

信用等级公告

联合[2015]499 号

当代节能置业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对当代节能置业股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券进行综合分析和评估，确定：

当代节能置业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

当代节能置业股份有限公司拟发行的 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年九月十日

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)

当代节能置业股份有限公司

2015 年面向合格投资者公开发行公司债券

信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：10 亿元

本次债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：分期付息，到期一次还本

评级时间：2015 年 9 月 10 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	86.38	96.91	123.33	127.37
所有者权益(亿元)	12.30	18.29	29.42	33.06
长期债务(亿元)	10.17	9.97	4.70	6.35
全部债务(亿元)	12.60	12.35	11.49	17.10
营业收入(亿元)	24.76	38.76	43.75	20.71
净利润(亿元)	3.42	6.11	7.46	3.65
EBITDA(亿元)	5.80	8.66	10.78	--
经营性净现金流(亿元)	18.38	8.85	8.47	-9.13
营业利润率(%)	33.11	30.08	31.75	32.96
净资产收益率(%)	--	39.98	31.27	11.67
资产负债率(%)	85.76	81.13	76.15	74.04
全部债务资本化比率(%)	50.60	40.30	28.09	34.09
流动比率	1.20	1.23	1.19	1.23
EBITDA 全部债务比	0.46	0.70	0.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	8.90	8.07	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.58	0.87	1.08	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

3、2015 年上半年财务数据未经审计、相关指标未年化。

4、公司未提供 2011 年财务数据，所涉指标未计算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对当代节能置业股份有限公司（以下简称“公司”或“节能置业”）的评级反映了公司作为“绿建”细分领域较为知名的房地产开发企业，在综合实力、开发规模、技术优势、经营模式、品牌影响力、土地储备等方面所具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资金需求压力较大等不利因素对公司经营形成的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续竣工，公司的收入规模有望持续增长，公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，预期房地产行业将进入稳健发展阶段。

2. 公司在“绿建”细分市场从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高，拥有一定的竞争力。

3. 公司注重流程化管理，严格把控建造节点，对项目开发过程实现精细化管理，有效实现项目建设的高速运转。

4. 公司经营比较稳健，有息债务负担不重，整体偿债能力较强。

关注

1. 房地产作为周期性行业受宏观调控等

多重因素影响，同时房地产项目开发时间较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 公司战略规划要求公司实现高速运转并持续扩大公司经营规模，经营规模的增长对公司的管理、资金运作带来较大压力。

3. 公司布局涉足“代建”、“咨询”等业务，“多元化”的经营对公司运营管理带来一定挑战。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@unitedratings.com.cn

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@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.unitedrating.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与当代节能置业股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与当代节能置业股份有限公司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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因当代节能置业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由当代节能置业股份有限公司提供，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当代节能置业股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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

当代节能置业股份有限公司（以下简称“公司”）前身系北京当代鸿运房地产经营开发有限公司（以下简称“当代鸿运”），于2000年9月由当代投资集团有限公司和北京鸿运置业股份有限公司共同出资设立，初始注册资本12,000.00万元。经历次变更后，当代鸿运注册资本增至44,503.32万元，其中当代红华置业有限公司（后更名为“当代绿色实业有限公司”）占比93.726%，新华联控有限公司占比1.875%，张雷、陈音、李晶、张鹏、姜鹏、范庆国及韩凤国7位股东共占比4.399%。

2008年，当代鸿运根据股东会决议整体改制为股份有限公司，名称变更为现名，以净资产80,000.00万元折为股份，余额计入资本公积。2011年6月，全体股东一致通过协议，原股东张雷持有股权1.875%，李晶持有股权0.475%，陈音持有股权0.475%，范国庆持有股权0.412%，张鹏持有股权0.412%及韩凤国持有股权0.125%转让给北京绿建工程项目管理有限公司。

截至2015年6月底，公司总股本为8亿股，当代绿色实业有限公司持有公司96.226%的股权，北京绿建工程项目管理有限公司占3.774%，最终实际控制人为当代置业（中国）有限公司（以下简称“当代置业”）。当代置业设立于2000年1月，并于2013年在香港联合交易所上市，股票代码：1107.HK。

公司经营范围为：许可经营项目：以下内容限分支机构经营：住宿（卫生许可证有效期至2016年5月7日）；中型餐馆（含凉菜、不含裱花蛋糕、不含生食海产品）（餐饮服务许可证有效期至2015年11月25日）；现场制售面包、糕点（含裱花蛋糕）（餐饮服务许可证有效期至2015年7月29日）；美容（限非医疗美容）（卫生许可证有效期至2016年8月5日）；航空客运销售代理。一般经营项目：房地产开发，销售自行开发的商品房；建筑节能技术服务；节能楼宇控制技术，技术服务，技术培训；技术开发，技术推广，技术转让，技术中介服务；建设工程项目管理；货物进出口、技术进出口、代理进出口；物业管理；投资及投资管理；经济信息咨询；会议服务；承办展览展示；酒店管理；机动车公共停车场服务；汽车租赁；设计、制作、发布、代理广告；销售服装鞋帽、体育用品、文化用品、家用电器、珠宝首饰、工艺美术品、针纺织品、日用品；打字、复印、传真；花卉租赁；出租商业用房。

2015年6月，公司本部对组织架构进行进一步梳理，下设计划财务中心、行销客服中心、土地投资中心、经营开发中心、研发设计院、五个三工作中心、工程管理中心、人力资源中心及信息运营中心等职能部门。截至2015年6月底，公司拥有北京东君房地产开发有限公司、北京当代摩码投资管理有限公司、山西当代红华置业有限公司、上海当代摩码置业有限公司等全资子公司27家，控股子公司10家，此外，公司还有参股公司2家，联营公司1家，合营公司11家。截至2015年6月底，公司拥有在职员工805人。

截至2014年底，公司合并资产总额123.33亿元，负债合计93.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.42亿元。2014年公司实现营业收入43.75亿元，净利润（含少数股东损益）7.46亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为7.23亿元；经营活动产生的现金流量净额8.47亿元，现金及现金等价物净增加额11.27亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总额127.37亿元，负债合计94.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.06亿元。2015年1~6月公司实现营业收入20.71亿元，净利润（含少数股东损益）3.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.45亿元；经营活动产生的现金流量净额-9.13亿元，现金及现金等价物净增加额-7.36亿元。

公司注册地址：北京市东城区香河园街1号10号楼当代节能置业中心三、四层；法定代表人：张雷。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“当代节能置业股份有限公司 2015 年面向合格投资者公开发行公司债券”，预计发行规模为人民币 10 亿元。本次债券的期限为不超过 5 年。本次债券向合格投资者公开发行（小公募方式），票面年利率由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定共同协商确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。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。

2. 本次债券募集资金用途

公司拟将本次债券募集资金扣除发行费用后，用于偿还公司债务和补充营运资金。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务。房地产行业在国民经济中具有关联度高、带动性强的特点，是国民经济的支柱性行业。

1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一

二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米，比上年增长16.1%，增幅同比增长2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，比上年增长13.5%，增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），比2013年回落9.3个百分点。其中，住宅投资64,352亿元，较上年增长9.2%，住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年，房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米，比上年增长9.2%。其中，住宅施工面积515,096万平方米，增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米，增长5.9%，增速回落2.2个百分点。其中，住宅竣工面积80,868万平方米，增长2.7%。

2015年1~6月份，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%（扣除价格因素实际增长5.7%）。其中，住宅投资29,506亿元，较上年同期增长2.8%，增速回落0.1个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.1%。2015年1~6月份，房地产开发企业房屋施工面积637,563万平方米，同比增长4.3%。其中，住宅施工面积444,447万平方米，较上年同期增长1.7%。房屋新开工面积67,479万平方米，较上年同期下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点。其中，住宅新开工面积46,891万平方米，较上年同期下降17.3%。房屋竣工面积32,941万平方米，较上年同期下降13.8%，降幅扩大0.5个百分点。其中，住宅竣工面积24,354万平方米，较上年同期下降16.5%。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

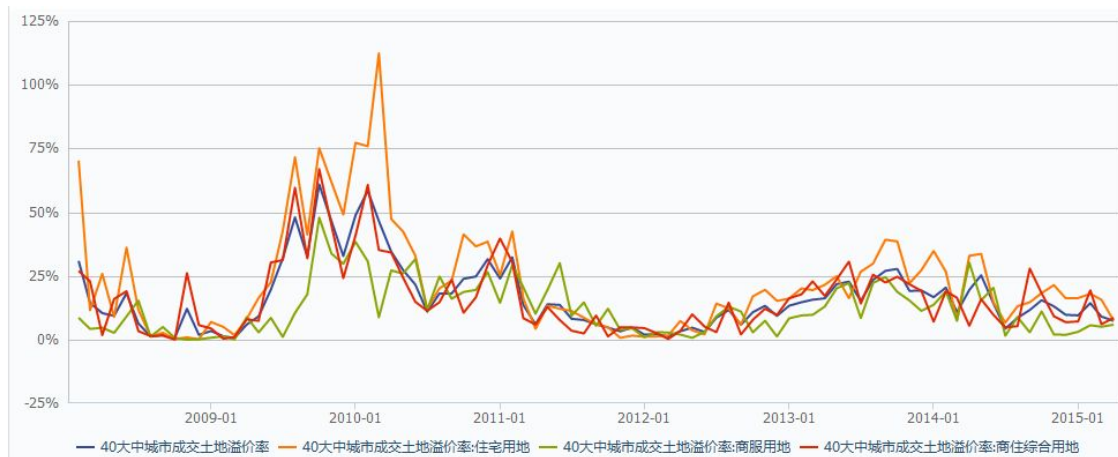
2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为

1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至2014年12月末，全国40个大中城市土地出让溢价率为9.55%，较上年末（为16.71%）下降近7.16个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图 1 2009 年以来全国 40 个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年，2014年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少26%、27%；与此同时，楼面均价却高达7,705元/平方米，同比上涨41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少44%；成交面积同比减少42%，但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为1,311亿元，占总额的68%。

相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少28%，土地溢价率仅为8%，同比下降8个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少26%；土地成交面积同比减少36%；土地出让金仅为7,538亿元，同比减少37%。

2015年1~6月，全国300个城市土地平均溢价率10%，较去年同期下降2个百分点；2015年6月，全国300个城市土地平均溢价率13%，较上月上升7个百分点，较去年同期上升8个百分点，平均溢价率有所回升。

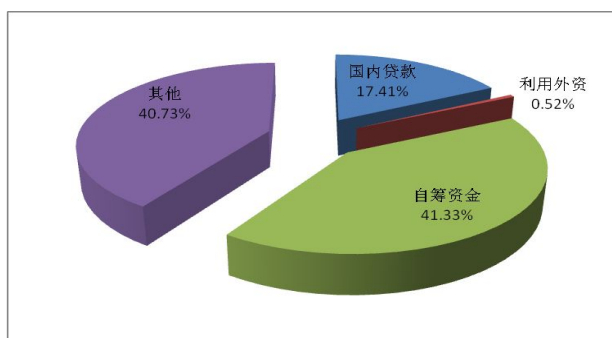
总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年以来由于土地供应量较大，

土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008 年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看，房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示，2014 年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，较 2013 年增长 26.5%。其中，国内贷款 21,243 亿元，同比增长 8.0%；利用外资 639 亿元，同比增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，同比增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，同比下降 8.8%。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，同比下降 12.4%；个人按揭贷款 13,665 亿元，同比下降 2.6%。

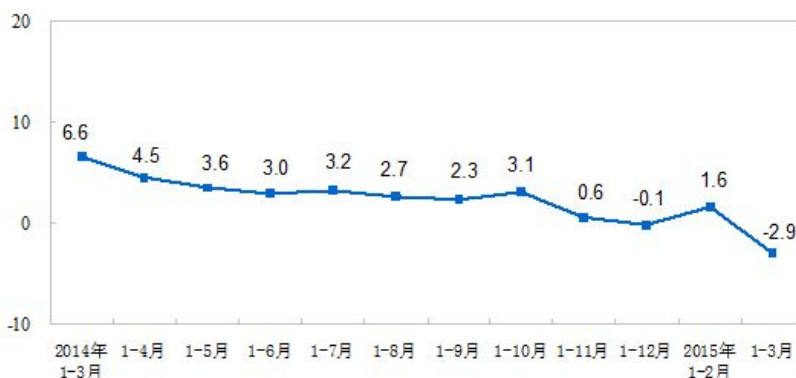
图 2 2014 年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015 年 1~6 月份，房地产开发企业到位资金 58,948 亿元，同比增长 0.1%。其中，国内贷款 10,831 亿元，较上年同期下降 4.1%；利用外资 179 亿元，较上年同期下降 3.9%；自筹资金 23,844 亿元，较上年同期增长 0.1%；其他资金 24,095 亿元，较上年同期增长 2.0%。在其他资金中，定金及预收款 14,120 亿元，较上年同期下降 0.9%；个人按揭贷款 7,163 亿元，较上年同期增长 10.0%。

图 3 2014 年以来全国房地产开发企业资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

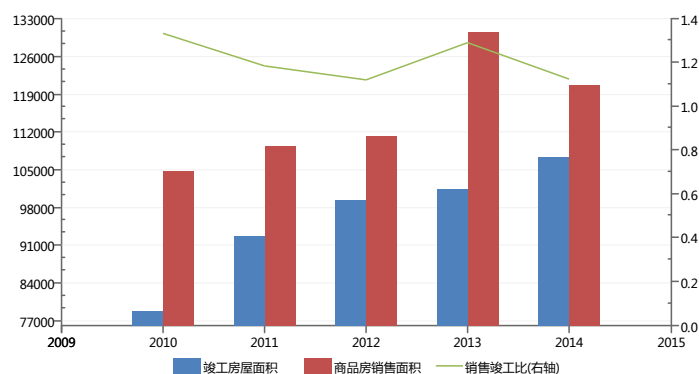
（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012 年，在一系列房

地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积 11.13 亿平方米，比上年增长 1.8%；其中，住宅销售面积增长 2%，办公楼销售面积增长 12.4%，商业营业用房销售面积下降 1.4%。商品房销售额 6.45 万亿元，增长 10%；其中，住宅销售额增长 10.9%，办公楼销售额增长 12.2%，商业营业用房销售额增长 4.8%。2013 年统计数据显示，房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.0%，增速下降 0.5 个百分点；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，下降 0.4%。2013 年，商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.3%，增速较上年回落 0.5 个百分点。2013 年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

2015 年 1~6 月份，商品房销售面积 50,264 万平方米，较上年同期增长 3.9%。其中，住宅销售面积较上年同期增长 4.5%，办公楼销售面积较上年同期下降 2.4%，商业营业用房销售面积较上年同期增长 3.5%。商品房销售额 34,259 亿元，较上年同期增长 10.0%。其中，住宅销售额较上年同期增长 12.9%，办公楼销售额较上年同期下降 1.8%，商业营业用房销售额较上年同期下降 1.2%。

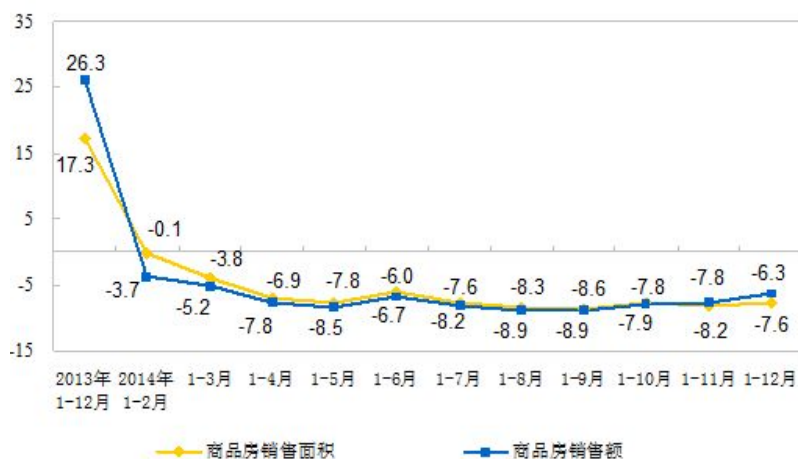
图 4 2010~2014 年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

图 5 2013 年以来全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



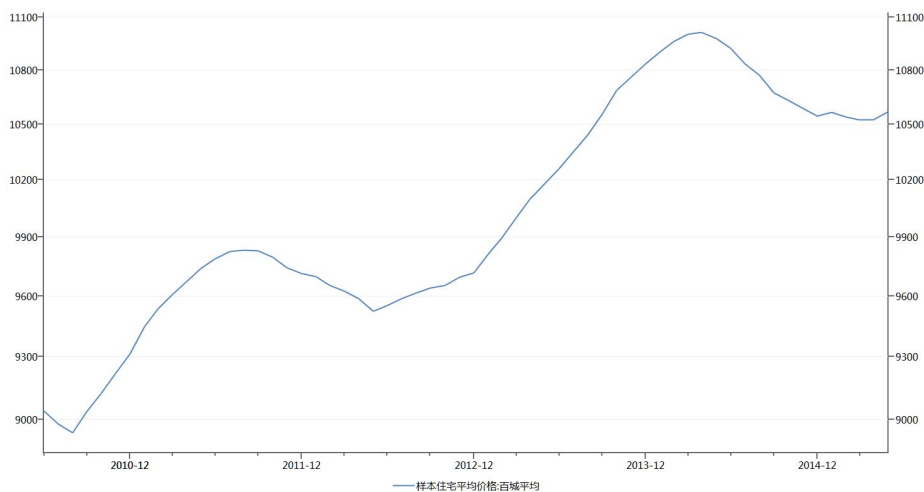
资料来源：国家统计局

总的来看，在经历了几年来的景气后，2014年以来，随着限购限贷等政策的逐步产生效果，行业增速放缓、景气度有所下降，2015年上半年，房地产开发景气指数有所回升。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，进入2015年以来，全国百城住宅平均价格在维持在2014年底以来的低位运行，如下图所示。

图6 近年来年全国百城住宅平均价格情况 单位：%



资料来源：wind 资讯

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基

本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，2015 年房价维持在相对地位运行，未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49%和 23.49%，分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2012 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年	央行多次降息，多地取消限购
2015 年 2 月	央行降息
2015 年 3 月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014 年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46 个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入 2015 年，国家房地产调控政策相继出台。2 月 28 日，央行决定自 2015 年 3 月 1 日起，金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.2 倍调整为 1.3 倍。3 月 30 日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付比例调整为不低于 40%；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。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。在目前国家政策依然支持居民自住、改善性住房需求的宏观政策背景下，预计房地产市场仍将保持平稳健康发展。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。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愈发难以持续。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。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014 年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司的主营业务为房地产开发与销售、商业物业运营及酒店运营，其中房地产开发与经营主要为多档次的“绿建”¹住宅项目开发销售，商业物业运营主要系所建住宅项目配套商业；酒店运营以蔓兰酒店为运营实体。

公司致力舒适节能的住宅产品研发、开发与运营，打造MOMA系列产品，利用可再生能源（如地源热泵、水源热泵、太阳能等）技术降低夏季制冷、冬季采暖、全年新风能耗，在中国科技节能地产领域有较好的品牌知名度，屡获外界各项荣誉肯定，如太原国际城MOMA、长沙当代万国府MOMA、南昌当代国际MOMA、长沙当代滨江MOMA、武汉光谷满庭春MOMA等项目获得“绿建二星设计标识”；仙桃满庭春MOMA1.1期获“可再生资源利用大奖”；南昌满庭春MOMA、北京当代MOMA获“中国绿色建筑三星运营标识”，该奖项全国仅五席，公司占两席。

经过十多年“绿建”房地产项目持续开发经营，截至2015年6月底，公司总资产和净资产分别达到127.37亿元和33.06亿元，截至2015年6月底，公司累计开发了北京当代MOMA项目、北京上第MOMA项目、北京MOMA万万树项目、太原万国城MOMMA等20个房地产项目，合计建筑面积达602.46万平方米，涉及北京、长沙、合肥、太原、武汉、南昌、九江、仙桃、美国休斯顿等多个区域。

总体看，公司作为国内“绿建”行业知名企业，开发规模中等，在“绿建”细分领域具有较高的品牌知名度和影响力，具有一定的竞争能力。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员8名，其中总裁1名，执行副总裁2名，副总裁2名，总裁助理2名，首席技术官1名，财务总监由副总裁兼任，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

张雷先生，1962年6月出生，汉族，硕士学位，当代置业（中国）有限公司创办人兼董事长，现任公司董事长，曾任中国国际人才交流中心有关人才管理及交流方面的部门经理，北京中际房地产开发有限公司总经理，北京当代城市房地产开发有限公司总经理，北京当代鸿运房地产运营开发有限公司总经理、董事长等职。

张鹏先生，1975年5月出生，回族，学士学位，现任当代节能置业股份有限公司执行董事兼总裁，当代置业（中国）有限公司执行董事兼总裁，曾任郎络电子商务有限公司助理总监，干通科技集团品牌推广等职务，自2001年11月至今担任公司执行董事兼总裁，曾获得中国地产金棕榈奖、2014~2015中国房地产新领军人物、2015中国房地产百强企业家等荣誉。

王强先生，1973年3月出生，汉族，大学本科，现任公司副总裁兼计划财务中心总监，曾任中农审计事务所审计助理、北京永晖投资集团主管会计，当代置业（中国）有限公司经理等职务。

截至2015年6月底，公司拥有在职员工805人，其中管理人员占比15.52%，工程人员占比15.99%，销售人员占比17.88%，技术人员占比10.12%，财务人员占比11.86%，营运人员占比10.45%，成本人员占比16.85%，其他辅助人员占比1.33%；从人员学历结构看，大学本科及以上学历占比71.88%，大学专科学历占比26.17%，大专及以下学历占比1.95%。

总体来看，公司团队从业经验丰富，员工岗位构成符合公司所属行业特点，员工素质能够满足目前经营需要。

¹ 即为“绿色建筑”，其基本内涵可归纳为1.减轻建筑对环境的负荷，即节约能源及资源；2.提供安全、健康、舒适性良好的生活空间；3.与自然环境亲和，做到人与建筑及环境的和谐共处、永续发展。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和《公司章程》的相关规定，设立股东大会、董事会和监事会，股东大会是公司的最高权力机构，董事会是公司最高权力执行机构，决定公司的一切重大事项，并向投资者负责。公司设立经营管理机构，负责公司的日常管理工作，并向董事会负责。

董事会由 5 名成员组成，包括董事长 1 名以及董事 4 名，由股东大会委派及撤换；董事长是公司的法定代表人，负责召集并主持董事会会议。监事会是公司常设的监察机构，对董事会及其成员和总经理等高级管理人员行使监督职能。监事会由 3 名监事组成，其中 1 名监事为职工监事。

公司设总裁 1 名，执行副总裁 2 名，副总裁 2 名，均由董事会聘请，任期三年。公司设总裁，总裁的职责是执行董事会的决议，组织领导公司的日常经营管理工作，副总裁协助总裁工作。总裁履行“全面负责公司的一切经营管理活动，主持日常工作”等职责。公司设立总裁办公会，所有日常重大经营决策均由总裁办公会审核通过。

总体看，目前公司治理结构健全，能适应公司的发展现状。

2. 管理体制

公司本部下设计划财务中心、行销客服中心、土地投资中心、经营开发中心、研发设计院、五个三工作中心、工程管理中心、人力资源中心及信息运营中心等职能部门。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目当地设立子公司，在业务量较大地区设立地区分公司。公司各职能部门对项目子公司相关部门实行垂直管理，非项目类子公司相对独立。公司通过一系列标准化制度及信息系统建设，实现了对各部门及项目子公司日常管理的制度化、规范化，同时借助互联网实现了管理实时化、远程化、可视化。

在资金管理方面，公司制定相关制度，明确公司资金管理、结算要求，加强资金业务管理和控制，资金由本部统一管理、运用，以进一步增强资金使用效率，提供资金使用安全性。对外融资、对外投资和对外担保全部由公司本部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；付款方面，子公司每周向公司本部提出下周资金计划，由本部审核后下拨资金。

对子公司的管理方面，公司主要子公司均为房地产开发项目公司，公司对房地产开发类子公司实行垂直管理，子公司业务独立性较低。子公司定期向本部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过实时关注、内部审计、专业检查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

公司在项目拓展和成本管理方面较为严格，从项目筛选、可行性研究、方案设计、采购、施工、销售整个项目流程均引入成熟的成本核算和控制机制，力求达到战略目标与成本控制的均衡。项目决策前期，相关部门需执行完整且合理的市场定位、项目成本分析、价格和利润预测等管理流程。项目确立后的采购和施工过程则严格执行招投标制度，并对中标方提供的产品和服务进行严格的质量管理。

在开发建设方面，公司将开发项目分为 100 个标准项，在项目成立之初即对其关键的节点时间予以确定。通过公司开发的办公系统实时对项目进度进行监控，使公司本部能对各项目进展进行实时了解，对于节点时间落后的项目，要求负责人对总裁办公会进行解释，通过事前、事中、事后等各种手段推进项目进度。

从采购方面来看，公司采购由五个三中心统一进行，五个三中心建立了主要原料及建设单位的准入库，并根据各单位资质、规模等因素赋予不同的星级，规模大的采购只能与星级高的企业合作。五个三中心每年对主要原料供应商和建设单位进行一次集中考核，并结合其日常合作情况作出年度星级调整或出入库调整。

总体看，公司管理制度较为齐全，目前主要职能部门运作情况正常。

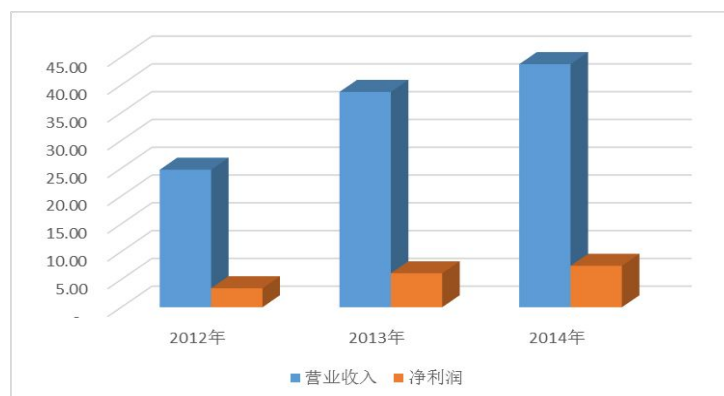
六、经营分析

1. 经营概况

公司业务经营主要包括房地产开发及销售、投资物业及酒店经营。投资物业即公司开发楼盘所附商业配套运营，酒店经营指北京现代万国城MOMA项目下蔓兰酒店运营。从各业务发展情况看，房地产开发业务经营时间较长，是公司收入的主要来源，但房地产开发业务受房地产政策影响较大，经营业绩存在较大波动性；投资物业规模即房地产开发存量项目所属商业配套，随着公司房地产开发规模增长，呈持续增长态势，收入规模也保持稳定增长；酒店经营业务收入稳定增长。

公司整体经营规模较大，2012~2014年，公司实现营业收入分别为24.76亿元、38.76亿元和43.75亿元，呈持续增长态势，年均复合增长32.94%；实现净利润分别为3.42亿元、6.11亿元和7.46亿元，呈持续增长态势，年均复合增长47.61%，增幅高于收入增幅。

图8 近三年公司营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报

公司主营业务突出，除2012年受土地一级开发收入²计入其他业务收入影响，主营业务收入占营业收入的比重为79.32%，2013~2014年，公司主营业务收入在营业收入占比分别为97.55%和98.36%，出售房地产开发产品是公司营业收入最重要的来源。2014年，公司实现营业收入中，出售房地产开发产品占比98.16%。

从公司业务的地区分布来看，经过十多年的发展，公司房地产开发业务已从北京拓展至长沙、合肥、太原、武汉、南昌、九江、仙桃、休斯顿等多个城市，从近三年营业收入实现情况来看，来自北京、湖南、太原收入占比较大。公司休斯顿项目主要系养老地产项目，现在尚处于建设期，未对外销售，该项目存在一定的政治风险。

表4 2012~2014年公司营业收入分地区情况（单位：亿元、%）

² 2012年，北京万国城MOMA后一宗土地需一级开发，因涉及多位万国城业主，北京政府交由公司子公司北京澳新纪元房地产开发有限公司进行一级开发，此外，公司无其他土地一级开发业务。

区域	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京	11.99	48%	11.72	30%	15.55	36%
湖南	5.59	23%	3.58	9%	16.50	38%
南昌	1.08	4%	7.07	18%	2.17	5%
九江	0.00	0%	5.00	13%	2.12	5%
仙桃	-	0%	1.34	3%	1.92	4%
太原	6.10	25%	10.05	26%	5.49	13%
美国	-	0%	-	0%	-	0%
总计	24.76	100%	38.76	100%	43.75	100%

资料来源：公司提供

从毛利率水平来看，由于房地产开发业务在公司主营业务中的占比很高，因此房地产开发的毛利水平对公司盈利规模的影响较大。受结算产品的结构变化、房地产市场波动等因素影响，公司房产销售毛利率持续下滑，近三年分别为47.66%、45.89%和43.12%，主要系公司近年来结转收入项目中，价格偏低型项目占比持续增大；公司投资物业主要系住宅配套商业经营，近年来随着市场行情变化，公司对外出租均价有所下降，商业物业毛利率呈持续下降趋势，近三年分别为79.12%、54.27%和48.03%。2012~2014年，公司分别实现毛利11.45亿元、17.82亿元和18.80亿元，毛利率分别为46.26%、45.98%和42.97%。

表5 2012~2014年公司营业收入、毛利及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	营业收入	毛利	毛利率	营业收入	毛利	毛利率	营业收入	毛利	毛利率
房地产开发	195,490.00	93,179.00	47.66	382,526.00	175,557.00	45.89	430,185.00	185,516.00	43.12
商业物业	3,194.00	2,527.00	79.12	3,359.00	1,823.00	54.27	3,737.00	1,795.00	48.03
其他	48,869.00	18,824.00	38.52	1,690.00	836.00	49.47	3,581.00	693.00	19.35
合计	247,553.00	114,530.00	46.26	387,575.00	178,216.00	45.98	437,503.00	188,004.00	42.97

资料来源：公司提供

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 20.71 亿元，较去年同期增长 3.00%，主要系太原万国城、长沙开福满庭春项目大规模结转收入所致；实现净利润 3.65 亿元，较去年同期下降 8.00%，主要系公司所投资的合营企业尚处于大规模销售阶段，销售费用支出较大，但尚未结转收入，暂时性处于亏损状态，导致公司投资收益暂时性存在较大损失所致。

总体看，公司房地产开发业务分布较广，经营规模中等，且呈持续增长态势；开发业务收入占比很高，受房地产政策影响较大，海外项目存在一定的政治风险；投资物业出租收入稳步增长，预期未来能为公司带来稳定的现金流补充。

2. 业务运营

公司业务运营包括房地产开发及销售、投资物业和酒店管理三个业务板块。

房地产开发

（1）项目开发

公司房地产开发业务集中于住宅业务，产品分为三条产品线：万国城产品线，主要系舒适享受型需求住宅；上品格产品线，主要系改善型需求住宅；满庭春产品线，主要系刚需兼改善型需

求住宅。此外，公司在北京地区也承接保障房等政府项目。公司将核心节能技术应用于各条产品线，万国城产品具有恒温恒湿恒氧的特性，通过天棚辐射制冷制热以及置换通风的系统技术，达到室内高舒适度的要求，主要应用于北方寒冷地区；上品格产品线提供恒温恒湿恒氧特性的高端住宅产品；满庭春产品线具有冬暖夏凉有热水的特性，分布在冬冷夏热地区。为了最大限度的发挥公司节能技术，获得市场溢价率，公司在进入新城市、新地区时均会针对当地气候条件对节能技术做出适当改善以满足客户高舒适度的要求。

目前，公司房地产开发涉及北京、长沙、合肥、太原、武汉、南昌、九江、仙桃、美国休斯顿等多个区域。同时，公司重点关注南京等国内经济较为发达的二线城市，拟配合公司节能技术开发择机进入。

自2013年始，公司要求各职能部门互相配合，在项目开发前对项目定位、目标客户、商业配套定位等实现精准定位，对项目开发严格执行“68-678-10”法则，“68”即获取土地后，项目应在6个月内开工，8个月内开盘，18个月内具备竣工条件；“678”即指项目第一次开盘销售时，供应量需占总可销售面积的60%以上，一周之内去化率达到70%，一个月去化率达到80%；“10”指项目开发应实现10个月现金流回正，公司不再投入资金，实现项目高周转运行。为了实现公司项目高周转运行模式，公司将项目开发过程细分为100项标准化工作，对各项目开发进度进行实时监控；公司工程管理中心通过对项目所在区域房地产市场的去化分析及周边主要竞争者销售情况分析，结合公司项目指标要求，确定每周房源供给数量，并每周对相关计划进行修订，以确保公司产品去化速度及财务指标的实现。

表6 2012~2015年6月公司主要开发数据情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
建设项目（个）	10	10	18	20
施工面积（万平方米）	99.64	141.32	161.24	125.84
新开工项目（个）	-	-	2	2
新开工面积（万平方米）	44.87	11.33	53.33	25.58
实现预售项目（个）	4	4	12	14
实现预售金额（亿元）	13.61	25.39	40.72	29.33
完成交付项目（个）	7	8	10	10
完成交付面积（万平方米）	18.2	36.71	46.67	23.73
房地产开发完成投资（亿元）	12.92	18.84	39.37	22.20
房屋竣工面积（万平方米）	5.78	8.74	36.00	27.37

资料来源：公司提供

注：以上数据含商业物业开发数据，房地产开发完成投资含建安成本和土地投资。

从项目开发数据来看，公司同时处于建设阶段的项目数量稳中有升。2012~2014年，公司施工面积持续快速增长，新开工面积受在建项目规模影响，年度波动较大，竣工面积整体持续上升，2014年竣工面积大幅增长。2012年，公司无新开工建设项目，主要是以前年度在建项目的持续开发，全年施工面积99.64万平方米，分布于10个项目，年内竣工面积5.78万平方米，交付使用面积18.20万平方米。2013年，年内无新开工建设项目，全年施工面积141.32万平方米，较上年有较大幅度上涨，年内竣工面积8.74万平方米，交付使用面积36.71万平方米，较上年均有一定程度增长；2014年，公司建设规模持续增长，新开工采育满庭春、东戴河白金海岸两个项目，年内新开工面积53.33万平方米。2014年公司全年施工面积合计161.24万平方米，分布于18个项目，年内竣工面积36.00万平方米，交付使用面积46.67万平方米，公司房地产开发规模保持持续增长。2015年1~6

月，公司施工面积125.84万平方米，维持增长态势。

2012~2014年，公司房地产开发完成投资分别为12.92亿元、18.84亿元和39.37亿元，投资规模随着建设规模增长呈持续增长态势；实现预售金额分别为13.61亿元、25.39亿元和40.72亿元，目前公司预售金额尚能覆盖投资支出。但随着公司规模高速扩张，公司存在一定筹资需求以满足日益增长的土地储备及工程建设需求。

从公司开发业务发展定位来看，公司项目开发规模一般，难以实现大型房地产企业的“规模化”发展道路。公司充分利用自身的绿色节能技术，专注“绿建”细分市场，并通过关联公司提供的高端管家式物业服务、定位准确的商业配套等提升产品附加值以实现产品溢价。

公司拥有房地产建筑工程施工总承包一级资质，节能技术在业内具有较好品牌知名度。近年来，公司越来越多的采用与优秀的业内企业合作开发的方式发展，避免同业竞争导致土地成本增加，同时可吸收优秀同业的领先之处，提高项目运行效率。公司拥有丰富的绿建项目施工经验，拟对外开展技术咨询、施工现场指导、项目代建等业务，作为开发业务的有益补充。

总体看，公司房地产开发的规模持续增长，公司建设项目稳中有升；近年来，公司年度施工面积和竣工面积持续增长。公司开发项目集中于住宅项目，业务发展较为单一。公司拟利用自身经验积累涉入“代建”、“咨询”业务领域，对公司的经营管理和整体运营提出了更高的要求。

（2）房屋销售

目前，公司房地产开发的销售模式采取以自行销售和代理销售结合的模式。公司项目主要由各项目公司组建自行销售团队，同时由子公司当代品业（北京）房地产经纪有限公司及外聘专业团队进行代理销售。

公司产品定价、销售策略确定等主要由行销服务中心负责，行销服务中心在公司拿地决策时介入，与土地投资中心合作，通过对市场容量、区划、客户构成、产品区间等分析，初步拟定项目前期定位、产品定位，经总裁办公会通过确定。公司根据项目产品定位、目标市场分析等确定营销策略，通过市场比较法、客户定价法、成本加成法进行加权平均，结合产品线具体财务目标回报率³确定销售价格区间，价格确定权限归属总裁办公会。

公司严格执行“68-678-10”法则，要求楼盘在最短时间内实现快速销售及资金及时回笼，以减少公司资金投入，实现高速周转。公司绿建技术较为成熟，在同区域同等楼盘销售中能取得10%~20%的销售溢价。

从销售数据来看，2012~2014年，房地产政策调控频率日趋频繁，但公司协议销售金额和协议销售面积均呈持续增长态势。2012年，公司当年实现协议销售金额28.37亿元、协议销售面积31.89万平方米，协议销售均价8,896元/平方米；2013年，房地产行业宏观调控持续进行，公司当年实现协议销售金额43.94亿元、协议销售面积37.31万平方米，较上年均有所增长，协议销售均价11,777元/平方米，增速明显，主要系北京当代MOMA、北京MOMA万万树、太原万国城MOMA销售价格较高所致；2014年，公司实现协议销售金额50.20亿元、协议销售面积55.14万平方米，协议销售均价9,104元/平方米，较上年有所下降，主要系采育满庭春项目、长沙开福满庭春项目、九江满庭春项目、仙桃满庭春项目等单价较低的项目开盘实现签约销售所致。

表7 2012~2015年6月公司房地产销售数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
实现预售项目（个）	4	4	12	14

³公司从财务指标角度将产品分为三类：即创造现金流也创造利润的项目、创造现金流的项目和创造利润的项目，公司赋予每类产品不同的目标回报率。

实现预售金额（万元）	13.61	25.39	40.72	29.33
协议销售面积（万平方米）	31.89	37.31	55.14	29.18
协议销售金额（亿元）	28.37	43.94	50.20	31.75
结转收入面积（万平方米）	18.2	36.71	46.67	--
结转收入（亿元）	19.55	34.25	43.02	--
协议销售均价（元/平方米）	8,896	11,777	9,104	10,882

资料来源：公司提供

注：达预售项目按当期在售项目数统计

从结转情况来看，2012年，公司结转面积18.20万平方米，结转收入19.55亿元。2013年，公司结转面积36.71万平方米，较2012年增长101.70%，结转收入38.25亿元，较2012年增长95.65%，结转收入增速低于结转面积增速，主要系当期结转项目南昌满庭春、九江满庭春、仙桃满庭春等项目销售均价相对较低所致。2014年，公司结转面积46.67万平方米，结转收入43.02亿元，较上年分别增长27.13%和12.47%，收入增速持续低于结转面积增速，主要系结转收入的长沙开福满庭春、南昌满庭春等项目的均价相对较低所致。

营销方面，公司品牌运营由公司本部统一运营，公司充分利用媒体采访普及“绿建”理念，并通过报纸、网络、平台发布会等多种方式全方位营销，提升公司品牌知名度。公司创新互联网销售思维，于2014年推出“众筹+定位”的销售模式，即通过APP前端众筹，募集资金用于项目建设，投资者可获得优先认购权。众筹的模式不仅有利于公司前端资金获取，更有利于锁定终端消费者，有效节省公司销售成本。

截至2015年6月底，公司在建面积125.84万平方米（分布于11个城市和地区，共计20个项目），其中可售面积168.70万平方米，按目前市价估计，预计2015~2017年将为公司带来销售收入149.04亿元。

总体看，公司房屋销售面积及金额近三年持续增长，考虑到房地产产品销售状况受政策及行业环境的影响较大，公司收入存在一定的不确定性。公司通过严格执行“68-678-10”法则，通过项目高速周转，支撑业务规模持续增长。

（3）土地储备和在建项目

公司土地储备基本通过“招、拍、挂”方式获得，近年来，随着房地产行业整合逐步进行，公司通过与行业内优秀的开发商⁴合作拿地，一方面减轻资金压力，并避免竞争激烈哄抬低价；另一方面，可充分发挥各开发商的比较优势，实现合作共赢。2014年，公司获取6宗土地，均采用合作开发模式，公司合作项目全部由公司操盘，后续收益按双方所占权益分配。

从土地储备的目标区域来看，公司重点甄选城市是北京、上海、广州、深圳、武汉、长沙，持续开发城市是北京、上海、广州、深圳、武汉、合肥。公司按照城市GDP高、人均可支配收入高、存销比低、房地产开发量空间大和房地产价格上涨空间大等因素筛选目标市场，拟每年进入一个新区域市场，逐步实现全国化战略。公司建筑节能技术需针对特定的气候条件持续开发，公司目标区域选择受针对特定气候的技术开发进度影响。

土地区域的选择、土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小，公司高度重视土地选取决策。公司土地项目主要由土地投资中心、经营开发中心和各地区分公司进行土地市场调研，通过预审后上报总裁办公会审核，同时商业中心、行销服务中心、财务部门、工程管理中心等职能部门介入，进行土地定位、项目定位、市场调研、方案拟定等各项工作，每宗土地获取总裁办公会需进行三次审核，最终根据行销服务中心的预测价格、财务部门出具的成本测算及

⁴ 公司确定合作开发商时要求合作方是房地产行业排名前100名，或者是公司拟进入城市区域内具有极强实力的开发商。

项目的目标回报率倒推出土地成本区间，公司土地储备政策较为理性，成本控制措施能有效确保公司盈利空间。

表8 2012~2015年6月取得土地储备情况（单位：平方米）

序号	取得时间	土地面积	所处区域	公司权益占比	土地使用性质
1	2013年10月	56,429.96	武汉东湖新技术开发区	60%	住宅
2	2013年12月	33,105.03	北京市大兴区	54%	住宅
3	2014年2月	61,548.50	北京平谷	50%	住宅
4	2014年7月	47,168.10	武汉东湖新技术开发区	45%	住宅
5	2014年7月	28,693.75	合肥政务区	51%	住宅
6	2014年8月	185,563.60	辽宁省东戴河新区	100%	住宅
7	2014年10月	26,421.00	北京顺义	50%	住宅
8	2014年10月	22,094.80	上海松江区	35%	住宅
9	2015年2月	23,562.31	上海闵行区	51%	住宅
10	2015年6月	46,200.60	苏州姑苏区	100%	住宅

资料来源：公司提供，土地储备已按权益折算。

近两年，为配合公司项目建设推进，公司土地储备增长迅速。2013年，公司新增土地储备2宗；2014年新增土地储备6宗，2015年1~6月新增2宗。截至2015年6月底，公司所有在开发项目的总规划建筑面积合计602.46万平方米，在建面积125.84万平方米，土地储备253.01万平方米，未来几年内将为公司提供较为充足的销售来源。

表9 截至2015年6月底公司土地储备情况

序号	项目名称	占地面积 (万平方米)	规划建面 (万平方米)	楼面地价 (元/平方米)	在建面积 (万平方米)	土地储备 (万平方米)	享有 权益	土地用 途
1	北京当代MOMA	9.46	58.57	1,909.83	-	0.93	100%	住宅
2	北京上第MOMA	26.69	66.49	1,360.79	-	1.25	100%	住宅、商业
3	北京MOMA万万树	57.92	46.02	716.93	-	0.80	100%	住宅
4	太原万国城MOMA	12.45	58.35	1,047.56	18.79	24.20	100%	住宅
5	长沙万国城MOMA	11.68	29.39	268.18	-	1.24	100%	住宅
6	长沙满庭春MOMA	7.43	25.85	398.07	-	3.01	100%	住宅
7	长沙开福满庭春MOMA	14.77	55.01	423.00	8.06	16.48	100%	住宅
8	南昌满庭春MOMA	11.63	26.00	1,530.84	-	2.87	100%	住宅
9	九江满庭春MOMA	11.46	32.73	1,474.34	8.35	9.55	100%	住宅
10	仙桃满庭春MOMA	24.11	86.84	577.12	21.67	75.48	100%	住宅
11	采育满庭春	3.30	8.19	4,157.60	8.19	8.19	54%	住宅
12	东戴河白金海岸MOMA	18.56	34.67	554.66	14.92	34.67	100%	住宅
13	上海颐景园	2.21	5.12	9,113.48	5.09	5.12	35%	住宅
14	北京当代旭辉墅	6.15	7.91	5,044.93	6.53	7.91	50%	住宅
15	北京当代北辰	2.64	6.57	9,967.24	6.57	6.57	50%	住宅
16	武汉光谷满庭春MOMA	5.64	16.99	2,980.09	10.86	16.99	60%	住宅
17	武汉北辰当代	4.72	14.18	1,997.40	4.99	14.18	45%	住宅
18	上海当代万国府	2.36	6.50	14,040.33	6.50	6.50	51%	住宅
19	合肥当代MOMA	2.87	9.64	4,650.29	5.33	9.64	51%	住宅
20	苏州当代万国府	4.62	7.44	13,968.18	-	7.44	100%	住宅
合计		240.67	602.46	--	125.84	253.01	--	

资料来源：公司提供

注：以上数据已按公司所拥有权益折算，公司土地储备按照总建筑面积减去已交房面积，包括已实际签约但未交付的面积，为公司未来尚可确认为营业收入的面积。

公司发展要求匹配有足够的土地资源以供开发建设，按照公司战略计划，公司每年获取的土地储备应保持稳定增长，公司土地储备面临着一定压力。从土地获取的模式上，公司将继续采用与业内优秀企业合作拿地的模式为主。

表 10 截至 2015 年 6 月底公司在建项目投资情况（单位：万元、平方米）

项目名称	开工时间	总投资	已投资	可售面积	占地面积	已售面积	总建筑面积	预计销售收入		
								2015 年	2016 年	2017 年
北京当代MOMA	2001 年 9 月	467,826.20	457,347.60	436,191.36	94,584.78	394,173.94	585,680.28	25,974.44	2,791.80	1,395.90
北京上第MOMA	2001 年 1 月	305,595.97	243,328.37	550,346.81	266,864.72	544,019.11	664,867.34	4,535.88	88.99	-
北京MOMA万万树	2004 年 4 月	115,312.16	109,760.89	450,267.52	579,227.10	442,535.58	460,178.21	-	-	-
太原万国城MOMA	2009 年 12 月	343,355.57	285,104.49	495,411.66	124,495.22	416,415.71	583,549.15	242,868.29	18,160.12	-
长沙万国城MOMA	2007 年 7 月	80,375.58	79,369.69	238,425.06	116,771.10	229,680.94	293,948.11	11,196.27	3,919.40	-
长沙满庭春MOMA	2010 年 4 月	74,798.32	74,501.89	206,172.92	74,334.75	186,228.03	258,457.50	3,057.97	3,459.53	-
长沙开福满庭春MOMA	2012 年 5 月	186,073.83	145,827.62	446,337.44	147,687.74	381,302.77	550,105.50	117,188.15	27,540.54	0.36
南昌满庭春MOMA	2010 年 9 月	110,844.27	108,387.38	208,638.97	116,349.38	203,581.12	259,973.69	3,501.09	3,046.00	-
九江满庭春MOMA	2011 年 10 月	139,381.62	116,373.15	283,114.17	114,634.00	252,376.12	327,334.15	46,553.58	27,439.02	4,457.34
仙桃满庭春MOMA	2011 年 10 月	288,447.52	105,106.39	782,431.13	241,102.20	182,951.02	868,385.31	33,770.41	51,448.75	45,487.32
采育满庭春	2014 年 5 月	65,202.51	47,492.30	79,509.70	32,951.77	78,075.79	81,915.00	41,952.19	20,385.65	-
东戴河白金海岸MOMA	2014 年 12 月	163,382.76	23,168.46	327,655.23	185,563.60	-	346,675.00	-	-	38,743.57
上海颐景园	2014 年 4 月	75,250.00	65,625.00	33,771.50	22,094.80	20,371.75	51,207.45	35,000.00	21,000.00	-
北京当代旭辉墅	2014 年 12 月	87,951.00	48,000.00	64,665.00	61,548.50	38,626.00	79,106.50	78,552.50	21,827.00	-
北京当代北辰	2015 年 3 月	90,516.03	66,690.13	54,487.50	26,421.00	-	65,673.00	-	86,434.50	16,145.80
武汉光谷满庭春MOMA	2014 年 1 月	95,566.10	64,598.20	139,372.94	56,429.96	29,707.14	169,860.00	11,007.25	48,247.22	32,375.87
武汉北辰当代	2015 年 2 月	82,955.70	31,275.00	130,944.15	47,168.10	-	141,841.35	11,520.00	30,285.00	32,130.00
上海当代万国府	2015 年 5 月	119,690.01	91,315.12	43,066.05	23,562.31	-	65,011.77	-	39,378.78	93,726.77
合肥当代MOMA	2015 年 3 月	90,978.81	47,821.75	72,219.94	28,693.75	9,420.11	96,427.23	-	30,698.76	66,322.49
苏州当代万国府	未开工	260,761.62	5,520.00	53,399.00	46,200.60	-	74,442.00	-	-	56,750.47
总计		3,244,265.56	2,216,613.42	5,096,428.05	2,406,685.37	3,409,465.13	6,024,638.54	666,678.02	436,151.06	387,535.89

资料来源：公司提供

注：注：以上数据已按公司所拥有权益折算，小数点后差异由四舍五入造成。

从公司在建项目来看，截至 2015 年 6 月底，公司在建项目总建筑面积 602.46 万平方米，计划总投资 324.43 亿元，已投资 221.66 亿元，尚需投资 102.77 亿元，预计 2015~2017 年能为公司带来 149.04 亿元收入。公司在建项目总建筑面积较大，未来可售面积较大，预期可以为公司带来较为可观的销售收入。同时，联合评级也注意到，从公司在建项目投资计划及公司土地储备计划来看，公司存在一定的资金压力。

总体看，公司土地储备成本管控较为严格，能保证一定的盈利空间。公司未来发展追求持续增长的销售、建设规模，对公司未来的土地储备规模提出了更高的要求。随着公司土地储备的增长和项目的持续开发，公司面临着一定的资金压力。

商业物业

公司持有的商业物业由关联公司北京绿建动力商业运营管理有限公司（以下简称“绿建动力”）运营，主要系公司住宅开发过程中配套的商业物业。

绿建动力从公司拿地决策过程中开始介入商业物业策划，公司根据土地部门对商业配套的相

关要求作出测算，对商业配套的定位，面积等进行多种方案设计，满足公司盈利要求方参与土地竞拍。公司获得土地储备后，绿建动力根据住宅项目定位确定招商标准并开始招商，相关租金确定由公司确定的目标利润率及相关成本倒推确定。针对部分项目引进品牌商业，公司给予了一定时间的免租期，一线品牌的免租期一般为3~5年左右。受益于公司项目良好的绿建背景及相对高端的住宅项目定位，公司商业物业租金高于周边同业。

表 11 截至 2015 年 6 月底公司主要持有物业情况（单位：平方米、万元）

项目名称	出租率	建筑 面积	租金收入			
			2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
北京当代MOMA、万国城MOMA	100%	17,621.10	2,625	2,107	2,512	1,105
北京上第MOMA	100%	2,140.75	232	354	148	0
北京MOMA万万树	100%	2,560.20	5	6	66	17
太原万国城MOMA	100%	6,574.53	-	-	32	6
长沙万国城MOMA	100%	24,080.82	294	791	750	398
九江满庭春MOMA	100%	7,721.09	0	24	152	49
南昌满庭春MOMA	100%	1,644.50	37	59	15	10
仙桃满庭春MOMA	100%	7,054.92	-	17	62	5
合计		69,397.91	3,194	3,359	3,737	1,590

资料来源：公司提供

从出租率来看，截至 2015 年 6 月底，公司各项持有物业实现百分百出租，公司与业主签约租期视经营项目有所区别，主要为长期租约，公司在业主一个月的告知期内基本能保证寻找到合适的租客，维持高出租率。

2012~2014 年，公司商业物业实现营业收入分别为 3,194 万元、3,359 万元和 3,737 元，呈持续增长态势。

随着公司住宅项目的持续竣工交付，公司商业物业规模将持续增长。公司对商业物业相关流程予以模式化，提升商业物业运营效率。同时，依托商业物业积累的丰富经验，公司拟对外拓展商业物业咨询服务业务，以拓宽公司收入来源。

总体看，公司通过出租投资性物业能够获得持续稳定的收益及现金流，对公司现金流形成有益的补充，拓宽公司收入实现渠道。

酒店运营

公司旗下运营酒店主要是蔓兰酒店，酒店总建筑面积共 1.9 万平方米，为北京现代万国城 MOMA 的配套商业设施。酒店拥有 54 间客房及一家餐厅，其中 18 间 36 平方米的尊贵房，36 间 43 平方米的豪华房，并配有世界唯一的社区空中泳池。蔓兰酒店拥有可容纳 300 人的蔓兰朱华宴会厅，可承办大型宴会庆典、商务宴请、豪华婚礼，同时还有沁兰亭、沐兰亭和汇兰亭三个小型会议室。

表 12 截至 2015 年 6 月底公司酒店运营情况 单位：万元、%、元

项目	客房			餐厅			宴会厅		
	收入 (万元)	入住率	均价 (元/天)	收入 (万元)	上座率	均价 (元/人)	收入 (万元)	年场次 (次)	均价 (元/次)
2013 年	170.15	16%	656.00	166.12	42%	125.00	45.16	15	3.00
2014 年	1,036.72	61%	679.92	648.78	63%	153.47	387.82	71	5.46
2015 年 1~6 月	572.84	78%	701.31	744.32	53%	197.28	334.73	60	5.4

资料来源：公司提供

蔓兰酒店自 2013 年 7 月份试营业，2013 年 9 月正式营业。自 2013 年来，随着蔓兰酒店的持续运营，其客房入住率、餐厅上座率及宴会厅利用率均呈持续上升状态。2013~2015 年 6 月，公司酒店经营实现营业收入分别为 381.43 万元、2,073.32 万元和 1,651.89 万元。

总体看，公司酒店运营收入持续增长，但规模较小。

3. 经营效率

2012~2014 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 19.49%和 54.64%，所有者权益规模主要得益于利润留存；营业收入和净利润复合增长率分别为 32.94%和 47.61%，公司净利润增幅大于收入增幅，盈利能力有所上升。

2013~2014 年，随着公司项目结转规模增加，公司成本持续增长，随着公司项目按高周转模式运作，存货规模波动下降，公司存货周转率大幅上升，分别为 0.39 次和 0.50 次；流动资产和收入均呈持续增长态势，因收入增幅小于流动资产增幅，公司流动资产周转率呈持续下降趋势，2013~2014 年分别为 0.48 次和 0.46 次；因总资产增幅超过收入增幅，2013~2014 年公司总资产周转率分别为 0.42 次和 0.40 次，呈下降态势。

表 13 2014 年主要房地产上市公司经营效率指标情况

证券简称	存货 周转率（次）	流动资产 周转率（次）	总资产 周转率（次）
万科 A	0.32	0.32	0.30
招商地产	0.30	0.33	0.30
卧龙地产	0.49	0.52	0.49
滨江集团	0.29	0.32	0.30
广宇集团	0.19	0.22	0.20
银亿股份	0.24	0.29	0.25
节能置业	0.50	0.46	0.40

资料来源：可比上市公司数据来自 WIND 资讯，当年节能数据为联合评级测算，

注：公式为流动资产周转率=营业收入*2/（上年底流动资产+本年底流动资产），可比性仅供参考。

从同行业比较来看，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率指标在行业内均属优秀水平。

总体来看，公司各项资产运营情况良好、整体经营效率较高。

4. 关联交易

公司关联方交易主要系接受关联方劳务，2012~2014 年，公司分别接受关联方劳务 2,922.60 万元、3,219.65 万元和 2.27 万元，公司关联方交易金额较小，对公司影响小。根据公司《关联交易决策制度》，公司拟进行的关联交易由相关职能部门提出议案，按照关联交易金额及关联金额占经审计净资产的比例的不同分别由总裁办公会、董事会或股东大会审议决定。

总体看，公司关联交易金额较小，对公司影响小。

5. 经营关注

去化压力以及市场竞争加剧，对公司提出了更高的要求

由于 2014 年新房开工数和土地销量下降，2015 年供应量增幅将有所降低，但供过于求的局面依然存在，市场面临系统性风险。房地产将由价格竞争转向质量、品质、差异化等的价值竞争。从当前的市场需求层面来看，消费者的观念正在从简单的居住空间，上升为精神享受，生活方式

的转变。从当前的市场的供给层面来看库存高企，去化压力以及房企之间的竞争迫使企业开始转向以质量、品质、差异化等的价值竞争。对公司的地产项目质量及去化速度，提出了更高的要求。

资金压力大

按照公司规划，公司经营规模将保持持续高速增长，公司项目建设支出和土地支出规模将持续增长，公司存在一定资金压力。

公司高速发展导致管理难度加大

公司在移动互联新经济环境、房地产企业高增长、高聚焦、高淘汰的时期，在 2013 年至 2017 年，计划通过“三横、三纵、三合”实现销售额由 2013 年的 40 亿到 2017 年的 500 亿元增长的战略经营目标。战略目标的实现依赖于公司项目的高速运转及规模的大幅增长，公司管理难度有所加大。

6. 未来发展

公司在移动互联新经济环境、房地产企业高增长、高聚焦、高淘汰的时期，在 2013 年至 2017 年，计划通过“三横、三纵、三合”实现销售额由 2013 年的 40 亿到 2017 年的 500 亿元增长的战略经营目标，“三横”即实现以绿色金融资本即产业基金、绿色房地产开发、绿色科技社区和绿色移动互联网房地产三大平台的横向融通、相互支撑；“三纵”即产品模型、客户模型、成本模型的纵向拉伸、持续深挖；“三伙”即执行行业合伙、产业合伙、智业合伙，风险共担，合作共赢。倾注于绿色+舒适+节能+移动互联的全生命周期生活家园，通过三高、五攻、九道，实现 2013 年至 2017 年销售额由 40 亿增长到 500 亿的战略经营目标。

为了实现公司战略目标，更好的倾注于“绿色+舒适+节能+移动互联”的全生命周期生活家园，公司制定了“三高、五攻、九道”的目标措施。具体而言，如下所示：

三高：即高增长、高聚焦、高淘汰。高增长就是有效地把控规模扩张：高周转、高销售、高杠杆，实现现金流（销售额、回款额）；高聚焦就是狠抓成本模型：实现毛利率（净利率、IRR）、净负债率（负债率、净负债率）、营业收入（竣工、入伙）；高淘汰即是深耕重点甄选的城市。

五攻：一攻即布局做“深耕”，重点甄选开发城市；二攻即实现销售融资、银行贷款、银团贷款、优先票据、股债直投、项目合作、股权融资、产业基金、可转债 9 种融资方式的多元融资策略；三攻即智业合伙和项目跟投，实现员工权益和公司权益的高度一致性，提升员工忠诚度；四攻即能动性，通过激发员工能动性最大程度提升效能；五攻即两权鼎立、责任利益对等，明确责任分工、标准化操作流程。

九道：一道，“68”法则，即 6 个月内开工，8 个月内开盘；二道，“678”法则，即项目第一次开盘销售时，供应量需占总可销售面积的 60%以上，一周之内去化率达到 70%，一个月之内去化率达到 80%；三道，实现“扁平化+1 带 4”的团队建制策略，实现“横向联合合作+纵向协同发展”的合作发展策略；四道，实现“绿色+舒适+节能+移动互联的全生命周期生活家园”的研发策略；五道，“10”，即项目在 10 个月内现金流回正；六道，周密的运营管理体系和内控体系、数字化的信息化体系；七道，移动互联；八道，养老助家，实现适老住宅和社区养老；九道，实现“简单专注透明+结果导向+没有不可能永不放弃”的智业文化支撑。

总体看，公司坚持绿色建筑细分领域发展，着力打造绿色+舒适+节能+移动互联的全生命周期生活家园，整体战略规划可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表均已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，公司 2015 年 1~6 月财务报告未经审计。公司财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。

截至 2014 年末，公司纳入合并范围的子公司共 20 家（包括一级，二级子公司），其中全资子公司 17 家。

2014 年公司新纳入合并范围的有 5 家，包括上海钰景投资管理有限公司，武汉当代绿色置业有限公司，武汉摩码置业有限公司，北京绿色春天股权投资基金（有限合伙），北京当代摩码投资管理有限公司。2014 年因转让股权而不再纳入合并范围的原子公司有 1 家，为武汉当代节能置业有限公司。因新纳入和不再纳入合并范围的子公司规模均不大，公司财务数据可比性较好。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 123.33 亿元，负债合计 93.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.42 亿元。2014 年公司实现营业收入 43.75 亿元，净利润（含少数股东损益）7.46 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.27 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 127.37 亿元，负债合计 94.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）33.06 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 20.71 亿元，净利润（含少数股东损益）3.65 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.45 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -9.13 亿元，现金及现金等价物净增加额 -7.36 亿元。

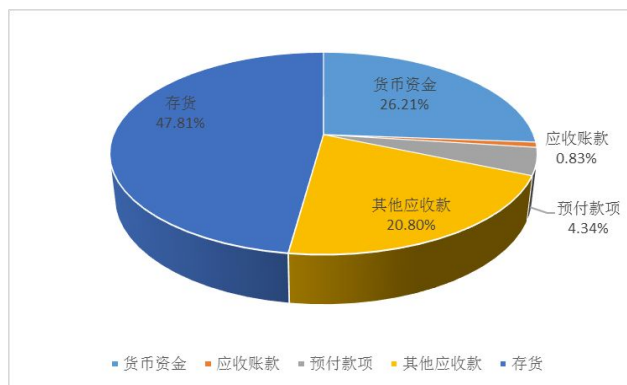
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模逐年稳步上升，年均复合增长率达 19.49%，资产结构以流动资产为主，2012~2014 年底流动资产占比均为 85%以上，符合房地产开发企业特征。截至 2014 年底，公司资产总额为 123.33 亿元，其中流动资产合计占 85.67%，非流动资产合计占 14.33%。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产合计 105.66 亿元，以货币资金（占比 26.21%）、预付款项（占比 4.34%）、其他应收款（占比 20.80%）和存货（占比 47.81%）为主。

图9 2014年底公司流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金总额随资产规模增加有所增长，年均复合增长率为 78.63%，主要为房地产开发规模提高，销售规模增长带动收入回笼规模日渐增长所致。为了满足公司日常流动资金及后续项目建设等资金需要，近三年公司货币资金保持在资产总额的 10%以上。截至 2014 年底，公司货币资金总额 27.70 亿元，主要由银行存款（占比 94.58%）构成。公司货币资金余额中受限资金占比 5.42%，主要为业主按揭贷款保证金。

公司预付款项主要是预缴的企业所得税、营业税金及附加、土地增值税，2012~2014 年，公司预付款项以年均复合 2.71% 的增长率波动增长。截至 2014 年底，公司预付款项合计 4.59 亿元，2014 年度的预付款项计提了一笔 558 万的坏账准备。

2012~2014 年，公司其他应收款年均复合增长率为 103.80%，增速较快，主要系公司的控股股东当代置业为了使资金使用效率在集团内实现最大化，把资金在不同子公司之间按需分配，导致公司对于关联方的应收款数额增高所致。截至 2014 年底，公司其他应收款合计 21.98 亿元，较上年底增长 108.85%，公司以单项资产为基础累计计提坏账准备 0.13 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款持续大幅增长，年均复合增长 231.11%，主要系公司经营规模增长所致。截至 2014 年底，公司应收账款合计 0.88 亿元。

2012~2014 年，由于合约销售结转收入规模增加，公司存货规模逐年减少，三年复合下降 6.65%。公司存货构成主要为开发成本和开发产品。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 50.52 亿元，其中开发成本和开发产品分别占比 75.08% 和 24.90%，公司按照审慎原则对湖南、江西、九江的车位累计计提存货跌价准备 0.29 亿元，计提较为充分。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产合计 17.67 亿元，近三年年均复合增长 32.89%。公司非流动资产以固定资产（占比 22.28%）、投资性房地产（占比 25.83%）、长期股权投资（占比 12.78%）和递延所得税资产（占比 27.06%）为主。

近三年由于公司在建工程、开发产品陆续转入固定资产，公司固定资产规模有所上升，固定资产净额年均复合增长 28.35%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值合计 3.94 亿元，其中房屋及建筑物占 95.43%、运输工具占比 3.30%，公司固定资产累计计提折旧 0.73 亿元，固定资产成新率 81.67%，成新率较好。

2012~2014 年，公司长期股权投资大幅增长，2013 年，公司采取合作开发模式发展导致合营企业规模增长导致公司长期股权投资增长至 2.19 亿元。截至 2014 年底，公司长期股权投资合计 2.26 亿元，较上年底增长 2.96%。

2012~2014 年，公司递延所得税资产持续大幅增长，年均复合增长 24.99%，主要系预提土

地增值税和预售收入的预计利润所导致的递延所得税资产大幅增长所致，截至 2014 年底，公司递延所得税资产合计 4.78 亿元。

公司投资性房地产主要包括当代MOMA的商业地产和全国各地的住宅配套商业，公司采用成本模式对所有投资性房地产进行后续计量，按其预计使用寿命和净残值率采用平均年限法计提折旧或摊销。2012~2014 年，公司投资性房地产年均复合增长 44.61%，主要原因为政府规定的住宅商业配套最低比例提升。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面价值 4.56 亿元，未计提减值准备。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总计 127.37 亿元，较年初增长 3.28%，其中流动资产和非流动资产占比均与上年持平，资产结构基本保持稳定。

总体看，公司资产规模较大，结构以流动资产为主，资产构成较为稳定；流动资产中以房地产项目开发成本和开发产品为主的存货占比较大，非流动资产以固定资产和投资性资产为主，公司现金类资产较为充足，整体资产质量较好。

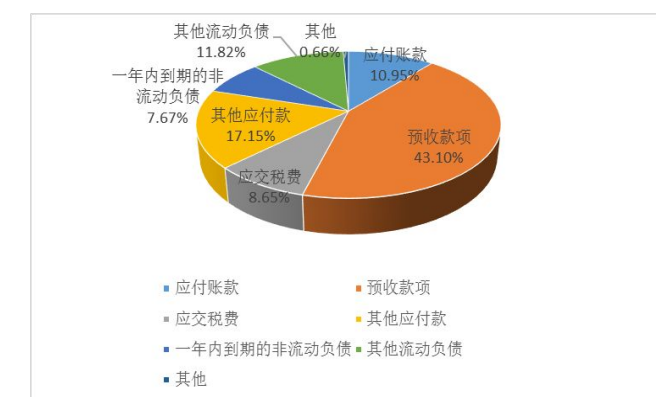
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 93.91 亿元，其中流动负债占比 94.32%，负债构成以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 88.58 亿元，近三年年均复合增长率为 17.73%。公司流动负债主要以应付账款、预收款项、应交税费、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。

图10 2014年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司应付账款年均复合上升 5.35%。截至 2014 年底，公司应付账款合计 9.70 亿元，以应付工程款为主，其中账龄超过一年的应付账款为 1.91 亿元，主要为尚未结算的应付工程款。

公司预收款项主要为对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户购房款。2012~2014 年，随着公司开发项目实现预售的规模持续增长，预收款项年均复合增长 8.38%。截至 2014 年底，公司预收款项为 38.18 亿元。公司预收款项中超过一年的预收款项合计 7.73 亿元，主要为尚未办理入住手续的销售开发项目的预收房款。公司预收款项大部分将在结算条件满足时结转为营业收入，因此公司预收款项不存在实际偿付压力。

2012~2014 年, 公司应交税费年均复合增长 16.54%, 截至 2014 年底, 公司应交税费合计 7.66 亿元, 主要为应交土地增值税和应交企业所得税。

2012~2014 年, 公司其他应付款年均复合增长 48.12%, 其他应付款绝大部分为应付关联方款项, 截至 2014 年底, 公司其他应付款合计 15.19 亿元, 较上年增长 233.96%, 主要系公司做为当代置业的子公司, 因当代置业资金统筹管理而存在较大的对关联方的资金往来。截至 2014 年底, 账龄超过一年的其他应付款共计 4.19 亿元, 主要为应付关联方款项。

2012~2014 年, 随着公司长期借款的逐步到期, 公司一年内到期的非流动负债年均复合增长 67.18%。截至 2014 年底, 公司一年内到期的非流动负债合计 6.79 亿元, 全部为一年内到期的长期借款(抵押保证借款)。

2012~2014 年, 公司其他流动负债大幅增长, 年均复合增长 19.64%, 截至 2014 年底, 公司其他流动负债合计 10.47 亿元。公司其他流动负债全部为预提待交土地增值税, 2012~2014 年占流动负债比重均在 11%以上。

公司非流动负债近三年年均复合下降 27.56%, 截至 2014 年底, 公司非流动负债合计 5.34 亿元, 以长期借款(占比 88.02%)为主。

为了维持良好的财务结构, 减轻短期偿债压力, 公司长期借款一直保持较大规模, 2012~2014 年, 公司长期借款年均复合降低 32.04%。截至 2014 年底, 公司长期借款合计 4.7 亿元, 较上年底大幅下降 52.90%, 主要系公司归还借款所致, 公司长期借款到期日集中在 2016 年, 公司面临着一定的集中偿付压力。

截至 2015 年 6 月底, 公司负债合计 94.31 亿元, 与上年持平, 其中应付账款较年初下降 8.14%; 其他应付款、其他流动负债等波动幅度较大。2012~2014 年, 公司有息债务随公司有所下降, 三年复合下降 4.51%。截至 2014 年底, 公司全部债务为 11.49 亿元, 其中短期债务和长期债务分别占比 59.09%和 40.91%。2014 年底公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.15%、28.09%和 13.77%。近三年公司负债规模年均复合增长 12.59%, 从公司所处行业特性考虑, 公司负债规模尚可。截至 2015 年 6 月底, 公司有息债务规模上升至 17.10 亿元, 资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 74.04%、34.09%和 16.11%, 较年初基本持平, 有息负债规模整体处于可控水平。

总体看, 公司负债规模尚可, 负债构成中流动负债占比较高。公司负债中预收房款规模较大, 剔除预收房款因素影响, 公司实际负债水平会相应减小。

所有者权益

2012~2014 年, 公司所有者权益年均复合增长 54.64%, 主要来自于公司利润留存。截至 2014 年底所有者权益 29.42 亿元, 其中归属于母公司所有者权益占 86.84%。归属于母公司所有者权益中股本占比 31.32%, 资本公积⁵占比-0.01%, 未分配利润占比 61.71%, 盈余公积占比 6.98%, 公司权益结构的稳定性较弱。

截至 2015 年 6 月底, 公司所有者权益为 33.06 亿元, 受公司未分配利润减少影响, 所有者权益较年初微幅上升 12.39%, 公司所有者权益结构变化不大。

总体看, 公司所有者权益中未分配利润占比较高, 权益结构的稳定性较弱。

4. 盈利能力

⁵ 资本公积为负主要为外币报表折算。

近三年，受公司物业开发面积增加，达到结转交付的物业面积不断增长影响，公司营业收入逐年增长，2012~2014 年公司分别实现营业收入 24.76 亿元、38.76 亿元和 43.75 亿元，年均复合增长 32.94%；分别实现净利润 3.42 亿元、6.11 亿元和 7.46 亿元，年均复合增长 47.61%，主要系归属于母公司所有者的净利润，近三年占比分别为 100%、100%和 96.92%。

近三年，公司期间费用总额稳中有降，其中销售费用、管理费用年均复合增长率分别为 28.25%、6.40%，销售费用增长较快，主要系公司销售规模增长所致，管理费用比较稳定，2012~2014 年公司银行存款余额不断增高，带来利息收入大幅提高，导致公司财务费用 2014 年为负数。2014 年，公司期间费用总额 3.38 亿元，其中销售费用占比 59.76%、管理费用占比 50.00%、财务费用占比-9.17%。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 14.58%、9.32%和 7.72%，受销售费用和管理费用增长幅度小于收入增长幅度以及财务费用下降因素综合影响，近三年公司费用收入比呈持续下降趋势，费用控制能力有所提升。

从利润构成情况来看，公司利润主要来自于出售房地产开发业务。2014 年，公司实现投资收益由正转负为-0.21 万元，主要系按权益法核算的长期股权投资企业利润为负所致。2014 年，公司实现利润总额 10.24 亿元，其中营业外收入占比 0.88%，公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率波动下降，分别为 33.11%、30.08%和 31.75%，主要系开发产品中，刚需兼改善型产品线满庭春系列产品占比增长。2012~2014 年，公司总资产持续增长，净利润呈波动增长态势，公司总资产报酬率持续增长，2013 年和 2014 年分别为 9.16%和 9.51%；2012~2014 年，公司净利润以 47.61%的年均复合增长率大幅增长，致使公司净资产收益率波动下降，2013 年 2014 年分别为 39.98%和 31.27%。从同行业对比来看，公司盈利指标在同行业上市公司中整体处于较高水平。

表14 2014年主要房地产上市公司盈利能力指标情况

企业简称	销售毛利率 (%)	净资产收益率 ROE (%)	总资产报酬率 ROA (%)
万科 A	29.94	19.08	5.24
招商地产	37.33	14.75	6.38
卧龙地产	32.72	16.94	9.72
滨江集团	22.50	10.88	3.48
广宇集团	27.89	5.43	2.80
银亿股份	32.92	13.61	3.84
荣安地产	19.19	8.67	5.27
节能置业	42.44	31.27	9.30

资料来源：可比上市公司数据来自 WIND 资讯，当年节能数据为联合评级测算，可比性仅供参考。

2015 年 1~6 月，公司共实现营业收入 20.71 亿元，较上年同期增长 3.00%，主要系太原万国城、长沙开福满庭春项目大规模结转收入所致；实现净利润 3.65 亿元，较上年同期下降 8.00%，主要系合营公司处于大规模销售阶段，暂时性存在较大损失导致公司投资收益暂时存在较大损失所致。公司预收款项规模较大，随着公司在建项目逐步结转，预收款项逐步结转，公司盈利能力有望得到提升。

总体看，公司盈利规模较大，随着收入的稳步结转，盈利将保持稳定增长。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014年公司经营活动现金流量净额分别为18.38亿元、8.85亿元和8.47亿元，经营活动现金流量净额下降，主要系支付的各项税费和支付其他与经营活动有关的现金增长数额较大所致，其中“支付其他与经营活动有关的现金”主要为集团对于不同子公司之间的资金调配导致的公司现金的流出。2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为28.52亿元、41.35亿元和45.28亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长26.01%，购买商品、接受劳务支付的现金分别为13.69亿元、14.45亿元和23.24亿元，年均复合增长30.30%，增速高于销售商品、接受劳务收到的现金流入增速。从现金收入质量来看，近三年公司现金收入比呈波动下降态势，2012~2014年分别为115.19%、106.68%和103.50%，公司收入实现质量整体较好。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金净流量分别为-0.98亿元、-2.31亿元和1.22亿元，公司投资活动现金流量主要系长期股权投资及购买理财产品。2013年，公司购买理财产品导致投资支付的现金规模大于收回投资收到的现金规模，公司投资活动净流出2.31亿元；2014年，公司购买理财产品导致收回投资收到的现金和投资支付的现金大幅增长，分别为20.26亿元和19.03亿元，当年公司投资活动现金净流入1.22亿元。

从筹资活动来看，近三年公司筹资活动现金流量净额呈持续上升状态，2012~2014年分别为-12.77亿元、0.24亿元和1.57亿元，主要系物业开发面积增加，借款增加所致。2012年，公司偿还债务支付的现金金额较大，导致筹资活动现金流量呈现净流出状态。2013年，公司偿还债务支付的现金大幅减少，筹资活动现金流量转负为正；2014年，公司取得少数股权投资，筹资活动现金净流入1.57亿元。

2015年1~6月，公司经营活动现金流净额为-9.13亿元，主要系房地产销售收款规模下降所致，现金收入比88.36%，收入实现质量一般；公司投资活动产生的现金流量净额为-2.83亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为4.60亿元。

总体看，自2012年来公司经营活动现金呈净流入状态，但有所下降，现金收入实现质量较好；筹资活动扭负为正，未来公司仍有较大的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于资产构成中流动资产占比较高，公司流动比率处于较高水平。但公司流动资产中存货占比高，导致公司速动比率较低，2012~2014年，公司流动比率分别为1.20倍、1.23倍和1.19倍；速动比率分别为0.29倍、0.50倍和0.62倍；现金短期债务比分别为3.57倍、6.79倍和4.08倍，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012~2014年公司资产负债率分别为85.76%、81.13%和76.15%，考虑到公司负债中关联资金往来和预收款项规模较大，公司实际债务压力小于指标表现；公司EBITDA利息倍数分别为2.87倍、8.90倍和8.07倍；EBITDA全部债务比分别为0.46倍、0.70倍和0.94倍，EBITDA对利息和全部债务的保障能力都较好。公司的投资物业经营较为成熟稳定，规模持续增大，在建项目较为丰富，预期收入良好，变现能力较强，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至2015年6月底，公司获得20.40亿元银行授信额度，已使用数额15.65亿元，间接融资渠道较通畅。

截至2015年6月底，公司无对外担保。

根据公司提供的查询日期为2015年7月20日的银行征信报告（本部）显示，公司无未结清与已结清不良信用记录。

总体看，公司目前债务规模尚可，流动资产占比较高，现金类资产较为充足，配套商业出租率较高，整体偿债能力较强。考虑到公司在建项目前景良好和预收款项规模较高等因素，未来公司偿债能力有望得到提升。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年6月底，公司全部债务17.10亿元，本次拟发行债券规模为10亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定影响。

以2015年6月底财务数据为基础，假设募集资金净额为10亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为33.09%、45.04%和75.93%，债务负担进一步加重。根据公司股东大会决议，本次债券募集资金将有部分用于偿还银行借款，上述测算的债务指标数值实际将会降低。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2014年底的相关财务数据为基础，公司2014年EBITDA为10.78亿元，为本次公司债券发行额度（10亿元）的1.08倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度较好；2014年经营活动产生的现金流入111.89亿元，为本次公司债券发行额度（10亿元）的11.19倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高；现金类资产27.70亿元，为本次债券发行额度（10亿元）的2.77倍，现金类资产对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司在综合实力、开发规模、技术优势、经营模式、品牌影响力、土地储备等方面所具有的竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

九、综合评价

房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，预期房地产行业将会继续稳健发展。同时，政府对房地产行业的整体调控环境仍将长期持续。

公司作为“绿建”细分领域较为知名的房地产开发企业，在综合实力、开发规模、技术优势、经营模式、品牌影响力、土地储备等方面具有一定的竞争优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长、资产负债率较高、资金需求压力较大等不利因素对公司经营形成的不利影响。

目前公司在建项目规模较大，未来随着项目的陆续竣工，公司的收入规模有望持续增长，公司整体信用状况保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 当代节能置业股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	86.38	96.91	123.33	127.37
所有者权益 (亿元)	12.30	18.29	29.42	33.06
短期债务 (亿元)	2.43	2.37	6.79	10.75
长期债务 (亿元)	10.17	9.97	4.70	6.35
全部债务 (亿元)	12.60	12.35	11.49	17.10
营业收入 (亿元)	24.76	38.76	43.75	20.71
净利润 (亿元)	3.42	6.11	7.46	3.65
EBITDA (亿元)	5.80	8.66	10.78	--
经营性净现金流 (亿元)	18.38	8.85	8.47	-9.13
应收账款周转次数 (次)	--	169.08	65.80	--
存货周转次数 (次)	--	0.39	0.50	--
总资产周转次数 (次)	--	0.42	0.40	0.17
现金收入比率 (%)	115.19	106.68	103.50	88.36
总资本收益率 (%)	--	22.54	21.48	--
总资产报酬率 (%)	--	9.16	9.51	--
净资产收益率 (%)	--	39.98	31.27	11.67
营业利润率 (%)	33.11	30.08	31.75	32.96
费用收入比 (%)	14.58	9.32	7.72	6.17
资产负债率 (%)	85.76	81.13	76.15	74.04
全部债务资本化比率 (%)	50.60	40.30	28.09	34.09
长期债务资本化比率 (%)	45.25	35.29	13.77	16.11
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.87	8.90	8.07	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.46	0.70	0.94	--
流动比率 (倍)	1.20	1.23	1.19	1.23
速动比率 (倍)	0.29	0.50	0.62	0.61
现金短期债务比 (倍)	3.57	6.79	4.08	1.93
经营现金流动负债比率 (%)	28.76	12.91	9.56	-10.45
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.58	0.87	1.08	--

注：1、2015 年上半年财务数据未经审计、相关指标未年化；2、公司未提供 2011 年财务数据，所涉指标未计算。

附件 2 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= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期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 / 本期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 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 3 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。

联合信用评级有限公司关于 当代节能置业股份有限公司 2015 年面向合格投资者 公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年当代节能置业股份有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

当代节能置业股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。当代节能置业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注当代节能置业股份有限公司的相关状况，如发现当代节能置业股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如当代节能置业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至当代节能置业股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送当代节能置业股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月十日