跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]794 号

中交地产有限公司：

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公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

中交地产有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
中交地产有限公司发行的“16 中交债”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：

二零一六年 六月二十八日

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

中交地产有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结构：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 中交债	5 亿元	5 年（3+2）	AA	AA	2015/10/10

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	195.42	276.14
所有者权益（亿元）	73.27	79.60
长期债务（亿元）	48.64	93.65
全部债务（亿元）	64.08	105.80
营业收入（亿元）	17.31	33.91
净利润（亿元）	0.80	1.78
EBITDA（亿元）	3.27	4.96
经营性净现金流（亿元）	-35.25	-20.98
营业利润率（%）	23.25	18.70
净资产收益率（%）	1.13	2.32
资产负债率（%）	62.51	71.17
全部债务资本化比（%）	46.66	57.07
流动比率（倍）	2.21	2.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.44
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	0.99

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、公司 2015 年审计报告对 2014 年度财务报表进行了追溯调整，因此 2014 年度财务数据取自 2015 年度审计报告的期初数据。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

中交地产有限公司（以下简称“公司”或“中交地产”）作为中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）发展房地产业务的主要平台，在品牌、土地和项目获取上具有一定优势。2015 年，随着房地产市场的回暖，公司房地产销售规模大幅增长；公司收入规模和利润水平有所提升。但公司也面临着项目集中在二三线城市，去库存压力较大；BT 或 BOT 项目回款进度慢，回款周期长；在建项目尚需投资规模较大，资金支出压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着预售房地产项目的结转，公司收入有望取得增长；随着 BT 或 BOT 项目剩余回款资金的到位以及一级土地开发项目实现土地出让，公司整体竞争力有望得到进一步增强。

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 中交债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．2015 年，随着房地产市场回暖，公司房地产销售规模大幅增长。

2．公司自持物业租赁出租率较高，且随着北京市租金水平的上涨，租金收入有所增长，自持物业租赁给公司带来稳定的现金流。

3．公司依托中交集团的全产业链优势，在土地和项目获取方面，具有一定的优势。

4．截至 2015 年底，公司货币资金较为充裕，对公司短期债务的覆盖程度较高。

关注

1．近年来，房地产市场分化明显。公司土地储备主要集中在二三线城市，虽然楼面地价相对较低，但面临较大去库存压力，公司房地产开发业务面临一定的区域风险。

2．公司债务规模明显增加，债务负担进一步加重，随着长期借款的陆续到期，公司面临一定的集中偿付压力。

3．公司在建项目所需投资规模较大，且经营活动现金流呈持续净流出状态，公司面临较大的资金需求压力。

4．2015 年，公司其他应收款规模迅速增长，对公司资金形成了较大占用。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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：

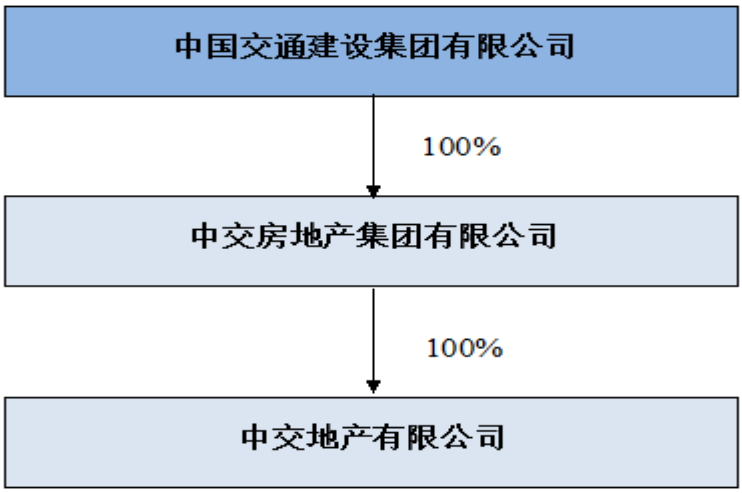
联合信用评级有限公司

一、主体概况

中交地产有限公司（以下简称“公司”或“中交地产”）于 2011 年 3 月在国家工商总局注册成立，是中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）的全资子公司。2015 年 5 月，中交集团将持有的公司 100%股权无偿划转至其全资子公司中交房地产有限公司（现已更名为中交房地产集团有限公司）。

截至 2015 底，公司注册资本 50 亿元。由于中交集团隶属于国务院国资委，因此公司实际控制人为国务院国资委，控股比例为 100%（见下图）。

图 1　截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：房地产投资；房地产综合开发、经营；土地一级开发与土地整理；城市新区综合开发与旧城改造；城市综合服务设施建设；城乡一体化综合开发与运营；物业资产经营与酒店管理；房地产中介服务；与上述业务相关的技术开发与服务、研究设计及管理咨询服务。

截至 2015 年底，公司设有财务资金部，人力资源部，投资发展部，运营管理部，成本合约部，设计研发部，营销策划部，法律合规部，审计部，纪检监察室、总经理办公室等职能部门（见附件 1）；拥有 5 家全资子公司，5 家控股子公司，3 家参股公司；拥有在职员工 2,000 余人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 276.14 亿元，负债总额 196.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 79.60 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 51.82 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 33.91 亿元，净利润（含少数股东损益）1.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.87 亿元；经营活动产生的现金流量净额-20.98 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.73 亿元。

公司地址：北京市西城区德胜门外大街 85 号 6 层 618 室；法定代表人：孙国强。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2016]85号文核准批复，公司于2016年1月28日发行了“中交地产有限公司2016年公司债券”，募集资金5.00亿元，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投

资者回售选择权；票面利率4.18%，采用单利按年计息，不计复利。2016年3月14日，“中交地产有限公司2016年公司债券”在上交所上市交易，债券简称“16中交债”，债券代码136212。

截至2015年底，本次公司债券募集资金已经使用完毕。目前尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

公司主要从事房地产开发经营业务，属于房地产行业。

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%，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，较上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，较上年下降 31.7%。整体看，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。

2015 年，全国土地供应出现一定的下滑趋势，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，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%至及 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。整体看，土地供求量均出现较大下滑；但分化明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市则相对较为疲软。

在开发资金来源方面，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资持续活跃，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债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%。整体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，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，截至 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。整体看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

在销售价格上，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，以深圳市为首的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%。整体看，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。

从行业集中上看，中国房地产行业竞争态势日趋固化，龙头企业的先发优势明显，行业集中度进一步提升。2015年，房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别为16.87%和22.82%，较上年变化不大；相应的销售面积占比分别达到11.31%和14.62%，较上年增加0.87和0.97个百分点。整体看，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

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。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。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；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。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，从长期供求方面进行调整。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，政府出台两项利好政策，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。

整体看，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，但行业未来仍将受政策影响进而出现比较明显的行业波动。

3．行业关注

（1）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年底，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。

（2）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，2015年，按Wind资讯数据，房地产板块资产负债率为76.41%，较2014年底提高了1.83个百分点，房地产板块整体债务率较高。

（3）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。

（4）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。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。

4．行业发展

（1）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。

（2）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。

综合来看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业集中度不断提高。同时，长期来看，人口结构等因素将扮演重要的角色，去库存已成为行业共识，可以预见，房地产行业实质性调整刚刚开始，而市场的分化将进一步加大。未来几年，预期龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、管理分析

2015 年，公司核心管理团队以及管理制度均未发生变化。目前公司核心管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主要从事房地产开发经营业务，同时拥有一定规模的 BT（或 BOT）项目开发业务。2015 年，得益于房地产开发收入大幅增长，公司营业收入同比大幅增长 95.91%至 33.91 亿元，净利润同比大幅增长 121.29%至 1.78 亿元。

2014~2015 年，公司主营业务收入在营业收入中的占比分别为 99.11%和 99.73%，主营业务非常突出。从主营业务构成看，2015 年公司房地产开发收入同比大幅增长 130.94%至 30.04 亿元，主要系房地产项目结转规模增加所致，房地产开发收入占主营业务收入的比重也上升 14.02 个百分点至 89.37%；BT 或 BOT 项目收入同比减少 24.62%至 1.92 亿元，占主营业务收入的比重为 5.72%，房产租赁业务、物业管理业务和其他收入占主营业务收入比重较小，其变化对主营业务收入变化影响较小。

表 1　2014~2015 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年			2015 年			2015 年收入同比变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
房地产开发	13.01	75.35	17.33	30.04	89.37	20.65	130.94
房产租赁	0.21	1.23	16.49	0.44	1.32	45.27	109.56
BT 或 BOT 项目	2.55	14.77	94.28	1.92	5.72	94.02	-24.62
物业管理	0.48	2.79	14.07	0.31	0.93	-29.86	-35.32
其他收入	1.01	5.87	40.93	0.89	2.66	42.61	-11.70
主营业务合计	**17.26**	**100.00**	**29.98**	**33.61**	**100.00**	**25.29**	**94.70**

资料来源：公司审计报告

从毛利率情况看，2015 年，公司房地产开发业务毛利率为 20.65%，同比上升 3.32 个百分点；BT 或 BOT 项目毛利率为 94.02%，基本与上年持平，该类业务毛利率较高的原因是公司 BT 项目的核算方式是将完成进度与总包成本的差额确认为收入，无相应的主业成本；物业管理业务毛利率为-29.86%，呈亏损状态，主要系市场波动且人工成本上升所致。由于物业管理业务呈亏损状态，公司主营业务整体毛利率水平较上年小幅下降 4.69 个百分点至 25.29%。

总体看，2015 年，公司房地产开发业务收入大幅增长带动公司主营业务收入大幅增长；受物业管理业务亏损影响，公司主营业务毛利率水平同比小幅下降。

2．房地产开发业务

（1）土地储备

2015 年，公司土地收购策略和收购流程均没有发生变化。

公司针对不同区位城市有不同的拿地策略。对于一线城市，公司主要通过三种方式获取土地①单独或联合品牌房企及金融不动产投资机构组成联合体，在二级市场上通过招拍挂方式获取土地；②通过收购方式获取目标公司股权或者通过资产收购方式，从而取得该公司名下项目的开发权益；③适当参与政府土地一级整理开发，在保证一级开发收益的前提下，增加二级获取土地的可能性。对于重点二、三线城市在“招拍挂”和股权收购方式的基础上增加了参与地方政府棚户区改造实现一二级联动等方式。对于三、四线城市，公司主要通过与政府进行战略合作或者通过与中交集团基础设施建设捆绑的方式拿地。

2015 年，公司新获取土地储备 1 个，为并购河北中航盈科房地产置业有限公司而取得的廊坊项目，占地面积 3.22 万平方米，规划建筑面积 9.28 万平方米。

截至 2015 年底，公司土地储备占地面积 228.22 万平方米，规划建筑面积 693.59 万平方米，在建面积 377.73 万平方米，主要分布于青岛、巴中、宜兴等二三线城市。

表 2　截至 2015 年底公司房地产开发业务土地储备情况

序号	项目名称	获得时间	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）	土地用途
1	咸阳渭滨苑项目	2009 年 2 月	15.40	47.85	256	10.00	商住
2	大连金海湾项目	2009 年 12 月	2.38	10.71	3,022	10.71	商住
3	盘锦凯旋城项目	2010 年 8 月	4.34	39.70	4,311	12.94	住宅
4	天津东疆港商业项目	2011 年 10 月	7.53	19.24	2,863	12.27	商业
5	天津上东湾项目	2011 年 10 月	18.48	38.97	3,917	11.15	住宅
6	武汉江锦湾项目	2011 年 12 月	5.16	25.37	2,051	25.37	商住
7	巴中王府景项目	2012 年 2 月	21.81	90.10	2,653	52.23	商住
8	舟山南山美庐项目	2012 年 3 月	15.88	46.77	7,786	46.42	住宅
9	宜兴阳羡美庐项目	2013 年 5 月	40.00	53.09	1,875	12.65	住宅
10	青岛即墨项目	2013 年 12 月	39.56	153.96	3,790	88.93	住宅
11	南通如皋山姆城	2014 年 4 月	27.20	57.13	1,605	9.41	商住
12	呼和浩特市火车东站	2014 年 1 月	13.51	46.11	3,218	23.06	商住
13	哈西 E14 地块项目	2014 年 1 月	4.33	22.19	3,627	21.28	商业
14	宜兴东氿项目	2014 年 4 月	2.67	9.63	6,898	9.63	住宅
15	江苏大丰项目	2014 年 6 月	6.75	23.49	3,884	22.40	商住
16	廊坊项目	2012 年 12 月	3.22	9.28	1,717	9.29	住宅
合计			**228.22**	**693.59**	--	**377.73**	--

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司通过并购获取了一块土地，公司土地储备规模大体可以满足公司未来 1~2 年左右的开发需求；但公司土地储备主要位于二三线城市，虽然拿地成本相对较低，但二三线城市房地产市场面临较大的去库存压力，未来公司的房地产开发将面临一定的风险。

（2）项目开发情况

公司项目管理主要由子公司华通置业有限公司（以下简称“华通置业”）、中国城乡建设发展有限公司（以下简称“城乡建设”）以及区域项目公司负责，公司本部进行整体把控。

施工建设方面，公司主要采用总包和专业分包的方式。对于合同金额达到公司标准的项目，公司本部统一进行招标采购，进行管控；对于本部审核标准以下的招标工作，由二级公司、项目公司自行管控。项目开工后，二级公司及项目公司对项目的进度以及质量进行具体把控，公司本部进行监督，并定期现场检查。2015 年，公司施工建设方式没有发生变化。

成本控制方面，公司编制了各阶段的成果标准（成本标准化体系），包括统一成本科目、目标成本测算模型、设计成本评审要点、动态成本报表、成本后评估报告模板等，并依照该标准对项目各阶段进行监控、优化、预警考核；公司还建立了各业态成本专业数据库、成本案例库，为项目建造标准编制提供了专业支持。此外，对于部分材料（电梯、电线电缆、涂料等），公司于 2014 年试行集中采购；通过统一招标、比质比价，有效节省了成本。2015 年，公司继续沿用集中采购策略，成本控制效果较好。

从项目开发数据看，2015 年，公司新开工项目 4 个，分别为宜兴东氿项目、江苏大丰项目、哈尔滨哈西中交香颂项目和廊坊项目；新开工面积 116.50 万平方米，同比下降 23.86%，主要系公司放慢了项目拓展节奏所致；截至 2015 年底，公司在建面积 377.73 万平方米。

表 3　2014~2015 年公司房地产开发数据

项目	2014 年	2015 年
新开工项目数（个）	3	4
新开工面积（万平方米）	153.00	116.50
竣工面积（万平方米）	42.00	67.88
在建项目数（个）	13	16

资料来源：公司提供

从公司在建工程的投入情况看，截至 2015 年底，公司房地产开发在建工程预计总投资 352.75 亿元，已完成投资 127.44 亿元，尚需投资 225.31 亿元。

总体看，2015 年，公司房地产开工情况正常；但公司期末在建面积较大，需要相应的投资规模，公司面临较大的资金支出压力。

（3）房产销售情况

公司采用委托销售与自有团队销售两种模式相结合的销售方式进行房地产项目的销售，2015 年，公司的销售方式没有发生变化。

从房地产销售数据看，2015 年公司合同销售面积同比大幅增长 34.02%至 90.22 万平方米，主要系房地产市场回暖以及公司达预售条件的项目增加所致；合同销售均价同比大幅上升 56.68%至 6,945.79 元/平方米，主要系 2015 年房地产市场回暖，部分达预售项目的均价较高所致；得益于合同销售面积和合同销售均价双重上涨影响，公司房地产合同销售金额同比大幅上升 101.94%至 62.66 亿元。

从结转情况看，2015 年公司房地产结转面积同比增长 76.04%至 45.26 万平方米，主要系达结转条件的项目增加所致；结转收入同比大幅增长 103.75%至 29.79 亿元。

表 4　2014~2015 年公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年	2015 年同比增长（%）
合同销售面积（万平方米）	67.32	90.22	34.02
合同销售均价（元/平方米）	4,609.62	6,945.79	56.68
合同销售金额（亿元）	31.03	62.66	101.94
结转面积（万平方米）	25.71	45.26	76.04
结转收入（亿元）	14.62	29.79	103.75

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司在建项目总可售面积 448.44 万平方米，已完工面积 128.78 万平方米，已销售面积 146.39 万平方米，待售面积 285.87 万平方米，其中已拿到预售许可证的待售面积 112.27 万平方米，未拿到预收许可证的待售面积 173.60 万平方米。根据公司过往销售情况，公司已拿到预售许可证的待售面积可满足公司 1~2 年的销售需求。

表 5　截至 2015 年底公司在建项目销售情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	权益比例	完工进度	总建筑面积	可售面积	已完工面积	已销售面积	待售面积		预计总投资	已投资
							已拿到预售许可证部分	未拿到预售许可证部分		
武汉中交江锦湾	51%	95%	25.37	19.16	17.10	12.24	6.92	0.00	16.64	14.21
舟山南山美庐	53%	一期：90%二期：85%三期：65%	46.42	31.79	0.00	18.19	13.60	0.00	41.29	29.76
呼市上东国际	100%	一期：87%二期：0%	23.06	17.00	0.00	4.73	2.76	9.50	14.88	7.86
江苏大丰项目	60%	56%	22.40	16.59	0.00	6.86	5.64	4.08	13.72	5.36
宜兴阳羡美庐	40%	17%	43.84	40.01	4.68	1.99	1.85	36.17	43.54	11.68
宜兴东氿项目	84.62%	30%	9.63	6.95	0.00	1.15	2.13	3.67	5.91	2.58
盘锦中交凯旋城	51%	75%	39.70	39.70	28.89	17.69	27.75	0.00	15.98	9.91
大连 E 区金海湾	51%	60%	10.71	9.30	0.00	0.74	8.57	0.00	5.68	2.02
西安长缨天地	40%	8%	70.24	38.19	0.00	0.00	0.00	38.19	49.08	4.23
青岛即墨中央公元	40%	33.32%	164.71	79.63	9.91	11.75	6.82	61.07	75.74	25.24
哈尔滨哈西中交香颂	57%	50%	21.28	15.15	0.00	3.18	11.97	5.86	18.59	8.80
南通如皋中交美庐城	75%	40%	55.09	38.14	16.66	7.12	6.04	0.55	32.03	14.09
天津中交 C 谷（商业）C#	75%	85%	3.66	3.73	0.00	0.00	3.73	0.00	16.64	6.81
天津中交 C 谷（商业）D#		100%	4.74	4.36	4.74	1.58	2.78	0.05		
天津中交上东湾（地产）	75%	1.1 期 80%	7.48	4.18	0.00	1.20	2.98	0.00	26.68	12.13
巴中王府景	65%	51%	91.92	77.49	46.80	57.36	5.67	14.46	41.92	21.57
廊坊项目	100%	30%	9.28	7.07	0.00	0.61	3.06	0.00	7.24	3.02
合计	--	--	**649.53**	**448.44**	**128.78**	**146.39**	**112.27**	**173.60**	**352.75**	**127.44**

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司房地产合同销售面积及销售金额大幅增长；结转方面，得益于达结转条件项目的增加，公司结转收入大幅增长。公司目前在建项目取得预售许可的待售面积可满足公

司未来 1~2 年的销售，但在售项目主要分布于二三线城市，面临一定的去化压力。

3．其他业务

（1）BT 或 BOT 项目

截至 2015 年底，公司的 BT 项目仍然是巴中市基础设施及安置房项目、广西南宁五象新区 1 号项目和南宁林里桥项目。

巴中市基础设施及安置房项目采用 BT+EPC 投资建设模式，最初由三条市政道路和两区安置房项目组成，即新区主干道、中杨干道、后河滨河路和东西区安置房。2012 年 3 月，由中交地产有限公司、中国交通建设股份有限公司、中交一航局第四工程有限公司、中国市政工程西南设计研究总院、中国市政工程东北设计研究总院组成的联合体与巴中市政府签订《巴中市区市政基础设施及安置房项目 BT+EPC 投资建设合同》（以下简称“投资建设合同”）及《巴中市区市政基础设施及安置房项目 BT+EPC 投资建设合同之抵押合同》，合同总金额 257,221 万元。根据合同规定，巴中市政府将巴中市中坝地块约 327 亩国有建设用地和杨家坝地块约 1,233 亩国有建设用地的土地出让收入作为项目回购资金的主要来源，并将上述地块作为该项目的担保抵押，回购价款分期支付。之后，中交（巴中）投资发展有限公司与巴中市土地储备中心签署了《巴中市区市政基础设施及安置房项目中坝拆迁安置房工程建设补充协议》将中坝安置房项目纳入投资建设合同。

巴中市基础设施及安置房项目计划总投资 29.57 亿元，2015 年投资 3.23 亿元，累计已投资 31.03 亿元，2015 年收到政府回款 1.96 亿元，累计收到政府回款 24.36 亿元，剩余回款 5.21 亿元。巴中市基础设施及安置房项目目前已基本完工，预计 2016 年 6 月完成竣工结算和验收工作。

广西南宁五象新区 1 号项目地块总用地面积约 123.03 亩（82,023.7 平方米），净用地面积约 87.4 亩（58,267 平方米），主要建设 9 栋 31F 和 7 栋 17F 的高层住宅楼及小区配套设施。该项目总建筑面积 317,656 平方米；其中，商业用房面积约 16,035 平方米；农贸市场面积 2,000 平方米；公共建筑面积 1,050 平方米；幼儿园面积 1,950 平方米；地下建筑面积 83,440 平方米；机动车位 1,876 个。项目于 2010 年 12 月开工，目前已竣工。截至 2015 年底，南宁五象新区 1 号项目计划总投资 10.35 亿元，2015 年投资 0.33 亿元，累计已投资 9.93 亿元；2015 年收到政府回款 5.65 亿元，累计收到政府回款 9.61 亿元，剩余回款 2.25 亿元。广西南宁五象新区 1 号项目合同支付期为 5 年，将在 2018 年收回全部回购款。

广西南宁林里桥项目位于南宁市青秀区青环路与凤岭南路交叉口以东，采取 BT 的方式实施，由南宁市政府提供建设用地，广西惠民公司负责投资建设，政府分期支付回购款。项目占地面积 195 亩，总建筑面积 57.38 万平方米，包含 22 栋高层住宅及 1 栋公寓楼。截至 2015 年底，南宁林里桥项目计划总投资 18.40 亿元，已投资 17.47 亿元，2015 年收到政府回款 1.11 亿元，累计收到政府回款 1.11 亿元，剩余回款 17.64 亿元。南宁林里桥项目计划 2016 年 5 月底前移交、2016 年 8 月取得第一笔回款，并在 2020 年前分四年（16 期）全部回收。

总体看，2015 年，公司 BT 或 BOT 项目进展正常，尚需投资已不多，但回款进度及效率受政府影响较大，需持续关注政府回款情况。

（2）房产租赁

公司房产租赁收入主要来自华通公司华通大厦租金收入和城乡建设中城写字楼租金收入，其余部分为零散物业出租产生租金收入；2014~2015 年收入分别为 0.21 亿元和 0.44 亿元，租金收入大幅增长主要系北京区域房租水平上升所致。华通大厦 A 座出租面积为 15,725.12 平方米，B 座出租面积为 5,673.36 平方米，2015 年出租率为 100%，租金收入 2,560.74 万元。中城写字楼是城

乡建设承租自北京牡丹电子集团有限责任公司。城乡建设将中城写字楼除办公区域外部分进行出租，对外出租总面积为 4,460.31 平方米，2015 年出租率为 100%，租金收入 791.03 万元。

总体看，2015 年，公司房产租赁出租率保持在满租状态，租金收入同比较为稳定，预计未来仍将给公司带来稳定的现金流收入。

（3）一级土地开发

2015 年，公司一级土地开发项目主要是六安东部新城项目和北京亮马项目。六安东部新城项目位于安徽省六安市，项目获取时间为 2013 年 11 月，总占地面积 617.31 万平方米，总建筑面积 27 万平方米；项目总投资额约为 26.64 亿元，2015 年累计完成投资 1.08 亿元，预计项目资金回收约为 32.60 亿元。北京亮马项目位于北京市朝阳区中部将台乡，项目获取时间为 2015 年 3 月，总占地面积 72.86 万平方米米，总建筑面积 31.89 万平方米，项目总投资额 66.18 亿元，2015 年完成投资 38.29 亿元，预计项目回收资金约为 74.64 亿元。

表 6　截至 2015 年底公司一级土地开发项目情况（万平方米，亿元）

项目名称	区域	获取时间	占地面积	总建筑面积	项目总投资	截至 2015 年底已投资金额	预计回收金额
六安东部城	安徽六安	2013 年 11 月	617.31	27.00	26.64	1.08	32.60
北京亮马	北京	2015 年 3 月	72.86	31.89	66.18	38.29	74.64

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司一级土地开发项目进行平稳，但目前上述地块均未实现出让，公司尚未实现收入，且项目仍需较大规模投资，公司面临较大的资金压力。

4．经营效率

2015 年，得益于营业收入的增幅较大，公司流动资产周转次数和总资产周转次数均较上年有所上升，流动资产周转次数由上年的 0.12 次上升至 0.17 次，总资产周转次数由上年的 0.10 次上升至 0.14 次；同时，由于营业成本增幅也较大，公司存货周转次数同比也有所上升，由上年的 0.13 次上升至 0.20 次。

总体看，2015 年，得益于营业成本和营业收入规模的大幅增长，公司经营效率有所提升，但整体仍处于一般水平。

5．重大事项

（1）减资事项

2016年4月25日，公司发布公告《中交地产有限公司关于减资的公告》（以下简称“减资公告”），根据公告，公司董事会于2016年3月5日通过的资产重组事宜决议，公司拟以股权无偿划转的形式剥离少量资产。以2014年公司财务数据为基础，该等剥离资产合计净资产占公司2014年末净资产的比例不足10%，该等剥离资产的营业收入占公司2014年营业收入比例不足10%，该等剥离资产的净利润占公司2014年净利润的比例约为15%。为避免该等剥离可能导致的所有者权益金额低于注册资本，公司拟减少注册资本。

2016年4月20日，《中交地产有限公司关于公司减资的议案》已经公司第一届董事会第106次会议审议通过，并经股东中交房地产集团有限公司审议通过，根据方案，公司拟将注册资本由原来的50.00亿元减少至42.00亿元，减资后，控股股东未发生变化。联合评级已于2016年4月25日对此

次减资事项出具了《关于中交地产有限公司减资事项的关注公告》。

2016年5月12日，“16中交债”受托管理人华融证券股份有限公司就减资事项召开了第一次债券持有人会议，审议了《关于不要求公司提前清偿债务及提供额外担保的议案》，并采用记名投票的方式进行了表决（每一张未偿还债券为一票表决权），表决结果为参加本次债券持有人会议的债券持有人及其授权代表全票（占债券表决权总数的96.86%）反对了上述《关于不要求公司提前清偿债务及提供额外担保的议案》，该议案未通过。联合评级将持续关注本次减资事项的后续发展。

（2）非公开发行公司债券

2016 年 4 月 14 日，公司发行了“中交地产有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第一期）”，发行规模 23 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率 4.5%，已于 2016 年 5 月 4 日起在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台挂牌，债券简称“16 中交 01”，债券代码“135386”。“16 中交 01”发行后，公司债务负担进一步加重。

6．经营关注

（1）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。

（2）公司主要项目较为分散，且集中于二、三线城市，甚至是四线城市，面临一定去化压力。

（3）截至2015年底，公司在建项目仍需较大规模投资，公司面临较大的资金需求压力。

7．未来发展

在房地产业进入新常态，未来行业增长空间变小，行业快速集中，发展空间受到挤压的背景下，公司未来三至五年将加快周转速度，尽快实现规模快速增长；抓住行业分化调整机会，尽快形成有自身特点的产品模式；通过创新，加快由房地产开发商向房地产服务商转型。

公司将加快现有在建、在售的项目开发速度，提升公司资产周转速度；同时在保证适当利润的前提下，调整区域投资结构，加大一、二线城市的投资比例；优化产品结构，加大去化快的产品所占比例。公司还将大力推动创新，嫁接互联网思维、平台思维等新思想；在加快房地产开发专业能力全面提升，尽快实现公司从创业期向成长期转变的同时利用物联网、大数据等技术，延伸拓展服务，实现由开发商向服务商转变。

总体看，公司未来发展规划明确，随着公司房地产开发领域经验的积累以及一、二线城市的投资比例的增加，公司竞争力有望进一步提升。

六、财务分析

1．财务概况

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司2015年度财务报表，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2015年审计报告对2014年度财务报表进行了追溯调整，因此2014年度财务数据取自2015年度审计报告的期初数据。合并范围方面，2015年公司新纳入合并范围子公司4家，分别是中交物业广州有限公司、中交房地产开发（北京）有限公司、中交西南地产有限公司和河北中航盈科房地产置业有限公司，净资产合计7.85亿元；2015年公司不再纳入合并范围的子公司有2家，分别是中交鼎信股权投资管理有限公司和中交地产文昌有限公司，净资产合计1.20

亿元。2015年，公司净资产总额79.60亿元，公司新纳入合并范围和不再纳入合并范围子公司的净资产总额占公司净资产总额的比重较低，因此公司财务数据可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额276.14亿元，负债合计196.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计79.60亿元，其中归属于母公司所有者的权益为51.82亿元。2015年，公司实现合并营业收入33.91亿元，净利润（含少数股东损益）1.78亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为0.87亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为-20.98亿元，现金及现金等价物净增加额为13.73亿元。

2．资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 276.14 亿元，较年初大幅增长 41.30%，主要系流动资产大幅增长所致；公司资产构成中，流动资产占比 85.75%，非流动资产占比 14.25%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产总额236.78亿元，较年初大幅增长47.48%，主要系货币资金、其他应收款和存货大幅增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比15.32%）、其他应收款（占比19.67%）和存货（占比60.71%）构成。

截至2015年底，公司货币资金36.27亿元，较年初大幅增长47.02%，主要系公司金融机构借款大幅增加所致。

截至2015年底，公司应收账款账面余额2.95亿元，计提坏账准备0.02亿元，应收账款账面价值2.93亿元，较年初大幅增长31.44%，主要系个别项目销售采取分期收款方式，应收个人购房款增加所致。从账龄看，1年以内应收账款账面余额2.88亿元，占比97.62%，计提坏账准备2,383.22元；1~2年应收账款余额160.98万元，占比0.55%，计提比例15.00%；2~3年应收账款余额499.55万元，占比1.70%，计提比例30.00%；3年以上应收账款余额41.67万元，占比0.13%，计提比例50.00%。从集中度看，应收账款前五大欠款单位应收账款余额合计0.69亿元，占公司应收账款余额合计的23.37%，集中度一般。整体看，公司应收账款账龄较短，计提坏账准备较为充分，应收款坏账风险一般。

截至2015年底，公司其他应收款账面余额46.73亿元，计提坏账准备0.16亿元（计提比例0.35%），账面价值46.57亿元，较年初大幅增长1.58倍，主要系本年新增应收北京亮马项目土地回购款规模较大所致。其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额3.27亿元，占其他应收款账面余额合计的7.01%，未计提坏账准备，主要是应收南充市维美投资置业有限公司和四川省康力房地产开发有限公司的股权转让款，账龄在1~2年。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额43.45亿元，占其他应收款账面余额合计的92.98%，计提坏账准0.16亿元，计提比例0.37%；其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款39.54亿元，从账龄看，1年以内占比99.50%（计提坏账准备255.40元），1年以上占比0.50%（计提坏账准备0.16亿元）；采用其他组合计提坏账准备的其他应收款账面余额3.91亿元，主要是中交集团内部应收款项1.28亿元和保证金（不含质量保证金）2.63亿元。单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款账面余额34.61万元，占其他应收款账面余额合计的0.01%，计提比例100%。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成了较大占用。

截至2015年底，公司存货账面余额143.75亿元，未计提跌价准备，公司存货较年初大幅增长27.37%，主要系公司房地产期末在建规模较大所致。公司存货中在售的房地产项目多位于二三线城市，面临一定的减值风险。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 39.36 亿元，较年初增长 12.88%，主要系可供出售金融资产的增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 17.05%）、长期应收款（占比 65.85%）和长期股权投资（占比 6.69%）构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 6.71 亿元，较年初大幅增长 4.60 倍，主要系公司新增对启璇（上海）投资合伙企业（有限合伙）6.40 亿元投资所致。公司可供出售金融资产全部为权益工具，按成本计量。截至 2015 年底，公司可供出售权益工具账面余额 6.76 亿元，计提减值准备 0.05 亿元。

截至 2015 年底，公司长期应收款 25.92 亿元，较年初小幅减少 6.20%。公司长期应收款主要是 BT 合同等长期应收款（占比 98.85%），由于 BT 合同款回款不确定性较小，公司未对长期应收款计提坏账准备。

截至 2015 年底，公司长期股权投资较年初大幅增长 17.55%至 2.63 亿元。公司长期股权投资主要是对联营企业投资，公司重要的投资单位有中交成都建设发展有限公司和曼城置业（北京）有限公司。2015 年，公司权益法下确认的投资损益为 0.19 亿元。

截至 2015 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产情况如下表所示。公司受限资产合计 52.55 亿元，占资产总额的比重为 19.03%，占比一般。

表 7　截至 2015 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	2.45	保证金
存货	26.55	抵押
长期应收款	23.54	质押
合计	**52.55**	--

资料来源：公司审计报告

总体看，2015 年，受北京亮马土地一级开发业务的拓展以及房地产期末在建规模的扩大，公司资产总额增幅较大；公司货币资金充裕，且能合理利用杠杆，盘活长期应收款等流动性较差的资产；但大幅攀升的其他应收款对公司资金形成了较大占用。整体看公司资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 196.54 亿元，较年初大幅增长 60.90%，主要系随着公司房地产业务、BT 业务及土地一级开发业务的拓展，公司加大融资力度所致。截至 2015 年底，公司负债构成中，流动负债占比 50.98%，非流动负债占比 49.02%，公司负债结构较为均衡。

截至 2015 年底，公司流动负债 100.19 亿元，较年初大幅增长 38.17%，主要系应付账款、预收款项和其他应付款的增加所致。截至 2015 年底，公司流动负债主要由应付账款（占比 30.44%）、预收款项（占比 31.62%）、其他应付款（占比 22.89%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.37%）构成。

截至 2015 年底，公司应付账款较年初大幅增长 52.36%至 30.50 亿元，主要系随着业务规模的扩大，应付项目工程款和材料款增加所致。从账龄看，1 年以内应付账款余额 24.89 亿元，占比 81.60%；1~2 年应付账款余额 5.06 亿元，占比 16.59%；2~3 年应付账款余额 0.08 亿元，占比 0.27%；3 年以上应付账款余额 0.47 亿元，占比 1.55%。公司账龄超过一年的重要应付账款债权单位主要

是中国交通建设股份有限公司总承包分公司和广西建工集团第五建筑工程有限公司，应付账款余额合计 5.47 亿元，未偿还原因是工程未完工，决算审计尚未完成。

公司预收款项主要是预售房款。截至 2015 年底，公司预收款项较年初大幅增长 36.40%至 31.68 亿元，主要系房地产预售项目增加所致。

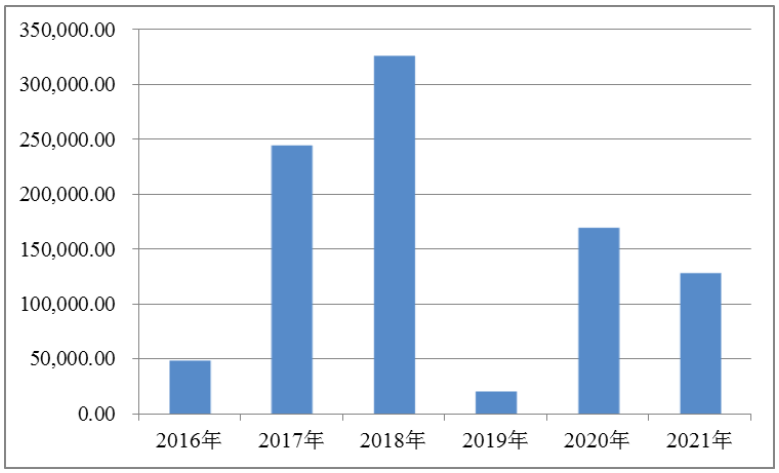
截至 2015 年底，公司其他应付款较年初大幅增长 92.85%至 22.93 亿元，主要系关联方往来款大幅增加所致。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.38 亿元，较年初大幅下降 50.46%，主要系公司偿还了部分一年内到期的非流动负债所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债 96.35 亿元，较年初大幅增长 94.10%，主要系长期借款大幅增长所致。公司非流动负债主要是长期借款（占比 97.20%）。

截至 2015 年底，公司长期借款 93.65 亿元，较年初大幅增长 92.55%。公司长期借款中，质押借款 18.90 亿元（占比 20.19%），抵押借款 15.60 亿元（占比 16.66%），保证借款 55.51 亿元（占比 59.27%），信用借款 11.02 亿元（占比 11.77%）。从下面长期借款期限结构图可以看出，2017 年和 2018 年公司面临一定的集中偿付压力。

图 2　截至 2015 年底公司长期借款期限结构情况（单位：万元）



资料来源：联合评级根据公司提供资料整理

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 105.80 亿元，较年初大幅增长 65.10%，主要系长期借款大幅增长所致。截至 2015 年底，公司全部债务中，短期债务 12.15 亿元（占比 11.48%），长期债务 93.65 亿元（占比 88.52%）。由于负债规模的大幅攀升，公司资产负债率由上年的 62.51%上升 8.66 个百分点至 71.17%；受长期借款大幅增长影响，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别较年初大幅上升 14.16 和 10.41 个百分点至 54.05%和 57.07%。公司债务负担明显加重，但仍属可控水平。

总体看，2015 年，公司长期借款增加导致债务规模明显增加，债务负担进一步加重，尚属可控。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益 79.60 亿元，较年初小幅增长 8.64%，主要是未分配利润增加所致。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益 51.82 亿元，占比 65.11%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比 96.48%，资本公积占比 1.60%，专项储备占比 0.01%，盈余公积占比 0.03%，未分配利润占比 1.88%。

总体看，2015 年，公司所有者权益规模及构成较年初变化不大，所有者权益中实收资本占比较大，公司所有者权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2015 年，受房地产开发结转收入大幅增长影响，公司营业收入较上年大幅增长 95.91%至 33.91 亿元；公司营业成本由上年的 12.11 亿元大幅增长 107.68%至 25.14 亿元。由于营业成本增幅大于营业收入增幅，公司营业利润率较上年下降 4.55 个百分点至 18.70%。2015 年，公司净利润 1.78 亿元，较上年大幅增长 121.29%。

期间费用方面，2015 年，公司费用总额 5.18 亿元，较上年大幅增长 26.37%，主要系销售费用和财务费用增长所致。公司费用构成中，销售费用占 28.26%，管理费用占 47.56%，财务费用占 24.18%。公司销售费用 1.46 亿元，较上年大幅增长 52.31%，主要系房地产项目销售规模增长所致；管理费用 2.46 亿元，较上年变化不大；财务费用 1.25 亿元，较上年大幅增长 50.28%，主要系有息债务规模大幅增长导致利息支出增长所致。2015 年，公司费用收入比为 15.27%，较上年下降 8.40 个百分点，公司费用控制能力提升。

2015 年，公司投资收益为 0.32 亿元，较上年大幅下降 76.70%，主要系上年处置长期股权所获投资收益规模较大所致。公司营业外收入 0.23 亿元，较上年大幅减少 49.91%。2015 年，公司营业外收入主要是政府补助（占比 84.03%）。公司营业外收入占利润总额的比重为 9.68%，公司利润对营业外收入的依赖较小。

从盈利指标看，得益于利润总额和净利润的大幅增长，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别较上年增长 0.73、0.21 和 1.19 个百分点至 2.45%、1.93%和 2.32%，公司盈利能力有待增强。

总体看，2015 年，得益于房地产开发收入大幅增长，公司收入规模和利润水平大幅增长，但公司整体盈利能力仍有待提高。

5．现金流

从经营活动看，2015 年，公司经营活动现金流入 89.43 亿元，较上年大幅增长 100.72%，主要系房地产业务预收房款大幅增加以及收到的关联方往来款增加所致；经营活动现金流出 110.42 亿元，同比增长 38.36%，主要系支付往来款大幅增长所致；经营活动产生的现金流量净额为-20.98 亿元，呈净流出状态，但规模较上年有所下降。公司现金收入比为 134.20%，较上年有所下降，但仍处于较高水平。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入 2.12 亿元，较上年变化不大；投资活动现金流出 9.81 亿元，较上年大幅增长 197.46%，主要系本年新增对启璇（上海）投资合伙企业（有限合伙）6.40 亿元投资所致；投资活动产生的现金流量净额为-7.69 亿元，呈净流出状态，且规模较上年大幅增长。

从筹资活动看，2015 年，公司筹资活动现金流入 79.33 亿元，较上年大幅增长 129.76%，主要系长期借款大幅增长所致，公司筹资活动流入的现金主要是取得借款收到的现金（占比 90.92%）；筹资活动现金流出 36.93 亿元，同比大幅增长 152.77%，主要系本年偿还债务支付的现金大幅增长所致；筹资活动产生的现金流量净额为 42.40 亿元。

总体看，2015 年，公司经营活动流入的现金大幅增长，但经营活动产生的现金流量净额仍呈净流出状态；公司投资活动现金流量净额也呈净流出状态，且规模有所增加；公司需要筹资活动筹集资金满足经营和投资活动，公司筹资活动流入现金大幅增长，债务负担明显加重。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2015 年，公司流动比率分别为 2.21 倍和 2.36 倍，速动比率分别为 0.66 倍和 0.93 倍，均有所增长，主要系流动资产增幅较大所致。同期，现金短期债务比分别为 1.60 倍和 2.99 倍，2015 年上升幅度较大，主要系本年长期借款大幅增长带动现金类资产大幅增长所致。2014~2015 年，由于公司经营活动产生的现金呈净流出状态，因此经营现金流动负债比为负。考虑公司现金类资产较为充裕，整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015 年，公司 EBITDA 为 4.96 亿元，同比增长 51.55%，主要系利润总额和财务费用的增长所致。2015 年，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占比 43.86%）和利润总额（占比 47.83%）构成。2014~2015 年，EBITDA 利息倍数分别为 0.77 倍和 0.44 倍；EBITDA 全部债务比均为 0.05 倍。EBITDA 对利息的保障程度一般，对全部债务的保障程度较弱。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司已取得银行授信额度 46.64 亿元，尚未使用额度 5.05 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2015 年底，公司不存在对合并报表范围外的主体提供担保的情况。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1011010209857850Q），截至 2016 年 6 月 15 日，公司已结清和未结清信贷记录中无不良和关注类记录。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，考虑到公司目前在建项目及预收账款规模较大，未来可售及可结转面积较大，对收入有一定的支撑；此外公司 BT 项目、房产租赁均可为公司收入提供较稳定补充，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，公司现金类资产达36.27亿元，约为“16中交债”债券本金合计（5亿元）的7.25倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达79.60亿元，约为债券本金合计（5亿元）的15.92倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16中交债”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为4.96亿元，约为债券本金合计（5亿元）的0.99倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入89.43亿元，约为债券本金合计（5亿元）的17.89倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很强。

综合以上分析，并考虑到公司作为中交集团发展房地产的主要业务平台，其房地产开发和 BT 项目开发等业务发展迅速，以及中交集团较强的实力和对公司的支持，公司对“16 中交债”债券的偿还能力很强。

八、综合评价

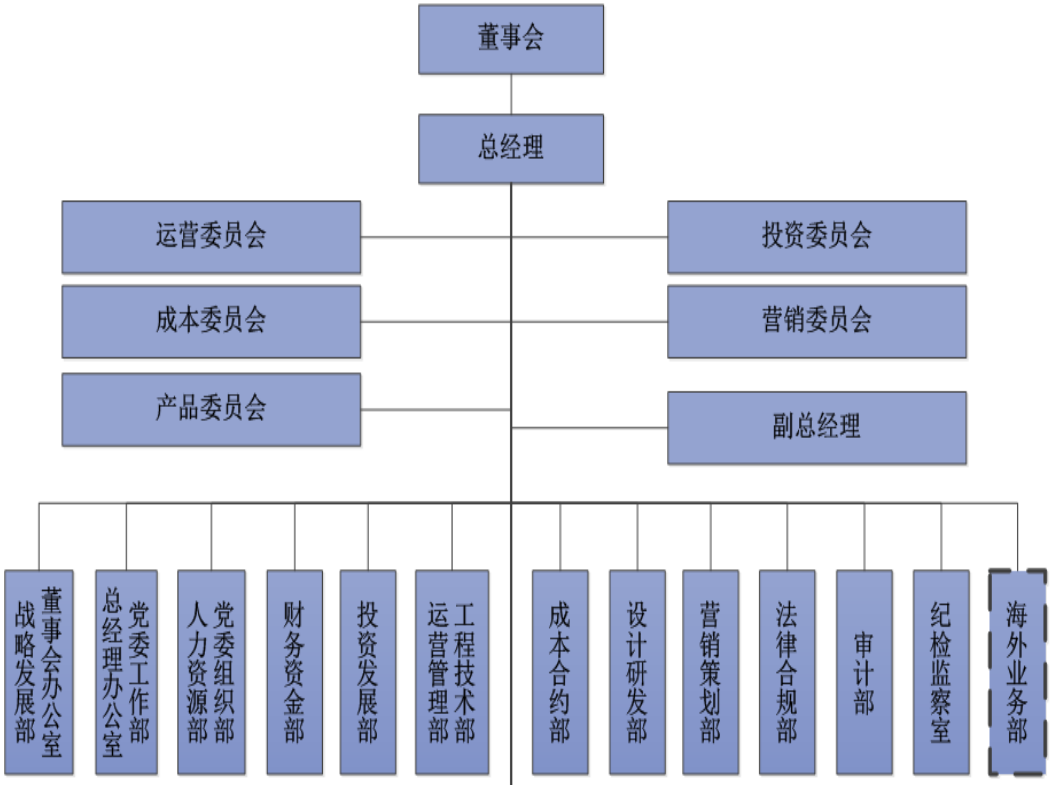
公司作为中交集团发展房地产业务的主要平台，在品牌、土地和项目获取上具有一定优势。2015 年，随着房地产市场的回暖，公司房地产销售规模大幅增长；公司收入规模和利润水平有所提升。但公司也面临着项目集中在二三线城市，去库存压力较大；BT 或 BOT 项目回款进度慢，回款周期长；在建项目尚需投资规模较大，资金支出压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着预售房地产项目的结转，公司收入有望取得增长；随着 BT 或 BOT 项目剩余回款资金的到位以及一级土地开发项目实现土地出让，公司整体竞争力有望得到进一步增强。

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中交债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　中交地产有限公司

组织结构图



附件 2　中交地产有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	195.42	276.14
所有者权益（亿元）	73.27	79.60
短期债务（亿元）	15.45	12.15
长期债务（亿元）	48.64	93.65
全部债务（亿元）	64.08	105.80
营业收入（亿元）	17.31	33.91
净利润（亿元）	0.80	1.78
EBITDA（亿元）	3.27	4.96
经营性净现金流（亿元）	-35.25	-20.98
应收账款周转次数（次）	13.26	13.08
存货周转次数（次）	0.13	0.20
总资产周转次数（次）	0.10	0.14
现金收入比率（%）	161.91	134.20
总资本收益率（%）	1.72	2.45
总资产报酬率（%）	1.72	1.93
净资产收益率（%）	1.13	2.32
营业利润率（%）	23.25	18.70
费用收入比（%）	23.67	15.27
资产负债率（%）	62.51	71.17
全部债务资本化比率（%）	46.66	57.07
长期债务资本化比率（%）	39.90	54.05
EBITDA 利息倍数（倍）	0.77	0.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.05
流动比率（倍）	2.21	2.36
速动比率（倍）	0.66	0.93
现金短期债务比（倍）	1.60	2.99
经营现金流动负债比率（%）	-48.61	-20.94
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.65	0.99

注：EBITDA/待偿本金合计= EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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	
总资本收益率	（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+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

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。