



# 中弘控股股份有限公司 2015 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2015】182 号

公司债券信用等级：**AA**  
主体信用等级：**AA**  
评级展望：**稳定**

发债主体：中弘控股股份有限公司  
发行规模：本次债券发行总额不超过 12 亿元（含 12 亿元），首期发行金额不超过 6 亿元（含 6 亿元）  
债券期限：5 年，附第 3 年末发债主体上调票面利率选择权和投资者回售选择权  
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
发行目的：偿还银行贷款、补充流动资金

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2015.9	2014	2013	2012
总资产	189.72	178.20	116.09	89.88
所有者权益	62.22	56.68	26.14	28.66
营业收入	9.58	24.85	11.19	38.13
利润总额	8.18	4.62	2.95	13.85
经营性净现金流	-6.08	-38.28	-14.34	3.59
资产负债率 (%)	67.20	68.19	77.48	68.12
债务资本比率 (%)	63.95	64.59	72.62	59.03
毛利率 (%)	60.10	45.87	56.71	60.16
总资产报酬率 (%)	4.55	2.97	4.18	17.88
净资产收益率 (%)	10.09	5.19	8.06	36.08
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-0.55	-3.05	-2.09	0.65
经营性净现金流/总负债 (%)	-4.88	-36.20	-18.97	6.72

注：2012~2013 年财务数据为追溯调整数据，2015 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：杨莹  
评级小组成员：刘晨 姜泰钰  
联系电话：010-51087768  
客服电话：4008-84-4008  
传 真：010-84583355  
Email：rating@dagongcredit.com

## 评级观点

中弘控股股份有限公司（以下简称“中弘股份”或“公司”）主要从事房地产开发业务。评级结果反映了我国宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业的整体平稳发展，公司非公开发行股票事项获得核准，公司近期不断认购海外上市公司的股权，区域布局和产品结构合理，充足的土地储备为房地产业务持续发展奠定基础等优势；同时也反映了公司营业收入波动幅度大，面临一定资本支出压力，经营性净现金流持续下降等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司仍将以房地产开发业务为主。综合来看，大公对中弘股份的评级展望为稳定。

## 主要优势/机遇

- 2015 年，我国宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业保持整体平稳发展；
- 公司非公开发行股票事项获得核准，未来发行后将有效改善资本结构；
- 公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于拓宽融资渠道并降低融资成本；
- 公司未来开发重点为旅游地产和商业地产，已基本形成较为合理的区域布局和产品结构；
- 公司广泛收集土地出让、合作信息，通过多种模式获得土地储备，充足的土地储备为房地产业务的持续发展奠定基础。

## 主要风险/挑战

- 受存量项目销售进度影响，公司营业收入波动幅度较大；
- 公司未来多个项目开工建设，在建和规划项目需要较多投资支出，面临一定的资金支出压力；
- 2012 年以来，由于主要依靠项目尾盘销售获得收入，同时项目投资增长，公司经营性净现金流持续净流出。

大公国际资信评估有限公司  
二〇一五年十二月四日

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 发债主体

中弘股份原名安徽省科苑（集团）股份有限公司，是经安徽省人民政府皖府股字【1997】50号文批准，由安徽宿州科苑集团有限责任公司整体变更设立的股份有限公司，于1997年8月18日在安徽省工商行政管理局登记注册。经中国证监会证监发行字【2000】第53号文批准，公司发行的人民币普通股股票（A股）于2000年6月在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码：000979。2010年1月，经中国证监会证监许可【2009】1449号文核准，公司实施了重大资产出售及发行股份购买资产的重大资产重组方案。重大资产重组完成以后，公司主营业务由化学原料及化学制品制造业变更为房地产开发与经营。2014年12月8日，公司非公开发行股票完成，新增股份958,466,453股，公司总股本增加至2,881,442,406股。截至2015年9月末，公司注册资本为46.10亿元，法人代表为王永红。公司第一大股东为中弘卓业集团有限公司（以下简称“卓业集团”），截至2015年9月末，合计持有公司34.51%的股权，王永红为卓业集团实际控制人，持有其100.00%的股权，因此公司实际控制人为王永红。

根据2015年公司第六届董事会第二次临时会议决议，公司拟向特定对象非公开发行人民币普通股（A股），每股面值1元，非公开发行股票数量不超过864,745,011股，募集金额不超过39亿元。2015年4月2日，上述非公开发行事项获得2015年第一次临时股东大会审议批准。公司于2015年5月22日收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（151137号），中国证监会对公司提交的《上市公司非公开发行》行政许可申请予以受理。后由于筹划重大事项，公司于2015年7月16日向中国证监会申请中止审查公司非公开发行股票事项。2015年7月31日，公司收到中国证监会《行政许可申请中止审查通知书》。2015年10月14日，公司第六届董事会2015年第八次临时会议审议通过了《关于终止重大资产重组的议案》，决定暂时终止相关重大资产重组事项。后公司向中国证监会提交了《关于恢复审查公司2015年度非公开发行股票的申请》。2015年10月28日，公司收到中国证监会第151137号《行政许可申请恢复审查通知书》，中国证监会同意恢复审查公司非公开发行股票事项。公司本次非公开发行股票事项已经于2015年11月26日通过中国证券监督管理委员会发行审核委员会的核准。

公司以房地产开发为主营业务，主要从事住宅地产、旅游度假地产、文化创意地产、综合商业地产等的开发与运营。截至2015年9月末，公司拥有二级子公司60家。

2015年8月9日，公司间接持有的境外全资子公司GLORY EMPEROR TRADING LIMITED（以下简称“GET公司”）与NICCO WORLDWIDE INC.（以下简称“NICCO公司”）签署协议，以707,575,661港元价格，拟



收购 NICCO 公司持有的 KEE HOLDINGS COMPANY LIMITED (中文名称“开易控股有限公司”) 股份 310,490,000 股, 占 KEE 公司已发行总股份的 72.79%。公司于 2015 年 10 月 30 日第六届董事会 2015 年第九次临时会议审议批准公司间接持有的境外全资子公司 ZHURONG GLOBAL LIMITED (中文名称“著融环球有限公司”) 以 458,516,312 港元价格收购香港上市公司 Chanco International Group Limited (中文名称“卓高国际集团有限公司”) 股份 229,948,000 股, 占卓高国际已发行总股份的 66.10%。公司于 2015 年 11 月 20 日第六届董事会 2015 年第十一次临时会议审议批准公司间接持有的境外全资子公司 Mingsheng Global Limited (中文名称“铭盛环球有限公司”) 拟以现金方式出资 2,500 万美元对 DWA NOVA, LLC (以下简称“NOVA 公司”) 公司进行增资, 占 NOVA 公司增资后 20% 股权。2015 年 11 月 26 日, 公司间接持有的境外全资子公司 Zhong Hong New World International Limited (中文名称“中弘新奇世界国际有限公司”) 与 Asiatravel.com Holdings Ltd (以下简称“Asiatravel”或“亚洲旅游”) 签署了《股权及认股权证配售协议》, 拟以现金方式认购亚洲旅游新发行的股份 50,000 万股, 认购金额共计 10,000 万新元。本次认购完成后, 公司和新奇世界公司合计持有亚洲旅游 54,000 万股, 占亚洲旅游 63.49% 的股权 (未包括亚洲旅游现有 10,646,000 股库存股)。公司近期不断认购海外上市公司的股权, 未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。

## 发债情况

### 债券概况

本次债券是中弘股份面向合格投资者公开发行的公司债券, 发行金额不超过 12 亿元 (含 12 亿元) 人民币, 首期发行金额不超过 6 亿元 (含 6 亿元) 人民币, 发行期限为 5 年, 附第 3 年末发债主体上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息, 不计复利, 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券无担保。

### 募集资金用途

本次公司债券所募集资金拟用于偿还银行贷款和补充流动资金。



## 宏观经济和政策环境

**近年来，我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间；产业结构调整不断呈现积极变化，第三产业对经济的拉动作用明显增强；随着经济结构调整和各项稳增长政策的推进，我国经济总体将保持平稳运行的态势**

近年来，受传统行业产能过剩、房地产行业景气度下降、实体经济增长乏力等因素影响，我国主要经济指标增速出现下滑，经济下行压力加大。2012~2014年，我国GDP同比增速分别为7.8%、7.7%和7.4%，增速逐年放缓；规模以上工业增加值同比增速由10.0%降至8.3%，固定资产投资（不含农户）同比增速由20.6%降至15.7%，降幅明显。2015年前三季度，我国国内生产总值同比增长6.9%，一、二、三季度同比增速分别为7.0%、7.0%和6.9%；规模以上工业增加值同比增长6.2%，较上半年下降0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）同比增长10.3%，增速比上半年回落1.1个百分点。目前我国仍处于经济结构调整的关键阶段，传统行业去库存、去产能的压力较大，工业生产仍较为疲弱，企业投资意愿仍然不强。

我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，经济发展已进入增速放缓、转型提质的“新常态”阶段。产业结构调整不断呈现积极变化，2015年前三季度，三次产业增加值占GDP比重分别为8.04%、40.55%和51.41%，其中第三产业占比较上年同期提高2.3个百分点；第一、二、三产业增加值同比增长分别增长3.8%、6.0%和8.4%，第三产业增加值增速较上年同期增长0.8个百分点，明显快于第一、二产业；第三产业对经济增长的拉动作用明显增强，我国经济发展由工业主导向服务业主导转变的趋势更加明显。高新技术产业快速发展，2015年前三季度，高技术产业增加值增长速度达到10.4%，比规模以上工业增长速度高出4.2个百分点。需求结构持续改善，消费需求对经济增长的贡献加强，2015年前三季度，社会消费品零售总额同比增长10.5%，增速比上半年提高0.1个百分点，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为58.4%，比上年同期提高9.3个百分点。

国内政策方面，为应对经济下行的压力，我国政府出台了一系列“稳增长、促改革、调结构”的政策。“一带一路”、“京津冀”及“长江经济带”战略逐步推进；加快铁路、水利、棚改等一系列重大工程和公共设施项目启动实施，加大基础设施投资力度；出台国有企业改革的相关政策和顶层设计方案，对国有企业进行分类改革，推进整体上市，从企业管理转向资本管理，推进混合所有制改革，完善现代企业制度。货币政策方面，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构，加大社会融资对实体经济的支持力度。



综合来看，受传统行业产能过剩、工业生产和固定资产投资增速下滑等因素的影响，我国经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理运行区间，产业结构调整不断呈现积极变化，第三产业对经济的拉动作用明显增强。随着产业结构调整和各项稳增长政策的推进，我国经济总体将保持平稳运行的态势，转型升级任务将逐步完成。

## 行业及区域经济环境

**房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，2015 年宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业保持整体平稳发展；央行下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率有助于缓解房地产企业资金成本压力**

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产行业发展产生一定的制约影响。

2011 年下半年起，中央政府先后颁布多项房地产限制政策，从而抑制了全国范围的住宅价格上涨，投资性购房需求随之下降，导致新房库存量逐渐增加。然而，随着住房供需关系的改变以及房价快速上涨趋势的结束，房地产行业调控政策也由抑制市场过热的单边调控转向因地制宜的双向调控。2014 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性。同年 5 月，中国人民银行（以下简称“央行”）强调合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，明确表示将保护合理的自住购房需求。

2015 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续 2014 年以来的市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。由此，2015 年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象，这有利于该行业的在市场化运作中将保持整体平稳发展，但中长期需求仍面临结构性调整。

从长期宏观经济来看，由于我国国民经济增速持续放缓，截至 2015 年 9 月，我国生产价格指数 PPI 环比下降 0.4%，同比下降 5.9%，已连续 43 个月呈现负增长，宏观经济面临一定的“通缩”压力。由于实体经济的发展现状需要适度宽松的货币政策予以支持，特别是当经济面临较大下行压力时，缓解企业融资问题，避免出现金融风险将变得尤为重要。基于多重因素考虑，2015 年 10 月 24 日起，央行将一年期贷款基准利率下调 25 个基点至 4.35%，一年期存款基准利率下调 25 个基点至 1.50%，这是继 2015 年 3 月以来的第五次降息降准，有效降低了贷款定价基准，并带动债券等其他金融产品的定价下调，有利于引导金融机构降低房地产企业的融资成本，在一定程度上缓解资金压力。

此外，国内债券市场融资渠道的适当放宽也将拓展房地产企业的融资途径，通过多元化融资调整债务结构，从而在一定程度上缓解房地产企业的资金成本压力。

**表 1 2011~2015 年我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）**

项目	2015.10	2015.05	2015.02	2014.11	2012.07	2012.06	2011.07	2011.04
≤1年 <sup>1</sup>	4.35	5.10	5.35	5.60	6.00	6.31	6.56	6.31
(1, 5]年 <sup>2</sup>	4.75	5.50	5.75	6.00	6.40	6.65	6.90	6.65
>5年	4.90	5.65	5.90	6.15	6.55	6.80	7.05	6.80

数据来源：中国人民银行

总体来看，央行降息配合首套房认定标准的修订，在降低购房者月供负担的同时，也在一定程度上增强了住宅类商品房的交易预期，从而有助于开发商加速消化库存，缓解资金压力。然而，由于降息调整的动机源于房地产市场供过于求，因此住宅市场调整的趋势不会发生改变。根据目前市场情况看，一线城市的房价涨跌，其关键因素在于各城市的去库存状况和后续金融政策的变化，去库存较快的城市，其房价回升的速度也将相对较快。

2014 年末以来，央行先后借助 SLO 和 MLF 等流动性调节工具累计释放流动性 13,300 亿元，同时将金融机构存款利率浮动区间上限上调至 1.3 倍，继续推进利率市场化改革。为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，2015 年 4 月 20 日，央行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，成为自 2008 年 12 月以来的最大幅度单次降准。预计 2015 年全年，央行将在稳健的货币政策基础上，保持适度宽松。同时，住建部在全国住房公积金管理会议中明确要提高资金使用效率，进一步降低门槛，增加公积金贷款额度，以刺激自住、改善性需求积极入市。预计通过多种的货币政策逐步宽松金融信贷组合效应，将推动房地产市场平稳发展。

### **旅游业的发展和传统地产市场的饱和，为旅游地产的发展创造了机会；国内涉足旅游地产的企业众多，旅游地产产品层出不穷，市场竞争较为激烈**

随着人们生活水平的提高和生活方式及消费观念的转变，旅游业逐渐成为国民经济发展的重要产业。2009 年起，政府出台多项政策，包括提高旅游业在国民经济发展中的地位，扶持细化旅游相关产业，为旅游企业创造有利的金融环境，为旅游涉房企业再融资提供机会等。加之近年来传统房地产市场逐渐饱和，大量房地产企业开始转向旅游

<sup>1</sup> 2014 年 11 月 22 日，中国人民银行宣布降息并简化合并存贷款基准利率的期限档次，将贷款基准利率简并为一年以内（含一年）、一至五年（含五年）和五年以上三个档次。以后不再公布六个月以内（含六个月）、六个月至一年（含一年）、一至三年（含三年）和三至五年（含五年）四个期限档次的贷款基准利率。2010 年 10 月~2012 年 7 月，一年以内（含一年）贷款基准利率取自调整前“六个月至一年（含一年）”的短期贷款基准利率。

<sup>2</sup> 2010 年 10 月~2012 年 7 月，“一至五年（含五年）”贷款基准利率取自调整前“三至五年（含五年）”的中长期贷款基准利率。



地产。

旅游地产是有别于传统地产，融旅游、休闲、度假、居住为一体的置业项目，与传统地产相比，旅游地产的优势在于其是旅游业和房地产业的结合，其产品拥有更好的自然景观和建筑景观。我国旅游地产最早出现于 20 世纪 80~90 年代，起步相对较晚。随着城市房地产开发重心逐渐偏移，房地产市场进入新一轮整合过渡期，市场投资和消费模式逐渐转变，旅游交换平台逐步形成，使旅游地产业进入了新一轮发展时期。众多旅游地产已由过去的产权式酒店、分时度假逐步发展延伸，以健身、滑雪、旅游、休闲、娱乐、健康为主题的旅游房地产项目逐步兴起，旅游房地产的运作方式逐渐综合化、多元化。

国内目前涉足旅游地产的公司超过两百家，除了国外投资集团以及国内老牌的地产企业，如华侨城、宋城股份以外，中弘股份、万达地产、首创置业、海航地产、中信地产、万科、金地集团、招商地产、恒大集团、绿城、龙湖地产、雅居乐等都已经尝试或大举进入旅游地产的开发领域。旅游地产产品供给充足，市场竞争较为激烈。我国旅游地产区域集中性特征明显，其中在海南、西南、环渤海、长三角及两广地区的旅游地产项目占全国总数的 80%以上。

中弘股份规划的旅游地产项目主要是以大盘形式出现的综合性旅游房地产开发项目，该类项目是一个大型的综合体，涉及业态较多，其包括一些娱乐设施如大型游乐园、高尔夫球场、滑雪场、五星级酒店、产权度假公寓等，还包括一些社区配套设施，如中小学、医疗中心、购物中心，是兼具第一居所和第二居所功能的大型休闲度假区。

旅游房地产项目在全国层出不穷，取得较大市场反响，但同时也应关注到，相对于住宅地产，旅游地产在中国发展尚不成熟，作为一个高投入、培育周期长的行业，其对资金链和专业化运作能力要求很高，公司以往没有旅游地产的成功开发经验，未来仍面临一定挑战。

### **北京市经济稳步增长；京津冀协同发展将为北京及其周边地区带来更大的可持续发展空间**

北京市综合经济实力保持在全国前列。2014 年，北京市实现地区生产总值 21,330 亿元，同比增长 7.3%；人均地区生产总值 99,995 元，居于全国前列。

2015 年 4 月 30 日召开的中共中央政治局会议审议通过了《京津冀协同发展规划纲要》，据财政部测算，京津冀一体化未来 6 年需要投入 42 万亿元。2015 年 11 月 3 日，新华社发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“《十三五规划》”），提出以区域发展总体战略为基础，以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设为引领，形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带。《京津冀协同发展规划纲要》的审议通过及《十三五规划》的公布，表明京津冀一体化进程提速，将进入政策落地期，将为京津冀地区的基础设施、房地产及生态环保等领域的诸多企业带



来更广阔的发展空间。

## 经营与竞争

**公司主要从事房地产开发业务，房地产销售是主要的收入和利润来源；受新项目开工及存量项目销售情况影响，公司营业收入波动幅度较大**

公司主要从事房地产开发业务，房产销售是收入和利润的主要来源。2012~2014年，公司其他业务包括租赁收入、物业管理收入和取暖收入等，占公司营业收入和毛利润比重较小。

**表 2 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2015 年 1~9 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>9.58</b>	<b>100.00</b>	<b>24.85</b>	<b>100.00</b>	<b>11.19</b>	<b>100.00</b>	<b>38.13</b>	<b>100.00</b>
房地产业	9.15	95.51	23.81	95.81	10.35	92.49	37.45	98.22
其他	0.43	4.49	1.04	4.19	0.84	7.51	0.68	1.78
<b>毛利润</b>	<b>5.76</b>	<b>100.00</b>	<b>11.40</b>	<b>100.00</b>	<b>6.35</b>	<b>100.00</b>	<b>22.94</b>	<b>100.00</b>
房地产业	5.87	101.91	11.18	98.07	6.18	97.30	22.59	98.52
其他	-0.11	-1.91	0.22	1.93	0.17	2.70	0.34	1.48
<b>毛利率</b>	<b>60.10</b>		<b>45.87</b>		<b>56.71</b>		<b>60.16</b>	
房地产业	64.22		46.96		59.69		60.33	
其他	-26.33		20.85		19.93		50.74	

数据来源：根据公司提供资料整理

2012~2014年，公司营业收入分别为 38.13 亿元、11.19 亿元和 24.85 亿元，2013 年营业收入大幅下降，主要是由于国土部门土地挂牌节奏控制等原因，该年度公司没有新项目开工并销售，仅靠非中心、北京像素、西岸首府项目尾盘销售获得收入。2014 年，营业收入同比大幅增加，主要是公司将北京像素和非中心项目尾盘以整售方式全部销售。随着公司营业收入的大幅波动，毛利润也变化较大。

2012~2014 年，公司毛利率整体处于较高水平，主要是公司主要销售项目的土地获得价格相对较低。随着公司销售项目进入尾盘销售阶段，销售均价下降，2012~2014 年，公司毛利率随之有所下降。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 9.58 亿元，同比下降 59.62%，毛利润为 5.76 亿元，同比下降 49.45%，主要是公司本期新项目由山由谷销量较少所致。同期，公司毛利率同比提升 12.09 个百分点，主要是公司于 2012 年 6 月与平谷区政府合作完成“夏各庄新城”项目土地开发和新城建设，2015 年 6 月公司收到平谷区政府支付的 4.7 亿元土地开发收入，导致毛利率大幅上升。

**表 3 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司房地产项目收入情况（单位：亿元）**

项目名称	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
北京像素	-	9.57	7.07	34.86
非中心	-	11.73	0.15	0.57
西岸首府一期	0.64	2.51	3.13	1.92
六佰本商业中心	-	-	-	0.10
由山由谷	3.81	-	-	-
夏各庄新城土地开发	4.70	-	-	-
<b>合计</b>	<b>9.15</b>	<b>23.81</b>	<b>10.35</b>	<b>37.45</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，受新项目开工及存量项目销售情况影响，公司营业收入波动幅度较大。

**公司广泛收集土地出让、合作信息，积极探索获取土地资源的新模式；公司土地储备进一步增加，为房地产业务的持续发展奠定基础**

公司广泛收集土地出让、合作信息，加强市场调研，积极探索新形势下获取土地资源的新模式，通过合作开发、债务重组、并购、竞买等多种方式，降低拿地成本。在未来旅游地产开发中，公司主要利用政府能够给予的政策优势逐步进行地产项目开发及配套设施建设。

**表 4 截至 2015 年 9 月末公司土地储备情况<sup>3</sup>**

地点	项目名称	土地位置	土地储备 <sup>4</sup> (万平方米)	土地价格 (亿元)	楼面均价 (万元/m <sup>2</sup> )
北京	东区国际中弘大厦	北京市朝阳区	8.11	7.20	1.11
	御马坊度假城	北京市平谷区	76.65 <sup>5</sup>	5.56	0.56
	由山由谷	北京市平谷区	56.95	16.63	0.46
海南	西岸首府二期	海口市长流起步区	25.64	0.59	0.04
吉林	东参	长白山	8.17	0.69	0.14
	漫江	长白山	7.24	0.97	0.14
山东	中弘广场	济南市	54.00	15.60	0.29
	鹊山龙湖	济南市	28.90	2.56	0.13
浙江	安吉一期	安吉县	11.67	1.08	0.10
<b>合计</b>			<b>277.33</b>	<b>51.99</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2015 年 9 月末，公司土地储备建筑面积 277.33 万平方米，主要集中在北京和山东。北京以御马坊度假城和由山由谷为主，两者

<sup>3</sup> 表中不包含如意岛项目填海形成的土地储备。

<sup>4</sup> 公司土地储备数据为建筑面积，其中未包含海南如意岛项目填海形成的土地储备。

<sup>5</sup> 御马坊度假城项目用地分为商业金融地块及仓储地块，其中商业金融地块 41.00 万平方米、仓储地块面积 35.65 万平方米。

合计为 133.60 万平方米。另外，公司在海口市的如意岛项目有填海形成的土地储备，建筑面积为 320.59 万平方米，根据《中华人民共和国海域使用管理法》、《关于海域使用权证换发国有土地使用权证有关问题的复函》（国土资厅函[2005]455 号）、《关于加强围填海造地管理有关问题的通知》（国土资发[2010]219 号）、《海南省人民政府关于海域使用权证换发国有土地使用权证有关问题的批复》等相关法律法规及规范性文件的规定，以及《海口市东海岸如意岛项目权益挂牌交易合同》中的约定，如意岛项目填海形成的土地可直接换发国有土地使用权证书，土地取得方式一栏注明为出让，海域取得成本和填海成本视为缴纳土地出让金，不再另行收取土地出让金。公司土地储备进一步增加，为公司房地产业务的持续发展奠定基础。

### 2014 年，公司多个项目开工建设，开工面积大幅增加，未来销售收入有望提升

2012~2013 年，受国土部门土地挂牌节奏控制，公司开工面积较少，2014 年，公司由山由谷等项目开工，开工面积大幅增加，未来销售收入有望提升。2014 年，公司主要竣工项目为由山由谷一期和济南中弘广场。2014 年，公司将非中心和北京像素尾盘整体销售，结算收入大幅上升。

**表 5 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司房地产项目经营情况**

指标	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
开工面积（万 m <sup>2</sup> ）	25.00	30.24	-	2.20
竣工面积（万 m <sup>2</sup> ）	-	10.02	7.28	14.17
销售面积（万 m <sup>2</sup> ）	5.10	19.32	5.57	20.12
销售金额（亿元）	12.03	22.78	9.07	35.82
结算面积（万 m <sup>2</sup> ）	4.47	19.87	5.27	20.53
结算收入（亿元）	4.45	23.81	10.35	37.45
结算均价（元/平方米）	9,955	11,983	16,876	19,494

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2015 年 9 月末，公司剩余可销售项目主要为鹤山龙湖、西岸首府一期和由山由谷。鹤山龙湖项目总占地规模约为 450 万平方米，总建筑面积约为 410 万平方米，是集主题公园、学校医院、购物中心、酒店和居住区于一体的“新奇世界国际度假区”项目。目前该项目可售部分主要是洋房和小高层等，公司采取“前 7 后 8 全渠道销售”的销售模式。目前鹤山龙湖总房源 1,491 套，已认购 1,200 套，其中已签约 177 套。由山由谷项目总规划建筑面积 200 多万平方米。该项目 5A 地块规划建筑面积 12.83 万平方米已于 2014 年末竣工销售，该地块以自住型商品房为主，截至 2015 年 10 月末，该地块总房源数 860 套，已认购 665 套，其中已签约 433 套；5B 地块已通过竞拍取得，规划总建筑面积 20 多万平方米，目前处于建设阶段。济南中弘广场项目

是公司于 2014 年通过司法拍卖获得，项目规划总建筑面积 50 多万平方米，是集商务办公、购物、休闲、娱乐、餐饮、文化、运动、教育等功能为一体的金融商业综合体，已完成资产过户并恢复开工建设。截至 2015 年 9 月末，该项目的 16#地已经在售，17#地处于建设阶段。

**表 6 截至 2015 年 9 月末公司主要剩余可销售项目情况**

项目	总面积（地上）	剩余可售面积 （地上）	预计可实现总销售 （含地下车库）
	（万平方米）	（万平方米）	（亿元）
鹊山龙湖	20.72	20.72	10.36
西岸首府一期	11.89	5.05	6.06
由山由谷	8.88	5.07	5.96
漫江	4.66	4.66	4.57
济南中弘广场	3.08	2.31	3.09
东参	1.57	1.48	1.18
<b>合计</b>	<b>50.80</b>	<b>39.29</b>	<b>31.22</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

### 公司加大营销力度，打造“新奇世界”旅游地产品牌，并推出 O2O 联动式渠道商业模式，有利于提高公司产品去化率

为进一步推广公司旅游地产品牌，公司打造国内首家文化旅游产品品牌——新奇世界。该品牌定位于旅游度假、康体养生、文化创意等经营性物业的运营服务，以“全家新趣处”为品牌主张，以家庭型消费群体为主要目标客群，规划业态超过 15 种，将主题公园、度假酒店、文化剧场、民俗特色、高档商超、儿童乐园、康体养老社区等传统业态异域化贯通，并将不同主题的运动俱乐部、博览馆等创意产品跨产业整合。新奇世界品牌旨在通过多元化产品业态，为消费者提供全新的旅游、休闲、度假生活方式，2014 年，公司着手打造进军文化旅游产业领域的崭新品牌“新奇世界”，2015 年，公司重点研发特色的管家服务式度假公寓产品。

公司推出 O2O 联动式创新型渠道商业模式，该模式分为线上电商（Online）和线下服务（Offline），线上电商平台主要用于开发商、分销伙伴、客户的信息交互，线下平台主要通过实体店和多元化的商家联盟服务，提升销售效率和客户体验度。线上电商平台以“房否”电商平台为主，“房否”是公司下游分销商提供的销售全流程化管理的服务平台，在充分考虑了分销商在拓展客户、引导客户看房、促成客户成交签约过程中涉及的一系列问题，协助分销商轻松完成流程销售管理工作。线下服务平台以店、分销商和商家联盟共同组成线下平台体系。公司目标为 5 年内在全国范围内旅游地产置业客户高产城市建设多个体验中心和营销网点，同时招募渠道分销商，并与优质的商家形成联盟关系，为客户和业主提供多元化、个性化的服务，满足其

生活、休闲、度假等需求。公司不断加大营销力度，有利于提高公司产品去化率，但同时也应关注到，该种营销模式仍处于摸索阶段，未来面临一定的管理与执行风险。

**公司未来将开发重点放在旅游地产和商业地产领域，并已基本形成较为合理的区域布局和产品结构；公司在建和规划项目需要较多未来投资支出，面临一定资金支出压力**

公司未来将开发重点放在旅游地产和商业地产领域，有多个项目已签订合作开发协议，包括上影影视文化（安吉）产业园项目、西双版纳项目、山东鹊山龙湖项目、长白山望天鹅度假区项目等。公司旅游地产主要集中在北京市、海南省等地区，均为全国有名的旅游胜地，能有效利用当地已经搭建好的旅游产业链和基础设施，为公司开发的度假项目节约营销和宣传成本的同时更易获得当地政府的支持。公司旅游地产项目主要分布在城市周边地区，开发具有吸引力的高端度假产品，这些项目区域布局和产品结构较为合理，具备较高的经济价值。

**表 7 截至 2015 年 9 月末公司在建及拟建项目情况<sup>6</sup>**

所在省市	项目名称	(预计) 开工日期	(预计) 竣工日期	(预计) 销售日期
北京	东区国际中弘大厦	2015 年 11 月	2017 年 11 月	2015 年 12 月
	御马坊度假城	2015 年 09 月	2017 年 12 月	2015 年 11 月
	由山由谷二期 (1+5B)	2015 年 11 月	2016 年 06 月	2015 年 12 月
	由山由谷二期 (2 号地)	2015 年 11 月	2017 年 06 月	2016 年 01 月
海南	西岸首府二期	2016 年 03 月	2017 年 12 月	2016 年 09 月
	如意岛一期	2014 年 05 月	2018 年 05 月	2017 年 01 月
	如意岛二期	2016 年 01 月	2018 年 06 月	2017 年 09 月
吉林	东参一期	2014 年 08 月	2015 年 12 月	2014 年 12 月
	漫江	2014 年 09 月	2015 年 12 月	2014 年 09 月
山东	中弘广场	2014 年 09 月	2018 年 12 月	2014 年 12 月
	鹊山龙湖	2015 年 07 月	2016 年 06 月	2015 年 08 月
浙江	安吉一期	2015 年 03 月	2017 年 06 月	2015 年 07 月

数据来源：根据公司提供资料整理

公司在建和未来规划项目需要较多投资支出，如意岛旅游度假区、济南中弘广场和由山由谷项目预计总投资分别为 122.76 亿元、31.18 亿元和 27.56 亿元，面临一定资金压力，公司将分期建设，采用滚动开发方式进行。

<sup>6</sup> 在建项目统计以取得土地使用权为准，不包括存货中处于规划或一级开发阶段的项目。

## 公司治理与管理

### 产权状况与公司治理

**公司非公开发行股票事项获得核准，将有效改善公司的资本结构；公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本**

截至 2015 年 9 月末，公司注册资本为 46.10 亿元，法人代表为王永红，控股股东为卓业集团，其合计持有公司 34.51% 的股权。卓业集团主要从事对非上市企业股权投资、通过认购非公开发行股票或者受让股权等方式持有上市公司股份以及相关咨询服务。王永红为卓业集团实际控制人，持有 100% 的股权，因此公司实际控制人为王永红。公司非公开发行股票事项已经于 2015 年 11 月 26 日通过中国证券监督管理委员会发行审核委员会的核准。

2015 年 8 月份以来，公司通过间接持有的境外全资子公司认购香港上市公司 KEE HOLDINGS COMPANY LIMITED 和 Chanco International Group Limited、新加坡上市公司 ASIATRAVEL.COM HOLDINGS LTD 的股票，并对美国 DWA NOVA, LLC 增资。公司将依托国际化市场，充分吸收国际先进品牌管理经验，招徕高端品牌管理人才，提升竞争力。公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。

公司严格按照《公司法》、《证券法》和中国证监会、深圳证券交易所所有规定指引及公司章程等文件要求，建立了健全的法人治理结构，有完善的股东大会、董事会、监事会和管理层的独立运行机制；制定了相应的议事规则及工作制度，规范公司运作；董事会、监事会以及董事会下设的专门委员会均认真履行职责，确保了公司规范运作和健康发展。

### 战略与管理

公司未来仍将以房地产开发为主要经营业务，一方面加快销售型物业的开发，一方面以一定规模开发旅游地产，争取实现较快增长速度。公司在战略布局上坚持“区域战略、聚焦发展”的原则，立足于北京等特大型核心城市，深入开发海南、云南等旅游资源丰富区域。公司正逐步推进与政府已签署合作框架协议的旅游地产项目的开发建设工作，拟与旅游项目当地政府相关部门合作，利用政府能够给予的优惠政策，通过与基金合作等方式，逐步进行旅游地产项目开发及配套建设，发掘新的利润增长点，并实现公司长期可持续发展的目标。商业地产和普通住宅项目的开发为公司带来持续的现金流和良好的业绩。

公司拟将商业、住宅产品与旅游产品相结合，将多元业态组合的文化主题产品与产权、分权、分时度假产品相结合，构建公司旅游地



产的盈利模式。首先，以较低价格占有大量稀缺资源，快速形成全国布局，为客户提供不同地域、多彩的休闲度假权益；其次，通过自有资金撬动，与优秀企业合作，构建起渠道加电商的营销体系，以产权、分权度假卡快速销售回收现金支持项目建设，同时带动外来资本覆盖大投入的经营型物业；最后，通过良好的运营带动资产升值，项目开业后择机以资产证券化或溢价转让等方式退出，实现销售、持有型物业的流通。

### 抗风险能力

2015年，宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业保持整体平稳发展，央行下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率有助于缓解公司资金成本压力。公司非公开发行股票事项获得核准，将有效改善公司的资本结构。公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。截至2015年9月末，公司土地储备建筑面积277.33万平方米，海口市的如意岛项目有填海形成的土地储备建筑面积为320.59万平方米，充足的土地储备为公司后续发展提供有力支撑。但同时，公司未来规划中旅游地产占比较大，国内涉足旅游地产企业众多，旅游地产市场竞争较为激烈。公司在建和规划项目需要较多未来投资支出，面临的资金压力大。综合分析，公司抗风险能力很强。

### 财务分析

公司提供了2012~2014年财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2012~2014年财务报表分别进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司在2012年和2013年上半年发生了同一控制下的企业合并事项<sup>7</sup>，另外，公司自2014年7月1日起执行财务部于2014年制定的《企业会计准则第39号——公允价值计量》、《企业会计准则第40号——合营安排》、《企业会计准则第41号——在其他主体中权益的披露》，和经修订的《企业会计准则第2号——长期股权投资》、《企业会计准则第9号——职工薪酬》、《企业会计准则第30号——财务报表列报》、《企业会计准则第33号——合并财务报表》，同时采用财务部于2014年修订的《企业会计准则第37号——金融工具列报》。对于同一控制下企业合并事项，公司对2012年数据进行了追溯调整，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2012年财务报表进行了审阅，并出具了审阅报告。同时，由于会计政

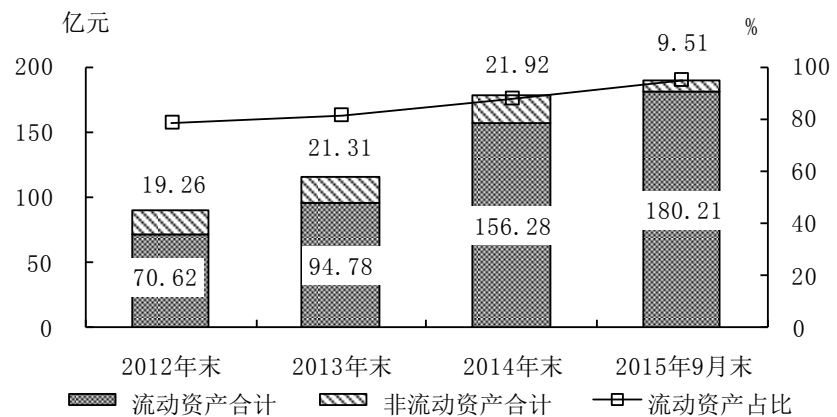
<sup>7</sup> 公司于2012年4月26日收购中弘矿业公司100%股权，由于公司和中弘矿业公司同受卓业集团最终控制且该项控制非暂时的，故该项合并为同一控制下企业合并，自2012年6月起将其纳入合并财务报表范围。公司于2013年2月6日以2,500万元受让卓业集团持有的文昌物业公司100%股权，由于公司和文昌物业公司同受卓业集团最终控制且该项控制非暂时的，故该项合并为同一控制下企业合并，自2013年3月起将其纳入合并财务报表范围，文昌物业公司下属全资子公司九泓龙翔公司因上述股权转让事项，同时纳入合并财务报表范围。由于同一控制下企业合并，公司追溯调整了2010~2012年的合并资产负债表、合并利润表、合并现金流量表及合并所有者权益变动表。

策变更，公司对 2012~2013 年财务数据进行追溯调整。财务分析中 2012~2013 年财务数据来自企业提供的经追溯调整后数据。公司 2015 年 1~9 月财务报表未经审计。

### 资产质量

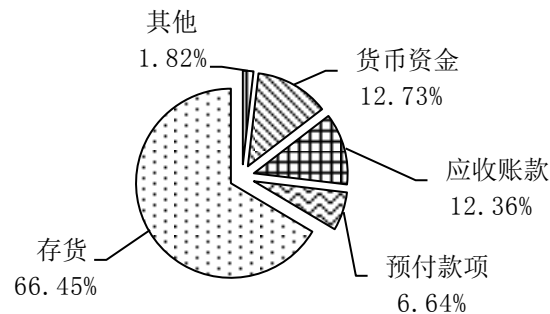
**2012~2014 年末，随着公司经营规模的扩大，资产规模不断增加，资产构成较为稳定；公司存货逐年增加，以开发成本为主，存货周转效率有所下降**

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，随着公司经营规模的扩大，资产规模不断增长，其中以流动资产为主，资产构成较为稳定。



**图 1 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司资产结构**

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款和预付款项等构成。2014 年末，以上四项资产在流动资产中占比为 98.18%。



**图 2 2014 年末公司流动资产构成情况**

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司存货逐年大幅增加，分别为 41.51 亿元、65.80 亿元、103.85 亿元和 128.50 亿元。2014 年末，公司存货为 103.85 亿元，其中开发成本和开发产品分别为 96.58 亿元和 7.27 亿元，同比上升 57.83%，主要是由山由谷、济南中弘广场和海南如意岛等项目 2014 年新增土地所致；公司存货中含有的借款费用累





计资本化金额为 17.34 亿元，其中本期资本化金额为 11.89 亿元。2015 年 9 月末，公司存货较 2014 年末增长 23.73%，主要是 2015 年公司支付由山由谷 2 号地块土地款及鹤山龙湖项目土地款所致。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司货币资金分别为 3.28 亿元、13.79 亿元、19.90 亿元和 25.58 亿元，持续增长。2013 年末，公司货币资金同比大幅增加，主要是公司为开拓业务，借入长短期借款增加所致。2014 年末，公司货币资金同比增加 44.26%，主要是公司于 2014 年 12 月完成非公开发行股票事宜，募集资金净额 29.58 亿元所致。2014 年末，公司货币资金中银行存款为 19.85 亿元。2015 年 9 月末，公司货币资金较 2014 年末增长 28.55%，主要是公司出售安源煤业集团股份有限公司（以下简称“安源煤业”）股票所致。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司应收账款分别为 2.24 亿元、0.17 亿元、19.32 亿元和 0.92 亿元，波动较大。2013 年末，公司应收账款大幅减少，主要是 2013 年公司收回应收账款所致。2014 年末，公司应收账款同比大幅增长，主要是公司整体销售的北京像素和非中心项目尾盘账款；公司应收账款前三名分别为天津宏盛利安置业有限公司、天津宏信锐融置业有限公司和天津宏鑫凯达置业有限公司，合计占应收账款比例为 97.69%。2015 年 9 月末，公司应收账款较 2014 年末大幅减少，主要是公司根据协议条款，收到客户支付的款项所致。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司预付款项分别为 19.50 亿元、13.63 亿元、10.37 亿元和 22.68 亿元，波动较大。公司预付款项主要是预付土地平整款、代垫征地款和预付土地款，2014 年末同比减少 23.87%。2015 年 9 月末，公司预付款项较 2014 年末大幅增长，主要是公司预付大量土地开发资金所致。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司其他应收款分别为 4.03 亿元、1.14 亿元、2.75 亿元及 2.38 亿元。2014 年末，公司其他应收款主要是对山东省塑料工业有限公司（以下简称“山东塑料”）的重组债权<sup>8</sup>和对济南市国土资源局的押金。

公司非流动资产主要是长期股权投资、其他非流动资产、固定资产和可供出售金融资产。2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司长期股权投资分别为 16.39 亿元、11.82 亿元、11.08 亿元和 0.56 亿元，逐年减少。2014 年末，公司主要投资于上市公司安源煤业 10.52 亿元，投资于汪清鑫兴矿业有限公司 0.56 亿元。2015 年 9 月末，公司长期股权投资较 2014 年末大幅减少，主要是公司将持有的安源煤业股票全部出售。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司其他非流动资产分别 0.00 亿元、1.75 亿元、4.57 亿元和 2.82 亿元。2013 年末，公司其他非流

<sup>8</sup> 2014 年 10 月，中国华融资产管理有限公司广东省分公司借款 6 亿元给公司全资子公司北京弘轩鼎成房地产开发有限公司，并将其依法享有的对山东塑料以土地资产作为抵押担保的债券及对应权利，对应债券本金 1.6 亿元，以 1.76 亿元价格转让给公司全资子公司北京弘毅投资有限公司。



动资产同比增加 1.75 亿元，主要是新增公司与汇添富资本管理有限公司签订的中弘 1 号-北京夏各庄新城项目 B 类专项资产管理计划（以下简称“中弘 1 号”）1.38 亿元和中弘 2 号-北京夏各庄新城项目 B 类专项资产管理计划（以下简称“中弘 2 号”）0.37 亿元。2014 年末，公司其他非流动资产同比上升 161.42%，主要是新增公司与汇添富资本管理有限公司签订的中弘 3 号-北京夏各庄新城项目 B 类专项资产管理计划 2.75 亿元。2015 年 9 月末，公司其他非流动资产同比下降 38.25%，主要是中弘 1 号和中弘 2 号到期所致。

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司固定资产分别为 0.99 亿元、5.03 亿元、4.30 亿元和 3.71 亿元，2014 年末公司固定资产主要是房屋及建筑物。2012~2014 年末及 2015 年 9 月末，公司可供出售金融资产分别为 0.80 亿元、1.50 亿元、1.50 亿元和 1.71 亿元，2014 年末，公司可供出售金融资产为 1.50 亿元，主要是对中信夹层（上海）投资中心（有限合伙）投资 1.00 亿元和对昆山歌斐鸿乾股权投资中心（有限合伙）投资 0.50 亿元。

从资产受限情况看，截至 2015 年 9 月末，公司所有权受限制的资产账面价值合计 53.82 亿元，占总资产的 28.37%，包括受限货币资金 1.26 亿元，用于借款抵押的存货 51.56 亿元以及可供出售金融资产 1.00 亿元。此外，公司以所持子公司 15.80 亿元股权作为质押获得部分质押借款。

2012~2014 年，公司存货周转天数分别为 1,084.37 天、3,985.85 天和 2,270.14 天，存货周转效率有所波动；应收账款周转天数分别为 16.55 天、38.82 天和 141.19 天，应收账款周转效率不断下降，其中 2014 年末应收账款周转天数大幅下降主要是公司将北京像素和非中心尾盘整体出售所致。2015 年 1~9 月，公司存货周转天数为 8,202.98 天，周转效率有所下降，主要是公司存货大幅上升所致；应收账款周转天数为 285.07 天。

综合分析，公司资产规模不断扩大，资产构成结构比较稳定，公司存货逐年增加，以开发成本为主，存货周转效率有所下降。

## 资本结构

**2012 年以来，公司负债规模持续增长；公司总有息债务逐年上升，面临一定的偿债压力，但公司非公开发行股票事项获得核准，未来发行后将有效改善资本结构**

2012~2014 年末，公司新增开发项目的增加带来较高的资本需求，进而导致公司负债逐年大幅增加。公司流动负债和非流动负债占比较为均衡。

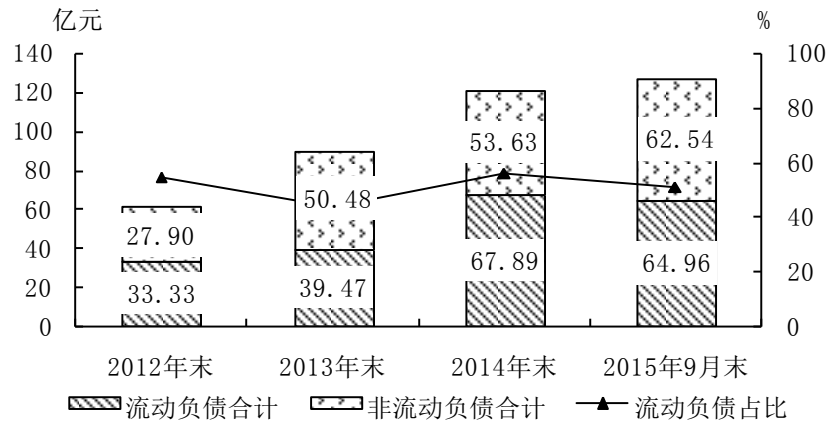


图3 2012~2014年末及2015年9月末公司负债结构

公司流动负债主要由一年内到期的非流动负债、其他流动负债、短期借款、应付账款等构成，2014年末以上四项在流动负债中占比93.71%。

2012~2014年末及2015年9月末，公司一年内到期的非流动负债分别为8.40亿元、5.50亿元、44.78亿元和40.82亿元，2014年末，同比增加39.28亿元，主要是一年内到期的长期借款大幅上升所致。

2012~2014年末及2015年9月末，公司其他流动负债分别为10.17亿元、9.95亿元、9.58亿元和7.87亿元，全部是预提土地增值税。

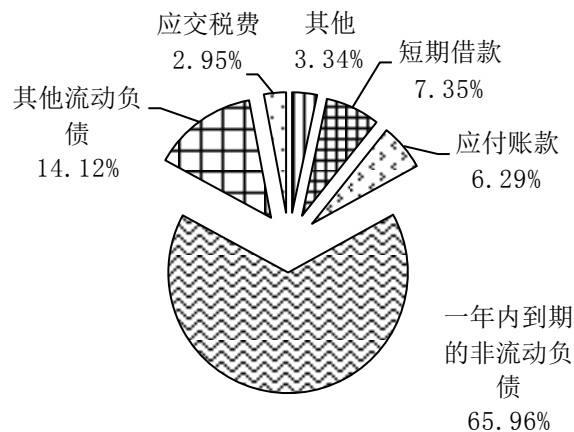


图4 2014年末公司流动负债构成情况

2012~2014年末及2015年9月末，公司短期借款分别为5.00亿元、13.36亿元、4.99亿元和7.00亿元，2014年末，公司短期借款同比减少8.37亿元，主要是公司偿还短期借款所致，同期公司短期借款全部为质押借款。2012~2014年末及2015年9月末，公司应付账款分别为5.16亿元、6.59亿元、4.27亿元和1.63亿元，公司应付账款主要是应付工程款，还有少量应付材料款和应付购房款。公司应付账款有所减少主要是支付工程款所致。

公司非流动负债主要是长期借款。2012~2014 年末及 2015 年 9 月末,公司长期借款分别为 27.90 亿元、50.48 亿元、53.63 亿元和 53.10 亿元。2014 年末,公司长期借款主要是质押借款 48.63 亿元,公司长期借款增长主要是公司开发项目投入增加所致。2015 年 9 月末,公司新增应付债券 9.65 亿元,主要是公司于 2015 年 1 月发行了“14 中弘债”所致。

2012~2014 年末,公司总有息债务金额及其占总负债的比重均逐年上升,且短期有息债务压力大,公司面临一定的偿债压力。但随着公司非公开发行股票事项获得核准,公司的资本结构将得到改善。

**表 8 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司有息债务情况 (单位:亿元、%)**

项目	2015 年 9 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	47.86	49.77	18.86	13.40
长期有息债务	62.53	53.63	50.48	27.90
<b>总有息债务</b>	<b>110.39</b>	<b>103.40</b>	<b>69.34</b>	<b>41.30</b>
总有息债务占总负债比重	86.58	85.09	77.09	67.45

从债务期限结构来看,公司债务主要集中在三年以内,未来 1~3 年偿付压力较大。

**表 9 截至 2014 年末公司有息债务期限结构 (单位:亿元、%)**

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	(3,4]年	(4,5]年	合计
金额	47.86	35.12	23.85	3.36	0.20	110.39
占比	43.36	31.81	21.61	3.04	0.18	100.00

2012~2014 年末,公司新增开发项目的增加带来较高的资本需求,资产负债率维持在较高水平,2013 年末达到 77.48%;同期,公司流动比率和速动比率有所波动。

**表 10 2012~2014 年末及 2015 年 9 月末公司部分财务指标**

指标	2015 年 9 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
资产负债率 (%)	67.20	68.19	77.48	68.12
债务资本比率 (%)	63.95	64.59	72.62	59.03
长期资产适合率 (%)	1,311.54	503.27	359.51	293.63
流动比率 (倍)	2.77	2.30	2.40	2.12
速动比率 (倍)	0.80	0.77	0.73	0.87

2012~2014 年末及 2015 年 9 月末,公司所有者权益分别为 28.66 亿元、26.14 亿元、56.68 亿元及 62.22 亿元,2014 年末,公司所有者权益大幅上升,主要来源于股本和资本公积的增加。2014 年 12 月,公司完成非公开发行股票 958,466,453 股,募集资金净额为 29.58 亿元,其中,计入股本 9.58 亿元,计入资本公积(股本溢价)20.00 亿元。截至 2015 年 9 月末,公司将 17.29 亿元资本公积转为股本,股本增加

至 46.10 亿元。

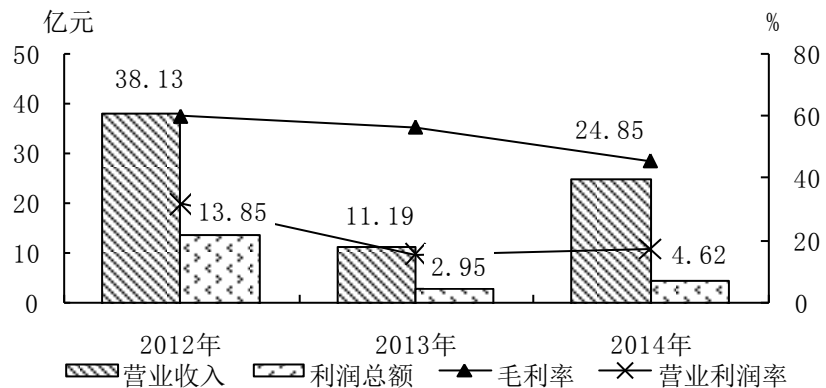
截至 2015 年 9 月末，公司无对外担保。

综合分析，2012 年以来，公司负债规模持续增长，总有息债务逐年上升，面临一定的偿债压力，但随着非公开发行股票事项获得核准，资本结构将得到改善。

## 盈利能力

### 受项目销售进度影响，公司营业收入波动较大；由于公司拿地成本较低，毛利率整体处于较高水平

2012~2014 年，公司营业收入波动较大，分别为 38.13 亿元、11.19 亿元和 24.85 亿元。2013 年，公司营业收入大幅下降，主要是由于国土部门土地挂牌节奏控制等原因，该年度没有新项目开工并销售，仅靠非中心、北京像素、西岸首府项目尾盘销售获得收入。2014 年，北京像素和非中心项目尾盘以整售方式全部销售，带来公司营业收入同比大幅增加。北京像素项目是公司近年来主要收入来源，公司现金流状况受该项目影响较大，但由于拿地成本较低，毛利率整体仍处于较高水平。



**图 5 2012~2014 年公司收入和盈利情况**

2012~2014 年，公司期间费用分别为 5.07 亿元、4.27 亿元和 4.81 亿元，占营业收入比重为 13.29%、38.11%和 19.35%。

2012~2014 年，公司资产减值损失 0.25 亿元、-0.25 亿元和 1.32 亿元，不断波动，2014 年大幅上升主要是公司计提的应收账款坏账准备增加所致。同期，公司投资收益有所波动。

2012~2014 年，公司营业外收入分别为 1.88 亿元、1.28 亿元和 0.47 亿元，主要是政府补助。

2012~2014 年，公司利润总额和净利润均有所波动。2013 年，公司利润总额和净利润均大幅下降，主要是公司该年度在售项目较少，且全部为尾盘销售所致。



2012~2014年,公司总资产报酬率分别为17.88%、4.18%和2.97%,净资产收益率分别为36.08%、8.06%和5.19%,总资产报酬率和净资产收益率不断下降。

2015年1~9月,公司实现营业收入9.58亿元,同比下降57.62%,主要是公司新项目由山由谷销量较少所致;销售费用为1.77亿元,同比上升405.25%,主要是公司加大营销力度导致投入增加;管理费用为2.89亿元,同比上升37.13%,主要是公司人员增加导致薪酬等增加;资产减值损失为-1.18亿元,主要是应收账款收回,坏账准备冲回所致;利润总额为8.18亿元,同比增长103.77%,主要是公司出售安源煤业股权带来投资收益的大幅上升;实现净利润6.28亿元,同比增长71.20%。

综合来看,受项目销售进度影响,公司营业收入波动较大,但由于公司拿地成本较低,毛利率整体处于较高水平。

## 现金流

**2012~2014年,由于公司主要依靠项目尾盘销售获得收入,且拿地投入较多,公司经营性净现金流持续净流出**

2012~2014年,公司经营性净现金流持续大幅下降。2013年,公司经营性净现金流大幅下降主要是受项目销售量较少影响,净利润大幅下降,以及存货的大幅上升所致。2014年,公司经营性现金流大幅净流出,主要是公司本期拿地较多带来存货不断增加,以及本期整体销售的北京像素和非中心项目款未收回现金所致。

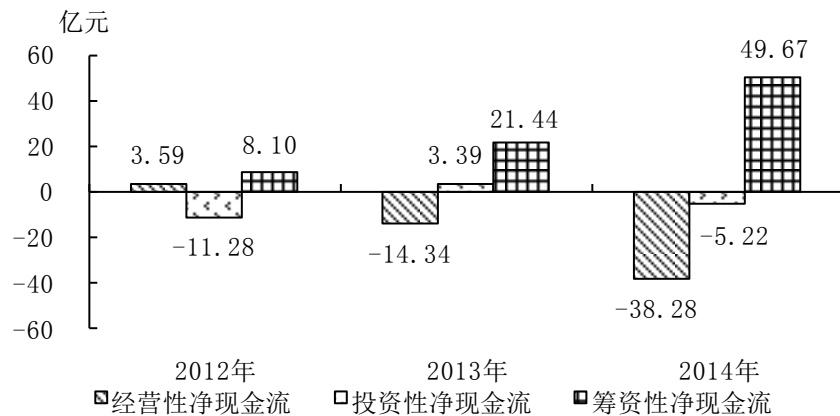


图6 2012~2014年公司现金流情况

2012~2014年,公司投资性净现金流不断波动。2013年,公司投资性净现金流大幅增加,主要是出售安源煤业部分股票收回投资及对外长期股权投资支出减少所致。

2012~2014年,公司筹资性净现金流逐年大幅增加,主要是公司新增项目所需资金较多,公司扩大债务筹资额度。

2015年1~9月,公司经营性净现金流为-6.08亿元,同比净流出

值大幅减少，主要是公司收回大额应收账款；投资性净现金流为 13.22 亿元，同比大幅上升，主要是公司出售安源煤业无限售条件流通股，收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金均大幅增加所致；筹资性净现金流为-1.55 亿元，主要是公司吸收投资收到的现金减少所致。

公司经营性净现金流对债务和利息的保障程度不稳定。2012 年以来，公司 EBIT 利息保障倍数和 EBITDA 利息保障倍数有所下降。

**表 11 2012~2014 年及 2015 年 1~9 月公司主要债务保障指标情况**

项目	2015 年 1~9 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债 (%)	-9.15	-71.31	-39.39	10.65
经营性净现金流/总负债 (%)	-4.88	-36.20	-18.97	6.72
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-0.55	-3.05	-2.09	0.65
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.78	0.42	0.71	2.91
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.44	0.73	2.93

综合来看，2012~2014 年，由于公司主要依靠项目尾盘销售获得收入，且拿地投入较多，公司经营性净现金流持续下降。

### 偿债能力

2012~2014 年，公司营业收入波动较大，但受益于拿地时间较早，毛利率处于较高水平；公司总有息债务逐年上升，面临一定的偿债压力，但随着公司非公开发行股票事项获得核准，公司的资本结构将得到改善；2012~2014 年，由于公司主要依靠项目尾盘销售获得收入，且拿地投入较多，公司经营性净现金流持续下降；公司土地储备较为丰富，能够为公司未来房地产业务的持续发展奠定基础。综合分析，公司具有很强的债务偿还能力。

### 债务履约情况

根据公司提供由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2015 年 11 月 3 日，《企业信用报告》显示公司本部存在未结清不良贷款 9 笔合计 6,918.10 万元，欠息信息 3 笔合计 18,654 万元，垫款信息 67 笔合计 3,090 万元，已结清不良贷款 29 笔，已结清关注贷款 5 笔，该信息为重组前上市公司 ST 科苑的遗留问题。2009 年公司重大资产重组时，上述信息情况已经终止，并在重组相关文件中披露。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的“14 中弘债”尚未到还本付息日。

### 结论

随着我国人均 GDP 和休闲时间的增加，休闲度假需求正逐渐增加，公司未来将在加快销售型物业开发的同时，一定规模开发旅游地产，



目前已基本形成区域布局和产品结构合理的战略规划；公司积极探索获取土地资源的新模式，拿地成本较低，后续开发中与政府相关部门合作，利用政府能够给予的政策优惠，降低拿地成本，提高公司毛利率；公司非公开发行股票事项获得核准，将有效改善公司的资本结构；公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。同时，公司也面临着经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定的挑战。整体来看，公司偿还债务的能力很强。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，公司仍将以房地产开发为主业。因此，大公司对中弘股份的评级展望为稳定。



## 跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对中弘控股股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

### 1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

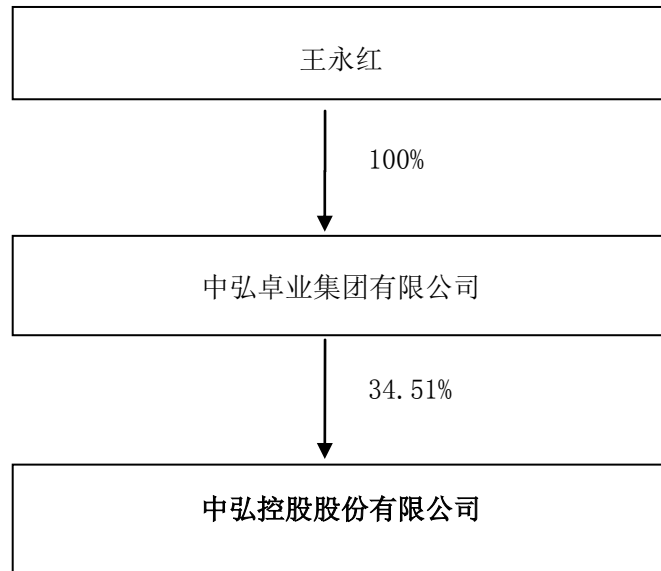
### 2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

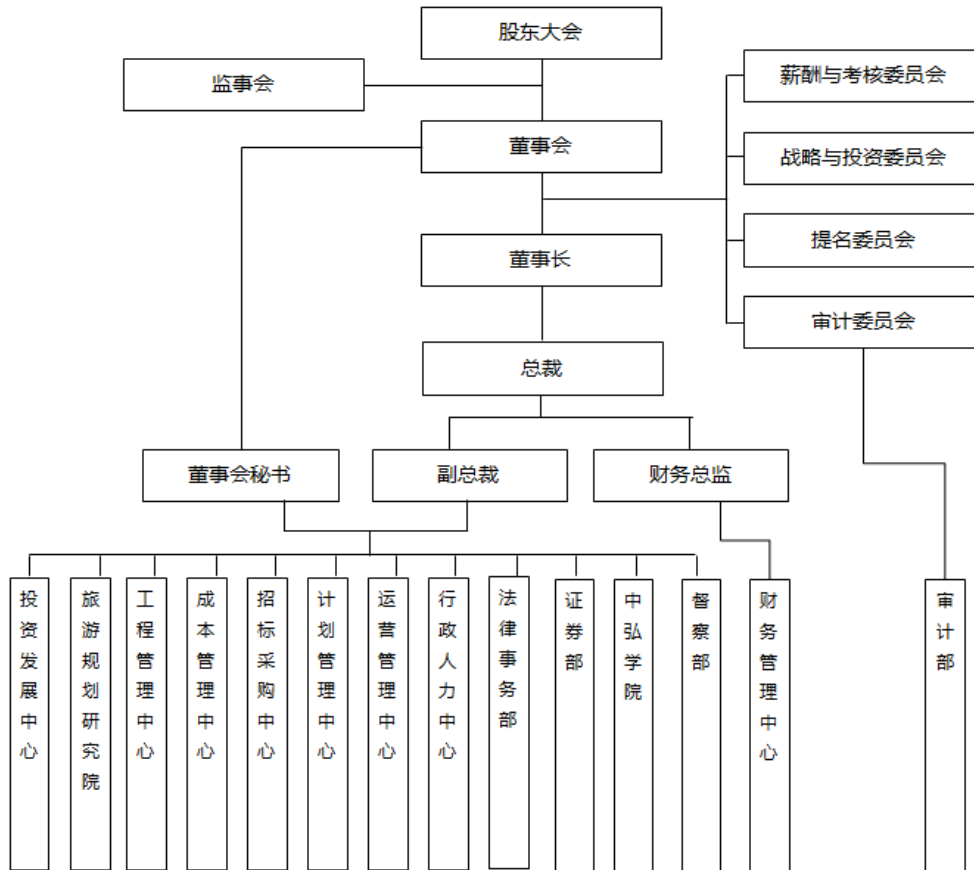
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2015 年 9 月末中弘控股股份有限公司股权结构图





## 附件 2 截至 2015 年 9 月末中弘控股股份有限公司组织结构图



**附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标**

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	255,789	198,975	137,927	32,760
应收账款	9,165	193,183	1,736	22,403
预付款项	226,791	103,739	136,268	195,011
其他应收款	23,799	27,549	11,441	40,327
存货	1,284,954	1,038,516	658,010	415,075
流动资产合计	1,802,095	1,562,809	947,811	706,220
可供出售金融资产	17,068	15,000	15,000	8,000
长期股权投资	5,554	110,815	118,200	163,857
固定资产	37,091	43,013	50,254	9,898
其他非流动资产	28,200	45,670	17,470	0
非流动资产合计	95,126	219,180	213,130	192,603
总资产	1,897,221	1,781,990	1,160,940	898,823
占资产总额比 (%)				
货币资金	13.48	11.17	11.88	3.64
应收账款	0.48	10.84	0.15	2.49
预付款项	11.95	5.82	11.74	21.70
其他应收款	1.25	1.55	0.99	4.49
存货	67.73	58.28	56.68	46.18
流动资产合计	94.99	87.70	81.64	78.57
可供出售金融资产	0.90	0.84	1.29	0.89
长期股权投资	0.29	6.22	10.18	18.23
固定资产	1.96	2.41	4.33	1.10
其他非流动资产	1.49	2.56	1.50	0.00
非流动资产合计	5.01	12.30	18.36	21.43

**附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
负债类				
短期借款	70,000	49,900	133,600	50,000
应付账款	16,255	42,674	65,878	51,597
应付利息	34,280	9,084	8,018	12,522
一年内到期的非流动负债	408,209	447,829	55,000	84,000
其他流动负债	78,686	95,848	99,514	101,663
流动负债合计	649,605	678,927	394,714	333,282
长期借款	531,047	536,300	504,837	278,970
非流动负债合计	625,385	536,300	504,837	278,970
负债合计	1,274,990	1,215,227	899,551	612,252
占负债总额比 (%)				
短期借款	5.49	4.11	14.85	8.17
应付账款	1.27	3.51	7.32	8.43
应付利息	2.69	0.75	0.89	2.05
一年内到期的非流动负债	32.02	36.85	6.11	13.72
其他流动负债	6.17	7.89	11.06	16.60
流动负债合计	50.95	55.87	43.88	54.44
长期借款	41.65	44.13	56.12	45.56
非流动负债合计	49.05	44.13	56.12	45.56
权益类				
少数股东权益	2,993	5,291	24,008	5,597
实收资本（股本）	461,031	288,144	192,298	101,209
资本公积	25,802	200,089	0	3,000
盈余公积	9,066	9,066	9,066	4,910
未分配利润	123,152	64,171	36,017	171,855
归属于母公司所有者权益	619,238	561,471	237,381	280,974
所有者权益合计	622,231	566,763	261,389	286,571

**附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2015 年 9 月 (未经审计)	2014 年	2013 年	2012 年
<b>损益类</b>				
营业收入	95,827	248,498	111,939	381,260
营业成本	38,238	134,518	48,460	151,890
营业税金及附加	5,412	14,745	7,944	62,385
销售费用	17,741	14,019	4,453	7,030
管理费用	28,906	27,741	19,487	21,437
财务费用	3,358	6,325	18,722	22,206
资产减值损失	-11,820	13,204	-2,548	2,468
投资收益	45,759	5,295	2,122	8,666
营业利润	59,588	43,240	17,543	122,510
利润总额	81,808	46,219	29,498	138,482
所得税	19,042	16,781	8,426	35,100
净利润	62,766	29,437	21,072	103,382
归属于母公司所有者的净利润	62,100	29,138	21,866	108,888
<b>占营业收入比 (%)</b>				
营业成本	39.90	54.13	43.29	39.84
营业税金及附加	5.65	5.93	7.10	16.36
销售费用	18.51	5.64	3.98	1.84
管理费用	30.16	11.16	17.41	5.62
财务费用	3.50	2.55	16.73	5.82
资产减值损失	-12.33	5.31	-2.28	0.65
投资收益	47.75	2.13	1.90	2.27
营业利润	62.18	17.40	15.67	32.13
利润总额	85.37	18.60	26.35	36.32
所得税	19.87	6.75	7.53	9.21
净利润	65.50	11.85	18.82	27.12
归属于母公司所有者的净利润	64.80	11.73	19.53	28.56
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	-60,758	-382,780	-143,362	35,914
投资活动产生的现金流量净额	132,227	-52,166	33,896	-112,774
筹资活动产生的现金流量净额	-15,471	496,717	214,356	80,973
<b>财务指标</b>				
EBIT	86,262	52,850	48,484	160,678
EBITDA	-	55,662	50,192	162,142
总有息负债	1,103,945	1,034,029	693,437	412,970

**附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标（续表 3）**

年 份	2015年9月 (未经审计)	2014年	2013年	2012年
毛利率 (%)	60.10	45.87	56.71	60.16
营业利润率 (%)	62.18	17.40	15.67	32.13
总资产报酬率 (%)	4.55	2.97	4.18	17.88
净资产收益率 (%)	10.09	5.19	8.06	36.08
资产负债率 (%)	67.20	68.19	77.48	68.12
债务资本比率 (%)	63.95	64.59	72.62	59.03
长期资产适合率 (%)	1,311.54	503.27	359.51	293.63
流动比率 (倍)	2.77	2.30	2.40	2.12
速动比率 (倍)	0.80	0.77	0.73	0.87
保守速动比率 (倍)	0.39	0.29	0.35	0.10
存货周转天数 (天)	8,202.98	2,270.14	3,985.85	1,084.37
应收账款周转天数 (天)	285.07	141.19	38.82	16.55
经营性净现金流/流动负债 (%)	-9.15	-71.31	-39.39	10.65
经营性净现金流/总负债 (%)	-4.88	-36.20	-18.97	6.72
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-0.55	-3.05	-2.09	0.65
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.78	0.42	0.71	2.91
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.44	0.73	2.93
现金比率 (%)	39.38	29.31	34.94	9.83
现金回笼率 (%)	306.21	18.25	123.40	95.29
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

## 附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>9</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>10</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

<sup>9</sup> 前三季度取 270 天。

<sup>10</sup> 前三季度取 270 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 5 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

**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，有较高违约风险。

**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。

注：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。

### 大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。