信用等级公告

联合〔2019〕1497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”及“18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

二〇一九年六月十九日

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.lhratings.com

北京北辰实业股份有限公司跟踪评级报告

评级结果：

本次主体长期信用等级：AA+

上次主体长期信用等级：AA+

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+
18 北辰实业 MTN001	16.20 亿元	2021/12/3[2]	AA+	AA+

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

财务数据

项　　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	80.76	108.94	137.57	118.18
资产总额(亿元)	643.41	799.80	918.94	933.93
所有者权益(亿元)	122.49	133.62	168.44	177.48
短期债务(亿元）	44.72	70.36	94.69	102.41
长期债务(亿元）	222.86	274.69	248.01	252.86
全部债务(亿元)	267.58	345.05	342.69	355.28
营业收入(亿元)	98.30	154.57	178.64	50.43
利润总额(亿元)	6.85	18.05	28.00	12.20
EBITDA(亿元)	13.36	25.31	35.97	--
经营性净现金流(亿元)	20.60	-16.28	25.33	-30.61
营业利润率(%)	22.41	23.87	26.93	30.47
净资产收益率(%)	4.28	9.81	11.83	--
资产负债率(%)	80.96	83.29	81.67	81.00
全部债务资本化比率(%)	68.60	72.09	67.05	66.69
流动比率(%)	188.37	179.21	165.58	168.57
全部债务/EBITDA(倍)	20.03	13.64	9.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.79	1.39	1.68	--
经营现金流动负债比(%)	6.91	-4.17	5.05	--

注：1、其他应付款及长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务，2019 年 3 月底短期债务中其他应付款调整项用 18 年底数替代；2、截至 2018 年底和 2019 年 3 月底，所有者权益中永续债规模分别为 16.13 亿元和 16.36 亿元；3、2019 年一季报未经审计

[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，回售日为 2020 年 9 月 20 日

[2] 为首个赎回日，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回“18 北辰实业 MTN001

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维持较快增长；开发项目主要分布在经济发达地区，在建面积及土地储备规模较大；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。

公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续期内债券的保障程度较高。

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。

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”及“18 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. 公司新增土地储备主要位于强二线城市，土地储备较为充裕，整体区域分布情况较好。
3. 公司预收款项规模较大，未来可结转收入较多。

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

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。

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 2019 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。截至 2019 年 3 月底，北辰集团所持公司股票不存在质押或冻结情况。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 2019 年 3 月底，公司本部内设董事会秘书处、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 20 个职能部门（室）。（参见附件 1-2）

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 918.94 亿元，所有者权益合计为 168.44 亿元（含少数股东权益 16.27 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 178.64 亿元，利润总额 28.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 933.93 亿元，所有者权益合计为 177.48 亿元（含少数股东权益 17.11 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 50.43 亿元，利润总额 12.20 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”，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。“17 北辰实业 MTN001”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。

公司于 2018 年 12 月 3 日发行了 16.20 亿元的“18 北辰实业 MTN001”，于公司依照发行条款约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款约定赎回时到期，期限为 3+N 年期。“18 北辰实业 MTN001”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用于项目开发建设和偿还金融机构借款。

跟踪期内，“17 北辰实业 MTN001”正常付息，“18 北辰实业 MTN001”尚未到首个付息日。

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
18 北辰实业 MTN001	16.20	16.20	2018/12/3	2021/12/3

资料来源：联合资信整理

注：“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；2021 年 12 月 3 日为“18 北辰实业 MTN001”首个赎回日，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回“18 北辰实业 MTN001。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，我国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，我国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，我国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，我国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额

38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，我国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，我国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，我国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，我国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年我国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；我国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税

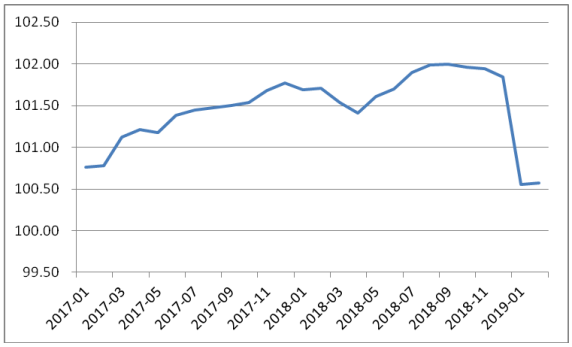
改革政策的实施背景下，我国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，我国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年我国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 1　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2. 土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况

较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1~9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

3. 政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3~5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。

上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名5市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为1年。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018年7月31日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了2018年下半年稳中求进的总基调。但同样在2018年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7月太原宣布取消二手房限售，12月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在2018年12月13日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019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、HKSCC NOMINEES LIMITED、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%、20.402%、3.721%、3.056%和2.185%，其中，北辰集团为北京市国资委全资子公司，北京市国资委为公司实际控制人。

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及投资物业（含酒店）。

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，其中包括住宅、公寓、别墅、写字楼、商业在内的多元化、多档次的物业开发和销售。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2018年底，公司开发项目覆盖了华北、华中、华东、西南等14个热点区域的重点城市，共有在建、在售项目45个，开发规模不断提升。

公司持有并经营的物业包括会展、酒店、写字楼、公寓等业态，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、五洲皇冠国际酒店、北京五洲大酒店、国家会议中心大酒店、汇宾大厦、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，具备会展、酒店领域的高端运营服务能力，具有较高的品牌认知度和影响力，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、厦门金砖会晤、中国-阿拉伯国家博览会、上合组织青岛峰会、中非合作论坛北京峰会、首届联合国

世界地理信息大会、第八届北京香山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。

公司于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。公司会展场馆及酒店品牌的经营和管理输出持续发力，已形成全国化、多城市延伸扩展的战略布局。2018年，北辰会展集团成功签约德清国际会议中心、石家庄国际会展中心、南通国际会展中心等3家会展场馆以及万全、怀安、南京等地的3家受托管理酒店，北辰会展品牌业内知名度显著提升。截至2018年底，北辰会展集团已进入全国19个城市，累计受托管理会展场馆11个，受托管理酒店15家，实现受托管理会展场馆总面积276万平方米，目前已成为国内对外输出运营管理会展场馆数量最多，整体规模最大，承办会议档次最高的会展运营企业。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事会、监事会进行换届选举，增补李云女士、陈德启先生、张文雷女士、郭川先生为公司执行董事，增补符耀文、董安生先生、吴革先生为公司独立董事；选举王建新先生、张金利先生、刘慧先生为公司监事会股东代表监事，选举颜景辉先生、张卫延先生为公司监事会职工代表监事，选举王建新先生为公司监事会主席。

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

公司主营业务原包括发展物业、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和超市业态，投资物业与商业物业并称持有物业。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。受此影响，2018年之后公司零售商业业务未形成收入，所持物业或将转为投资物业进行出租。

2016—2018年，公司主营业务收入实现较快增长，分别为98.09亿元、154.42亿元和178.58亿元，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，两者合计占比保持在96%以上。主营业务地区分布来看，2018年，北京地区实现收入36.12亿元，占全年主营业务收入的20.23%；南京地区实现收入29.31亿元，占全年主营业务收入的16.41%；杭州地区实现收入27.08亿元，占全年主营业务收入的15.16%；成都地区实现收入23.78亿元，占全年主营业务收入的13.32%；合肥地区实现收入21.39亿元，占全年主营业务收入的11.98%；长沙地区实现收入19.60亿元，占全年主营业务收入的10.98%。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%，主要来自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的结转收入增加。2018年，该板块实现收入151.33亿元，同比增长20.18%，主要系前期公司发展物业投资多地多项目均进入结算期，南京北辰旭辉铂悦金陵项目、杭州北辰蜀山项目、合肥北辰旭辉铂悦庐州府项目、苏州北辰旭辉壹号院项目和成都北辰朗诗南门绿郡等项目陆续结转所致。2016—2018年，公司投资物业和酒店业务收入小幅增长，

2018年为26.29亿元。公司其他业务收入少，对主营业务收入的贡献小。

毛利率方面，2016—2018年，公司整体毛利率分别为31.73%、32.82%和33.47%，2018年同比增长0.65个百分点，整体变化不大。其中，公司出售开发产品业务毛利率呈升上升趋势，近三年分别为22.63%、26.97%和28.89%，2018年同比提高1.92个百分点；公司投资物业和酒店业务毛利率近年来较为稳定，2018年为61.53%。

2019年1—3月，公司主营业务收入50.42亿元，同比大幅增长192.80%，其中出售开发产品业务收入为44.27亿元，同比增长291.08%，主要系受开发、结算周期影响，当期发展物业可结算产品面积增加所致；同期，公司综合毛利率为41.95%，较2018年增幅明显，主要系出售开发产品业务毛利率提升所致。2019年1—3月，出售开发产品业务毛利率较2018年度增长11.04个百分点，主要系当期结算收入中来自长沙地区收入占比高，长沙北辰三角洲等项目由于拿地时间早、土地成本较低，项目相应毛利率较高所致。

总体看，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2016~2019年一季度主营业务收入构成情况　（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019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	70.66	72.03	22.63	125.92	81.54	26.97	151.33	84.74	28.89	44.27	87.81	39.93
零售商业业务	1.87	1.91	34.23	1.53	0.99	39.28	--	--	--	--	--	--
投资物业和酒店业务	24.45	24.92	59.46	25.99	16.83	62.05	26.29	14.72	61.53	5.96	11.83	58.68
其他业务	1.12	1.14	-3.95	0.98	0.64	-1.49	0.96	0.54	-7.22	0.18	0.36	-14.46
合计	**98.09**	**100.00**	**31.73**	**154.42**	**100.00**	**32.82**	**178.58**	**100.00**	**33.47**	**50.42**	**100.00**	**41.95**

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。开发产品包括高档住宅、公寓、别墅、保障房、写字楼、商业等多业态项目。目前主要开发项目包括长沙北辰三角洲、长沙北辰中央公园、武汉蔚蓝城市、重庆悦来壹号、宁波堇天府、苏州观澜府等项目。

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年1—3 月
新开工面积	222.95	300.96	281.44	32.45
开复工面积	446.65	647.85	804.74	712.05
竣工面积	103.57	139.06	127.55	4.34
合同销售面积	154.94	124.40	181.40	18.60
合同销售额（含车位）	226.14	222.75	282.09	25.33
合同销售均价	1.46	1.79	1.56	1.36
结转销售面积	63.05	93.70	90.31	32.70
结转销售额	70.66	125.92	151.34	44.26

资料来源：公司提供

经营指标方面，2018年公司坚持快周转的运作目标，项目开发进度维持较快水平，新开工面积281.44万平方米，开复工面积804.74万平方米，竣工面积127.55万平方米，其中开复工面积较上年增长24.22%。2018年，公司加大项目去化，销售进度有所加快，当期合同销售面积和合同销售额分别为181.40万平方米和282.09亿元，分别同比增长45.82%和26.64%。其中长沙北辰三角洲项目连续多年保持长沙年度单盘销售桂冠，2018年实现合同销售金额52.47亿元；武汉蔚蓝城市项目、成都北辰南湖香麓项目全年多次推盘，均实现开盘即售罄，成为区域内最畅销楼盘，2018年分别实现合同

销售金额20.47亿元、17.19亿元；2018年公司合同销售均价为1.56万元/平方米，较2017年有所下降，主要系所售项目结构及区域变化所致；结转方面，2018年公司结转销售面积和结转销售额分别为90.31万平方米和151.34亿元，分别同比下降3.62%和增长20.18%，在结算项目中高房价产品占比较高带动下，结转销售额增幅较大。

2019年1—3月，公司实现新开工面积32.45万平方米，同比下降59.79%，开复工面积712.05万平方米，同比增长15.88%；同期，公司实现合同销售面积18.60万平方米，合同销售额25.33亿元，分别同比下降48.87%和54.96%，结算面积32.70万平方米，结算金额44.26亿元，分别同比增长432.32%和291.32%。

在建项目方面，截至2018年底，公司共有27个新开工及在建项目，总建筑面积合计1463.52万平方米，2018年在建建筑面积779.95万平方米，27个项目总投资额预计为1243.40亿元，2018年实际投资额为99.39亿元，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2018年底公司在建项目情况　（单位：平方米、亿元）

序号	项目	地区	经营业态	项目进展	总投资额	2018年实际投资额	用地面积	总建筑面积	规划计容建筑面积	2018年新开工面积	2018年在建建筑面积	2018年竣工面积	累计竣工面积
1	北京北辰红橡墅	北京昌平	别墅	在建	34.00	1.75	287500	213800	150000	--	69500	--	144300
2	北京当代北辰悦MOMA	北京顺义	自住型商品房、两限房	在建	23.47	0.98	52800	132500	109300	--	1400	--	131100
3	北京北辰墅院1900	北京顺义	住宅	在建	24.45	--	101200	213300	140000	--	5400	--	207900
4	长沙北辰三角洲	湖南长沙	住宅、商业、写字楼等	在建	330.00	18.85	780000	5200000	3820000	337900	1382900	443900	3510000
5	长沙北辰中央公园	湖南长沙	住宅	在建	48.00	6.81	336300	906300	720000	--	479400	169200	455000
6	武汉北辰当代优+	湖北武汉	住宅、商业	在建	21.00	2.35	104700	313800	241100	--	--	--	313800
7	武汉北辰光谷里	湖北武汉	商服用地	在建	33.94	3.46	84200	492000	337000	--	357200	--	--
8	武汉蔚蓝城市	湖北武汉	住宅、商业	在建	86.63	7.16	358000	976000	716000	386500	624000	--	--
9	武汉金地北辰阅风华	湖北武汉	住宅	在建	22.83	1.43	41800	182000	127000	182000	182000	--	--
10	武汉北辰孔雀洲	湖北武汉	住宅	在建	12.97	5.09	75200	220000	172800	220000	220000	--	--
11	杭州国颂府	浙江杭州	住宅	在建	16.06	2.28	21900	69900	48200	--	69900	--	--
12	杭州金湖都会艺境	浙江杭州	住宅、商业	在建	5.50	4.87	57400	209700	144000	--	209700	--	--
13	宁波北宸府	浙江宁波	住宅	在建	41.71	3.65	47300	189700	137400	--	189700	--	--
14	宁波堇天府	浙江宁波	住宅、商业	在建	59.50	2.68	133000	404800	292500	--	404800	--	--
15	苏州北辰旭辉壹号院	江苏苏州	住宅、商业	在建	28.78	0.94	178700	272400	180500	--	102500	102500	272400
16	苏州观澜府	江苏苏州	住宅、商业	在建	58.82	4.07	170000	392900	268800	220300	392900	--	--
17	无锡天一玖著	江苏无锡	住宅	在建	28.60	3.85	88000	255400	196000	129000	255400	--	--
18	无锡时代城	江苏无锡	住宅	在建	46.79	5.32	137900	532600	413800	343500	532600	--	--
19	成都北辰	四川	住宅、商	在	20.04	0.8	63600	236900	158600	--	236900	152700	152700

	朗诗南门绿郡	成都	业	建									
20	成都北辰香麓	四川成都	住宅、商业	在建	14.71	1.24	40400	150800	96900	--	150800	--	--
21	成都北辰南湖香麓	四川成都	住宅	在建	29.16	3.33	88000	299100	210000	--	299100	--	--
22	成都天麓御府	四川成都	住宅、商业	新开工	15.26	2.17	26600	120000	79800	120000	120000	--	--
23	四川国颂府	四川眉山	住宅、商业	新开工	27.18	0.69	129800	339000	233800	199200	199200	--	--
24	廊坊北辰奥园新城	河北廊坊	住宅、商业	在建	25.73	2.69	140700	419200	296800	98000	278100	--	--
25	合肥北辰旭辉铂悦庐州府	安徽合肥	住宅、商业	在建	42.14	2.84	141700	355700	239000	55500	333500	159300	159300
26	重庆悦来壹号	重庆渝北	住宅、商业	在建	100.66	7.27	429100	1274000	918000	408500	588500	--	--
27	海口西海岸项目	海南海口	住宅、商业	在建	45.47	2.82	106800	263400	206000	114100	114100	--	--
	合计	--	--	--	**1243.40**	**99.39**	**4222600**	**14635200**	**10653300**	**2814500**	**7799500**	**1027600**	**5346500**

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

资料来源：公司年报

在售项目方面，截至2018年底，公司在售的房地产项目共有29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，在售项目当期可供出售面积合计260.98万平方米，其中，已预售面积181.40万平方米。

表5　截至2018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	2018年可供出售面积	2018年签约面积
1	北京昌平	北京北辰红橡墅	别墅	13310	1595
2	北京顺义	北京当代北辰悦 MOMA	自住型商品房、两限房	5923	1020
3	北京顺义	北京北辰墅院 1900	住宅	51567	4340
4	湖南长沙	长沙北辰三角洲	住宅、商业、写字楼等	574492	432886
5	湖南长沙	长沙北辰中央公园	住宅	205896	166169
6	湖北武汉	武汉北辰当代优+	住宅、商业	8974	2771
7	湖北武汉	武汉北辰光谷里	商服用地	78304	41374
8	湖北武汉	武汉蔚蓝城市	住宅、商业	186187	180754
9	湖北武汉	武汉金地北辰阅风华	住宅	28024	12266
10	湖北武汉	武汉北辰孔雀洲	住宅	22470	21959
11	浙江杭州	杭州北辰蜀山项目	住宅、商业	15764	3649
12	浙江杭州	杭州国悦府	住宅、商业	140	140
13	浙江杭州	杭州璟悦府	住宅、商业	-	-
14	浙江杭州	杭州国颂府	住宅	39019	34041
15	浙江杭州	杭州金湖都会艺境	住宅、商业	79417	78090
16	浙江宁波	宁波北宸府	住宅	130443	25847
17	浙江宁波	宁波堇天府	住宅、商业	208040	195759
18	江苏南京	南京北辰旭辉铂悦金陵	住宅	1716	1559
19	江苏苏州	苏州北辰旭辉壹号院	住宅、商业	33627	33304
20	江苏苏州	苏州观澜府	住宅、商业	37134	815

21	江苏无锡	无锡天一玖著	住宅	155068	88341
22	江苏无锡	无锡时代城	住宅	241007	146531
23	四川成都	成都北辰朗诗南门绿郡	住宅、商业	10512	7484
24	四川成都	成都北辰香麓	住宅、商业	2143	599
25	四川成都	成都北辰南湖香麓	住宅	158457	140177
26	四川眉山	四川国颂府	住宅、商业	23488	9513
27	河北廊坊	廊坊北辰奥园新城	住宅、商业	55606	31504
28	安徽合肥	合肥北辰旭辉铂悦庐州府	住宅、商业	34036	29091
29	重庆渝北	重庆悦来壹号	住宅、商业	209069	122373
合计			--	**2609833**	**1813951**

注：已预售面积为项目期房预售建筑面积
资料来源：公司年报

土地储备方面，公司密切关注核心城市人口外溢带来的购房需求，采用土地招拍挂、合作开发等多种方式，持续深耕需求支撑力强的一、二线热点核心城市。2018年，公司分别在杭州、武汉、长沙、廊坊、成都竞得土地共计8宗，新增土地储备约146万平方米，其中权益土地储备约139万平方米。截至2018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846.11万平方米，权益土地储备753.03万平方米，形成了华北、华中、华东、西南等多板块布局。截至2018年底，公司持有待开发土地储备建筑面积403.94万平方米，较上年底有所下降，但整体土地储备规模仍较为充足；从城市分布情况看，以长沙、武汉和重庆等二线城市为主，其持有待开发的土地储备建筑面积占比分别为25.70%、27.27%和16.97%。

2019年1—3月，在土地储备方面，公司实现新增房地产储备14.70万平方米，总土地储备为848.97万平方米，权益土地储备为758.66万平方米。

表6　截至2018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	权益面积	合作开发项目的权益占比
1	北京北七家项目▲	250000	170400	是	87000	51
2	长沙北辰三角洲	751000	3820000	否	--	100
3	长沙北辰中央公园	141100	720000	是	367200	51
4	长沙 077 号地块项目▲	146000	107900	否	--	100
5	武汉北辰光谷里	134800	337000	是	171900	51
6	武汉蔚蓝城市	352000	716000	否	--	100
7	武汉 P067 号地块项目▲	177200	126200	否	--	100
8	武汉 P068 号地块项目▲	223700	158100	否	--	100
9	武汉 P164 号地块项目▲	213800	151400	否	--	100
10	杭州九堡项目▲	44400	25700	否	--	100
11	成都协和 017 号地块项目▲	225900	160300	否	--	100
12	四川国颂府	139800	233800	否	--	100
13	廊坊北辰奥园新城	141100	296800	否	--	100
14	廊坊 2018-4 号地块项目▲	241600	164800	否	--	100
15	合肥北辰旭辉铂悦庐州府	22200	239000	是	119500	50
16	重庆悦来壹号	685500	918000	否	--	100
17	海口西海岸项目	149300	206000	否	--	100

合计	4039400	8551400	-	745600	-

注：1.规划计容建筑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项目土地中未开发部分的建筑面积；
3.报告期内，公司总土地储备为846.11万平方米；权益土地储备为753.03万平方米，新增房地产储备146.40万平方米；
4. 加“▲”为报告期内新增房地产储备项目
资料来源：公司年报

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。考虑到 2018 年房地产市场调控政策密集出台，对公司未来项目去化及融资能力剔除更高要求。

3. 投资物业和酒店业务

公司持有并经营的物业包括会展、酒店、写字楼、公寓等业态，面积逾 127 万平方米，其中 120 万平方米均位于北京亚奥核心区。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、五洲皇冠国际酒店、北京五洲大酒店、国家会议中心大酒店、汇宾大厦、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。

表 7　截至 2018 年底公司主要投资物业情况（单位：平方米、万元）

序号	物业名称	地区	经营业态	出租房地产的建筑面积	出租房地产的租金收入	是否采用公允价值计量模式	公司所占权益
1	国家会议中心	北京朝阳区天辰东路 7 号	会议、展览	270000	67318	否	100%
2	北京国际会议中心	北京朝阳区北辰东路 8 号	会议、展览	56400	12682	否	100%
3	汇宾大厦	北京朝阳区北辰东路 8 号	写字楼	37800	6509	否	100%
4	汇欣大厦	北京朝阳区北辰东路 8 号	写字楼	40900	5339	否	100%
5	北辰时代大厦	北京朝阳区北辰东路 8 号	写字楼	132400	20127	否	100%
6	北辰世纪中心	北京朝阳区北辰西路 8 号	写字楼	149800	31666	否	100%
7	汇珍楼物业	北京朝阳区北辰东路 8 号	写字楼	4500	1611	否	100%
8	北京五洲大酒店	北京朝阳区北辰东路 8 号	酒店	42613	14587	否	100%
9	国家会议中心大酒店	北京朝阳区北辰西路 8 号	酒店	50200	11177	否	100%
10	五洲皇冠国际酒店	北京朝阳区北辰东路 8 号	酒店	60205	16316	否	100%
11	北辰洲际酒店	北京朝阳区北辰西路 8 号	酒店	60000	18069	否	100%
12	长沙北辰洲际酒店	湖南省长沙市开福区湘江北路 1500 号	酒店	79199	20091	否	100%
13	北辰汇园酒店公寓	北京朝阳区北辰东路 8 号	公寓	179662	27448	否	100%
14	北辰绿色家园 B5 区商业	北京朝阳区北苑路甲 13 号	商业	49689	3278	否	100%

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、出租房地产的建筑面积为项目的总建筑面积；3、出租房地产的租金收入为项目的经营收入；4、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
资料来源：公司提供

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。2018 年，投资物业和酒店业务实现营业收入 26.29 亿元，同比增长 1.15%，实现税前利润人民币 8.84 亿元，同比上升 4.27%。2019 年 1—3 月，就持有型物业而言，会议中心业态，项目总建筑面积 32.88 万平方米，实现总经营收入 1.44 亿元；写字楼业态，项目总建筑面积 44.84 万平方米，实现总经营收入 1.95 亿元；酒店业态，项目总建筑面积 28.43 万平方米，实现总经营收入 1.63 亿元；公寓业态，项目总建筑面积 18.43 万平方米，实现总经营收入 0.60 亿元。

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。2018 年，北辰会展集团成功签约德清国际会议中心、石家庄国际会展中心、南通国际会展中心等 3 家会展场馆以及万全、怀安、南京等地的 3 家受托管理酒店，北辰会展品牌业内知名度显著提升。截至 2018 年底，北辰会展集团已进入全国 19 个城市，累计受托管理会展场馆 11 个，受托管理酒店 15 家，实现受托管理会展场馆总面积 276 万平方米，目前已成为国内对外输出运营管理会展场馆数量最多，整体规模最大，承办会议档次最高的会展运营企业；会展主承办业务取得突破性进展，为会展产业链上游业务顺利开展打开了良好局面。

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. 经营效率

2016—2018 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整体均呈增长趋势，三年均值分别为 194.94 次、0.21 次和 0.20 次，2018 年分别为 206.91 次、0.21 次和 0.21 次。公司整体经营效率一般。

5. 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，在地产快开发、会展稳运营的基础上，推动传统业务的经营提升和创新业务的开拓发展，坚持高质量发展导向，加快将公司建设成为全国一流的复合地产品牌企业和全国最具影响力的会展品牌企业。

出售开发产品业务

发展策略方面，在深入研讨城市社会发展及房地产市场经济的基础上，通过公开竞买、合作开发、收购兼并等多种路径，科学审慎丰富项目储备资源，逐步实现纵向深耕、横向拓展的规模化扩张；项目运作方面，在既谋发展又控风险的基础上，顺应政策导向和市场需求，加大快销产品的配置力度，广泛推行产品、流程标准化体系，提升项目开发、投资周转速度；发展模式创新方面，以房地产为载体，充分发挥复合型地产的运营优势，通过与会展、健康养老、文化创意等业务的有机融合，构建公司多业态相互支撑、相互促进的一体化发展格局。

投资物业（含酒店）

公司将进一步加快产业服务升级和创新驱动步伐，不断完善产业链条，巩固行业领军地位。一方面，继续做优做强重资产持有型业务。在坚持常态化提质增效的基础上，不断提高专业化水平和服务能力，全面提升经营效能，同时增强多业态联动融合，努力打造以品牌和多业态智能联动为主要特征的现代综合物业服务集群。另一方面，加速推进、创新轻资产服务型业务。大力推动服务专业化、标准化工作，不断扩大会展及酒店场馆受托管理业务的市场占有率，努力实现会展主承办业务的稳步增长，做强会展研究和咨询业务子品牌。

培育业务

健康养老方面，公司通过长沙北辰欧葆庭国际颐养中心及国际健康城项目的开业运营，导入国际化标准的养老照护体系，不断丰富养老机构项目管理经验，增强专业化人才体系建设，培育具有北辰特色的养老品牌。同时，加大对养老行业的现状研讨和前景分析，积极探索出符合中国国情的可持续的北辰养老地产发展模式，努力打造国内一流的养老服务品牌。文化创意方面，公司将加强对文化创意产业的科学分析和系统梳理，借鉴文化创意产业聚集区的成功案例，加快项目落地实施。

九、财务分析

公司提供了2016—2018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2019年一季度财务数据未经审计。

从合并范围来看，2016 年，公司合并范围新增子公司 10 家，不再纳入合并范围子公司 1 家。2017 年公司合并范围新增子公司 7 家。2018 年公司合并范围新增子公司 9 家。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围共有子公司 51 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 2018 年底，公司合并资产总额为 918.94 亿元，所有者权益合计为 168.44 亿元（含少数股东权益 16.27 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 178.64 亿元，利润总额 28.00 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额为 933.93 亿元，所有者权益合计为 177.48 亿元（含少数股东权益 17.11 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 50.43 亿元，利润总额 12.20 亿元。

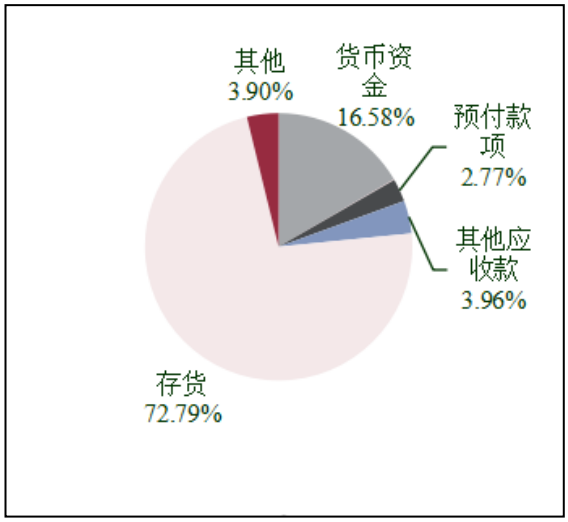
1. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 19.51%。截至 2018 年底，公司资产总额 918.94 亿元，同比增长 14.90%，随着房地产项目开发的持续进行，公司预售房款及存货规模快速增加，带动公司整体资产规模的上升。从资产构成来看，流动资产占 90.30%，非流动资产占 9.70%，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

2016—2018年，公司流动资产快速增长，年均复合增长21.59%。截至2018年底，公司流动资产829.78亿元，同比增长18.69%，主要系货币资金及存货规模增长所致。从构成来看，公司流动资产主要为存货（占72.79%）和货币资金（占16.58%）。

图 2 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2016—2018年，公司货币资金快速增长，年均复合增长30.52%。截至2018年底，公司货币资金为137.57亿元，同比增长26.27%，主要系公司本期预售房款增加所致。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19.05亿元，受限比例为13.85%，包括房地产开发项目工程建设合同履约担保金4.81亿元、住户按揭贷款保证金12.63亿元和购房款共管账户余额1.61亿元。总体看，公司货币资金充裕，受限比例较低。

2016—2018年，公司预付款项波动下降，年均复合下降15.20%。截至2018年底，公司预

付款项23.00亿元，同比增长3.93%，变化不大。从账龄来看，1年以内占99.49%，超过一年的预付款项主要为尚未达到结算条件的预付工程款项，公司预付款项综合账龄较短。

2016—2018年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长34.03%。截至2018年底，公司其他应收款余额32.89亿元，同比增长53.71%。其构成主要为应收关联方款项（13.73亿元）和应收少数股东款项（17.43亿元），应收少数股东款项为公司部分子公司为少数股东提供的资金往来款，该款项不计息且无固定还款期限。截至2018年底，计提坏账准备0.19亿元。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四川新希望房地产开发有限公司（应收第三方款项，14.46亿元）、旭昭（香港）有限公司（应收关联方款项，10.15亿元）、南京宁康投资管理有限公司（应收关联方款项，3.33亿元）、深圳联新投资管理有限公司（应收第三方款项，1.65亿元）和成都朗铭置业有限公司（应收第三方款项，1.17亿元），其他应收款期末金额前五名共占其他应收款期末余额的93.52%，欠款客户集中程度高。

2016—2018年，公司存货快速增长，年均复合增长20.80%。截至2018年底，公司存货账面价值为603.96亿元，同比增长14.93%，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514.82亿元，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北京北七家项目（期末余额68.93亿元）、长沙北辰三角洲项目（期末余额60.49亿元）、宁波堇天府（期末余额39.66亿元）、宁波北宸府项目（期末余额30.57亿元）、苏州观澜府（期末余额34.43亿元）、重庆悦来壹号（期末余额38.38亿元）和武汉蔚蓝城市（期末余额29.11亿元）等。开发产品账面余额为91.04亿元，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54.03亿元）、北京北辰墅院1900（期末余额10.75亿元）等。截至2018年底，公司共计提存货跌价准备2.39亿元，主要为针对开发成本计提，2018年底，综合考虑房地产项目所在地的市场状况，项目自身的定位、开发及销售计划等因素，公司对项目可变现净值进行了减值测试，对成本高于其可变现净值的存货计提存货跌价准备。公司受限存货账面价值为203.65亿元（占存货总额的33.72%），受限比例一般。

表 8　截至 2018 年底公司开发成本情况

（单位：亿元）

项目名称	所在地	账面价值
北京北辰红橡墅	北京	10.11
北京西三旗土地	北京	0.01
北京当代北辰悦 MOMA	北京	0.49
长沙北辰三角洲	长沙	60.49
长沙北辰中央公园	长沙	11.20
杭州国颂府	杭州	10.07
宁波北宸府	宁波	30.57
宁波堇天府	宁波	39.66
成都北辰朗诗南门绿郡	成都	6.76
成都北辰南湖香麓	成都	16.39
苏州北辰旭辉壹号院	苏州	2.58
苏州观澜府	苏州	34.43
汉北辰光谷里	武汉	12.11
廊坊北辰奥园新城	廊坊	11.12
重庆悦来壹号	重庆	38.38
合肥北辰旭辉铂悦庐州府	合肥	16.26
武汉蔚蓝城市(武汉辰慧)	武汉	18.72
武汉蔚蓝城市(武汉辰智)	武汉	29.11
四川国颂府	眉山	14.03
成都天麓御府	成都	11.00
海口西海岸项目	海口	27.06
北京北七家项目	北京	68.93
武汉金地北辰阅风华	武汉	15.75
武汉北辰孔雀洲	武汉	5.95
杭州九堡项目	杭州	7.09
长沙 077 号地块项目	长沙	4.41
廊坊 2018-4 号地块项目	廊坊	9.65
合计	--	**512.45**

资料来源：公司财务报告

表 9　截至 2018 年底公司主要开发产品情况

（单位：亿元）

项目名称	账面价值
北京北辰香麓	1.94
北京碧海方舟	0.35
北京北辰福第	1.06
北京香山清琴	0.37
长沙北辰三角洲	54.03
北京北辰墅院 1900	10.75
北京北辰红橡墅	2.78
长沙北辰中央公园	4.57
北京当代北辰悦 MOMA	1.04
苏州北辰旭辉壹号院	0.62
杭州北辰蜀山项目	3.80
成都北辰朗诗南门绿郡	1.58
成都北辰香麓	4.41
南京北辰旭辉铂悦金陵	0.33
合肥北辰旭辉铂悦庐州府	3.40
合计	**91.03**

资料来源：公司财务报告

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产波动中有所增长，年均复合增长4.20%。截至2018年底，公司非流动资产89.17亿元，同比下降11.45%，主要系长期应收款减少所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占比54.41%）、固定资产（占比28.97%）和递延所得税资产（占比9.70%）构成。

截至2018年底，公司长期应收款1.10亿元，同比下降92.68%，主要系应收关联方款项大幅减少所致，计提坏账准备25.48万元。

2016—2018年，公司投资性房地产有所下降，年均复合下降3.05%。截至2018年底，投资性房地产账面原值为73.90亿元，同比变化不大，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25.39亿元），未计提减值准备。截至2018年底，公司受限投资性房地产账面价值为47.90亿元（占投资性房地产总额的98.72%）。

2016—2018年，公司固定资产有所波动，年均复合增长2.82%。截至2018年底，固定资产账面价值25.83亿元（账面原值为43.64亿元，累计折旧17.80亿元），主要为房屋建筑物，其中受限固定资产的账面价值为19.36亿元（占固定资产总额的74.95%）。

2016—2018年，公司递延所得税资产快速增长，年均复合增长65.67%。截至2018年底，公司递延所得税资产账面价值为8.65亿元，同比增长39.14%，主要系内部交易未实现利润产生的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至2018年底，公司受限资产账面价值合计289.96亿元；其中，货币资金19.05亿元、存货203.65亿元、固定资产19.36亿元、投资性房地产47.90亿元。受限资产占固定资产总额的比例为31.55%，受限比例一般。

表 10　截至 2018 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

名称	受限金额
货币资金	19.05
存货	203.65
固定资产	19.36
投资性房地产	47.90
合计	**289.96**

资料来源：公司财务报告

截至2019年3月底，公司资产总额为933.93亿元，较2018年底增长1.63%，变化不大。其中流动资产占比90.65%，非流动资产占比9.35%，较2018年底变化不大。截至2019年3月底，公司一年内到期的非流动资产0.44亿元，较2018年底下降62.78%，主要系合联营公司偿还往来款所致；长期应收款0.46亿元，较2018年底下降57.87%，主要系合联营公司提前偿还往来款所致。

总体来看，跟踪期内，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。公司资产受限比例一般，整体资产质量较好；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

2016—2018年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长17.26%。截至2018年底，公司所有者权益合计为168.44亿元，同比增长26.06%，主要系其他权益工具和未分配利润增长所致；归属于母公司的所有者权益为152.17亿元，其中实收资本占22.13%、资本公积占23.98%、盈余公积占6.23%、未分配利润占37.09%。截至2018年底，公司其他权益工具16.13亿元，系公司于2018年12月发行的永续债“18北辰实业MTN001”，金额为16.20亿元。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计177.48亿元（含少数股东权益17.11元），较2018年底增长5.37%，增长主要来自未分配利润的增加。

总体看，跟踪期内，随着永续债的发行和未分配利润增加，公司所有者权益快速增长，权益稳定性尚可。

负债

2016—2018年，公司负债规模快速增长，年均复合增长20.03%。截至2018年底，公司负债合计750.50亿元，同比增长12.66%，主要系流动负债增长所致。负债构成中流动负债占66.77%，非流动负债占33.23%，流动负债占比较2017年有所增加。

2016—2018年，公司流动负债快速增长，年均复合增长29.69%。截至2018年底，公司流动负债501.13亿元，同比增长28.46%，主要由应付账款（占13.42%）、合同负债（占56.76%）和一年内到期的非流动负债（占16.49%）构成。

2016—2018年，公司短期借款波动增长，年均复合增长18.75%。截至2018年底，公司短期借款11.00亿元，其中保证借款3.00亿元、信用借款8.00亿元。

2016—2018年，公司应付账款快速增长，年均复合增长34.07%。截至2018年底，公司应付账款金额为67.25亿元，同比增长29.41%，主要为应付工程款项65.61亿元。

2016—2018年，公司预收款项波动下降，年均复合下降87.73%。截至2018年底，公司预收款项金额为2.76亿元，同比下降98.78%，主要系于2018年起，开发项目预收款以及其他款项由预收款项转入合同负债核算所致。截至2018年底，公司预售款项全部为预收租赁款。

截至2018年底，公司合同负债284.45亿元，其中开发项目预收款283.29亿元，其中余额较大的项目有长沙北辰三角洲（78.33亿元，预售比例83%）、宁波堇天府（62.53亿元，预售比例91%）、武汉蔚蓝城市（19.66亿元，预售比例99%）、合肥北辰旭辉铂悦庐州府（17.08亿元，预售比例80%）、成都北辰南湖香麓（19.00亿元，预售比例92%）和杭州国颂府（13.29亿元，预售比例89%）等。

2016—2018年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降3.49%。截至2018年底，公司其他应付款金额为19.06亿元，主要由应付少数股东款项（2.92亿元）、应付关联公司款项（6.21亿元）和押金及保证金（4.55亿元）构成。应付少数股东款项主要为部分子公司分别与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且无任何抵押、质押或担保。

2016—2018年，公司非流动负债波动中有所增长，年均复合增长5.76%。截至2018年底，公司非流动负债249.38亿元，同比下降9.67%，主要由长期借款（占65.63%）、应付债券（占13.65%）和长期应付款（占20.18%）构成。

2016—2018年，公司长期借款波动幅度较大，年均复合下降1.45%。截至2018年底，长

期借款金额为163.66亿元，同比下降22.07%，其构成主要为抵押借款（156.66亿元）。2018年，公司长期借款的年利率区间为4.41%至8.20%。

2016—2018年，公司应付债券波动中有所下降，年均复合下降7.44%。截至2018年底，应付债券金额为34.03亿元，同比下降30.38%，主要系2016年公司债转入一年内到期所致。从到期时间分布来看，2022年集中兑付金额较大，有一定集中偿付压力。

表 11　截至目前公司存续债券情况

（单位：亿元、%）

债券简称	期末余额	到期日	票面利率
14 北辰 01	5.99	2020/01/20	5.65
14 北辰 02	15.00	2022/01/20	5.20
17 北辰实业 MTN001	13.20	2022/09/20	5.14
18 北辰实业 MTN001	16.20	2021/12/3	5.65
16 北辰 01	3.60	2021/4/21	4.48
19 北辰 F1	12.00	2024/04/16	4.80

注：“14 北辰 02”附第 5 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2020 年 1 月 20 日；“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，回售日为 2020 年 9 月 20 日；2021 年 12 月 3 日为“18 北辰实业 MTN001””首个赎回日，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回“18 北辰实业 MTN001”；“19 北辰 F1”票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2022 年 4 月 16 日

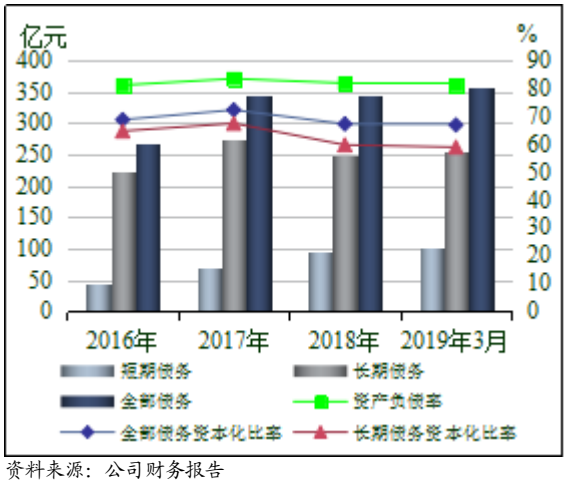
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2016—2018年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长85.46%。截至2018年底，公司长期应付款50.32亿元，同比增长218.56%。其中应付少数股东款项40.47亿元，为公司子公司自少数股东取得的股东借款，借款期限均为两年，其中：32.70亿元的借款利率为6.5%；7.76亿元的借款利率为7%，均无任何抵押、质押及担保；“天风-北辰长沙洲际酒店资产支持专项计划”余额9.85亿元。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2019年3月底，公司负债合计756.45亿元，较2018年底变化不大；其中，流动负债占66.39%，非流动负债占33.61%，负债结构较2017年底变化不大。

有息债务方面，将“其他应付款”科目中少数股东借款中有息部分调整至公司短期债务及相关指标计算，将“长期应付款”科目调整至公司长期债务及相关指标计算。2016—2018年，公司全部债务规模波动中有所增长，分别为267.58亿元、345.05亿元和342.69亿元。截至2018年底，公司全部债务同比略有下降，其中短期债务占27.63%、长期债务占72.37%，债务结构合理。截至2019年3月底，公司全部债务为355.28亿元，较2018年底增长3.67%；其中长期债务占71.17%。

图3 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

债务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率呈小幅波动增长趋势，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率呈小幅波动下降趋势，近三年加权平均值分别为82.02%、68.87%和62.87%；2018年分别为81.67%、67.05%和59.55%，同比分别下降1.62个、5.04个和7.72个百分点；截至2019年3月底，上述三项指标分别为81.00%、66.69%、58.76%。公司存在一定债务压力。

截至 2019 年 3 月底，公司其他权益工具余额为 16.36 亿元，系公司发行的永续债，若将其作为有息债务予以考虑，截至 2019 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将分别上升至 82.75%、69.76%和 62.56%。

总体看，跟踪期内，若将计入所有者权益

的永续债发行规模考虑在内，公司有息债务规模呈小幅增长趋势，以长期债务为主，结构合理，2021—2022年有一定集中兑付压力。

3. 盈利能力

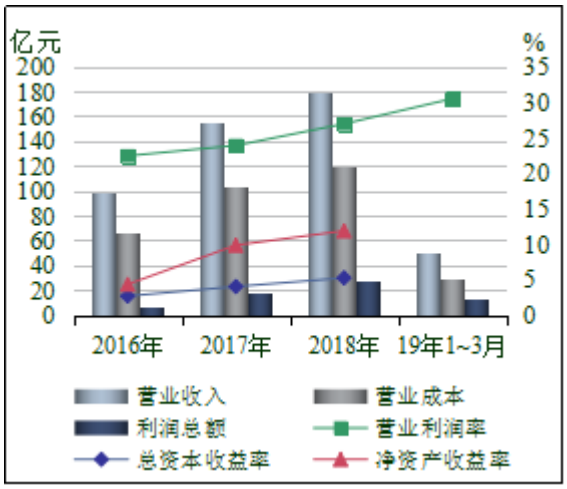
2016—2018 年，公司营业收入维持较快增长，年均复合增长 34.81%。2018 年，营业收入为 178.64 亿元，同比增长 15.58%，主要系地产业务带动所致。2016—2018 年，公司营业成本亦快速增长，年均复合增长 33.20%，略低于同期营业收入增速，2018 年公司营业成本为 118.82 亿元，同比增长 14.53%。近三年，公司营业利润率呈逐年增长趋势，2018 年为 26.93%，同比增长 3.05 个百分点。

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，2016—2018 年分别为 16.64 亿元、18.93 亿元和 19.43 亿元，2018 年同比增长 2.67%。从构成来看，2018 年管理费用 8.90 亿元、财务费用 5.46 亿元、销售费用 5.08 亿元。近年来，公司期间费用率持续降低，2018 年为 10.88%，期间费用控制能力有所增强。

非经营性损益方面，2016—2018 年，公司确认资产减值损失分别为 9286.00 元、0.12 亿元和 2.36 亿元，2018 年规模较大，主要系公司个别房地产开发项目受当地限价政策影响，计提存货跌价损失所致。近三年，公司实现投资收益分别为 1.24 亿元、0.62 亿元和 1.90 亿元，2018 年同比大幅增长，其中按权益法核算的长期股权投资收益 1.16 亿元，关联方贷款利息收入 0.74 亿元。近年来公司实现营业外收入规模始终较小，2018 年为 0.20 亿元，主要为赔偿及违约金收入。

2016—2018 年，公司实现利润总额快速增长，分别为 6.85 亿元、18.05 亿元和 28.00 亿元，2018 年同比增长 55.10%，主要系公司营业收入增加，而期间费用得到较好控制所致。

图4 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2016—2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率均呈逐年增长趋势，近三年加权平均值分别为 4.31%和 9.72%，2018 年分别为 5.19%和 11.83%，分别较上年增长 1.22 个百分点和 2.02 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 50.43 亿元，同比增长 191.84%；利润总额为 12.20 亿元；同期，公司营业利润率增长至 30.47%。

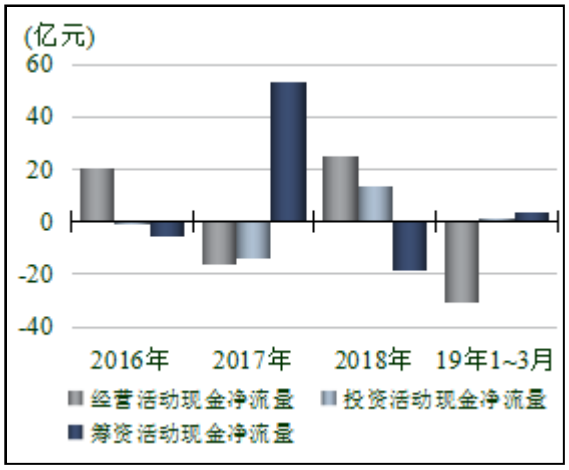
总体看，跟踪期内，随着公司房地产业务的持续推进，整体经营规模不断扩大，公司收入和利润规模呈增长趋势，盈利能力有所提升。

4. 现金流分析

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量波动中有所增长，年均复合增长 4.97%。2018 年，受公司开发项目预售规模增加影响，公司经营活动现金流入 258.23 亿元，同比增长 26.41%，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量有所增长，2018 年为 239.23 亿元，同比增长 6.06%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 180.34 亿元，同比变化不大。近三年，公司经营活动现金流量净额波动较大，分别为 20.60 亿元、-16.28 亿元和 25.33 亿元。从收入实现质量看，2016—2018 年，公

司现金收入比分别为 239.55%、131.99%和144.55%，2018 年同比增长 12.56 个百分点，主要系当期销售规模增长所致。

图5　公司现金流情况



资料来源：公司财务报告

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入规模分别为 18.29 亿元、37.18 亿元和 15.93 亿元，2018 年同比下降 57.16%，主要系收回投资收到的现金减少所致。近三年，公司投资活动现金净流量分别为-0.79 亿元、-13.71 亿元和 13.50 亿元，受 2018 年公司对合营企业和联营企业投资同比下降影响，当年公司投资活动现金净流量由负转正。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金净流量分别为-5.65 亿元、53.26 亿元和-18.78 亿元，波动幅度较大。2018 年，公司筹资活动现金流入 168.66 亿元，同比下降 11.88%；收到与支付其他与筹资活动有关的现金分别为 93.17 亿元和 68.82 亿元，主要系收到和支付的少数股东及集团借款和公司于 2018 年发行的 ABS 产品募集款项。公司筹资活动现金流出 138.15 亿元，同比下降 2.84%。2018 年公司筹资规模有所缩减，且受偿还到期债务影响，公司筹资活动现金流量净额由上年的净流入转为净流出。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-30.61 亿元，投资活动产生的现金流量净额 1.43 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 3.74 亿元。

总体看，2018 年，随着预售规模的扩大，公司经营活动现金流转为净流入状态，但 2019 年一季度净流出 30.61 亿元，波动较大；公司投资活动有所缩减。考虑到公司在建项目后续资金投入规模较大，未来存在一定融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018年，公司流动比率及速动比率整体呈下降趋势，近三年加权平均值分别为174.23%和45.78%。截至2018年底，受公司货币资金及流动负债规模增长较快的综合影响，公司流动比率下降至165.58%，速动比率小幅增长至45.06%，截至2019 年 3 月底上述指标分别为 168.57%和43.37%。2016—2018年，公司经营现金流动负债比分别为6.91%、-4.17%和5.05%。考虑到预收款项无需实际支付，且货币资金充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016—2018年，公司EBITDA快速增长，分别为13.36亿元、25.31亿元和35.97亿元；同期，公司EBITDA利息倍数分别为0.79倍、1.39倍和1.68倍，公司全部债务/EBITDA倍数分别为20.03倍、13.64倍和9.53倍。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至2018年底，公司对外担保5.13亿元。同时，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，担保余额191.18亿元，公司无其他对外担保。

截至 2018 年底，公司获得银行授信额度共计 184 亿元，已使用额度为 121 亿元，剩余额度为 63 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. 母公司财务分析

2016—2018 年，母公司资产规模有所增长，年均复合增长 5.18%。截至 2018 年底，母公司资产总额为 415.93 亿元，同比增长 0.04%，

变化不大。从资产结构来看，母公司流动资产占比略高（2018 年占比 50.86%），流动资产主要为一年内到期的非流动资产（86.54 亿元）、存货（28.24 亿元）、预付款项（22.61 亿元）和其他应收款（10.16 亿元）；非流动资产主要为长期应收款（113.90 亿元）、投资性房地产（48.41 亿元）和长期股权投资（28.50 亿元）。截至 2019 年 3 月底，母公司口径资产 432.59 亿元，较 2018 年底增长 4.01%，主要来自其他应收款的增加。公司流动资产占比为 52.69%，较 2018 年底变化不大。

2016—2018 年，母公司所有者权益规模不断增长，年均复合增长 11.98%。截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 120.45 亿元，同比增长 19.44%，主要来自其他权益工具（余额 16.13 亿元，系发行永续债）的增加。截至 2019 年 3 月底，母公司所有者权益合计 121.77 亿元，较 2018 年底增长 1.10%；其中实收资本 33.67 亿元、资本公积 36.81 亿元、未分配利润为 25.48 亿元、其他权益工具 16.36 亿元。

母公司口径负债方面，2016—2018 年，母公司负债规模有所波动，年均复合增长 2.74%。截至 2018 年底，母公司负债规模 294.58 亿元，同比下降 6.17%。母公司负债中非流动负债占比略高，2018 年占比为 53.13%，流动负债中其他应付款占比高，非流动负债以长期借款和应付债券为主。截至 2019 年 3 月底，母公司负债合计 310.82 亿元，较 2018 年底增长 5.19%；受一年内到期的非流动负债快速增长影响，流动负债占比提高至 56.57%。2016—2018 年，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率加权平均值分别为 73.13%、64.68%和 59.60%；截至 2018 年底，分别 71.04%、61.47%和 56.37%。截至 2019 年 3 月底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.85%、61.43%和 52.32%。

母公司收入来源主要为房地产开发及投资物业和酒店业务。2016—2018 年，母公司收入规模波动下降，年均复合下降 16.50%，近三年投资物业和酒店业务收入规模较为稳定，波动主要来自房地产开发收入。2018 年，母公司实现营业收入 26.41 亿元，同比下降 34.55%，主要系 2017 年北京北辰墅院 1900 项目收入结转规模较大所致。2018 年，母公司收入来源主要为投资物业和酒店业务，该板块实现收入 8.60 亿元。2016—2018 年，母公司营业成本快速下降，2018 年为 10.46 亿元，同比下降 44.90%。近三年，受营业成本降幅较大影响，母公司营业利润率逐年增长，分别为 36.72%、43.30%和 52.52%。同期，公司投资收益分别为-0.18 亿元、0.12 亿元和 1.70 亿元；利润总额分别为 2.84 亿元、9.19 亿元和 9.49 亿元。2019 年 1~3 月，母公司实现营业收入 6.07 亿元。同期，利润总额为 1.76 亿元。

从母公司口径现金流来看，2016—2018 年，母公司经营活动现金流入量快速下降，分别为 111.27 亿元、65.79 亿元和 33.65 亿元，主要系收到其他与经营活动有关的现金减少所致；同期，受购买商品、接受劳务支付的现金波动增长影响，经营活动现金流出量波动增长，经营活动现金净流量快速下降，近三年分别为 61.05 亿元、41.73 亿元和-25.92 亿元。2016—2018 年，母公司现金收入比分别为 116.80%、91.09%和 108.61%。同期，母公司投资活动现金流以收回投资收到的现金及投资支付的现金为主，近三年投资活动现金净流量分别为-51.98 亿元、-29.84 亿元和 50.33 亿元。近三年，母公司筹资活动现金净流量分别为-3.23 亿元、6.76 亿元和-27.60 亿元。2019 年 1~3 月，母公司经营活动现金流净额为-24.07 亿元；投资活动现金净流量为 16.53 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-1.73 亿元。

从母公司口径看，短期偿债能力指标方面，截至 2018 年底，母公司流动比率和速动比率分别为 152.72%和 132.33%，同比增长 9.95 个和 0.51 个百分点。截至 2019 年 3 月底，母公司流动比率和速动比率分别为 129.63%和

121.83%，较2018年底有所下降。2016—2018年，母公司经营现金流动负债比率分别为59.75%、28.11%和-18.72%。整体看，母公司短期偿债能力尚可。

总体看，母公司承担部分经营职能，其投资物业和酒店业务为其贡献稳定收入，盈利能力较强。母公司近三年债务指标呈波动下降趋势，整体债务结构、债务负担较为合理。考虑到母公司自身经营状况及对子公司控制力较强，母公司实际偿债能力较强。

7. 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，机构信用代码：G1411010502161830F），截至2019年5月21日，公司无未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

截至2019年3月底，公司存续期内由联合资信评级的债券为“17北辰实业MTN001”和“18北辰实业MTN001”。若同时考虑公司发行的公司债“14北辰01”（存续额度5.99亿元）和“14北辰02”（存续额度15.00亿元），假设“14北辰02”于第5年末行使投资者回售选择权、“17北辰实业MTN001”（发行额度13.20亿元）于第3年末行使投资者回售选择权，2020年公司存续期内债券单年偿还最高额度为34.19亿元。

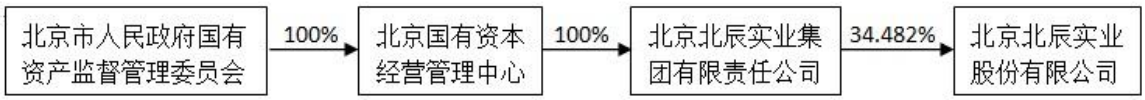
2016年－2018年，公司经营活动现金流入量分别为240.10亿元、209.28亿元和264.56亿元，分别为存续期内债券单年偿还最高额度的7.02倍、6.12倍和7.74倍；同期，公司经营活动现金流量净额分别为20.60亿元、-16.28亿元和25.33亿元，分别为存续期内债券本金余额的0.60倍、-0.48倍和0.74倍。2016年－2018年，公司EBITDA分别为13.36亿元、25.31亿元和35.97亿元，分别为存续期内债券本金余额的0.39倍、0.74倍和1.05倍。

整体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入量及EBITDA对存续期内债券保障程度较高。

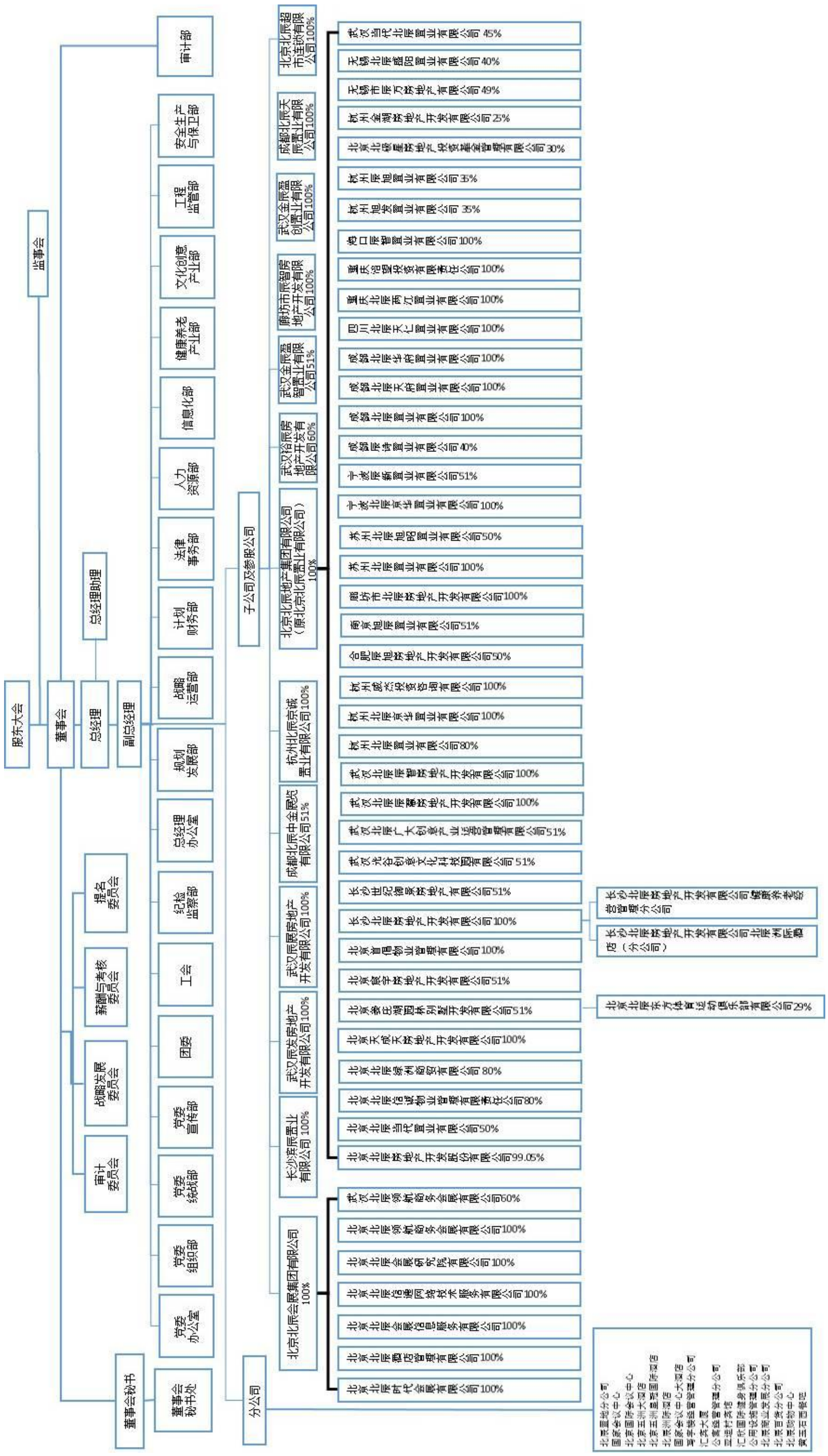
十一、结论

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”及“18北辰实业MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2 截至 2019 年 3 月底纳入公司合并范围子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例	
			直接	间接
1	北京北辰房地产开发股份有限公司	房地产开发	-	99.05
2	北京天成天房地产开发有限公司	房地产开发	-	100.00
3	北京姜庄湖园林别墅开发有限公司	房地产开发	-	51.00
4	长沙北辰房地产开发有限公司	房地产开发	-	100.00
5	北京北辰绿洲商贸有限公司	商贸	-	100.00
6	北京北辰信诚物业管理有限责任公司	物业管理	-	100.00
7	北京北辰超市连锁有限公司	商贸	100.00	-
8	北京北辰会展集团有限公司	物业管理、会议及展览服务	100.00	-
9	北京首倡物业管理有限公司	物业管理	-	100.00
10	长沙世纪御景房地产有限公司	房地产开发	-	51.00
11	杭州北辰置业有限公司	房地产开发	-	80.00
12	北京北辰当代置业有限公司*	房地产开发	-	50.00
13	北京北辰酒店管理有限公司	饭店及宾馆管理、劳务服务、经济信息咨询	-	100.00
14	北京北辰信通网络技术服务有限公司	多媒体电子、商务信息、网络开发	-	100.00
15	南京旭辰置业有限公司	房地产开发	-	51.00
16	武汉光谷创意文化科技园有限公司	房地产开发	-	51.00
17	苏州北辰旭昭置业有限公司*	房地产开发	-	50.00
18	北京北辰会展信息服务有限公司	经济贸易咨询；会议及展览服务；旅游信息咨询	-	100.00
19	北京北辰时代会展有限公司	会议及展览服务；出租商业用房；物业管理；酒店管理	-	100.00
20	北京北辰会展研究院有限公司	会议及展览服务；礼仪服务；房地产信息咨询；经济贸易咨询	-	100.00
21	成都北辰置业有限公司	房地产开发	-	100.00
22	廊坊市北辰房地产开发有限公司	房地产开发	-	100.00
23	成都辰诗置业有限公司*	房地产开发	-	40.00
24	北京北辰领航商务会展有限公司	会议及展览服务；礼仪服务；房地产信息咨询；经济贸易咨询	-	100.00
25	成都北辰天府置业有限公司	房地产开发	-	100.00
26	杭州北辰京华置业有限公司	房地产开发	-	100.00
27	合肥辰旭房地产开发有限公司*	房地产开发	-	50.00
28	宁波北辰京华置业有限公司	房地产开发	-	100.00
29	重庆北辰两江置业有限公司	房地产开发	-	100.00
30	苏州北辰置业有限公司	房地产开发	-	100.00
31	重庆涪望投资有限责任公司	投资咨询、投资管理	-	100.00
32	宁波辰新置业有限公司	房地产开发	-	51.00
33	杭州威杰投资咨询有限公司	投资咨询、投资管理	-	100.00
34	武汉北辰辰智房地产开发有限公司	房地产开发	-	100.00
35	武汉北辰辰慧房地产开发有限公司	房地产开发	-	100.00
36	北京北辰地产集团有限公司	房地产开发	100.00	-
37	长沙峰润企业管理咨询有限公司	企业管理咨询服务	-	100.00
38	长沙峰瑞企业管理咨询有限公司	企业管理咨询服务	-	100.00
39	四川北辰天仁置业有限公司	房地产开发	-	100.00
40	海口辰智置业有限公司	房地产开发	-	100.00
41	成都北辰华府置业有限公司	房地产开发	-	100.00

42	武汉北辰领航商务会展有限公司	会议会展服务	-	60.00
43	武汉金辰盈智置业有限公司	房地产开发	50.00	1.00
44	成都北辰中金展览有限公司	展览服务	51.00	-
45	武汉裕辰房地产开发有限公司	房地产开发	60.00	-
46	杭州北辰京诚置业有限公司	房地产开发	100.00	-
47	北京宸宇房地产开发有限公司	房地产开发	-	51.00
48	武汉北辰广大创意产业运营管理有限公司	企业管理咨询服务	-	51.00
49	廊坊辰智房地产开发有限公司	房地产开发	100.00	-
50	成都北辰天辰置业有限公司	房地产开发	100.00	-
51	武汉金辰盈创置业有限公司	房地产开发	100.00	-

注：关于发行人持股比例为 50%及以下的子公司（标*号子公司）纳入合并报表范围内的说明：1、北京北辰当代系发行人与合作方共同出资设立，分别持有 50%的权益。北京北辰当代相关活动的决策由董事会作出，董事会决议应经由出席董事会会议的全体董事一致同意才能通过，另一股东方已承诺与发行人保持一致行动，故发行人拥有的表决权比例为 100%，因此根据《企业会计准则》的规定，将其纳入合并范围；2、苏州北辰旭昭置业有限公司系发行人与合作方共同出资设立，分别持有 50%的权益。苏州北辰旭昭置业有限公司相关活动的决策由董事会作出，董事会决议应经由出席董事会会议的全体董事一致同意才能通过，另一股东方已承诺与发行人保持一致行动，故发行人拥有的表决权比例为 100%，因此根据《企业会计准则》的规定，将其纳入合并范围；

3、成都辰诗系发行人与合作方共同出资设立，发行人持有 40%的权益。成都辰诗相关活动的决策由董事会作出，董事会决议应经由全体董事二分之一以上同意通过，成都辰诗董事会成员共 5 名，发行人有权派出 3 名董事，故发行人拥有的表决权比例为 60%，因此根据《企业会计准则》的规定，将其纳入合并范围；4、合肥辰旭系发行人与合作方共同出资设立，分别持有 50%的权益。合肥辰旭相关活动的决策由董事会作出，董事会决议应经由出席董事会会议的全体董事一致同意才能通过，另一股东方已承诺与发行人保持一致行动，故发行人拥有的表决权比例为 100%，因此根据《企业会计准则》的规定，将其纳入合并范围

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	80.76	108.94	137.57	118.18
资产总额(亿元)	643.41	799.80	918.94	933.93
所有者权益(亿元)	122.49	133.62	168.44	177.48
短期债务(亿元)	44.72	70.36	94.69	102.41
长期债务(亿元)	222.86	274.69	248.01	252.86
全部债务(亿元)	267.58	345.05	342.69	355.28
营业收入(亿元)	98.30	154.57	178.64	50.43
利润总额(亿元)	6.85	18.05	28.00	12.20
EBITDA(亿元)	13.36	25.31	35.97	--
经营性净现金流(亿元)	20.60	-16.28	25.33	-30.61
财务指标				
销售债权周转次数(次)	168.25	192.79	206.91	--
存货周转次数(次)	0.18	0.22	0.21	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.21	0.21	--
现金收入比(%)	239.55	131.99	144.55	86.43
营业利润率(%)	22.41	23.87	26.93	30.47
总资本收益率(%)	2.64	3.97	5.19	--
净资产收益率(%)	4.28	9.81	11.83	--
长期债务资本化比率(%)	64.53	67.27	59.55	58.76
全部债务资本化比率(%)	68.60	72.09	67.05	66.69
资产负债率(%)	80.96	83.29	81.67	81.00
流动比率(%)	188.37	179.21	165.58	168.57
速动比率(%)	49.48	44.50	45.06	43.37
经营现金流动负债比(%)	6.91	-4.17	5.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.79	1.39	1.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	20.03	13.64	9.53	--

注：1、其他应付款及长期应付款中的有息部分已分别调整至短期债务和长期债务，2019 年 3 月底短期债务中其他应付款调整项用 18 年底数替代；2、截至 2018 年底和 2019 年 3 月底，所有者权益中永续债规模分别为 16.13 亿元和 16.36 亿元；3、2019 年一季报未经审计

附件 4　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 5-1　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 5-2　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。

附件 5-3　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