

跟踪评级公告

联合评字[2016]387号

中房地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司非公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中房地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中房地产股份有限公司非公开发行的“16 中房私”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：王华伟

二零一六年五月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

中房地产股份有限公司

非公开发行公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA

上次评级结果: AA

债券简称: 16 中房私

债券规模: 10 亿元

债券期限: 3 年

债项信用等级

跟踪评级结果: AAA

上次评级结果: AAA

担保方式: 无条件不可撤销连带责任保证担保

担保方: 中国交通建设集团有限公司

上次评级时间: 2015 年 12 月 8 日

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 13 日

财务数据

发行人——中房地产

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	46.45	60.88	81.27	94.68
所有者权益(亿元)	28.08	29.50	29.71	29.64
长期债务(亿元)	8.95	20.46	29.22	39.89
全部债务(亿元)	9.14	22.50	32.10	42.76
营业收入(亿元)	8.55	7.08	11.12	1.64
净利润(亿元)	0.47	0.67	0.28	-0.07
EBITDA(亿元)	0.84	1.35	0.85	--
经营性净现金流(亿元)	-15.89	-13.82	-5.82	2.36
营业利润率(%)	24.14	24.65	17.23	16.68
净资产收益率(%)	2.09	2.34	0.94	-0.25
资产负债率(%)	39.54	51.55	63.44	68.69
全部债务资本化比率(%)	24.55	43.27	51.93	59.06
流动比率(倍)	4.59	5.40	3.55	3.69
EBITDA 全部债务比(倍)	0.09	0.06	0.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.51	0.82	0.34	--

担保方——中交集团

项目	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	5,383.79	6,619.44	7,379.81
所有者权益合计(亿元)	1,159.84	1,448.54	1,604.44
营业收入(亿元)	3,357.64	3,704.22	1,778.15
净利润(亿元)	123.62	140.33	65.65
经营性净现金流(亿元)	14.64	-2.70	-128.88
资产负债率(%)	78.46	78.12	78.26

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 报告中涉及货币内容除特别说明外, 均指人民币。2. 公司 2016 年第一季度财务数据和担保方 2015 年前三季度数据未经审计, 相关财务指标未年化。

评级观点

2015 年, 中房地产股份有限公司(以下简称“公司”或“中房地产”)由于开发节奏加快和结转项目增长等原因, 公司房地产板块销售收入增速较快, 且签约销售面积和金额明显增加, 预收售房款规模大幅增长, 对公司未来收入形成支撑; 公司进一步增加苏州和重庆地区土地储备, 强化区域竞争优势。同时, 联合评级信用有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到公司房地产项目分布较为集中, 未来面临一定去化压力; 公司在建项目后续投资支出较多、以及公司债务压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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

担保方中国交通建设集团有限公司(以下简称“中交集团”)依靠较大规模基础设施建设主业继续保持突出竞争力, 经营情况良好, 盈利能力较好, 其对本次债券的信用状况仍有显著的积极影响。

综上, 联合评级维持中房地产的主体长期信用等级为 AA, 评级展望为“稳定”, 同时维持“16 中房私”债项“AAA”的信用等级。

优势

1. 2015 年, 公司营业收入增幅较大, 同时, 签约销售面积及签约销售金额较上年明显增加, 预收款项规模大幅增长, 对公司未来收入形成支撑。

2. 2016 年, 公司拟购买中国交通建设集团有限公司旗下优质地产项目, 该重大资产重组事项对公司经营规模及业绩的扩大将带来积极影响, 但目前仍存在一定的不确定性。

3. 2015 年, 公司担保方中交集团综合竞争优势突出, 资产规模很大、盈利能力强,

其对本次公司债券的担保对本次债券的信用状况仍有明显的提升作用。

关注

1. 房地产行业具有发展不稳定、易受经济波动影响、开发周期长、投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。

2. 公司 2015 年增加较大规模重庆地区土地储备规模，未来存在一定去化压力。

3. 公司在建项目尚需投入较大规模的资金，存在较大的资本支出压力。

4. 受土地出让金规模较大影响，公司经营现金流持续净流出，对公司资金使用带来压力；随着项目开发，公司筹资现金流持续净流出，导致目前公司债务负担较重。

分析师

冯磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王雯

电话：010-85172818

邮箱：wangw@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

中房地产股份有限公司（以下简称“公司”或“中房地产”）前身为重庆国际实业投资股份有限公司，系经重庆市经济体制改革委员会渝改革[1992]148号文批准，由中国重庆国际经济技术合作公司联合重庆市建设投资公司等单位共同发起，采用定向募集方式设立的股份有限公司。公司成立于1993年2月3日，设立时公司股本为人民币5,000.00万元。1997年4月经中国证监会证监发字[1997]119号文和证监发字[1997]120号文批准，公司在深圳证券交易所发行普通股1,000万股，发行后股本总额人民币6,000.00万元（股票简称为“中房地产”，股票代码为“000736”）。后经多次股权转让、配售、资产重组和股权分置改革，2008年12月公司的股本变更为29,719.39万元。

2010年，中房集团与中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）重组。重组后公司的最终控制人变更为中交集团。2012年12月，公司名称由重庆国际实业投资股份有限公司变更为中房重地产股份有限公司；2013年12月，公司名称由中房重地产股份有限公司变更为中房地产股份有限公司。

2015年7月，中房集团将持有的中住地产100%股权无偿划转至中交房地产开发集团有限公司（以下简称“中交房地产”），中交房地产成为公司的实际控制人。中交集团为公司最终控制人。

截至2015年底，公司拥有在职员工287人，其经营范围和组织结构未发生变化。

截至2015年底，公司合并资产总额81.27亿元，负债合计51.55亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.71亿元，归属于母公司的所有者权益17.09亿元。2015年，公司实现合并营业收入11.12亿元，净利润（含少数股东损益）0.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.28亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.81亿元，现金及现金等价物净增加额为1.27亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额94.68亿元，负债合计65.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.64亿元，归属于母公司所有者权益17.03亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入1.64亿元，净利润（含少数股东损益）-727.40万元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.06亿元；经营活动产生的现金流量净额2.36亿元，现金及现金等价物净增加额为12.70亿元。

公司注册地址：重庆市江北区建新北路86号；法定代表人：吴文德。

二、债券发行及募集资金使用情况

中房地产股份有限公司2016年非公开发行公司债券（以下简称“本次债券”）于2016年3月11日完成发行，票面利率为4.00%，债券期限为3年，起息日为2016年3月11日，并已于2016年3月14日在深圳证券交易所上市交易，债券简称为“16中房私”，债券代码：118542.SZ。

本次债券募集资金总额10.00亿元。本次债券募集资金用于偿还公司债务，补充流动资金等。

截至本报告出具日，本次债券尚未开始付息。

本次债券由中交集团提供全额不可撤销连带责任保证担保。

三、行业分析

1. 行业概况

2015年，全国房地产行业在持续宽松的货币政策和信贷政策等多项利好刺激下仍有所增长，但增速明显下滑；不同区域房地产市场明显分化；去库存成为房地产行业共识。

2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。房屋新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。总体看，房地产行业波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。作为房地产市场景气度的前导指标，房地产开发投资增速的下降预示房地产开发商对未来房地产市场的谨慎态度和未来可售房源的下降。

土地供应出现一定的下滑趋势。2015年，全国300个城市共推出土地31,686宗，同比减少14%；土地面积113,235万平方米，同比减少18%；出让金总额为21,793亿元，同比减少10%。土地溢价率方面，2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，但土地供应量有所减少，土地市场溢价率相应有所好转，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点。但土地市场分化明显，一线城市呈现上升态势，较同期上升2个百分点至27%；二线城市较上年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较上年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。总体看，在去库存压力下，土地供求量均出现较大下滑；但城市分化比较明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市土地市场相对较为疲软。

开发资金来源方面，2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

市场供需方面，2015年，随着政策持续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015年全年商品房累计销售128,494.97万平方米，同比增长6.50%，增速较上年同期增加14.10个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自2015年有所下滑，2015年12月，全国拥有7.19亿平方米待售商品房，同比增长15.60%，增速较去年下滑10.50个百分点，其中，住宅待售面积4.52亿平方米，同比增长11.20%，增速较上年同期下滑14.40个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

销售价格方面，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至2015年底，一线城市房价为32,891.25元/平方米，同比增长17.20%。总体看，2015年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

行业集中度方面，中国房地产行业龙头企业的竞争优势明显，房地产行业集中度进一步提升。2015年1~11月，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为17.13%和22.84%，前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到11.58%和14.83%，预计2015年全年指标仍将超过上年。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争

中占据优势。

2. 行业政策

针对我国房地产行业投资增速明显放缓，对经济发展、各地土地出让情况不佳，以及我国房地产去库存压力较大等因素，2015年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

2015年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。同时，政府分别于3月、8月和9月三次调整购房首付比例，调整信贷政策，直接刺激需求。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。此外，在人口政策方面，全面实施一对夫妻可生育两个孩子政策，从长期供求关系进行调整。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月份，政府即出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。

总体看，在我国房地产市场去库存的背景下，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转。但行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

3. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。房地产行业仍将面临较强的去库存压力。

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，根据Wind资讯，2015年度房地产上市公司板块资产负债率为63.23%，较2014年底提高了0.12个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

国内房地产市场出现明显分化。三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市房地产市场受益于政策利好明显回升，甚至部分城市出现房地产市场火爆的情形。同时，大中小型企业的营运状况分化也将日趋明显，中小型房企可能面临更大的市场竞争压力和整合风险。

房企利润率下降

由于全国整体供需情况的变化，房地产行业利润率呈下降趋势。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

总体看，房地产企业面临去库存、高杠杆低利润率等压力；市场格局持续分化，市场面临整合风险。

4. 行业发展

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产呈现金融化趋势。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，房地产由于保险资金注入出现金融化趋势，未来城市综合体的运营模式将会对房地产开发企业提出更高要求。

四、管理分析

管理层分析

2015年，公司董事会完成换届选举，董事会选举吴文德先生为公司董事长，选举史强军先生为公司副董事长，薛四敏先生、祝宏毅先生、周健先生任公司董事，郭海兰女士、胡必亮先生、马江涛先生为公司独立董事；监事会完成换届选举，选举陈玲女士为公司监事长，李晋生先生任公司监事，叶瑞佳女士任职工监事。同期，董事会聘任孙卫东先生为公司总经理，聂焕新女士为公司财务总监，田玉利先生为董事会秘书，余勇先生为副总经理。

公司董事长吴文德先生，现年52岁，中共党员，博士学历，高级工程师。2008年12月至2014年1月任中房地产股份有限公司董事、总经理；2014年1月至2015年4月任中国交建房地产业务部副总经理；2015年4月至今任中交房地产集团有限公司副总经理；中住地产开发有限公司执行董事、总经理；公司董事长。

公司总经理孙卫东先生，现年47岁，硕士学位，助理研究员。2008年12月至2011年8月任公司副总经理；2011年3月至2014年1月任中国房地产开发集团公司总经理助理，中住地产开发有限公司副总经理；2014年1月至今任公司董事长，总经理。

截至2015年末，公司本部及各控股子公司共有在册员工287人，其中财务人员32人，行政人员36人，市场营销24人，技术人员103人，其它92人；硕士以上学历人员占17.42%，本科学历人员占47.04%。

总体看，跟踪期内，公司董事会、监事会和经营管理团队完成换届，新任管理团队相关从业时间较长，具有丰富的从业经验，对公司经营管理影响较小。

内控管理

2015年，公司按照《公司法》、《证券法》、《主板上市公司规范运作指导》等相关法律法规要求，严格执行公司《章程》及公司各项基本管理制度。公司在2015内部控制未出现重大改变，未发现重大缺陷。

根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙人）于2015年3月16日出具的内部控制审计报告，公司已经按照内部控制规范和相关规定在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。

总体看，公司内部控制管理水平较稳定，管理运作水平良好。

五、经营分析

公司主营住宅开发和销售及工业厂房租赁、管理，属于房地产开发企业。近三年，受项目竣工结转周期的影响，公司营业收入呈波动增长态势，公司营业收入年均复合增长 14.08%。2013~2015 年，公司实现营业收入分别为 8.55 亿元、7.08 亿元和 11.12 亿元；由于受到土地成本和财务费用上升影响，公司近三年净利润波动下滑，年均复合下降 23.07%，近三年净利润分别为 0.47 亿元、0.67 亿元和 0.28 亿元。公司近三年营业收入全部为房地产开发以及相关厂房租赁收入，主营业务较突出。

从收入构成来看，住宅开发和销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅地产。2013 年以来，公司住宅销售收入均占主营业务收入的 93% 以上，是公司主要收入来源；公司厂房租赁及管理业务主要为深圳百门前工业区厂房租赁管理，该收入比较稳定。从主营业务的区域分布来看，2013~2015 年公司主要收入来自于重庆和长沙等地。

从毛利率情况来看，近三年公司主营业务综合毛利率水平波动下降，分别为 30.15%、31.92% 和 24.09%。分业务板块来看，房地产销售毛利率近三年波动下滑，分别为 28.13%、29.31% 和 22.40%，主要系 2015 年公司结转面积大幅上升所致。公司工业厂房租赁、管理板块毛利率逐年下降，主要系 2015 年厂房管理维修改造成本增长所致，但毛利率仍处于较高水平。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.64 亿元，较上年同期增长 80.45%，主要系本期公司交房面积增加导致营业收入增长；实现净利润-727.40 万元，较上年同期 139.75 万元净利润相比下降明显，主要系本期公司利息费用化导致财务费用大幅增长所致。

表 1 2013 年~2015 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	8.06	94.78	28.13	6.62	93.38	29.31	10.64	95.62	22.40
工业厂房租赁、管理	0.44	5.22	73.97	0.43	6.09	72.00	0.43	3.86	65.99
合计	8.50	100.00	30.15	7.05	99.47	31.92	11.07	99.48	24.09

资料来源：公司年报，联合评级整理。

总体看，受公司结转规模影响，公司主营业务收入增幅较大；但受结转面积影响，房地产销售毛利率均有所下降。

1. 土地储备

从公司拿地情况来看，近三年，公司新增购地面积分别为 38.87 万平方米、22.76 万平方米和 58.06 万平方米；2014 年下降主要系房地产行业景气度下降，公司收紧拿地政策，2015 年房地产行业逐渐回暖，公司加大对国内主要二线城市的土地储备所致。

从新增土地储备的区域来看，公司土地储备主要位于重庆、长沙和天津等主要二线城市，为未来销售收入提供一定保证。2015 年，公司在重庆和苏州新增土地面积共计 58.06 万平方米，其中公司以 5.04 亿元竞得苏州市吴江区太湖新城 35 号地块（占地 6.21 万平方米），拥有 40% 权益；以底价 45.3 亿元竞得重庆市北部新区中央公园项目（占地 51.85 万平方米），控制权 100%。公司土地储备规划建筑面积规模较大，为未来项目开发提供保障，但由于公司对部分土地没有绝对控制权，未来项目开发和收益存在一定风险。此外，公司 2015 年购置土地价款大幅增长，对公司造成一定资金压力。

表 2 2013 年~2015 年底公司土地储备情况 (单位: %, 万平方米, 亿元)

项目名称	权益比例	获取时间	位置	占地面积	土地总价	建筑面积	进度
中房颐园	40	2013 年	苏州	10.45	8.37	31.59	在建/在售
中房那里	40	2013 年	重庆	3.98	7.00	21.25	在建/在售
中交漫山	70	2013 年和 2014 年	重庆	37.3	16.51	68.47	在建
金梧桐花园	51	2014 年	天津	9.90	2.82	20.50	方案设计阶段
苏州 35 号地块	40	2015 年	苏州	6.21	5.04	19.04	未开工
重庆中央公园	100	2015 年	重庆	51.85	45.30	184.51	前期
合计				119.69	85.04	345.36	

资料来源: 公司提供

总体看, 公司土地储备规模对未来项目开发提供保证, 但部分土地未达到 100% 控制权, 未来开发和收益存在一定风险; 此外公司较大规模的购地价款会造成一定支付压力。

2. 项目建设情况

公司开发的项目主要为普通住宅, 客户群体以刚需人群为主。公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。近三年, 公司新开工面积波动下降, 分别为 14.49 万平方米、52.84 万平方米和 14.10 万平方米, 2014 年大幅增长主要系重庆中房那里项目和苏州中房颐园项目开工所致; 由于 2014 年新开工面积较大, 且区域较集中, 公司未来可能面临去化压力。近三年, 公司竣工面积分别为 3.44 万平方米、14.32 万平方米和 28.44 万平方米, 主要来自于长沙瑞致国际、长沙中房 F 联邦、苏州颐园、重庆中房那里、重庆中房千寻。近三年, 公司期末在建面积波动上升, 分别为 34.40 万平方米、73.55 万平方米和 59.21 万平方米, 目前公司主要在建项目包括长沙中房瑞致、重庆中交漫山、苏州中房颐园和重庆中房那里等项目。

表 3 2013~2015 年公司项目开发建设情况 (单位: 万平方米)

项目	2013 年	2014 年	2015 年
新开工面积	14.49	52.84	14.10
竣工面积	3.44	14.32	28.44
期末在建面积	34.40	73.55	59.21

资料来源: 公司提供

注: 期末在建面积指该时点公司在建项目面积, 由于规划动态调整, 可能会与公司当期全部在建面积存在差异。

从项目开发资金情况来看, 截至 2015 年底, 公司对已开发项目投资金额 69.73 亿元, 尚需资金投入 111.84 亿元, 预计 2016 年投资 27.77 亿元, 主要用于重庆中交漫山、苏州中房颐园和吴江 35 号地等项目。随着新项目的陆续开发, 今明两年公司需投入资金规模较高, 考虑公司楼盘销售的现金回笼, 可以满足公司部分资金需求, 但仍有一定的外部融资需求, 公司面临着一定的资金支出压力。

表 4 截至 2015 年底公司在开发项目基本情况 (单位: 万平方米, 亿元)

项目名称	开工时间	竣工时间	占地面积	规划总面积	预计总投资	已完成投资	2016 年预计投资
中房瑞致国际	2012.05	2018.09	38.88	116.08	54.87	20.50	3.0
中房颐园	2014.04	未定	10.45	31.59	28.07	14.95	9.0
中房那里	2014.07	未定	3.98	21.25	16.10	12.54	2.32
中交漫山	2015.12	未定	37.3	68.47	55.13	15.61	5.74

金梧桐花园	未定	未定	9.9	20.50	14.70	3.62	2.71
合计			106.72	257.89	181.57	69.73	27.77

资料来源：公司提供

总体上看，公司在建项目主要集中在重庆、长沙和苏州，随着新项目的开发，公司资金投入规模较大，仍有外部资金需求。

3. 项目销售情况

近三年，受项目竣工结转和市场景气度变化影响，公司签约销售面积和签约销售金额波动增长；2013年公司实现签约销售面积14.49万平方米，签约销售金额8.80亿元；2014年公司受行业景气度下降影响，签约销售面积下滑至5.76万平方米，签约销售金额下滑至4.24亿元；2015年房地产行业回暖，以及公司布局区域发展态势良好的情况下，公司实现签约销售面积21.61万平方米，签约销售金额17.25亿元。近三年，签约销售均价稳步增长，由2013年6,703元/平方米增长至2015年7,982元/平方米。公司项目结转面积波动上升，分别为13.34万平方米、11.13万平方米和17.36万平方米，但与竣工面积大幅上升较不匹配，公司未来面临一定去化压力。从销售项目来看，2015年长沙中房瑞致、重庆中房那里和苏州中房颐园销售收入分别占营业收入的50.06%、21.55%和19.87%，是公司销售主要来源项目。

表5 2013~2015年公司销售情况

项目	2013年	2014年	2015年
签约销售面积（万平方米）	14.49	5.76	21.61
签约销售金额（亿元）	8.80	4.24	17.25
签约销售均价（元/平方米）	6,073	7,367	7,982
结转收入面积（万平方米）	13.34	11.13	17.36
结转收入（亿元）	8.06	6.62	10.64

资料来源：公司提供

总体看，在2015年房地产市场分化格局愈发明显的环境下，公司主要布局区域房地产市场发展态势良好；受益于此，公司签约销售面积和销售金额大幅增长，经营业绩明显提升。

4. 工业厂房租赁、管理板块

公司工业厂房租赁、管理板块主要系公司持有的深圳百门前工业区物业。该物业出租对象为工业厂商，租金收入较稳定。近三年，公司租金收入分别为4,440.13万元、4,311.37万元和4,291.71万元，可为公司带来较为稳定的经营现金流。截至2015年底，该物业可租面积为18.99万平方米，出租率为90.64%，具体情况见下表。

表6 公司近三年物业对外出租情况（单位：万平方米、%、万元）

物业名称	可租面积 (万平方米)	出租率	租金收入		
			2013年	2014年	2015年
百门前工业区	18.99	90.64	4,440.13	4,311.37	4,291.71
合计	18.99	90.64	4,440.13	4,311.37	4,291.71

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司物业出租率和租金收入比较稳定，可为公司带来稳定经营现金流。

5. 重大事项

2016年2月22日，公司拟购买中交集团下属优质地产项目，该事项可能涉及重大资产重组，公司开始停牌。2016年2月29日，因明确重大事项构成重大资产重组，公司发布了《重大资产重组停牌公告》（公告编号2016-15），公司股票自2016年2月29日开始起继续停牌。

总体看，公司拟购买优质资产，正在进行重大资产重组，联合评级将持续关注该事项对公司信用水平的影响。

6. 经营关注

(1) 公司房地产业务主要集中在苏州、重庆、长沙和天津，区域较分散，但由于公司2015年集中在重庆拿地，如公司不能合理控制开发进度，未来或存在一定去化压力。

(2) 公司在重庆等地拿地成本迅速上升，如未来不能有效控制土地成本，公司将面临盈利能力下降的问题。

(3) 公司在建项目规模大，截至2015年底在开发项目尚需投资总额为111.84亿元，公司仍将面临较大投资支出压力。

总体看，公司在经营期间仍需面对投资支付压力、较高区域集中度和盈利能力下降等风险。

7. 未来发展

未来市场趋于多元化，公司将进一步加强实现业务创新，在做好传统住宅业务的同时加强商业地产的开发和运营，加强产品创新，有效占领市场。

未来在区域市场分化加剧的环境中，公司将进一步做好城市和区域分析，积极参与市场竞争，增加经济发展核心区的土地储备，降低开发风险；同时加强成本管控能力，提高成本控制水平和盈利能力。

未来公司仍面临资金紧张问题，公司将进一步拓宽市场融资渠道，加大销售回款和融资力度，确保资金平衡。一方面，公司将充分利用资本市场、金融机构、股东单位资源，不断拓宽融资渠道；另一方面，公司将加快已投资项目资本金回收周期，加强在售项目回款，进一步提升资金使用的高效性和安全性，确保项目开发和新增项目的资金需求，保证资金平衡。

总体看，公司未来将进一步发展事业创新，拓宽融资渠道，确保开发资金平衡。

六、财务分析

公司2013年度财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，2014年和2015年财务报表均经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2013年公司合资新设立中房（苏州）地产有限公司和重庆中房嘉汇房地产开发有限公司，虽持股比例均为40%，但对两公司拥有实际控制权，故纳入合并范围；此外，2013年公司合资设立中房海门地产有限公司（以下简称“中房海门”），由于未取得相关地块，已于2013年完成税务注销。2014年，公司合并范围增加重庆中房嘉润房地产开发有限公司（以下简称“嘉润公司”）和中房（天津）置业有限公司（以下简称“天津公司”），对嘉润公司和天津公司持股比例分别为70%和51%；同时注销中房海门地产有限公司和江苏汇智房地产开发有限公司。2015年，公司的合并范围无变化。近年来，公司合并范围的变化均为项目公司的成立与注销，公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司资产总额81.27亿元，负债合计51.55亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.71亿元，归属于母公司的所有者权益17.09亿元。2015年，公司实现营业收入11.12

亿元，净利润（含少数股东损益）0.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.82 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.27 亿元。

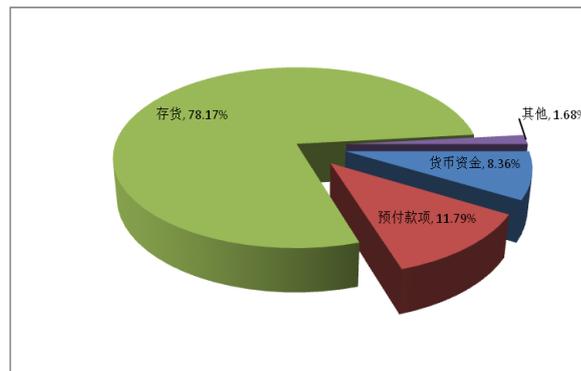
截至2016年3月底，公司合并资产总额94.68亿元，负债合计65.04亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.64亿元，归属于母公司所有者权益17.03亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入1.64亿元，净利润（含少数股东损益）-727.40万元，其中归属于母公司所有者的净利润为-0.06亿元；经营活动产生的现金流量净额2.36亿元，现金及现金等价物净增加额为12.70亿元。

1. 资产质量

2013~2015年，公司资产总额较快增长，年均复合增长32.27%。截至2015年底，公司资产总额81.27亿元，较年初增长33.49%，主要系流动资产增加较快所致。从资产构成看，公司的资产仍以流动资产（占97.32%）为主，流动资产占比较高，符合房地产开发企业特征。

2013~2015年，公司流动资产增长较快，年均复合增长35.21%。截至2015年底，公司流动资产合计79.09亿元，较年初增长34.17%，主要系预付款项、存货增长较快所致；公司流动资产主要以货币资金（占8.36%）、预付款项（占11.79%）和存货（占78.17%）为主。

图1 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

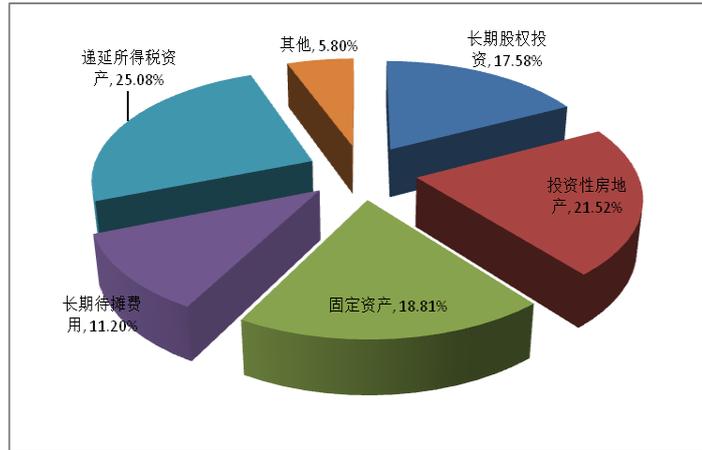
2013~2015年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 1.90%。截至 2015 年底，公司货币资金规模 6.62 亿元，较年初增长 20.40%，主要系公司发行“15 中房债”所致。其中，银行存款占 83.73%；其他货币资金占 16.26%，全部为使用受限资金，主要为项目保证金及按揭保证金。

2013~2015年，公司预付款项迅速增长，年均复合增长48.36%。截至2015年底，公司预付款项合计9.32亿元，较年初大幅增长4,523.57%，主要系预付重庆市土地和矿业权交易中心土地保证金9.06亿元所致。

2013~2015年，公司存货规模大幅增长，年均复合增长39.18%。截至2015年底，公司存货规模61.82亿元，较年初增长17.64%，主要系公司购买土地以及在在建项目投入增长所致。其中，开发成本为53.93亿元，较年初增长7.78%；开发产品为7.89亿元，较年初增长213.72%。由于公司存货的可变现净值高于其成本，公司未计提存货跌价准备。公司存货中用于借款抵押的存货为19.88亿元，占比32.16%。公司相关房地产开发项目主要分布在重庆、苏州及长沙等地，其变现能力受区域房地产行业景气度及政策影响，公司面临着一定的去化压力。

2013~2015年，公司非流动资产规模不大，且波动下降，年均复合下降17.39%。截至2015年底，公司非流动资产为2.18亿元，较年初增加12.69%，主要由长期股权投资（占17.58%）、投资性房地产（占21.52%）、固定资产（占18.81%）、长期待摊费用（占11.20%）和递延所得税资产（占 25.08%）组成。

图2 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015年，公司长期股权投资快速减少，年均复合减少45.39%。截至2015年底，公司长期股权投资共计0.38亿元，较年初下降0.46%，主要系公司确认对北京盛世新业房地产有限公司的投资损失所致。伴随公司对联营企业的投资进行清算，截至2015年底，公司对长期股权投资未计提减值准备。

2013~2015年，公司投资性房地产逐步减少，年均复合减少6.65%。截至2015年底，公司投资性房地产共计0.47亿元，较年初减少6.96%，主要系正常折旧所致；公司采用成本模式对投资性房地产进行后续计量，并按照与房屋建筑物或土地使用权一致的政策进行折旧或摊销。截至2015年底，公司投资性房地产账面原值为1.80亿元，累计折旧1.33亿元。截至2015年底，公司未对投资性房地产计提减值准备。

2013~2015年，公司固定资产波动增长，年均复合增长88.74%，主要系2014年公司房屋及建筑物及运输设备的增加所致。截至2015年底，公司固定资产账面价值为0.41亿元，较年初下降5.68%，主要系公司房屋及建筑物及运输设备略有下降所致；其中，主要由房屋及建筑物（占83.57%和运输设备（占7.70%）等构成。截至2015年底，公司固定资产累计折旧计提0.30亿元，公司固定资产成新率为55.93%，成新率较低。

2013~2015年，公司长期待摊费用波动增长，年均复合348.45%。截至2015年底，公司长期待摊费用共计0.24亿元，较年初下降13.70%，公司长期待摊费用主要由中国康富国际租赁有限公司融资顾问费构成（占整体长期待摊费用的82.42%）。

2013~2015年，公司递延所得税资产迅速增加，年均复合增长41.85%。截至2015年底，公司递延所得税资产共计0.55亿元，较年初增长124.27%，主要系可抵扣亏损和未实行利息收入带来的可抵扣暂时性差异所致。

截至2016年3月底，公司合并资产总额94.68亿元，较年初增长16.51%。其中，公司流动资产92.45亿元，较年初增长16.90%，主要源于货币资金、存货和其他流动资产增长所致；公司非流动资产2.23亿元，较年初增加2.17%，主要系在建工程增长所致。截至2016年3月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为97.65%和2.35%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中存货占比较大，公司存在一定去库存压力；非流动资产占比较小；公司整体资产质量一般。

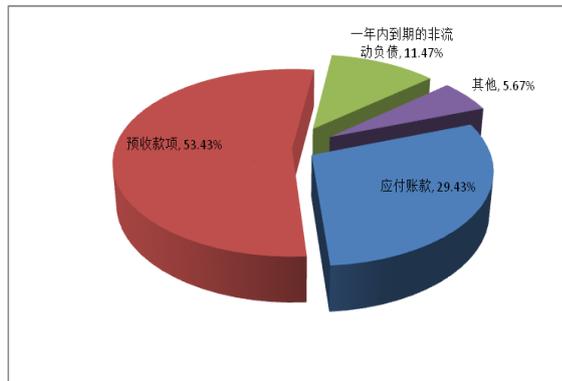
2. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债规模快速增长，年均复合增长67.52%，主要系非流动负债增长所致。截至2015年底，公司负债合计51.55亿元，较年初增长62.47%，主要系公司预收款项和应付债券增长所致，以非流动负债（占56.76%）为主。

2013~2015年，公司流动负债快速增长，年均复合增长53.83%。截至2015年底，公司流动负债规模增长较快，较年初增加104.04%，主要系应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致，主要由应付账款（占29.43%）、预收款项（占53.43%）和一年内到期的非流动负债（占比11.47%）构成。

图3 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

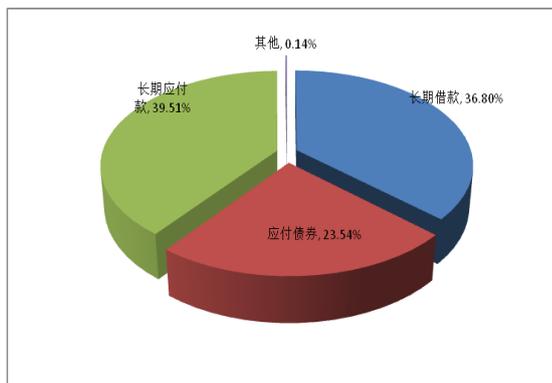
2013~2015年，公司应付账款大幅增长，年均复合增长221.63%；截至2015年底，公司应付账款合计8.73亿元，较年初增长108.23%，主要系公司未结算的应付工程款增加所致。

2013~2015年，公司预收款项波动增长，年均复合增长23.65%；截至2015年底，公司预收款项合计9.39亿元，较年初增长141.79%，主要系公司预收的购房款增长所致。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债大幅增长，年均复合增长291.06%；截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债合计2.88亿元，较年初增加432.41%，主要系部分一年内到期的长期借款和长期应付款转入所致。

2013~2015年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长80.82%。截至2015年底，公司非流动负债为29.26亿元，较年初增加43.03%，主要系公司2015年发行公司债券7.00亿元所致。公司非流动负债主要由长期借款（占36.80%）、应付债券（占23.54%）和长期应付款（占39.51%）构成。

图4 截至2015年底公司非流动负债构成



资料来源：公司年报

2013~2015年，公司长期借款大幅增长，公司长期借款年均复合增长100.69%，截至2015年底，公司长期借款余额为10.77亿元，较年初增长16.56%，主要系2015年公司新增部分抵押借款所致，公司长期借款到期集中在2017年和2018年，存在一定的集中偿付压力。

截至2015年底，公司应付债券为6.89亿元，主要系公司在2015年发行的7亿元“15中房债”。

2013~2015年，公司长期应付款大幅增长，年均复合增长35.72%。截至2015年底，公司长期应付款11.56亿元，较年初增长36.43%，主要系公司欠中国康复国际租赁有限公司的租赁借款增长所致。

截至2016年3月底，公司负债合计65.04亿元，较年初增长26.16%，主要系公司预收款项和长期应付款增加以及发行公司债所致。公司流动负债和非流动负债占比分别为38.54%和61.46%，以非流动负债为主。

2013~2015年，公司债务规模大幅提高，全部债务年均复合增长87.41%。截至2015年底，公司全部债务为32.10亿元，较年初增长42.65%，主要系公司发行公司债券和长期借款增加所致，其中，短期债务为2.88亿元，长期债务为29.22亿元。截至2015年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为63.44%、49.58%和51.93%，均较年初有所上升，公司整体债务负担有所加重，但仍属可控。

截至2016年3月底，公司加大了借款力度，有息债务规模较年初大幅增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.89%、59.06%和57.37%，以上指标较年初均有所上升，债务负担进一步加重。

总体看，受发行公司债券、应付账款和预收款项增加的影响，公司负债规模有所上升；公司债务规模也相应上升，债务结构未发生明显变化，仍以长期债务为主（占91.04%）；整体上看，公司负担有所加重，但仍属可控。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益变化不大，年均复合增长2.86%。伴随公司未分配利润增长和吸收少数股东投资，截至2015年底，公司所有者权益合计29.71亿元，较年初增长0.74%。其中，归属于母公司所有者权益为17.09亿元；归属于母公司所有者权益中，股本占17.39%，资本公积占29.78%，盈余公积占2.54%，未分配利润占50.29%，所有者权益构成中未分配利润占比较大，权益结构稳定性有待提高。

截至2016年3月底，公司所有者权益共计29.64亿元，较年初下降0.24%，主要系公司盈余公积略有下降所致。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益变化较小；但未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

3. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长14.08%。2015年，公司实现营业收入11.12亿元，较上年增长57.00%，主要系公司销售结转增长所致。2015年，实现营业利润0.45亿元，同比下降63.27%，主要系公司营业成本和财务费用增长，加之投资收益大幅下降所致。同时，2015年，公司净利润随营业利润大幅下滑，2015年公司净利润0.28亿元，同比下降58.70%，其中，归属于母公司所有者净利润0.28亿元，同比下降62.43%。

从利润构成看，公司利润主要来源于房地产销售和厂房租赁管理业务的经营性利润。

2013~2015年，公司费用总额规模稳定增长，年均复合增长21.64%。从期间费用构成看，近

三年公司销售费用分别为0.34亿元、0.47亿元和0.36亿元，其中2015年公司销售费用减少主要系部分项目进入尾盘销售阶段，委托代销费用及广告宣传费用减少所致；公司管理费用分别为0.64亿元、0.73亿元和0.89亿元，主要系公司子公司律师代理费增加所致；公司财务费用分别为0.01亿元、-0.02亿元和0.20亿元，公司财务费用支出由负转正，主要系兆嘉公司本期外部借款利息费用化部分增加所致。公司近三年费用收入比分别为11.55%、16.67%和13.13%，主要系营业收入波动增长以及费用总额持续增长所致。整体看，公司费用控制能力一般。

2013~2015年，公司投资收益分别为0.10亿元、0.68亿元和-17.80万元，公司2013~2014年投资收益大幅增长主要系公司多次处置持有的瑞斯康达科技发展股份有限公司股权相应确认的投资收益；但2015年公司投资收益大幅下降，主要系公司已收取瑞斯康达的股权受让款，2015年无此项收益。

盈利指标方面，2013~2015年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均复合下降。公司2015年的总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为0.52%、0.67%和0.94%，较上年分别下降了1.24个百分点、1.84个百分点和1.40个百分点，主要系2015年公司利润下降所致。

2016年1~3月，受公司项目结转面积上升影响，公司实现营业收入1.64亿元，较上年同期增长80.45%；实现净利润-727.40万元，较上年同期盈利139.75万元相比下降较多，主要系公司利息费用化导致财务费用大幅增长所致。截至2016年3月底，公司预收账款为13.39亿元。未来随着项目销售结转收入，公司的盈利状况将有所改善。

总体看，由于营业成本和财务费用的迅速增长，公司利润水平有所下降，公司整体盈利能力有待提高。

4. 现金流

近三年，公司经营性现金流入分别为24.38亿元、12.54亿元和19.67亿元。其中公司近三年销售商品、提供劳务收到的现金迅速增长，分别为9.61亿元、4.82亿元和16.36亿元，主要系公司规模增长所致；但另一方面，公司收到的其他与经营活动有关的现金大幅下降，分别为14.77亿元、7.72亿元和3.30亿元，主要系公司与中房集团的资金往来及购地保证金减少所致。近三年，公司经营性现金流出分别为40.27亿元、26.35亿元和25.48亿元，主要系一方面公司增大了获取土地的力度，支付土地出让金以及加大项目开发力度增加投入导致现金流出整体规模较大，另一方面公司应付工程款增加较快而未支付工程款导致现金流出减少。近三年，公司经营活动产生的现金流净额分别为-15.89亿元、-13.82亿元和-5.82亿元，呈持续净流出态势。公司近三年现金收入比分别为111.20%、67.97%和147.13%。

近三年，公司投资活动产生的现金流入分别为0.80亿元、1.65亿元和4.34万元，整体规模较小，2014年公司投资活动产生现金流入主要为公司收回对中房海门地产有限公司等子公司投资款所致。近三年，公司投资活动产生的现金流出分别为2.52亿元、0.06亿元和0.06亿元，主要系合并范围减少所致。公司近三年投资活动产生的现金流净额分别为-1.71亿元、1.59亿元和-0.06亿元。

近三年，公司筹资活动产生的现金流入分别为18.38亿元、16.79亿元和19.50亿元，主要是公司加大筹资力度，大幅增加借款，导致筹资活动现金净流入规模增大。近三年，公司筹资活动产生的现金流出分别为1.39亿元、6.41亿元和12.34亿元，主要系公司偿还银行贷款和利息支出的规模增大所致。公司近三年筹资活动产生的现金流净额分别为16.99亿元、10.38亿元和7.15亿元。

2016年1~3月，公司经营活动现金流净额为2.36亿元，现金收入比达346.28%；投资活动产生的现金流量净额为-212.81万元，公司筹资活动产生的现金流量净额为10.36亿元。

总体看，2015年公司经营活动现金净流出态势趋缓；同时，由于公司偿还债务支付的现金明显增长，公司筹资活动现金流净额呈下降趋势。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，近三年公司流动比率呈波动下降趋势，分别为 4.59 倍、5.40 倍和 3.55 倍；速动比率也呈波动下降趋势，分别为 1.20 倍、0.59 倍和 0.77 倍，主要系公司存货规模较大以及流动负债增速快于流动资产增速增长所致。近三年，公司现金短期债务比分别为 33.91 倍、2.69 倍和 2.30 倍，呈大幅下降趋势，主要是公司于 2014 年起短期债务大幅增长所致，但公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。整体上，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标来看，近三年公司 EBITDA 分别为 0.84 亿元、1.85 亿元和 0.85 亿元，2014 年 EBITDA 大幅增长主要系公司利润总额增加所致。2015 年公司 EBITDA 构成中，利润总额占 72.84%，折旧占 12.22%，摊销占 11.75%，计入财务费用的利息支出占 3.19%。近三年，公司 EBITDA 利息保护倍数分别为 2.51 倍，0.82 倍和 0.34 倍，主要系公司有息债务规模增长所致，EBITDA 对利息保障能力一般；EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍，0.06 倍和 0.03 倍，EBITDA 对全部债务保障程度较弱。整体看，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2015 年底，公司共取得银行授信额度 9.1 亿元，已使用银行授信 9.02 亿元，尚未使用银行授信额度 0.08 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年底，公司对外担保 3.2 亿元，较上年末增加 1.7 亿元；担保比率为 10.77%，公司面临着一定的或有负债风险。2015 年公司长沙中住兆嘉房地产开发有限公司（以下简称“中住兆嘉”）的借款提供担保，截至 2015 年底，中住兆嘉资产共计 18.03 亿元，负债共计 10.85 亿元，所有者权益 7.18 亿元；2015 年营业收入 5.57 亿元，净利润 0.29 亿元，整体经营状况正常。

根据公司提供的中国人民银行 2016 年 1 月 6 日出具的企业信用报告，截至 2016 年 1 月 6 日，公司无未结清不良贷款或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底，公司已无重大诉讼事项。

总体看，公司在手项目规模较大，未来盈利能力有望获得增强，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 6.62 亿元，约为“16 中房私”本金（10 亿元）的 0.66 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；截至 2015 年底，公司净资产达 29.71 亿元，约为债券本金合计（10 亿元）的 2.97 倍，公司现金类资产和净资产对“16 中房私”的按期偿付能力尚可，起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 0.63 亿元，约为债券本金（10 亿元）的 0.06 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较弱。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 19.67 亿元，约为债券本金合计（10 亿元）的 1.97 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度尚可。

综合以上分析，并考虑到公司作为国有上市房地产开发企业，在实力与支持、业务规模、地域品牌及财务结构等方面具有优势，联合评级认为，公司对“16 中房私”的偿还能力很强。

八、债权保护条款分析

“16 中房私”由中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中交集团是根据国务院国资委《关于中国港湾建设（集团）总公司与中国路桥（集团）总公司重组的通知》（国资改革[2005]703号），由中国港湾建设（集团）总公司与中国路桥（集团）总公司通过新设合并而成立。2006年10月8日，根据《关于中国交通建设集团公司整体重组并境内外上市的批复》（国资改革[2006]1063号），中交集团经过整体重组改制，以其及其下属的全资企业、控股公司、合营、联营公司与主营业务相关的资产和股权出资，独家发起设立了中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”），中交集团的核心业务都已经进入中国交建。2006年12月15日，中国交建首次公开发行的H股在香港联合交易所主板挂牌上市（股份代号：1800.HK），成为中国首家实现整体海外资本市场上市的特大型国有基建企业。2012年3月9日，中国交建首次公开发行的A股在上海证券交易所上市挂牌上市（股份代号：601800.SS）。

中交集团作为一家国有独资公司，由国务院国资委全资及直接拥有，主要作为中间控股公司持有中国交建的股份，本身不从事任何实际的业务活动，只设立董事会，不设经营管理层和业务职能部门，不再直接从事生产经营业务。中交集团实行董事会领导下的总经理负责制，所属3级（含）以上子公司93家。

中交集团的经营范围为：承包境外工程和境内国际招标工程；各种专业船舶总承包建造；专业船舶、施工机械的租赁及维修；海上拖带、海洋工程有关专业服务；船舶及港口配套设备的技术咨询服务；承担国内外港口、航道、公路、桥梁建设项目的总承包（包括工程技术经济咨询、可行性研究、勘察、设计、施工、监理以及相关成套设备、材料的采购和供应、设备安装）；承担工业与民用建筑、铁路、冶金、石化、隧道、电力、矿山、水利、市政建设工程的承包；进出口业务；房地产开发及物业管理；运输业、酒店业、旅游业的投资与管理。截至2015年9月底，中交集团在岗员工合计10万余人。

截至2014年底，中交集团合并总资产总额6,619.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）为1,448.54亿元；2014年，中交集团实现营业收入合计3,704.22亿元，净利润（含少数股东损益）140.33亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.70亿元，现金及现金等价物净增加额-106.67亿元。

截至2015年9月底，中交集团合并总资产总额7,743.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）为1,725.97亿元；2015年9月，中交集团实现营业收入合计2,820.01亿元，净利润（含少数股东损益）102.33亿元；经营活动产生的现金流量净额-121.17亿元，现金及现金等价物净增加额288.42亿元。

中交集团注册地址：北京市西城区德胜门外大街85号；法定代表人：刘起涛。

1. 经营概况

由于中交集团不直接从事生产经营业务，其核心业务则主要由中国交建承担，故在经营方面主要以中国交建为分析对象。

中国交建经营范围涉及公路、桥梁、港口、码头、航道、铁路、隧道、市政等基础设施的建设、设计、疏浚、港口机械制造以及交通基础设施投资等，其中基础设施建设业务占比最高，为其支柱产业。

基建业务

①行业分析

基建业属于建筑业范畴。建筑业是国民经济的重要物质生产部门，其发展速度与固定资产投资增速密切相关，近年来全社会固定资产投资的高速增长推动了建筑业的快速发展。2011~2015年，中国全社会固定资产投资年复合增长率达16.21%；同期，中国建筑业总产值年复合增长率达15.55%。2015年，全国建筑业总产值达18.08万亿元，同比增长2.29%；占GDP的比重为26.72%，较上年下降1.29个百分点。总体上看，建筑业增速有所下降，与2014年增长10.20%相比，增速下降较快，占GDP比重有所下降，但在国民经济中的地位仍较稳固。

从行业竞争格局来看，建筑行业下有多个细分子行业，不同子行业的竞争格局差异甚大。普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈；公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度适中，存在一定区域性垄断；矿山建筑工程市场，集中度较高，存在部门垄断；铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程，集中度高，存在部门和寡头垄断；而建筑安装工程与装饰装修工程，市场集中度较低，竞争较为激烈。具体从行业参与者情况来看，中国建筑市场的竞争格局存在四类参与者：“五大”央企（中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国中冶、中国交通建设集团）、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。

从未来发展看，建筑行业作为典型的投资驱动型行业，经济稳步增长与城镇化持续推进是建筑行业发展的两大核心驱动力。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略，城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。2013年10月，国务院印发了《关于加强城市基础设施建设的意见》，明确了当前加快城市基础设施升级改造的重点任务：一是加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造。二是加强城市排水防涝防洪设施建设，解决城市积水内涝问题。三是加强城市污水和生活垃圾处理设施建设。四是加强城市道路交通基础设施建设。五是加强城市电网建设。六是加强生态园林建设。该《意见》对未来城市基础设施建筑行业的发展具有重大的促进作用。

总体看，尽管受宏观经济增长放缓、行业竞争比较激烈及资金压力较大等不利因素影响，但城镇化建设和城市基础设施建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城镇化发展需求，保持良好的发展前景。

②经营分析

中国交建的核心业务为基建建设，其市场竞争力强，在手合同量大，处于国内乃至全球行业领先地位。近三年，基建类新签合同金额逐年增长，其中，道路与桥梁建设、基建投资业务以及海外工程增长迅速，占2014年新签订基建建设类合同的50%以上。

表7 2012~2014年度中国交建新签、在建基建建设合同情况（单位：亿元）

	2012年		2013年		2014年	
	新签合同	在建合同	新签合同	在建合同	新签合同	在建合同
基建建设类	4,230.55	6,198.00	4,505.51	6,537.06	4,968.21	7,206.69
其中：港口建设	620.51	--	424.56	--	456.39	--
道路与桥梁建设	989.32	--	1,535.45	--	1,319.19	--
铁路建设	97.53	--	155.70	--	214.30	--
投资业务	1,250.21	--	585.35	--	1,006.88	--
海外工程	754.17	--	1,042.40	--	1,054.96	--
其他项目	518.81	--	762.05	--	916.49	--

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

如上表所示，2012~2014年，中国交建基建类新签合同额分别为4,230.55亿元、4,505.51亿元和4,968.21，新签基建合同额规模大，并保持稳定增长，其中，2014年新承接基建类工程造价金额同比增长10.27%。在建项目方面，截至2014年底，中国交建基建类在建项目合同总造价合计7,209.69亿元，同比增长10.24%，是中国交建2014年基建业务收入的2.42倍，可为其业务收入的持续增长提供有力的保障。

表8 2014年中国交建签订的重大基建项目情况（单位：亿元）

类别	项目名称	项目金额
港口建设	广东省珠海港高栏港区集装箱码头二期项目	11.16
	广东省雷州电厂海域工程EPC项目	9.36
	广东省深圳港西作业区集装箱码头项目	6.20
	福建省福州港松下港区牛头湾作业区泊位工程-陆域项目	6.16
	江苏省盐城港滨海港区煤炭码头一期工程(SG-06标段)	6.07
道路与桥梁建设	青海省国道310线大力加山（省界）至循化、循化至隆务峡段公路工程项目	79.24
	广东省清远市2014年中心区域基础设施建设项目	35.53
	浙江省乐清湾大桥及接线工程	27.33
	河北省胶泥湾至西洋河（冀晋界）公路土建工程SG1标项目	26.42
铁路建设	广东省广州市虎门二桥S2、S3标段项目	25.47
	上海至南通铁路沪通长江大桥工程施工总价承包1标段项目	39.92
	张家口至呼和浩特铁路站前期工程5标段项目	24.56
	杭州至黄山铁路站前及相关工程HHZQ-5标段项目	21.60
	怀化至邵阳至衡阳铁路站前工程施工总价承包8标段项目	19.43
投资业务	京沈铁路客运专线河北段站前工程JSJSG-6项目	18.80
	广东省佛山轨道交通BOT项目	198.00
	云南省蒙文砚高速公路BOT项目	155.08
	云南省曲宣高速公路BOT项目	93.84
	广州南沙新区明珠湾区起步区城市开发与建设项目	82.00
海外工程	云南省新嵩昆高速公路BOT项目	75.48
	黑山南北高速公路项目	11.10（亿美元）
	莫桑比克马普托-卡滕贝大桥及其连接线项目	7.25（亿美元）
	加蓬让蒂尔港至翁布韦道路（93公里）建设工程项目	6.63（亿美元）
	沙特吉赞JIGCC取排水口项目	5.12（亿美元）
	也门亚丁港集装箱码头扩建项目	5.07（亿美元）

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

从2014年中国交建签订的重大项目地域分布情况来看，项目地域分布广泛，分散在中国各地及非洲部分区域，工程的区域集中度不高；从金额上看，中国交建新签订重大工程造价基本都在100亿元以内，个别投资业务项目超过100亿元，相较于2014年的基建业务营业收入，单个工程造价均处于一般水平，项目集中度一般，有利于分散单个项目金额过大导致的经营风险。

原材料采购方面，中国交建基建施工所需原材料主要包括钢铁、水泥、燃料、沙石料及沥青等，原材料占生产成本的60%左右。中国交建在采购原材料时，通常不与有关供应商订立长期供应合同或保证，而是按特定项目与供应商订立采购合同，合同期从一年到五年不等。原材料结算一般按照工程收款情况安排支付，不同合同存在较大差异。

在道路及桥梁建设业务方面，中国交建是世界领先的公路、桥梁、隧道设计及建设企业，也是国内重要的铁路建设企业。我国沿海及内河的大中型港口和航道、高等级主干线公路、大型特

大型桥梁隧道等交通基础工程绝大部分都是由中国交建主持设计、施工。

在港口建设方面，中国交建是中国最大的港口设计及建设企业，持有政府批授有关进行港口建设工程仅有的三项特级资质证书，建国以来参与设计了中国几乎所有的主要沿海港口。

在海外工程方面，中国交建积极实施国际化战略，在120多个国家和地区开展业务，其中非洲、中东和美洲是公司海外业务的重点市场；从项目类型上看，公路与桥梁、港口建设占比合计69%。联合评级也关注到，非洲及中东等部分地区由于各种原因，其政治及经济状况通常存在一定的不稳定因素，可能会给中国交建在相关国家或地区的海外业务带来一定的风险。

基建设计、疏浚及装备制造业

除基建业务外，中国交建核心业务还包括基建设计、疏浚及装备制造业，2014年，三项业务收入在中国交建的营业收入中的占比约为20%。同时，三项业务均处于国内乃至全球领先地位。

2012~2014年，中国交建基建设计、疏浚及装备制造业新签合同总额分别为918.65亿元、927.10亿元和1,115.96亿元，新签合同金额规模大，总体稳定增长。在执行项目方面，截至2014年底，其基建设计、疏浚及装备制造业等在执行项目合同总造价合计976.11亿元，可有力支持相关业务收入的持续增长。

表9 2012~2014年度中国交建新签和在执行基建设计、疏浚及装备制造合同情况（单位：亿元）

类别	2012年		2013年		2014年	
	新签合同	在执行合同	新签合同	在执行合同	新签合同	在执行合同
基建设计	235.70	340.00	251.91	355.45	311.37	407.36
疏浚工程	386.48	288.80	393.36	297.60	423.32	346.49
装备制造	246.15	162.55	278.50	190.26	330.32	215.46
其他业务	50.32	15.90	3.33	0.18	50.95	6.80
合计	918.65	807.25	927.10	843.49	1,115.96	976.11

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

基建设计方面，中国交建是我国主要的道路及桥梁设计服务供应商，拥有多项工程勘察综合类甲级资质、工程设计综合类甲级资质以及公路行业设计甲级资质。中国交建负责制定高等级公路的设计与管理标准，几乎承担了所有国道主干线高等级公路、跨江跨海特大型桥梁的规划和勘察设计。

疏浚工程方面，中国交建为世界第一大的疏浚企业（以耙吸船总舱容量和绞吸船总装机功率计算），截至2014年底，其拥有的疏浚产能按照标准工况条件下约为7.6亿立方米。

装备制造方面，中国交建是全球最大的集装箱起重机制造商，其80%以上产品出口海外市场，占据世界岸桥市场75%以上的份额。2014年，中国交建积极抢占高端、高附加值海洋工程装备市场，自主设计、建造的300英尺自升式钻井平台“振海1号”以及美国最大浮船项目完工交付，铺管船实现了系列化、标准化的制造与销售，国内风电安装平台、世界最大的港口闸门钢结构项目稳步推进，确保了港口机械产品在行业中的世界绝对领先地位。

2015年9月，中国交建实现收入2,798.33亿元，较上年同期增加10.85%，实现营业利润127.11亿元，较上年同期增加4.17%，实现净利润101.02亿元，较上年增加2.99%。

总体来看，中国交建以基建建设为核心业务，收入规模大，竞争力极强，该板块收入平稳增长，在手合同金额较大，未来有望继续保持增长；同时，中国交建在基建设计、疏浚和装备制造业方面也极具竞争力；其产品板块丰富，多产业协同发展，有利于综合竞争力的进一步增强。

2. 财务情况

中交集团提供的 2013 年财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，2014 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）¹ 审计，均出具了标准无保留审计意见。2014 年，中交集团新纳入合并范围的子公司 73 家，不再纳入合并范围的子公司 12 家，变化的各子公司规模不大，考虑到中交集团的整体规模，对中交集团财务数据的可比性影响较小，财务数据可比性强。2015 年 9 月份中交集团财务报表未经审计。

截至 2014 年底，中交集团合并总资产总额 6,619.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 1,448.54 亿元；2014 年，中交集团实现营业收入合计 3,704.22 亿元，净利润（含少数股东损益）140.33 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.70 亿元，现金及现金等价物净减少额 106.67 亿元。

截至 2015 年 9 月底，中交集团合并资产总额 7,743.56 亿元，负债合计 6,017.59 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,725.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 906.69 亿元。2015 年，中交集团实现营业收入 2,820.01 亿元，净利润（含少数股东权益）102.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 64.63 亿元；经营活动产生的现金流量净额-121.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 288.42 亿元。

资产质量

截至 2015 年 9 月底，中交集团资产总额 7,743.56 亿元，较年初增长 16.98%，主要系非流动资产增加较快所致。从资产构成看，中交集团的资产仍以流动资产（占 56.91%）为主，流动资产占比较高。

截至 2014 年底，中交集团流动资产合计 3,815.76 亿元，其中以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，分别占流动资产的 21.76%、15.81%、12.04% 和 35.74%。截至 2014 年底，中交集团货币资金合计 830.32 亿元，以银行存款为主，占比为 90.86%，现金类资产充足；此外使用受限的货币资金为 74.84 亿元，主要系银行本票存款、汇票存款等。截至 2014 年底，中交集团应收账款账面价值为 650.52 亿元，主要系应收工程款，其按合同约定的条款根据项目进度收取项目工程款，按照完成的约定工程进度确认收入，并在约定的条件下发出账单，确认应收款项；中交集团使用单项测试和账龄分析相结合的方式共计计提坏账准备 47.18 亿元。截至 2014 年底，中交集团其他应收款合计 459.52 亿元，主要系押金、代垫款、履约保证金及投标保证金等，其他应收款伴随业务规模的增长而增长。截至 2014 年底，中交集团存货账面价值为 1,363.63 亿元，作为工程建筑企业，其存货主要以原材料（占 10.02%）、开发成本（占 27.61%）和已完工未结算款（占 53.44%）为主；中交集团共计提存货跌价准备 14.94 亿元，主要系工程成本高于预期收入所致。

截至 2014 年底，中交集团非流动资产 2,803.68 亿元，主要由长期应收款、固定资产、无形资产和可供出售金融资产为主，分别占非流动资产的 27.62%、19.04%、35.07% 和 7.95%。截至 2014 年底，中交集团长期应收款账面价值合计 774.47 亿元，主要系应收工程保证金、BT 合同等应收款以及部分工程款等。截至 2014 年底，中交集团固定资产合计 533.78 亿元，其中以施工船舶（占 32.74%）、房屋建筑物（占 30.46%）、机器设备（占 20.78%）及运输设备（占 10.21%）为主；固定资产成新率为 53.66%，成新率一般。截至 2014 年底，中交集团无形资产为 983.12 亿元，主要为 BOT 特许经营权（886.51 亿元）以及土地使用权（91.98 亿元）等。截至 2014 年底，中交集团可供出售金融资产为 222.94 亿元，主要为中交集团以战略投资者身份投资的在证券交易所上市的股票资产，被投资方主要为中交集团的战略合作伙伴。

¹2013 年，中瑞岳华会计师事务所与国富浩华会计师事务所合并为瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）

截至 2015 年 9 月底，中交集团资产合计 7,743.56 亿元，较年初增长 16.98%，其中流动资产和非流动资产分别占 56.91% 和 43.09%，资产结构变化不大。

总体看，伴随中交集团业务规模扩大，近三年资产增长较快，整体规模大；货币资金充足，存货占比较高；整体看，资产结构稳定，资产质量较好。

负债及所有者权益

伴随中交集团资产规模的扩大，负债规模也相应增长，近三年年均复合增长 22.90%。截至 2014 年底，中交集团负债合计 5,170.90 亿元，其中流动负债合计 3,482.86 亿元（占 67.36%），非流动负债合计 1,688.04 亿元（占 32.64%），与资产结构较匹配。

截至 2014 年底，中交集团流动负债 3,482.86 亿元，其中短期借款、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债的占比较大，分别为 19.91%、37.72%、21.03% 和 5.67%。截至 2014 年底，中交集团短期借款合计 693.30 亿元，三年复合增长率为 14.65%，主要系根据生产经营对流动资金的需要增加短期借款所致；其中主要为信用借款、保证借款及质押借款等。伴随中交集团业务规模的扩大，应付工程、应付材料等款项也相应增长，截至 2014 年底，中交集团应付账款为 1,313.79 亿元。截至 2014 年底，中交集团预收账款合计 732.35 亿元，近三年复合增长率为 16.11%，主要包括预收工程款和已结算未完工款项；主要系中交集团业务不断增长，加之竞争实力的持续提升，谈判能力不断增强，在签订合同时获得了更有利的资金收支条款所致。此外，截至 2014 年底，中交集团一年内到期的非流动负债为 159.68 亿元。

截至 2014 年底，中交集团的非流动负债合计 1,688.04 亿元，其中主要为长期借款 1,096.56 亿元（占 64.96%）、应付债券 338.35 亿元（占 20.04%）和长期应付款 93.19 亿元（占 5.52%）。截至 2014 年底，中交集团长期借款为 1,096.56 亿元，复合增长率为 61.50%，增长较快，主要系随着中交集团承揽大型项目数量的增加，以及对装备制造、BOT/BT 及资源型项目的开发力度增大，中交集团对长期资金的需求逐渐增加所致。截至 2014 年底，中交集团的应付债券合计 338.35 亿元，较年初增长 21.16%，主要系子公司发行公司债券、短期融资券及中期票据所致。截至 2014 年底，中交集团的长期应付款合计 93.19 亿元，较年初增长 81.88%，主要系应付长期质保金以及融资租入固定资产所产生的应付融资租赁款等。

从负债水平来看，中交集团 2014 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.12%、64.34% 和 51.34%；资产负债水平较高，符合中交集团所处行业特征，整体债务负担较重，但仍处可控水平。

截至 2015 年 9 月底，中交集团负债规模合计 6,017.59 亿元，较年初增长 16.27%，负债结构较年初变化不大。

截至 2014 年底，中交集团所有者权益合计 1,448.54 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 859.15 亿元，占比为 59.31%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 6.82%，资本公积占 22.89%，盈余公积占 4.48%，未分配利润占 51.98%。整体看，中交集团所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2015 年 9 月底，中交集团所有者权益合计 1,725.97 亿元，较年初增长 19.15%，主要系股本和未分配利润增长所致。

伴随中交集团未分配利润和资本公积增长，截至 2015 年 9 月底，中交集团所有者权益合计 1,725.97 亿元，较年初增长 19.15%。其中，归属于母公司所有者权益为 906.69 亿元；归属于母公

司所有者权益中，股本占 3.68%，资本公积占 12.48%，盈余公积占 1.80%，未分配利润占 29.61%，所有者权益构成中未分配利润占比较高，稳定性有待提高。

总体看，中交集团所有者权益增长较快；但其中未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

盈利能力

近三年，中交集团营业收入保持较快增长，年均复合增长率为 11.36%；而受所得税费用上升以及财务费用增长等因素影响，净利润年均复合增长率为 10.10%，增长率低于营业收入增长率。2014 年，中交集团实现营业收入 3,704.22 亿元，实现净利润 140.33 亿元。

从期间费用来看，2014 年中交集团期间费用总额 264.07 亿元，年均复合增长率为 20.42%，其中，受有息债务规模增长影响，财务费用年均复合增长 38.62%。2014 年期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 2.61%、70.37%和 27.02%。2014 年费用收入比为 7.13%，较上年增长 1.2 个百分点，整体费用控制能力仍属较好。

2014 年，中交集团公允价值变动损失为 1.67 亿元，主要来自衍生金融资产中远期外汇合同损失；此外，中交集团 2014 年实现投资收益 35.49 亿元，年均复合增长 96.70%，主要系处置重庆万里万达高速公路有限公司和北京一二零一印刷厂的长期股权投资收益。

2014 年中交集团总资本收益率和总资产报酬率分别为 6.59%和 5.45%，分别较上年小幅提升 0.29、0.07 个百分点；净资产收益率指标为 19.38%，较上年小幅下降 0.37 个百分点。

2015 年 1~9 月，中交集团实现营业收入 2,820.01 亿元，同比增长 10.98%；实现净利润 102.33 亿元，同比增长 4.08%。

整体看，中交集团盈利规模大并保持持续增长，整体盈利能力比较稳定。

现金流

受工程建设支出和回款资金波动影响，中交集团经营活动现金流量整体有所波动，由现金净流入转变为现金净流出。2013~2014 年，中交集团经营活动产生的现金流量净额分别为 14.64 亿元和 -2.70 亿元。2014 年，经营活动产生的现金流入量为 3,583.34 亿元。近两年，中交集团现金收入比分别为 90.98%和 94.67%，考虑到其工程项目结算周期长，收入实现质量尚可。

近两年，中交集团投资活动产生的现金流量净额分别为 -258.76 亿元和 -480.58 亿元。2014 年，中交集团的投资活动现金流净流出有所增加，主要系其购建 BOT 项目及增加固定资产较多所致。

筹资活动主要系中交集团取得的借款、偿还借款及利息，2013~2014 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 393.67 亿元和 377.80 亿元。由于中交集团投资需求较大，经营现金流不能满足，故存在较大的筹资需求。

2015 年 1~9 月，中交集团经营现金流量净额为 -121.17 亿元；投资活动现金流量金额为 -360.79 亿元；筹资活动现金流量金额为 766.85 亿元。

总的来看，中交集团经营活动现金流多为净流入状态；但中交集团基建业务等项目建设投入规模较大，存在较大的对外融资需求。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底中交集团流动比率和速动比率分别为 1.10 倍和 0.70 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可；现金短期债务比为 0.79 倍，现金类资产充足，对短期债务的保障程度较高；由于经营净现金流为流出状态，经营现金流动负债比为 -0.08%，对流动负债的保障程度较低。总体上看，中交集团现金资产充足，短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2013~2014年中交集团 EBITDA 分别为 302.61 亿元和 354.05 亿元；其中，2014 年中交集团 EBITDA 中，利润总额占 50.92%，计入财务费用的利息支出占 26.06%，折旧和摊销占 23.02%；同期，EBITDA 利息倍数分别为 4.31 倍、3.46 倍和 2.71 倍，EBITDA 全部债务比为 0.18、0.15 和 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保障程尚可，长期偿债能力较好。

对外担保方面，截至 2014 年底，中交集团主要为重庆万利万达高速公路有限公司、重庆铜永高速公路有限公司等提供担保合计 2.45 亿元，担保金额较小，或有风险不大。

根据中国人民银行征信中心的《企业信用报告》（编号为 G1011010204321840E），截至 2016 年 1 月 6 日，中交集团无关注类或不良类的未结清贷款或已结清贷款记录，过往债务履约情况良好。

考虑到中交集团资产和盈利规模大，基建等业务板块竞争力极强；加之其大型央企背景、领先的市场地位和规模优势，各板块产业协同发展态势良好，有利于进一步提升中交集团的综合竞争力。总体上看，中交集团整体偿债能力极强。

3. 担保效果评价

以 2014 年底财务数据测算（假设本期发行规模为 10 亿元），本期债券发行规模占担保方中交集团资产总额的 0.13% 和所有者权益总额的 0.69%，整体占比很低，中交集团的担保对债券的保护程度高。

总体看，中交集团资产和盈利规模大，本期债券发行规模占其资产的比重很低，其担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

九、综合评价

2015 年，中房地产股份有限公司由于开发节奏加快和结转项目增长等原因，公司房地产板块销售收入增速较快，且签约销售面积和金额明显增加，预收款项规模大幅增长，对公司未来收入形成支撑；公司进一步增加苏州和重庆地区土地规模，强化区域竞争优势。同时，公司房地产项目分部较为集中，未来面临一定去化压力；公司在建项目后续投资支出较多，以及公司债务压力较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来随着公司在建项目的开发和销售，以及预售项目的完工结转，公司收入规模和盈利水平有望提高。

担保方中交集团依靠较大规模基础设施建设主业继续保持突出竞争力，经营情况良好，盈利能力较好；基于中交集团整体实力和大型中央企业背景，其对本次债券的信用状况仍有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 中房私”的债项信用等级为“AAA”。

。

附件1 中房地产股份有限公司
主要财务指标

项目	2013年	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	46.45	60.88	81.27	94.68
所有者权益(亿元)	28.08	29.50	29.71	29.64
短期债务(亿元)	0.19	2.04	2.88	2.88
长期债务(亿元)	8.95	20.46	29.22	39.89
全部债务(亿元)	9.14	22.50	32.10	42.76
营业收入(亿元)	8.55	7.08	11.12	1.64
净利润(亿元)	0.47	0.67	0.28	-0.07
EBITDA(亿元)	0.84	1.35	0.85	--
经营性净现金流(亿元)	-15.89	-13.82	-5.82	2.36
应收账款周转次数(次)	3,092.29	2,812.14	4,668.92	--
存货周转次数(次)	0.23	0.11	0.15	--
总资产周转次数(次)	0.23	0.13	0.16	0.02
现金收入比率(%)	112.40	67.97	147.13	346.28
总资本收益率(%)	1.90	1.76	0.52	--
总资产报酬率(%)	1.96	2.52	0.67	--
净资产收益率(%)	2.09	2.34	0.94	--
营业利润率(%)	24.14	24.65	17.23	16.68
费用收入比(%)	11.55	16.67	13.13	20.82
资产负债率(%)	39.54	51.55	63.44	68.69
全部债务资本化比率(%)	24.55	43.27	51.93	59.06
长期债务资本化比率(%)	24.17	40.96	49.58	57.37
EBITDA利息倍数(倍)	2.51	0.82	0.34	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.09	0.06	0.03	--
流动比率(倍)	4.59	5.40	3.55	3.69
速动比率(倍)	1.20	0.59	0.77	0.84
现金短期债务比(倍)	33.91	2.69	2.30	6.69
经营现金流动负债比率(%)	-168.75	-126.47	-26.10	9.40

注：2016年一季度相关财务指标未年化。

附件2 中国交通建设集团有限公司
主要财务指标

项目	2013年	2014年	2015年9月
资产总额(亿元)	5,383.79	6,619.44	7,743.56
所有者权益(亿元)	1,159.84	1,448.54	1,725.97
短期债务(亿元)	1,014.61	995.14	1,199.56
长期债务(亿元)	1,004.27	1,434.91	1,969.81
全部债务(亿元)	2,018.88	2,430.05	3,070.90
营业收入(亿元)	3,357.64	3,704.22	2,820.01
净利润(亿元)	123.62	140.33	102.33
EBITDA(亿元)	302.61	354.05	--
经营性净现金流(亿元)	14.64	-2.70	-121.17
应收账款周转次数(次)	5.64	5.77	--
存货周转次数(次)	2.89	2.58	--
总资产周转次数(次)	0.68	0.62	0.73
现金收入比率(%)	90.98	94.67	102.43
总资本收益率(%)	6.30	6.59	--
总资产报酬率(%)	4.47	4.54	--
净资产收益率(%)	11.13	10.76	--
营业利润率(%)	10.58	11.23	11.14
费用收入比(%)	5.93	7.13	7.16
资产负债率(%)	78.46	78.12	77.71
全部债务资本化比率(%)	63.51	62.65	64.02
长期债务资本化比率(%)	46.41	49.76	52.02
EBITDA利息倍数(倍)	3.46	2.71	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.15	0.15	--
流动比率(倍)	1.09	1.10	1.14
速动比率(倍)	0.74	0.70	0.73
现金短期债务比(倍)	0.93	0.86	0.91
经营现金流动负债比率(%)	0.47	-0.08	-3.13

注：2015年三季度相关财务指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2]×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。