# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 937 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，评级展望由负面调整为稳定，并维持“15京万通MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零十七年六月二十六日

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跟踪评级报告

## 主体长期信用

| | | | |
|---|---|---|---|
| 跟踪评级结果：AA | | 评级展望： | 稳定 |
| 上次评级结果：AA | | 评级展望： | 负面 |

## 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 |

注：含第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权

**评级时间：**2017 年 6 月 26 日

## 财务数据

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 15.55 | 15.19 | 33.87 | 33.57 |
| 资产总额(亿元) | 142.31 | 136.68 | 142.01 | 138.78 |
| 所有者权益(亿元) | 38.12 | 31.94 | 68.53 | 69.28 |
| 短期债务 | 41.32 | 28.99 | 0.40 | 0.40 |
| 长期债务(亿元) | 28.59 | 45.71 | 37.33 | 36.52 |
| 全部债务(亿元) | 69.91 | 74.71 | 37.73 | 36.92 |
| 营业收入(亿元) | 19.12 | 26.19 | 23.36 | 6.81 |
| 利润总额(亿元) | 1.38 | -5.15 | 1.83 | 1.22 |
| EBITDA(亿元) | 2.99 | -2.85 | 4.65 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -11.83 | 0.24 | 13.23 | 0.53 |
| 营业利润率(%) | 20.84 | 19.70 | 19.93 | 29.49 |
| 净资产收益率(%) | 2.56 | -18.44 | 1.40 | -- |
| 资产负债率(%) | 73.21 | 76.63 | 51.74 | 50.08 |
| 全部债务资本化比率(%) | 64.71 | 70.05 | 35.51 | 34.77 |
| 流动比率(%) | 170.06 | 211.47 | 363.64 | 339.83 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 23.42 | -26.21 | 1.07 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.54 | -0.45 | 1.07 | -- |
| 经营现金流动负债比 | -15.81 | 0.41 | 8.11 | -- |

注：2017 年第一季度财务数据未经审计。

## 分析师

王兴萍　尹金泽

**邮箱：**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）
**网址：** 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。同时联合资信关注到，公司目前土地储备地块区域集中度高；受房地产行业景气波动影响较大，公司近年来盈利能力有所波动。

跟踪期内，公司营业利润由负转正，且预收款项大幅增长，对未来经营业绩形成一定支撑；随着非公开发行股票的完成和到期债务的偿还，公司债务负担下降明显；天津万通中心和上海万通中心将于 2017 年投入运营，预计将会给公司带来稳定的现金流和盈利补充。

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，评级展望由负面调整为稳定，并维持“15 京万通 MTN001”的信用等级为 AA。

## 优势

1．公司开发产品具备较高品质及品牌认可度。
2．公司商业物业地理位置优越，即将进入集中运营期，有望为公司带来稳定增长的租金收入及现金流。
3．跟踪期内，公司资本实力增强，有息债务规模下降明显，债务负担大幅减轻。

## 关注

1．公司受房地产行业景气度波动影响较大，近年来盈利能力有所波动。
2．公司开发产品以中高端产品为主，去化周期相对较长。

# 声 明

一、本报告引用的资料主要由北京万通地产股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些材料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

一、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该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，未因该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。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

# 北京万通地产股份有限公司跟踪评级报告

## 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2017年3月底，公司注册资本20.54亿元，由嘉华东方控股（集团）有限公司（以下简称“嘉华控股”）持股35.66%，为公司控股股东。公司实际控制人为王忆会。

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年底，公司（合并）资产总额142.01亿元，所有者权益68.53亿元（含少数股东权益2.58亿元）；2016年公司实现营业收入23.36亿元，利润总额1.83亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额138.78亿元，所有者权益69.28亿元（含少数股东权益2.57亿元）；2017年1～3月公司实现营业收入6.81亿元，利润总额1.22亿元。

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、募集资金使用情况

“15 京万通 MTN001”期限 3+2 年(含第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权)，募集资金 15.2 亿元，用于普通商品住房建设及补充流动资金。截至目前，上述募集资金全部按募集资金规划使用并按时付息（跟踪期内付息时间：2016/12/9）。

## 四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快

扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，

2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

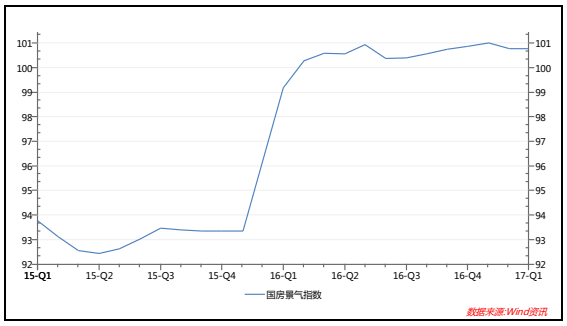
## 五、行业与区域环境分析

1. 房地产行业

（1）行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1　2015 年以来国房景气指数




资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资 10.26 万亿元，同比增长 6.90%；其中住宅投资 6.46 万亿元，同比增长 6.40%。全国房屋新开工面积 16.69 亿平方米，同比增长 8.38%，其中住宅新开工面积 11.59 亿平方米，同比增长 8.32%。

房地产销售方面，2016 年销售增速呈现先升后降的态势。2016 年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016 年 10 月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016 年全年商品房销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.41%，共实现销售额 11.76 万亿元，同比增长 34.80%。销售面积和销售金额均创历史新高。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2016 年百城住宅价格累计上涨 18.71%，较 2015 年全年扩大 14.56 个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12 月百城均价环比涨幅分别收窄 1.18 个、0.13 个和 0.21 个百分点。

分类来看，与 2015 年全年相比，2016 年一线城市商品房销售面积与 2015 年基本持平，但价格涨幅持续扩大，代表城市 1-11 月房价累计涨幅达 22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市 1-11 月房价累计涨幅 13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市 2016 年 1~11 月房价累计增长 10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

（2）土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016 年全国 300 个城市共推出各类用地 18.2 亿平方米，同比下降 11.0%，降幅较 2015 年收窄 7.8 个百分点，整体仍处于较低水平。2016 年全国 300 个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交 15.0 亿平方米，同比下降 5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金 2.9 万亿元，同比增长 30.3%。2016 年全国 300 个城市 2016 年各类用地成交楼面均价为 1904 元/平方米，同比上涨 38.7%，平均溢价率为 43.13%，较 2015 年提高 26.91 个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016 年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的 14.92%、29.09%和 16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015 年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）同比增长 21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款 3.60 万亿元，较上年增加 0.84 万亿元，占各项贷款新增额的 30.6%，较上年有所扩大。2016 年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为 26.68 万亿元，同比增长 27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款 5.67 万亿元，较上年增加 2.07 万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至 2015 年底，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）。截至 2016 年底，全国保障性住房开发贷款余额为 2.52 万亿元，同比增长 38.30%，增速有所回落。进入 2017 年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

（3）政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于 70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有

18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

（4）行业竞争

2016 年，销售额超过百亿元的房企达到 131 家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016 年百强房企的市场占有率为 40.8%，销售额增速为 52.5%，行业集中度加速提升，而其中 top30 的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016 年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。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。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。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。

## 六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017年3月底，公司注册资本20.54亿元，嘉华控股持股35.66%，为公司控股股东。公司实际控制人为王忆会。

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。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、杭州等地。2016 年公司房地产销售和物业出租分别实现收入 21.75 亿元和 1.58 亿元。

近几年公司不断加大商业物业投资力度，调整业态结构以适应市场变化，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。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司实际控制人发生变化但高管人员、管理体制和管理制度等暂无重大变动。

## 八、重大事项

2016 年 6 月，公司完成非公开发行股票 837209302 股，发行价格 4.30 元/股，发行对象为嘉华控股和富诚海富通-福瑞通达 1 号专项资产管理计划，二者分别认购 732558141 股和 104651161 股。

根据普华永道2016年8月3日出具的《普华永道中天验字（2016）第338号验资报告》，本次非公开发行实际募集资金金额为35.57亿元，募集资金用于偿还公司贷款和部分房地产项目开发。

本次非公开发行前，由万通控股持有

51.16%公司股权，其他股东持有48.84%，万通控股为公司的控股股东，冯仑为公司实际控制人；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%，公司控股股东变更为嘉华控股，实际控制人变更为王忆会。

嘉华控股注册地为北京市怀柔区杨宋镇凤翔东大街 9 号 A 座 5279 室，法定代表人为王忆会。截至目前，嘉华控股注册资本 1.93 亿元，股权结构为：王忆会 82%、岳山 10%和程维 8%。目前嘉华控股通过控股、参股等多种形式已发展成为拥有地产开发、体育产业、科技、现代农业、节能环保、会展服务、矿业投资等业务板块的多元化企业集团，其中，地产开发板块以建设“新城市功能区”为业务核心，主要涉及土地一级开发及装修业务。本次收购万通股权完成后，嘉华控股及其实际控制人王忆会承诺将万通地产作为嘉华控股/王忆会及嘉华控股/王忆会全资、控股或其他具有实际控制权的企业所属房地产开发业务的相关资产的最终整合的唯一平台。

## 九、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。2016 年公司主营业务收入为 23.33 亿元，同比下降 10.72%。其中，房地产销售收入为 21.75 亿元，占主营业务收入的比重为 93.23%；物业出租收入为 1.58 亿元，占主营业务收入的比重为 6.77%。2017 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 6.81 亿元，同比增长 122.44%，主要是达到结转收入条件的项目较去年同期增加所致。其中，房地产销售收入 6.43 亿元，占 94.42%；物业出租收入 0.38 亿元，占 5.58%。

毛利率方面，2016 年公司主营业务毛利率为 34.38%，同比上升 4.26 个百分点。其中，房地产销售业务毛利率为 31.28%，同比上升 4.68 个百分点；物业出租业务毛利率为 77.38%，同比上升 1.56 个百分点。2017 年 1~3 月公司整体毛利率 50.34%，较 2016 年上升 15.96 个百分点，其中房地产业务毛利率为 43.91%，较 2016 年上升 12.63 个百分点，主要系营业收入和营业成本结算周期差异所致（部分营业成本先于营业收入进行结转）；物业板块毛利率为 68.49%，较 2016 年下降 8.89 个百分点。

表 1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

| 分行业 | 2014 年 | | | 2015 年 | | | 2016 年 | | | 2017 年 1-3 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 房地产销售 | 16.96 | 90.48 | 22.78 | 24.26 | 92.85 | 26.60 | 21.75 | 93.23 | 31.28 | 6.43 | 94.42 | 43.91 |
| 物业出租 | 1.78 | 9.52 | 74.59 | 1.87 | 7.15 | 75.82 | 1.58 | 6.77 | 77.38 | 0.38 | 0.58 | 68.49 |
| **主营业务合计** | **18.74** | **100.00** | **27.71** | **26.13** | **100.00** | **30.12** | **23.33** | **100.00** | **34.38** | **6.81** | **100.00** | **50.34** |

资料来源：公司提供

（1） 房地产开发

目前，公司房地产开发业务以中高档住宅产品的自主开发及销售为主，经营范围主要集中在京津冀、上海、杭州、成都等一线和部分二线城市。公司开发建设的“新新家园”系列（如北京天竺新新家园、龙山新新家园、天津新新逸墅）以改善性联排别墅和改善性洋房为主；此外，公司还形成了“国际系列”、“华府系列”、“公馆系列”等高端住宅品牌和以“万通中心”为核心的商用物业品牌。

区域分布方面，公司房地产开发业务以北京地区、天津地区为主，2016 年以上两地区的销

售收入同比均大幅增长，合计占比达 98.57%。川渝和华东区域销售收入占比很低。2017 年 1~3 房地产销售收入 6.81 亿元，北京地区、天津地区销售收入占比 99.07%。

表 2　公司房地产销售收入区域分布情况(单位: 亿元)

| 区域 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 1-3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 北京地区（含香河） | 1.55 | 10.59 | 14.38 | 5.51 |
| 天津地区 | 7.40 | 12.49 | 7.06 | 0.86 |
| 川渝地区 | 1.38 | 0.18 | 0.20 | 0.00 |
| 华东区域 | 6.64 | 1.00 | 0.11 | 0.06 |
| **合计** | **16.96** | **24.26** | **21.75** | **6.43** |

资料来源：公司提供

房地产开发规模方面，跟踪期内，借助 2016 年房地产市场回暖的时机，公司加快房地产开发节奏，全年房屋施工面积和新开工面积较 2015 年都有所上升。2016 年公司房屋施工面积和新开工面积分别为 65.37 万平方米和 18.36 万平方米，同比增长 31.13%和 59.65%；合同销售面积和合同销售金额分别为 26.57 万平方米和 43.44 亿元，同比增长 109.38%和 174.42%；2016 公司房地产平均销售价格为 16956.00 元/平方米，同比增长 31.10%。

2017 年 1~3 月，公司无新开工面积，房屋施工面积为 56.02 万平方米；房屋竣工面积 9.35 万平方米，占 2016 年全年的 71.59%，竣工面积规模相对较大；房地产平均销售价格较 2016 年变化不大。

表 3　公司房地产开发板块主要指标

| 项目 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 1~3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 房屋施工面积（万平方米） | 63.20 | 49.85 | 65.37 | 56.02 |
| 其中：新开工面积（万平方米） | 21.01 | 11.50 | 18.36 | 0.00 |
| 房屋竣工面积（万平方米） | 29.06 | 20.98 | 13.06 | 9.35 |
| 合同销售面积（万平方米） | 7.26 | 12.69 | 26.57 | 3.00 |
| 合同销售金额（亿元） | 11.18 | 15.83 | 43.44 | 5.09 |
| 平均销售价格（元/平方米） | 15402.40 | 12471.00 | 16350.00 | 16956.00 |
| 房屋结算面积（万平方米） | 12.87 | 13.83 | 14.58 | 3.56 |
| 房屋结算金额（亿元） | 16.96 | 24.26 | 21.75 | 6.43 |

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，公司房地产主要开发项目如下表所示，目前在售项目主要为住宅项目，以中高档产品为主，去化周期相对较长。截至2017年3月底，公司房地产开发项目剩余可售面积39.78万平方米，主要集中在北京、香河、天津和杭州地区，区域位置较好。联合资信关注到，公司部分在售项目竣工时间较早，存在一定去化压力。

表 4　截至 2017 年 3 月底公司房地产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 | | 业态 | 预计总投资 | 截至 2017 年 3 月底已完成投资 | 可售总面积 | 截至 2017 年 3 月底累计销售面积 | 剩余可售面积 | 工程进度 | 预售/销售时间 | 预计销售均价 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 北京 | 北京龙山新新小镇（逸墅） | 联排别墅 | 4.50 | 4.20 | 5.03 | 5.00 | 0.03 | 已竣工 | 尾盘在售 | 18728.00 |
| | 北京龙山新新小镇（苏园） | 商业 | 0.60 | 0.60 | 0.73 | 0.73 | 0.03 | 已竣工 | 尾盘在售 | 21400.00 |
| | 怀柔新新家园（杨家园） | 普通住宅 | 16.54 | 14.13 | 11.50 | 6.09 | 5.41 | 在建 | 2015.12 | 26800.00 |
| | 北京天竺新新家园（顺义） | 联排别墅 | 32.02 | 29.29 | 30.21 | 26.19 | 4.02 | 已竣工 | 2016.4 | 44000.00 |
| | 北京新城国际 | 高档住宅 | 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、D 区） | 联排别墅/花园洋房 | 16.53 | 10.78 | 15.12 | 12.22 | 2.90 | A、B 已竣工,D 在建 | 2017.5 | 22000.00 |
| 天津 | 天津上游国际 | 普通住宅 | 20.81 | 20.73 | 27.71 | 27.60 | 0.11 | 已竣工 | 2005 年 | 18500.00 |

| | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 天津上北新新家园 | 普通住宅 | 18.68 | 18.66 | 38.32 | 38.32 | 0.00 | 已竣工 | 2007 年 | -- |
| | 天津新城国际 | 普通住宅 | 24.95 | 24.95 | 46.78 | 46.28 | 0.50 | 已竣工 | 2005 年 | 6000.00 |
| | 天津万通华府 | 普通住宅 | 18.20 | 16.88 | 13.60 | 13.60 | 0.00 | 已竣工 | 2008.2 | -- |
| | 天津万通生态城新新家园 | 普通住宅 | 12.09 | 11.21 | 12.70 | 12.70 | 0.00 | 已竣工 | 2010.11 | -- |
| | 天津金府国际 | 住宅/商业 | 8.87 | 8.41 | 13.44 | 10.70 | 2.74 | 已竣工 | 2010.12 | 9500.00 |
| | 天津新新逸墅 | 联排别墅/洋房 | 13.32 | 7.61 | 4.80 | 4.66 | 0.10 | 一期已竣工，二期在建 | 2013.12 | 一期 18000.00 |
| 成都 | 成都红墙国际 | 综合 | 5.40 | 5.40 | 6.48 | 6.20 | 0.28 | 已竣工 | 2009 年 | 10600.00 |
| | 成都金牛新都会 | 综合 | 10.17 | 10.20 | 16.24 | 14.78 | 1.46 | 已竣工 | 2010 年 | 7300.00 |
| 杭州 | 杭州万通中心 | 写字楼/住宅 | 19.36 | 15.78 | 9.38 | 2.92 | 6.46 | 已竣工 | 2012.9 | 24800.00 |
| | 杭州时尚公馆 | 综合 | 20.00 | 11.75 | 20.07 | 7.84 | 12.23 | 在建 | 2016.1 | 住宅 25000.00 公寓 17000.00 |
| **合计** | | -- | **274.80** | **243.29** | **311.23** | **271.44** | **39.78** | -- | -- | -- |

资料来源：公司提供

截至2017年3月底，公司未来尚需投资的房地产开发项目包括：怀柔新新家园、北京天竺新新家园、香河运河国际城、天津万通华府、天津新新逸墅、杭州万通中心和杭州时尚公馆等，总建筑面积340.83万平方米，预计尚需投资31.51亿元，公司未来有一定资金需求压力。

跟踪期内，公司无新增土地储备。截至2017年3月底，公司储备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，获取成本较低。

总体看，由于公司房地产开发项目主要系北京、天津、杭州等一二线城市的中高端住宅产品，跟踪期内，公司销售规模和销售金额增长幅度较大；公司目前房地产开发项目剩余可售面积约为 39.78 万平方米，以 2014~2016 年公司平均销售速度看，库存去化周期约为 2.56 年。考虑到房地产行业易受国家调控政策影响，公司未来收入存在一定不确定性。

表 5　截至 2017 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

公司已运营物业主要为北京万通中心D座，为自持物业。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，近年来出租率、租金水平和租金收入基本保持稳定，2016年公司主要出租物业实现总收入1.46亿元（不含公司部分开发项目等零星底商的出租收入），同比有所下降，主要是北京逸兰国际公寓合同于2016年6月30日到期后未继续运营所致。

2017年，公司即将投入运营的物业有天津万通中心和上海万通中心，均为自持。其中，天津万通中心已经竣工，已于2016年底开始招商；上海万通中心正在进行分项验收。

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。

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8.09万平方米，可出租面积6.77万平方米。

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，目前北京万通中心采用成本法计量，具有较大升值潜力；2017年，天津万通中心和上海万通中心即将投入运营，预计将为公司带来稳定的租金收入和现金流。

表 6 公司已运营主要出租物业基本情况

| 项目名称 | 投入运营时间 | 可出租面积（$m^2$） | 2016 年租金标准（元/月/平米） | 出租率（%） | | | 租金收入（万元） | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 |
| 北京万通中心 D 座(写字楼) | 2009 | 35111.46 | 294.00 | 95.00 | 99.00 | 99.00 | 10782.39 | 11239.00 | 11322.00 |
| 北京万通中心 D 座（车位） | 2009 | 18948.42 | 1500/1600 元/月/个 | 85.00 | 85.00 | 68.00 | 431.55 | 429.00 | 340.00 |
| 北京逸兰国际公寓 | 2008 | 14152.54 | 271.00 | 96.20 | 88.25 | -- | 4213.10 | 4277.00 | 1478.00 |
| 亚历山大会所 | 2009 | 5256.33 | 182.64 | 100.00 | 100.00 | 100.00 | 1152.00 | 1152.00 | 1115.00 |
| 逸兰会所(自营) | 2009 | 1727.75 | -- | -- | -- | -- | 518.52 | 548.00 | 386.37 |

资料来源：公司提供
注：逸兰会所为公司子公司北京万置房地产开发有限公司运营，非对外出租物业；逸兰国际公寓合同于 2016 年 6 月 30 日到期；天津万通中心已于 2016 年底开始招租，目前暂无租金和出租率数据。

表 7 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 2017 年 3 月底已完成投资 | 预计投入运营时间 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 上海万通中心（公司持股 50%，已并表） | 189203.59 | 8.09 | 6.77 | 2012.9 | 分项验收 | 165650.61 | 2017.6 |

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数为 71.30 次；存货周转次数为 0.17 次；总资产周转次数为 0.17 次。总体看，公司存货周转和总资产周

转速度较慢，整体经营效率偏低。

3. 未来发展

未来公司将围绕新型城镇化的发展机遇，坚持区域优先、区域聚焦，深耕京津冀，并以高科技、服务业、金融业与房地产的组合，实现房地产业务发展模式的转型升级，打造新城市化下的新万通，形成与品牌影响力相匹配的规模，追求较快速度下的规模化连续增长之路，逐步实现外延型发展与内涵型增长并举，实现主业由“第二产业”向房地产金融服务型的“第三产业”的转型升级。

2017 年，公司坚持区域优先、区域聚焦，深耕京津冀，以“稳增长”为目标，深化结构调整，实现公司平稳健康发展。全年公司计划新开工 2 个项目，分别为河北香河运河国际生态城一期 15.79 万平方米、河北香河运河国际生态城二期 27.43 万平方米；计划竣工 3 个项目，分别为万通怀柔新新家园 9.66 万平方米、天津万通中心 9.36 万平方米、上海万通中心 8.15 万平方米。

## 十、财务分析

公司提供了 2015～2016 年财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）和德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）分别对公司 2015 年和 2016 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留的审计意见。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2016 年，因处置子公司而不再纳入合并范围内的子公司 2 家（杭州万通杭昀置业有限公司和深圳市万通英睿资产管理有限公司）；因注销子公司而不纳入合并范围内的子公司一家（天津万通佳成置业有限公司）。截至 2016 年底，公司合并范围内拥有子公司 33 家，总体看，合并范围变化对公司影响不大，财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司（合并）资产总额142.01亿元，所有者权益68.53亿元（含少数股东权益2.58亿元）；2016年公司实现营业收入23.36亿元，利润总额1.83亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额138.78亿元，所有者权益69.28亿元（含少数股东权益2.57亿元）；2017年1～3月公司实现营业收入6.81亿元，利润总额1.22亿元。

1. 资产及债务结构

截至 2016 年底，公司资产总额为 142.01 亿元，同比增长 3.90%，其中流动资产占 91.22%，非流动资产占 8.78%。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 2016 年底，公司流动资产为 129.54 亿元，同比增长 4.84%。流动资产主要由货币资金和存货组成，分别占比 26.15%和 66.94%，其次为预付款项（占比 3.85%）和其他应收款（占比 1.66%）。

截至 2016 年底，公司货币资金为 33.87 亿元，同比增长 122.94%，增长来自于由于非公开发行股票的募集资金和销售增长带来的资金流入。受到限制的货币资金共计 2.18 亿元，主要是按揭贷款保证金、农民工保证金和按照北京、天津等地相关监管规定近期内暂时无法使用的存入商品房预售资金监管专用账户的资金。

截至 2016 年底，公司存货账面价值 86.71 亿元，其中房地产开发成本账面价值 56.58 亿元；房地产开发产品账面价值 30.13 亿元，累计计提跌价准备 2.30 亿元，主要来自于“天津万通金府国际”项目、“杭州万通中心”项目（2015 年计提跌价准备 1.40 亿元）和“天津新城•国际”项目（2016 年计提减值准备 0.18 亿元），2016 年公司转回或转销跌价准备 0.08 亿元。

表 8　截至 2016 年底房地产开发成本明细

| 项目名称 | 开工时间 | 预计竣工时间 | 预计总投资额(千元) | 账面余额（元） |
|---|---|---|---|---|
| 上海万通中心 | 2012 年 9 月 | 2017 年 3 月 | 1892036 | 1687202408.47 |
| 天津万通中心 | 2011 年 3 月 | 2017 年 1 月 | 1640194 | 1640193782.74 |
| 怀柔万通新新家园 | 2013 年 11 月 | 2017 年 10 月 | 1654557 | 1548670265.24 |
| 香河运河国际生态城 | 2013 年 5 月 | 2018 年 5 月 | 1139358 | 514846177.11 |
| 天津万通新新逸墅二期 | 2013 年 11 月 | 2019 年 5 月 | 1331917 | 267284584.72 |
| **合计** | -- | -- | **7658062** | **5658197218.28** |

资料来源：公司审计报告

表 9 截至 2016 年底房地产开发产品明细

| 项目名称 | 竣工时间 | 账面余额（元） |
|---|---|---|
| 杭州万通中心 | 2014 年 9 月 | 1351838367.57 |
| 北京天竺新新家园 | 2015 年 12 月 | 647104542.71 |
| 天津万通新新逸墅一期 | 2015 年 11 月 | 43656990.18 |
| 天津万通金府国际 | 2014 年 11 月 | 303393410.19 |
| 香河运河国际生态城 | 2014 年 9 月 | 370720869.60 |
| 天津万通华府 | 2015 年 11 月 | 56496142.44 |
| 成都金牛新都会 | 2013 年 9 月 | 91151549.58 |
| 天津新城•国际 | 2010 年 9 月 | 61782415.18 |
| 天津上游国际 | 2011 年 10 月 | 60344508.81 |
| 北京新城•国际 | 2008 年 3 月 | 143290697.07 |
| 怀柔万通新新家园 | 2015 年 10 月 | 36572750.71 |
| 成都红墙国际 | 2012 年 10 月 | 22882495.70 |
| 北京万通中心地下车库 | 2009 年 1 月 | 18008520.00 |
| 天津生态城新新家园 | 2014 年 11 月 | 1651587.27 |
| 新新小镇 | 2008 年 8 月 | 13810879.00 |
| 天津上北新新家园 | 2011 年 10 月 | 11647466.95 |
| 新新小镇•逸墅 | 2013 年 12 月 | 8174897.23 |
| **合计** | -- | **3242528090.19** |

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司预付款项 4.99 亿元，同比下降 25.14%，其中账龄在 1 年以内占比为 8.04%，1~2 年占比为 2.15%，2~3 年占比为 0.36%，3 年以上占比为 89.45%。账龄超过一年的预付款主要为预付征地补偿款、拆迁款，由于相关项目进度而尚未结转的款项。

截至 2016 年底，其他应收款账面价值 2.15 亿元，共计提还账准备 0.15 亿元，计提比例 6.98%。其中按照单项金额重大并单项计提坏账准备 0.10 亿元（为全额计提三亚中体万通奥林匹克置业有限公司的应收款）；其次是按照余额百分比法计提组合减值准备 0.05 亿元，计提比例 2.20%，计提比例偏低，存在一定的减值风险。公司其他应收款的款项性质主要为应收往来款（占比 72.59%），应收股权转让款（占比 13.10%）和押金保证金（占比 11.91%）。

表 10　2016 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. | 5553.14 | 一年以内<br>三年以上 | 24.12 |
| 浙江万科南都房地产有限公司 | 3015.25 | 一年以内 | 13.10 |
| 北京金通港房地产开发有限公司 | 3018.24 | 一年以内<br>一至四年 | 13.11 |
| 三亚中体万通奥林匹克置业有限公司 | 1000.92 | 三年以上 | 4.35 |
| 天津市土地管理局 | 1000.00 | 三年以上 | 4.34 |
| **合计** | **11378.19** | -- | **59.02** |

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司非流动资产为 12.47 亿元，同比下降 4.99%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 35.00%）、投资性房地产（占 45.01%）、固定资产（占 4.61%）和递延所得税资产（占 14.00%）构成。

截至 2016 年底，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。

截至 2016 年底，公司投资性房地产为 6.76 亿元，采用成本法计量，同比下降 3.51%，主要系公司计提折旧、摊销所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 138.78 亿元，其中流动资产占 79.46%，非流动资产占 20.54%，非流动资产占比提高 11.76 个百分点，主要是天津万通中心竣工自存货转

入投资性房地产所致。

截至 2016 年底，公司受限资产为 39.75 亿元，主要是用于借款抵押的存货和投资性房地产，受限资产占总资产的比例为 27.99%。

截至 2016 年底，公司所有者权益为 68.53 亿元，同比增加 114.54%，主要系公司非公开发行股票融入资金所致。截至 2016 年底，公司所有者权益中股本占 29.97%、资本公积占 51.76%、盈余公积占 2.48%、未分配利润占 11.96%、少数股东权益占 3.76%。公司所有者权益稳定性较好。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 69.28 亿元，较 2016 年底变化不大，所有者权益结构与上年底基本一致。

截至 2016 年底，公司负债总额为 73.47 亿元，同比减少 29.85%。其中流动负债占 48.48%，非流动负债占 51.52%。与 2015 年底相比，公司负债结构以流动负债为主变为以非流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 35.62 亿元，同比下降 39.03%，主要系短期借款、其他流动负债和一年内到期的非流动负债大幅下降所致。流动负债主要由应付账款（占比 32.91%）、预收账款（占比 39.23%）、应交税费（占比 19.12%）和其他应付款（占比 5.81%）构成。

截至 2016 年底，由于偿还到期借款，公司短期借款由 2015 年底的 13.44 亿元下降为零，其他流动负债由 2015 年底的 4.16 亿元（中融国富契约基金）下降为零，一年内到期的非流动负债，由 2015 年底的 11.40 亿元（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 4.00 亿元）下降至 0.40 亿元（1 年内到期的长期借款）。

截至 2016 年底，公司应付账款为 11.72 亿元，同比下降 14.32%，主要为未付及暂估的项目工程款。

截至 2016 年底，公司预收款项为 13.97 亿元，同比增长 102.60%，由预收售楼款 13.86 亿元和预收租金 0.11 亿元构成。

截至 2016 年底，公司应交税费为 6.81 亿元，同比增长 66.49%，主要是应交土地增值税增长所致。

截至 2016 年底，公司其他应付款为 2.07 亿元，同比下降 43.88%，主要为收取的定金、押金、保证金和经营性资金往来款。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 37.85 亿元，同比下降 18.26%，主要系公司长期借款减少所致。

截至 2016 年底，公司长期借款为 22.24 亿元，同比下降 27.44%，全部为抵押借款，抵押物为存货和投资性房地产。

截至 2016 年底，公司应付债券为 15.08 亿元，为公司于 2015 年发行的期限 5 年的中期票据。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 69.50 亿元，较 2016 年底下降 5.41%。，其中流动负债占 46.69%，非流动负债占 53.31%，公司负债结构较 2016 年底变化不大。

有息债务方面，截至 2016 年底，公司有息债务为 37.73 亿元，同比下降 49.50%，其中长期债务 37.33 亿元，短期债务 0.40 亿元。

债务指标方面，截至 2016 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 51.74%、35.51%和 35.26%，同比分别下降 24.89 个百分点、34.54 个百分点和 23.60 个百分点，负债水平较低。

截至 2017 年 3 月底，公司有息债务总额 36.92 亿元，较 2016 年底略有下降。债务结构与 2016 年底相比变化不大。截至 2017 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 50.08%、34.77%和 34.52%，均较 2016 年底变化不大。

总体来看，跟踪期内，随着公司非公开发行股票的完成和偿还到期债务，公司整体债务水平明显下降。

2．盈利能力

2016 年公司实现营业收入 23.36 亿元，同比减少 10.81%；同期，公司营业成本为 15.35 亿元，同比下降 16.08%。2016 年公司实现营业利润 1.84 亿元，营业利润率为 19.93%，同比上升 0.23 个百分点。

期间费用方面，2016 年公司期间费用为 5.04 亿元，同比增长 19.81%，其中销售费用 1.05 亿元，同比增长 22.65%；管理费用 1.47 亿元，同比下降 0.74%；财务费用 2.52 亿元，同比增长 34.72%。2016 年，公司期间费用率为 22.00%，较 2015 年上升 6.00 个百分点，对利润造成较大侵蚀。

非经常性损益方面，2016 年公司非经常性损益合计为 2.22 亿元。其中：投资收益 2.40 亿元，包括权益法核算的长期股权投资收益-0.17 亿元和处置长期股权投资（杭州万通杭昀置业有限公司 100%股权）产生的投资收益 2.58 亿元；营业外收入 343.40 万元，主要是政府补助和违约金收入；营业外支出 407.78 万元，主要是违约金及赔偿金、滞纳金；资产减值损失 0.18 亿元，主要是“天津新城·国际”项目计提的存货跌价准备。

2016 年，公司利润总额和净利润分别为 1.83 亿元和 0.96 亿元，实现扭亏为盈。而 2015 年受杭州相关地产项目计提存货跌价损失影响出现亏损，利润总额和净利润分别为-5.15 亿元和-5.89 亿元。

盈利指标方面，2016 年，营业利润率为 19.93%，同比上升 0.23 个百分点。同期，公司总资本收益率和净资产收益率均由负转正，分别为 3.27%和 1.40%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 6.81 亿元，同比增长 122.00%，主要系项目结算周期影响所致；营业利润率 29.49%，较 2016 年上升 9.56 个百分点；2017 年 1~3 月，公司分别实现营业利润和利润总额 1.21 亿元和 1.22 亿元，同比增长 338.37%和 345.14%，主要受项目收入结算周期和营业税金结算周期等因素综合影响所致。

总体看，2016 年，由于未大规模计提资产减值准备，公司利润由负转正，盈利状况得到改善，但与同行业相比，整体盈利能力仍偏弱。

3．现金流分析

经营活动现金流方面，2016 年经营活动产生的现金流量净额为 13.23 亿元，而去年同期仅为 0.24 亿元，大幅增长的原因主要是公司当期销售回款增加，同时支付的工程款小于去年同期。具体看，经营活动现金流入 34.13 亿元，同比增长 47.43%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出 20.89 亿元，同比下降 8.79%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 9.67 亿元，同比下降 10.95%，支付给职工的现金 13.24 亿元，同比下降 11.84%，支付其他与经营活动有关的现金 6.25 亿元，同比下降 27.71%，支付的各项税费 3.65 亿元，同比增长 92.17%。收入现金实现质量来看，2016 年，公司现金收入比为 135.16%，较 2015 年上升 79.18 个百分点。

投资活动现金流方面，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额 3.02 亿元，同比增长 185.05%。具体看，投资活动现金流入 3.03 亿元，同比增长 7.54%，主要是处置子公司及其他单位收到的现金（公司于 2016 年 6 月以 3.02 亿元交易价格将公司所持有的杭州万通杭昀置业有限公司 100%股权转让给浙江万科南都房地产有限公司）；投资活动现金流出 0.08 亿元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金。总体看，公司近年来在建及拟建项目投资金额较少，没有较大融资需求。

筹资活动现金流入方面，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 0.42 亿元，而 2015 年同期为-0.90 亿元。具体看，筹资活动现金流入 48.89 亿元，同比增长 38.39%，包括吸收投资（非公开发行）收到现金 35.59 亿元，取得借款收到现金 9.30 亿元和收到其他与筹资活动（资金拆借）有关现金 4.00 亿元；筹资

活动现金流出 4.85 亿元，其中偿还债务 38.30 亿元，分配股利、利润或偿还利息 4.58 亿元，支付其他与筹资活动有关现金 5.57 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.53 亿元；公司投资活动现金流表现为净流出 10.98 万元，全部为购建固定资产、无形资产等支付的现金；筹资活动现金净流出 1.12 亿元。

总体来看，公司跟踪期内经营现金流净额和投资活动现金流量净额均为正，且均增幅较大；公司通过非公开发行募集的资金偿还债务，筹资活动产生的现金流量净额较小。

4．偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 363.64%和 120.23%，同比增加 152.17 和 78.60 个百分点；截至 2016 年底，公司经营现金流动负债比为 37.15%，同比增加 36.74 个百分点。

从长期偿债能力看，截至 2016 年底，随着公司扭亏为盈，全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均由负转正，分别为 8.11 倍和 1.07 倍。

总体看，跟踪期内，公司长短期偿债能力得到提高。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保合计 3.00 亿元，担保比率 4.33%。或有负债风险一般。

截至 2017 年 3 月底，公司获得银行授信额度 22.80 亿元，已使用额度为 22.60 亿元，剩余可使用额度 0.20 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。

截至 2016 年底，公司无对外担保。

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”）。2016年公司经营活动现金流入量为34.12亿元，为待偿还债券本金的2.24倍；经营活动现金流量净额为13.23亿元，为待偿还债券本金总额的0.87倍。2016年公司EBITDA为4.65亿元，为待偿还债券本金总额的0.31倍。

总体看，公司经营活动现金流入量对待偿还债券的保障能力一般。

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》（机构信用代码：G1011010800971030C），截至 2017 年 5 月 3 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。

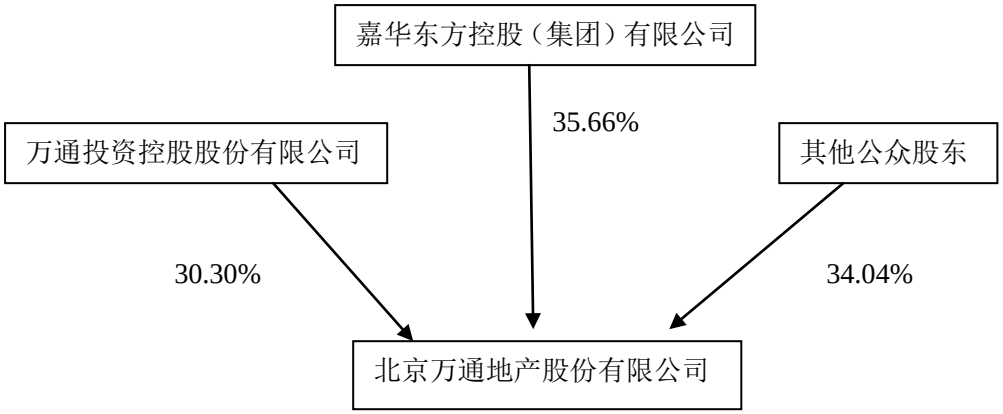
7．抗风险能力

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强。

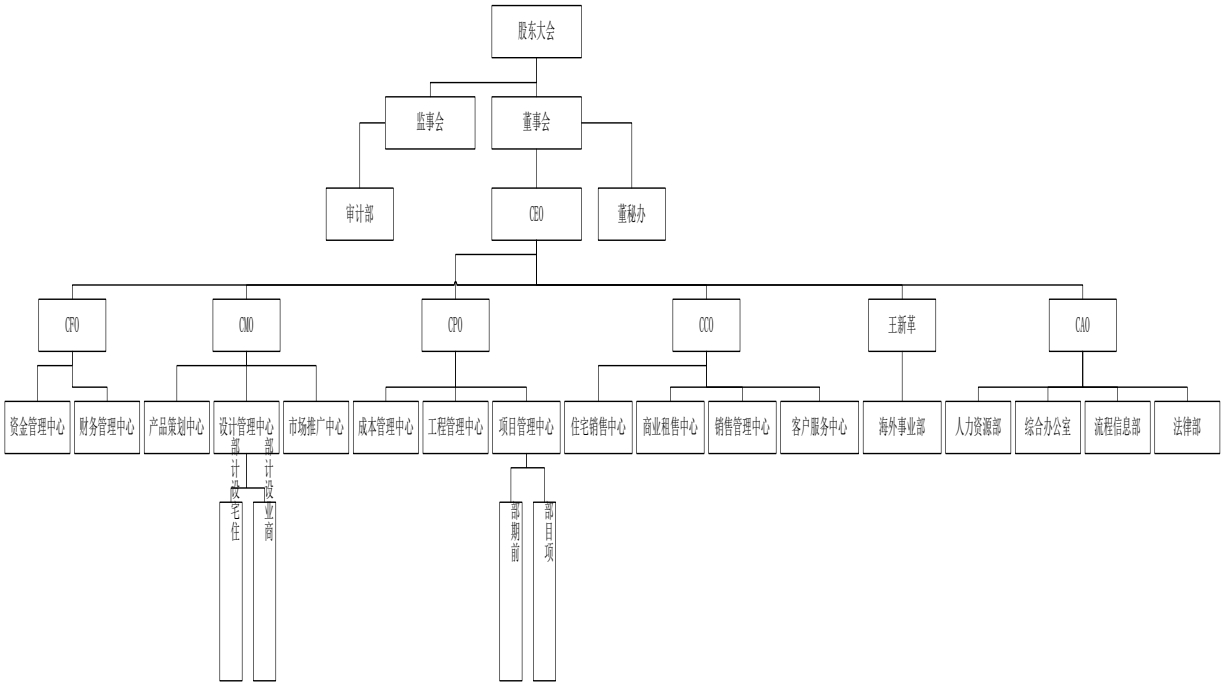
## 十一、结论

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

# 附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



# 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 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| **财务数据** | | | | |
| 现金类资产(亿元) | 15.55 | 15.19 | 33.87 | 33.57 |
| 资产总额(亿元) | 142.31 | 136.68 | 142.01 | 138.78 |
| 所有者权益(亿元) | 38.12 | 31.94 | 68.53 | 69.28 |
| 短期债务(亿元) | 41.32 | 28.99 | 0.40 | 0.40 |
| 长期债务(亿元) | 28.59 | 45.71 | 37.33 | 36.52 |
| 全部债务(亿元) | 69.91 | 74.71 | 37.73 | 36.92 |
| 营业收入(亿元) | 19.12 | 26.19 | 23.36 | 6.81 |
| 利润总额(亿元) | 1.38 | -5.15 | 1.83 | 1.22 |
| EBITDA(亿元) | 2.99 | -2.85 | 4.65 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -11.83 | 0.24 | 13.23 | 0.53 |
| **财务指标** | | | | |
| 销售债权周转次数(次) | 29.16 | 47.19 | 71.30 | -- |
| 存货周转次数(次) | 0.17 | 0.18 | 0.17 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.15 | 0.19 | 0.17 | -- |
| 现金收入比(%) | 79.12 | 55.98 | 135.16 | 71.55 |
| 营业利润率(%) | 20.84 | 19.70 | 19.93 | 29.49 |
| 总资本收益率(%) | 2.24 | -3.71 | 3.27 | -- |
| 净资产收益率(%) | 2.56 | -18.44 | 1.40 | -- |
| 长期债务资本化比率(%) | 42.85 | 58.87 | 35.26 | 34.52 |
| 全部债务资本化比率(%) | 64.71 | 70.05 | 35.51 | 34.77 |
| 资产负债率(%) | 73.21 | 76.63 | 51.74 | 50.08 |
| 流动比率(%) | 170.06 | 211.47 | 363.64 | 339.83 |
| 速动比率(%) | 34.73 | 41.63 | 120.23 | 131.86 |
| 经营现金流动负债比(%) | -15.81 | 0.41 | 37.15 | -- |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 0.54 | -0.45 | 1.07 | -- |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 23.42 | -26.21 | 8.11 | -- |

注：公司 2017 年第一季度财务数据未经审计

# 附件 3　主要财务指标的计算公式

| 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%<br>（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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

注：　联合资信主体长期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。详见下表：

| 信用等级设置 | 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 |

# 附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

| 评级展望设置 | 含义 |
|---|---|
| 正面 | 存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大 |
| 稳定 | 信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大 |
| 负面 | 存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大 |
| 发展中 | 特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变 |

# 附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级