

跟踪评级公告

联合[2019]698 号

北京北辰实业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“14 北辰 01”和“14 北辰 02”进行跟踪评级，确定：

北京北辰实业股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

北京北辰实业股份有限公司公开发行的“14 北辰 01”和“14 北辰 02”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年五月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

北京北辰实业股份有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	存续规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 北辰 01	5.99 亿元	5 年 (3+2)	AA+	AA+	2018 年 5 月 21 日
14 北辰 02	15.00 亿元	7 年 (5+2)	AA+	AA+	2018 年 5 月 21 日

跟踪评级时间：2019 年 5 月 15 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	799.80	918.94	933.93
所有者权益 (亿元)	133.62	168.44	177.48
长期债务 (亿元)	274.69	197.69	214.28
全部债务 (亿元)	345.05	291.33	315.65
营业收入 (亿元)	154.57	178.64	50.43
净利润 (亿元)	13.11	19.93	9.04
EBITDA (亿元)	42.68	50.80	--
经营性净现金流 (亿元)	-16.28	25.33	-30.61
营业利润率 (%)	23.87	26.93	30.47
净资产收益率 (%)	10.23	13.20	--
资产负债率 (%)	83.29	81.67	81.00
全部债务资本化比率 (%)	72.09	63.36	64.01
流动比率 (倍)	1.79	1.66	1.69
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.17	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.27	1.40	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.03	2.42	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司长期债务中包含其他应付款和长期应付款中的“应付少数股东款项”以及资产支持专项计划中的有息债务部分；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

2018 年，北京北辰实业股份有限公司（以下简称“北辰实业”或“公司”）作为北京市属国有控股的上市房地产企业，在行业地位、资产规模、土地储备等方面仍具有一定优势。公司发展物业在土地储备、项目开发以及去化情况等方面继续保持良好水平；投资物业经营状况整体稳定，租金收入规模较大且具备较大升值潜力；整体资产规模、营业收入和利润规模均保持较快增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，公司房地产业务主要位于国内经济发达的强二线城市，相关区域房地产调控政策及市场状况或将对公司销售产生一定影响，以及公司在建及拟建项目面临一定的资金需求等因素可能对公司信用水平带来的影响。

未来随着公司在建项目的开发和销售，以及预售项目的完工结转，公司收入规模和盈利水平有望得到进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望“稳定”；同时维持“14 北辰 01”和“14 北辰 02”债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 公司新增土地储备主要位于国内强二线城市，土地储备规模较为充裕，整体区域分布情况较好。

2. 公司在北京和长沙等地区持有较多投资性物业，经营业态主要为会展、写字楼、酒店及公寓等，租金收入规模大，现金流较为稳定；同时投资性物业以成本法计量，具有较大的增值潜力。

3. 2018 年及 2019 年一季度，公司资产规模、营业收入和利润规模均保持较快增长。

关注

1. 由于房地产调控政策短期内不会退出，房地产调控政策及市场波动或将对公司在获得土地、项目开发建设、销售、融资等方面造成一定的影响。

2. 公司在建及拟建项目规模较大，未来存在一定资金需求，同时也对公司项目去化及融资能力提出更高要求。

分析师

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

王 彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



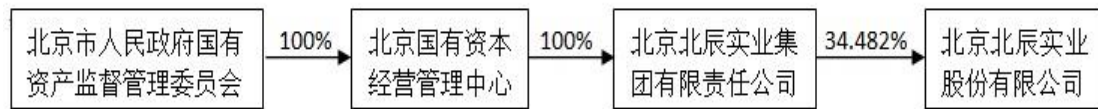
联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京北辰实业股份有限公司（以下称“公司”或“北辰实业”）是由北京北辰实业集团有限责任公司（以下称“北辰集团”）独家发起设立的股份有限公司，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（股票简称：北辰实业，股票代码：0588.HK），发行后总股本增至 18.67 亿股。2006 年 9 月，公司向境内投资者发行了 15.00 亿股人民币普通股，发行后总股本增至 33.67 亿股，并于同年 10 月在上海证券交易所挂牌上市（股票简称：北辰实业，股票代码：601588.SH）。

截至 2019 年 3 月底，公司总股本为 33.67 亿股，北辰集团持有公司 34.48% 的股权，为公司第一大股东。公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会，如下图所示。

图 1 截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司经营范围未发生变化；截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司合计 49 家；公司本部及其主要子公司员工总人数为 5,167 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 918.94 亿元，负债合计 750.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 168.44 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 152.17 亿元。2018 年，公司实现营业收入 178.64 亿元，净利润（含少数股东损益）19.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 25.33 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.05 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 933.93 亿元，负债合计 756.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 177.48 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 160.37 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 50.43 亿元，净利润（含少数股东损益）9.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -30.61 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -25.44 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、债券发行情况及募集资金使用

公司于 2015 年 1 月 20 日发行“北京北辰实业股份有限公司 2014 年公司债券”，并于 2015 年 2 月 10 日正式上市（品种一简称“14 北辰 01”，代码 122348.SH；品种二简称“14 北辰 02”，代码：122351.SH）；其中品种一为 10 亿元，5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，当期票面利率为 4.80%；品种二为 15 亿元，7 年期，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，当期票面利率为 5.20%。

截至 2018 年底，上述债券的募集资金已按照募集说明书约定用途使用。公司已于 2019 年 1 月 21 日支付“14 北辰 01”和“14 北辰 02”上一计息年度的利息。2018 年 1 月 22 日，“14 北辰 01”的债券持有人选择回售 4.01 亿元，剩余“14 北辰 01”存续期后两年票面利率为 5.65%。

三、行业分析

公司主营业务收入主要来自于房地产开发销售业务，属于房地产行业。

1. 行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入

3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三、四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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。

四、管理分析

2018 年，公司部分董事和监事人员发生变更。2018 年 5 月，公司举行董事会和监事会换届选举，经公司股东大会审议，选举李云、陈德启、张文雷、郭川为公司第八届董事会董事，原董事李长利、赵惠芝、刘建平、刘焕波离任；选举王建新、张金利、刘慧为公司第八届监事会监事（其中王建新为监事会主席），原监事会主席赵崇捷和监事宋忆宁离任。除上述人员变动外，公司董事、监事和高管人员无其他变动。

总体看，2018 年，因董事会和监事会换届选举，公司部分董事和监事人员有所变动，但核心管理团队基本保持稳定，各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2018 年，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。目前，公司已退出传统零售业态的经营。2018 年，公司实现营业收入 178.64 亿元，较上年增长 15.58%，主要系发展物业结转项目增加以及结转项目中高房价产品占比提高所致；其中，公司主营业务收入为 178.58 亿元，占全年营业收入的 99.97%，与上年基本持平，公司主营业务仍然十分突出。

从收入构成来看，发展物业和投资物业（含酒店）为公司主营业务收入的主要来源。2018 年，公司发展物业实现收入 151.33 亿元，较上年增长 20.18%，主要系结转项目增加以及结算项目中高房价产品占比较高所致，该业务收入在主营业务收入中的占比为 84.71%，较上年提高 3.24 个百分点，仍为公司主要收入来源，且对主营业务收入的贡献进一步提高。2018 年，公司投资物业（含酒店）业务实现收入 26.29 亿元，较上年略有增长，该业务收入在主营业务收入中的占比为 14.72%，较上年下降 2.10 个百分点，仍然为公司第二大收入来源；公司其他业务规模较小，对收入影响很小。自 2018 年起，商业物业不再划分为主营业务，具体情况如下表所示。

表 1 2017~2018 年公司主营业务收入及毛利率情况表（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
发展物业	125.92	81.47	26.97	151.33	84.71	28.89
投资物业（含酒店）	25.99	16.82	62.05	26.29	14.72	61.53
商业物业	1.53	0.99	39.28	--	--	--
其他业务	1.12	0.73	24.34	1.02	0.57	--
合计	154.57	100.00	32.97	178.64	100.00	33.49

资料来源：公司年报

注：2018 年，商业物业不再作为主营业务划分

毛利率方面，2018 年，公司发展物业实现毛利率 28.89%，较上年上升 1.92 个百分点，主要系 2018 年结算产品中高房价产品占比较高所致；公司投资物业（含酒店）实现毛利率 61.53%，较上年下降 0.52 个百分点，变动较小。受发展物业板块毛利率增加影响，公司 2018 年主营业务毛利率 33.49%，较上年略有上升。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 50.43 亿元，同比大幅增长 191.88%，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；实现净利润 9.04 亿元，同比增加 7.25 亿元。

总体看，2018 年，公司主营业务结构未发生明显变化；随着结算项目增加以及结算项目中高房价产品占比提高，公司主营业务收入进一步增长，毛利率持续提升。

2. 发展物业

公司发展物业延续此前的方针，以立足北京、拓展京外为方针，开展包括住宅、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。

（1）土地储备

在土地资源日益稀缺，地价成本不断攀升的背景下，公司聚焦多元化城市群，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，积极布局需求支撑力强的一、二线热点核心城市，不断优化公司土地储备版图。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（总建筑面积）约 146.40 万平方米，其中权益土地储备建筑面积约 138.74 万平方米；土地用途以住宅、商业为主。2019 年 1~3 月，公司通过招拍挂新增土地储备 14.70 万平方米，分别位于广州市增城区和重庆市渝北区。

目前，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、眉山共计 14 个城市。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，较去年底有所下降，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%。具体项目情况如下表所示。

表 2 截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：%、万平方米）

项目名称	地区	经营业态	项目权益	总建筑面积	持有待开发土地建筑面积
北京北七家项目	北京昌平	住宅	51.00	25.00	25.00
长沙北辰三角洲	湖南长沙	住宅、商业、写字楼等	100.00	520.00	75.10
长沙北辰中央公园	湖南长沙	住宅	51.00	90.63	14.11
长沙 077 号地块项目	湖南长沙	住宅、商业	100.00	14.60	14.60

武汉北辰光谷里	湖北武汉	商服用地	51.00	49.20	13.48
武汉蔚蓝城市	湖北武汉	住宅、商业	100.00	97.60	35.20
武汉 P067 号地块项目	湖北武汉	住宅、商业	100.00	17.72	17.72
武汉 P068 号地块项目	湖北武汉	住宅、商业	100.00	22.37	22.37
武汉 P164 号地块项目	湖北武汉	住宅、商业	100.00	21.38	21.38
杭州九堡项目	浙江杭州	住宅	100.00	4.44	4.44
成都协和 017 号地块项目	四川成都	住宅、商业	100.00	22.59	22.59
四川国颂府	四川眉山	住宅、商业	100.00	33.90	13.98
廊坊北辰奥园新城	河北廊坊	住宅、商业	100.00	41.92	14.11
廊坊 2018-4 号地块项目	河北廊坊	住宅	100.00	24.16	24.16
合肥北辰旭辉铂悦庐州府	安徽合肥	住宅、商业	50.00	35.57	2.22
重庆悦来壹号	重庆渝北	住宅、商业	100.00	127.40	68.55
海口西海岸项目	海南海口	住宅、商业	100.00	26.34	14.93
合计	--	--	--	1,174.82	403.94

资料来源：公司年报

注：上表土地储备不包含在开发未销售项目；

总体看，2018 年，公司持续扩充土地储备规模，现有土地储备规模仍较为充足，区域位置较好，对未来项目开发提供了保证。

（2）项目开发

目前，公司项目区域包括北京、长沙、武汉、南京、成都、苏州、合肥、杭州、宁波、无锡、廊坊、重庆、海口等城市。2018 年，公司基本保持了较大的房地产开发规模，新开工面积 281.44 万平方米，较上年有所下降，当期竣工面积 127.55 万平方米，期末在建面积 804.74 万平方米，较上年增长 24.22%。

表 3 2017~2018 年公司主要开发数据（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年
新开工面积	300.69	281.44
竣工面积	139.06	127.55
在建面积	647.85	804.74

资料来源：公司年报

注：公司在建面积包含当年已竣工面积

在建项目方面，截至 2018 年底，公司在建项目共 27 个（其中新开工项目 2 个）；总投资额约 1,243.40 亿元，当期实际投资额 99.39 亿元（较上年有所下降，但仍保持在 100 亿元左右规模）；合计总建筑面积约 1,463.52 万平方米，在建建筑面积 779.95 万平方米（较上年底增长 24.22%），累计竣工面积 534.65 万平方米（较上年增长 23.80%）。从区域分布看，2018 年底，公司在建项目区域分布以二线城市为主，业态主要为住宅加商业，主要集中在湖南长沙、湖北武汉、江苏（苏州、无锡等）、四川（成都、眉山等）和重庆地区，其总建筑面积占比分别为 41.72%、14.92%、9.93%、7.83% 和 8.71%，合计占比 83.11%。公司规模最大的房地产项目是长沙北辰三角洲项目，该项目于 2016 年开工，预计 2019 年竣工，经营业态包括住宅、商业和写字楼等，项目计划总投资规模 330.00 亿元，总建筑面积约 520.00 万平方米，当年在建建筑面积为 138.29 万平方米，累计竣工面积 351.00 万平方米。2018 年公司新开工项目为成都天麓御府和四川国颂府项目，其合计总建筑面积约 45.90 万平方米。公司在建项目具体情况如下表所示。

表 4 截至 2018 年底公司在建项目情况（单位：%、亿元、万平方米）

项目名称	地区	经营业态	项目状态	权益占比	计划总投资额	当期实际投资额	总建筑面积	在建建筑面积	累计竣工面积
北京北辰红橡墅	北京昌平	别墅	在建	100.00	34.00	1.75	21.38	6.95	14.43
北京当代北辰悦MOMA	北京顺义	自住型商品房、两限房	在建	50.00	23.47	0.98	13.25	0.14	13.11
北京北辰墅院 1900	北京顺义	住宅	在建	100.00	24.45	--	21.33	0.54	20.79
长沙北辰三角洲	湖南长沙	住宅、商业、写字楼等	在建	100.00	330.00	18.85	520.00	138.29	351.00
长沙北辰中央公园	湖南长沙	住宅	在建	51.00	48.00	6.81	90.63	47.94	45.50
武汉北辰当代优+	湖北武汉	住宅、商业	在建	45.00	21.00	2.35	31.38	25.00	31.38
武汉北辰光谷里	湖北武汉	商服用地	在建	51.00	33.94	3.46	49.20	35.72	--
武汉蔚蓝城市	湖北武汉	住宅、商业	在建	100.00	86.63	7.16	97.60	62.40	--
武汉金地北辰阅风华	湖北武汉	住宅	在建	51.00	22.83	1.43	18.20	18.20	--
武汉北辰孔雀洲	湖北武汉	住宅	在建	60.00	12.97	5.09	22.00	22.00	--
杭州国颂府	浙江杭州	住宅	在建	100.00	16.06	2.28	6.99	6.99	--
杭州金湖都会艺境	浙江杭州	住宅、商业	在建	25.00	5.50	4.87	20.97	20.97	--
宁波北宸府	浙江宁波	住宅	在建	100.00	41.71	3.65	18.97	18.97	--
宁波堇天府	浙江宁波	住宅、商业	在建	51.00	59.50	2.68	40.48	40.48	--
苏州北辰旭辉壹号院	江苏苏州	住宅、商业	在建	50.00	28.78	0.94	27.24	10.25	27.24
苏州观澜府	江苏苏州	住宅、商业	在建	100.00	58.82	4.07	39.29	39.29	--
无锡天一玖著	江苏无锡	住宅	在建	49.00	28.60	3.85	25.54	25.54	--
无锡时代城	江苏无锡	住宅	在建	40.00	46.79	5.32	53.26	53.26	--
成都北辰朗诗南门绿郡	四川成都	住宅、商业	在建	40.00	20.04	0.80	23.69	23.69	15.27
成都北辰香麓	四川成都	住宅、商业	在建	100.00	14.71	1.24	15.08	15.08	--
成都北辰南湖香麓	四川成都	住宅	在建	100.00	29.16	3.33	29.91	29.91	--
成都天麓御府	四川成都	住宅、商业	新开工	100.00	15.26	2.17	12.00	12.00	--
四川国颂府	四川眉山	住宅、商业	新开工	100.00	27.18	0.69	33.90	19.92	--
廊坊北辰奥园新城	河北廊坊	住宅、商业	在建	100.00	25.73	2.69	41.92	27.81	--
合肥北辰旭辉铂悦庐州府	安徽合肥	住宅、商业	在建	50.00	42.14	2.84	35.57	33.35	15.93
重庆悦来壹号	重庆渝北	住宅、商业	在建	100.00	100.66	7.27	127.4	58.85	--
海口西海岸项目	海南海口	住宅、商业	在建	100.00	45.47	2.82	26.34	11.41	--
合计	--	--	--	--	1,243.40	99.39	1,463.52	779.95	534.65

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、上表统计口径为全口径；

总体看，2018 年，公司在建项目规模显著增长，房地产存量开发规模仍较大；开发项目区域以二线城市为主。随着项目的持续开发，公司资金投入规模较大，对公司项目去化及融资能力提出更

高要求。

（3）项目销售

从销售数据来看，2018 年，公司协议销售面积 181.40 万平方米，协议销售金额 282.09 亿元，分别较上年增长 45.82%和 26.64%，公司销售面积及销售金额均有显著增长，主要系一方面公司调整销售策略、加大去化力度，另一方面公司在售项目所处区域市场情况较好所致；当期，公司主要在卖的长沙北辰三角洲、宁波董天府、武汉蔚蓝城市、成都北辰南湖香麓等项目销售情况均较好，去化率均在 75%以上。2018 年，公司协议销售均价 1.56 万元/平方米，较上年有所下降，主要系销售项目区域结构有所变化所致。从结转情况来看，2018 年，公司结转面积 90.31 万平方米，较上年略有下降；受结转项目增加以及结转项目中高房价产品占比较高的影响，结转收入较上年有显著增长；从结转收入的地区分布看，以南京、杭州、成都、合肥和长沙等二线城市为主，其合计收入占比在 65%以上。

表 5 2017~2018 年公司房地产业务运营数据

项目	2017 年	2018 年
协议销售面积（万平方米）	124.40	181.40
协议销售金额（亿元）	222.75	282.09
协议销售均价（万元/平方米）	1.79	1.56
结转收入面积（万平方米）	93.70	90.31
结转收入（亿元）	125.92	151.33
结转均价（万元/平方米）	1.34	1.68

资料来源：公司年报

总体看，2018 年，公司协议销售面积和金额均有显著增长；结转面积略有下降，但受结转项目增加以及结转项目中高房价产品占比较高的影响，结转收入较上年有显著增长，区域以二线城市为主。长沙、宁波、武汉、成都等地区项目相继进入竣工阶段，公司结转收入面积和收入有望保持增长。

3. 投资物业（含酒店）

截至 2018 年底，公司持有并经营的物业包括会展、酒店、写字楼、公寓等业态，合计建筑面积逾 120 万平方米，除长沙北辰洲际酒店外，其余均位于北京奥运核心区，地理位置优越。目前，公司经营物业包括 2 座会议中心、5 栋写字楼、5 家高星级酒店和 13 栋服务式公寓等。2018 年，公司凭借大量核心价值物业集中于亚奥核心区的地缘优势，以会展为龙头，带动写字楼、酒店、公寓等业态共同发展。其中，国家会议中心和北京国际会议中心资产运营质量和效益不断提升，国内市场占有率有所提高，收入利润水平进一步增长；写字楼业态继续强化多项目联销策略，出租率和租金水平维持在较高水平，是公司投资物业（含酒店）板块重要的利润来源；酒店及公寓业态整体发展较为平稳。

从主要投资物业经营情况来看，2018 年，公司主要投资物业（含酒店）实现营业收入 26.29 亿元，较上年小幅增长，其中国家会议中心项目仍是公司最主要的收入来源；整体出租率维持在较高水平。

表 6 截至 2018 年底公司主要投资物业情况（单位：万平方米、亿元）

地区	项目	经营业态	总建筑面积	租金收入
北京朝阳区天辰东路 7 号	国家会议中心	会议、展览	27.00	6.73
北京朝阳区北辰东路 8 号	北京国际会议中心	会议、展览	5.64	1.27
北京朝阳区北辰东路 8 号	汇宾大厦	写字楼	3.78	0.65
北京朝阳区北辰东路 8 号	汇欣大厦	写字楼	4.09	0.53
北京朝阳区北辰东路 8 号	北辰时代大厦	写字楼	13.24	2.01
北京朝阳区北辰西路 8 号	北辰世纪中心	写字楼	14.98	3.17
北京朝阳区北辰东路 8 号	汇珍楼物业	写字楼	0.45	0.16
北京朝阳区北辰东路 8 号	北京五洲大酒店	酒店	4.26	1.46
北京朝阳区北辰西路 8 号	国家会议中心大酒店	酒店	5.02	1.12
北京朝阳区北辰东路 8 号	五洲皇冠国际酒店	酒店	6.02	1.63
北京朝阳区北辰西路 8 号	北辰洲际酒店	酒店	6.00	1.81
湖南省长沙市开福区湘江北路 1500 号	长沙北辰洲际酒店	酒店	7.92	2.01
北京朝阳区北辰东路 8 号	北辰汇园酒店公寓	公寓	17.97	2.74
北京朝阳区北苑路甲 13 号	北辰绿色家园 B5 区商业	商业	4.97	0.33
合计			121.34	25.62

资料来源：公司年报

2018 年，会展业务仍是公司投资物业的核心竞争力所在，且品牌影响力不断扩大。国家会议中心和北京国际会议中心为公司会展功能区的核心，2018 年圆满完成了“中非合作论坛北京峰会”、“第五届京交会”、“上海合作组织青岛峰会”、“首届联合国世界地理信息大会”、“第八届北京香山论坛”的接待服务工作，北辰会展品牌价值和影响力持续增强。同时，公司会展场馆及酒店品牌的经营和管理输出持续发力，2018 年，公司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。截至 2018 年底，公司累计已签约受托经营的会展与酒店共计 26 个，累计实现受托会展场馆总建筑面积约 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。

总体看，2018 年，公司国家会议中心及写字楼出租等业务收入保持稳定，租金收入规模大，出租率整体维持在较高水平，对公司现金流形成有效补充。

4. 经营关注

（1）房地产市场状况对公司未来销售情况影响较大

2018 年，公司新增土地项目、在建及在售项目区域均以长沙、武汉、宁波、杭州、成都、重庆等二线城市为主，且经营范围不断扩大，房地产市场状况对公司未来销售情况影响较大，同时也对公司项目销售和管理能力带来一定挑战。

（2）公司在建项目资金投入规模较大，对公司项目周转及融资提出更高要求。

近两年，公司在建项目规模较大，存在一定资金需求，同时也对公司项目周转及融资能力提出更高要求。

5. 未来发展

未来，公司将坚持“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，进一步实施低成本扩展、品牌扩张和资本扩张三大战略，不断增强公司可持续发展能力。

发展物业方面，公司将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，逐步实现纵向深耕、横向拓展的规模化扩张；同时，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）方面，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。具体来看，一方面，公司将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，不断扩大会展及酒店场馆受托管理业务的市场占有率。

经营计划方面，2019 年，公司发展物业预计实现新开工面积 196 万平方米，在建面积 888 万平方米，竣工面积 246 万平方米；公司将力争实现销售 160 万平方米，销售金额 253 亿元。公司投资物业将在提升现有运营服务能力的同时，创新业务发展模式，加大品牌影响力对上下游产业链的辐射力度，积极培育新的业绩增长点。此外，公司还将强化预算刚性，规范预算执行，严格控制成本费用开支。

总体看，公司以资本扩张、品牌扩张和低成本扩张为核心的发展战略目标符合公司发展趋势，有助于公司在抵御风险的同时取得可持续的发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见；公司执行财政部颁布的最新财务准则。从合并范围变化来看，截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司合计 49 家，其中，新纳入合并范围子公司 7 家，不再纳入合并范围子公司 2 家。公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 918.94 亿元，负债合计 750.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 168.44 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 152.17 亿元。2018 年，公司实现营业收入 178.64 亿元，净利润（含少数股东损益）19.93 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 25.33 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.05 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 933.93 亿元，负债合计 756.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 177.48 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 160.37 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 50.43 亿元，净利润（含少数股东损益）9.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额为-30.61 亿元，现金及现金等价物净增加额为-25.44 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 918.94 亿元，较年初增长 14.90%，主要系流动资产增加所致；其中流动资产占比 90.30%，非流动资产占比 9.70%，流动资产占比较年初进一步上升。

流动资产方面，截至 2018 年底，公司流动资产为 829.78 亿元，较年初增长 18.69%，主要系货币资金和存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 16.58%）和存货（占比 72.79%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 137.57 亿元，较年初增长 26.27%，主要系公司当期预售房款增

加所致；公司货币资金主要由银行存款（占比 99.99%）构成，其中受限资金 19.05 亿元，占货币资金期末余额的 13.85%，主要是住户按揭贷款保证金、工程建设履约保证金等，受限比例较低。

截至 2018 年底，公司存货账面价值 603.96 亿元，较年初增长 14.93%，主要系一方面北京北七家项目、廊坊 2018-4 号地块项目以及杭州九堡等项目土地款转入，另一方面重庆悦来壹号、宁波董天府等房地产项目开发支出增加所致；从构成看，公司存货主要由开发成本（占比 84.85%）和开发产品（占比 15.07%）构成；公司共计提存货跌价准备 2.39 亿元，主要是系政府调控政策、市场状况等因素影响导致公司部分房地产项目可变现净值低于开发成本账面价值所致。

非流动资产方面，截至 2018 年底，公司非流动资产合计总计 89.17 亿元，较年初下降 11.45%，主要系长期应收款下降所致；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，公司投资性房地产账面价值为 48.52 亿元，较年初小幅下降 3.59%，变化不大；公司投资性房地产主要包括服务式公寓、写字楼及会议中心等，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，未计提减值准备，具有较大的升值空间。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 25.83 亿元，较年初增长 10.11%，主要系在建工程转入所致；其中，房屋建筑物占比 73.93%，机器设备占比 14.64%，运输工具占比 1.10%，其他设备占比 10.32%；公司累计计提折旧 17.80 亿元，固定资产成新率 59.20%，成新率较低，公司固定资产未计提减值准备。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产账面价值为 8.65 亿元，较年初增长 39.14%，主要系内部交易未实现利润等变动产生的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至 2018 年底，公司受限资产包括货币资金 19.05 亿元、存货 203.65 亿元、投资性房地产 47.90 亿元、固定资产 19.36 亿元，受限资产合计 289.96 亿元，占总资产的比例为 31.55%，大部分作为长、短期借款的抵押物，受限规模及受限比例尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 933.93 亿元，较年初变化不大，其中流动资产占比 90.65%，非流动资产占比 9.35%，资产结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，随着公司开发建设的地产项目增加，公司资产规模有所增长，资产构成仍以流动资产为主；流动资产中存货规模持续增长；非流动资产仍以投资性房地产和固定资产为主；公司现金类资产较为充足，但资产受限比例较高，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年底，公司负债合计 750.50 亿元，较年初增长 12.66%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债占比 66.77%，非流动负债占比 33.23%；流动负债占比较年初进一步上升。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 501.13 亿元，较年初增长 28.46%，主要系预收款项增长所致；流动负债主要由应付账款（占比 13.42%）、预收款项（含合同负债；占比 57.31%）、应交税费（占比 5.54%）和一年内到期的非流动负债（占比 16.49%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款 67.25 亿元，较年初增长 29.41%，主要系随着业务规模增长，公司应付工程款随之增加所致。

截至 2018 年底，公司预收款项（含合同负债）合计 287.21 亿元，较年初增长 27.29%，主要系公司开发项目实现预售的规模扩大，预收房款增加所致。

截至 2018 年底，公司应交税费 27.74 亿元，较年初增长 40.51%，主要系企业所得税增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 82.64 亿元，较年初增长 32.62%，其中一年内到期的长期借款 58.97 亿元、1 年内到期的应付债券 14.94 亿元、1 年内到期的长期应付款 8.72 亿元。1 年内到期的应付债券为“16 北辰 01”公司债券，2019 年 4 月 22 日“16 北辰 01”回售事项已实施完毕，实际回售金额为 11.40 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 249.38 亿元，较年初下降 9.67%，主要系长期借款和应付债券减少所致；非流动负债主要由长期借款（占比 65.63%）、应付债券（占比 13.65%）和长期应付款（占比 20.18%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 163.66 亿元，较年初下降 22.07%，主要系公司偿还部分贷款所致。从到期期限分布来看，到期期限在未来 1~2 年占比 32.00%，2~5 年占比 41.09%，5 年以上占比 26.91%，期限结构较为合理。

截至 2018 年底，公司应付债券 34.03 亿元，较年初减少 30.38%，主要系公“16 北辰 01”转入一年内到期所致。从到期时间分布来看，公司应付债券面临到期或回售的期限分布主要集中在 2019 年和 2020 年，有一定集中偿付压力。具体情况如下表所示。

表 7 截至 2018 年底公司存续债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	期末余额	到期日/回售日	票面利率
14 北辰 01	5.99	2020 年	5.65
14 北辰 02	15.00	2020 年	5.20
16 北辰 01	15.00	2019 年	4.48
17 北辰实业 MTN001	13.11	2020 年	5.14

资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司长期应付款 50.32 亿元，较年初大幅增长 34.52 亿元，主要系应付少数股东款项增长及当期公司全资子公司北京北辰地产集团有限公司发行北辰长沙洲际酒店资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）所致；公司长期应付款由应付少数股东款项（占比 80.42%）和专项计划（占比 19.58%）构成。其中，应付少数股东款项为子公司向其少数股东取得的股东借款，借款期限为两年，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%；专项计划中，优先 A 类资产支持证券金额为 5.27 亿元，利率为 5.20%，优先 B 类资产支持证券金额为 4.73 亿元，利率为 6.20%，C 类资产支持证券金额为 0.50 亿元，由北辰地产集团认购，不设预期收益率；以上证券期限均为 18 年。公司应付少数股东款项和专项计划中计息部分金额（即优先 A 和优先 B）已计入长期债务。

截至 2018 年底，公司全部债务为 291.33 亿元，较年初下降 15.57%，主要系偿还部分到期债务、母公司借款及少数股东借款所致；其中，短期债务占比 32.14%，长期债务占比 67.86%，仍以长期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 81.67%、63.36%和 54.00%，分别较年初下降 1.62 个百分点、8.72 个百分点和 13.28 个百分点，主要系长期借款和应付债券下降所致。若考虑公司 2018 年发行的 16.13 亿元永续债，则截至 2018 年底，公司全部债务为 307.46 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别上升至 83.43%、66.87%和 58.40%。整体看，公司债务规模有所下降，但仍存在一定债务负担。

表 8 2017~2018 年及 2019 年 3 月底公司一年内到期债务情况（单位：万元）

债券简称	2017 年	2018 年	2019 年 3 月底
一年内到期债务	70.36	93.64	101.36

一年内到期债券（含回售）	4.01	11.40	20.99
--------------	------	-------	-------

资料来源：公司年报

注：上述到期债券中包括已回售债券及拟回售债券金额，且假设即将回售债券将全部回售

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 756.45 亿元，较年初小幅增长 0.79%，其中流动负债占比 66.39%，非流动负债占比 33.61%，负债结构较年初变化不大；全部债务 315.65 亿元，较年初增长 8.35%，主要系借款规模有所增加，其中，短期债务占比 32.11%，长期债务占比 67.89%，债务结构较年初变化不大；债务指标方面，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 81.00%、64.01%和 54.70%，均较年初变动较小。

总体看，2018 年，受预收款项增长等因素影响，公司负债规模有所增长，负债结构仍以流动负债为主；公司债务规模有所下降，但仍存在一定债务负担，未来将面临一定资金压力。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 168.44 亿元，较年初增长 26.06%，主要系当期公司发行永续债致使其他权益工具增加，以及少数股东权益增加所致；其中归属于母公司的所有者权益占比 90.34%。归属于母公司的所有者权益中，股本占比 22.13%、资本公积占比 23.98%、其他权益工具（永续债）占比 10.60%、盈余公积占比 6.23%、未分配利润占比 37.09%；仍以股本、资本公积和未分配利润为主。公司所有者权益结构较年初有所变化，但整体稳定性尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 177.48 亿元，较年初增长 5.37%，主要系未分配利润增长所致；所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2018 年，受发行永续债及少数股东权益增加影响，公司所有者权益略有增长，权益稳定性尚可。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 178.64 亿元，较上年增长 15.58%，主要系发展物业结转项目增加以及结转项目中高房价产品占比提高所致；实现净利润 19.93 亿元，同比增长 52.08%，主要系结算产品结构变化致使毛利率上升所致。

从期间费用来看，2018 年公司期间费用为 19.43 亿元，同比变化不大；其中销售费用、管理费用分别为 5.07 亿元、8.90 亿元和 5.46 亿元，同比均变化不大；整体看，公司期间费用水平控制良好。

从利润构成来看，2018 年，公司实现投资收益 1.90 亿元，同比增长 71.82%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致，占当期营业利润的比重为 6.75%；公司当期发生资产减值损失 2.36 亿元，同比增加 2.25 亿元，主要系对存货计提跌价准备所致，占当期营业利润的比重为 8.42%。公司其他收益、资产处置收益及营业外收入对利润影响很小。整体看，公司投资收益及资产减值损失对当期盈利水平影响较小，公司盈利主要来自主营业务。

盈利指标方面，2018 年，公司总资本收益率、总资产收益率和净资产收益率分别为 8.81%、5.75%和 13.20%，分别较上年增加 0.81 个百分点、0.28 个百分点和 2.96 个百分点，公司整体盈利能力有所上升。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 50.43 亿元，同比大幅增长 191.88%，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；实现净利润 9.04 亿元，同比增加 7.25 亿元。

总体看，2018 年，由于发展物业结转项目增加以及结转项目中高房价产品占比提高，公司营业收入及利润规模均有显著增长，同时期间费用控制良好，整体盈利能力有所提高。

5. 现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 264.56 亿元，同比增长 26.41%，主要系当期发展物业预售房款增加所致；公司经营活动现金流出 239.23 亿元，同比增长 6.06%，主要系业务规模扩大，相应经营活动支出增加所致；受上述因素影响，公司经营活动现金流量净额为 25.33 亿元，由上年的净流出转为净流入。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入 15.93 亿元，同比下降 57.16%；公司投资活动现金流出 2.43 亿元，同比大幅下降 95.23%，主要系 2018 年公司投资支出下降所致；受上述因素影响，公司投资活动现金净额为 13.50 亿元，由上年的净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入 168.66 亿元，同比下降 11.88%，主要系当期融资规模有所下降所致；公司筹资活动现金流出 187.44 亿元，同比增长 35.68%，主要系偿还到期债务及股东借款等因素影响所致；受上述因素影响，公司筹资活动现金流量净额由上年的净流入转为净流出，为-18.78 亿元。

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，受预售房款增加影响，公司经营活动现金流有显著改善，由上年的净流出转为净流入状态；受投资支出减少影响，投资活动现金流由上年的净流出转为净流入状态；受借款规模减少及偿还到期债务等因素影响，筹资活动现金流量净额由上年的净流入转为净流出。未来，随着业务规模的扩大以及长期债务到期的影响，公司仍有一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率为 1.66 倍，较年初的 1.79 倍略有下降；速动比率为 0.45 倍，较年初变化不大；现金短期债务比 1.47 倍，均较年初变化不大，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 50.80 亿元，较上年增长 19.03%，主要系利润总额增长所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占 55.12%）和计入财务费用的利息支出（占 42.16%）构成；EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，较上年的 0.12 倍有所提升，EBITDA 对全部债务的保障能力一般；EBITDA 利息倍数为 1.40 倍，较上年的 1.27 倍有所提升，保障程度一般。整体看，公司长期偿债指标表现一般，但考虑到公司拥有较大规模的投资性房地产和在建项目，且投资性房地产以成本计量，具有较强的保值增值性，一定程度上提升了公司长期偿债能力；公司长期偿债能力仍属较强。

截至 2018 年底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2018 年底，公司合并范围内对外担保规模为 5.13 亿元，为对关联方提供的担保；公司对外担保规模较小。

截至 2018 年底，公司获得银行授信合计 184.00 亿元，尚未使用的授信额度为 63.00 亿元，公司间接融资渠道畅通。作为上市公司，公司直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行征信中心查询信息（机构信用代码为 G1411010502161830F），截至 2019 年 2 月 26 日，公司无未结清和已结清不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期及长期偿债能力均较强，但长期偿债指标表现一般；考虑到公司现金类资产规模较大，融资渠道通畅，且投资性房地产保值增值空间较大，其整体偿债能力很强。

七、本次公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产为 137.57 亿元，为存续“14 北辰 01”和“14 北辰 02”的待偿本金合计（20.99 亿元）的 6.55 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 168.44 亿元，约为待偿债券本金合计（20.99 亿元）的 8.02 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14 北辰 01”和“14 北辰 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 50.80 亿元，约为“14 北辰 01”和“14 北辰 02”的待偿本金合计（20.99 亿元）的 2.42 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 258.23 亿元，约为“14 北辰 01”和“14 北辰 02”的待偿本金合计（20.99 亿元）的 12.30 倍，公司经营活动现金流入量对“14 北辰 01”和“14 北辰 02”债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为北京市内规模较大的上市房地产企业，在行业地位、资产规模、土地储备等方面具有优势，公司对“14 北辰 01”和“14 北辰 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为北京市属国有控股的上市房地产企业，在行业地位、资产规模、土地储备等方面仍具有一定优势。公司发展物业在土地储备、项目开发以及去化情况等方面继续保持良好水平；投资物业经营状况整体稳定，租金收入规模较大且具备较大升值潜力；整体资产规模、营业收入和利润规模均保持较快增长。同时，联合评级也关注到，公司房地产业务主要位于国内经济发达的强二线城市，相关区域房地产调控政策及市场状况或将对公司销售产生一定影响以及公司在建及拟建项目面临一定的资金需求等因素可能对公司信用水平带来的影响。

未来随着公司在建项目的开发和销售，以及预售项目的完工结转，公司收入规模和盈利水平有望得到进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望“稳定”；同时维持“14 北辰 01”和“14 北辰 02”债项信用等级为“AA+”。

附件 1 北京北辰实业股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	799.80	918.94	933.93
所有者权益（亿元）	133.62	168.44	177.48
短期债务（亿元）	70.36	93.64	101.36
长期债务（亿元）	274.69	197.69	214.28
全部债务（亿元）	345.05	291.33	315.65
营业收入（亿元）	154.57	178.64	50.43
净利润（亿元）	13.11	19.93	9.04
EBITDA（亿元）	42.68	50.80	--
经营性净现金流（亿元）	-16.28	25.33	-30.61
流动资产周转次数（次）	0.25	0.23	--
存货周转次数（次）	0.22	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.21	--
总资本收益率（%）	8.00	8.81	--
总资产报酬率（%）	5.47	5.75	--
净资产收益率（%）	10.23	13.20	--
营业利润率（%）	23.87	26.93	30.47
资产负债率（%）	83.29	81.67	81.00
全部债务资本化比率（%）	72.09	63.36	64.01
长期债务资本化比率（%）	67.27	54.00	54.70
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	1.40	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.17	--
流动比率（倍）	1.79	1.66	1.69
速动比率（倍）	0.44	0.45	0.43
现金短期债务比（倍）	1.55	1.47	1.17
经营现金流流动负债比率（%）	-4.17	5.05	-6.10
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.03	2.42	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；
 2、公司长期债务中包含其他应付款和长期应付款中的“应付少数股东款项”以及资产支持专项计划中的有息债务部分；
 3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；
 4、2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。