信用等级公告

联合[2018] 1113 号

联合资信评估有限公司通过对北京北辰实业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，确定维持北京北辰实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“17 北辰实业 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十日

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
网址：www.lhratings.com

北京北辰实业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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 北辰实业 MTN001	13.20 亿元	2022/9/20[1]	AA^+	AA^+

跟踪评级时间：2018 年 6 月 20 日

财务数据

项　　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	65.75	80.76	108.94	93.96
资产总额(亿元)	474.13	643.41	799.80	799.75
所有者权益(亿元)	118.69	122.49	133.62	139.99
短期债务(亿元)	46.51	36.82	69.31	58.91
调整后短期债务(亿元）	63.02	44.72	70.36	60.42
长期债务(亿元)	170.85	208.24	258.90	258.79
调整后长期债务(亿元）	170.85	222.86	274.69	272.46
全部债务(亿元)	217.36	245.06	328.21	317.70
调整后全部债务(亿元)	233.88	267.58	345.05	332.88
营业收入(亿元)	71.86	98.30	154.57	17.28
利润总额(亿元)	8.64	6.85	18.05	2.47
EBITDA(亿元)	14.62	13.36	25.31	--
经营性净现金流(亿元)	-31.61	20.60	-16.28	-4.12
营业利润率(%)	32.55	22.41	23.87	32.06
净资产收益率(%)	5.35	4.28	9.81	--
资产负债率(%)	74.97	80.96	83.29	82.50
调整后全部债务资本化比率(%)	66.34	68.60	72.09	70.40
流动比率(%)	213.04	188.37	179.21	181.53
调整后全部债务/EBITDA(倍)	16.00	20.03	13.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.08	0.79	1.39	--
经营现金流动负债比(%)	-17.13	6.91	-4.17	--

注：2018 年一季报未经审计。

分析师

牛文婧　柳丝丝

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

[1] “17 北辰实业 MTN001”附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对北京北辰实业股份有限公司（以下简称“北辰实业”或“公司”）的评级反映了公司作为集房地产开发和物业持有于一体的综合性房地产企业，在股东背景、开发规模、品牌知名度等方面具有较强的行业竞争优势。跟踪期内，公司资产和收入规模大幅增长；开发项目主要分布在经济发达地区，土地储备充足；持有物业资产质量高，且具有较大增值空间。同时，联合资信也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司债务规模有所上升，未来存在一定的资本支出压力等因素可能给公司经营与发展带来的影响。

未来公司将继续坚持“开发+持有”的业务模式，执行低成本扩张、品牌扩张和资本扩张三大战略，随着存量项目陆续销售完毕、新增项目开发运营，公司整体信用状况有望保持良好。

公司经营活动现金流入量对“17 北辰实业 MTN001”的保障程度高。综合评估，联合资信确定维持北京北辰实业股份有限公司的主体长期信用等级为 AA^+，并维持“17 北辰实业 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司为北京市属控股上市公司，地产项目开发和会展项目运营经验丰富，具有较好的品牌效应。
2. 公司逐步扩大土地储备，持续推进新开发项目建设规模，在建项目规模较大，为其未来可持续发展奠定良好基础。
3. 公司预收款项规模较大，未来可结转收入较多。
4. 公司持有物业主要位于北京奥运核心区，地理位置优越，可为公司带来稳定的经营

现金流入，并且具有较大的增值空间。

关注

1. 政府及有关部门采取了一系列宏观调控措施，一定程度上对房地产企业在获得土地、项目开发建设、销售、融资等方面造成一定影响。
2. 公司存货占比较高，在建及拟建项目规模大，对去化能力提出更高要求。
3. 因经营需要，公司债务规模有所上升，存在一定债务压力

声　明

一、本报告引用的资料主要由北京北辰实业股份有限公司（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。

北京北辰实业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北辰实业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

北京北辰实业股份有限公司（以下简称“公司”或“北辰实业”）是由北京北辰实业集团有限责任公司(以下简称“北辰集团”)独家发起设立的股份有限公司。公司于 1997 年 4 月 2 日正式成立，成立时总股本为 11.60 亿股。公司于 1997 年 5 月向境外投资者发行股票（H 股）7.07 亿股，并在香港联合交易所有限公司挂牌上市（证券代码：0588.HK），发行后总股本增至 18.67 亿元。2006 年 10 月 16 日，公司向境内投资者发行了 15.00 亿股人民币普通股，并在上海证券交易所挂牌上市(证券代码：601588.SH)，发行后总股本增至 33.67 亿元。截至 2018 年 3 月底，公司总股本为 33.67 亿元，北辰集团持有公司 34.482%的股权，为公司第一大股东。公司最终实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。

公司主营业务包括出售开发产品业务、投资物业和酒店业务及零售商业业务等。

截至 2018 年 3 月底，公司本部下设董事会秘书处、规划发展部、战略运营部、计划财务部、法律事务部、工程监管部、审计部等 17 个职能部门。（参见附件 1）

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 799.80 亿元，所有者权益合计为 133.62 亿元（含少数股东权益 7.63 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 154.57 亿元，利润总额 18.05 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 799.75 亿元，所有者权益合计为 139.99 亿元（含少数股东权益 7.62 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.28 亿元，利润总额 2.47 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区北辰东路 8 号；法定代表人：贺江川。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2017 年 9 月 20 日发行了 13.20 亿元的“17 北辰实业 MTN001”，发行时票面利率为 5.14%，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期中期票据采用按年付息，到期一次性偿还本金的偿还方式，募集资金已按使用计划全部用于偿还金融机构借款。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17 北辰实业 MTN001	13.20	13.20	2017/9/20	2022/9/20

资料来源：联合资信整理

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，为我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 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（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，我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，我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，我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，一般贸易进出口占我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，我国对美国、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，我国对哈萨克斯坦、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。

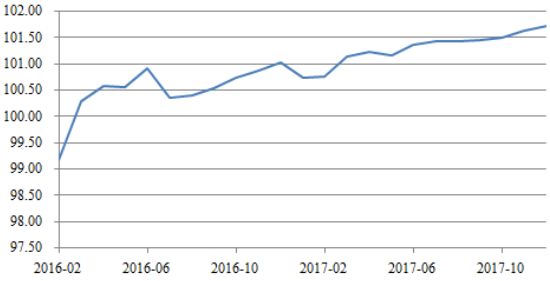
展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；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 年我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

1. 行业概况

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。

2. *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。

3. 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。

4. 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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司前五大股东分别为北京北辰实业集团有限责任公司、香港中央结算（代理人）有限公司、王府井集团股份有限公司、前海人寿保险股份有限公司-聚富产品和中航鑫港担保有限公司，持股比例分别为34.482%、20.390%、3.721%、3.029%和 2.185%，其中，北辰集团为北京市国资委全资二级子公司，北京市国资委为公司实际控制人。（参见附件 1）

2. 企业规模

公司为北京市属国有企业，其主营业务包括发展物业、投资物业（含酒店）及商业物业。

发展物业以立足北京、拓展京外为方针，近年来持续推进区域深耕和新城市拓展，逐步形成多区域多层级的全国规模化发展布局，开发产品类型涵盖高档住宅、别墅、公寓、保障房、写字楼、商业物业等多业态项目，并在大型、综合地产项目的开发中具有较强的专业能力和竞争力，公司自 2007 年起连续 11 年荣获中国房地产 TOP10 研究组评选的“中国复合地产专业领先品牌”称号。此外，公司持续坚持低成本扩张战略，采取多种形式稳步推进区域扩张，均衡区域布局。截至 2017 年底，公司房地产开发业务已进入北京、长沙、武汉、杭州、成都、南京、苏州、合肥、廊坊、重庆、宁波、无锡、海口、眉山等 14 个城市，共有拟建、在建项目 38 个，开发规模和市场占有率不断提升。

公司持有并经营的物业包括会展、酒店、写字楼、公寓和购物中心业态，面积逾 127 万平方米，其中 120 万平方米均位于北京奥运核心区。经营项目主要为国家会议中心、北京国际会议中心、北辰洲际酒店、北辰五洲皇冠国际酒店、北辰五洲大酒店、国家会议中心大酒店、北辰汇宾大厦、北辰汇欣大厦、北辰时代大厦、北辰世纪中心、北辰汇园酒店公寓等，京外项目为长沙北辰洲际酒店。公司作为全国最大的会展场馆运营商之一，拥有 20 余年的会展、酒店运营经验和国际化的专业运营服务能力，先后完成了以奥运会、APEC 会议、京交会、杭州 G20 峰会、“一带一路”国际合作高峰论坛为代表的一系列国家级、综合型、国际性会议的接待服务工作，具有较高的品牌认知度和影响力。

此外，公司近两年来持续拓展会展品牌输出工作，并于 2015 年底通过整合公司旗下会展、酒店、信息服务等产业资源，成立了北辰会展集团，不断强化会展产业新业务、新技术的外延扩张。其中会展、酒店的品牌经营和管理输出工作近年来成效显著，逐步形成了以委托管理为核心的多元化服务盈利模式。目前北

辰会展集团受托管理的会展与酒店项目累计达 17 个，实现受托管理会展场馆总面积 212 万平米，已成为国内管理场馆总面积最大的会展品牌企业。

七、管理分析

跟踪期内，公司部分董事、监事和高管人员发生变更。其中，2017 年 3 月，原副总经理李云因工作变动离职，董事会聘任董事会秘书郭川、总经理助理孙东樊为公司副总经理。2017 年 11 月，原副总经理刘焕波因个人年龄原因离职。2018 年 5 月，李长利、赵惠芝、刘建平和刘焕波于 2017 年年度股东大会之日退任执行董事，李云、陈德启、张文雷及郭川获选为执行董事；赵崇捷及宋忆宁于 2017 年年度股东大会之日退任由股东代表出任的监事，王建生及刘慧获选为由股东代表出任的监事。

跟踪期内，公司法人治理、管理水平等方面无重大变化；相关董事及监事人数仍符合证监会的监管要求，各项主要管理制度连续，整体管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括发展物业、投资物业（含酒店）和商业物业三大板块。其中，发展物业即公司房地产开发及销售业务，投资物业包括写字楼和公寓出租、酒店及会展业经营，商业物业包括购物中心、百货和超市业态，投资物业与商业物业并称持有物业。

营业收入方面，2017年公司主营业务收入为154.57亿元，同比增长57.58%。出售开发产品业务、投资物业和酒店业务是公司主营业务收入的重要来源，两者合计占比在95%以上。分板块看，出售开发产品业务收入逐年增长，占主营业务收入的比重也逐年提高，主要是公司房地产销售结转收入大幅增长所致，2017年该板块实现收入125.92亿元，同比增长78.21%，主要系长沙北辰三角洲项目、北京当代北辰悦MOMA项目和苏州北辰旭辉壹号院项目结算收入增加所致；公司投资物业和酒店业务收入小幅增长，但占主营业务收入的比重有所下降，2017年收入为25.99亿元；零售商业物业和其他业务收入少，对主营业务收入的贡献小。

毛利率方面，2017年公司整体毛利率为32.97%，同比小幅上升。其中，公司出售开发产品业务毛利率为26.97%，较上年提高4.34个百分点，主要由于房地产结算产品结构变化所致；公司投资物业和酒店业务2017年毛利率为62.05%，较上年小幅增长。

2018年1~3月，公司主营业务收入17.22亿元，同比下降43.17%，其中出售开发产品业务收入为11.32亿元，同比下降52.95%，主要系本期可结转面积减少所致；同期，公司综合毛利率为38.76%，较2017年有所上涨。2018年一月公司退出零售业务，未来该业务板块将不实现收入。

总体看，公司出售开发产品业务、投资物业和酒店业务对公司收入贡献大。跟踪期内，公司主营业务收入保持较好增长势头，整体盈利能力较强。

表2　公司2015~2018年一季度主营业务收入构成情况　（单位：亿元、%）

项目	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
出售开发产品业务	45.27	63.16	34.93	70.66	72.03	22.63	125.92	81.47	26.97	11.32	65.67	30.11
零售商业业务	2.32	3.24	38.94	1.87	1.91	34.23	1.53	0.99	39.28	0.01	0.08	-43.98
投资物业和酒店业务	23.22	32.39	60.19	24.45	24.92	59.46	25.99	16.82	62.05	5.66	32.85	57.40
其他业务	0.87	1.21	-17.96	1.12	1.14	-3.95	1.12	0.73	24.34	0.24	1.39	12.53

合计	71.68	100.00	42.60	98.09	100.00	31.73	154.57	100.00	32.97	17.22	100.00	38.76

资料来源：公司提供

2. 出售开发产品业务

公司出售开发产品业务主要分布在北京、长沙、武汉、杭州、成都、南京、苏州、合肥、廊坊、重庆、宁波、无锡、海口、眉山等14个城市。开发产品包括住宅、公寓、别墅、写字楼、商业等多业态项目。目前主要开发项目包括北辰三角洲、北辰中央公园、重庆悦来会展新城项目等。

表3 公司出售开发产品业务主要经营指标

（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工面积	66.93	222.95	300.96	80.70
开复工面积	276.35	446.65	647.85	614.48
竣工面积	52.65	103.57	139.06	0
合同销售面积	61.02	154.94	124.40	36.38
合同销售额（含车位）	73.41	226.14	222.75	56.24
合同销售均价	1.20	1.46	1.79	1.55
结转销售面积	34.74	63.05	93.70	6.14
结转销售额	45.27	70.66	125.92	11.32

资料来源：公司提供

经营指标方面，2017年公司加快了项目开发进度，新开工面积300.96万平方米，开复工面积647.85万平方米，竣工面积139.06万平方米，均较上年大幅增长。2017年受房地产调控政策影响，公司项目销售进度有所减缓，当期合同销售面积和合同销售额分别为124.40万平方米和222.75亿元，分别同比下降19.71%和1.50%；2017年公司合同销售均价为1.79万元/平方米，较2016年有所上升；结转方面，2017年公司结转销售面积和结转销售额分别为93.70万平方米和125.92亿元，分别同比增长48.61%和78.21%，主要受益于长沙三角洲项目和北京地区的部分项目竣工结转。

2018年1~3月，公司实现新开工面积80.70万平方米，同比增长116.30%，开复工面积614.48万平方米，同比上升61.54%；同期，公司实现合同销售面积36.38万平方米，合同销售额56.24亿元，分别同比上升35.80%和10.02%，结算面积6.14万平方米，结算金额11.32亿元，分别同比下降70.48%和53.05%。公司房地产业务受开发周期影响，竣工、结算具有季节性规律，根据项目开发计划和施工进度，本年一季度的竣工面积占全年的比例较低，相应结算收入较少。

在建项目方面，截至2017年底，公司共有25个新开工及在建项目，总建筑面积合计1379.77万平方米，在建建筑面积647.32万平方米，25个项目总投资额预计为1113.15亿元，2017年实际投资额为140.22亿元，随着项目的继续开发，公司资金投入规模较大，未来存在一定融资压力。

表4 截至2017年底公司在建项目情况 （单位：平方米、亿元）

序号	地区	项目	经营业态	项目进展	项目用地面积	项目规划计容建筑面积	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	总投资额	2017 年实际投资额
1	北京昌平	北辰红橡墅	别墅	在建	287500	150000	213700	116800	144300	24.07	2.08
2	北京顺义	当代北辰•悦MOMA	自住型商品房、两限房	在建	52800	109300	132500	90000	131100	23.47	0.50
3	湖南长沙	北辰三角洲	住宅、商业、写字楼等	在建	780000	3820000	5200000	1608300	3066100	330.00	25.00
4	湖南长沙	北辰中央公园	住宅	在建	336300	720000	906300	479400	285800	33.12	3.46
5	湖北武汉	北辰当代优+	住宅、商业	在建	104700	241100	313800	205900	205900	21.00	1.22
6	浙江杭州	蜀山项目	住宅、商业	在建	83900	235000	317500	317500	174600	28.30	3.51

7	浙江杭州	杭州顺发旭辉国悦府一期	住宅、商业	在建	41900	75000	108400	108400	108400	14.85	0.83
8	浙江杭州	杭州顺发旭辉国悦府二期	住宅、商业	在建	13400	23000	32600	32600	32600	4.90	0.34
9	江苏南京	北辰旭辉铂悦•金陵	住宅	在建	25300	70700	105000	105000	0	27.10	1.48
10	四川成都	北辰 朗诗南门绿郡	住宅、商业	在建	63600	158600	235100	235100	0	24.92	1.40
11	四川成都	北辰香麓	住宅、商业	在建	40400	96900	150800	150800	0	15.69	1.14
12	江苏苏州	苏州•北辰旭辉壹号院	住宅、商业	在建	178700	180500	296400	272500	169900	25.46	2.40
13	安徽合肥	北辰旭辉铂悦庐州府	住宅、商业	在建	141700	239000	348000	282000	0	43.00	2.08
14	四川成都	北辰南湖香麓	住宅	在建	88000	210000	299000	151700	0	22.35	1.40
15	浙江杭州	山阴路项目	住宅	在建	21900	48200	69900	69900	0	16.00	1.89
16	河北廊坊	龙河新区项目	住宅、商业	新开工	140700	296800	419200	180100	0	31.28	1.24
17	湖北武汉	北辰光谷里	商服用地	新开工	84200	337000	492000	357200	0	34.00	1.53
18	浙江杭州	湘湖项目	住宅、商业	新开工	57400	144000	209700	209700	0	5.50	1.20
19	浙江宁波	鄞奉片区项目	住宅	新开工	47300	137400	189700	189700	0	42.00	16.07
20	重庆渝北	悦来会展新城项目	住宅、商业	新开工	429100	918000	1163700	180000	0	104.00	14.97
21	江苏无锡	惠山天一新城项目	住宅	新开工	88000	196000	264900	126500	0	28.60	8.03
22	江苏无锡	洋溪河项目	住宅	新开工	137900	413800	555100	189100	0	46.79	5.95
23	浙江宁波	陈婆渡项目	住宅、商业	新开工	133000	292500	404800	404800	0	59.50	9.14
24	湖北武汉	临空港项目	住宅、商业	新开工	358100	716100	976000	237500	0	48.43	21.00
25	江苏苏州	吴中区50、51、69号地项目	住宅、商业	新开工	170000	268800	393600	172700	0	58.82	12.36
合计			--	--	**3905800**	**10097700**	**13797700**	**6473200**	**4318700**	**1113.15**	**140.22**

资料来源：公司年报

注：1、总投资额为项目的预计总投资额；

2、在建面积为时期累计数，包含当年竣工面积，故部分项目在建与竣工面积之和大于总建筑面积。

在售项目方面，截至2017年底，公司在售的房地产项目共有28个，分布在北京、长沙、武汉、杭州等城市，在售项目涵盖住宅、别墅、商业等多种业态，在售项目可供出售面积合计193.96万平方米，其中，已预售面积124.40万平方米。

表5　截至2017年底公司在售项目情况（单位：平方米）

序号	地区	项目	经营业态	可供出售面积	已预售面积
1	北京朝阳	北辰绿色家园	住宅及配套设施	2670	1627
2	北京昌平	北辰红橡墅	别墅	30299	16956
3	北京海淀	北辰香麓	住宅	11548	-
4	北京朝阳	北辰福第	商业、住宅及配套	14291	-
5	北京顺义	当代北辰•悦 MOMA	自住型商品房、两限房	9122	3199
6	北京顺义	北辰•墅院 1900	住宅	90060	38492
7	湖南长沙	北辰三角洲	住宅、商业、写字楼等	631963	342631
8	湖南长沙	北辰中央公园	住宅	130747	91029
9	湖北武汉	北辰当代优+	住宅、商业	80765	73712
10	浙江杭州	北辰蜀山项目	住宅、商业	83417	67487
11	浙江杭州	杭州顺发旭辉国悦府一期	住宅及配套商业	2174	2034
12	江苏苏州	苏州 北辰旭辉壹号院	住宅、商业	130596	98035

13	江苏南京	北辰旭辉铂悦 金陵	住宅	39583	37866
14	四川成都	北辰 朗诗南门绿郡	住宅、商业	79150	73137
15	浙江杭州	杭州顺发旭辉国悦府二期	住宅及配套商业	4873	4873
16	四川成都	北辰香麓	住宅、商业	34273	31993
17	安徽合肥	北辰旭辉铂悦庐州府	住宅、商业	91897	84389
18	湖北武汉	光谷里	商服用地	33320	33320
19	湖北武汉	临空港项目	住宅、商业	18062	15764
20	浙江杭州	山阴路项目	住宅	14640	8058
21	浙江杭州	湘湖项目	住宅、商业	49791	49346
22	四川成都	北辰南湖香麓	住宅	43446	40286
23	河北廊坊	龙河新区项目	住宅、商业	8430	1212
24	重庆渝北	悦来会展新城项目	住宅、商业	66722	7043
25	江苏无锡	惠山天一新城项目	住宅	34978	4361
26	江苏无锡	洋溪河项目	住宅	70204	32841
27	浙江宁波	鄞奉片区项目	住宅	31358	5561
28	浙江宁波	陈婆渡项目	住宅、商业	101226	78790
合计			--	**1939605**	**1244044**

资料来源：公司年报

注：1.已预售面积为项目期房预售建筑面积。
2.2017年销售面积为124万平方米、销售金额为223亿元、结算面积为94万平方米、结算金额为126亿元。

土地储备方面，公司采取低成本扩张的战略，聚焦存销比小、去化周期短、人口流入多、需求支撑强的一二线城市，以招拍挂、收并购等多种方式，加速多区域多层级的全国化布局。2017年公司分别在无锡、海口、武汉、成都及其周边竞得土地共计9宗，新增土地储备约194万平方米，其中权益土地储备约127万平方米。截至2017年底，公司已进入北京、长沙、武汉、杭州、成都、南京、苏州、合肥、廊坊、重庆、宁波、无锡、海口、眉山等14个城市，总土地储备935万平方米，共有拟建、在建项目38个，规划总建筑面积1763万平方米，形成了华北、华中、华东、西南等多板块布局。

表6　截至2017年底公司储备土地情况　（单位：平方米、%）

序号	持有待开发土地的区域	持有待开发土地的面积	规划计容建筑面积	是/否涉及合作开发项目	合作开发项目涉及的面积	合作开发项目的权益占比
1	北辰三角洲	1088900	3820000	否	-	100
2	北辰中央公园	141100	720000	是	367200	51
3	苏州 北辰旭辉壹号院	23900	180500	是	90300	50
4	北辰光谷里	134800	337000	是	171900	51
5	北辰南湖香麓	147300	210000	否	-	100
6	廊坊龙河新区项目	239100	296800	否	-	100
7	北辰旭辉铂悦庐州府	66000	239000	是	119500	50
8	武汉临空港项目	738500	716000	否	-	100
9	重庆悦来会展新城项目	983700	918000	否	-	100
10	无锡惠山天一新城项目	138400	196000	是	96000	49
11	无锡洋溪河项目	366000	413800	是	165500	40
12	海口西海岸南片区项目	278400	206000	否	-	100
13	双流航园路地块项目	112600	79800	否	-	100
14	天府新区仁寿 105 亩地块项目	112900	84000	否	-	100

15	天府新区仁寿 90 亩地块项目	200400	149800	否	-	100
16	武汉 131 地块项目	178300	127200	是	64900	51
17	北京北七家项目	284000	170400	是	86900	51
合计		**5234300**	**8864300**	-	**1162200**	-

资料来源：公司年报

注：1.规划计容建筑面积和合作开发项目涉及的面积为项目竞得时按出让条件计算的数据；
2.持有待开发土地面积为持有待开发土地的总建筑面积；
3.规划计容建筑面积为规划项目总计容建筑面积；
4.合作开发项目涉及的面积为合作项目所占权益的计容建筑面积；
5.公司总土地储备为935万平方米，权益土地储备为789万平方米，上述表格中的土地储备不包含在开发未销售项目。

总体看，公司房地产项目主要集中在需求支撑强的一二线城市，同时，在建面积和土地储备的规模较大，可支撑公司未来几年的发展需要。但考虑到 2016 年下半年以来，一二线城市限购政策的相继实施，公司 2017 年合同销售情况有所下滑，未来存在一定的去化压力。

3. 投资物业和酒店业务

公司投资物业和酒店主要位于北京奥运核心区，地理位置优越，物业包括 2 座会议中心、5 栋甲级写字楼、5 家高星级酒店和 13 栋服务式公寓等。

表 7 截至 2017 年底公司主要投资物业情况（单位：万平方米）

序号	物业名称	建筑面积	物业概况及定位
1	国家会议中心及配套项	53.40	其中国家会议中心主要承接国内外以会议为主、展会结合的大型会议、大中型展览项目及节庆活动。配套包括北辰世纪中心写字楼（甲级写字楼）、北辰洲际酒店（五星级）与国家会议中心大酒店（四星级），主要客户包括各类商务客人
2	北京国际会议中心	6.19	主要面向中小型会议及配套展览
3	北辰五洲皇冠国际酒店	5.70	五星级酒店，共 477 间客房；主要客户群体为商务散客和高端会议
4	北辰五洲大酒店	4.26	四星级酒店，共 538 间客房；主要为会议提供配套住宿服务，同时面向商务散客
5	北辰时代大厦	13.12	甲级写字楼，位于奥运商务核心，毗邻鸟巢与水立方等奥运标志建筑。配套包括名门多福百货和北辰购物中心生活广场，主要经营精品百货和精品超市，满足中高端消费需求
6	北辰汇园酒店公寓	18.48	共 13 栋酒店式公寓，采用高中低产品结构布局，长住、散客、会议不同客源市场细分的经营模式
7	北辰汇宾大厦	3.78	甲级写字楼，俯瞰奥运中心区及鸟巢，以中小户型为主
8	北辰汇欣大厦	4.75	甲级写字楼，系奥运区域内首批甲级写字楼之一，以中小户型为主
9	汇珍楼	0.63	商业出租物业，位于奥运商圈北辰购物中心南侧
10	长沙北辰洲际酒店	7.37	五星级酒店，共 391 间客房，主要面向商务散客

资料来源：公司提供

注：北辰时代大厦的建筑面积和经营收入均包含名门多福百货商业项目的建筑面积和经营收入。

公司投资物业和酒店业务收入主要由会议展览租金收入、写字楼租金收入、酒店经营收入和公寓租金收入构成。2017 年，因持有物业经营项目业绩持续提升，公司投资物业和酒店业务实现营业收入 25.99 亿元，同比增长 6.30%，实现税前利润 8.48 亿元，同比上升 8.21%。

此外，公司全力推进会展场馆拓展、酒店品牌的经营和管理输出，现已逐步形成了以受托管理为核心的多元化服务盈利模式，以及全国化、多城市延伸扩展的战略布局。2017 年，公司成功签约北京银丰北辰五洲皇冠酒店、大同北辰五洲皇冠行政公寓、泰州中国医药城会展中心、青岛国际会议中心等 6 个受托管理项目以及南通国际会展中心、西安浐灞生态区丝路国际会展中心等 6 个顾问咨询项目。截至 2017 年底，公司已进入全国 25 个城市，累计受托管理酒店 9 家，受托管理会展场馆 8 个，

实现受托管理会展场馆总面积 212 万平米，目前已成为国内管理场馆总面积最大的会展品牌企业。

总体看，公司持有的投资物业和酒店项目资产质量高，经营规模较大，跟踪期内经营业绩保持稳定增长。同时，公司积极推进品牌经营和管理输出，使公司会展业务专业化，为未来创造出新的盈利增长点。

4. 零售商业业务

公司零售商业业务主要包括北辰购物中心亚运村店和北辰绿色家园 B5 区商业，均位于北京奥运核心区域，地理位置较好。公司零售商业经营模式较为灵活，主要包含自营、联营、租赁等多种经营模式。近年来，受互联网电商的冲击及不断变化的居民消费需求影响，公司零售商业营业收入逐年下降，2015~2017 年分别为 2.32 亿元、1.87 亿元和 1.53 亿元。

表 8 截至 2017 年底公司主要商业物业情况

（单位：平方米、万元）

物业名称	建筑面积	经营方式
北辰购物中心亚运村店	30463	联营为主，出租、自营为辅
北辰绿色家园 B5 区商业	49689	出租

资料来源：公司提供

注：1.北辰绿色家园 B5 区商业自 2016 年 8 月整体出租给北京市上品商业发展有限责任公司；2.北辰购物中心亚运村店于 2018 年 1 月 8 日闭店

鉴于传统零售行业竞争日益加剧，为优化资本配置、进一步谋划商业物业转型升级，2017 年 11 月 10 日，经董事会审议通过，公司退出零售商业业务；2018 年 1 月 8 日，公司正式关闭零售商业分部运营的购物中心和超市。未来，公司零售商业业务将不形成收入，所持物业或将转为投资物业进行出租。

5. 经营效率

2015~2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈增长趋势，三年均值分别为 168.91 次、0.20 次和 0.19 次，其中 2017 年分别为 192.79 次、0.22 次和 0.21 次。公司整体经营效率一般。

6. 未来发展

公司坚持“轻资产运行、新经济支撑、低成本扩张、高端服务业发展”的战略发展方向，持续深化实施低成本扩张、品牌扩张和资本扩张三大战略，全力推动主营业务经营提升和规模发展，积极推进培育业务的研发和实施，不断增强公司可持续发展能力。

出售开发产品业务

发展策略方面，公司将以战略研究为先导，建立科学有效的投资拓展机制。围绕“巩固一线、加强二线、关注三线”扩张战略，在深耕已进入城市的同时，持续关注泛京津冀、关中、中原、山东半岛、珠三角等重点区域。通过公开竞买以及合作开发、收购兼并等多元化方式，合理扩充项目储备。此外，公司也将积极探索并尝试租赁、一级开发、棚户区改造项目的可行性，寻求拓展机会；项目运作方面，公司继续坚持快周转目标，准确把握操盘的重点、节奏和力度，大力推进重庆悦来壹号等大盘开发建设，打造产销衔接综合能力，实现大盘快周转；发展模式创新方面，公司将发挥房地产综合运营优势，加强地产与会展、健康养老、文创等新业务的融合发展，创新商业模式，拓展新型产业地产发展机会。

投资物业（含酒店）

公司将坚持实施品牌化、市场化、专业化、标准化发展策略，促进会展各实体企业间的资源共享和业务联动，实现资产规模效益和管理协同效应。此外，公司将坚持创新驱动，积极推进北辰会展的品牌管理输出和产业链延伸，通过大力培育会展主承办业务、推进互联网+业务落地实施、打造会展研究院高端智库服务品牌以及尝试以 PPP 方式建设经营会展项目等方式，不断探索会展产业链高附加值业务，做强北辰会展“软实力”，促进会展经济与新经济、新业务、新技术的高度融合与创新发展，努力实现重资产投资型业务与轻资产服务型

业务并行发展的格局。

商业物业

公司将融合大数据商业管理模式，积极探索适应经济发展新常态并符合公司整体战略的商业物业发展模式。

培育业务

公司将进一步结合主业资源和比较优势，在探索、调研、论证的基础上，加快推动培育业务取得突破。健康养老产业将加快研究探索可复制的北辰特色养老运营商业模式，继续推动新项目落地；文化创意产业将在前期开展业务定位及商业模式研究的基础上，将加快推进已有项目的落地实施，探索上游内容端、中游渠道端和下游产品端全方位发展的业务模式。

九、财务分析

公司提供了2017年合并财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2017 年公司合并范围新增子公司 7 家。2018 年一季度，公司合并范围新增子公司 3 家。总体看，合并范围的变化对公司影响较小，财务数据具有较好的可比性。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 799.80 亿元，所有者权益合计为 133.62 亿元（含少数股东权益 7.63 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 154.57 亿元，利润总额 18.05 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 799.75 亿元，所有者权益合计为 139.99 亿元（含少数股东权益 7.62 亿元）。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 17.28 亿元，利润总额 2.47 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 799.80 亿元，同比增长 24.31%，随着房地产项目开发的持续进行，存货规模快速增加，带动公司整体资产规模的大幅上升。从资产构成来看，流动资产占 87.41%，非流动资产占 12.59%，公司资产结构以流动资产为主，符合房地产行业特征。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产699.11亿元，同比增长24.55%，主要系存货规模快速增长所致。从构成来看，公司流动资产主要为存货（占75.17%）和货币资金（占15.58%）。

截至2017年底，公司货币资金为108.94亿元，同比增长34.90%，主要系公司本期经营收入增加所致。公司货币资金主要为银行存款（占99.99%），另有少量库存现金。银行存款中受限金额为10.48亿元，受限比例为9.62%，包括房地产开发项目工程建设合同履约担保金2.70亿元、住户按揭贷款保证金5.71亿元和购房款共管账户余额2.07亿元。总体看，公司货币资金充裕，受限比例较低。

截至2017年底，公司预付款项22.13亿元，同比下降30.81%，主要由于发展物业预付土地价款转入存货所致。从账龄来看，1年以内占98.70%，公司预付款项综合账龄较短。

截至2017年底，公司其他应收款账面原值为21.54亿元，计提坏账准备0.14亿元（计提比例为0.65%），其中对北京金恒生科技发展有限公司的应收款0.12亿元全额计提坏账，因债务人丧失偿债能力，该款项无法收回。截至2017年底，其他应收款账面净值为21.40亿元，同比增长16.87%。从账龄来看，1年以内占61.97%，1~2年占35.81%，2年以上占2.22%。从欠款单位来看，其他应收款期末金额前五名的公司分别为旭昭（香港）有限公司（应收关联方款项，12.65亿元）、南京宁康投资管理有限公司（应收关联方款项，2.94亿元）、深圳联新投资管理有限公司（应收第三方款项，2.25亿元）、成都朗铭置业有限公司（应收第三方款项，1.60亿元）和合肥旭辉企业管理有限公司（应收关联方款项，0.25亿元），其他应收款期末金额前五

名共占其他应收款期末余额的91.36%，欠款客户集中程度高。

截至2017年底，公司存货账面价值为525.52亿元，同比增长26.98%，主要由开发成本和开发产品构成。其中，开发成本账面余额为446.05亿元，占存货总额的84.86%，主要为在开发尚未竣工的地产项目；开发成本中期末存货金额较大的项目有长沙北辰三角洲项目（期末余额74.01亿元）、宁波堇天府（期末余额35.45亿元）、苏州观澜府（期末余额32.99亿元）和重庆北辰悦来壹号（期末余额31.93亿元）等。开发产品账面余额为79.05亿元，占存货总额的15.04%，主要为竣工未售项目；开发产品中期末存货余额较大的项目有长沙北辰三角洲项目（期末余额36.92亿元）、北京北辰墅院1900（期末余额12.80亿元）等。截至2017年底，公司共计提存货跌价准备0.12亿元。公司受限存货账面价值为308.19亿元（占存货总额的58.64%），受限比例较高。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产100.69亿元，同比增长22.62%，主要系长期应收款大幅增长所致。公司非流动资产主要由长期应收款（占比14.96%）、投资性房地产（占比49.97%）和固定资产（占比23.30%）构成。

截至2017年底，公司新增长期应收款15.07亿元，主要为应收一年以上合、联营公司借款增加所致，未计提坏账准备。

截至2017年底，投资性房地产账面原值为73.89亿元，主要为自持物业经营项目。公司采用成本模式对所有投资性房地产进行后续计量，逐年计提折旧和摊销（累计折旧与摊销23.57亿元），未计提减值准备。截至2017年底，公司受限投资性房地产账面价值为49.77亿元（占投资性房地产总额的98.91%），受限比例高。

截至2017年底，固定资产账面价值23.46亿元（账面原值为40.61亿元，累计折旧17.15亿元），主要为房屋建筑物，其中受限固定资产的账面价值为19.92亿元（占固定资产总额的84.91%），受限比例高。

截至2017年底，在建工程2.32亿元，较2016年增长2.26元，主要由于本期新增长沙国际健康城养老项目所致。

截至2017年底，公司递延所得税资产账面价值为6.21亿元，同比增长97.27%，主要系公司预提费用变动产生的应纳税暂时性差异增长所致。

截至2018年3月底，公司资产总额为799.75亿元，其中流动资产占比87.58%，非流动资产占比12.42%，较2017年底变化不大。

总体来看，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，资产构成较为稳定，符合房地产行业特点。流动资产中，货币资金充裕，存货规模大；非流动资产主要以投资性房地产和固定资产为主。公司资产受限比例较高，整体资产质量一般；同时，存货规模大，考虑到近年来房地产行业受政策影响景气度波动较大，公司存货仍面临一定的周转风险。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计为133.62亿元，同比增长9.08%，主要系未分配利润增长所致；归属于母公司的所有者权益为125.99亿元，其中实收资本占26.72%、资本公积占28.96%、盈余公积占6.94%、未分配利润占37.38%。

2017年，公司向全体股东每10股派息0.60元，现金分红2.02亿元，占当年归属于母公司净利润的17.72%。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计139.99亿元（含少数股东权益7.62亿元），较2017年底增长4.77%，基本保持稳定。

总体看，随着未分配利润增加，公司所有者权益略有增长，权益稳定性尚可。

负债

截至2017年底，公司负债合计666.18亿元，

同比增长27.89%，主要系流动负债增长所致。负债构成中流动负债占58.56%，非流动负债占41.44%，负债构成较2016年变化不大。

截至2017年底，公司流动负债390.10亿元，同比增长30.92%，主要由预收款项（占57.84%）和应付账款（占13.32%）和一年内到期的非流动负债（占15.97%）构成。

截至2017年底，公司短期借款7.00亿元，其中保证借款2.00亿元、信用借款5.00亿元。

截至2017年底，公司应付账款金额为51.97亿元，同比增长38.90%，主要为应付工程款项49.64亿元。

截至2017年底，公司预收款项金额为225.64亿元，同比增长22.96%，主要包括长沙北辰三角洲项目（39.41亿元）、杭州北辰蜀山项目（31.57亿元）、南京北辰旭辉铂悦金陵（31.91亿元）、合肥北辰旭辉铂悦庐州府（29.51亿元）等项目的预收售楼款。

截至2017年底，公司其他应付款金额为19.02亿元，主要由应付少数股东款项（1.07亿元）、应付关联公司款项（5.89亿元）、押金及保证金（3.91亿元）和应付诚意金（2.71亿元）构成。应付少数股东款项主要为部分子公司分别自其少数股东取得的往来款项，其中1.05亿元的借款利率为10.50%（该部分借款为有息借款，已调整至短期债务及相关指标计算），剩余款项不计息，上述款项均无固定还款期限且无任何抵押、质押或担保；应付关联公司款项主要是公司向合联营公司取得的往来款项，该款项不计利息且无固定还款期限。

截至2017年底，公司非流动负债276.08亿元，同比增长23.83%，主要由长期借款（占76.07%）、应付债券（占17.70%）和长期应付款（占5.72%）构成。

截至2017年底，长期借款金额为210.02亿元，同比增长24.63%，主要系公司为了缓解在建项目资金压力而增加抵押借款（期末余额为203.02亿元）所致。

截至2017年底，应付债券金额为48.88亿元，同比增长23.06%，主要系公司2017年发行中期票据所致。从到期时间分布来看，公司应付债券主要集中在2021年和2022年到期兑付，有一定集中偿付压力。

表 9　截至 2017 年底公司应付债券情况

（单位：亿元、%）

债券简称	期末余额	到期日	票面利率
14 北辰 01	5.95	2010/01/20	5.56
14 北辰 02	14.91	2022/01/20	5.20
16 北辰 02	14.92	2021/04/21	4.48
17 北辰实业 MTN001	13.11	2022/09/20	5.14

资料来源：公司年报

截至2017年底，公司长期应付款15.79亿元，同比增长7.97%，其中应付少数股东款项8.78亿元，期限2年，利率为同期同档国家基准利率上浮30%；应付北京市第三建筑工程有限公司7.01亿元，期限2年，利率为6.5%，无任何抵押、质押或担保。长期应付款均属于有息借款，已调整至长期债务及相关指标计算。

截至2018年3月底，公司负债合计659.77亿元，其中流动负债占58.49%，非流动负债占41.51%，负债结构较2017年底变化不大。

2015~2017年以及2018年3月底，公司“其他应付款”科目中少数股东借款金额分为别16.52亿元、7.90亿元、1.05亿元和1.51亿元，属于有息债务，将其调整至公司短期债务及相关指标计算；2016~2017年和2018年3月底，公司“长期应付款”科目属于有息债务，将其调整至公司长期债务及相关指标计算。2015~2017年，公司调整后全部债务规模快速增长，年均复合增长21.46%。截至2017年底，公司调整后全部债务345.05亿元，其中长期债务占79.61%、短期债务占20.39%，债务结构合理。截至2018年3月底，公司调整后全部债务为332.88亿元，较2017年底下降3.53%；其中长期债务占81.85%。

债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率均持续增长，上述三项指

标加权平均值分别为80.93%、69.89%和64.80%；截至2017年底，分别为83.29%、72.09%和67.27%；截至2018年3月底，上述三项指标分别为82.50%、70.40%、66.06%。公司存在一定债务压力。

总体看，跟踪期内公司房地产业务规模持续扩张，在建项目较多，开发资金需求带动负债规模继续增长；公司有息债务以长期债务为主，存在一定债务压力。

3. 盈利能力

公司营业收入快速增长，2017年为154.57亿元，同比增长57.24%，主要系地产业务带动所致。2017年公司营业成本为103.74亿元，同比增长54.91%。2017年，公司营业利润率为23.87%，同比增长1.46个百分点。

期间费用方面，随着公司业务规模的扩大，期间费用持续增长，2017年，公司期间费用共计18.93亿元，其中管理费用8.94亿元，同比增长28.21%，主要系公司员工薪酬支出增加所致；财务费用4.93亿元，同比增长15.52%，主要系融资成本增加所致；销售费用5.06亿元，同比下降6.32%，主要系广告费用减少所致。近年来，公司期间费用率持续降低，2017年为12.25%，期间费用控制能力有所增强。

非经营性损益方面，2017年，公司实现投资收益0.62亿元，较上年减少0.62亿元。2017年，公司实现营业外收入0.08亿元，较上年减少0.18亿元。公司投资收益、营业外收入规模均较小，对公司盈利水平影响很小。

2017年，公司实现利润总额18.05亿元，同比增长163.57%，主要系公司营业收入增加，而期间费用得到较好控制所致。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3.97%和9.81%，分别较上年上升1.33个百分点和5.53个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入17.28亿元，利润总额为2.47亿元；同期，公司营业利润率增长至32.06%。

总体看，跟踪期内，随着公司房地产业务的持续推进，整体经营规模不断扩大，盈利能力有所提升。

4. 现金流及保障

从经营活动看，2017年，受房地产调控政策影响，公司开发项目预售规模减少，公司经营活动现金流入209.28亿元，同比下降12.84%；由于公司支付的土地增值税、房产税等各项房地产开发相关税费的增加，公司经营活动现金流出225.56亿元，同比增长2.76%；公司经营活动现金流量净额由上年的净流入转为净流出态势，为净流出16.28亿元。近年来受项目开发和销售进度的影响，公司经营活动产生的现金流量净额波动较大。从收入实现质量看，公司现金收入比三年均值为162.67%，2017年为131.99%，较2016年大幅下降，主要系本期项目竣工结算规模较大所致。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入37.18亿元，同比增长103.22%；公司投资活动现金流出50.89亿元，同比增长166.68%；公司投资活动现金净额为-13.71亿元，呈现净流出增加态势，主要系2017年公司对合营企业和联营企业追加投资所致。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入191.41亿元，同比增长40.19%；公司筹资活动现金流出138.15亿元，同比下降2.84%；随着公司长期借款的大幅增加，筹资活动现金流量净额由上年的净流出转为净流入态势，为53.26亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额-4.12亿元，投资活动产生的现金流量净额2.84亿元，筹资活动产生的现金流量净额-15.68亿元。

总体看，2017年，公司经营活动现金流转为净流出状态，公司对合营企业和联营企业追加投资使投资活动现金流呈现净流出增加态势，外部融资需求较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，由于预收款项增长较多，公司流动比率和速动比率分别下降至179.21%和44.50%，截至2018年3月底上述指标分别为181.53%和40.56%，由于前期预付的土地款转入存货，速动比率继续下降。2017年，公司经营现金流动负债比为-4.17%。考虑到预收款项无需实际支付，且货币资金充裕，公司短期偿债风险不大。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA大幅增长至25.31亿元，使得公司EBITDA利息倍数增长至1.39倍，公司调整后全部债务/EBITDA倍数下降至13.64倍，EBITDA对利息和全部债务的保障能力均有所增加。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至2017年底，公司按照房地产行业的经营惯例为购房客户向银行申请发放的抵押贷款提供阶段性担保而形成，担保余额114.62亿元，公司无其他对外担保。

截至2017年底，公司获得银行授信额度共计200亿元，已使用额度为139亿元，剩余额度为61亿元，公司间接融资渠道较为畅通。同时，公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告》（银行版），截至2018年6月13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

基于对房地产行业发展趋势的基本判断，以及公司在地理区位、业务结构、土地储备和财务状况等方面因素的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

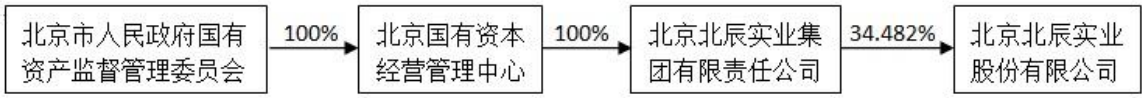
十、存续债券偿还能力分析

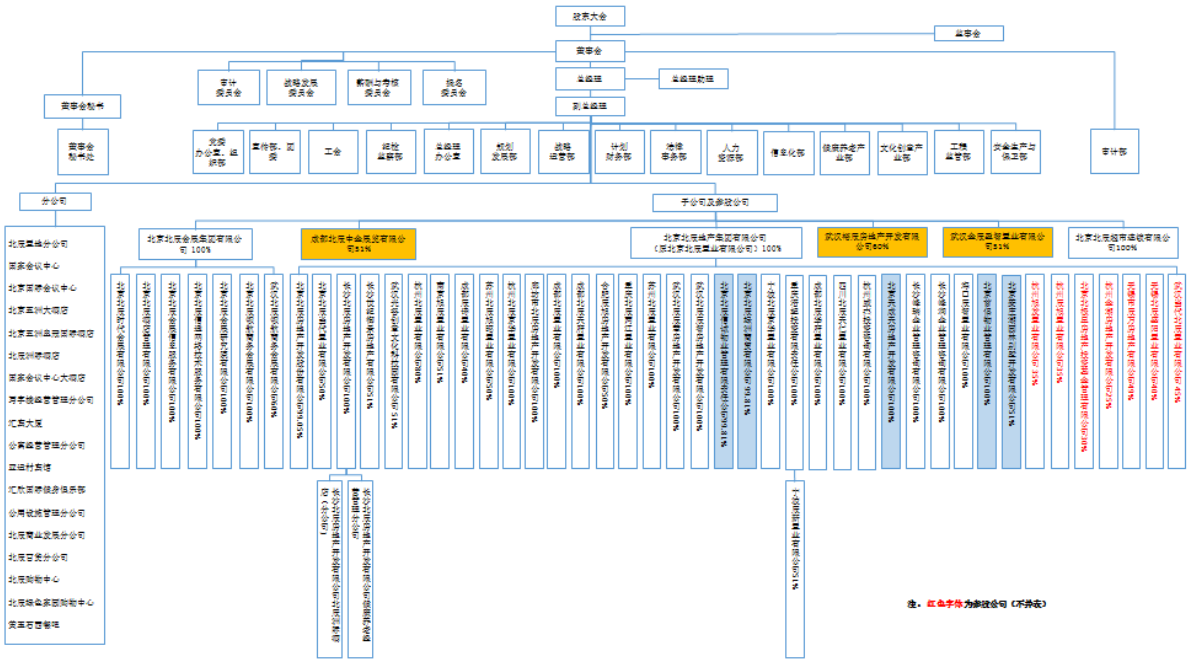
公司“17北辰实业MTN001”发行额度为13.20亿元。近三年公司经营活动现金流入量波动增长，三年均值为“17北辰实业MTN001”额度的14.77倍，其中2017年为“17北辰实业MTN001”额度的15.85倍。公司经营活动现金流量净额波动较大，且2017年表现为净流出，无法对“17北辰实业MTN001”形成保障。近三年公司EBITDA波动增长，三年均值为“17北辰实业MTN001”额度的1.48倍，其中2017年为1.92倍。总体看，公司经营活动现金流入量对“17北辰实业MTN001”的保障程度高。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持北京北辰实业股份有限公司的主体长期信用等级为AA^+，并维持“17北辰实业MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.75	80.76	108.94	93.96
资产总额(亿元)	474.13	643.41	799.80	799.75
所有者权益(亿元)	118.69	122.49	133.62	139.99
短期债务(亿元)	46.51	36.82	69.31	58.91
调整后短期债务(亿元)	63.02	44.72	70.36	60.42
长期债务(亿元)	170.85	208.24	258.90	258.79
调整后长期债务(亿元)	170.85	222.86	274.69	272.46
全部债务(亿元)	217.36	245.06	328.21	317.70
调整后全部债务(亿元)	233.88	267.58	345.05	332.88
营业收入(亿元)	71.86	98.30	154.57	17.28
利润总额(亿元)	8.64	6.85	18.05	2.47
EBITDA(亿元)	14.62	13.36	25.31	--
经营性净现金流(亿元)	-31.61	20.60	-16.28	-4.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	110.19	168.25	192.79	--
存货周转次数(次)	0.15	0.18	0.22	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.18	0.21	--
现金收入比(%)	124.07	239.55	131.99	295.07
营业利润率(%)	32.55	22.41	23.87	32.06
总资本收益率(%)	3.05	2.69	3.97	--
净资产收益率(%)	5.35	4.28	9.81	--
调整后长期债务资本化比率(%)	59.01	64.53	67.27	66.06
调整后全部债务资本化比率(%)	66.34	68.60	72.09	70.40
资产负债率(%)	74.97	80.96	83.29	82.50
流动比率(%)	213.04	188.37	179.21	181.53
速动比率(%)	44.58	49.48	44.50	40.56
经营现金流动负债比(%)	-17.13	6.91	-4.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.08	0.79	1.39	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	16.00	20.03	13.64	--

注：2018 年一季报未经审计。

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% （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。