



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪212号

中华企业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中华企业股份有限公司2013年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，上调贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年五月二十七日

中华企业股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2017）

发行主体	中华企业股份有限公司		
担保主体	上海地产（集团）有限公司		
发行规模	人民币 15.50 亿元		
存续期限	5 年期（2014/10/14-2019/10/14），附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。		
上次评级时间	2016/05/18		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA	评级展望 稳定

概况数据

中华企业	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	73.49	42.65	47.50	47.89
总资产（亿元）	408.14	366.18	304.28	292.62
总债务（亿元）	236.28	181.92	112.50	102.96
营业总收入（亿元）	44.15	46.54	141.97	16.53
营业毛利率（%）	22.18	21.37	29.16	21.69
EBITDA（亿元）	10.81	-12.39	27.94	-
所有者权益收益率（%）	-6.00	-65.67	18.69	3.57
资产负债率（%）	81.99	88.35	84.39	83.63
总债务/EBITDA（X）	21.85	-14.68	4.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.51	-0.68	2.60	-
上海地产集团	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	421.43	654.36	673.94	672.19
总资产（亿元）	1,721.76	2,186.27	2,179.02	2,188.48
总债务（亿元）	740.36	703.55	586.78	566.87
营业总收入（亿元）	238.77	257.40	415.90	36.01
营业毛利率（%）	32.26	27.26	31.38	21.02
EBITDA（亿元）	57.19	37.96	97.22	-
所有者权益收益率（%）	1.19	-3.66	5.12	-1.76
资产负债率（%）	75.52	70.07	69.07	69.29
总债务/EBITDA（X）	12.95	18.53	6.04	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.99	0.63	2.12	-

注：1、上述所有者权益含少数股东权益；

2、2017 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2016 年，中华企业股份有限公司（以下简称“中华企业”或“公司”）进一步加大销售力度，签约销售规模有较大提升；同时，受益于结转项目充足及所在区域房地产市场好转，公司的项目结转面积和金额均大幅上升，盈利情况显著好转，偿债指标明显优化。此外，担保方上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”或“地产集团”）雄厚的综合实力可为本次债券本息的偿还提供有力保障。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）同时也关注到公司项目去化压力仍较大以及土地储备不足等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评将中华企业主体信用等级上调至 AA，评级展望为稳定；维持“中华企业股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 AA⁺。本次债券级别主要考虑了上海地产集团提供的金额不可撤销连带责任担保而对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 销售业绩提升，资金回笼大幅增加。2016 年公司以“存量去化、资金回笼”为年度工作重点并取得较好成效，全年共实现合同销售面积 41.32 万平方米，合同销售金额 122.17 亿元，分别同比增长 18.60%和 51.48%，同期经营性净现金流亦由 49.28 亿元大幅增至 89.86 亿元。
- 项目结转情况良好，盈利水平明显改善。受益于当年结转资源丰富且结转项目所在区域房价上涨，2016 年公司结转面积和金额分别为 43.02 万平方米和 130.67 亿元，分别同比增长 105.25%和 251.26%，推动公司营业收入大幅增加并实现扭亏为盈，当年实现净利润 8.88 亿元，所有者权益收益率达 18.69%，公司盈利能力明显改善。
- 偿债指标明显优化。2016 年公司有息债务由

分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

石 烁 sshi@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月27日

上年的 181.92 亿元降至 112.50 亿元，净负债率由 323.71%降至 99.77%，且 EBITDA 和经营性活动净现金流对债务本息保障程度显著提升，公司偿债指标明显优化。

- 担保方上海地产集团综合实力雄厚。作为上海市国资委下属的大型企业，上海地产集团在上海市国资改革中定位为功能类企业，可获得政府较大力度支持，综合实力雄厚，其能够为本次债券本息的偿还提供有力的保障。

关 注

- 公司项目去化压力仍较大。2016 年末公司存货中开发产品占比为 55.90%，较上年增加 24.32 个百分点，其中大部分项目竣工时间较早，需关注公司项目去化情况。
- 土地储备不足。2016 年公司未新增储备项目，年末土地储备仍为上海崇明前哨农场地块和上海市崇明八亩水闸东侧地块，土地性质为农业用地，公司土地储备相对不足，对未来发展形成一定限制。若公司资产重组顺利完成，可获得上海地产集团注入约 200 万平方米的优质项目，可对项目储备形成较好补充。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

中华企业股份有限公司 2013 年公司债券（债券简称为“13 中企债”，债券代码为 122330，以下简称“本次债券”）于 2014 年 10 月 17 日完成发行，最终发行规模为 15.5 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次发行募集资金净额为 15.25 亿元，募集资金已于 2014 年 10 月 17 日全部到位，并已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

重大事项

2016 年 11 月 24 日，公司披露《中华企业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》及其他相关配套文件。根据上述公告内容，公司拟向控股股东上海地产集团发行股份及支付现金购买其持有的集团内业务整合完成后的上海中星（集团）有限公司（以下简称“中星集团”）100%股权，其中以发行股份的方式支付交易对价的 85%，以现金方式支付交易对价的 15%。

上述资产重组事项交易完成后，公司将获取上海地产集团绝大多数市场化房地产开发项目，涉及项目总土地储备约 200 万平方米（不含正在办理转让手续的天津星华城的项目土地储备），分布于 6 个城市。同时，上海地产集团对公司的持股比例将升至 55.24%，公司的实际控制权将不会发生变化。

截至 2017 年 4 月 11 日，标的资产评估报告已在上海市国有资产监督管理委员会备案审核过程中，同时相关审计、评估、法律工作与文件编制正在持续完善过程中。待上述工作完成后，公司将再次召开董事会审议本次重大资产重组方案的调整、重组报告书草案及相关事项。上述重大资产重组尚需上海市国有资产监督管理委员会、公司股东大会批准并报中国证券监督管理委员会核准，能否获得上述核准及最终获得核准的时间均存在不确定性。

中诚信证评注意到，若上述交易顺利完成将有助于补充公司的土地储备，增强公司在上海市场布局力度及竞争力，并帮助公司进入新的区域市场；但此次资产重组事项仍需相关监管机构核准，重组

进度及未来发行股份筹集资金均存在一定的不确定性，中诚信证评将持续关注上述重大事项的进展情况及其对公司未来经营及整体信用状况的影响。

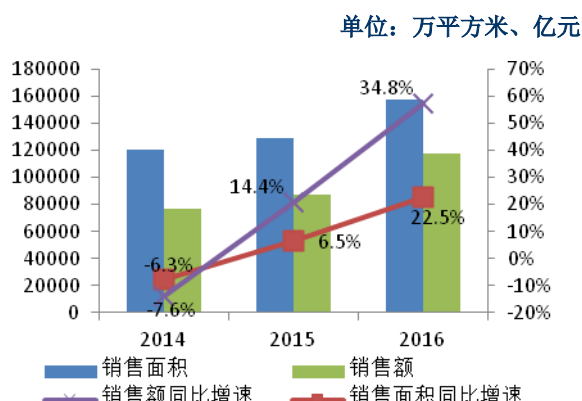
行业分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4%和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品房库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市的商品住宅市场分化明显。

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而

去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016 年年销售额 300 亿元以上房企已完成及正在进行中的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70% 以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016 年 TOP100 房企入榜金额门槛从 2015 年的 104 亿元提高至 157 亿元，同比上升 51%，销售金额集中度亦提升 3.87 个百分点至 43.92%，占比近一半；TOP20 销售门槛提升最快，由 2015 年的 358 亿元大幅增至 647 亿元，同比提升了 81%，销售金额集中度则上升 1.67 个百分点至 24.73%；而 TOP10 房企销售金额门槛达到 1,100.2 亿元，同比上涨 51.73%，占全国销售额的比重达到 18.35%，较上年提升 1.27 个百分点，千亿房企已达 12 家。

业务运营

2016 年公司继续加大销售力度，以“存量去化、资金回笼”为年度工作重点并取得较好成效，销售及结转金额均大幅提升；此外，公司继续放缓开工节奏，年末在建面积继续下降

2016 年公司将“存量去化、资金回笼”视为年度工作的重中之重，继续加大销售力度，当年共实现合同销售面积 41.32 万平方米，同比增长 18.60%；合同销售金额 122.17 亿元，同比增长 51.48%。具

体从项目来看，2016 年公司房地产销售主要来自于上海尚汇豪庭（一期）、上海铂钰公馆、上海朱家角香堤艺墅、松江誉品谷水湾（别墅）和无锡中城誉品等项目，当年上述项目分别实现合同销售金额 29.21 亿元、18.14 亿元、13.98 亿元、13.74 亿元、10.30 和 8.07 亿元，占当年合同销售总额的比重分别为 24.23%、15.05%、11.59%、11.40%、8.54%和 6.70%。

从结转情况来看，2016 年公司房地产项目实现结转面积 43.02 万平米，同比大幅增长 105.25%；受益于项目所处区域房价普遍上涨及结转项目较符合市场需求，公司当期结转项目的结转均价大幅提升，2016 年共实现结转金额为 130.67 亿元，同比大幅上升 251.26%。具体从结转产品来看，2016 年公司结转项目主要包括尚汇豪庭一期公寓、铂钰公馆、无锡誉品华府、誉品谷水湾豪庭二期和誉品谷水湾豪庭一期别墅等项目，基本集中于上海市，上述项目结转金额分别为 72.96 亿元、16.38 亿元、9.32 亿元、6.36 亿元和 5.03 亿元，合计占当年结转总金额的比重达 89.88%。

表1：2014~2016年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元

项目	2014	2015	2016
当年开工面积	60.00	3.72	0
当年竣工面积	86.84	31.98	74.30
销售面积	22.23	34.84	41.32
结转面积	18.87	20.96	43.02
当年销售金额	53.84	80.65	122.17
当年结转金额	37.54	37.20	130.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2016 年公司继续放缓开发节奏，当年未有新项目开工，竣工面积由上年的 31.98 万平方米回升至 74.30 万平方米。在建项目方面，截至 2016 年末，公司控股的在建项目共有 5 个，规划计容建筑面积合计为 78.46 万平方米，较上年的 136.75 万平方米继续下降；计划总投资 167 亿元，累计已投资 112.97 亿元，尚需投资 54.03 亿元。

表2：截至2016年末公司主要控股在建项目明细

单位：万平方米、亿元、%

地区	名称	类型	建筑面积	计划总投资	累计已投资	尚需投资	累计已售	持股比例
上海市青浦区	古北香堤艺墅	别墅	8.82	27	24.77	2.23	12.97	100
上海市徐汇区	尚汇豪庭	公寓	25.96	80	41.06	38.94	94.93	71
上海市嘉定区	古北萃庭	商住	11.78	14	10.37	3.63	12.48	70
苏州平江区	苏州中华园	别墅	2.45	13	9.28	3.72	-	100
无锡市河埭街道	无锡中城誉品	商住	29.45	33	27.49	5.51	17.00	60
合计	-	-	78.46	167	112.97	54.03	137.39	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内公司未获取新地块，目前土地储备规模较小，或对未来发展形成一定限制。若资产重组顺利完成，将为公司补充较为优质的储备项目；此外，公司持有的古北国际财富中心二期商业及办公楼在短期内仍可为其带来稳定租金收入

2016 年公司未取得新地块，年末储备项目仍为上海崇明前哨农场地块和上海市崇明八澳水闸东侧地块，土地面积合计 310.33 万平方米，上述地块性质为农业用地，短期内暂无开发规划。整体来看，目前公司土地储备规模较小，用地性质对公司项目

开发造成限制，后续或面临项目储备不足的情况。公司目前正与上海地产集团筹划资产重组事项，若重组成功，公司可从上海地产集团获得约 200 万平方米的在建项目，且这些项目大多位于上海市，可对公司项目储备形成较好补充。此外，考虑到公司目前在建项目以及未来项目储备的资金需求，中诚信证评将持续关注公司的资金周转状况。

持有型物业出租方面，2016 年公司持有出租面积约 13.34 万平方米，较上年略有下降；物业租金收入为 3.36 亿元，基本与上年持平。短期来看，可为公司带来较为稳定的租金收入的持有型物业仍

主要为古北国际财富中心二期，其商业楼部分可租面积约 6 万平方米，通过定制型合作开发模式出租给日本高岛屋用于其经营百货店，租期为 20 年，2016 年确认租金收入 0.68 亿元；办公楼部分可租面积约 6.7 万平方米，目前出租率约 99%，2016 年实现租金收入 1.97 亿元；综上，古北国际财富中心二期 2016 年租金收入合计 2.65 亿元，占租金总收入的比重达 78.87%。整体来看，当前公司持有的优质物业可为公司带来较为稳定的租赁收益和现金流。

表3：2016年公司主要商业地产租赁情况

单位：平方米、万元

项 目	业态	出租面积	2016 年末出租率	2016 年租金收入
古北国际财富中心二期	办公	67,093.27	99%	19,668.29
古北国际财富中心二期	商业	60,516.19	100%	6,821.51
淮海公寓	住宅	5,834.00	70%	1,249.00
其他零星物业	-	-	88%	6,071.19
合计	-	133,443.46	96%	33,581.19

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务分析

下列财务分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告以及未经审计 2017 年 3 月财务报表，以下数据均为合并报表口径。

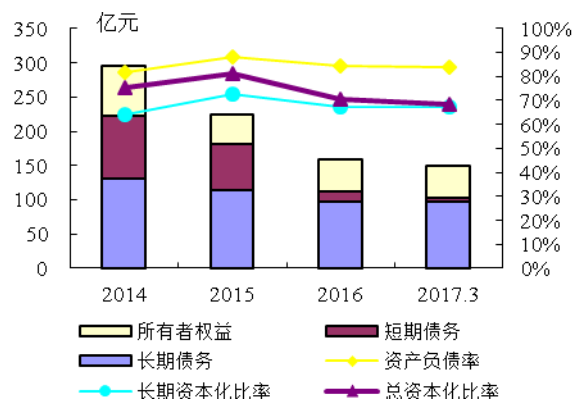
资本结构

2016 年公司项目结转情况大幅好转，加之开发进度放缓，公司存货大幅减少。受此影响，公司资产规模下滑，2016 年末公司总资产为 304.28 亿元，同比下降 16.90%。2015 年由于公司做了较大金额的利润分配导致所有者权益大幅下降，但 2016 年在项目结转大幅好转的推动下，公司利润留存使得年末所有者权益同比增长 11.37%至 47.50 亿元。负债方面，2016 年末公司负债总额 256.78 亿元，同比下降 20.63%，主要受计息债务规模减少影响。另截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 292.62 亿元，所有者权益为 47.89 亿元，负债总额为 244.73 亿元。

财务杠杆方面，受负债规模下降、自有资本实力增强的影响，2016 年末公司财务杠杆比率下降，

当年末资产负债率、总资本化比率分别为 84.39%和 66.97%，分别较上年下降 3.96 和 14.04 个百分点；年末公司净负债率为 65.66%，较上年大幅下降 258.05 个百分点。另截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 83.63%和 64.43%，较 2016 年末均有所下降。

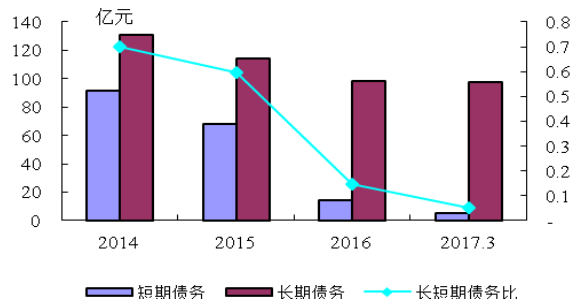
图2：2014~2016年末及2017年3月末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，2015 年以来公司逐步缩减有息负债，降低资金杠杆及减少财务成本，2016 年公司有关债务继续大幅下降，年末总债务余额由上年的 181.92 亿元下降至 112.50 亿元。债务期限结构方面，2016 年 3 月公司完成了两次 3 年期非公开公司债券的发行，并偿还了大部分短期借款及一年内到期的长期借款，因此其当年债务期限结构明显优化，期末公司短期债务和长期债务余额分别为 14.40 亿元和 98.11 亿元，长短期债务比亦由上年的 0.60 倍降至 0.15 倍，目前债务期限结构合理。另截至 2017 年 3 月末，公司总债务进一步下降至 102.96 亿元，长短期债务比为 0.05 倍，债务期限结构持续优化。

图3：2014~2016年末及2017年3月末公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年在未分配利润增加和公司继续大幅缩减债务规模的共同作用下，公司资本结构

不断优化，债务期限结构亦有较大改善。

流动性

2016 年末公司流动资产规模合计为 256.60 亿元，同比下降 17.86%；期末流动资产占总资产的比重为 84.33%，较上年下降 0.98 个百分点。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2016 年末两项占流动资产的比重合计为 96.08%。另截至 2017 年 3 月末，公司流动资产为 245.81 亿元，其中存货和货币资金合计占比为 95.49%。

表4：2014~2016年末及2017年3月末公司流动资产

指标	2014	2015	2016	2017.03
流动资产/总资产	87.50%	85.31%	84.33%	84.00%
存货/流动资产	85.64%	82.22%	70.70%	69.54%
货币资金/流动资产	12.98%	14.04%	25.38%	25.95%
(存货+货币资金)/流动资产	98.62%	96.26%	96.08%	95.49%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2014 年和 2015 年公司计提了较大规模的存货跌价准备，2016 年公司对古北朱家角香堤艺墅、松江誉品谷水湾两个项目共转回存货跌价准备 1.99 亿元，且无其他新计提的存货跌价准备。但在公司项目结转情况大幅好转且施工进度放缓的影响下，2016 年末公司存货账面价值有较大幅度下降，年末余额为 181.40 亿元，同比下降 29.37%。从年末存货构成来看，公司存货中开发成本占存货净额的 44.09%，开发成本占比同比减少 24.32 个百分点，主要系当年无新项目开工，前期项目逐步竣工转至开发产品；受上述因素影响，公司存货中开发产品占比大幅提升至 55.90%，较上年上升 24.32 个百分点。已完工产品中，中企御品湾、誉品谷水湾、无锡御品华府毛坯房和中企上城项目的占比较大，分别为 42.60%、9.47%、8.67%和 8.53%，分别位于杭州、上海、无锡和江阴，公司竣工待售物业的持续上升使其面临较大的去化压力，同时完工产品中部分项目竣工时间较早，需关注其去化情况。

表5：2014~2016年公司存货明细

单位：亿元

项目	2014	2015	2016
开发成本	230.97	175.71	79.99
开发产品	74.85	81.11	101.40
开发成本/存货	75.52%	68.41%	44.09%
开发产品/存货	24.47%	31.58%	55.90%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：公司存货中除房地产项目外还有原材料、库存商品等

资产周转效率方面，跟踪期内公司将“存量去化、资金回笼”视为年度工作的重中之重，因此公司存货去化速度大幅提升，2016 年存货周转率和总资产周转率分别为 0.46 次和 0.42 次，分别为上年同期水平的 3.53 倍和 3.52 倍，公司资产周转效率得到较大改善。

经营性现金流方面，受益于当期项目销售资金回笼规模大幅增加，2016 年公司经营性现金流净额为 89.86 亿元，同比增加 82.35%。同时，当年经营活动净现金流/短期债务为 6.24 倍，经营所得能够较好覆盖短期债务。此外，2017 年 1~3 月，公司经营性现金流净额为 9.54 亿元，保持净流入状态。

货币资金方面，截至 2016 年末，公司的货币资金余额为 65.11 亿元，同比增长 48.47%，且受益于短期债务规模的大幅下降，同期末公司货币资金/短期债务为 4.52 倍，较上年同期的 0.65 倍大幅上升，对短期债务的保障大幅改善。另截至 2017 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 12.61 倍，较 2016 年末进一步提高。

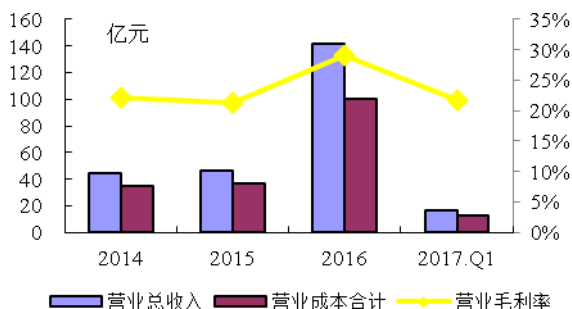
总体来看，公司已结束对开发项目计提减值准备并有所转回，但存货构成中开发产品规模及占比较上年仍有增长，或使其面临较大的去化压力。但随着公司销售力度加大以及销售资金回笼，公司 2016 年经营性现金流同比大幅增加，且公司货币资金对短期债务保障程度大幅提高，其整体资产流动性较好。

盈利能力

从收入规模看，2016 年公司结转收入规模大幅增长，全年实现营业收入 141.97 亿元，同比增长 205.01%。2016 年以来由于公司主要业务区域上海的商品房均价涨幅较大，公司毛利率水平有所上升，2016 年营业毛利率为 29.16%，较上年同期增

加 7.80 个百分点。此外，2016 年末公司预收款项 66.87 亿元，占同期营业收入比重为 47.10%，可为公司未来营业收入提供一定保障。2017 年一季度，公司实现营业收入 16.53 亿元，毛利率为 21.69%，截至 2017 年 3 月末预收款项为 74.09 亿元。

图 4：2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

费用控制方面，2016 年公司期间费用整体有所下降，同比降幅为 9.11%。其中，由于公司加大了销售推广力度，全年销售费用 2.47 亿元，同比增加 34.58%；管理费用 2.80 亿元，包括职工薪酬、租赁费、咨询及中介机构费用和办公费等，同比小幅下降 1.62%；在公司大力缩减债务规模的作用下，2016 年财务费用为 9.26 亿元，同比下降 18.08%。2016 年公司期间费用占收入比重为 10.23%，较 2015 年大幅下降了 24.10 个百分点，公司对期间费用控制能力提升。2017 年一季度，公司三费合计为 2.07 亿元，三费收入占比为 12.50%。

表 6：2014~2016 年及 2017 年一季度公司期间费用

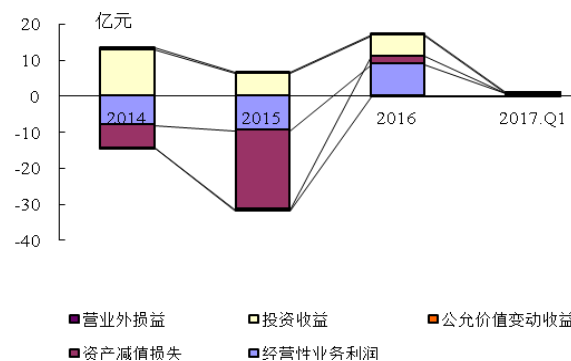
单位：亿元、%				
项目	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	1.70	1.83	2.47	0.07
管理费用	2.65	2.84	2.80	0.54
财务费用	10.41	11.30	9.26	1.46
三费合计	14.76	15.98	14.52	2.07
营业总收入	44.15	46.54	141.97	16.53
三费收入占比	33.44	34.33	10.23	12.50

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2016 年公司利润总额为 17.26 亿元，继 2014 年以来首次为正。其中，公司经营性业务利润 8.94 亿元，占利润总额的 51.80%，为利润总额的最主要组成部分，经营性业务盈利能力提升；投资收益为 5.79 亿元，占利润总额的 33.54%，为公司处置股权及可供出售金融资产等取得的收益；

此外，公司对古北朱家角香堤艺墅、松江誉品谷水湾两个项目进行重估确认转回存货跌价准备 1.99 亿元，加上小部分坏账准备转回，致公司资产减值损失为 -2.17 亿元。所得税方面，2016 年公司所得税费用为 8.38 亿元，由于部分合并范围内子公司亏损，导致相对于利润总额来说所得税费用较高。净利润方面，2016 年公司取得净利润 8.88 亿元，所有者权益收益率为 18.69%，整体盈利能力有较大幅度提升。2017 年一季度，公司利润总额为 1.05 亿元，经营性业务利润为 0.68 亿元，净利润为 0.43 亿元。

图 5：2014~2016 年及 2017 年一季度公司利润总额及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2016 年公司项目结转情况好转，营业收入大幅提升，毛利空间加大，对期间费用的把控能力增强，使得当年公司利润水平表现良好，盈利能力大幅提升。

偿债能力

从债务规模来看，2015 年以来公司逐步压缩有息债务，2016 年公司继续大幅降低债务水平，年末公司总债务规模为 112.50 亿元，同比下降 38.16%。其中短期债务下降幅度较大，达 78.80%，年末短期债务余额为 14.40 亿元，为货币资金的 1/5 左右，规模已降至较低水平。

从主要偿债能力指标来看，受经营大幅好转的影响，2016 年公司 EBITDA 为 27.94 亿元，总债务/EBITDA 为 4.03 倍，EBITDA 利息保障系数为 2.60 倍，EBITDA 可对债务本息形成较有效保障。受益于 2016 年以来公司销售资金回笼规模大幅提升，其经营性净现金流呈大额净流入状态，经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.80 倍和 8.37 倍，亦可对其债务本息形成较好保障。

表7：2014~2016年及2017年一季度公司主要偿债能力指标

项目	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务（亿元）	105.66	67.92	14.40	5.06
长期债务（亿元）	130.62	114.00	98.11	97.91
长短期债务比（X）	0.81	0.60	0.15	0.05
总债务（亿元）	236.28	181.92	112.50	102.96
经营净现金流/短期债务（X）	-0.01	0.73	6.24	7.54
经营净现金流/总债务（X）	-0.01	0.27	0.80	0.37
EBITDA（亿元）	10.81	-12.39	27.94	-
总债务/EBITDA（X）	21.85	-14.68	4.03	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.51	-0.68	2.60	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

注：2017 年一季度经营净现金流/短期债务和经营净现金流/总债务均经年化处理。

财务弹性方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司拥有的银行授信总额为 18.65 亿元，已全部使用。但公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道通畅，具备一定的财务弹性。

或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司无对外担保（不含对子公司的担保），对关联公司所作出的担保已全部履行完毕，除此之外公司仅有为房屋承购人提供的阶段性连带保证责任，担保额为 8.57 亿元，占净资产比重仅为 18.05%，或有负债风险较小。

整体来看，2016 年公司项目结转情况良好，销售收入大幅增加，盈利水平显著提升，经营性净现金流亦得以改善，加之公司债务规模大幅下降，偿债指标优化，经营所得以及现金流能对债务本息形成有效保障。同时公司较为充分的待结转资源，可为短期内经营业绩提供一定保障，并对公司未来偿债能力形成支撑。

担保实力

上海地产集团成立于 2002 年 11 月，注册资本 42 亿元，目前由上海市国有资产监督管理委员会全资控股，系上海市人民政府主要的城市更新平台。作为上海市排名前列的大型国有企业，地产集团自身实力雄厚，2016 年末总资产达 2,179.02 亿元，合并范围内注册资本达到或超过 10 亿元的子公司有 10 家，其中中华企业为 A 股上市公司。同时，地产集团在上海市国资改革中被定位为功能类企业，

以完成战略任务或重大专项任务为主要目标，兼顾经济效益，主要承担政府特定任务或实现特定功能，其获得的政府支持力度将持续加大。

2016 年地产集团合并口径实现营业收入 415.90 亿元，较上年大幅增长 61.58%；营业毛利率为 31.38%，较上年上升 4.12 个百分点。2016 年地产集团营业收入和毛利率的提高主要由房地产业务贡献。作为上海市保障性住房的主要承担者之一，房地产业务是地产集团最主要的收入来源，2016 年实现收入 308.85 亿元，同比大幅增长 99.95%，占营业总收入的比重达 74.26%；同时，房地产业务毛利率由上年的 26.81% 上升至 33.69%，运营情况较上年明显转好。另外，公司 2017 年一季度实现营业收入 36.01 亿元，毛利率为 21.02%。

表8：上海地产集团2014~2017.Q1部分财务指标

财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
资产总额（亿元）	1,721.76	2,186.27	2,179.02	2,188.48
短期债务（亿元）	279.78	163.66	116.10	101.50
长期债务（亿元）	460.58	539.89	470.68	465.36
总债务（亿元）	740.36	703.55	586.78	566.87
净利润（亿元）	5.01	-23.95	34.52	-2.96
资产负债率（%）	75.52	70.07	69.07	69.29
总资本化比率（%）	63.73	51.81	46.54	45.75
净负债率（%）	127.53	65.07	26.23	29.45
EBITDA（亿元）	57.19	37.96	97.22	-
总债务/EBITDA（X）	12.95	18.53	6.04	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.99	0.63	2.12	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资本结构方面，截至 2016 年 12 月 31 日，上海地产集团总资产为 2,179.02 亿元、总负债为 1,505.08 亿元，资产负债率为 69.07%，总资本化比率为 46.54%，净负债率为 26.23%。由于地产集团下属房地产开发企业较多，截至 2016 年 12 月 31 日，地产集团预收款项余额为 394.07 亿元，剔除此因素影响后地产集团资产负债率为 62.24%，较上年减少 3.01 个百分点。此外，2016 年末地产集团短期债务/长期债务降至 0.25 倍，债务结构持续优化。另截至 2017 年 3 月末，地产集团总资产为 2,188.48 亿元，资产负债率为 69.29%，总资本化比率为 45.75%，净负债率为 29.45%，长短期债务比为 0.22 倍。

盈利能力方面，2016 年地产集团利润总额为 50.25 亿元，经营性利润（利润总额中排除资产减值损失、公允价值变动损益、投资收益和营业外利润部分）为 33.17 亿元，净利润为 34.52 亿元，与上年同期相比扭亏为盈；同期所有者权益收益率为 5.12%。总的来看，地产集团盈利能力在 2016 年有明显回升。

偿债能力方面，近年来地产集团债务规模逐年下降，2016 年末总债务规模 586.78 亿元，同比下降 16.60%。受益于盈利水平的大幅提升，当年总债务/EBITDA 由上年的 18.53 倍降低至 6.04 倍，债务压力有所减小。此外，2016 年地产集团 EBITDA 利息倍数由上年的 0.63 倍回升至 2.12 倍，其可支配现金流对当期利息的保障能力明显好转。另外，2016 年地产集团经营活动现金净流入 281.68 亿元，其经营活动净现金/短期债务和经营活动净现金/总债务分别为 2.43 倍和 0.48 倍，经营性现金流对短期债务的覆盖程度较高。

或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，地产集团对外担保（不含对子公司担保）余额为 23.95 亿元，占其期末净资产（含少数股东权益）的比重为 3.55%，或有负债风险较小。

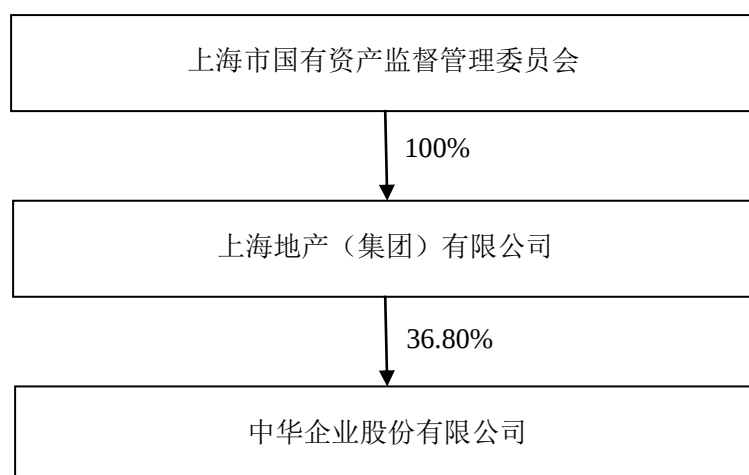
银行授信方面，截至 2016 年 12 月 31 日，地产集团拥有银行授信额度 244.13 亿元，未使用余额 67.29 亿元，备用流动性比较充裕。

总体来看，2016 年地产集团盈利能力和偿债能力明显回升，且其资本实力较强，资本结构较为稳健。同时中诚信证评着重考虑其承担了部分政府及社会职能，政府背景雄厚，在业务及政策层面上均得到上海市政府较大力度的支持，具备极强的整体抗风险能力，能够为本次债券本息的偿还提供有力的保障。

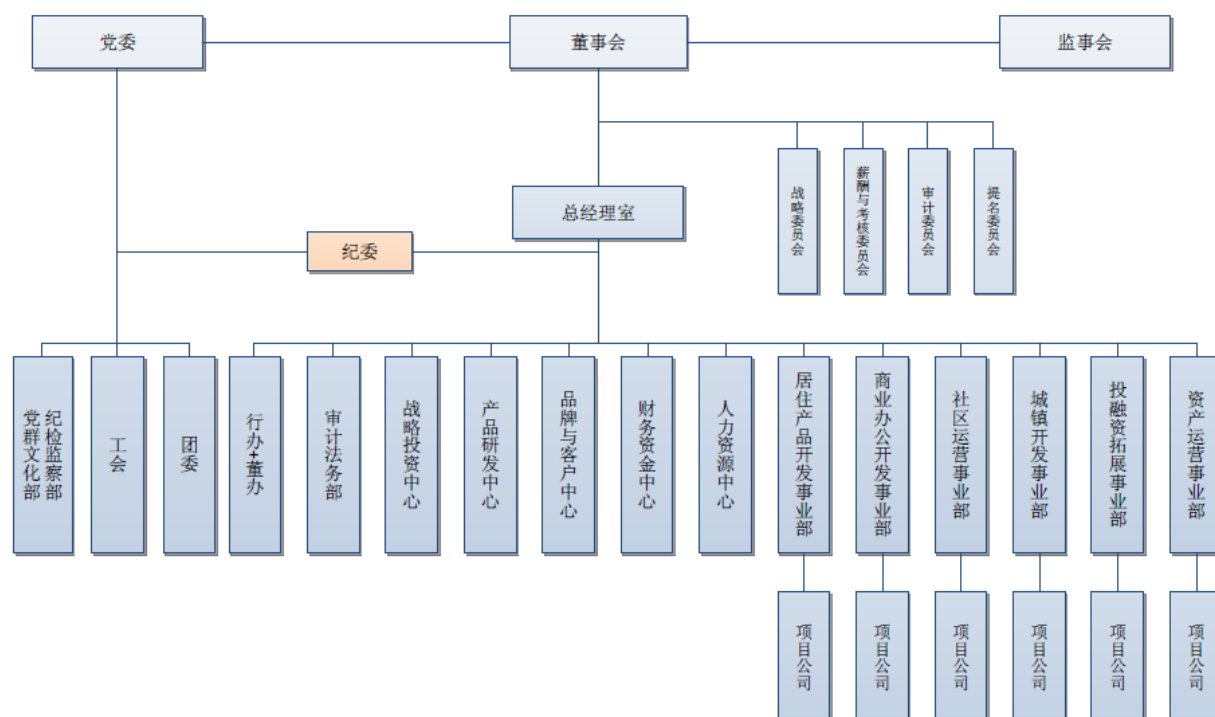
结 论

综上，中诚信证评将中华企业的主体信用等级上调至 **AA**，评级展望为稳定；维持“中华企业股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：中华企业股份有限公司股权结构图（截至2017年3月31日）



附二：中华企业股份有限公司组织结构图（截至2017年3月31日）



附三：中华企业股份有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	463,461.58	438,569.71	651,141.36	637,891.08
应收账款净额	400.87	504.68	5,197.10	5,732.83
存货净额	3,058,543.49	2,568,418.25	1,814,006.17	1,709,438.48
预收账款	309,957.39	780,145.61	668,722.60	740,853.98
流动资产	3,571,458.36	3,123,962.73	2,565,957.88	2,458,134.44
长期投资	194,101.49	210,940.49	128,567.85	121,917.15
固定资产合计	271,329.98	271,884.57	266,722.93	264,683.34
总资产	4,081,447.18	3,661,757.33	3,042,811.41	2,926,222.07
短期债务	1,056,638.65	679,194.69	143,961.03	50,571.44
长期债务	1,306,202.01	1,140,022.94	981,058.12	979,058.12
总债务（短期债务+长期债务）	2,362,840.66	1,819,217.63	1,125,019.14	1,029,629.55
总负债	3,346,543.46	3,235,254.85	2,567,824.15	2,447,289.28
所有者权益（含少数股东权益）	734,903.72	426,502.48	474,987.25	478,932.79
营业总收入	441,523.16	465,446.89	1,419,675.42	165,316.31
三费前利润	67,423.84	64,832.27	234,654.21	27,429.71
投资收益	129,241.20	62,514.19	57,907.77	1,242.07
净利润	-44,094.41	-280,081.41	88,784.99	4,271.52
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	108,144.50	-123,910.50	279,397.55	-
经营活动产生现金净流量	-12,499.66	492,787.44	898,609.43	95,389.19
投资活动产生现金净流量	188,032.02	-9,267.57	162,737.79	7,431.68
筹资活动产生现金净流量	35,168.38	-532,014.47	-793,956.05	-116,071.22
现金及现金等价物净增加额	210,700.82	-48,491.91	267,394.32	-13,250.35
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	22.18	21.37	29.16	21.69
所有者权益收益率（%）	-6.00	-65.67	18.69	3.57
EBITDA/营业总收入（%）	24.49	-26.62	19.68	-
速动比率（X）	0.25	0.27	0.47	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	-0.01	0.27	0.80	0.37
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.01	0.73	6.24	7.54
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.06	2.71	8.37	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.51	-0.68	2.60	-
总债务/EBITDA（X）	21.85	-14.68	4.03	-
资产负债率（%）	81.99	88.35	84.39	83.63
总资本化比率（%）	76.28	81.01	70.31	68.25
长期资本化比率（%）	63.99	72.77	67.38	67.15

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2017 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务均经年化处理。

附四：上海地产（集团）有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	2,029,158.36	2,777,493.16	4,100,397.20	3,689,142.59
应收账款净额	138,687.19	156,721.01	185,536.15	212,989.23
存货净额	10,292,333.07	10,354,792.02	9,320,351.03	9,522,146.92
流动资产	13,511,332.79	14,571,483.96	14,351,527.67	14,429,386.99
长期投资	829,125.63	2,829,699.82	3,774,456.63	3,821,957.13
固定资产合计	2,141,858.58	2,722,239.09	2,869,461.95	2,881,600.93
总资产	17,217,559.39	21,862,723.67	21,790,196.94	21,884,750.91
短期债务	2,797,811.74	1,636,556.14	1,160,984.91	1,015,043.19
长期债务	4,605,814.30	5,398,935.89	4,706,820.29	4,653,647.71
总债务（短期债务+长期债务）	7,403,626.05	7,035,492.03	5,867,805.20	5,668,690.90
总负债	13,003,229.82	15,319,085.93	15,050,799.36	15,162,886.91
所有者权益（含少数股东权益）	4,214,329.56	6,543,637.74	6,739,397.58	6,721,864.00
营业总收入（主营业务收入）	2,387,719.09	2,573,969.26	4,158,964.52	360,097.14
三费前利润（主营业务利润）	600,699.11	501,813.32	901,736.30	64,280.59
投资收益	248,593.39	460,232.43	322,268.94	3,294.40
净利润	50,058.45	-239,490.93	345,183.38	-29,571.41
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	571,924.90	379,615.61	972,246.88	21,785.58
经营活动产生现金净流量	-583,204.49	435,767.53	2,816,794.24	467,704.02
投资活动产生现金净流量	441,400.42	-38,812.02	623,792.50	-149,775.35
筹资活动产生现金净流量	388,022.56	331,723.98	-2,060,538.27	-724,549.04
现金及现金等价物净增加额	246,281.84	728,034.78	1,380,406.98	-406,653.37
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
毛利率（%）	32.26	27.26	31.38	21.02
所有者权益收益率（%）	1.19	-3.66	5.12	-1.76
EBITDA/营业收入（%）	23.95	14.75	23.38	-
速动比率（X）	0.48	0.59	0.66	0.63
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	0.06	0.48	0.33
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.21	0.27	2.43	1.84
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.00	0.72	6.14	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.99	0.63	2.12	-
总债务/EBITDA（X）	12.95	18.53	6.04	-
资产负债率（%）	75.52	70.07	69.07	69.29
总资本化比率（%）	63.73	51.81	46.54	45.75
长期资本化比率（%）	52.22	45.21	41.12	40.91

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2017 年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务均经年化处理。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。