信用等级公告

联合[2018] 1996 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，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，评级展望为稳定，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

二零一八年七月二十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.fhratings.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：　稳定

债项信用

债项简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 京万通 MTN001	15.20 亿元	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：2018 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.19	33.87	30.23	26.82
资产总额(亿元)	136.68	142.01	133.60	128.04
所有者权益(亿元)	31.94	68.53	71.98	72.02
短期债务(亿元)	28.99	0.40	24.40	24.41
长期债务(亿元)	45.71	37.33	11.31	9.30
全部债务(亿元)	74.71	37.73	35.71	33.71
营业收入(亿元)	26.19	23.36	32.95	3.96
利润总额(亿元)	-5.15	1.83	5.50	0.36
EBITDA(亿元)	-2.85	4.79	7.90	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	13.23	9.82	-0.32
营业利润率(%)	19.70	19.93	27.74	34.95
净资产收益率(%)	-18.44	1.40	4.85	--
资产负债率(%)	76.63	51.74	46.13	43.75
全部债务资本化比率(%)	70.05	35.51	33.16	31.88
流动比率(%)	211.47	363.64	188.34	190.92
经营现金流动负债比(%)	0.41	37.15	19.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	-26.21	7.88	4.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.45	1.07	3.42	--

注：1.2018 年第一季度财务数据未经审计。2.公司“其他流动负债”科目中存在有息债务，本报告将其调整至相关债务指标计算。

分析师

杨 栋　王 聪

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。跟踪期内，公司营业收入明显增长，租金收入保持稳定，通过收购打造房地产金融发展平台，公司新增资产管理业务板块。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司在建拟建项目分布集中，存在政策风险和去化压力，短期偿债压力增加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，公司继续深耕北京、天津、杭州等区域，香河等地项目将陆续开发上市；另一方面，公司在建商业物业陆续投入运营。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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“15 京万通 MTN001”的信用等级为 AA。

优势

1. 跟踪期内，公司营业收入明显增长，租金收入保持稳定。
2. 跟踪期内，公司拓展新的战略发展规划，新增资产管理业务板块，全资收购中融国富投资管理有限公司，打造房地产金融发展平台。
3. 跟踪期内，公司盈利水平提高，债务负担下降。
4. 公司商业物业地理位置优越，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；公司投资性房地产采用成本模式计量，未来具有一定的升值潜力。

关注

1. 公司在建拟建项目分布集中，未来面临一

定政策不确定性和去化压力。

2. 2017 年以来，受限购政策影响，公司房地产合同销售面积和销售金额出现下降。
3. 公司一年内到期的非流动负债增加，短期偿债压力增加。
4. “15 京万通 MTN001”若在第三年末全部回售，公司将面临一定集中兑付压力。

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”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、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。

三、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。

四、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。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

根据有关法规要求，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的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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 2018 年 3 月底，公司注册资本 20.54 亿元，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。

截至 2018 年 3 月底，公司内设审计部、董秘办公室、综合办公室、流程信息部、法律部、资金管理中心、财务管理中心、工程管理中心、成本管理中心、设计管理中心等 18 个职能部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 133.60 亿元，所有者权益 71.98 亿元(含少数股东权益 2.50 亿元)。2017 年，公司实现营业收入 32.95 亿元，利润总额 5.50 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 128.04 亿元，所有者权益 72.02 亿元(含少数股东权益 2.51 亿元)。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.96 亿元，利润总额 0.36 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，公司存续债券募集资金按照募集使用用途使用，跟踪期内，公司存续债券正常付息。

表 1　跟踪期存续债券情况

债券简称	发行金额（亿元）	待偿余额（亿元）	兑付日期	付息方式
15 京万通 MTN001	15.20	15.20	2020-12-09	每年付息一次

资料来源：联合资信整理

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。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经

济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

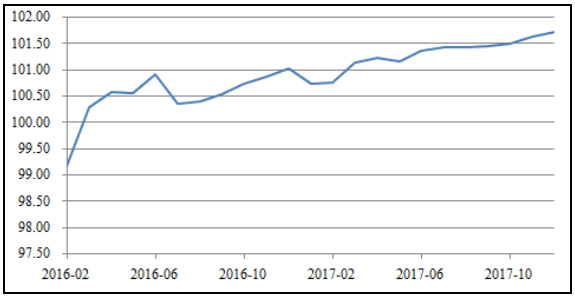
展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析及区域经济概况

1. 行业分析

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面

积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

房地产供求与信贷环境

2016年，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，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。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2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，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。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46

亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。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，在目前土地价格增长、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。

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。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。

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，40余个城市或地区，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。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广

州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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。

2. 商业地产现状

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。近年来，中国房地产调控政策主要针对住宅物业，商业地产受房地产调控政策影响相对较小；进入 2017 年以来，随着新一轮房地产市场严控政策的出台，部分一线城市出台了商业地产的限购政策及规范性文件，商办类住房需求大幅下降。

从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

从全国商业地产的增速来看，2017 年，商业地产销售延续 2016 年增长态势，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%，同期，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。

从租金水平上看，受各地区供需关系不同的影响，单位租金差异较为显著。一线城市商业地产处于供不应求状态，核心商圈地块有限，人流量大，租金水平保持较高水平且稳步增长，但由于周边区域新增项目的租金水平低于城市平均租金水平，近年来一线城市平均租金水平有所回落；二三线城市部分地区受当地经济增速下滑和电商冲击，租金水平有所下

降，与一线城市平均出租价格存在较大差距。

总体上看，2017 年商业地产延续 2016 年增长态势，但各区域城市发展差别化显著。未来，一线城市租金水平仍将保持稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 20.54 亿元，由嘉华控股持股 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。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。

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。

王忆会先生，现任公司董事长，1954 年 9 月出生，1970 年 7 月至 1978 年 9 月就职于北京东方红炼油厂；1982 年 8 月毕业于中国人民大学，哲学学士；并于 1985 年 8 月获得中国人民大学哲学硕士学位；自 1985 年 9 月至 1993 年 8 月任职于中共中央党校；1993 年 9 月至 2002 年 3 月期间任北京星辰投资咨询公司总经理；1998 年至 2004 年任北京先锋粮农实业股份有限公司副董事长；自 2004 年 12 月起至今，任嘉华控股董事长；2017 年 3 月担任万通控股董事长。2018 年 1 月 18 日起担任万通地产第七届董事会董事，董事长。

截至 2018 年 3 月底，公司母公司及主要子公司在职员工数量为 351 人，其中母公司在职员工 71 人，主要子公司在职员工 280 人。从学历构成看，大专及以下学历占比 37.32%，本科学历占比 49.86%，硕士及以上学历占比 12.82%。从专业构成看，生产人员占比 19.09%，销售人员占比 33.90%，技术人员占比 15.10%，财务人员占比 13.68%，行政人员占比 18.23%。

总体来看，公司高层管理人员行业从业经历丰富，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。

七、管理分析

公司章程修改

为进一步规范公司治理，保护中小投资者权益，根据《中华人民共和国公司法（2013 年修订）》、中国证监会《上市公司章程指引（2016 年修订）》（证监会公告〔2016〕23 号）、中国证监会《上市公司股东大会规则（2016 年修订）》（证监会公告〔2016〕22 号）、《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》（国办发〔2013〕110 号）等相关规定，以及中证中小投资者服务中心的《股东建议函》，结合公司实际情况，经公司董事会于 2018 年 5 月 18 日召开的第七届第四次临时会议审议通过《关于修订<公司章程>部分条款的议案》，拟对《公司章程》部分条款进行修订。修订内容主要是第八十三条关于董事、监事提名的方式和章程以及第一百五十五条关于利润分配政策及相关规定。本次章程修订，有利于进一步规范公司治理，保护中小投资者利益。

跟踪期内，除了公司章程有修改外，公司在管理体制和管理制度等方面未发生重大变化。

八、重大事项

公司收购的中融国富股权

公司于 2017 年 6 月 1 日召开第六届董事会临时会议，审议通过了《关于公司拟参与竞拍中融国富投资管理有限公司挂牌转让的 80%股权的议案》及《如果竞拍成功，公司拟不低于收购前述 80%股权的条件受让滕胜春持有的中融国富投资管理有限公司剩余 20%股权的议案》。2017 年 6 月 9 日，根据北京产权交易所挂牌流程，万通地产与中融鼎新签署《产权交易合同》及《产权交易合同之补充合同》，万通地产收购中融鼎新公开挂牌转让的中融国富投资管理有限公司（以下简称“中融国富”）80%股权的交易价格为挂牌底价人民币 40049.272 万元；万通地产与滕胜春先生签署《股权转让协议》，收购滕胜春先生转让的中融国富剩余 20%股权的交易价格为人民币 10012.318 万元。目前，参与交易各方已办理了必要的财产权交接手续且产权交易合同已通过处置方内部审批，公司已实际上取得了对中融国富的控制权。中融国富在资产管理方面前景较好、盈利能力较强，在以往的经营过程中积累了较为丰富的经验及人力资源，收购中融国富有利于拓展业务领域，打造房地产金融发展平台。

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。2017 年，公司主营业务收入 32.85 亿元，同比增长 40.81%，主要系房地产销售收入增长所致。其中，房地产销售收入为 30.44 亿元，同比增长 39.95%，主要系公司结转单价提高所致。同期，物业出租收入 1.60 亿元，租金收入同比变化不大。2017 年，公司拓展新的战略发展规划，并 2017 年 6 月全资收购中融国富，打造房地产金融发展平台，公司新增资产管理业务板块，当年实现收入 0.81 亿元，收入贡献小。

毛利率方面，2017 年，公司房地产销售业务毛利率 32.27%，同比变化不大；物业出租业务毛利率 50.22%，同比下降 27.16 个百分点，主要系北京万通中心处于换租期所致。2017 年，公司资产管理板块毛利率为 93.76%，毛利率高主要系受业务模式影响所致。2017 年，公司综合毛利率为 34.67%，同比增加 0.29 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司主营业务收入 3.94 亿元，为 2017 年全年的 11.99%，收入同比下降 42.14%，主要系项目销售证尚在办理中所致。同期，毛利率为 40.95%，较 2017 年提高 6.28 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司营业收入以房地产销售收入为主，营业收入快速增长，毛利率变化不大，总体毛利率水平较高。

表 2 公司主营业务收入及毛利率情况 （单位：亿元、%）

分行业	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	24.26	92.85	26.60	21.75	93.23	31.28	30.44	92.66	32.27	2.69	68.17	21.98
物业出租	1.87	7.15	75.82	1.58	6.77	77.38	1.60	4.86	50.22	0.51	12.94	58.58
资产管理	--	--	--	--	--	--	0.81	2.48	93.76	0.74	18.89	97.30
合计	**26.13**	**100.00**	**30.12**	**23.33**	**100.00**	**34.38**	**32.85**	**100.00**	**34.67**	**3.94**	**100.00**	**40.95**

资料来源：公司提供

（1） 房地产销售业务

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。

从房地产开发规模看，2017 年，公司房地产开发投资为 6.67 亿元，同比减少 4.31 亿元；房屋施工面积为 37.35 万平方米；新开工面积为 18.99 万平方米；房屋竣工面积为 47.01 万平方米。2018 年 1~3 月，公司无新开工和竣工项目。跟踪期内，公司新开工面积同比变化不大，竣工面积大幅增加，房屋施工面积出现下降。

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目 4 个，业态均为住宅，总建筑面积 37.35 万平方米，总投资额 30.00 亿元，累计已完成投资额 6.24 亿元，尚需投资 23.76 亿元。具体来看，公司有 3 个项目位于廊坊市香河县，总建筑面积 29.42 万平方米，占在建项目总建筑面积比例为 78.77%，1 个项目位于天津市，总建筑面积 7.93 万平方米，占在建项目总建筑面积比例为 21.23%。公司 4 个在建项目目前尚未取得预售许可证，尚未对外销售。

表 3　公司房地产开发情况

（单位：亿元、万平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
房地产开发投资	26.05	10.98	6.67	1.61
房屋施工面积	43.52	65.37	37.35	37.35
新开工面积	12.65	18.36	18.99	0
房屋竣工面积	21.22	13.06	47.01	0

资料来源：公司提供

表 4　截至 2018 年 3 月底公司在建项目情况 （单位：万平方米、亿元）

项目	项目所在地	预计建设期	总建筑面积	总投资金额	累计已完成投资额	投资计划			
						2018 年 4~12 月	2019 年	2020 年	2021 年
香河运河国际生态城一期花语区（C 区）	廊坊市香河县	2018.3.1-2019.7.30	5.27	3.45	0.82	1.39	1.00	0.24	0.08
香河运河国际生态城一期百合座（D 区）	廊坊市香河县	2017.6.30-2019.4.16	10.43	5.58	1.37	1.96	1.53	0.21	0.23
香河运河国际生态城一期樱草座（E 区）	廊坊市香河县	2018.3.1-2020.7.30	13.73	7.47	1.07	1.73	1.96	2.34	0.58
天津新新逸墅（二期）	天津市滨海区	2016.12.7-2019.8.30	7.93	13.50	2.98	2.03	1.36	0.21	0.00
合计	--	--	**37.35**	**30.00**	**6.24**	**7.11**	**5.85**	**3.00**	**0.88**

资料来源：公司提供

拟建项目（土地储备）：2015 年以来公司无新增地块，截至 2018 年 3 月底，公司土地储备占地面积 29.28 万平方米，业态为住宅和商业，总建筑面积 52.68 万平方米，预计总投资额 30.93 亿元，土地获取成本较低。按照目前公司开发力度测算，公司土地储备可供公司开发 2~3 年。

总体看，公司近年来房地产开发规模不大，在建和拟建项目仍有一定的对外融资需求，公司在建和拟建项目集中分布在廊坊市香河县，目前该地区限购政策尚未有松动，联合资信将持续关注该区房地产政策对公司带来的压力。

房地产销售

房地产销售方面，2017 年，公司合同销售面积 7.42 万平方米，同比下降 72.07%；合同销售金额 17.93 亿元，同比下降 58.72%；同期，平均销售价格 2.42 万元/平方米，同比提升 47.56%。

结算方面，2017 年，公司结算面积为 13.72 万平方米；同期结算金额 30.44 亿元，同比增长 39.95%，主要系结算单价增加所致。

目前，公司在售项目均为已完工项目，在

建项目均未取得预售许可证，尚未预售。截至2018年3月底，公司在售项目共10个，主要分布在北京、香河和杭州三地。公司已经竣工项目待售面积为15.61万平方米，考虑到公司已经竣工项目待售面积有15.61万平方米以及在建项目总建筑面积有37.35万平方米，公司可售货源尚可。但公司部分项目竣工时间较早，且香河地区目前限购政策尚未松动，公司存在一定的去化压力。

表5　近年来公司房地产销售情况

（单位：亿元、万平方米）

区域	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月
合同销售面积	12.69	26.57	7.42	0.20
合同销售金额	15.83	43.44	17.93	0.48
平均销售价格	1.25	1.64	2.42	2.41
房屋结算面积	13.83	14.58	13.72	1.08
房屋结算金额	24.26	21.75	30.44	2.69

资料来源：公司提供

表6　截至2018年3月底公司在售项目情况（单位：万平方米、元/平方米）

项目	项目位置	项目性质	总建筑面积	开工时间	竣工时间/预计竣工时间	开盘时间	工程进度	总可售面积	已销售面积	待售面积	预计销售均价
北京天竺新新家园	顺义区天竺镇薛大人庄村	综合	33.05	2008/12	2016/04	2010/8	竣工	29.58	26.97	2.61	45000
北京万通怀柔新新家园	北京怀柔	住宅	12.65	2013/10	2017/12	2015/11	竣工	11.15	7.96	3.19	33000
香河运河国际生态城一期A区（A1区）	香河开发区内第一城东侧	住宅	2.73	2010/03	2011/08	2010/09	竣工	2.28	2.20	0.08	13000
香河运河国际生态城一期A2区	香河开发区内第一城东侧	住宅	2.11	2011/05	2012/09	2011/08	竣工	2.12	2.01	0.11	13000
香河运河国际生态城一期B1区	香河开发区内第一城东侧	住宅	4.53	2013/12	2016/03	2015/07	竣工	4.52	3.08	1.44	22000
香河运河国际生态城一期（部分）B2区	香河开发区内第一城东侧	住宅	8.53	2014/04	2016/03	2015/07	竣工	7.07	5.40	0.80	22000
天津金府国际	天津空港经济区	酒店式公寓、商业	15.70	2009/12	2014/10	2010/12	竣工	13.44	11.34	2.10	9100
杭州万通中心	杭州市大关路189号	商业、金融办公	14.12	2011/05	2014/03	2012/09	竣工	9.38	5.50	3.88	28000
红墙国际	青羊区过街楼街17号	综合	6.90	2010/08	2012/07	2011/03	竣工	6.40	6.30	0.10	10715
金牛新都会	金府路88号	综合	17.90	2011/04	2013/06	2011/09	竣工	16.20	14.90	1.30	7199
合计	--	--	**118.22**	--	--	--	--	**102.14**	**85.66**	**15.61**	--

资料来源：公司提供

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，2017 年华东区域销售占比明显提高，主要源于杭州万通中心的销售带动。2017 年，北京地区（含香河地区）、天津地区和华东地区销售占比分别为76.87%、7.65%和 14.82%。

表 7　公司房地产销售收入区域分布情况

（单位：亿元）

区域	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
北京地区（含香河地区）	10.59	14.38	23.40	0.86
天津地区	12.49	7.06	2.33	0.03
川渝地区	0.18	0.20	0.20	0.01
华东区域	1.00	0.11	4.51	1.79
合计	**24.26**	**21.75**	**30.44**	**2.69**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司施工面积有所下降，公司房地产开发规模不大，公司合同销售额和合同销售面积大幅下降。目前，公司在香河、天津和杭州有一定规模的在建和拟建项目，对公司未来起到一定支撑作用。但考虑到公司在香河有一定规模的竣工未售及在建和拟建项目，香河的限购政策对公司去化造成较大影响，联合资信将持续关注公司在该地区的去化压力。

（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2018年3月底，公司在运营的投资物业有4个，分别为万通中心D座、新城国际、天津万通中心和上海万通中心。其中天津万通中心和上海万通中心分别于2017年1月和2017年12月竣工。

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5.49万平方米，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，2017年实现租金收入1.09亿元。

天津万通中心位于天津商务核心区小白楼区域，北至开封道、南至徐州道、西至大沽北路、东至解放北路。地理位置优越，区内高端商业、商务办公、配套服务齐全，是天津最具特色的国际化商务中心区。天津万通中心周边交通便捷，距地铁一号线200米，四号线在本项目设置出入口，同时以小白楼为起点的天津大道快速连接市中心与滨海新区。该项目于2017年1月竣工，在2016年底公司开始招商，目前，该项目写字楼出租率在稳步提高，2017年出租率为61%，2018年一季度进一步升至71%，租金收入规模较小。

上海万通中心被设计为高端超甲A级的综合性项目，物业位于虹桥商务区核心区一期的中心，同时也是中央景观绿轴的中心和大虹桥交通的中心，由三栋甲级写字楼及高端商场所构成，项目已获得LEED金奖及国家绿色二星认证。该项目于2017年12月竣工，目前处于商业招商和培育阶段，出租率低。

总体看，公司运营的商业物业位于一二线城市核心地段，地理位置优越，随着新投入运营的天津万通中心和上海万通中心出租率的提升，公司出租收入将进一步提升。此外，公司投资物业采用成本法计量，增值潜力大。

表 8　公司已运营出租物业基本情况（单位：万平方米、%、万元、元/平方米/月）

物业　名称	物业性质	建筑面积	2017 年			2018 年 1~3 月		
			出租率	营业收入	平均租金价格	出租率	营业收入	平均租金价格
万通中心 D 座	写字楼	3.54	99	10587	280-340	97	2882	300-350
	车位	1.95	54	347	1500/1600 元/个	53	91	1500/1600 元/个
新城国际	商业	0.84	97	1662	商业 183	97	525	商业 183

					底商 660			底商 660
	酒店式公寓	1.42	81	474	209	85	537	211
天津万通中心	商业	1.32	-	-	-	-	-	-
	写字楼	5.40	61	1681	125	71	878	
	车位	1.70	10	31.6	800/1200 元 /个	32	14.8	800/1200 元/个
上海万通中心	商业	1.95	-	-	-	-	-	-
	写字楼	4.87	6	236	173	8	127	185
	其他	0.99	-	-	-	-	-	-
合计	--		--		--	--		--

资料来源：公司提供

2．经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为98.65 次、0.30 次和 0.24 次。总体看，公司整体经营效率一般。

3．公司未来发展

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。

十、财务分析

1．财务质量及财务概况

公司提供了 2017 年财务报表，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行了审计，出具了标准无保留的审计意见。公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，截至 2017 年底，公司合并范围内子公司 34 家。2017 年，公司通过购买股权方式增加 1 家子公司中融国富。总体看，报告期内合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 133.60 亿元，所有者权益 71.98 亿元(含少数股东权益 2.50 亿元)。2017 年，公司实现营业收入 32.95 亿元，利润总额 5.50 亿元。

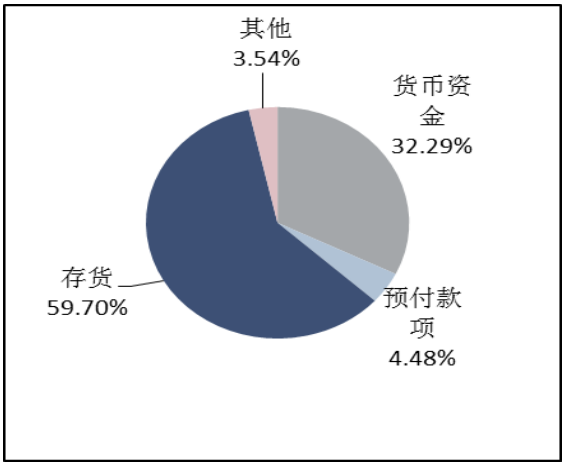
截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 128.04 亿元，所有者权益 72.02 亿元(含少数股东权益 2.51 亿元)。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.96 亿元，利润总额 0.36 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 133.60 亿元，同比下降 5.92%，主要系流动资产下降所致；其中流动资产占比 70.08%，非流动资产占比 29.92%。公司资产结构以流动资产为主，符合房地产开发企业特点。

截至 2017 年底，公司流动资产合计 93.63 亿元，同比下降 27.72%，主要系存货下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 32.29%）和存货（占比 59.70%）构成。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成图



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金余额 30.23 亿元，同比下降 10.74%，主要系公司当年销售商品、提供劳务收到的现金减少、投资支付的现金增加以及公司筹资活动现金流入减少共同影响所致。截至 2017 年底，公司受限货币资金金额 3.49 亿元（其中包括房屋所有权证未办妥抵押登记而暂时无法提用的按揭贷款保证金 0.96 亿元、农民工保证金人民币 1.67 亿元和商品房预售资金监管专用账户监管资金 0.86 亿元），货币资金受限占比 11.54%。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 55.90 亿元，同比下降 35.53%，主要系开发成本下降所致。其中，公司房地产开发成本 9.59 亿元（占比 17.16%），同比减少 46.99 亿元，主要系上海万通中心、天津万通中心和怀柔万通新新家园均于 2017 年竣工，分别转入开发产品 16.87 亿元、16.40 亿元和 15.49 亿元所致。同期，开发产品 46.31 亿元（占比 82.84%）。公司存货计提减值储备 0.80 亿元，计提比率 1.41%，杭州万通中心项目以前减记存货价值的影响因素已经消失，导致存货的可变现净值高于其账面价值，公司在原已计提的存货跌价准备金额内予以转回。截至 2017 年，公司存货受限金额 23.52 亿元，受限比例 42.08%。总体看，公司在建项目规模小，仍有一定的投资压力，公司部分开发产品竣工时间较早，目前仍有一定货值，存在一定的去化压力，此外存货受限比例较高，但考虑到公司的存货主要分布在天津、香河、成都、北京和杭州等经济发达的一二线城市及其周边热点区域，公司存货质量较好。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 39.97 亿元，同比增长 220.50%，主要系投资性房地产和长期股权投资增加所致。同期公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 22.77%）、投资性房地产（占比 55.06%）和商誉（占比 12.06%）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资账面价值 9.10 亿元，同比增长 108.49%，主要系公司以 5.05 亿元受让中金佳业（天津）商业房地产投资中心（有限合伙）24.63%合伙份额，成为有限合伙人。该合伙企业仅投资于金通港 34%股权、金万置 15%股权所致。

公司采用成本法对投资性房地产进行计量。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 22.01 亿元，同比增长 292.07%，主要系天津万通中心于 2017 年竣工并转入投资性房地产 16.40 亿元所致。公司投资性房地产的可收回金额不低于其账面价值，故未对其计提减值准备。公司投资性房地产采用成本模式计量，未来具有一定的升值潜力。

截至 2017 年底，公司商誉余额 4.82 亿元，大额商誉形成主要系 2017 年 6 月，公司收购了中融国际信托有限公司之子公司北京中融鼎新投资管理有限公司在北京产权交易所公开挂牌转让的中融国富 80%股权，收购了自然人滕胜春先生持有的中融国富 20%股权。收购完成后，公司持有中融国富 100%股权。公司收购中融国富时考虑到公司拟向房地产金融服务型的“第三产业”转型升级的战略规划，中融国富在资产管理方面前景较好、盈利能力较强，在以往的经营过程中积累了较为丰富的经验及人力资源，收购中融国富有利于拓展业务领域，打造房地产金融发展平台。

截至 2017 年底，公司货币资金受限金额 3.49 亿元，存货受限金额 23.52 亿元和投资性房地产受限金额 5.75 亿元，上述三项资产合计受限金额 32.76 亿元，占总资产比例为 24.52%，公司资产有一定受限比例，对公司资产流动性和再融资能力造成一定影响。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 128.04 亿元，较上年底下降 4.16%，其中，流动资产占比 68.87%，非流动资产占比 31.13%，资产结构较上年底变化不大。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模变化不大，资产结构以流动资产为主；公司投资性房地产地理位置优越，采用成本法计量，增值潜力大。同时，公司存货占比大，去化存在一

定不确定性，同时公司资产存在一定的受限比例，考虑到公司存货分布区域，公司存货质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益总额 71.98 亿元，同比增长 5.02%；其中归属于母公司所有者权益占比 96.52%。截至 2017 年底，公司归属于母公司所有者权益合计 69.47 亿元，同比增长 5.33%。公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（或股本）（占比 29.57%）、资本公积（占比 51.06%）和未分配利润（占比 16.62%）构成。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 72.02 亿元，同比变化不大。

总体看，公司所有者权益以实收资本和资本公积为主，公司权益稳定性较好。

负债

截至2017年底，公司负债总额61.62亿元，同比下降 16.13%，主要系非流动负债下降所致；其中流动负债占比 80.67%，非流动负债占比 19.33%。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 49.71 亿元，同比增长 39.56%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占比 20.00%）、应交税费（占比 15.45%）、一年内到期的非流动负债（占比 49.09%）和预收款项（占比 9.66%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款 9.94 亿元，同比下降 15.18%，主要系随着在建工程的竣工未付及暂估的项目工程款减少所致。其中，账龄超过一年以上的应付账款 5.99 亿元，主要系应付工程款款项尚未进行最后结算。

截至 2017 年底，公司预收款项 4.80 亿元，同比下降 65.63%。该预收款项主要由预收售楼款 4.54 亿元和预收租金 0.22 亿元构成。预收售楼款主要由预收怀柔万通新新家园 2.37 亿元和预收杭州万通中心 1.45 亿元构成。从账龄看，一年以内占比 95.90%，1~2 年占比 2.21%，2~3 年占比 0.72%，3 年以上占比 1.17%，账龄超过 1 年的预收款项主要为房款尚未收齐或尚未达到交付或视同交付条件，未达到结转时点。总体看，公司预收款项规模不大，未来收入结转保障一般。

截至 2017 年底，公司应交税费余额 7.68 亿元，同比增长 12.73%，主要系土地增值税增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债余额 24.40 亿元，同比增加 24.00 亿元，主要系一年内到期的长期借款增加 8.89 亿元和公司发行的“15 京万通 MTN001”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，公司将本期中期票据划至一年内到期的应付债券所致。

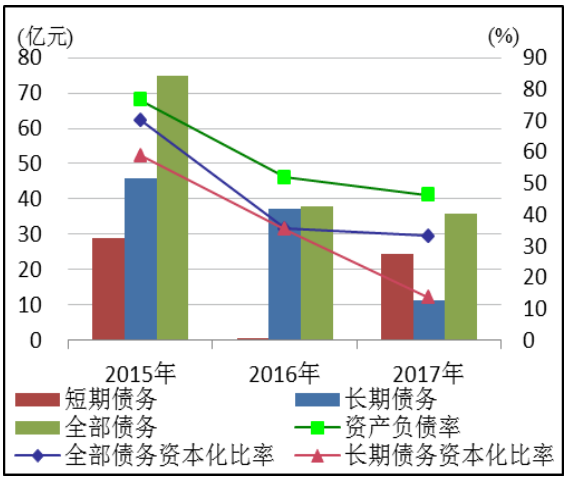
截至 2017 年底，公司非流动负债合计 11.91 亿元，同比下降 68.54%，主要系 9.29 亿元的长期借款和 15.20 亿元的 2015 年第一期中票将于一年内到期所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 94.97%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款余额 11.31 亿元，同比下降 49.15%，主要系 9.29 亿元的长期借款将于一年内到期所致。截至 2017 年底，公司应付债券余额为 0 亿元，主要系公司 2015 年发行的第一期中期票据将于一年内到期所致。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务规模 35.71 亿元，同比下降 5.34%，其中短期债务占比 68.33%，长期债务占比 31.67%，公司短期债务占比大幅提高 67.27 个百分点，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。公司短期偿债压力增加。

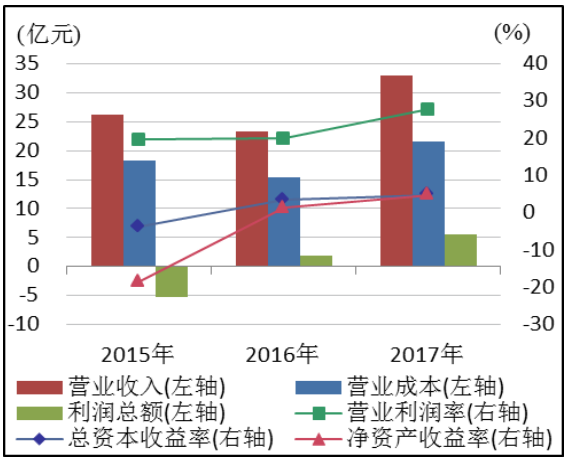
债务指标方面，2017 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 46.13%、33.16%和 13.58%。总体看，公司债务负担较轻。

图 3　近年来公司债务水平情况



资料来源：公司财务报告

图 4　近年来公司盈利水平情况



资料来源：公司财务报告

总体来看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，但公司一年内到期的非流动负债增幅较大，公司短期债务压力增加。

4．盈利能力

2017 年，公司营业收入为 32.95 亿元，同比增长 41.06%，主要系结算单价大幅增加所致。2017 年，公司营业成本为 21.52 亿元，同比增长 40.19%。2017 年，公司营业利润率为 27.74%，同比增长 7.81 个百分点。公司盈利水平较高。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 4.38 亿元，同比下降 13.11%，主要系财务费用下降所致；其中销售费用占比 35.48%，管理费用占比 31.15%，财务费用占比 33.37%。2017 年，公司期间费用占营业收入比为 13.29%。公司期间费用控制能力一般。

非经常损益方面，2017 年，公司投资收益为 0.37 亿元。2017 年，公司营业外收入为 0.07 亿元。2017 年，非经常损益占利润总额比重为 8.12%。非经常损益对公司利润总额影响不大。

2017 年，公司利润总额为 5.50 亿元，同比增加 3.67 亿元，主要系营业收入增加所致。

盈利指标方面，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.75%和 4.85%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.96 亿元，系 2017 年全年的 12.03%。同期，营业利润率为 34.95%，较 2017 底增加 7.21 个百分点。

总体看，公司营业收入和利润规模不大，受项目结转影响，公司 2017 年业绩明显改善，考虑到跟踪期内公司合同销售额和合同销售面积大幅下降，以及公司预收款项规模小，未来收入保障一般。公司期间费用对利润有一定影响。但总体看，公司盈利水平较高。

5．现金流分析

2017 年，公司经营活动现金流入为 29.51 亿元。同期，公司经营活动现金流出 19.69 亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金构成，其中公司支付其他与经营活动有关的现金主要系支付公司往来款和销售推广和相关经营费用。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为 9.82 亿元，2017 年较上年减少 3.41 亿元，主要系当年销售回款减少所致。同期，公司现金收入比为 73.54%，同比下降 61.62 个百分点。

2017 年，公司投资活动现金流入为 0.84 亿元，较上年减少 2.18 亿元，主要系公司于 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导致当年

基数较高所致。2017 年，公司投资活动现金流出为 11.25 亿元，较上年增加 11.24 亿元，主要系公司以 5.05 亿元受让中金佳业(天津)商业房地产投资中心(有限合伙)24.63%合伙份额以及公司收购中融国富投资管理有限公司支付现金净额 4.92 亿元所致。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额-10.40 亿元，较上年减少 13.42 亿元，主要系当年投资活动现金流出大幅增加所致。

2017 年，公司筹资活动现金流入为 0 亿元。2017 年，公司筹资活动现金流出为 4.31 亿元，较上年下降 44.15 亿元，主要系当年偿还债务支付的现金大幅减少所致。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.31 亿元。

总体看，跟踪期内，受销售回款影响，公司经营活动现金流入有所减少，公司投资活动流出明显增长，债务偿还规模大幅下降，融资活动减少。考虑到公司一年内到期的非流动负债明显增加，公司短期仍有一定的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017 年，公司流动比率和速动比率分别为 188.34%和 75.90%。截至 2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 190.92%和 74.06%。2017 年，公司经营流动负债比为 19.75%。公司短期偿债能力一般

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 7.90 亿元。同期，全部债务/EBITDA 为 4.52 倍。同期，EBITDA 利息倍数分别为 3.42 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司除为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保外，无其他对外担保。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得 3 家银行的授信总额合计 23.50 亿元，实际已使用授信额度 18.60 亿元。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 2018 年 5 月 29 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强。

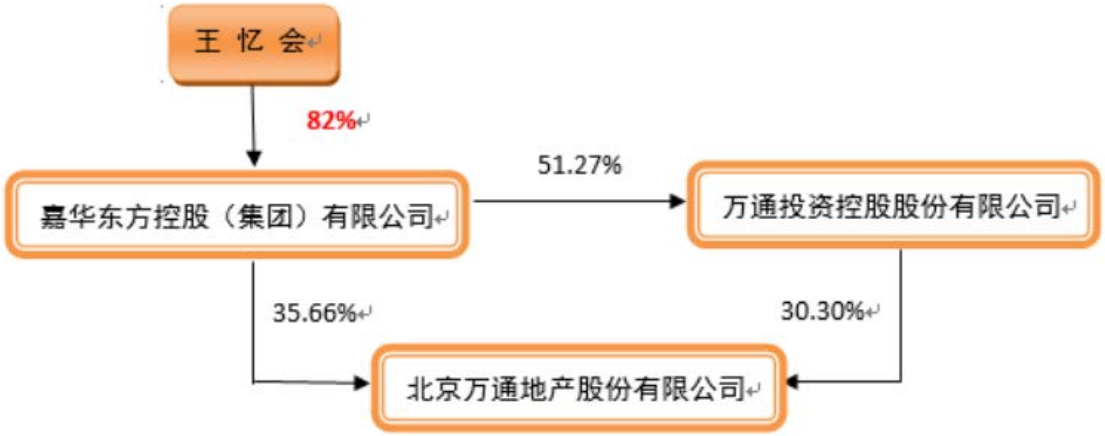
十一、存续债券偿还能力分析

公司存续期内债券为 15.20 亿元的“15 京万通 MTN001”，将于 2020 年到期。以 15.20 亿元的“15 京万通 MTN001”为基础进行测算。2017 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为 30.23 亿元、29.51 亿元和 9.82 亿元，分别为“15 京万通 MTN001”到期偿还金额的 1.99 倍、1.94 倍和 0.65 倍。总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对存续期内的债券的保障能力较好。考虑到“15 京万通 MTN001”若在第三年末全部回售，公司将面临一定集中兑付压力。

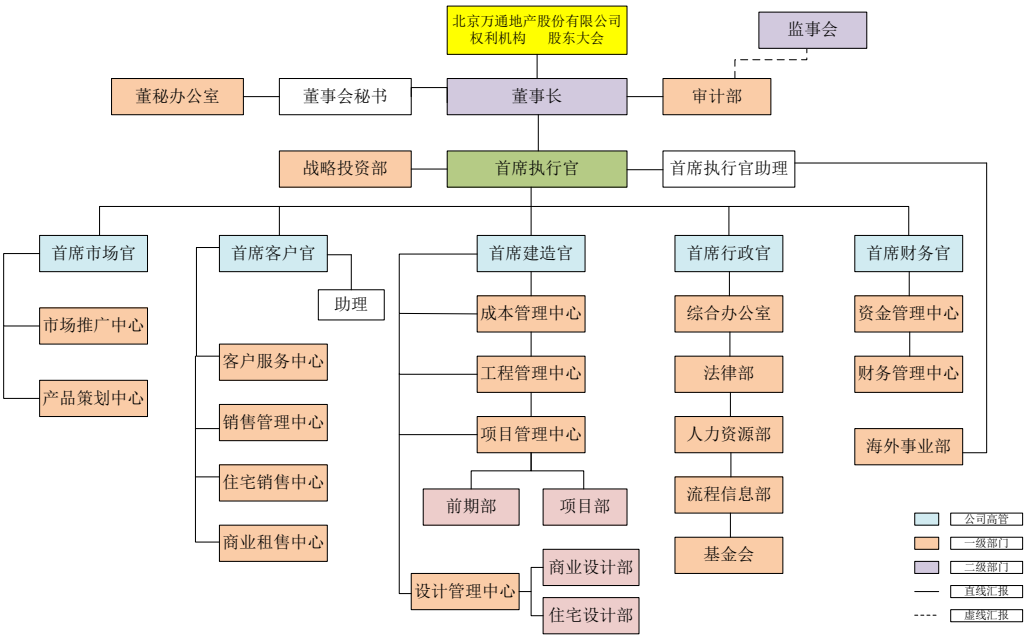
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定；维持“15 京万通MTN001”的信用等级为AA。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附件 1-2　公司组织机构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.19	33.87	30.23	26.82
资产总额(亿元)	136.68	142.01	133.60	128.04
所有者权益(亿元)	31.94	68.53	71.98	72.02
短期债务(亿元)	28.99	0.40	24.40	24.41
长期债务(亿元)	45.71	37.33	11.31	9.30
全部债务(亿元)	74.71	37.73	35.71	33.71
营业收入(亿元)	26.19	23.36	32.95	3.96
利润总额(亿元)	-5.15	1.83	5.50	0.36
EBITDA(亿元)	-2.85	4.79	7.90	--
经营性净现金流(亿元)	0.24	13.23	9.82	-0.32
财务指标				
销售债权周转次数(次)	47.19	71.30	98.65	--
存货周转次数(次)	0.18	0.17	0.30	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.17	0.24	--
现金收入比(%)	55.98	135.16	73.54	81.49
营业利润率(%)	19.70	19.93	27.74	34.95
总资本收益率(%)	-3.71	3.40	4.75	--
净资产收益率(%)	-18.44	1.40	4.85	--
长期债务资本化比率(%)	58.87	35.26	13.58	11.44
全部债务资本化比率(%)	70.05	35.51	33.16	31.88
资产负债率(%)	76.63	51.74	46.13	43.75
流动比率(%)	211.47	363.64	188.34	190.92
速动比率(%)	41.63	120.23	75.90	74.06
经营现金流动负债比(%)	0.41	37.15	19.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.45	1.07	3.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	-26.21	7.88	4.52	--

注：1. 公司 2018 年 1 季度财务数据未经审计；2. 公司“其他流动负债”科目中存在有息债务，本报告将其调整至相关债务指标计算。

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% （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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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

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。