



信用等级通知书

信评委函字[2015] 230号

中国铁建房地产集团有限公司：

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拟发行的“中国铁建房地产集团有限公司公开发行2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年六月二十九日

中国铁建房地产集团有限公司 公开发行 2015 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别 AA⁺
主体级别 AA⁺
评级展望 稳定
发行主体 中国铁建房地产集团有限公司
发行总额 本期债券基础发行规模人民币10亿元，可超额配售不超过20亿元（含20亿元）
债券期限 本期债券的期限为5年，第3年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率 本期票面年将根据簿记建档结果。本期债券票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，公司可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为本期债券存续前3年票面利率加公司上调的基点（或减公司下调的基点），在存续期后2年固定不变。
偿还方式 本期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。

概况数据

中铁建房地产	2012	2013	2014	2015.3
所有者权益（亿元）	106.11	124.36	147.00	146.34
总资产（亿元）	530.69	688.29	797.90	831.42
总债务（亿元）	298.24	406.63	485.14	507.31
营业收入（亿元）	142.73	175.03	181.22	14.81
营业毛利率（%）	27.83	26.48	31.67	31.81
EBITDA（亿元）	24.36	29.85	33.87	-
所有者权益收益率（%）	16.32	17.13	16.65	4.73
资产负债率（%）	80.00	81.93	81.58	82.40
总债务/EBITDA（X）	12.24	13.62	14.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.22	1.44	1.01	-

注：1.所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
 2. 2015年第1季度所有者权益收益率指标已经年化。

分析师

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn
陈晓晓 xxchen@ccxr.com.cn
许云 yxu@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2015年6月29日

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）”信用级别为 AA⁺，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体中国铁建房地产集团有限公司（以下简称“中铁建房地产”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了公司雄厚的股东实力、产品定位合理、区域布局良好、稳健的经营策略、成熟的产品线及稳定的运营情况等对公司信用质量的支持。同时，我们也关注房地产行业景气度波动、未来面临一定的资本支出压力等因素可能对公司整体经营及信用质量产生的影响。

正面

- 股东方实力雄厚。公司股东中国铁建股份有限公司系具有工程总承包特级资质、拥有对外经营权的国有特大型建筑企业集团之一，是我国最大的两家铁路施工企业集团之一。作为中国铁建旗下房地产板块的运营主体，公司在经营管理、业务拓展、资金渠道等方面得到中国铁建的有力支持。
- 产品定位合理，区域布局良好。公司产品涵盖从政策性保障性住房到低容积低密度高端住房的多层次定位，公司跟踪市场动态，按需求进行产品开发，产品定位合理，且产品重点分布在需求较大的一、二线城市，区域布局良好。
- 签约销售金额稳步增长，盈利空间持续提升。近三年来公司签约销售金额稳步增长，分别实现 160.85 亿元、211.30 亿元和 211.74 亿元的销售规模，营业毛利率亦稳步提升，公司盈利空间持续向好。

业务运营稳定，产品线成熟。公司在全国 17 个城市布局 49 个项目，销售规模保持稳步上升，逐渐形成了以“国际城”、“山语城”为代表的住宅品牌，品牌形象成熟。

- 备用流动性充足，融资渠道畅通。公司具有通畅的融资渠道，截至 2015 年 3 月 31 日，尚有 189.81 亿元未使用银行授信额度，公司备用流动性充足。

关 注

- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，行业环境的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 公司资产负债率较高，未来面临一定的资本支出压力。截至 2014 年末，公司资产负债率为 81.58%，负债率较高。公司在北京等多个城市布局开展多个项目，在建项目的持续推进以及未来进行土地储备需要较大的资金投入，将给其带来一定的资本支出压力。

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对象构成委托关系外，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和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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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，并及时对外公布。

发行主体概况

中国铁建房地产集团有限公司（以下简称“中铁建房地产”或“公司”）成立于 2007 年 4 月，系由中国铁道建筑总公司、中铁建设集团有限公司、中铁十二局集团有限公司和铁道第四勘察设计院共同组建，初始注册资本为 5 亿元。2008 年 8 月中铁建设集团有限公司、中铁十二局集团有限公司和铁道第四勘察设计院将各自出资全部转让给中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）。2011 年 10 月 9 日，股东中国铁建增资 50 亿元。经过多次增资，截至 2014 年 12 月 31 日，公司注册资本为 70 亿元，中国铁建持股比例为 100%。

中铁建房地产是中国铁建直属的全资房地产开发企业，主要经营房地产开发建设、商品房销售、物业管理，兼营房地产项目策划、信息咨询、技术开发以及相关建筑材料、机械电器设备等业务，具有房地产开发企业一级资质。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 797.90 亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.00 亿元，资产负债率 81.58%；2014 年公司实现营业收入 181.22 亿元，净利润 24.48 亿元，经营活动净现金流-45.23 亿元。

截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产总额 831.42 亿元，所有者权益（含少数股东权益）146.34 亿元，资产负债率 82.40%；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 14.81 亿元，净利润 1.73 亿元，经营活动净现金流-14.88 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	中国铁建房地产集团有限公司
债券名称	中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模人民币 10 亿元，可超额配售不超过 20 亿元（含 20 亿元）
债券期限	本期债券的期限为 5 年，第 3 年末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率	本期票面年将根据簿记建档结果。本期债券票面利率在存续内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，公司可选择调整票面利率，存续期后 2 年票面利率为本期债券存续前 3 年票面利率加公司上调的基点（或减公司下调的基点），在存续期后 2 年固定不变。
偿还方式	本期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。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于补充公司及下属公司营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

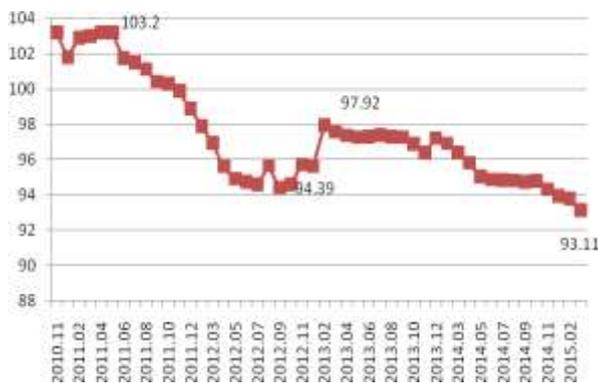
全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59；至 2009 年 3 月探底，至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触

顶，达到 105.89 后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39，较 2011 年末降低 4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，截至 3 月末，国房景气指数回落至 93.11，较上年末下降 0.82 点。

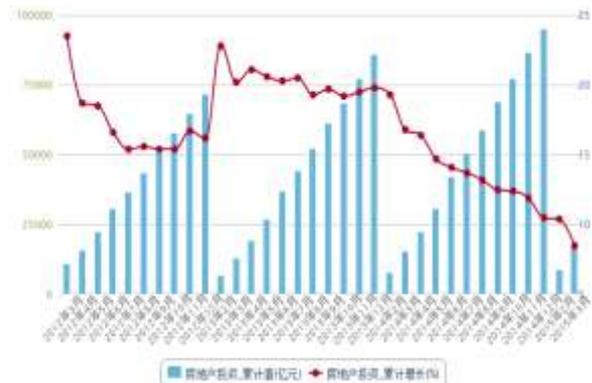
图 1: 2010.11~2015.03 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百分点。2013 年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同比增长 19.8%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速已经下降至 10.5%。2015 年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势，2015 年 1~3 月，全国房地产开发投资 16,651 亿元，同比名义增长仅为 8.5%。

图 2: 2012.03~2015.03 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012 年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积 177,334 万平方米，下降 7.3%。2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升，2013 年全国房屋新开工面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅提高 2 个百分点。2014 年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年，房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。2015 年一季度，房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度，房地产新开工面积 23,723.62 万平方米，同比下降 18.45%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012 年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012 年，房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米，较 2011 年下降 19.5%；土地成交价款 7,410 亿元，同比下降 16.7%，降幅较 2011 年扩大 6.4 个百分点。2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013 年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米，比上年增长 8.82%，

土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。2014 年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年一季度，房地产业土地购置面积 4,051.42 万平方米，同比下滑 32.37%，同期房地产业土地成交价款下滑 27.82% 至 1,123.16 亿元。

从销售情况看，2012 年随着调控政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢，2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 3.1 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 2.1 个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 15.5 个百分点；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%；同年，商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。

2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1% 和 7.8%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014 年 1~4 月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自 2014 年 5 月以来，百城指数环比已经连续下降 9 个月。2015 年一季度全国商品房销售面积与销售额分别为 18,254 万平方米和 12,023 亿元，同比分别下降 9.23% 和 9.34%，仍呈现下跌态势；同期百城住宅价格亦延续 2014

年四季度下跌态势，但跌幅有所收窄，累计小幅下跌 0.18%。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米。其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年 3 月商品房待售面积 6.50 亿平方米，同比增加 24.6%，增幅在连续 3 个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高。

表 2：2012~2014 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2012	2013	2014
资金来源合计	96,538	122,122	121,991
同比增长率	12.7	26.5	-0.1
其中：自筹资金	39,083	47,425	50,419
占比	48.48	38.83	41.33
同比增长	11.7	21.3	6.3
国内贷款	14,778	19,673	21,242
占比	15.31	16.11	17.41
同比增长	13.2	33.1	8.0
利用外资	402	534	639
占比	0.42	0.44	0.52
同比增长	-48.8	32.8	19.7
其他来源	42,275	54,491	49,689
占比	43.79	44.62	40.73
同比增长	14.7	28.9	-8.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2014 年房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比 2013 年下降 0.1%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。2014 年，自筹资金和国内贷款同比增速分别为 6.3% 和 8.0%，占比分别提高至 41.33% 和 17.41%。从房地产贷款余额的结构看，个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2014 年末，全国个人购房贷款余额为 115,278 亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.32%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.41%。2014 年其他来源资金 49,689 亿元，同比下降 8.8%，该类资金占比也下降至 40.73%；在其他来源资金中，

定金及预收款 30,276 亿元，同比下降 12.4%，个人按揭贷款 13,745 亿元，同比下降 2.6%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2012~2014 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7%和 57.2%，连续保持高速增长。2014 年末，保障性住房开发贷款余额达 11,364 亿元，占同期房产开发贷款的 26.64%。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。

2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于更为重要的资金层面，中央政府相继出台央五条、定向降准，以及央行银监会放松“二套房”贷款的认

定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费，支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半以来，政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持；2015 年 3 月 30 日，中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税。与此同时，中国人民银行多次宣布降准，以缓解银行可贷资金不足问题，促进上述政策实际落地；此外，上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地；津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表3：2014年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局，开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行
2014.03	国务院	《国家新型城镇化规划》，2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60%左右，户籍人口城镇化率达到 45%左右。
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存货准备金率
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始，用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台
2014.05	中国人民银行	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；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大贷债范围等举措
2014.06	中国人民银行	从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作会议》，对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》，放松了“二套房”贷款的认定标准
2014.10	住建部、财政部和中国人民银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放宽公积金贷款条件，职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款，并取消四项收费
2014.11	中国人民银行	自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起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
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，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
2015.06	中国人民银行	自 2015 年 6 月 28 日起有针对性地对金融机构实施定向降准。同时下调金融机构人民币贷款和存款基准利率，一年期存贷款各降 0.25 个百分点

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，

随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

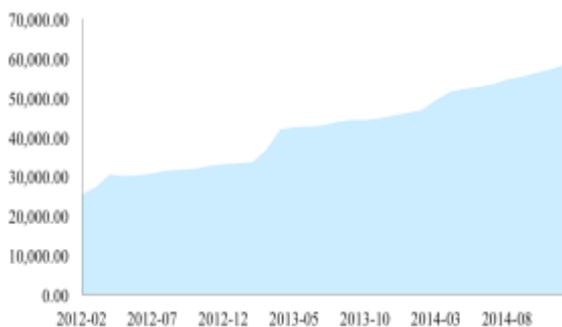
行业关注

2014年下半年以来，政策层面对房地支持持续增强，但政策效果仍有待观察，短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在2014年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从2014年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。2015年3月末商品房待售面积64,998万平方米，同比增加24.6%，增幅在连续3个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高；另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

图3：近年来全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014年中国房地产企业销售TOP100排行榜》显示，2014年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例从2013年的

13.72%上升至17.19%，增加了3.47个百分点，升幅同比提升了2.51个百分点；前20和前50的房产企业同比也分别提升了4.27个百分点和5.42个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

竞争实力

股东方实力雄厚

公司控股股东中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）于2007年11月由中国铁道建筑总公司（以下简称“铁建总公司”）独家发起成立，2008年3月10日，中国铁建A股在上海证券交易所上市（股票代码：601186.SH）；2008年3月15日，中国铁建H股在香港交易所上市（股票代码：1186.HK）。截至2014年底，铁建总公司持有中国铁建61.33%的股权，为中国铁建第一大股东。国务院国有资产监督管理委员会持有铁建总公司100%的股权，是中国铁建的实际控制人。

中国铁建是具有工程总承包特级资质、拥有对外经营权的国有特大型建筑企业集团之一，是我国最大的两家铁路施工企业集团之一。中国铁建工程承包业务涵盖了铁路、公路、房屋建筑、市政公路、城市轨道交通、水利水电、桥梁、隧道、机场建设等多个领域；并且跨越了我国所有省市、自治区，香港和澳门特别行政区以及非洲、亚洲、中东和欧洲等国家和地区。中国铁建在2014年《财富》“世界500强企业”中排名第80位、“中国企业500强”中排名第6位，2013年度在“全球最大250家工程承包商”中排名第1位。截至2014年末，中国铁建总资产6,170亿元，所有者权益1,029亿元，当年营业收入5,920亿元，净利润116亿元。

作为中国铁建旗下房地产板块的运营主体，公司保持了稳健的项目开发策略及审慎的土地取得政策。具体来看，土地获取方面，中国铁建统一制定公司拿地政策并进行监督管理，依托自身在铁路建设的渠道优势，为公司提供较好的土地资源，完

善公司项目区域布局。2012~2014 年公司新增土地储备（地上规划面积）分别为 133.28 万平方米、305.17 万平方米、120.38 万平方米。公司拿地谨慎，区域以环渤海地区和长三角地区为主。总体来看，公司在经营管理、业务拓展、资金渠道等方面得到中国铁建的大力支持。

业务运营稳定，项目品牌成熟

凭借稳健的经营风格和适度发展的运营模式，公司较好的抵御了房地产行业调控带来的市场波动，近年来销售业务稳步增长。2012~2014 年公司分别实现签约销售面积 150.91 万平方米、199.50 万平方米和 212.07 万平方米，年均复合增长率达 18.54%；同期实现签约销售金额分别为 160.86 亿元、211.30 亿元和 211.74 亿元，年均复合增长率达 14.73%。

公司已建立一系列口碑好、复制能力强的产品品牌，形成了良好的品牌效应。自成立至今，公司先后开发建设了包括国际城、山语城、青秀城、西派国际、原香小镇、梧桐苑在内的 6 个产品线。公司以满足客户需求为导向，深化产品标准化研究及应用，强化成本管控措施及手段，逐渐形成了以“国际城”、“山语城”为代表的住宅品牌，品牌形象成熟，在房地产行业整合加速过程中具有很强的竞争优势。

业务运营

目前公司主要业务包括以住宅为主的商品房开发、商业物业经营及物业管理。近年来，在稳健的经营策略的指导下，公司营业收入较为稳定，2012~2014 年分别实现营业收入 142.73 亿元、175.03 亿元和 181.22 亿元，近三年复合增长率为 12.68%。公司营业收入由房地产销售收入、物业服务收入和租赁收入构成，其中房地产销售为主要收入来源，每年房地产销售收入占比均在 99% 以上。

表 4：2012~2014 年公司营业收入明细

单位：亿元			
业务类型	2012	2013	2014
房屋销售收入	142.70	174.25	181.10
物业收入	0	0.74	0
物业租赁收入	0.02	0.04	0.12
合计	142.72	175.03	181.22

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

房地产项目开发运营

目前公司已在北京、杭州、广州、天津、长春、合肥、长沙、成都、贵阳、上海、南宁、徐州、武汉、宁波、大连、南京、佛山 17 个城市布局 49 个项目，区域主要定位于一、二线城市，产品以刚需住宅为主。

从项目运作情况看，中铁建房地产根据房地产市场环境变化及其自身情况，有效的安排工程建设计划，注重与销售计划、竣工计划的匹配，同时大力推进产品升级换代、实施标准化战略优化升级，提升市场竞争力。近三年中铁建房地产新开工面积持续保持增长，竣工面积有所控制。2012~2014 年公司新开工面积分别为 48.7 万平方米、204.59 万平方米、258.42 万平方米，竣工面积分别为 232.54 万平方米、179.97 万平方米、171.25 万平方米。

表 5：2012~2015.Q1 公司开工及竣工情况

单位：万平方米、个				
	2012	2013	2014	2015.Q1
在建面积	324.10	348.72	433.00	490.74
项目数量	31	44	48	48
新开工面积	48.70	204.59	258.42	66.56
竣工面积	232.54	179.97	171.25	8.82

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目区域分布方面，目前公司项目主要集中在一、二线城市，广泛分布在环渤海地区（北京、天津、大连）、长三角地区（徐州、合肥、杭州、宁波、上海、南京）、珠三角（长沙、南宁、广州、佛山）、大西南片区（贵阳、成都）和其他地区（长春、武汉），其中以环渤海地区和长三角地区为主。

销售方面，中铁建房地产以市场为导向，项目定位于市场刚需主流产品，目标区域以一、二线为主，在房地产行业整体景气度不佳的背景下，销售面积仍稳步提升。2012~2014 年中铁建房地产分别

实现合同销售面积 150.91 万平方米、199.50 万平方米、212.07 万平方米；合同销售金额 160.85 亿元、211.30 亿元、211.74 亿元。销售均价方面，受房地产市场波动以及项目销售区域占比变化等因素的影响，近三年销售均价有所下滑，2012~2014 年公司销售均价分别为 10,658.67 元/平方米、10,591.48 元/平方米、9,984.44 元/平方米。分区域来看，公司房地产业务销售收入主要来自于环渤海区域，但该区域项目销售占比有所波动，2012~2014 年分别占比 61.26%、43.10% 和 48.94%；长三角地区销售占比居于其次且占比逐年提升，从 2012 年的 10.66% 增至 2014 年的 21.45%。

表 6：2012~2014 年及 2015.Q1 公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元

	2012	2013	2014	2015.Q1
结算面积	148.00	161.27	148.11	13.25
结算金额	142.73	175.03	181.22	14.90
销售面积	150.91	199.50	212.07	23.67
销售金额	160.85	211.30	211.74	22.45

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受房地产行情波动以及项目整体结算进度方面的影响，近三年公司结算面积呈现小幅波动态势，2012~2014 年公司结算面积分别为 148.00 万平方米、161.27 万平方米和 148.11 万平方米；但结算金额逐年增长，2012~2014 年结算金额分别为 142.73 亿元、175.03 亿元和 181.22 亿元。从结算区域分布来看，环渤海区域结算金额占比略有降低，2014 年为 44.28%；其次为大西南区域和珠三角区域，分别占比 18.99% 和 18.38%。

表 7：2012~2014 年公司销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2012		2013		2014	
	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比
环渤海	61.26	56.48	43.10	54.21	48.94	44.28
长三角	10.66	11.93	15.32	14.44	21.45	13.65
珠三角	14.54	13.40	14.29	11.00	7.89	18.38
大西南	11.93	14.91	21.94	19.07	18.53	18.99
其他	1.61	3.43	5.35	1.60	3.19	5.14
调差	-	-0.15	-	-0.32	-	-0.44
合计	100	100	100	100	100	100

注：公司财务报表中营业收入合并数存在调差
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

近年来受土地市场持续调整的影响，公司在新项目获取上保持了较为审慎的态度，投资重心仍然在一、二线城市。2012~2014 年公司分别新增土地储备 133.28 万平方米、305.17 万平方米和 120.38 万平方米。2014 年以来，房地产市场景气度不佳，公司项目拓展较为谨慎，当年仅新增 5 个项目，截至 2014 年末，公司土地储备面积（地上规划面积）合计 494.36 万平方米。

表 8：2012~2014 年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元

	2012	2013	2014
新增项目	7	13	5
新增土地储备	133.28	305.17	120.38
新增土地金额	536,548	1,929,641	781,789
土地储备总面积	378.19	522.09	494.36

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：新增土地储备面积为地上规划面积，土地储备面积为未开工的地上规划面积

从区域分布看，截至 2014 年年末，公司环渤海地区宗地面积合计 136.46 万平方米，土地储备占比 27.60%；其次为大西南地区，宗地面积合计 119.05 万平方米，土地储备占比 24.08%。公司土地储备区域较为分散，且以一、二线刚需规模较大的城市为主，广阔的城市布局有效的提升了公司持续发展能力和抗风险能力。

总体来看，公司主要从事以住宅为主的商品房开发、商业物业经营及物业管理，近年来业务运行较为平稳。

公司治理

治理结构

公司根据《公司法》及《公司章程》的规定，建立规范的公司治理结构，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。公司设立了董事会、监事会和经营管理层，并结合公司实际情况，建立了包括董事会、监事会和高级管理人员在内的健全有效的法人治理结构。公司股东决议以股东决定的形式出具；董事会由 9 名董事组成，其中职工董事 1 名，外部董事 5 名，依法行使企业的经营决策权，对股东负责；监事会由 3 名监事组成，依照法律规定的职责、

权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司和公司全体股东的合法权益，对股东负责并报告工作；高级管理人员包括总经理、总会计师、副总经理，总经理负责主持公司全面日常经营、管理工作，其他人员协助总经理工作，分工负责、各司其职。

公司目前正在组建三级管控模式，分为集团公司、城市公司和项目公司三级。其中集团公司负责战略布局、风险管理以及公司总体把控；城市公司则通过管理下属项目公司形成稳定的投资回报，成为公司的利润中心；项目公司负责具体房产项目开发，执行投资计划，是公司的成本中心。

内部管理

在内部控制方面，公司在财务管理、资金管理、投资管理、招标及合同管理、销售管理等方面建立了一系列的规章制度。

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，按照《会计法》、《企业会计准则》、《企业会计通则》等有关规定，并结合公司实际情况制定了财务管理制度。该制度从公司财务管理的基本任务、财务管理组织机构、财务管理的主要职责、会计核算原则、货币资金管理、固定资产管理、成本费用管理、筹资管理、对外投资管理、税收及利润分配、会计报告及会计电算化等几个方面对公司财务进行规范。

资金管理方面，公司集中管理收支两条线，由集团公司负责城市公司和项目公司的融资计划管理与考核、资金筹措管理、贷后管理及资金平衡管理等工作，并对各级资金调度管理制定了严格的问责制度，以规范和强化资金计划管理和融资管理。

投资管理方面，集团公司统一管理监督公司土地获取过程，由市场部负责项目可研调查，集团公司和股份公司房地产领导小组统一审批决策，再由下属子公司执行。土地取得后，根据项目具体情况，集团公司将投资决策权限分配至城市公司和项目公司。

招标及合同管理方面，公司制定《中国铁建房地产集团有限公司工程招标管理办法》，规定了必须招标的工程范围、如何对投标人选择或资格审查、招标、开标、评标流程，从源头上保障成本

和工程质量的可控，提高经济效益。

销售管理方面，公司对项目实行抓大放小的基本原则，并制定严格的销售外包资源选择制度、大客户制度、联合代理机制、销售激励机制，通过多渠道方式蓄客策略对产品进行强势推广。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

“十三五”期间，中铁建房地产将持续坚持以住宅开发为主，有计划开拓重点城市的商业地产，按“立足北京、面向全国，走向海外”的思路进行项目区域布局，按需进行项目定位划分，并多样化土地获取方式，管理方面则逐步完善和明晰三级管控模式。

具体来看，在项目区域布局方面，公司以北京为立足点，受区域土地供应特点限制，北京项目发展较为缓慢。全国的布局仍然以环渤海、长三角、珠三角和大西南区域为主，重点分布一、二线城市。海外市场方面，公司正在非洲、北美、澳大利亚等地积极寻找土地，项目不限于住宅类。项目定位方面，公司产品涵盖从政策保障性住房到低容积、低密度高端住房的多层次定位，公司将跟踪市场动态，按市场需求进行项目开发。取得土地方面，公司拿地方式多样化，包括一级开发、二级市场招挂拍、棚户区改造、中国铁建轨道交通配套等。治理结构方面，公司逐渐完善三级管控模式，建立城市公司，再由城市公司控股项目公司，形成控制中心、利润中心和成本中心的三层次管理框架。

此外，公司将进一步加强销售款回收，盘活存量资产，制定科学合理的开工计划及支付计划，合理控制土地及建筑等重大开支。同时，公司将综合运用多元化融资渠道，统筹好资金流入与流出的动态均衡。总体看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天职国际会

会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2012 年度、2013 年度和 2014 年度三年连审财务报告以及未经审计的 2015 年一季度财务报表。所有数据均为合并口径。

资本结构

近年来，随着项目建设规模的增长，公司资产规模保持快速增长态势，2012~2014 年，公司总资产分别为 530.69 亿元、688.29 亿元和 797.90 亿元，年复合增长率为 22.62%。同时，项目建设的推进也使得公司对外融资需求增加，其负债规模也呈现快速增长，2012~2014 年总负债分别为 424.57 亿元、563.93 亿元和 650.90 亿元，年复合增长率为 23.82%。

图 4：2012~2015.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告、中诚信证评整理

资产结构方面，公司资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和存货构成。截至 2014 年末，公司货币资金 114.21 亿元；应收账款 8.14 亿元、主要为各项目按揭客户的购房款，账龄全部在 1 年以内，回收风险较小；预付款项 1.47 亿元，主要为预付的工程款项；存货 665.54 亿元，主要为项目开发成本。

负债结构方面，公司负债主要由有息债务、应付账款、预收款项、其他应付款构成。截至 2014 年末，公司应付账款 56.35 亿元，主要为应付的项目工程款；预收款项 72.23 亿元，系为项目预售而未确认收入的房屋款，大多将于未来 1~2 年内结算确认营业收入；其他应付款 27.31 亿元，主要系预提的土地增值税，代收款以及对集团内部关联企业的暂借款和工程款；债务方面，近年来随着公司业务规模的扩大，外部融资需求显著上升，2012~2014 年总债务分别为 298.24 亿元、406.63 亿元和 485.14

从债务期限结构来看，2012~2014 年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.37、0.23 和 0.46，公司以长期债务为主的债务期限结构符合其项目回收期较长的业务特点。随着本次债券的成功发行，公司的债务期限结构将得到一定优化。

财务杠杆比率方面，公司在业务规模扩大的过程中对财务杠杆利用较为依赖，近三年资产负债率维持在较高水平，分别为 80.00%、81.93% 和 81.58%，扣除预收款项后的实际资产负债率分别为 77.11%、79.20% 和 79.74%。未来随着项目建设的持续推进，公司将面临较大规模的资本支出，财务杠杆比率或将有所提升。与房地产行业上市公司相比，公司财务杠杆比率处于相对较高水平。

表 9：截至 2014 年末公司与部分房地产上市公司

资本结构比较

单位：亿元、%

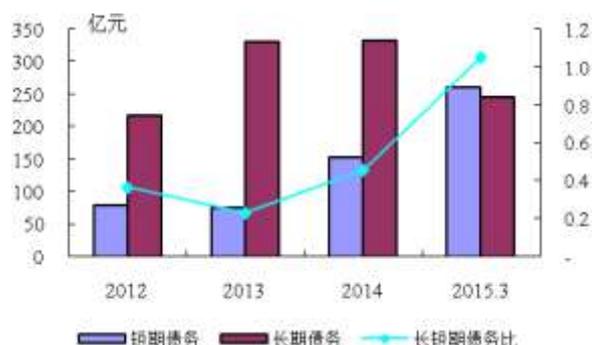
公司	总资产	资产负债率	实际资产负债率
万科 A	5,084.09	77.20	64.52
保利地产	3,657.66	77.89	67.97
招商地产	1,516.92	71.16	62.32
金地集团	1,246.67	67.50	61.94
首开股份	976.14	83.47	79.53
中铁建房地产	797.90	81.58	79.74

注：实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年以来，随着在建及拟建项目的持续推进，公司资产负债规模进一步扩大。截至 2015 年 3 月末，公司总资产 831.42 亿元，负债 685.08 亿元，资产负债率上升至 82.40%。本次债券（58 亿元成功发行后，公司资产负债率将小幅提高至 83.55%。

图 5：2012~2015.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体来看，近年来业务规模的扩大使得公司债务水平持续上升，财务杠杆比率长期处于较高水平，但其债务期限结构较为合理。未来随着在建项目资金需求的增长，其负债水平存在进一步上升的可能。

流动性

在项目持续开发的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升。2012~2014 年末，公司流动资产分别为 528.58 亿元、685.37 亿元和 792.39 亿元，年均复合增长率为 22.44%，占同期末资产总额的比重分别为 99.60%、99.58%和 99.31%。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2014 年末两项合计占流动资产的比重达到 98.40%，在同行业中尚处于合理水平。

表 10：2012~2014 年末公司流动资产分析

	单位：%		
	2012	2013	2014
流动资产/总资产	99.60	99.58	99.31
存货/流动资产	74.36	81.48	83.99
货币资金/流动资产	19.46	17.05	14.41
(存货+货币资金)/流动资产	93.82	98.53	98.40

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 11：2014 年末公司与部分房地产上市公司

流动资产比较			
公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科 A	91.42%	13.49%	68.36%
保利地产	95.92%	11.42%	76.15%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
金地集团	86.51%	15.79%	71.61%
首开股份	90.74%	13.14%	76.86%
中铁建房地产	99.31%	14.41%	83.99%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，近年来公司在建和储备项目规模的提升，使得公司存货规模保持增长。截至 2014 年末，公司存货净额为 665.54 亿元，同比增长 19.18%。从存货的构成来看，公司存货主要由在拟建项目的开发成本和已竣工尚未销售结算项目的开发产品构成，2014 年末开发成本和开发产品占年末存货净额的比重分别为 85.59%、14.41%。较大规模的在拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提供了更高要求。

表 12：2012~2014 年末公司存货结构分析

	单位：亿元		
	2012	2013	2014
存货	393.07	558.42	665.54
存货同比增长率	-	42.07%	19.18%
开发产品	82.20	79.57	95.88
开发产品/存货	20.91%	14.21%	14.41%
开发成本	310.85	478.84	569.65
开发成本/存货	79.08%	85.79%	85.59%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2012~2014 年，公司存货周转率分别为 0.26 次、0.27 次和 0.20 次；总资产周转率分别为 0.28 次、0.29 次和 0.24 次，与同行业相比，公司的资产周转速度存在一定的提升空间。

表 13：2012~2014 年公司周转率相关指标

	2012	2013	2014
存货周转率（次/年）	0.26	0.27	0.20
总资产周转率（次/年）	0.28	0.29	0.24

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 14：2014 年公司与部分房地产上市公司

运营相关指标			
公司	存货周转率 （次）	总资产周转 率（次）	货币资金/ 短期债务（X）
万科 A	0.32	0.30	1.42
保利地产	0.29	0.32	1.40
招商地产	0.30	0.30	2.32
金地集团	0.42	0.37	1.10
首开股份	0.21	0.22	0.51
中铁建房地产	0.20	0.24	0.75

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2012~2014 年公司经营性净现金流分别为 17.95 亿元、-71.41 亿元和 -45.23 亿元，历年波动幅度较大。2012 年在行业调控持续深入的背景下，公司相应放缓开发节奏，扩张较为谨慎，经营性净现金流状况得以改善。2013 年以来，随着房地产市场回暖，公司加大了项目的开发节奏，致使公司当年经营性现金流呈现大幅净流出状态。2014 年，随着项目的持续开发，公司经营性现金流继续呈现净流出。

从货币资金来看，近年来铁建地产集团年末手持现金规模一般保持在流动资产总额的 14~20% 范围，2012~2014 年末分别为 102.85 亿元、116.88 亿

元和 114.21 亿元，占当年末流动资产的比重分别为 19.46%、17.05% 和 14.41%，同期货币资金对短期债务的覆盖程度分别为 1.29 倍、1.53 倍和 0.75 倍。

表 15: 2012~2014 年公司部分流动性指标

	2012	2013	2014
货币资金 (亿元)	102.85	116.88	114.21
经营活动现金流净额 (亿元)	17.95	-71.41	-45.23
投资活动现金流净额 (亿元)	-1.52	-0.19	-0.13
经营净现金流/短期债务 (X)	0.22	-0.93	-0.30
货币资金/短期债务 (X)	1.29	1.53	0.75

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 随着项目开发规模的扩大, 公司资金需求量较大, 经营性现金流呈大幅净流出状态。但随着公司业务规模扩大带来的待售资源及销售回笼的增多, 项目的后续开发及债务的偿还具有较高保障。

盈利能力

随着项目开发力度的加大, 公司可售项目不断增加, 近年其收入水平持续增长。2012~2014 年, 公司分别实现营业收入 142.73 亿元、175.03 亿元和 181.22 亿元, 年均复合增长率 12.68%。营业毛利水平方面, 受房地产宏观调控及不同区域项目结转收入占比变化影响, 公司近年来毛利水平呈现一定的年度波动, 近三年分别为 27.83%、26.48% 和 31.67%, 整体来看, 公司盈利空间良好。

表 16: 2014 年公司与部分房地产上市公司

盈利能力指标		
公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.94 %	16.64%
保利地产	32.03 %	17.60%
招商地产	37.33 %	12.59%
金地集团	28.93%	12.25%
首开股份	34.55%	12.28%
中铁建房地产	31.67 %	16.65%

资料来源: 聚源数据、各公司定期报告, 中诚信证评整理

期间费用方面, 公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。随着房地产项目开发进度的推进, 其销售及管理费用相应增加, 2014 年公司销售及管理费用分别为 3.72 亿元和 2.68 亿元, 同比分别增长 28.28% 和 13.56%。得益于营业收入的稳步增长以及较为严格的费用预算管理制度, 公司三费收入占比处于较低水平。2014 年公司期间费用合计

5.49 亿元, 占营业收入的比重为 3.03%。

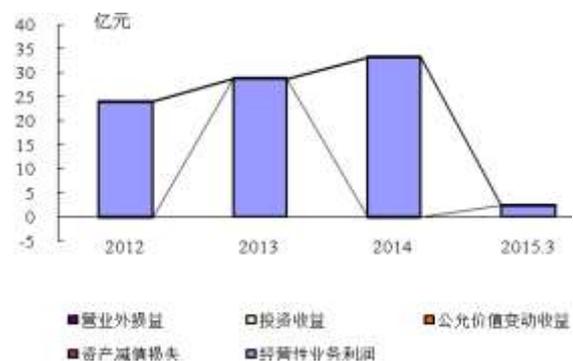
表 17: 2012~2015.Q1 公司三费分析

	单位: 亿元、%			
	2012	2013	2014	2015.Q1
销售费用	2.50	2.90	3.72	0.69
管理费用	1.64	2.36	2.68	0.39
财务费用	-0.89	-0.33	-0.91	-0.10
三费合计	3.25	4.93	5.49	0.99
营业总收入	142.73	175.03	181.22	14.81
三费收入占比	2.27	2.82	3.03	6.68

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润构成。近年来在营业收入规模提升及较为严格的期间费用控制的带动下, 公司经营性业务利润持续增长, 2012~2014 年分别为 24.02 亿元、28.70 亿元和 33.22 亿元。受益于此, 公司利润总额亦保持增长态势, 2012~2014 年分别为 24.00 亿元、28.91 亿元和 33.36 亿元, 年均复合增长率为 17.88%。同期, 公司取得净利润分别为 17.32 亿元、21.31 亿元和 24.48 亿元; 所有者权益收益率分别为 16.32%、17.13% 和 16.65%, 与行业内上市公司相比, 公司盈利能力处于中等偏上水平。

图 6: 2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司收入规模及利润水平稳步提升, 经营效益较好, 而现有在建项目的陆续建成结转将为公司未来的业绩提升奠定基础。

偿债能力

从债务规模来看, 近年来随着公司开发项目的增多, 资金需求加大, 其对付息债务的依赖程度有所上升。截至 2014 年末, 公司总债务规模为 485.14 亿元, 同比增长 19.31%, 其中短期债务 152.66 亿元, 长期债务 332.48 亿元, 短期债务/长期债务为

0.46 倍，债务期限结构较为合理。

表 18：2012~2015.Q1 公司偿债能力分析

指标	2012	2013	2014	2015.Q1
长期债务（亿元）	218.33	330.18	332.48	246.80
总债务（亿元）	298.24	406.63	485.14	507.31
EBITDA（亿元）	24.36	29.85	33.87	-
总债务/EBITDA（X）	12.24	13.62	14.32	-
长期债务/EBITDA（X）	8.96	11.06	9.82	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.22	1.44	1.01	-
经营活动净现金流/总债务（X）	0.06	-0.18	-0.09	-0.12
经营活动净现金流/利息支出（X）	-	-3.45	-1.35	-
资产负债率（%）	80.00	81.93	81.58	82.40
总资本化比率（%）	73.76	76.58	76.75	77.61
长期资本化比率（%）	67.29	72.64	69.34	62.78

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，近年来在利润规模增长的带动下，公司 EBITDA 表现向好。2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 24.36 亿元、29.86 亿元和 33.87 亿元，年均复合增长率为 17.91%。但受债务规模大幅增长的影响，公司主要偿债指标有所波动。2014 年公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 14.32 倍和 1.01 倍，经营所得可对其债务本息的偿还形成保障。

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2015 年 3 月 31 日，公司合并口径授信总额为 284.40 亿元，未使用的授信额度为 189.81 亿元，公司备用流动性充足。

或有负债方面，截至 2015 年 3 月 31 日，公司担保余额为 150.35 亿元，均为对其下属子公司的借款提供的担保，无对外担保。

总体而言，公司股东背景雄厚，且自身具有较强的品牌实力，近年来签约销售金额持续上升，盈利能力保持良好，整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评评定中国铁建房地产集团有限公司主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AA⁺**。

关于中国铁建房地产集团有限公司 公开发行2015年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

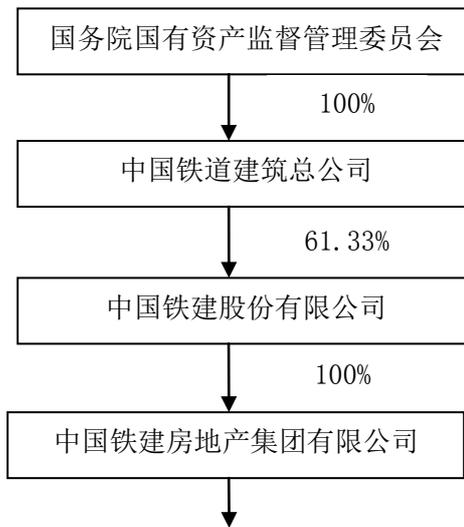
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中国铁建房地产集团有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



	子公司	持股比例 (%)
1	中铁房地产集团四川有限公司	100
2	中铁房地产集团浙江京城投资有限公司	100
3	湖南中盛嘉业房地产开发有限公司	51
4	中铁房地产集团(天津)置业有限公司	100
5	中铁房地产集团上海置业有限公司	100
6	中铁建(大连)置业有限公司	100
7	中铁房地产集团广州有限公司	100
8	北京第六大洲房地产开发有限公司	100
9	中铁房地产集团江苏置业有限公司	100
10	中铁房地产集团(贵州)有限公司	100
11	中铁房地产集团(广西)有限公司	100
12	中铁房地产集团合肥置业有限公司	100
13	中铁房地产集团武汉有限公司	51
14	北京天太金海置业有限公司	70
15	中铁房地产集团长沙置业有限公司	100
16	长春中铁房地产开发有限公司	51
17	中铁嘉业(北京)投资有限公司	100
18	中铁房地产集团北京丰基置业有限公司	100
19	中铁房地产集团北京正达置业有限公司	100
20	中铁房地产集团北京丰昊置业有限公司	100
21	中铁房地产集团北京顺捷金海置业有限公司	100
22	中铁建(北京)物业管理有限公司	100
23	中铁房地产集团北京金达世纪房地产开发有限公司	100
24	中铁房地产集团北京浩达置业有限公司	100
25	中铁房地产集团北京海丰置业有限公司	100
26	中铁房地产集团北京金郡兴盛置业有限公司	100
27	广州中土实业发展有限公司	100

附三：中国铁建房地产集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	1,028,515.44	1,168,831.62	1,142,123.33	1,145,468.28
存货净额	3,930,677.29	5,584,228.14	6,655,364.50	6,965,321.81
其他应收款	242,937.91	25,997.33	30,317.84	67,948.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	4,548.56	5,009.49	5,894.68	6,138.67
总资产	5,306,860.17	6,882,883.93	7,978,975.34	8,314,170.84
短期债务	799,054.84	764,522.00	1,526,590.42	2,605,161.37
长期债务	2,183,347.05	3,301,783.65	3,324,824.61	2,467,986.75
总债务	2,982,401.89	4,066,305.65	4,851,415.02	5,073,148.11
总负债	4,245,739.17	5,639,312.12	6,508,980.97	6,850,812.36
所有者权益(含少数股东权益)	1,061,121.01	1,243,571.80	1,469,994.36	1,463,358.49
营业总收入	1,427,250.62	1,750,348.48	1,812,246.52	148,105.68
三费前利润	272,611.55	336,238.77	387,130.71	33,496.91
EBITDA	243,642.20	298,452.05	338,689.94	-
经营活动产生现金净流量	179,506.92	-714,112.50	-452,346.51	-148,846.36
投资活动产生现金净流量	-15,226.81	-1,886.61	-1,313.29	-269.25
筹资活动产生现金净流量	-61,942.76	856,315.30	426,951.50	152,460.56
现金及现金等价物净增加额	102,337.35	140,316.18	1,142,123.33	1,145,468.28
财务指标	2012	2013	2014	2015. Q1
营业毛利率(%)	27.83	26.48	31.67	31.81
所有者权益收益率(%)	16.32	17.13	16.65	4.73
EBITDA/营业总收入(%)	17.07	17.05	18.69	-
速动比率(X)	0.66	0.54	0.40	0.29
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	-0.18	-0.09	-0.12
经营活动净现金/短期债务(X)	0.22	-0.93	-0.30	-0.23
经营活动净现金/利息支出(X)	0.90	-3.45	-1.35	-
总债务/EBITDA(X)	12.24	13.62	14.32	-
EBITDA 利息倍数(X)	1.22	1.44	1.01	-
资产负债率(%)	80.00	81.93	81.58	82.40
总资本化比率(%)	73.76	76.58	76.75	77.61
长期资本化比率(%)	67.29	72.64	69.34	62.78

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、2015年第1季度所有者权益收益率指标已经年化。

附四：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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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）

附五：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。