米下降至 20.98 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，2015 年，公司房地产销售面积及销售金额均有所增长，但销售价格同比有所下降，主要系公司怀柔项目回迁拉低整体均价。跟踪期内，公司项目结算规模增长，公司房屋结算面积及结算金额均有所增长。

2016 年 1~3 月，公司房屋施工面积为 29.55 万平方米，为 2015 年的 59.28%；2016 年一季度无新开工面积，竣工面积 13.06 万平方米；合同销售面积 2.87 万平方米，为 2015 年的 22.62%；合同销售金额 4.68 亿元，为 2015 年的 29.57%。2016 年 1~3 月公司有部分储备项目达到销售状态，房屋销售面积有所增长。

表 3 公司房地产开发板块主要指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
房屋施工面积（万平方米）	79.36	63.20	49.85	29.55
其中：新开工面积（万平方米）	19.15	21.01	11.50	--
房屋竣工面积（万平方米）	35.80	29.06	20.98	13.06
合同销售面积（万平方米）	20.95	7.26	12.69	2.87
合同销售金额（亿元）	31.40	11.18	15.83	4.68
平均销售价格（元/平方米）	14987.83	15402.40	12471.00	16299.00
房屋结算面积（万平方米）	25.80	12.87	13.83	1.14
房屋结算金额（亿元）	30.98	16.96	24.26	2.29

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 2016年3月底，公司房地产开发项目剩余可售面积49.14万平方米，其中香河运河国际城二期项目计划于2016年4月开始销售，其余项目均在售。

表 4 截至 2016 年 3 月底公司房地产开发项目开发及销售情况 （单位：亿元，万平方米，元/平方米）

主要项目		预计总投资	截至 2016 年 3 月底已完成投资	可售总面积	截至 2016 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（逸墅）	4.50	4.20	5.03	5.00	0.03	已竣工	2012.3	20000.00

	北京龙山新新小镇（苏园）	0.60	0.60	0.73	0.73	0.00	已竣工	2013.8	--
	怀柔新新家园（杨家园）	15.00	12.50	11.50	3.15	8.35	在建	2015.12	26800.00
	北京天竺新新家园（顺义）	31.84	27.87	30.21	23.15	7.06	已竣工	2015.12	36000.00
	北京新城国际	32.76	32.71	39.12	35.61	3.51	已竣工	2008 年	50000.00
	香河运河国际城（A、B 区）	12.35	8.82	13.06	6.67	6.39	已竣工	2016.4	10000.00
天津	天津上游国际	19.37	19.23	27.71	27.60	0.11	已竣工	2005 年	18500.00
	天津上北新新家园	18.68	18.62	38.42	38.42	0.00	已竣工	2007 年	--
	天津新城国际	24.95	24.95	46.78	46.28	0.50	已竣工	2005 年	6000.00
	天津万通华府	16.56	14.95	13.60	13.46	0.14	已竣工	2008.2	18200.00
	天津万通生态城新新家园	12.03	10.91	12.70	12.66	0.05	已竣工	2010.11	14000.00
	天津金府国际	8.87	8.04	13.44	8.40	5.04	已竣工	2010.12	6700.00
	天津新新逸墅	12.96	7.27	10.20	3.47	1.32	一期已完工	2013.12	17500.00
成都	成都红墙国际	5.40	5.40	6.48	6.19	0.29	已竣工	2009 年	10600.00
	成都金牛新都会	10.17	10.20	16.24	14.70	1.54	已竣工	2010 年	7300.00
杭州	杭州万通中心	19.36	15.78	9.38	2.90	6.48	已竣工	2012.9	24200.00
	杭州上园国际	15.59	12.05	8.27	0.00	8.27	在建	2016.4	14000.00
合计		**260.98**	**234.10**	**302.93**	**248.40**	**49.14**	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2016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125.20亿元，截至2016年3月底已累计完成投资102.41亿元，未来仍需投资23.09亿元。公司未来三年投资计划中，2016年4~12月拟投资14.62亿元，有一定资金需求压力。公司未来储备项目有香河运河国际生态城一期、二期和天津中新生态城，合计待开发土地面积为56.85万平方米。

表 5　截至 2016 年 3 月底公司在建项目投资计划　（单位：亿元）

项目名称	项目工期	总投资	截至 2016 年 3 月底已投资金额	未来三年拟投资金额			
				2016（4-12）	2017	2018	2019
北京	北京天竺新新家园	31.84	27.87	3.20	0.53	0.24	0.00
	香河运河国际城（A、B 区）	12.35	8.82	2.03	1.30	0.20	0.00
	怀柔杨家园	15.00	12.50	2.20	0.20	0.10	0.00
天津	天津万通华府	16.56	14.95	0.81	0.80	0.00	0.00
	天津万通生态城新新家园	12.03	10.91	1.01	0.11	0.00	0.00
	天津金府国际	8.87	8.04	0.75	0.05	0.03	0.00
	天津新新逸墅	12.96	7.27	1.42	2.24	2.03	0.00
杭州	杭州上园国际	15.59	12.05	3.20	0.27	0.00	0.00
合计		**125.20**	**102.41**	**14.62**	**5.50**	**2.60**	**0.00**

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，跟踪期内，公司销售规模、结算收入规模有所增长；公司目前房地产开发项目

剩余可售面积约为 49.14 万平方米，以目前结转规模看，库存去化周期约为 3.6 年。考虑到公司目前在建及储备项目较少，公司未来收入将产生一定波动性。

土地储备

新增土地储备方面，跟踪期内公司无新增土地储备。

截至2016年3月底，公司账面土地总建筑面积合计91.26万平方米，尚未开发土地储备合计59.60万平方米，主要集中在香河地区和天津。

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；跟踪期内，公司无新拿地。

表 6　截至 2016 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）	已开发面积（平方米）	尚未开发面积（平方米）
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	284598.00	68557.00
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	--	220917.00
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	--	101200.00
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	32043.00	57539.00
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	--	12512.00
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	--	48499.00
新新逸墅二期	天津	2013 年 9 月	86747.00	1.47	出让	--	86747.00
合计		--	**912612.00**	**6.51**	--	**316641.00**	**595971.00**

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

跟踪期内，公司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2016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，产品类型为5A写字楼及商业配套，2015年出租率达99.00%，租金为294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，2015年出租率为88.25%，较2014年下降7.95个百分点，但租金收入较2014年有所增长主要系租金标准增长所致。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 7　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）	2015 年租金标准（元/月/平米）	出租率（%）			租金收入（万元）		
				2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
北京万通中心 D 座(写字	2009	35111.46	294.00	100.00	95.00	99.00	9912.77	10782.39	11239.00

楼）									
北京万通中心 D 座（车位）	2009	18948.42	22.19	79.00	85.00	85.00	398.23	431.55	429.00
北京逸兰国际公寓	2008	14152.54	252.00	96.00	96.20	88.25	4133.10	4213.10	4277.00
亚历山大会所	2009	5256.33	183.00	100.00	100.00	100.00	729.39	1152.00	1152.00
逸兰会所（自营）	2009	1727.75	--	--	--	--	514.38	518.52	548.00

资料来源：公司提供

公司在建商业物业项目包括：天津万通中心、上海万通中心项目，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2016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，产品类型为办公楼及配套，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2016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。

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 8　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 2016 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	8.75	8.07	2012.10	主体封顶	138633.71	2016 年 10 月
上海万通中心（公司持股 50%，已并表）	185000.00	8.20	5.55	2012.9	结构封顶	148902.28	2016 年 12 月

资料来源：公司提供

2．经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数为 47.19 次；存货周转次数为 0.18 次；总资产周转次数为 0.19 次。总体看，公司整体经营效率一般。

总体看，跟踪期内，公司主营业务有所回升，但在开发房地产项目及土地储备较弱，同时考虑到公司定增事项完成后可能带来的公司经营业务、策略和管理人员方面发生的变动，联合资信将持续密切关注。

八、重大事项

1. 公司非公开发行股票

2016年6月14日，公司发布公告称：公司收

到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《关于核准北京万通地产股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2016】876号），该批复核准公司非公开发行不超过837209303股新股，发行对象为嘉华控股、海富通资管拟成立的海富通-福瑞通达1号专项资产管理计划，拟募集资金总额不超过360000万元。以公司2016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30.30%，嘉华控股持股35.66%，其他股东持股34.04%。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。截至本报告出具之日，公司定增事项仍在办理中，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. 2015年度计提存货跌价准备

2015年，杭州房地产市场出现量价双涨，大型房地产商竞争激烈等特点。2015年四季度，公司杭州两个项目所在区域市场库存量仍在上升、去库存压力持续加大。

杭州万通中心项目为写字楼和酒店式公寓。公司考虑到项目所在区域的市场现状、主要竞争对手的销售情况，主动下调售价导致可变现净值低于账面价值，按照会计准则相关规定，公司对杭州万通中心项目计提存货跌价准备1.40亿元。

杭州上园国际项目共9栋高层住宅，建筑面积11.50万平方米，截至2015年底，项目尚未完工。由于周边竞品楼盘销售均价低于公司成本，公司作出降低售价、缩短去库存周期、快速回笼资金的策略，导致杭州上园国际项目住宅的可变现净值低于账面价值4.70亿元，按照会计准则相关规定，公司对杭州上园国际项目计提存货跌价准备4.70亿元。

以上两项目共计提存货跌价准备6.10亿元。

3. 资产出售情况

根据2016年6月28日，公司《出售资产公告》，公司董事会通过交易议案，该议案将以3.02亿元的对价将公司所持有的杭州万通杭昀置业有限公司（以下简称“万通杭昀”）100%股权转让给浙江万科南都房地产有限公司。万通杭昀目前开发杭州上园国际项目，目前尚未产生收入。根据2016年7月12日公司《2016年第二次临时股东大会决议公告》，股东大会通过本次交易议案。

九、财务分析

公司提供的2013～2015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2016年第一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2015年公司新纳入合并范围子公司2家，分别为新成立全资子公司新新教育和万通新新文化，以上两家子公司均因尚未达到缴纳注册资本的期限，公司尚未实缴注册资本；不再纳入合并范围内的子公司3家（公司转让佳成宁远100%股权，注销子公司Capital Link Asia Investment Pte. Ltd和Green Housing Investment Pte. Ltd）。截至2015年底，公司合并范围内拥有子公司34家，上述合并子公司资产及净资产规模相对较小，合并范围变化对公司影响不大，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额136.68亿元，所有者权益31.94亿元（含少数股东权益2.72亿元）；2015年公司实现营业收入26.19亿元，利润总额-5.15亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额133.10亿元，所有者权益32.00亿元（含少数股东权益2.73亿元）；2016年1～3月公司实现营业收入3.06亿元，利润总额0.27亿元。

1. 盈利能力

2015年公司实现营业收入26.19亿元，同

比增长 37.00%；同期，公司营业成本为 18.29 亿元，同比增长 34.70%。由于公司销售增长导致土地增值税同比大幅增长至 2.74 亿元。公司营业利润率为 19.70%，同比减少 1.14 个百分点。

期间费用方面，2015 年，期间费用为 4.21 亿元，同比增长 2.06%，其中销售费用 0.86 亿元，同比下降 37.71%；管理费用 1.48 亿元，同比下降 15.57%；财务费用 1.87 亿元，同比增长 87.96%。2015 年，公司期间费用率为 16.06%，较 2014 年下降 5.50 个百分点，仍对利润造成较大侵蚀。

非经常性损益方面，公司参股或控股多家子公司。2015 年，公司投资净收益为-158.63 万元，投资净收益下降主要系由于按照权益法确认部分合营、联营企业亏损所致。2015 年，公司资产减值损失为 6.10 亿元，主要系因杭州地区房地产市场价格下降，公司计提杭州上园国际项目 4.70 亿元，杭州万通中心项目 1.39 亿元存货跌价准备所致。

2015 年，公司营业外收入为 885.75 万元，同比大幅下降，主要系公司收到地方财政给予的补助下降所致；同期，公司营业外支出为 756.89 万元，主要为滞纳金、对外捐赠和违约金及赔偿金等支出。

跟踪期内，公司受计提存货跌价损失影响出现亏损，利润总额快速下降至-5.15 亿元；同期公司净利润为-5.89 亿元。

盈利指标方面，2015 年，公司营业利润率 19.70%，同比下降 1.14 个百分点。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均由正转负，分别为-3.71%和-18.44%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.06 亿元，同比下降 50.55%，占 2015 年全年营业收入的 11.69%，主要系受 2016 年一季度国内房地产市场区域分化持续凸显所致；营业利润率 42.27%，较 2015 年上升 22.57 个百分点；2016 年 1~3 月，公司分别实现营业利润和利润总额 0.28 亿元和 0.27 亿元，其中，营业利润同比下降 68.34%，利润总额同比下降 68.90%，主要系 2016 年 1~3 月公司营业收入大幅下降所致。

总体看，2015 年，在房地产区域分化现象凸显、公司计提存货减值准备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。2016 年一季度公司收入、利润规模和盈利能力持续弱化。

2．现金流分析

经营活动方面，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，为 0.24 亿元。

经营活动现金流入方面，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 14.66 亿元，同比下降 3.06%；2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金为 8.49 亿元，同比下降 28.36%，主要为收到关联单位的往来款；2015 年，公司经营活动现金流入 23.15 亿元，同比下降 14.18%。经营活动现金流出方面，2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 10.86 亿元，同比下降 38.98%；2015 年，公司支付其他与经营活动有关的现金为 8.65 亿元，同比下降 34.17%；2015 年，公司经营活动现金流出为 22.91 亿元，同比下降 40.97%。从收入现金实现质量来看，2015 年，公司现金收入比为 55.98%，较 2014 年下降 23.14 个百分点，公司现金实现质量较弱，主要是由于公司后续销售乏力所致。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额由负转正，为 1.06 亿元，主要系公司投资活动现金流入和流出规模均大幅下降所致。公司投资活动现金流入 2.82 亿元。2015 年，公司投资活动现金流出为 1.76 亿元，同比下降 75.48%。

筹资活动方面，2015 年，公司筹资活动现金流入为 35.33 亿元，同比下降 0.37%，主要来自取得借款收到的现金以及发行中期票据收到的现金；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，2015 年分别为 30.07 亿元和 6.15 亿元。2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.90 亿元，主要系偿还债务支付的现金大幅增长所致。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.30 亿元；公司投资活动现金流出以取得子公司支付的现金为主，公司投资活动现金流表现为净流出 1.23 亿元；筹资活动现金净流出 3.75 亿元。

总体来看，公司跟踪期内经营现金流净额由负转正，但规模较小，公司外部筹资依然保持较大规模。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 136.68 亿元，同比下降 3.96%，其中流动资产占 90.40%，非流动资产占 9.60%。跟踪期内公司资产仍以流动资产为主，流动资产占比持续上升。

截至 2015 年底，公司流动资产为 123.55 亿元，同比下降 2.94%。从流动资产构成上看，与 2014 年基本保持一致，主要由货币资金（占 12.30%）、预付款项（占 5.39%）、其他应收款（占 1.54%）和存货（占 80.31%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 15.19 亿元，同比下降 2.28%，其中银行存款 15.12 亿元。公司受限货币资金 0.22 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。

截至 2015 年底，公司预付款为 6.66 亿元，同比下降 2.58%，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 31.00%，1~2 年占比为 2.00%，2~3 年占比为 6.00%，3 年以上占比为 61.00%。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 1.90 亿元，同比增长 13.71%，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，2015 年底公司其他应收款以三年以上账龄为主，占 44.14%，1 年以内占 23.09%，1~2 年占 12.62%，2~3 年占 20.15%。公司其他应收款共计提坏账准备 0.14 亿元，计提比例为 7.00%。

表 10　2015 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.	5198.19	三至五年	25
北京金通港房地产开发有限公司	2979.08	一至三年	15
杭州万通邦信置业有限公司	1200.00	一年以内	6
三亚中体万通奥林匹克置业有限公司	1000.92	三年以上	5
天津市土地管理局	1000.00	三年以上	5
合计	**11378.19**	**--**	**56**

资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司存货为 99.23 亿元，同比下降 2.04%。其中开发成本账面价值占存货 63.87%、开发产品占 36.13%。截至 2015 年底，公司计提的存货跌价准备为 6.09 亿元，主要系杭州地区房地产市场竞争激烈，公司进行去库存的销售策略，下调销售价格导致可变现净值低于账面价值，故计提杭州上园国际项目 4.70 亿元、杭州万通中心项目 1.39 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 13.13 亿元，同比下降 12.56%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 2.44%）、长期股权投资（占 34.58%）、投资性房地产（占 51.51%）、固定资产（占 2.09%）和递延所得税资产（占 8.82%）构成。可供出售金融资产为零，主要系公司计提三亚中体万通资产减值准备所致。长期应收款为 0.32 亿元，同比下降 68.00%。公司长期股权投资为 4.54 亿元，同比下降 11.48%，主要系合营、联营公司出现亏损所致。投资性房地产为 6.76 亿元，同比下降 3.51%，主要系公司计提折旧、摊销所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 133.10 亿元，较 2015 年底下降 2.62%，主要系公司货币资金下降所致。公司资产总额中流动资产占 90.21%，非流动资产占 9.79%，资产

构成较 2015 年底变化不大。

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 年底，公司（合并口径）以资产抵押方式获得借款余额为 38.70 亿元，被抵押资产账面价值总和 61.97 亿元，占其资产总额的 45.34%。

截至 2015 年底，公司所有者权益为 31.94 亿元，同比下降 16.21%，主要系公司亏损导致未分配利润的下降所致。截至 2015 年底，公司所有者权益中股本占 38.09%、资本公积占 25.84%、盈余公积占 5.32%、未分配利润占 22.21%、少数股东权益占 8.52%。公司所有者权益稳定性有所减弱。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 32.00 亿元，较 2015 年底增长 0.16%，所有者权益结构与上年底基本一致。

截至 2015 年底，公司负债总额为 104.74 亿元，同比增长 0.53%。截至 2015 年底，公司负债总额中流动负债占 55.78%，非流动负债占 46.32%。公司负债结构以流动负债为主，但其占比有所下降。

截至 2015 年底，公司流动负债为 58.43 亿元，同比下降 21.95%，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致。公司短期借款为 13.44 亿元，同比增长 0.88%。公司应付账款为 13.68 亿元，同比下降 10.87%，主要系公司支付应付工程款所致。公司预收款项为 6.90 亿元，同比下降 29.59%，系公司大部分项目已经竣工待售，部分当期销售直接确认收入所致。公司应交税费为 4.09 亿元，同比增长 37.64%，主要系应交土地增值税增长所致。公司其他应付款为 3.69 亿元，同比下降 18.11%。

公司一年内到期的非流动负债为 11.40 亿元，同比下降 53.63%，主要为一年内到期的长期借款 7.40 亿元和一年内到期的其他非流动负债（集合信托计划）4.00 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 46.31 亿元，同比增长 57.91%，主要系公司长期借款增加和 2015 年发行中期票据产生的应付债券所致。公司长期借款为 30.65 亿元，同比增长 7.17%。公司应付债券为 15.06 亿元，为公司于 2015 年 12 月 7 日发行 15.20 亿元中期票据（“15 京万通 MTN001”）。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 101.11 亿元，较 2015 年底增长 0.53%。截至 2016 年 3 月底，公司短期借款 12.93 亿元；预收款项 9.29 亿元，较上年增长 34.72%，主要系公司天竺、香河和天津新新逸墅项目销售所致；应付账款 10.08 亿元；一年内到期的非流动负债 9.40 亿元，较上年下降 17.54%。截至 2016 年 3 月底，公司负债总额中流动负债占 54.29%，非流动负债占 45.71%，公司负债结构仍以流动负债为主，与 2015 年基本保持一致。

2015 年，公司有息债务为 74.71 亿元，同比增长 6.86%。从债务结构看，2015 年以长期债务为主。长期债务占比为 61.19%，短期债务占比为 38.81%。2015 年公司有息债务增长，主要系公司长期借款增加所致。

债务指标方面，2015 年，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 76.63%、70.05%和 58.87%，同比分别上升 3.42、5.34、16.01 个百分点。公司债务负担有所上升。

截至 2016 年 3 月底，公司有息债务总额 77.11 亿元，较 2015 年底略有增长。从债务结构上看，短期债务占 40.84%，长期债务占 59.16%。2016 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 75.96%、70.68%和 58.78%，公司债务负担较 2015 年底略有增长。

总体来看，跟踪期内，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．偿债能力

从短期偿债能力看，2013～2015 年，公司流动比率波动增长，分别为 185.73%、170.06%和 211.47%；公司速动比率波动下降，分别为 65.41%、34.73%和 41.63%。2013~2015 年，公司经营现金流动负债比分别为-10.90%、-15.81%和 0.41%。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 9.03 亿元、2.99 亿元和-2.85 亿元；全部债务/EBITDA 分别为 4.69 倍、23.42 倍和-26.21 倍；EBITDA 利息倍数分别为 2.18 倍、0.54 倍和-0.45 倍。公司长期偿债指标较低，考虑到公司 2016 年下半年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 2016 年 3 月底，公司对外担保合计 3.00 亿元，担保比率 9.38%。担保比率较低，或有负债风险一般。

表 10　截至 2016 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	30000.00	30000.00	2015.11~2017.11	保证、抵押
合计	--	--	**30000.00**	**30000.00**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 6 月底，公司获得银行授信额度 45.29 亿元，已使用额度为 33.85 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

5．存续期内债券偿债能力分析

截至目前，公司待偿还债券本金总额15.20亿元（“15京万通MTN001”）。2015年公司EBITDA为-2.85亿元，对待偿还债券无保障能力，经营活动现金流入量为23.15亿元，为待偿还债券本金总额的1.52倍。经营活动现金流入量对存续期债券有一定保护能力。

6．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2016 年 6 月 16 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。

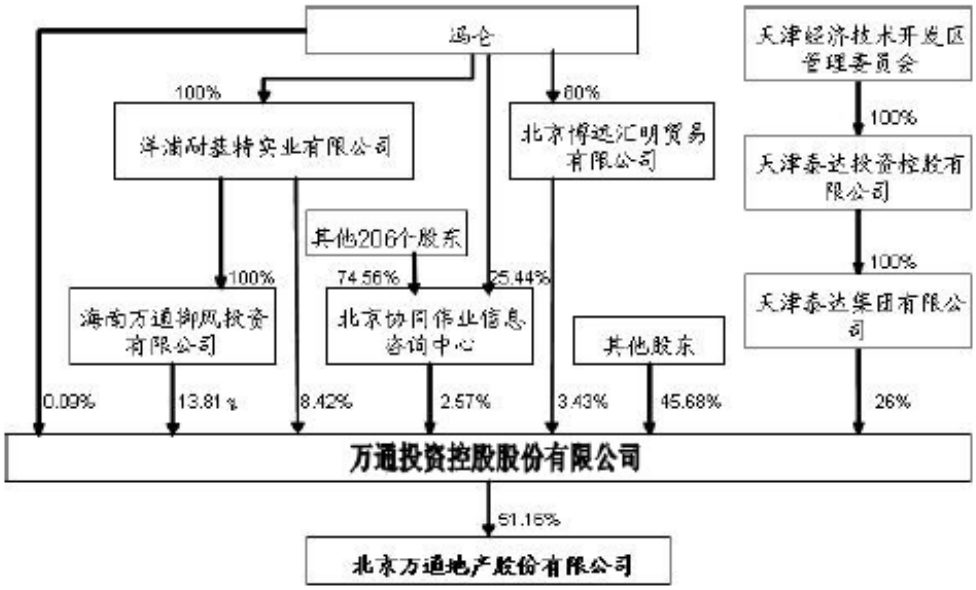
7．抗风险能力

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。

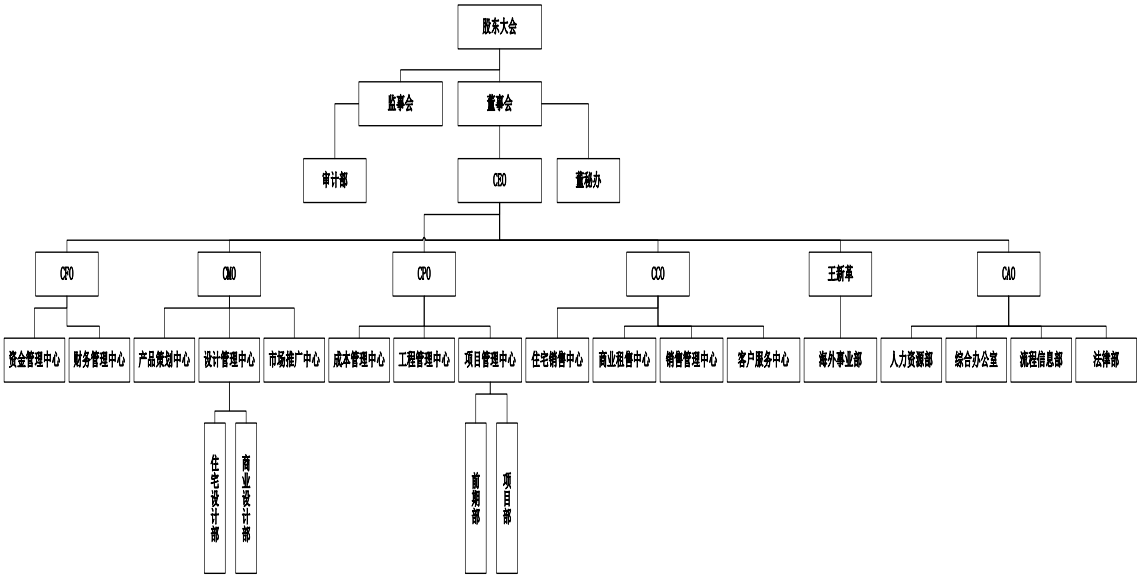
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望由稳定调整为负面，并维持“15京万通MTN001” AA的信用等级。

附件 1-1　截至 2015 年底公司股权结构图



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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.22	15.55	15.19	10.52
资产总额(亿元)	119.26	142.31	136.68	133.10
所有者权益(亿元)	42.06	38.12	31.94	32.00
短期债务(亿元)	19.54	41.32	28.99	31.49
长期债务(亿元)	22.87	28.59	45.71	45.62
全部债务(亿元)	42.41	69.91	74.71	77.11
营业收入(亿元)	32.99	19.12	26.19	3.06
利润总额(亿元)	6.88	1.38	-5.15	0.27
EBITDA(亿元)	9.03	2.99	-2.85	--
经营性净现金流(亿元)	-5.46	-11.83	0.24	0.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	83.95	29.16	47.19	--
存货周转次数(次)	0.38	0.17	0.18	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.15	0.19	--
现金收入比(%)	78.97	79.12	55.98	177.53
营业利润率(%)	24.69	20.84	19.70	42.27
总资本收益率(%)	8.12	2.24	-3.71	--
净资产收益率(%)	12.05	2.56	-18.44	--
长期债务资本化比率(%)	35.22	42.85	58.87	58.78
全部债务资本化比率(%)	50.20	64.71	70.05	70.68
资产负债率(%)	64.73	73.21	76.63	75.96
流动比率(%)	185.73	170.06	211.47	218.76
速动比率(%)	65.41	34.73	41.63	36.97
经营现金流动负债比(%)	-10.90	-15.81	0.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	0.54	-0.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.69	23.42	-26.21	--

注：1、公司 2016 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	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%

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　主体长期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，银行间债券市场主体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

中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。