

信用等级公告

联合[2018] 2436 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长期信用状况及拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估, 确定北京北辰实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 北京北辰实业股份有限公司 2018 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

特此公告。



北京北辰实业股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 本期基础发行规模 10 亿元, 发行金额上限 16.20 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 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) 赎回本期中期票据

发行目的: 计划 15.40 亿元用于普通商品房开发项目、0.80 亿元偿还金融机构借款

评级时间: 2018 年 10 月 24 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 6 月
现金类资产(亿元)	65.75	80.76	108.94	107.56
资产总额(亿元)	474.13	643.41	799.80	867.88
所有者权益(亿元)	118.69	122.49	133.62	140.92
短期债务(亿元)	46.51	36.82	69.31	59.53
调整后短期债务(亿元)	63.02	44.72	70.36	62.58
长期债务(亿元)	170.85	208.24	258.90	238.96
调整后长期债务(亿元)	170.85	222.86	274.69	254.58
全部债务(亿元)	217.36	245.06	328.21	298.49
调整后全部债务(亿元)	233.88	267.58	345.05	317.16
营业收入(亿元)	71.86	98.30	154.57	54.70
利润总额(亿元)	8.64	6.85	18.05	11.24
EBITDA(亿元)	14.62	13.36	25.31	--
经营性净现金流(亿元)	-31.61	20.60	-16.28	-1.24
营业利润率(%)	32.55	22.41	23.87	33.12
净资产收益率(%)	5.35	4.28	9.81	--
资产负债率(%)	74.97	80.96	83.29	83.76
调整后全部债务资本化比率(%)	66.34	68.60	72.09	69.24
流动比率(%)	213.04	188.37	179.21	164.32
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/流动负债(%)	-17.13	6.91	-4.17	--

注: 2018 年半年报未经审计。

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

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。公司近三年资产和收入规模持续快速增长; 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, 联合资信也关注到国内房地产业宏观调控、资金需求及债务负担等因素可能给公司经营与发展带来一定影响。

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, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险很低, 安全性很高。

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。
4. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦出现递延，累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京北辰实业股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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 亿股。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 亿股。截至 2018 年 6 月底，公司总股本为 33.67 亿股，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”）。

公司主营业务包括发展物业和投资物业（含酒店），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。

截至 2018 年 6 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。（详见附件 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 6 月底，公司合并资产总额为 867.88 亿元，所有者权益合计为 140.92 亿元（含少数股东权益 10.29 亿元）。2018 年 1~6

月，公司实现营业收入 54.70 亿元，利润总额 11.24 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。

二、本期中期票据概况

公司计划注册并发行 2018 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期基础发行规模 10 亿元，发行金额上限为 16.20 亿元。募集资金计划 15.40 亿元用于普通商品房开发项目、0.80 亿元偿还金融机构借款。本期中期票据无担保。本期中期票据特征有别于普通中期票据，在期限、利息支付及票面利率等方面条款有特殊设置。

期限方面，本期中期票据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。在本期中期票据第 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）赎回本期中期票据。公司决定不行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照信息披露相关规则要求的披露媒体上刊登《关于不行使赎回权及本期永续票据利率调整的公告》。

利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息。

以及按照发行条款已经递延的所有利息及其孳息。公司在递延支付利息的情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得向普通股股东分红或减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

本期中期票据采用固定利率计息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。前3个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加初始利差再加300个基点（300bps），在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点（300bps）确认。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点（300bps）确定。

此外，在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点（300bps）。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，

¹初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值；初始利差首期为票面利率与初始基准利率之间的差值。自第4个计息年度起，初始利差为上期票面利率-上期基准利率。

公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在除公司向普通股股东分红和减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从公司历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来持续分红可能性大；同时，根据证监会发布的《上市公司监管指引第3号—上市公司现金分红》，证监会将督促上市公司规范和完善利润分配的内部决策程序和机制，增强现金分红的透明度，支持上市公司采取差异化、多元化方式回报投资者，从监管制度方面分析，公司未来持续分红的可能性大。整体看，公司递延利息支付可能性较小，本期中期票据与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

表1 公司分红统计（单位：元、%）

分红年度	每10股派息数 (含税)	现金分红的数额 (含税)	占归属于上市公司普通股股东的 净利润的比率
2017年	1.10	370372200	32.48
2016年	0.60	202021200	33.64
2015年	0.60	202021200	33.01
2014年	0.60	202021200	38.06
2013年	0.60	202021200	30.40
2012年	0.60	202021200	31.90

资料来源：联合资信根据公开信息整理

综合以上分析，本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、我国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年我国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，

同比实际增长 6.9%，经济增速实现 2011 年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对 GDP 增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维持较快增长态势，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）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，我国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，我国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1-6 月，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1-6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1-6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、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，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但 2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1-6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。我国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1-6 月，我国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家

和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在我国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36%以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对我国未来经济增长带来挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018 年下半年我国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在 6.5%~6.7%。

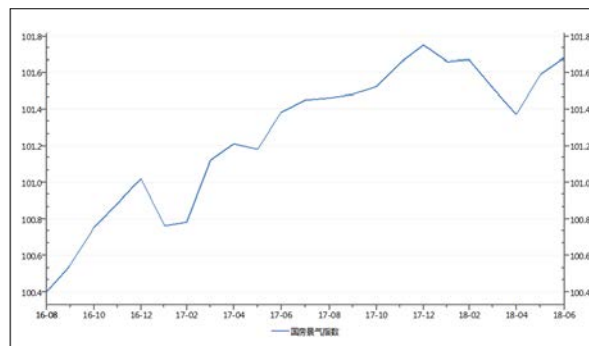
四、行业及区域经济环境

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，行业景气度上升速度有所放缓。2018 年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图 1 2016 年下半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。进入 2018 年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至 2018 年 6 月，房地产开发投资金额为 5.55 万亿元，同比增长 9.70%；其中住宅投资 3.90 万亿元，同比增长 13.60%。从施工情况来看，2018 年上半年，全国房屋新开工面积 9.58 亿平方米，同比增长 11.80%；其中住宅新开工面积 7.06 亿平方米，同比增长 15.00%。全国房屋施工面积 70.96 亿平

方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。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。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

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。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。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；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

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。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

分城市来看，2017年，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。进入2018年以来，各类城市溢价率水平平均呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿或将减弱。

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。住房和城乡建设部及国土资源部在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%。

2017年，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。

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关

于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

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1~6月，房地产开发资金共计79287.35亿元，同比增长4.60%，为2017年全年规模的50.81%。其中，国内贷款12291.85亿元，占比为15.50%；利用外资28.11亿元，占比为0.04%；其他资金41426.27亿元，占比为52.25%；自筹资金25541.12亿元，占比为32.21%。

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年房地产企业收购案例明显增多。进入2018年以来，企业在一线城市的拿地态度普遍渐趋谨慎，进一步升级的调控政策和金融监管政策也对企业的运营能力提出更高要求，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，在目前行业景气度温和降温、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合与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。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。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。

2018年上半年，继续深化构建长短结合的制度体系，加快住房租赁体系建设，保障居民合理自住需求，深化推进住房制度改革，优化住房和土地供应结构。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。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。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年6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%、20.387%、3.721%、3.056%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和投资物业（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次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。2018年3月22日，由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家机构共同组成的“中国房地产TOP10研究组”测评中，公司凭借稳健运营及雄厚的综合实力，成功获得2018年中国房地产百强第58位，并被评为“中国房地产百强之星”。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2018年6月底，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，具备了全国规模化发展的基础条件和专业能力。

公司持有并经营的物业包括会展、酒店、写字楼和公寓，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、厦门金砖会晤、青岛上合峰会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。截至 2018 年 6 月底，公司受托管理酒店 11 家，受托管理会展场馆 10 个，实现受托管理总面积 258 万平方米，已成为国内管理场馆总面积最大的会展品牌企业；2017 年，会展主承办业务努力培育打造首个自主展会品牌“中国游戏节”。公司“互联网+会展”模式初步试水，“星会展”网站完成基础搭建，智慧会展基础平台初现雏形；会展相关的教育培训、行业交流等工作也在稳步推进当中。

3. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司董事、监事及其他高级管理人员共计 18 人。

公司董事长贺江川先生，54 岁，北京市第十五届人大代表。贺先生毕业于天津大学和首都经贸大学，持有工学学士和经济学硕士学位，具有高级经济师资格。贺先生曾出任北京市政府住房制度改革办公室副主任及北京市住房资金管理中心负责人。贺先生于 1994 年 11 月加入北辰集团任副总经理，1997 年任公司执行董事、副总经理并兼任公司秘书，2004 年 2 月任公司总经理，2007 年 4 月获委任为公司董事长。2018 年 5 月获重选连任为公司执行董事及董事长。贺先生具有 29 年的有关住房制度改革、房地产金融和房地产开发管理经验，曾荣获北京市第四届优秀青年企业家金奖及第六届北京影响力评选活动“最具影响力十大企业家”称号。

公司执行董事、总经理李伟东先生，50 岁，毕业于中国人民大学，管理学硕士，工程师。李先生曾任北京市燕山水泥厂机修车间主任、副厂长、厂长，北京金隅集团有限责任公司不动产事业部部长、总经理助理，腾达大厦经理，北京金隅物业管理有限公司经理，北京大成房地产开发有限责任公司董事长，北京金隅股份有限公司副总经理、执行董事。李先生在房地产开发及物业管理方面具有丰富经验。2016 年出任公司执行董事、总经理。

截至 2018 年 6 月底，公司全部在职员工 5581 人。按教育程度分，研究生及以上学历的员工占 3.80%，本科学历员工占 28.45%，大专学历员工占 26.74%，大专以下学历的员工占 41.01%；按专业构成分，管理人员占 30.01%，其他人员占 69.99%。

总体看，公司管理层人员综合素质较高，经营管理经验丰富；公司的人员构成与公司业务特征相匹配，能满足日常工作需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规范意见》、《上市公司章程指引》等法律、行政法规、部门规章的要求，建立了完善的组织制度和法人治理结构。公司设股东大会、董事会、监事会，分别按其职责行使决策权、执行权、监督权，三大机构各司其职、相互制约，保证了公司顺利运行。

股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划。

公司董事会向股东大会负责，执行股东大会的决议。公司董事会由 9 人组成，其中执行董事 6 人（包含董事长 1 人），独立董事 3 人，执行董事负责处理董事会授权的事宜，董事任期三年。董事会下设的审计、薪酬与考核、战

略发展、提名四个专门委员会，均按公司相关制度履行各自的职能。

公司监事会是公司常设的监督性机构，负责对董事会及其成员以及经理、副经理等高级管理人员进行监督，防止其滥用职权，侵犯股东、公司及公司员工的合法权益。监事会由5名监事组成，其中1人出任监事会主席。监事任期三年，可连选连任。

公司设总经理1名，由董事会提名，董事会聘任或者解聘。经理任期三年，可连聘连任。总经理对董事会负责。

总体看，作为在沪港两地上市的企业，公司法人治理结构较完善，通过权利的相互制衡，保证了公司顺利运行。

2. 管理水平

公司根据业务发展的需要，本部设立了规划发展部、计划财务部、法律事务部、战略运营部、健康养老产业部、文化创意产业部、工程监管部、安全生产与保卫部和审计部等职能部门，并且建立了较为完善合理的管理和内部控制制度。

在资金管理方面，公司制定相关制度，明确公司资金管理、结算要求，加强资金业务管理和控制，资金由公司本部统一管理、运用，以进一步增强资金使用效率，提供资金使用安全性。对外融资和对外担保全部由公司本部统一安排，经各级负责人审批后方可进行。

在投资项目方面，公司本部通过北辰置地分公司和南方区域管理中心，分管北方市场和南方市场。北辰置地分公司和南方区域管理中心负责在各自负责区域内寻找到合适的地块，形成调研报告和销售预测报告并报公司本部核准，公司本部由各部门业务骨干组成低成本扩张工作组，负责对项目进行具体判断并上报总经理办公会、董事会，形成投资决议。

对于开发项目管理，公司本部对各开发项目的关键节点进行把控并监督各项目按时按质完成，日常的管理、监督、检查等事项交由

北辰置地分公司和南方区域管理中心进行办理，公司对其经营情况进行考核、监督。

对外担保方面，公司制定了较为严格的对外担保制度，对于单笔担保额超过最近一期经审计净资产10%的担保等情形需经过公司股东大会审议。

关联交易方面，公司制定了关联交易的定价原则，对关联交易回避制度、关联交易的决策权限等作出了明确的规定，以规范关联交易行为。

总体看，公司通过加强对各项业务的制度化、管理，能够较好的控制经营管理各环节中的主要风险。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括发展物业和投资物业（含酒店）。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。

营业收入方面，近三年公司主营业务收入逐年增长，分别为71.68亿元、98.09亿元和154.42亿元。其中，出售开发产品业务、投资物业和酒店业务是公司营业收入的重要来源，两者合计占比在95%以上。分板块看，近三年出售开发产品业务收入逐年增长，占营业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，但占营业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，对营业收入的贡献小。

毛利率方面，近三年公司整体毛利率水平波动中有所下降，分别为42.60%、31.73%和32.82%，主要系出售开发产品业务毛利率波动

所致。其中，2017年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近三年毛利率分别为60.19%、59.46%和62.05%，保持相对稳定。

2018年1~6月，公司实现主营业务收入54.67亿元，同比下降30.31%，其中出售开发产品业务收入为41.49亿元，同比下降36.01%，主要系本期可结转面积减少所致；同期，公司综

合毛利率为39.31%，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，近年来公司出售开发产品业务、投资物业和酒店业务比较稳定，公司营业收入保持较好增长势头，整体毛利率水平虽然有所下降，但主营业务依然保持了较强的盈利能力。

表2 公司2015~2017年及2018年1~6月主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015年			2016年			2017年			2018年1~6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	81.54	26.97	41.49	75.89	33.05
零售商业业务	2.32	3.24	38.94	1.87	1.91	34.23	1.53	0.99	39.28	--	--	--
投资物业和酒店业务	23.22	32.39	60.19	24.45	24.92	59.46	25.99	16.83	62.05	12.74	23.31	61.03
其他业务	0.87	1.21	-17.96	1.12	1.14	-3.95	0.98	0.64	-1.49	0.44	0.80	-0.45
合计	71.68	100.00	42.60	98.09	100.00	31.73	154.42	100.00	32.82	54.67	100.00	39.31

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1~6月
新开工面积	66.93	222.95	300.96	140.65
开复工面积	276.35	446.65	647.85	674.20
竣工面积	52.65	103.57	139.06	67.16
合同销售面积	61.02	154.94	124.40	87.00
合同销售额（含车位）	73.41	226.14	222.75	147.50
合同销售均价	1.20	1.46	1.79	1.70
结转销售面积	34.74	63.05	93.70	26.41
结转销售额	45.27	70.66	125.92	42.01

资料来源：公司提供

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1~6月，公司实现新开工面积140.65万平方米，同比增长60.30%，开复工面积674.20万平方米，同比上升56.42%，竣工面积67.16万平方米，同比上升38.35%；同期，公司实现合同销售面积87.00万平方米，合同销售额147.50亿元，分别同比上升72.99%和58.45%，结算面积26.41万平方米，结算金额42.01亿元。

在建项目方面，截至2018年6月底，公司共有25个新开工及在建项目，总建筑面积合计

经营指标方面，2017年公司加快了项目开

1415.86万平方米，在建建筑面积632.06万平方米，已竣工面积458.98万平方米；25个项目总投资额预计为1223.06亿元，截至2018年6月底

已投资794.25亿元，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6月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	总建筑面积	在建建筑面积	已竣工面积	预计总投资额	截至2018年6月底已投资额
1	北京昌平	北辰红橡墅	别墅	在建	213700	69500	144300	34.00	24.40
2	北京顺义	当代北辰·悦MOMA	自住型商品房、两限房	在建	132500	1400	131100	23.47	21.72
3	北京顺义	北辰墅院	住宅	在建	213300	5400	207900	27.01	24.02
4	湖南长沙	北辰三角洲	住宅、商业、写字楼等	在建	5200000	1384200	3066100	366.49	287.40
5	湖南长沙	北辰中央公园	住宅	在建	906300	479400	481000	48.00	26.95
6	湖北武汉	北辰当代优+	住宅、商业	在建	313800	--	313800	21.00	18.54
7	湖北武汉	北辰光谷里	商服用地	在建	491500	357200	0	34.00	10.00
8	湖北武汉	北辰蔚蓝城市	住宅、商业	在建	976000	237500	0	48.24	24.56
9	浙江杭州	国颂府	住宅	在建	69900	69900	0	16.00	11.52
10	浙江杭州	都会艺境	住宅、商业	在建	209700	209700	0	25.78	13.15
11	浙江宁波	北宸府	住宅	在建	189700	189700	0	42.00	29.60
12	浙江宁波	董天府	住宅、商业	在建	404800	404800	0	59.35	40.72
13	江苏苏州	北辰旭辉壹号院	住宅、商业	在建	296400	102500	169900	25.46	21.18
14	江苏苏州	观澜府	住宅、商业	在建	392900	392900	0	58.81	35.04
15	江苏无锡	天一玖著	住宅	在建	264900	255400	0	27.06	17.50
16	江苏无锡	时代城	住宅	在建	555100	347500	0	45.02	20.37
17	四川成都	北辰朗诗南门绿郡	住宅、商业	在建	236900	236900	0	21.20	19.55
18	四川成都	北辰香麓	住宅、商业	在建	150800	150800	0	14.85	12.37
19	四川成都	北辰南湖香麓	住宅	在建	299000	299000	0	23.43	14.79
20	四川成都	北辰天麓御府	住宅、商业	新开工	120000	120000	0	16.11	9.18
21	四川眉山	北辰国颂府	住宅、商业	新开工	312100	199200	0	25.77	12.03
22	河北廊坊	北辰香麓	住宅、商业	在建	419200	180100	0	31.28	9.36
23	安徽合肥	北辰旭辉铂悦庐州府	住宅、商业	在建	348000	333500	75700	42.14	32.18
24	重庆渝北	北辰悦来壹号	住宅、商业	在建	1163700	180000	0	109.00	34.00
25	海南海口	西海岸项目	住宅、商业	在建	278400	114100	0	37.59	24.12
合计			--	--	14158600	6320600	4589800	1223.06	794.25

资料来源：公司2018年半年报

在售项目方面，截至2018年6月底，公司在售的房地产项目共有24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170.78万平方米，其中，已预售面积87.00万平方米。

表5 截至2018年6月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	北京昌平	北辰红橡墅	别墅	13342	627
2	北京顺义	当代北辰·悦MOMA	自住型商品房、两限房	5923	959
3	北京顺义	北辰·墅院 1900	住宅	51567	1129
4	湖南长沙	北辰三角洲	住宅、商业、写字楼等	424182	202120

5	湖南长沙	北辰中央公园	住宅	136001	59493
6	湖北武汉	北辰当代优+	住宅、商业	8974	2661
7	湖北武汉	北辰光谷里	商服用地	78304	33727
8	湖北武汉	北辰蔚蓝城市	住宅、商业	85693	82209
9	浙江杭州	北辰蜀山项目	住宅、商业	15929	2589
10	浙江杭州	国悦府	住宅、商业	140	140
11	浙江杭州	国颂府	住宅	29437	20144
12	浙江杭州	都会艺境	住宅、商业	67065	58282
13	浙江宁波	北宸府	住宅	51946	20095
14	浙江宁波	董天府	住宅、商业	202923	163834
15	江苏南京	北辰旭辉铂悦金陵	住宅	1637	1360
16	江苏苏州	北辰旭辉壹号院	住宅、商业	33627	27792
17	江苏无锡	天一玖著	住宅	77760	12834
18	江苏无锡	时代城	住宅	150897	24194
19	四川成都	北辰朗诗南门绿郡	住宅、商业	10512	5977
20	四川成都	北辰香麓	住宅、商业	2280	506
21	四川成都	北辰南湖香麓	住宅	128268	36257
22	河北廊坊	北辰香麓	住宅、商业	7218	1510
23	安徽合肥	北辰旭辉铂悦庐州府	住宅、商业	20412	16603
24	重庆渝北	北辰悦来壹号	住宅、商业	103749	94939
合计			--	1707788	869981

资料来源：公司年报

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、股权收购和合作开发等多种方式，合理拓展土地储备。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。2018年上半年，公司新增土地储备25.85万平方米。截至2018年6月底，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845.06万平方米，权益土地储备719.12万平方米。

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、4 家高星级酒店和 13 栋服务式公寓等。

表 6 截至 2018 年 6 月底公司主要投资物业情况

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	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%。2018 年 1~6 月，该业务板块收入和利润分别为 12.74 亿元和 4.25 亿元，均较去年同期有所增长。

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 2018 年 6 月底，公司受托管理的会展与酒店项目累计达 21 个，实现受托管理会展场馆总面积 258 万平米，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，近年来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²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 7 截至 2018 年 6 月底公司主要商业物业情况
(单位：平方米)

物业名称	建筑面积	经营方式
北辰绿色家园 B5 区商业	49689	出租

资料来源：公司提供

注：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。

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。

² 北辰购物中心亚运村店于 2018 年 1 月 8 日闭店

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。

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。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

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 年半年报未经审计。

从合并范围来看，2015 年，公司合并范围新增子公司 10 家（包括北京北辰会展信息服务有限公司、北京北辰时代会展有限公司等）。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 1~6 月，公司合并范围新增子公司 6 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 6 月底，公司合并资产总额为 867.88 亿元，所有者权益合计为 140.92 亿元（含少数股东权益 10.29 亿元）。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 54.70 亿元，利润总额 11.24 亿元。

2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 29.88%。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

2015~2017年，公司流动资产快速增长，年均复合增长33.35%。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%）。

2015~2017年，公司货币资金快速增长，年均复合增长28.72%。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。

2015~2017年，公司预付款项波动增长，年均复合增长48.14%。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。

2015~2017年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长96.71%。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0.15亿元（计提比例为0.68%），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。

2015~2017年，公司存货规模快速增长，年均复合增长30.02%。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业项目；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）、宁波董天府（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

2015~2017年，公司非流动资产不断增长。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。

2015~2017年，公司投资性房地产保持相对稳定。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。

2015~2017年，公司固定资产有所下降，年均复合下降4.21%。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。

2015~2017年，公司在建工程波动增长。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。

2015~2017年，公司递延所得税资产快速增长，年均复合增长71.90%。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6月底，公司资产总额为867.88亿元，较2017年底增长8.51%，流动资产占比提升至89.18%。其中，公司预付款项较2017年底下降92.07%至1.76亿元，主要系公司预付土地价款转入存货所致；公司存货较2017年底增长16.89%至614.27亿元；本期公司新增一年内到期的非流动资产2.79亿元，主要系公司应收关联方款项将于一年内到期所致；公司长期应收款较2017年底下降44.90%至8.30亿元，主要系公司应收合联营公司往来款减少所致；其他科目较2017年底变化不大。

总体来看，近年来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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益有所增长，年均复合变动率为6.10%。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6月底，公司所有者权益合计140.92亿元，较2017年底增长5.46%，其中少数股东权益较2017年底增长34.84%至10.29亿元，主要由于非全资子公司实现盈利所致。

总体看，随着未分配利润和少数股东权益的增加，公司所有者权益略有增长，权益稳定性尚可。

负债

2015~2017年，公司负债规模快速增长，年均复合增长36.90%。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。

2015~2017年，公司流动负债快速增长。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。

2015~2017年，公司短期借款波动增长，年均复合增长19.25%。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。

2015~2017年，公司应付账款快速增长，

年均复合增长34.16%。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。

2015~2017年，公司预收款项快速增长，年均复合增长79.30%。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。

2015~2017年，公司其他应付款不断下降，年均复合变动率为-11.21%。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。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长27.10%。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。

2015~2017年，公司长期借款快速增长。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。

2015~2017年，公司应付债券快速增长，年均复合增长40.44%。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 8 截至 2018 年 6 月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 ¹	5.99	2020/01/20	4.80
14 北辰 02	15.00	2022/01/20	5.20
16 北辰 01	15.00	2021/04/21	4.48
17 北辰实业 MTN001	13.20	2022/09/20	5.14

资料来源：Wind

注：14 北辰 01 的票面利率于 2018 年 1 月上调至 5.65%。

2016年以来，公司新增长期应付款。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6月底，公司负债合计726.96亿元，较2017年底增长9.12%，流动负债占比进一步提升至64.80%。截至2018年6月底，公司预收款项增长25.92%至284.13亿元，主要系本期预收房款增加所致；公司其他应付款较2017年底增长184.77%至54.16亿元，主要系应付少数股东款项增加所致，其中，公司应付少数股东款项32.80亿元（1.05亿元的借款利率为10.5%，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），公司应付融资款项2.00亿元，系2018年6月30日子公司应付诺亚融易通(芜湖)小额贷款有限公司的借款，期限为6个月，借款利率为8%，子公司之少数股东以其持有的股权提供流动性支持。

2015~2017年以及2018年6月底，公司“其他应付款”科目中有息借款金额分为别16.52亿元、7.90亿元、1.05亿元和3.04亿元，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6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6月底，公司调整后全部债务为317.16亿元，较2017年底下降8.08%；其中长期债务占80.27%。

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有所增长，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6月底，上述三项指标分别为83.76%、69.24%、64.37%。

总体看，近年来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逐年增长。公司有息债务以长期债务为主，2021~2022年有一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2015~2017年，公司营业收入快速增长，年均复合增长46.66%；2017年实现营业收入154.57亿元，同比增长57.24%，主要系房地产业务带动所致。2015~2017年，公司营业成本年均复合增长58.78%，2017年公司营业成本为103.74亿元，同比增长54.91%。

期间费用方面，2015~2017年，随着公司业务规模的扩大，期间费用持续增长，年均复合增长13.48%。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。近三年，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，2015~2017年，公司实现的投资收益分别为-683.12万元、1.24亿元和0.62亿元。2015年，公司权益法核算下的长期股权投资亏损，2016年处置长期股权投资

（杭州辰旭）产生投资收益1.16亿元。2015~2017年，营业外收入波动中有所增长，2016年公司营业外收入0.26亿元，主要包括政府补助0.12亿元和收到的违约金收入0.13亿元，政府补助主要包括产业扶持补助（金额为0.09亿元）和环保设备购置补助（金额为0.02亿元）；2017年公司营业外收入0.08亿元，其中政府补助0.03亿元、赔偿及违约金收入0.02亿元。总体看，公司非经营性损益波动较大，对利润总额存在一定影响。

2015~2017年，公司利润总额波动增长，年均复合增长44.58%，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，2015~2017年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率加权平均值分别为25.17%、3.39%和7.26%，2017年上述三项指标分别为23.87%、3.97%和9.81%，盈利能力有所提升。

2018年1~6月，公司实现营业收入54.70亿元，同比下降30.34%，主要系本期可结算面积减少所致；公司实现利润总额11.24亿元，同比增长24.13%；同期，公司营业利润率增长至33.12%。

总体看，随着公司房地产业务的持续推进，整体经营规模不断扩大，综合盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2015~2017年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长51.45%。2017年，公司经营活动现金流入209.28亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金204.01亿元，同比下降13.36%，主要系受房地产调控政策影响，公司开发项目预售规模减少所致。公司经营活动现金流出主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主。2015~2017年，公司经营活动现金流

出量快速增长, 年均复合增长 35.50%, 主要由于房地产项目开发的持续进行带动经营活动支出规模的快速增长。2017 年, 经营活动现金流出量 225.56 亿元, 其中购买商品、接受劳务支付的现金 174.93 亿元、支付其他与经营活动有关的现金 3.20 亿元(主要为押金和保证金)。2015~2017 年, 公司经营活动产生的现金流量金额分别为-31.61 亿元、20.60 亿元和-16.28 亿元, 受项目开发和销售进度的影响波动较大。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。

从投资活动看, 2015~2017 年, 公司投资活动现金流入量分别为 1.95 亿元、18.29 亿元和 37.18 亿元, 规模大幅增长, 主要系收回投资收到的现金(收到合联营公司偿还借款增加, 以及理财产品到期收回本金及收益)快速增加所致。2015~2017 年, 公司投资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 262.80%。2017 年投资活动现金流出量为 50.89 亿元, 主要系公司对合营企业和联营企业追加投资所致。近三年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-1.92 亿元、-0.79 亿元和-13.71 亿元。

2015~2017 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为-33.53 亿元、19.81 亿元和-29.99 亿元, 波动较大, 由于公司项目开发及销售周期具有较大周期性, 经营活动现金对当期投资支出的保障具有较大不确定性, 公司存在一定对外融资压力。

筹资活动现金流方面, 2015~2017 年, 公司筹资活动产生的现金流入量快速增长, 年均复合增长 24.59%。2017 年, 筹资活动产生的现金流入量为 191.41 亿元, 主要包括取得借款收到的现金 156.09 亿元、发行债券收到的现金 13.20 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 22.09 亿元。2015~2017 年, 公司筹资活动产生的现金流出量波动增长, 年均复合增长 41.23%。2017 年, 筹资活动产生的现金流出量

为 138.15 亿元, 主要包括偿还债务支付的现金 88.33 亿元、支付其他与筹资活动有关的现金 29.97 亿元。2015~2017 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 54.05 亿元、-5.65 亿元和 53.26 亿元。

2018 年 1~6 月, 公司经营活动产生的现金流量净额-1.24 亿元, 投资活动产生的现金流量净额 4.78 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额 -8.60 亿元。

总体看, 公司经营活动现金流入量规模较大, 现金收入实现质量较好。受项目开发和销售进度的影响, 经营活动现金流量净额波动较大, 对投资支出的保障具有较大不确定性。近年来, 公司在建项目较多, 存在一定资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2015~2017 年, 公司流动比率持续下降, 主要系公司加快销售进度形成的预收款项增加所致, 同期速动比率有所波动。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 6 月底上述指标分别为 164.32% 和 33.91%, 由于前期预付的土地款转入存货, 速动比率继续下降。2015~2017 年, 公司经营现金流动负债比分别为 -17.13%、6.91% 和 -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, 2015~2017 年公司 EBITDA 波动增长, 三年分别为 14.62 亿元、13.36 亿元和 25.31 亿元; 近三年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.08 倍、0.79 倍和 1.39 倍, 公司调整后全部债务/EBITDA 倍数分别为 16.00 倍、20.03 倍和 13.64 倍, EBITDA 对利息和全部债务的保障能力均有所提升。从指标上看, 公司整体偿债能力一般。

截至 2018 年 6 月底, 公司对外担保 3.80 亿元, 系对北辰实业参股公司提供的担保。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

而形成，担保余额159.75亿元。

截至2018年6月底，公司获得银行授信额度共计193.81亿元，已使用额度为126.47亿元，剩余额度为67.34亿元，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。

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），截至2018年9月21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。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度上限为16.20亿元，按最高16.20亿元测算，占2018年6月底公司调整后长期债务和调整后全部债务的比重分别为6.36%和5.11%，对公司现有债务结构影响较小。

截至2018年6月底，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分别为83.76%、69.24%和64.37%。本期中期票据发行后，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分别上升至84.06%、70.29%和65.77%，公司债务负担有所加重。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度16.20亿元的5.63倍、14.82倍和12.92倍；公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据拟发行额度16.20

亿元的-1.95倍、1.27倍和-1.01倍；经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

2015~2017年，公司EBITDA分别为本期本期中期票据发行额度16.20亿元的0.90倍、0.82倍和1.56倍。EBITDA对本期中期票据的保证能力一般。

十、结论

经过多年的发展，公司已形成持有与开发并存的经营模式，在一定程度上能抵御宏观调控对房地产业务的冲击。公司开发项目主要分布在经济发达地区，在建面积和土地储备的规模较大，能够为公司未来经营提供支撑；公司持有物业资产质量高，且具有较大增值空间；公司会展运营经验丰富，具有较好的品牌效应。

近年来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。同时，随着业务规模持续扩张，在建项目较多，开发资金需求带动负债规模逐年增长，并存在一定对外融资需求。公司收入规模快速增长，且预收款项规模较大，未来可结转收入较多。

本期中期票据含赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回权设置和利息支付方面均与其他普通债券/债务工具相关特征接近。公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度较高。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据付息或赎回本息不能偿还的风险很低，安全性很高。

[illegible]

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.75	80.76	108.94	107.56
资产总额(亿元)	474.13	643.41	799.80	867.88
所有者权益(亿元)	118.69	122.49	133.62	140.92
短期债务(亿元)	46.51	36.82	69.31	59.53
调整后短期债务(亿元)	63.02	44.72	70.36	62.58
长期债务(亿元)	170.85	208.24	258.90	238.96
调整后长期债务(亿元)	170.85	222.86	274.69	254.58
全部债务(亿元)	217.36	245.06	328.21	298.49
调整后全部债务(亿元)	233.88	267.58	345.05	317.16
营业收入(亿元)	71.86	98.30	154.57	54.70
利润总额(亿元)	8.64	6.85	18.05	11.24
EBITDA(亿元)	14.62	13.36	25.31	--
经营性净现金流(亿元)	-31.61	20.60	-16.28	-1.24
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	230.93
营业利润率(%)	32.55	22.41	23.87	33.12
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	64.37
调整后全部债务资本化比率(%)	66.34	68.60	72.09	69.24
资产负债率(%)	74.97	80.96	83.29	83.76
流动比率(%)	213.04	188.37	179.21	164.32
速动比率(%)	44.58	49.48	44.50	33.91
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 年半年报未经审计。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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。

联合资信评估有限公司关于 北京北辰实业股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京北辰实业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京北辰实业股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京北辰实业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京北辰实业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京北辰实业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京北辰实业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京北辰实业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京北辰实业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对北京北辰实业股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京北辰实业股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。