

北京万通地产股份有限公司

2009 年 10 亿元公司债券

2013 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

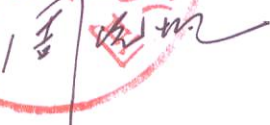
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENG YUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

北京万通地产股份有限公司

2009 年 10 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

跟踪信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：股票质押

债券剩余期限：16 个月

债券剩余规模：10 亿元

评级日期：2013 年 06 月 28 日

上次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方式：股票质押

债券剩余期限：30 个月

债券剩余规模：10 亿元

评级日期：2012 年 04 月 30 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对北京万通地产股份有限公司（以下简称“万通地产”或“公司”）2009年发行的10亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年跟踪评级结果为：本期债券信用等级下调至AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	1,074,600.69	1,130,776.40	1,187,615.16
所有者权益（万元）	402,535.17	377,658.27	362,592.29
资产负债率	62.54%	66.60%	69.47%
扣除预收账款后的资产负债率	57.39%	59.34%	57.90%
流动比率	1.78	1.53	1.95
营业收入（万元）	407,052.61	481,845.12	356,839.68
利润总额（万元）	68,938.44	81,254.22	76,432.07
综合毛利率	32.46%	44.51%	40.64%
总资产回报率	8.96%	8.07%	8.01%
经营活动净现金流（万元）	55,562.24	72,103.03	86,318.96

注：扣除预收账款后的资产负债率=(总负债-预收账款)/(总资产-预收账款)×100%。

资料来源：公司提供

正面：

- 跟踪期内，公司存量住宅房地产项目销售情况较上年有所好转；
- 未来商业地产将会成为公司新的利润增长点。

关注：

- 跟踪期内，公司营业收入和盈利能力均有所下降；
- 公司主要业务集中在京津等一二线城市，区域集中度较高；
- 跟踪期内，公司新开工面积和竣工面积有所下降，业绩持续性有待观察；
- 公司资产规模有所下降，且较多资产受限或抵押；
- 未来公司项目投资规模仍较大，存在一定的资金压力；
- 公司预收账款/营业收入的比例有所下降，预计未来收入存在一定波动；
- 公司有息负债规模较大，存在一定的偿债压力；
- 公司股票价格持续偏低，质押股票的价值对本期债券覆盖程度较为一般。

分析师：

姓名：孙建田 李飞宾

电话：010-66216006

邮箱：sunjt@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

2009年10月14日，经中国证监会证监许可[2009]898号文件核准，公司向社会公开发行10亿元公司债券，本期债券票面利率7.00%，募集资金用于补充公司流动资金。

本期债券按年付息，到期一次还本。本期债券的起息日为2009年10月14日。公司债券的利息于2009年10月14日每满一年的当日支付，即2010年至2014年的10月14日（遇节假日顺延，下同）。本期债券到期日为2014年10月14日，到期日支付本金及最后一期利息。在本期债券存续期间第3个付息日，公司有权上调本期债券后续期限的票面利率，同时本期债券持有人有权将其持有的债券全部或部分按面值回售给公司。2012年10月15日公司选择上调票面利率20个基点至7.20%，在债券存续期后2年内利率固定不变，没有债券持有人回售本期债券。

另外，本期债券附加有条件回售条款：在本期债券存续期间，发生以下任何情况之一时，债券持有人可以将本期债券按面值回售给公司并获得该计息年度的持有期利息：（一）当公司的资产负债率高于75.00%（含75.00%）；（二）当公司有息负债率高于45.00%（含）；（三）当公司货币资金占总资产的比例低于6.00%（含）时。根据公司2012年年度报告，截至2012年12月31日，公司上述三个指标分别为63.00%、32.00%和16.00%，未触发有条件回售条款。

公司于2010年10月14日、2011年10月14日和2012年10月15日分别支付利息7,000万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司限售股份无变动情况，没有因送股、配股等原因引起公司股份总数及结构的变动，公司控股股东及实际控制人没有发生变更。

跟踪期内，公司经营范围增加了劳务派遣、股权投资及管理和资产管理。公司通过设立、投资或其他方式取得的4个子公司并纳入合并范围，详见表1。此外，北京万通正奇投资管理有限公司和成都万通成达置地有限公司分别因出售股权丧失控制权和注销清算，从而不再纳入合并范围。近三年公司合并报表范围详见附录四。

表1 截至2012年末公司合并范围新增的子公司基本情况（单位：万元）

公司名称	简称	注册资本	持股比例	经营范围
昆山英睿股权投资管理有限公司	昆山英睿	500.00	100.00%	受托管理股权投资企业，从事投资管理及相关信息咨询服务
北京佳成宁远投资管理有限公司	北京佳成宁远	500.00	100.00%	投资管理、资产管理、企业管理；经济信息咨询；技术咨询；承办展览展示
北京睿通宁远投资中心（有限合伙）	北京睿通宁远	400.00	100.00%	项目投资；投资管理；经济技术咨询；技术咨询

北京阳光正奇投资管理有限公司	北京阳光正奇	1,500.00	70.00%	投资管理、资产管理、企业管理；项目投资；经济信息咨询；技术咨询；承办展览展示
----------------	--------	----------	--------	--

资料来源：公司提供

截至 2012 年末，公司资产总额为 1,074,600.69 万元，所有者权益为 402,535.17 万元，资产负债率为 62.54%。2012 年度公司实现营业收入 407,052.61 万元，利润总额 68,938.44 万元，经营活动产生的净现金流 55,562.24 万元。

三、经营与竞争

公司专注于中高端住宅开发和商用物业的开发与经营，目前公司住宅产品涉及住宅、公寓和别墅项目等，商业地产贡献收入较少。近年公司营业收入的 95%以上都来自于住宅房地产销售。

表 2 2011-2012 年公司营业收入分类构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产销售	391,572.94	30.98%	467,813.07	43.80%
物业出租	12,972.98	64.10%	10,592.03	57.79%
主营业务收入合计	404,545.92	32.04%	478,405.10	44.11%
其他收入	2,506.69	99.95%	3,440.02	99.99%
营业收入合计	407,052.61	32.46%	481,845.12	44.51%

资料来源：公司提供

2012 年公司营业总收入同比下降 15.52%，主要系 2012 年结转的住宅房地产收入下降所致。目前物业出租收入包括北京万通中心 D 座和逸兰公寓的租金收入，如表 3 所致，受出租价格刚性上涨的影响，公司物业出租情况较好，该项收入将会稳定增长，2014 年开始公司新开发的商业地产将开始贡献收入，未来商业地产将成为公司新的利润增长点。2012 年公司整体毛利率同比下降 12.05 个百分点，主要原因是公司 2011 年结转项目的平均销售价格下降，由 2010 年的 1.58 万元/平方米，下降到 2011 年的 1.40 万元/平方米。主要原因是：1) 受国家房地产调控等因素的影响，2011 年房地产市场销售情况较差，为促进资金周转，公司主要项目特别是天津地区项目打折促销力度较大；2) 公司川渝地区项目的价格较低。

表 3 2011-2012 年公司物业对外出租情况（单位：万平方米、万元）

物业名称	可租面积	出租率		租金收入	
		2012 年	2011 年	2012 年	2011 年
北京万通中心 D 座	3.53	97.80%	97.40%	7,481.75	6,084.37
逸兰公寓	1.42	97.60%	96.50%	4,089.58	3,714.67
其他（车位、底商、会所等）	0.85	100.00%	100.00%	1,401.65	1,145.34

资料来源：公司提供

公司项目主要分布于京津等一二线城市，区域集中度较高

从近两年公司主营业务收入区域来看，2012年公司在北京地区结转的销售收入稳定增长，但受2011年天津地区房地产市场景气度不高的影响，公司天津地区的项目收入和毛利率均明显下降。公司项目集中在京津等一二线城市，易受国家房地产调控的影响，公司业务存在一定的集中度较高的风险。

表 4 2011-2012 年公司主营业务收入分区域构成情况（单位：万元）

项目	2012 年			2011 年		
	金额	毛利率	收入占比	金额	毛利率	收入占比
北京地区	156,849.08	44.68%	38.77%	143,499.40	52.89%	30.00%
天津地区	186,868.11	25.54%	46.19%	334,905.71	40.34%	70.00%
川渝地区	60,828.73	19.42%	15.04%	-	-	-
主营业务收入合计	404,545.92	32.04%	100.00%	478,405.10	44.11%	100.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司存量住宅房地产项目销售情况较好，但新开工面积和竣工面积均有所下降，公司在售项目未来销售情况存在一定的不确定性

2012 年下半年开始全国房地产市场出现回暖，公司在京津等地区具有一定的市场影响力及信誉度，积累了一定的中高端优质客户，2012 年公司销售面积和金额较 2011 年有所增加，但由于天津和成都项目销售占比约 80%，因此销售的平均价格下降。随着公司存量住宅项目逐步销售，新开工的商业地产项目规模不大，公司 2012 年新开工面积和竣工面积均大幅下滑。

表 5 公司近年主要业务指标

项目	2012 年	2011 年	2010 年
新开工面积（万平方米）	28.11	48.46	55.26
竣工面积（万平方米）	31.94	38.18	36.28
销售面积（万平方米）	36.73	25.40	27.15
销售金额（亿元）	41.00	35.58	42.97
销售平均价格（万元/平方米）	1.12	1.40	1.58
结算面积（万平方米）	28.20	37.34	39.63
结算金额（亿元）	39.20	46.78	34.26

注：销售面积指与客户签署的预售楼盘合同标的建筑面积；销售金额指与客户签署的预售楼盘合同标的金额。

资料来源：公司提供

从目前公司在售销售项目情况来看，公司在售项目中北京地区项目主要是天竺新新家园新一期的别墅项目，2013 年公司在售项目仍集中在天津和成都等地区，其中天津上游国际、天津万通新城、天津上北新新家园和成都万通红墙国际项目均已完工，目前仍有 14.14% 的面积未销售；天津万通金府和杭州万通中心属于在售的商业项目。2013 年国家新出台最新的房地产调控政策“国五条”¹，国内房地产市场存在较大的政策风险，公司在售项目未来

¹ “国五条”是指在 2013 年 2 月 20 日国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施。

销售情况存在一定的不确定性。

表 6 截至 2012 年末公司主要在售房地产项目情况（单位：万平方米）

项目名称	物业类型	占地面积	建筑面积	已售面积	开工日期	完工日期
北京天竺新新家园	住宅	21.53	33.36	15.97	2008.12	2014.6
北京龙山新新小镇	住宅	26.69	19.19	17.91	2005.7	2012.12
天津上游国际	住宅	11.15	27.98	27.02	2006.8.18	2011.9.27
天津万通新城	住宅	11.25	48.54	38.13	2005.11	2010.1
天津上北新新家园	住宅	24.55	31.86	28.04	2007.6	2011.1
天津万通华府	住宅	6.35	14.21	9.10	2007.5.18	待规划
天津生态城新新家园	住宅	7.82	17.33	5.22	2010.3.10	2013.9.23
天津万通金府	商业	4.24	15.89	3.01	2009.12.30	2014.4.30
成都万通金牛新都会	住宅	1.9	17.99	9.26	2010.12.20	2013.10.29
成都万通红墙国际	住宅	0.67	7.08	5.94	2012.9.1	2012.11.19
杭州万通中心	商业	1.75	9.46	1.64	2011.6.30	2014 年底

资料来源：公司提供

公司新增土地储备较少，并通过股权转让减少商业地产投资，公司项目储备有所减少

2012 年公司新增土地储备较少，仅通过挂牌获得香河一期项目旁边一块占地面积 20,000 万平方米、容积率 1.50 的地块。公司 2012 年以来还通过股权转让减少商业地产投资，2012 年 10 月 30 日，公司以 4.2 亿元的交易对价将所持有的天津和信发展有限公司（以下简称“天津和信”）100%股权中的 48.96%股权转让给昆山博远万智投资中心(有限合伙)；2012 年 12 月 21 日和 2013 年 1 月 7 日，公司分 2 次以 6.98 亿元的现金对价向天津融创置地有限公司出售天津泰达城开有限公司（以下简称“泰达城开”）全部 47%的股权。其中，天津和信负责天津商务核心区小白楼地块“天津万通中心”项目的开发与运营；泰达城开负责开发泰达城项目。两公司均负责公司前期储备的商业地产项目。

表 7 2010-2012 年公司新增土地储备情况（单位：万平方米、万元）

年度	城市	地块名称	获取方式	占地面积	容积率	总价款
2010 年	北京	怀柔区庙城镇(庙彩 A 地块)	招标	136,174	1.20	17,310
	香河	二期	挂牌	292,833	1.05	26,355
	天津	生态城	并购	78,205	1.60	11,731
2010 年小计	-	-	-	507,212	-	55,396
2011 年小计	-	-	-	-	-	-
2012 年小计	香河	一期左上边地块	挂牌	20,000	1.50	2,460

资料来源：公司提供

截至 2012 年末，公司在建及拟建项目占地面积 91.28 万平方米，建筑面积约 136.9 万平方米，项目储备较 2011 年有所下降。其中天竺新新家园项目主要是别墅项目，剩余的商品房住宅存量项目主要在河北香河、成都和天津，商业地产项目主要是上海、天津和杭州的三个万通中心。其中杭州万通中心从 2013 年开始逐步进入预售期，预计 2014 年开始贡献收入。

表 8 截至 2012 年末公司在建及拟建房地产项目情况（单位：万平方米）

项目名称	占地面积	建筑面积	开发周期	项目性质	项目位置
天竺新新家园一期剩	11.80	18.10	2012 年 7 月-2013 年 12 月	住宅	北京

余部分及三期					
万通华府三期	2.95	3.83	2013 年 2 月-2015 年 8 月	住宅	天津
生态城新新家园二期	4.47	10.07	2012 年 9 月-2014 年 12 月	住宅	天津
万通金府三期	1.42	6.85	2012 年 5 月-2014 年 4 月	商业	天津
香河紫藤堡一期	27.58	34.66	待定	住宅	河北香河
香河紫藤堡二期	29.28	待规划	待定	住宅	河北香河
成都万通金牛新都会	1.90	17.99	2011 年 12 月-2013 年 12 月	住宅	成都
杭州万通中心	1.75	13.30	2011 年 6 月-2014 年底	商业	杭州
天津万通中心	0.92	6.46	2010/7-2014/7	商业	天津
上海万通中心	9.21	25.64	2011/2-2015/9	综合	上海
合计（约）	91.28	136.90	-	-	-

资料来源：公司提供

四、财务分析

财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012 年度审计报告。公司合并范围增加 4 家子公司并减少 2 家子公司，公司财务报告按照新会计准则编制。

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模有所下降，且较多资产受限或抵押

2012 年，公司房地产新开发项目减少，存货下降 12.53%，其中账面价值 105,346.13 万元土地使用权和房地产开发项目用于银行贷款抵押；公司处置部分联营企业的股权投资，主要是处置泰达城开的股权，使得公司长期股权投资减少 24.74%。受存货和长期股权投资减少的影响，2012 年公司资产规模下降 4.97%，整体资产结构保持相对稳定。

2012 年，公司货币资金有所增加，但银行存款中受到限制的货币资金有 34,241.58 万元（2011 年 12 月 31 日为 26,405.51 万元），其中包括：(1)因房屋所有权证未办妥抵押登记而暂时无法提用的银行存款 1,156.24 万元；(2)根据北京、天津等地区相关监管机构颁布的预售资金监管办法的规定，商品房预售资金应当全部存入商品房预售资金监管专用账户，并对其用于项目工程建设的资金实行重点监管，保证预售资金优先用于工程建设。用款计划应按照基础完工、主体结构封顶、竣工验收、完成初始登记等四个环节设置资金使用节点，并合理确定每个节点的用款额度。截至 2012 年 12 月 31 日，公司账面共有 33,085.33 万元的银行存款符合上述规定。公司预计无法于近期内申请使用该款项，故将其作为受限资金列示。2012 年，公司其他应收款增长 28.38%，主要是关联交易，其中前五名债务人欠款金额合计为 49,931.80 万元，占其他应收款总额的 86%。截至 2013 年 3 月 31 日，公司与关联方泰达城开的其他应收款 18,500 万元（占公司 2012 年底其他应收款的 32%）已经随着万通地产利润

的分配抵消。截至 2012 年末，公司投资性房地产余额 75,040.19 万元，其中 58,316.55 元用于长期借款抵押。公司其他非流动资产主要是 2011 年支付的北京 CBD 核心区地块（Z3 地块）和上海虹桥商务区核心区一期 04 号地块的土地款。

表 9 2011-2012 年公司主要资产构成及变化情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2012 年同比变化
	金额	占比	金额	占比	
货币资金	173,833.23	16.18%	167,327.90	14.80%	3.89%
预付款项	48,668.42	4.53%	45,954.70	4.06%	5.91%
其他应收款	58,140.67	5.41%	45,288.49	4.01%	28.38%
存货	453,989.59	42.25%	519,006.08	45.90%	-12.53%
流动资产合计	734,788.44	68.38%	779,729.22	68.96%	-5.76%
长期股权投资	43,462.37	4.04%	57,748.47	5.11%	-24.74%
投资性房地产	75,040.19	6.98%	77,524.68	6.86%	-3.20%
其他非流动资产	165,200.00	15.37%	165,200.00	14.61%	0.00%
非流动资产合计	339,812.25	31.62%	351,047.18	31.04%	-3.20%
资产总计	1,074,600.69	100.00%	1,130,776.40	100.00%	-4.97%

资料来源：公司提供

综合来看，跟踪期内，公司资产规模有所下降，且较多资产受限或抵押。

盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和盈利能力均有所下降，预计未来随着天津和成都项目占比增加，公司毛利率仍将下滑

跟踪期内，公司结转的住宅地产收入减少，公司房地产销售收入同比下降 16.30%，公司营业总收入同比下降 15.52%。由于商业地产开发周期较长，短期内公司仍然没有结转的商业地产收入，面临一定的收入增长压力。受 2011 年公司平均销售价格下降的影响，2012 年结转收入的毛利率同比下降 12.05 个百分点，2012 年公司销售项目主要集中在天津和成都，平均销售价格进一步下降，预计未来公司毛利率仍将下滑。

2012 年，公司投资收益大幅增加，主要是将持有的泰达城开 23.5% 的股权转让，产生投资收益 13,416.35 万元。公司营业外收入大幅增加主要是税收返还增多所致。公司期间费用率有所提升主要与 2012 年公司股权激励使得高管薪酬增长较多有关。

整体来讲，跟踪期内，公司营业收入和毛利率均有所下降，虽然净利润保持稳定，但主要是非经常性损益大幅增加，其中包括非流动资产处置损益 13,490.38 万元，政府补助 617.8 万元。2012 年公司非经常性损益占公司净利润的 35.74%，公司主业盈利能力下降。

表 10 2011-2012 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
营业收入	407,052.61	481,845.12
投资收益	11,289.03	-3,483.07
营业外收入	6,625.11	4,367.58

净利润	47,580.70	47,286.97
非经常性损益	17,003.07	1,769.82
综合毛利率	32.46%	44.51%
期间费用率	9.57%	9.06%
总资产回报率	8.96%	8.07%

资料来源：公司提供

现金流

公司未来投资规模仍较大，存在一定的资金压力

跟踪期内，经营活动现金流有所下降。投资活动方面，公司出售部分股权，同时新开工房地产项目减少、用地储备投资较少，投资活动现金流转为净流入，目前公司在建及拟建地产项目仍然较多，并且公司2013年计划增加一定的储备用地，公司存在一定资金压力。近期房地产企业融资难度加大，公司筹资活动受到一定限制，2012年公司筹资活动现金净流出规模继续增加。

表11 2011-2012年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
经营活动现金流入	399,596.81	436,395.92
经营活动现金流出	344,034.57	364,292.89
经营活动现金净流量	55,562.24	72,103.03
投资活动现金流入	34,802.62	803.54
投资活动现金流出	5,361.32	175,466.96
投资活动现金净流量	29,441.29	-174,663.43
筹资活动现金流入	134,894.26	110,695.23
筹资活动现金流出	221,212.47	169,152.91
筹资活动现金净流量	-86,318.21	-58,457.68
现金及现金等价物净增加额	-1,330.74	-160,985.22

资料来源：公司提供

财务安全性

公司资产负债率有所下降，有息负债规模减少，但规模仍然较大，仍存在一定的偿债压力；公司预售款项下降较为明显，预计未来收入存在一定波动

2012年公司负债规模有所下降，公司资产负债率略有下降。截止2012年末，公司的短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券等有息负债合计约250,553.48万元，较2011年下降，主要系公司偿还较多长短期借款所致。但公司有息负债规模仍较大，存在一定偿债压力。2012年公司销售金额增加，但部分已经结转为收入，公司预售款项余额仅为130,004.88万元，同比下降35.63%，预收款项/营业收入的比例下降为到31.94%。

表 12 2011-2012 年公司主要负债构成及变化情况（单位：万元）

项目	2012 年		2011 年		2012 年同比变化
	金额	占比	金额	占比	

短期借款	27,881.92	4.15%	38,386.45	5.10%	-27.37%
应付账款	118,070.78	17.57%	106,671.65	14.16%	10.69%
预收款项	130,004.88	19.34%	201,951.47	26.82%	-35.63%
应交税费	59,869.97	8.91%	56,069.18	7.44%	6.78%
其他应付款	16,343.28	2.43%	12,044.57	1.60%	35.69%
一年内到期的非流动负债	53,049.54	7.89%	84,787.20	11.26%	-37.43%
流动负债合计	413,778.56	61.57%	510,159.99	67.74%	-18.89%
长期借款	70,228.33	10.45%	102,346.04	13.59%	-31.38%
应付债券	99,393.69	14.79%	99,101.53	13.16%	0.29%
其他非流动负债	80,875.12	12.03%	34,360.11	4.56%	135.38%
非流动负债合计	258,286.96	38.43%	242,958.15	32.26%	6.31%
负债合计	672,065.52	100.00%	753,118.13	100.00%	-10.76%

资料来源：公司提供

表 13 2011-2012 年公司主要偿债能力指标

项目	2012 年	2011 年
资产负债率	62.54%	66.60%
扣除预收账款后的资产负债率	57.39%	59.34%
流动比率	1.78	1.53
速动比率	0.68	0.51
预收款项/营业收入	31.94%	41.91%

资料来源：公司提供

五、或有事项

公司的部分客户采取银行按揭(抵押贷款)方式购买其开发的商品房时，根据银行发放个人购房抵押贷款的要求，公司分别为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保。截至2012年12月31日，公司按揭贷款担保余额55,694.38万元，该项担保责任在购房客户办妥房产抵押登记手续或预抵押登记手续后解除。上述按揭贷款担保是目前房地产市场供求关系下公司正常经营必须采取的措施，不同于一般的担保，不会对公司及子公司的正常经营产生较大影响。

表 14 截至2012年末公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保情况（单位：万元）

项目名称	按揭款担保余额
天竺新新家园	31,352.95
新新小镇	10,285.11
北京新城·国际	9,511.61
亚运新新家园	2,904.14
运河国际生态城一期	925.35
逸墅 2#3#地块	715.23
合计	55,694.38

资料来源：公司审计报告

六、本期债券担保分析

质押股票的价值对本期债券的覆盖程度较为一般

万通投资控股股份有限公司（出质人）将其持有的合法的万通地产的股份对本期债券进行质押担保。出质人与质权人（中国国际金融有限公司）已共同于 2009 年 9 月 21 日向中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕标的股票的质押登记手续。

截至 2013 年 3 月 31 日，标的股票数量为 2.04 亿股。但目前公司股价持续低迷，标的股票的市值为 73,236 万元（根据 2013 年 3 月 31 日收盘价每股 3.59 元计算），是本期债券发行金额（根据 10 亿元计算）的 0.73 倍，标的股票的市场价值（以每交易日收盘价计算）已经连续 100 个交易日持续低于本期债券尚未偿还本息总额的 100%，根据出质人与本期债券受托管理人中国国际金融有限公司（作为质权人代表全体债券持有人）于 2009 年 7 月 22 日签署的《股票质押担保合同》的约定，质权人有权要求出质人 20 个工作日内追加担保以保证担保价值不低于本期债券尚未偿还本息总额的 100%，出质人应当按照本条约定追加担保，追加担保的具体方式包括出质人或第三方提供保证担保和/或用财产提供抵押和/或质押担保。目前质权人没有提出追加担保。

总体来看，公司提供的股权质押在一定程度上提升了本期债券的信用水平，但公司股票价格持续偏低，质押股票价值对本期债券覆盖程度较为一般。

七、评级结论

跟踪期内，公司存量住宅房地产项目销售情况较上年有所好转，未来商业地产将会成为公司新的利润增长点。但我们也关注到：公司新开工面积和竣工面积有所下降，存量住宅地产项目逐步减少；2012 年公司营业收入和利润总额均下降 15%以上；另外，截至 2013 年 3 月 31 日，本期债券质押股票的市值为 73,236 万元（根据 2013 年 3 月 31 日收盘价每股 3.59 元计算），是本期债券发行金额（根据 10 亿元计算）的 0.73 倍，质押股票价值对本期债券覆盖程度较为一般。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级 AA，将本期债券信用等级下调至 AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
货币资金	173,833.23	167,327.90	342,105.43
应收账款	156.53	2,143.26	8,172.46
预付款项	48,668.42	45,954.70	40,026.86
其他应收款	58,140.67	45,288.49	21,599.83
存货	453,989.59	519,006.08	599,970.33
一年内到期的非流动资产	0.00	8.79	135.54
流动资产合计	734,788.44	779,729.22	1,012,010.45
可供出售金融资产	14,000.00	14,000.00	14,000.00
长期应收款	22,789.83	22,150.47	15,000.00
长期股权投资	43,462.37	57,748.47	59,171.21
投资性房地产	75,040.19	77,524.68	79,014.17
固定资产	3,273.97	3,870.99	4,981.41
无形资产	85.32	96.31	70.65
长期待摊费用	1,613.84	2,377.16	3,035.56
递延所得税资产	14,346.73	8,079.11	331.72
其他非流动资产	165,200.00	165,200.00	0.00
非流动资产合计	339,812.25	351,047.18	175,604.70
资产总计	1,074,600.69	1,130,776.40	1,187,615.16
短期借款	27,881.92	38,386.45	1,613.55
应付账款	118,070.78	106,671.65	102,069.48
预收款项	130,004.88	201,951.47	326,255.38
应付职工薪酬	6,237.99	6,730.38	7,432.50
应交税费	59,869.97	56,069.18	12,840.03
应付利息	2,320.19	3,519.09	2,172.10
其他应付款	16,343.28	12,044.57	12,494.93
一年内到期的非流动负债	53,049.54	84,787.20	54,000.00
流动负债合计	413,778.56	510,159.99	518,877.98
长期借款	70,228.33	102,346.04	206,600.00
应付债券	99,393.69	99,101.53	98,819.09
长期应付款	7,789.83	7,150.47	0.00
其他非流动负债	80,875.12	34,360.11	725.80
非流动负债合计	258,286.96	242,958.15	306,144.89
负债合计	672,065.52	753,118.13	825,022.87
实收资本(或股本)	121,680.00	121,680.00	121,680.00
资本公积金	98,668.30	98,668.30	98,668.30
盈余公积金	13,521.02	12,201.47	11,473.60
未分配利润	118,642.31	97,078.93	87,346.52
外币报表折算差额	-220.85	-230.44	0.00
少数股东权益	50,244.40	48,260.01	43,423.87

归属于母公司所有者权益合计	352,290.77	329,398.26	319,168.42
所有者权益合计	402,535.17	377,658.27	362,592.29
负债和所有者权益总计	1,074,600.69	1,130,776.40	1,187,615.16

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、营业收入	407,052.61	481,845.12	356,839.68
营业成本	274,920.62	267,396.07	211,836.93
营业税金及附加	41,556.16	72,348.11	46,960.41
销售费用	12,240.51	14,985.29	14,836.18
管理费用	17,371.64	18,654.03	19,591.55
财务费用	9,339.42	10,014.98	9,135.83
资产减值损失	36.83	17,425.04	-48.11
投资收益（损失以“-”号填列）	11,289.03	-3,483.07	12,955.36
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-2,205.30	-3,483.07	-3,291.81
二、营业利润	62,876.47	77,538.54	67,482.24
加：营业外收入	6,625.11	4,367.58	9,322.64
减：营业外支出	563.13	651.9	372.81
其中：非流动资产处置净损失	10.22	70.42	8.88
三、利润总额	68,938.44	81,254.22	76,432.07
减：所得税	21,357.74	33,967.25	21,080.03
四、净利润	47,580.70	47,286.97	55,352.04
减：少数股东损益	10,096.18	16,141.09	13,991.21
归属于母公司所有者的净利润	37,484.53	31,145.88	41,360.83

附录三-1 合并现金流量表—直接法（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	337,213.46	363,334.47	453,063.14
收到其他与经营活动有关的现金	62,383.35	73,061.45	15,157.44
经营活动现金流入小计	399,596.81	436,395.92	468,220.58
购买商品、接受劳务支付的现金	171,098.13	185,672.34	202,856.58
支付给职工以及为职工支付的现金	16,995.05	16,890.24	15,564.77
支付的各项税费	73,196.85	71,476.99	61,549.33
支付其他与经营活动有关的现金	82,744.53	90,253.32	101,930.95
经营活动现金流出小计	344,034.57	364,292.89	381,901.62
经营活动产生的现金流量净额	55,562.24	72,103.03	86,318.96
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	22,700.00	800.00	16,000.00
取得投资收益收到的现金	9.94	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	101.96	3.54	50.13
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	9,989.72	0.00	26,452.40
收到其他与投资活动有关的现金	2,001.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	34,802.62	803.54	42,502.53
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	291.32	965.89	3,620.75
投资支付的现金	5,070.00	174,501.08	14,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	45,636.74
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	1,608.20
投资活动现金流出小计	5,361.32	175,466.96	64,865.69
投资活动产生的现金流量净额	29,441.29	-174,663.43	-22,363.16
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	450.00	800.00	375.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	450.00	800.00	375.00
取得借款收到的现金	134,444.26	109,895.23	202,178.55
筹资活动现金流入小计	134,894.26	110,695.23	202,553.55
偿还债务支付的现金	168,223.65	104,833.16	117,743.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	52,988.82	59,459.75	51,070.43
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	14,250.00	12,104.95	9,821.10
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	4,860.00	0.00
筹资活动现金流出小计	221,212.47	169,152.91	168,813.43
筹资活动产生的现金流量净额	-86,318.21	-58,457.68	33,740.12
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-16.06	32.86	-2.84
五、现金及现金等价物净增加额	-1,330.74	-160,985.22	97,693.08
加：期初现金及现金等价物余额	140,922.39	301,907.62	204,214.54
期末现金及现金等价物余额	139,591.66	140,922.39	301,907.62

附录三-2 合并现金流量表—间接法（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	47,580.70	47,286.97	55,352.04
加：资产减值准备	-2,719.49	17,425.04	-48.11
固定资产折旧	643.93	676.38	616.50
无形资产摊销	42.69	27.19	24.21
投资性房地产摊销	2,484.49	2,466.75	2,641.47
长期待摊费用摊销	1,258.95	954.78	904.91
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	3.95	69.9	-8.96
财务费用	10,672.65	11,297.05	11,551.81
投资收益	-11,289.03	3,483.07	-12,955.36
汇兑损失	0.41	2.19	2.84
递延所得税资产增加	-6,267.62	-7,747.39	-157.43
存货的减少	85,618.30	80,195.22	-1,867.72
受限制的资金的变动	-7,836.07	13,792.31	-40,197.81
经营性应收项目的增加	-1,753.84	-19,968.72	-40,833.14
经营性应付项目的减少	-62,877.78	-77,857.70	111,293.73
经营活动产生的现金流量净额	55,562.24	72,103.03	86,318.96

附录四 公司合并报表范围变化情况

序号	2012 年	2011 年	2010 年
1	北京万通龙山置业有限公司	北京万通龙山置业有限公司	北京万通龙山置业有限公司
2	天津万通时尚置业有限公司	天津万通时尚置业有限公司	天津万通时尚置业有限公司
3	天津泰达万通房地产开发有限公司	天津泰达万通房地产开发有限公司	天津泰达万通房地产开发有限公司
4	北京万置房地产开发有限公司	北京万置房地产开发有限公司	北京万置房地产开发有限公司
5	北京广厦富城置业有限公司	北京广厦富城置业有限公司	北京广厦富城置业有限公司
6	天津万华置业有限公司	天津万华置业有限公司	天津万华置业有限公司
7	天津富铭置业有限公司	天津富铭置业有限公司	天津富铭置业有限公司
8	北京万通时尚置业有限公司	北京万通时尚置业有限公司	北京万通时尚置业有限公司
9	香河万通房地产开发有限公司	香河万通房地产开发有限公司	香河万通房地产开发有限公司
10	成都万通时尚置业有限公司	成都万通成达置地有限公司	成都万通成达置地有限公司
11	天津万通正奇投资管理有限公司	成都万通时尚置业有限公司	成都万通时尚置业有限公司
12	北京万通龙山天地置业有限公司	天津万通正奇投资管理有限公司	天津万通正奇投资管理有限公司
13	北京万通英睿投资管理有限公司	北京万通龙山天地置业有限公司	北京万通龙山天地置业有限公司
14	天津生态城万拓置业有限公司	北京万通正奇投资管理有限公司	北京万通正奇投资管理有限公司
15	天津和信发展有限公司	北京万通英睿投资管理有限公司	北京万通英睿投资管理有限公司
16	Vantone Investment Pte. Ltd.	天津生态城万拓置业有限公司	天津生态城万拓置业有限公司
17	成都万新新创投资管理有限公司	天津和信发展有限公司	天津和信发展有限公司
18	昆山英睿股权投资管理有限公司	Vantone Investment Pte. Ltd.	
19	北京佳成宁远投资管理有限公司	成都万新新创投资管理有限公司	
20	北京睿通宁远投资中心（有限合伙）		
21	北京阳光正奇投资管理有限公司		

附录五 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{营业费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数(天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数(天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数(天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。