

信用等级公告

联合[2015]553 号

中交地产有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中交地产有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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”
中交地产有限公司拟发行的 2016 年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：  陈伟

二零一五年 十 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>

中交地产有限公司

2016 年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：不超过 5 亿元（含 5 亿元）

本次债券期限：5 年（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 10 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)	79.80	142.46	195.20	254.39
所有者权益(亿元)	43.10	68.19	73.85	81.48
长期债务(亿元)	8.30	32.69	48.64	92.85
全部债务(亿元)	8.30	34.41	64.08	106.69
营业收入(亿元)	9.14	13.07	18.92	6.91
净利润(亿元)	0.15	0.55	1.42	0.43
EBITDA(亿元)	0.78	1.66	4.11	--
经营性净现金流(亿元)	-18.72	-27.30	-35.24	-29.10
营业利润率(%)	15.00	24.47	24.51	32.16
净资产收益率(%)	0.48	0.99	1.99	0.55
资产负债率(%)	46.00	52.14	62.17	67.97
全部债务资本化比率(%)	16.15	33.54	46.46	56.70
流动比率	2.74	3.52	2.24	2.82
EBITDA 全部债务比	0.09	0.05	0.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.24	1.52	0.97	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.16	0.33	0.82	--

注：1、公司 2015 年 6 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中交地产有限公司（以下简称“公司”或“中交地产”）的评级反映了公司作为中国交通建设集团有限公司发展房地产的主要业务平台，近年来依托中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）品牌优势以及全产业链协同效应，发展迅速，在土地和项目获取上获得了中交集团的大力支持，并在二、三线市场具备了一定的区域优势和品牌知名度。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及项目较为分散且集中在二、三线城市等因素对公司经营造成的不确定性。

公司目前债务负担尚可，但随着公司进一步发展，未来债务规模可能进一步增长。随着公司房地产开发和 BT 业务的进一步成熟，中交集团持续的大力支持，以及未来一、二线城市市场的拓展，公司竞争力有望进一步提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，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，对公司未来发展有积极影响。

2. 近年来，公司依托中交集团品牌优势以及全产业链协同效应发展速度较快。

3. 公司近年资产、权益规模持续增长，抗风险能力有所加强；其房屋施工面积、项目投入快速上升，有利于支撑未来收入、利润的增长。

4. 公司 BT 项目收入规模近年增长较快，加之房屋租赁以及多元化板块，均可分散房地产开发经营风险。

关注

1. 房地产行业告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。同时，资金成本上升、市场格局持续分化等均不利于房地产行业的长期发展。

2. 随着公司地产项目以及一级土地开发项目规模逐年增长，未来面临大量资金需求，公司融资能力面临一定挑战。

3. 公司目前主要项目较为分散，且集中于二、三线城市，部分位于四线城市，面临一定去化压力。

4. 公司经营效率一般，流动资产周转率以及存货周转率有待提升。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

范文豪

电话：010-85172818

邮箱：fanwh@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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与中交地产有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与中交地产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，未因中交地产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中交地产有限公司提供，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中交地产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

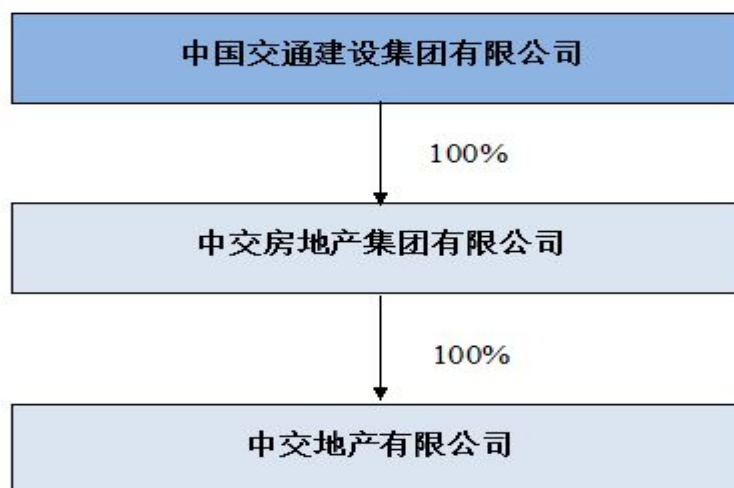
中交地产有限公司（以下简称“公司”或“中交地产”）于 2011 年 3 月在国家工商总局注册成立，是中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）的全资子企业。2015 年 5 月，中交集团将持有的发行人 100% 股权无偿划转至其全资子公司中交房地产集团有限公司（现已更名为中交房地产集团有限公司），目前，中交房地产集团有限公司持有公司 100% 的股权。

中交集团于 2005 年 12 月由中国港湾建设（集团）总公司与中国路桥（集团）总公司以新设合并方式重组设立，隶属于国务院国资委。

中交房集团持有中交地产 100% 的股权，中交集团持有中交房集团 100% 的股权，国务院国资委持有中交集团 100% 的股权，因此，国务院国资委为公司的实际控制人。

截至 2015 年 6 月末，公司注册资本 50 亿元，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 6 月底公司股权结构和实际控制关系图



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 6 月，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；拥有 4 家全资子公司，8 家控股子公司，2 家参股公司；拥有在职员工 1,893 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 195.20 亿元，负债总额 121.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）73.85 亿元。2014 年，公司实现合并营业收入 18.92 亿元，净利润（含少数股东损益）1.42 亿元。经营活动产生的现金流量净额-35.24 亿元，现金及现金等价物增加额-16.73 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 254.39 亿元，负债总额 172.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.48 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 6.91 亿元，净利润（含少数股东损益）0.43 亿元。经营活动产生的现金流量净额-29.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.35 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、本次债券概况

1. 本次公司债券概况

本次债券名称为“中交地产有限公司 2016 年公司债券”，预计发行规模为不超过人民币 5 亿元（含 5 亿元）。本次发行的公司债券为固定利率债券，期限为 5 年，债券存续期第三年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。存续期内前 3 年的票面利率将由公司与主承销商按照国家有关规定根据市场询价结果确定，前 3 年的票面利率固定不变。在存续期内第 3 年末，如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后 2 年的票面利率为债券存续期前 3 年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变；若公司未行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在债券存续期后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。本次债券采取公开发行人方式，发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》规定的、具备相应风险识别和承担能力的合格投资者。本次债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次公司债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金在扣除发行费用后，将用于补充流动资金。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售，公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显。

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，都不可避免地与企业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，比上年增加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，比上年增加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。

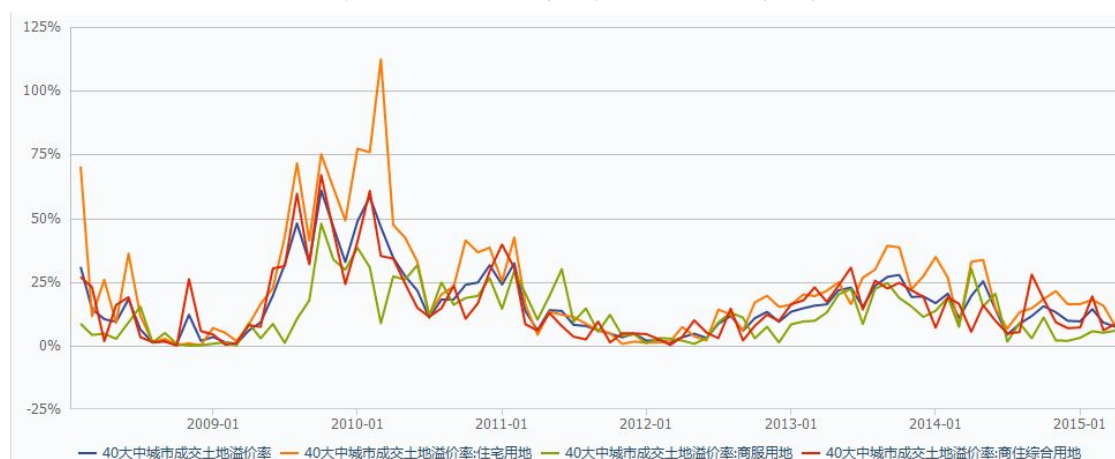
2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近

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 2 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

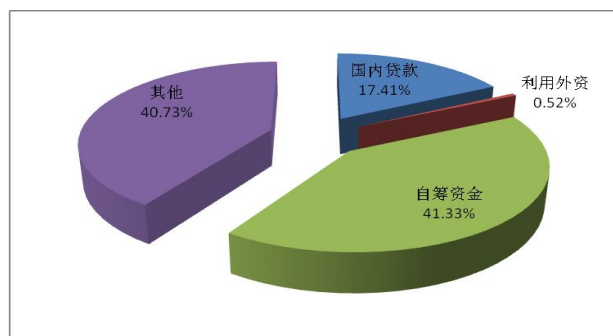
价率有所回升。

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%。

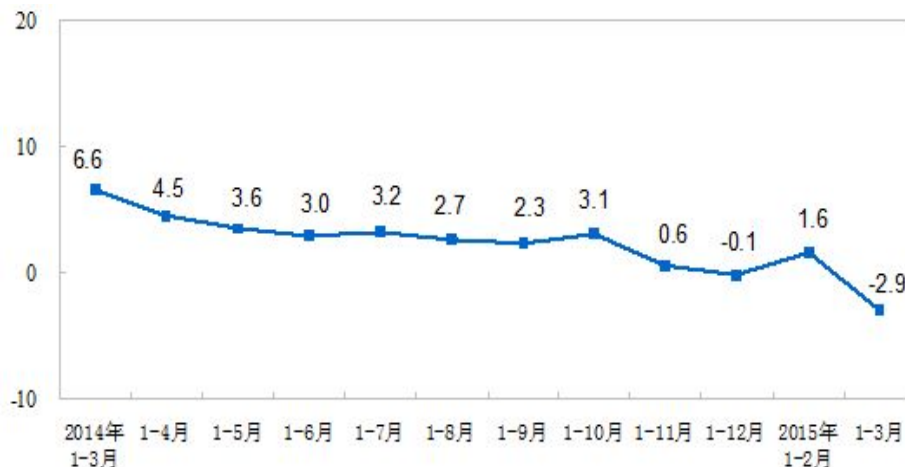
图3 2014年房地产行业资金来源构成



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4 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

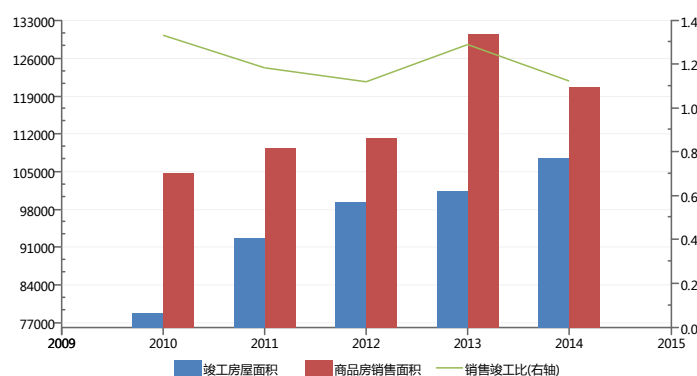
总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（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%。

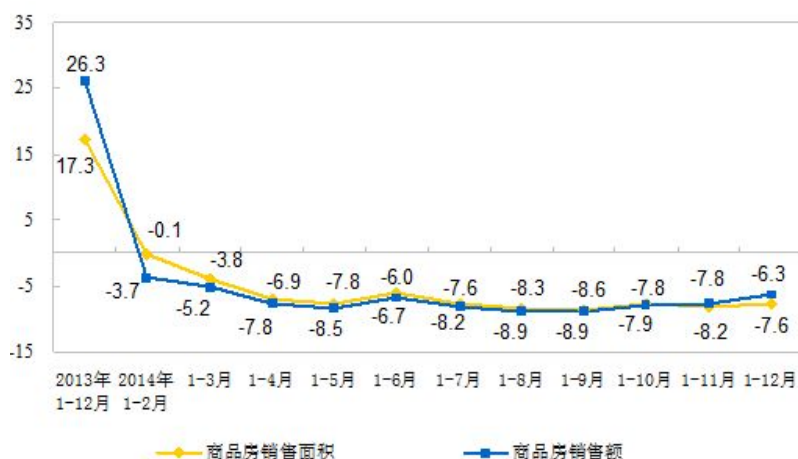
图5 2010~2014年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）



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 6 2013 年以来全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



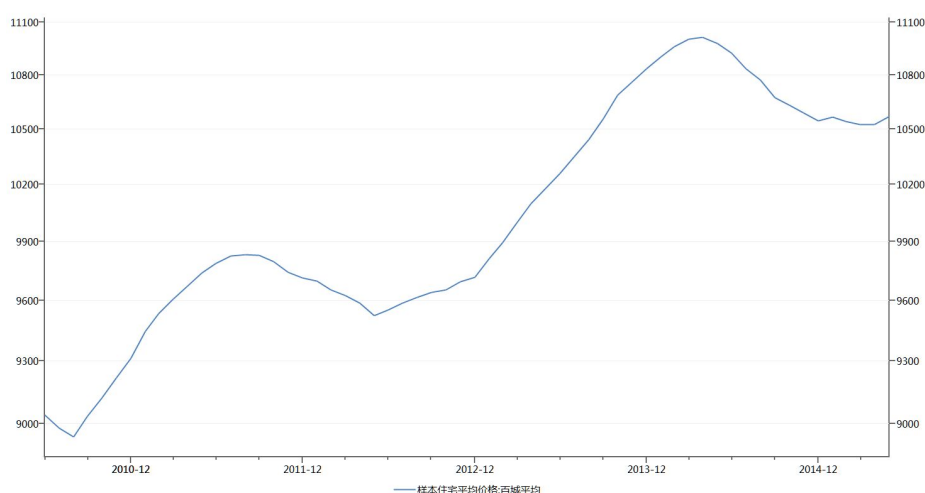
资料来源：国家统计局

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 7 近年来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，最低首付款比例调整为不低于 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

公司作为中国交通建设集团有限公司发展房地产的主要业务平台，积极践行中交集团“五商中交”战略，以交通基础设施与房地产开发捆绑运作为主营方向。自 2011 年成立以来，公司获得了 23 个项目，在售、在建和待开发总面积约 800 万平方米，累计了一定土地资源。

公司全面对接中交集团区域总部及内部单位，发挥全产业链协同效应。公司目前项目主要分布在二线城市和有潜力的三线城市，近年来依托中交集团主营业务、全产业链价值优势，以基础

设施投资捆绑土地、市场招拍挂、自有土地挖潜、内部合作等方式获得了一系列优势土地和项目。

公司注重项目品质，各项目均在当地获得了良好反响，提升了品牌美誉度。其中巴中中交·王府景项目荣获“2013 中国地产 100 最具影响力楼盘”大奖，舟山中交·南山美庐荣获联合国“国际花园社区”全球大奖银奖，宜兴项目荣获联合国“国际花园社区”全球大奖铜奖。

在二、三线城市取得成功后，公司将目标逐步转向一线城市市场的拓展，目前已获得北京朝阳区亮马地块一级开发项目；随着公司发展，未来有望继续强化一线城市项目布局。

2015 年以后，中交集团通过入股绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）、成立中交房集团等举措推进对集团内房地产板块的重组工作，截至 2015 年 6 月 30 日，中交集团持有绿城中国全部已发行股份的 28.912%，为绿城中国第一大股东。同时，中交房集团在取得对中交地产、中房集团等集团内房地产企业管理权后将集团内房地产企业统筹管理，中交集团对系统内房地产企业的重组与整合将对中交房地产板块产生协同效应。

总体看，公司作为中交集团房地产业务主要平台，自成立以来发展迅速，在二、三线城市凸显优势。未来公司将继续依托中交集团品牌优势及协同效应拓展一线城市，竞争力有望进一步提升。

2. 人员素质

公司现有董事、监事以及高级管理人员等 11 人，其中董事长兼总经理 1 人。

公司董事长兼总经理孙国强先生，1966 年出生，历任中交四航局历任二公司技术干部、施工处副主任、项目经理，经营处副处长、处长，二公司经理，副总经理，总经理、党委副书记，中交集团总裁助理、房地产事业部总经理，中交地产有限公司任董事长、总经理、临时党委副书记；2015 年 4 月至今，任中交集团总裁助理，中交房地产集团公司董事长、总经理、党委副书记，中交地产董事长、总经理。

截至 2015 年 6 月末，公司拥有在职员工 1,893 人。按学历结构划分，大专以上占比 51.98%，高中中专学历占比 46.96%；按职称划分，高级职称人员占比 5.60%，中级职称人员占比 14.69%，初级职称人员占比 10.04%。

总体看，公司管理层行业及管理经验丰富，员工素质符合公司行业特点。

3. 控股股东背景

公司控股股东为中交房地产集团有限公司，中国交通建设集团有限公司持有中交房地产集团有限公司 100.00%的股权。

中国交通建设股份有限公司成立于 2006 年 10 月，是经国务院批准，由中国交通建设集团有限公司（国务院国资委监管的中央企业）整体重组改制并独家发起设立的股份有限公司，并于 2006 年 12 月 15 日在香港联合交易所主板挂牌上市交易，是中国第一家成功实现境外整体上市的特大型国有基建企业（股票代码为 01800.HK）。2012 年 3 月，中国交建在上海证券交易所挂牌交易（股票代码为 601800.SH），登陆 A 股市场。截至 2015 年 6 月末，中交集团持有中国交建 1,032,490.73 万股（持股比例 63.83%）。

中国交建是世界 500 强企业，主要从事公路、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和房地产开发业务等，拥有 50 家全资、控股子公司，业务足迹遍及世界 120 多个国家和地区。在 2015 年 7 月 22 日美国《财富》杂志最新公布的 2015 年世界 500 强排行榜中，中国交建以 601.19 亿美元的营业收入位列第 165 位，比 2014 年提升了 22 位，继续保持在世界 500 强企业的中前列位置；公司被国资委

确定为“国际化经营战略 10 家重点联系企业”和“培育世界一流企业 10 家重点联系企业”，是中央企业中仅有的 3 家“双十”企业之一。

公司原为中国交通建设集团有限公司的全资子企业，注册资本 50.00 亿元全部由中交集团投入，并在土地项目获取、品牌支持等方面对公司提供了有力支持。

总体看，控股股东中交集团综合实力较强，对公司支持力度较大。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》等有关法律，以及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、经理层组成的法人治理结构体系，并确立了董事会、经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构科学分工、各司其责、有效制衡的治理结构。

公司设立董事会，由 5 名董事组成，董事会成员由出资人委派，董事会每届任期三年，任期届满后可连任。董事在任期届满前，股东不得无故解除其职务。董事会实行集体决策制度。董事会定期会议每年至少召开两次。董事会会议由董事长召集和主持。董事长因特殊原因不能履行职务或不履行职务时，由半数以上的董事共同推举一名董事召集和主持。董事会决议的表决，实行一人一票制。公司决议必须经全体董事半数以上通过。

公司设监事会，监事会成员 3 人，其中非职工代表 1 人，由出资人委派，职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生，由职工代表出任的监事待公司成立后再补选，并报登记机关备案。监事会设主席一名，由全体监事过半数选举产生。监事会主席召集和主持监事会会议；监事会主席不能履行职务或者不履行职务的，由半数以上监事共同推举一名监事召集和主持监事会会议。监事任期每届三年。监事任期届满，连选可以连任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理一名，副总经理若干名，总会计师一名。公司经营管理机构是总经理办公会议，由总经理、副总经理、总会计师组成，在总经理主持下决定公司重大事项。公司总经理由董事长提名，经董事会讨论通过，由董事会聘任或者解聘。总经理对董事会负责。副总经理、总会计师由总经理提名，经董事会批准后，由董事会聘任，也可由董事会向社会公开招聘。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司根据自身经营管理的需要，设立了战略发展部、总经理办公室、人力资源部、财务资金部、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、纪检监察室等 12 个部门。

内部审计考核方面，公司审计部从机构管理体制上实行层级管理，即三级审计管理体制：总部审计部、二级公司审计部、项目公司审计监督员。二级公司审计部负责人和项目公司审计监督员的聘任要报送地产审计部备案。总部审计部每半年召开一次审计系统工作会议，主要了解各二级公司年度审计计划安排及审计工作开展情况，并对其提出审计工作要求，作出具体工作部署。总部审计部于每年年终还要求各二级公司审计部上报审计统计报表及编报说明。总部审计部在年终对各二级公司审计部按照年度工作计划完成情况、配合总部审计部审计项目情况、审计系统信

息化开展、审计系统人员履职能力情况等各项指标还要进行考核。

财务管理方面。公司目前已建立的财务制度共有 22 项，包括《中交地产有限公司财务审批程序与权限管理试行办法》《中交地产有限公司全面预算管理试行办法》《中交地产有限公司会计核算办法》等。财务信息系统主要有集团公司统一的浪潮账务系统、久其报表系统，以及公司新上线的网上报销系统。

资金管理方面，公司实行资金集中管理，结合房地产企业资金管理特点，对非受限资金的资金存量和流量集中管理。公司对银行账户从开立到注销全过程进行管理，统一由公司总部审批。同时，公司建立了资金管理办法、内部资金使用管理办法等相关管理制度。在资金预算方面，公司编制年度资金计划及月度资金计划，对月度资金计划执行情况进行分析。

投融资管理方面，公司注重与金融机构的合作关系，通过基金股权融资、永续债、融资租赁、资产证券化等新型融资模式实现表外融资，降低带息负债比例。公司严格按照设定的投资标准，审核报上来的科研报告，在投融资方面制定了适应公司发展的融资管理办法。

公司与股东、子公司之间的投资及经营管理方面，公司制定了《中交地产有限公司投资管理办法（试行）》等规定，对内投资决策制度采用量化预期收益的方法，借助能反映投资效益的指标，结合必要的定性分析来实现项目决策的制度化管理。公司建立了多层次的投资决策评估、奖励与约束机制；公司的房地产营销管理系统、在建工程远程视频监控系统、经营台账系统相继进入运行或试运行阶段，提高了公司整体经营管理的信息化程度。

总体来看，公司部门设置清晰，符合自身经营特点，公司各业务管理部门与职能部门合作紧密，分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事房地产开发经营业务，同时公司拥有一定规模的 BT（或 BOT）项目开发业务。近三年，公司经营规模整体持续扩大，分别为 9.14 亿元、13.08 亿元和 18.92 亿元，营业收入呈较快增长趋势，年均复合增长率为 43.89%，主要系房地产开发业务规模逐年扩大所致。由于房地产开发和 BT 项目利润规模增长，公司净利润呈较快增长态势，分别为 0.15 亿元、0.55 亿元和 1.42 亿元，年均复合增长 204.80%。

公司主营业务突出，近三年主营业务收入均占营业收入的 96%以上。从主营业务构成来看，近三年公司房地产开发业务收入规模逐年增长，占主营业务收入的比重也由 2013 年的 69.77% 上升至 2014 年的 77.48%。公司 BT 项目收入规模和占比均逐年增长，自 2013 年起已成为公司第二大收入来源。公司多元化板块主要是下属子公司中交实业发展投资有限公司（以下简称“中交实业”）的多元化业务，包含出租车、商场、旅行社等业务板块，由于收入受市场大环境冲击较大，尤其是北京鲲鹏国际旅行社有限公司（中交实业下属控股公司）在 2013 年收入大幅缩水，多元化板块收入规模逐年下降。公司房产租赁和物业管理业务收入占比较小，近三年呈下降态势；房产租赁业务 2012~2013 年收入规模较为稳定，2014 年由于部分物业由对外出租转为自用，收入规模有所下降；物业管理业务收入规模较为稳定。

表 4 2012 年~2014 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	63,686.49	69.77	20.00	93,158.56	74.00	21.96	146,199.02	77.48	20.58

房产租赁	4,842.32	5.31	50.53	4,844.69	3.85	38.85	2,121.14	1.12	16.49
BT 或 BOT 项目	3,346.29	3.67	7.19	13,433.43	10.67	62.77	25,495.64	13.51	94.28
物业管理	4,025.91	4.41	30.10	4,693.29	3.73	12.46	4,744.24	2.51	13.33
多元化板块	15,375.64	16.85	15.08	9,757.65	7.75	40.83	10,126.40	5.37	40.93
主营业务合计	91,276.66	100.00	20.77	125,887.63	100.00	28.07	188,686.44	100.00	31.41

资料来源：公司审计报告

从盈利情况来看，由于房地产销售在公司主营业务中的占比逐渐增长，因此房地产销售的毛利水平对公司盈利规模的影响逐年增加。近三年，公司房地产开发业务毛利率较为稳定，分别为 20.00%、21.96%和 20.58%。BT 项目毛利率分别为 7.19%、62.77%和 94.28%，增幅较大，主要系巴中 BT 项目和广西 BT 项目核算方式导致，该核算方式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。多元化板块方面，尽管收入规模逐年下降，但由于有效的成本管理使得成本缩小的幅度远大于收入减少的幅度并且一部分借款利息收入列支在多元化板块中，此部分收入无相应成本支出，导致公司多元化板块 2013 年、2014 年毛利率较 2012 年大幅增长。公司房产租赁和物业管理毛利率呈下降态势，但占比较小。整体看，公司房地产开发业务盈利能力较为稳定，得益于近年 BT 项目和多元化板块盈利能力的增长，公司综合毛利率逐年增长。

表 5 2015 年 1~6 月公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	收入	占比	毛利率
房地产开发	52,752.26	76.57	36.41
房产租赁	1,415.64	2.05	36.62
BT 或 BOT 项目	8,848.85	12.84	95.79
物业管理	1,283.80	1.86	-39.83
多元化板块	4,590.77	6.66	32.23
主营业务合计	68,891.32	100.00	42.34

资料来源：公司提供

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 6.91 亿元，同比增长 201.88%；公司实现净利润 0.43 亿元，由于公司长期借款增幅较大、财务费用增长较多，净利润同比下降 26.75%。2015 年上半年，公司实现主营业务收入 6.89 亿元，房地产开发业务和 BT 或 BOT 业务占比依然较大。由于项目公司通过有效的营销手段取得了不错的市场反响，增加了营业收入，同时通过严格控制成本费用开支、提升成本管控能力，公司房地产开发板块毛利率有所提升。由于物业板块人工成本支出以及劳务派遣支出增长造成成本费用支出较大，加之管理费用发生金额较大，所实现收入未能覆盖成本，2015 年上半年公司物业管理板块出现亏损。

总体看，房地产开发业务作为公司营业收入及利润主要来源，近年收入规模增长迅速、盈利能力稳定，加之得益于 BT 项目业务的发展，公司在收入规模和综合毛利率上均处于较好发展态势。

2. 房地产开发业务

（1）土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

公司土地收购主要分为立项和投资两个阶段。立项阶段时，首先由二级公司对各地市场上出现的有代表性的开发土地，包括已经拍卖的土地进行信息的收集，进行汇总、整理及初步筛选；筛选后初步确定重点地块，掌握项目来源、土地基本指标、土地成本等项目基本情况，对地产市

场、项目经济效益进行初步的评估判断，按月填写《意向项目信息表》报送公司总部投资发展部；投资发展部根据《意向项目信息表》对项目进行初判并回复意见，项目通过初判后二级公司编制《项目建议书》，内部审核后提交总部投资发展部；投资发展部对《项目建议书》进行初步审核，并组织设计研发部、市场营销部对项目现场及周边市场进行调研，进行初步审核；初步审核通过后，组织召开由设计研发部、成本合约部、营销策划部、法律合规部、财务资金部等部门参与的立项评审会，提出项目是否立项建议；经立项评审会审核通过以及公司总经理办公会审批后，投资发展部根据总办会纪要下发立项批复至二级公司，并报送地产集团备案。投资阶段时，由投资发展部牵头，法律合规部主导，财务资金部参与展开尽职调查、项目可行性研究、委托第三方进行资产评估，并由二级公司及相关部门完成可行性研究报告的编制；在经过专项研究讨论，总经理办公会、党委会审核以及公司董事会审批后，报地产集团决策审批。

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，公司拿地方式主要为与政府战略合作机会型获取或与集团基础设施建设捆绑的方式。

表6 截至2015年6月末公司土地获取情况

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		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	39.99	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	宜兴阳羨美庐项目	2013年5月	40.00	53.09	1,875	11.57	住宅
10	青岛即墨项目	2013年12月	39.56	153.96	3,790	77.79	住宅
11	南通如皋山姆城	2014年4月	27.20	57.13	1,605	1.83	商住
12	呼和浩特市火车东站	2014年1月	13.51	46.11	3,218	10.67	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
合计			225.00	684.31		314.02	

资料来源：公司提供

2012年，公司共购入土地2块，面积合计37.69万平方米；2013年公司共购入土地2块，面积合计79.56万平方米；2014年公司共购入土地5块，面积合计54.46万平方米。由于公司土地储备主要在二、三线城市，除舟山地块成本相对较高外，其他地区拿地成本较低；舟山2011年成为国家级新区，且舟山项目为公司高端项目，成本相对较高。未来，公司土地储备的中心将转向一线城市及重点二线城市。整体看公司土地储备主要分布于二、三线城市，拿地成本相对较低。

总体看，公司土地储备流程管控较为完善，土地储备规模可以满足公司未来3~5年的开发需

求；但目前储备较为分散且以二、三线城市为主，未来公司土地储备重心将向一、二线城市转移。

（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。目前公司内的项目涵盖刚需和改善类产品；对于滨水物业，公司采用了“湾”系列；“美庐”系列为公司高端品牌，2012~2014 年，公司项目主要集中在二、三、四线城市，在当地获得了较高的市场辨识度。

表 7 公司项目分部情况

项目区域	城市	项目个数
二线城市	天津、大连、武汉、青岛、哈尔滨	6
三、四线城市	宜兴、南通、呼和浩特、咸阳、舟山、盘锦、巴中、大丰	9

资料来源：公司提供

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。

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。

表 8 2012~2015 年 6 月公司房地产开发数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
新开工项目数（个）	2	2	3	3
新开工面积（万平方米）	40	74	153	65
竣工面积（万平方米）	34	19	42	0
在建项目数（个）	8	10	13	16
在建面积（万平方米）	117	157	291	314

资料来源：公司提供

从项目开发数据来看，公司房地产开发的规模适中，同时处于建设阶段的项目面积稳定增长。2012~2014 年，公司新开工面积和在建面积逐年增长，竣工面积呈波动增长态势。2015 年 1~6 月，公司新开工 3 个建设项目，新开工面积达 65 万平方米，在建面积 314 万平方米。

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2015 年 6 月末公司房地产开发在建工程预计总投资 455.57 亿元，已完成投资 150.09 亿元，未来三年（2015 年 7 月~2018 年）计划投资 238.80 亿元。

总体看，近年来，公司开发规模适中，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

（3）房产销售情况

公司的品牌推广以“中交”标识为核心，以股东（实际控制人）世界 500 强企业中交集团作为依托迅速获得区域市场认知。品牌推广以消费者为核心，与市场当地特点相匹配，秉承“3+1”的理念，即“推广企业”、“推广项目”、“宣传产品”，而“服务”贯穿在企业、项目和产品

推广的全程中，以兑现对消费者在推广中的承诺为最终目标。

从销售方式来看，公司房地产开发的销售主要通过委托销售和提供营销服务的方式。通过委托销售和提供营销服务，便于利用中介机构在区域内的资源优势，快速了解和进入新区域市场，实现区域占有率的提升。同时，公司也在较成熟的市场通过自行组建团队的方式进行销售，有效地控制了销售成本。公司营销模式相对多元化，除了传统的线下营销模式、加强了体验式营销外还辅予以了互联网营销，形成了线上和线下的双重品牌推广。

表 9 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
合同销售面积（万平方米）	20.17	57.11	67.32	30.31
合同销售均价（元/平方米）	3,150.21	5,732.52	4,609.62	7,238.79
合同销售金额（万元）	63,539.70	327,384.36	310,319.69	219,407.87
结转面积（万平方米）	17.66	22.92	25.71	5.86
结转收入（万元）	63,686.49	93,158.56	146,199.02	52,752.26

资料来源：公司提供

从销售数据来看，公司合同销售面积呈稳定增长态势，三年复合增长率为 82.69%。由于公司项目主要集中在二、三甚至是四线城市，有一定的去化压力，合同销售均价相对较低，但随着公司中高端项目相继开盘销售，销售均价自 2013 年有显著增长。从结转情况来看，公司房地产开发业务结转面积和结转收入逐年增长，三年复合增长率分别为 20.66%和 51.51%。2015 年 1~6 月，公司合同销售 30.31 万平方米，合同销售金额达 21.94 亿元，结转面积 5.86 万平方米，结转收入为 5.28 亿元。

表 10 公司 2015 年 6 月末在建地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米、%）

项目	总建筑面积	可售面积	已竣工面积	合同销售面积	开工时间	工程进度
武汉中交江锦湾	25.37	19.38	--	10.53	2012 年 11 月	室内装饰施工
舟山南山美庐	46.29	31.98	--	13.12	2012 年 12 月	装修施工
呼市上东国际	32.77	20.33	--	1.38	2014 年 11 月	主体结构封顶，二次结构施工
江苏大丰项目	22.40	13.71	--	--	2015 年 4 月	地下结构施工
宜兴阳羡美庐	40.00	37.00	--	0.45	2013 年 11 月	1#-17#楼室内装饰完成
宜兴东沅项目	9.63	6.91	--	--	2015 年 6 月	6 月底开工
盘锦中交凯旋城	39.70	33.70	15.89	12.62	2011 年 7 月	一期竣工交付，二期室内装饰
咸阳渭滨苑	47.85	41.85	47.85	39.07	2009 年 10 月	竣工交付
大连 E 区金海湾	10.71	9.56	--	--	2011 年 5 月	主体封顶，二次结构施工
西安长缨天地	65.61	48.00	--	--	2013 年 12 月	安置地块土方施工
青岛即墨中央公元	167.00	83.42	--	4.70	2014 年 12 月	2-1#、2-2#、2-3#楼主体 2 层；4#地块 3、6、8#楼结构 6 层
哈尔滨哈西中交香颂	21.30	15.25	--	--	2015 年 6 月	C、D、E、F 座一层顶板浇筑完成；A、B 座二层主体结构。
南通如皋中交美庐城	78.16	56.91	12.60	3.96	2012 年 11 月	主体结构施工
天津中交 C 谷（商业）	14.01	13.94	--	1.59	2013 年 1 月	C 地块二次结构施工完成。D 地块污水、中水施工完毕，自来水施工完成。
天津中交上东湾（地产）	27.75	26.41	--	0.89	2013 年 11 月	1 期洋房热力管道施工
巴中王府景	90.10	78.13	22.84	64.15	2013 年 5 月	一期竣工备案，二期部分竣工备案，三期集中商业主体施工
合计	738.65	536.48	99.18	152.46	--	--

资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月末，公司在建项目规模较大，总建筑面积 738.65 万平方米，已竣工面积 99.18 万平方米，其中已售面积达 152.46 万平方米。截至 2015 年 6 月末，公司预收款项余额 32.12 亿元，为其盈利能力的释放奠定了基础。

总体看，随着近三年公司项目规模增长，房地产销售呈上升态势；但公司项目主要集中三、四线城市，可能会面临一定去化风险。

3. BT 或 BOT 项目

BT 业务方面，公司单独或与其他单位（主要为中交集团系统内单位）组成联合体进行前期招投标工作，中标后进行项目的融资与建设；项目竣工后，按 BT 合同，将完工验收合格的项目移交给政府，并按合同规定的回购期获得相应回购款。公司目前 BT 项目有巴中市基础设施及安置房项目、南宁五象新区 1 号项目以及南宁林里桥项目等。

表11 截至2015年6月末BT项目情况 （单位：亿元）

项目名称	计划总投资	投资进度					回款情况	
		截至 2015 年 6 月末	2015 年 7~12 月	2016 年	2017 年	2018 年	截至 2015 年 6 月末	未来回款
巴中 BT 项目	29.57	29.42					23.06	7.80
南宁五象新区 1#	9.41	9.75					5.47	6.40
南宁林里桥	17.57	16.66	0.17	1.60	1.66	1.50	--	21.00 (预计回购款)

资料来源：公司提供

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本项目回购资金的主要来源，并将上述地块作为本项目的担保抵押，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。截至 2015 年 6 月末，巴中 BT 项目已基本完工，累计收到政府拨款 21.86 亿元，包括发行人后用于购买中坝地块的土地款 5.56 亿元以及用于购买杨家坝地块土地款 7.50 亿元，实际拨付工程现金流入 8.80 亿元，剩余回款 7.80 亿元，包括剩余工程款 5.15 亿元（含质保金）及中坝安置房回购款 2.65 亿元（含质保金），预计全部剩余回款将在 2017 年之前收回。

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。总建筑面积 317,656 平方米；2,216 户；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；投资额 9.41 亿元。项目于 2010 年 12 月开工，目前已竣工；截至 2015 年 6 月末，该项目已累计收到回购款 5.47 亿元，有 6.40 亿元在未来期间收回（根据与政府协议分季度收回），预计

2018 年末全部回款。

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，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。此外，该项目原计划投资为 17.57 亿元，原计划回款为 18.40 亿元。截至 2015 年 6 月末已经完成投资 16.66 亿元，预计尚需投资 4.93 亿元，据此测算未来回款金额保守估计不低于 21 亿元，以南宁市公共投资审计中心在项目结算确认后最终审定金额为准。

交通基础设施与房地产开发捆绑运作是公司的主营方向之一，BT 业务是公司贯彻中交集团“五商中交”战略、发展交通地产的重要落脚点。未来公司将继续以中交集团为依托，积极拓展并参与有经济效益和社会价值的 BT 项目。

总体看，近年公司 BT 板块情况良好，但回款效率在一定程度上受政府影响。未来公司将继续拓展 BT 业务，而随着公司经营规模不断扩大、竞争力的提升以及中交集团持续的支持，公司 BT 项目数量及规模有望提升。

4. 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；2012 年~2015 年 6 月收入分别为 0.48 亿元、0.48 亿元和 0.21 亿元以及 0.14 亿元。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，租金年收入 2,500 万元左右。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，年租金收入 700 万元左右。

表 12 公司主要对外出租物业情况

项目名称	区域	出租面积 (平方米)	物业类型	出租率 (%)
中城写字楼	北京	4460.31	写字楼	100%
华通大厦	北京	21,398.48	写字楼	96.5%

资料来源：公司提供

总体看，公司房产租赁收入规模较小，近年由于出租、自用转换以及市场变化，收入规模呈波动态势。

5. 一级土地开发

公司设立项目公司参与土地一级开发项目的招投标，中标后进行资金筹措、协助甲方拆迁并完成土地整理等工作；公司按合同约定获得土地一级开发成本及投资回报。公司目前土地一级开发项目包括北京市朝阳区亮马住宅小区(J、K)土地一级开发项目和安徽省六安市东部新城核心区城镇化建设项目。

表 13 2012~2015 年 6 月公司一级土地开发项目情况

土地储备	区域	业态	地区	获得时间	土地面积 (万平方米)
六安东部新城项目	华中	一级开发	安徽省	2013.11	600.00
北京朝阳区将台乡亮马 J、K 地块项目	华北	一级开发	北京市	2015.3	72.86

资料来源：公司提供

2013年11月，公司下属子公司中交（安徽）投资发展有限公司与六安市承接产业转移集中示范园区管理委员会签订协议承接六安市东部新城核心区域城镇化建设项目，按相关规定进行项目投融资，负责提供项目地块范围内的土地报批、征地拆迁安置的资金，并进行土地整理、市政基础设施及安置房的建设。六安市承接产业转移集中示范园区管理委员会承诺在项目范围内经营性用地不低于4,500亩，并按合同约定的节点分期分批支付项目投资成本和投资回报。

2015年3月，公司与北京市土地整理储备中心朝阳分中心（以下简称“朝阳土储”）签订了一级土地开发协议，配合朝阳土储及朝阳区政府相关部门完成项目用地范围内国有土地房屋征收或拆迁实施工作，按开发周期达到“三通一平”。公司垫付一级土地开发资金，自朝阳土储收回本项目已出让地块全部开发建设补偿费起10个工作日内，向公司足额返还已出让土地一级开发成本及投资回报，投资回报具体金额具体金额按《关于印发进一步规范企业投资土地一级开发项目利润管理的通知》（京国土储[2015]37号）相关政策执行。根据土地供应计划，J地块列入2015年北京市土地供应计划，并争取于2015年3季度前上市；第二块地块列入2016年北京市土地供应计划，并争取于2016年3季度前上市。

表14 2012~2015年6月公司一级土地开发项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	投资进度				
		截至2015年6月末已投资	2015年7~12月	2016年	2017年	2018年
安徽六安一级开发	12.93	0.64	0.70	2.12	1.61	0.32
亮马住宅小区（J、K）	66.18	36.00	9.41	30.18	--	--

资料来源：公司提供

上述项目公司计划投资79.11亿元，截至2015年6月末已完成投资36.64亿元，按计划亮马住宅小区项目2016年需投资30.18亿元；此外公司于2015年7月获得北京门头沟区永定镇冯村、何各庄地区c地块土地一级开发项目，该项目土地面积11.19万平方米；公司未来面临一定资金压力。

总体看，公司一级开发项目进行平稳，但目前上述地块均未出让，公司尚无相关收入，2016年有一定资金压力。

6. 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50.64%和30.90%，所有者权益规模增长主要得益于股本和少数股东权益增加；营业收入和净利润复合增长率分别为43.89%和204.80%，公司经营规模和盈利规模均有较大增幅。

由于近年公司流动资产增长速度略高于营业收入增长速度，公司流动资产周转率呈小幅下降态势，近三年分别为0.16次、0.14次和0.13次。公司存货周转率近三年分别为0.19次、0.15次和0.14次，呈下降态势。总资产周转率较为稳定，近三年分别为0.13次、0.12次和0.11次。

表15 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
万科A	0.32	0.32	0.30
招商地产	0.33	0.30	0.30
保利地产	0.33	0.29	0.32
世茂股份	0.39	0.34	0.23
绿景控股	0.26	0.15	0.21

华业地产	0.23	0.18	0.18
------	------	------	------

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

从同行业上市公司比较情况看，公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业中等偏下水平。

总体看，公司流动资产周转率以及存货周转率有待提升，整体经营效率一般。

7. 经营关注

(1) 房地产行业已经暂时告别高速发展阶段，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。同时，资金成本上升、人民币贬值及人口向老龄化发展，均不利于房地产行业的长期发展。

(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) 公司近年发展较为迅速，随着地产项目以及一级土地开发项目规模逐年增长，未来面临大量资金需求，公司融资能力面临一定挑战。

(4) 公司经营效率一般，流动资产周转率以及存货周转率有待提升。

8. 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。

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瑞华会计师事务所（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。公司根据财政部 2014 年新发布和修订的企业会计准则对会计政策进行相应变更，并自 2014 年 7 月 1 日起执行新会计准则。执行《企业会计准则第 2 号——长期股权投资（2014 年修订）》后，公司采用追溯调整法对上述会计政策变更进行会计处理，该变更只涉及重分类调整，对以前年度损益、以前年度权益没有影响。

由于合并范围变化，公司对 2013 和 2014 年期初数有所追溯，但由于合并企业基本均从事房地产相关业务，对财务可比性影响较小。截至 2014 年末，公司合并范围企业 11 家。

表 16 2012 年~2015 年 6 月公司合并范围变动情况

日期	公司名称	变动内容
2012 年	中交（巴中）投资发展有限公司	设立
	中交地产武汉开发有限公司	设立
	中交地产舟山有限公司	设立
2013 年	中交鼎信股权投资管理有限公司	非同一控制下企业合并
	中交地产宜兴有限公司	设立
	中交（安徽）投资发展有限公司	设立
	中交（青岛）城镇化建设投资有限公司	设立
	巴中市国力房地产开发有限公司	设立
	巴中市国信房地产开发有限公司	设立
	巴中市国通房地产开发有限公司	设立
	巴中市国府房地产开发有限公司	设立
	巴中市国展房地产开发有限公司	设立
	中交地产（呼和浩特）有限公司	设立
	中交地产青岛城阳置业有限公司	同一控制下减少
	中国住房投资建设公司	同一控制下减少
	广州市恒升房地产开发有限公司	注销
	北京华通鸿达物业服务有限责任公司	不再实际控制
	中交地产文昌有限公司	设立
	中交汇锦置业宜兴有限公司	设立
2014 年	江苏山姆置业有限公司	非同一控制下企业合并
	哈尔滨南兴房地产开发有限责任公司	非同一控制下企业合并
	巴中市国力房地产开发有限公司	协议转让
	巴中市国信房地产开发有限公司	协议转让
	巴中市国通房地产开发有限公司	协议转让
	巴中市国府房地产开发有限公司	协议转让
	巴中市国展房地产开发有限公司	协议转让
2015 年 6 月	中交房地产开发（北京）有限公司	设立

截至 2014 年底，公司合并资产总额 195.20 亿元，负债总额 121.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）73.85 亿元。2014 年，公司实现合并营业收入 18.92 亿元，净利润（含少数股东损益）1.42 亿元。经营活动产生的现金流量净额-35.24 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.73 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 254.39 亿元，负债总额 172.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）81.48 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现合并营业收入 6.91 亿元，净利润（含少数股东损益）0.43 亿元。经营活动产生的现金流量净额-29.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.35 亿元。

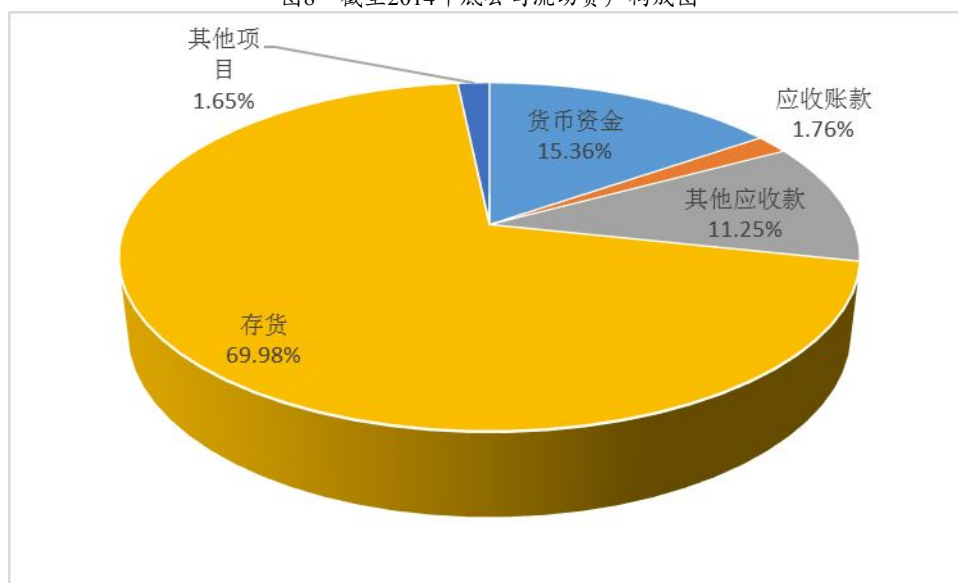
2. 资产质量

近三年，公司资产规模增长稳定，年均增长率为 56.40%。截至 2014 年底，公司资产总额 195.20 亿元，其中流动资产占比 82.15%，非流动资产占比 17.85%，流动资产占比较高。

流动资产

近三年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均增长率为 54.39%，主要系公司存货和其他应收款增加所致。截至 2014 年底，公司流动资产 160.36 亿元，主要由货币资金、存货、其他应收款构成，其中货币资金占比 15.36%，存货占比 69.98%，其他应收款占比 11.25%（见下图）。

图8 截至2014年底公司流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

近三年，随着公司不断发展，货币资金整体呈波动上升趋势，年均增加29.17%。截至2014年底，公司货币资金24.63亿元，较年初下降37.56%，主要系开发投入增加所致。货币资金主要以银行存款和其他货币资金为主，其中银行存款占比99.07%；其他货币资金占比0.89%。截至2014年末，公司货币资金中受到限制的货币资金余额为4.58亿元，占货币资金比重为18.60%，主要为抵押保证金、售房及维修基金专户存款、旅游局保证金、按揭贷款保证金、存出投资款等。

近三年，随着房地产项目开发的增加，公司存货账面价值逐年增加，年均增长率为50.14%，主要系房地产开发成本增加所致。截至2014年底，公司存货账面价值112.22亿元，较年初增长60.44%，主要为房地产开发成本和库存商品（产成品），其中房地产开发成本占比94.94%，库存商品占比5.06%。截至2014年底，公司所有权受限的存货账面价值为34.77亿元，占总账面价值的30.98%，全部用于贷款抵押担保。由于期末未发现存货有减值迹象，公司未对存货计提存货跌价准备。

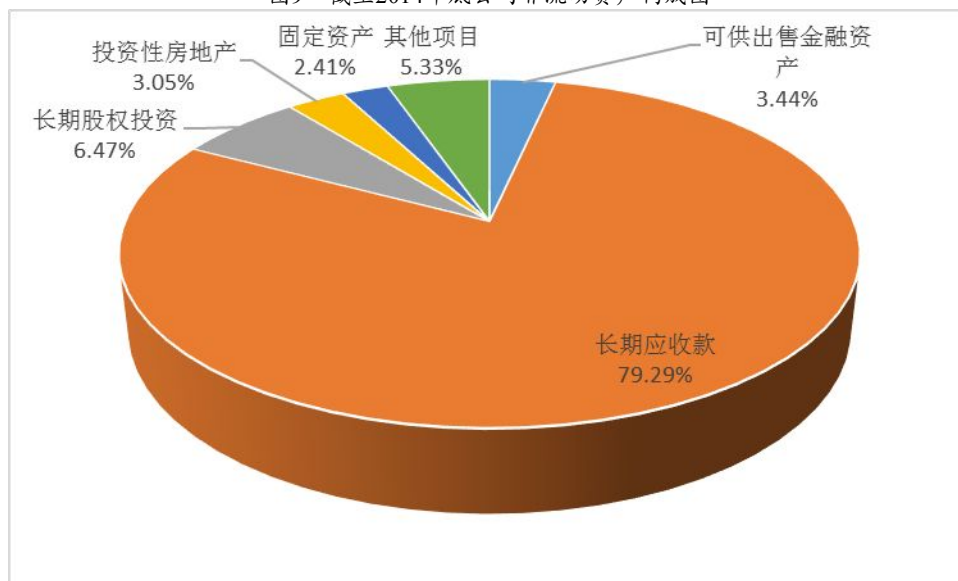
近三年，公司其他应收款呈波动增长趋势，年均增长率为294.65%。公司其他应收款主要包括中交集团内部应收款项及保证金，以一年以内其他应收款为主。截至2014年底，公司其他应收款账面余额18.24亿元，已计提坏账准备0.20亿元，其他应收款账面净额18.04亿元，较年初增长131.58%。

截至2015年6月底，公司流动资产213.60亿元，较年初增长33.20%，流动资产构成变化不大，其中：货币资金37.28亿元，较年初增长51.36%；存货122.67亿元，较年初增长8.55%；其他应收款43.91亿元，较年初增长143.40%，主要系北京亮马J、K地块一级开发项目垫款所致。

非流动资产

近三年，公司非流动资产呈波动上升趋势，年均增长66.81%，主要系长期应收款增加所致。截至2014年底，公司非流动资产34.85亿元，较年初增长58.70%。公司非流动资产主要由长期应收款，长期股权投资，可供出售金融资产，投资性房地产构成，其中：长期应收款占比79.29%；长期股权投资占比6.47%；可供出售金融资产占比3.44%；投资性房地产占比3.05%（见下图）。

图9 截至2014年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

近三年，公司长期应收款持续上升，年均增长率为85.38%，在非流动资产中的比重逐年增高。截至2014年底，公司长期应收款27.63亿元，主要为BT合同等长期应收款项和应收工程各项保证金，其中BT合同等长期应收款项占比98.91%，应收工程各项保证金占比1.05%。从账龄分布看，6个月以内的占比12.81%，7~12个月的占比34.12%，1~2年的占比46.42%，2~3年的占比5.08%，3年以上的占比1.58%。由于BT合同款及工程保证金回款不确定性较小，公司未对长期应收款计提坏账准备。

近三年，公司长期股权投资呈波动上升趋势，年均增长率5.19%，截至2014年底，公司长期股权投资2.25亿元，主要为对联营企业的投资，重要的三个联营企业为中交物业广州有限公司、曼城职业（北京）有限公司、北京银信房地产开发有限公司，净资产分别为0.05亿元、1.40亿元、0.59亿元，综合收益总额分别为-0.50万元、167.88万元、-12.90万元，中交地产对其持股比例分别为30.00%、26.67%、35.00%。长期股权投资2014年增加1.44亿元，主要为对于成都建设发展有限公司和中交物业广州有限公司的权益性投资增加所致。

近三年，公司可供出售金融资产波动增长，截至2014年底，公司可供出售金融资产1.20亿元，主要为对启盈（上海）投资合伙企业（有限合伙）等的股权投资，较上年末减少8.55%，主要系2014年收回投资1,122万元所致。

近三年，公司投资性房地产呈波动下降趋势，年均减少1.75%。截至2014年底，公司投资性房地产净值1.06亿元，较年初下降1.85%，主要系累计折旧增长所致。

截至2015年6月底，公司非流动资产40.79亿元，较年初增长17.04%，主要是可供出售金融资产增加所致。公司非流动资产中长期应收款、长期股权投资、投资性房地产账面价值基本稳定，变化不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，整体资产质量一般。

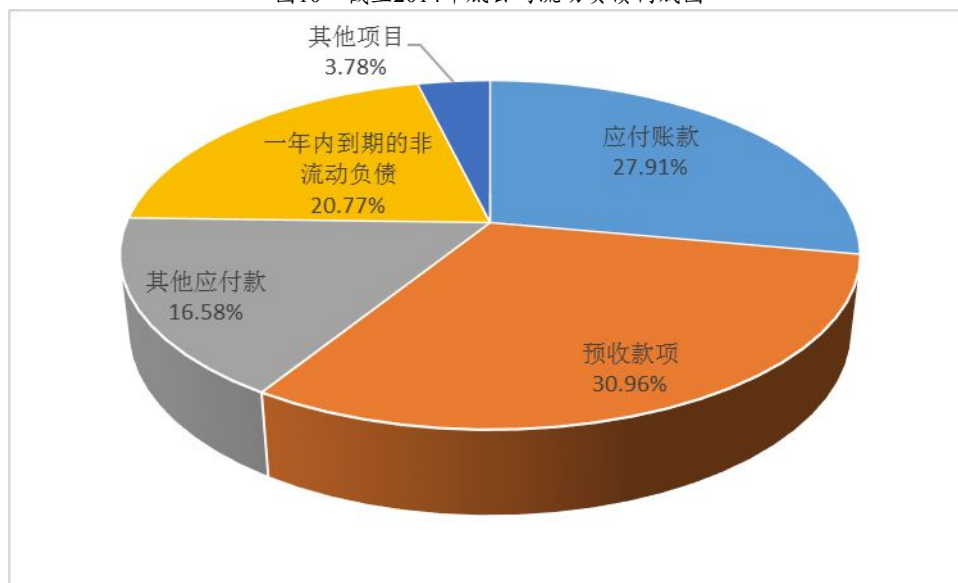
3. 负债及所有者权益

近三年，公司负债规模逐年上升，年均增长率为81.83%。截至2014年底，公司负债合计121.35亿元，较年初增长63.37%，其中流动负债占比59.10%，非流动负债占比40.90%。

流动负债

近三年，公司流动负债规模呈波动增长趋势，年均增长率为71.05%。截至2014年底，公司流动负债合计71.72亿元，较年初增加109.34%。公司流动负债主要由应付账款、预收账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债构成，其中应付账款占比27.91%，预收款项占比30.96%，其他应付款占比16.58%，一年内到期的非流动负债占比20.77%。

图10 截至2014年底公司流动负债构成图



资料来源：公司审计报告

近三年，公司应付账款呈持续上升趋势，年均增长率为198.55%。截至2014年底，公司应付账款20.01亿元，较年初增长413.08%，主要由于公司经营规模的扩大，应付工程款等增加。从账龄来看，1年以内的应付账款占比77.69%。此外，逾期的大额应付款账龄在1年以内的金额为0.50亿元，1-2年的为0.23亿元，逾期的原因皆为“对方未催收”。

近三年，公司预收款项呈快速上升趋势，年均增长率为61.35%。截至2014年底，公司预收款项22.20亿元，较年初增长36.28%，主要由预收售房款构成。

近三年，公司其他应付款呈波动下降趋势，年均减少4.02%。截至2014年底，公司其他应付款11.89亿元，较年初增长6.64%，主要为往来款，以账龄一年以内其他应付款为主。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债14.90亿元，主要是长期借款即将到期，转入一年内到期的非流动负债科目所致。

截至2015年6月底，公司流动负债75.73亿元，较年初增长5.59%。主要是由于应付账款和预收款项增加所致。公司流动负债中，应交税费1.51亿元，较年初下降25.25%；其他应付款13.69亿元，较年初增长15.14%。

非流动负债

近三年，受长期借款规模影响，公司非流动负债持续增长，年均增长率为101.77%。截至2014年底，公司非流动负债合计49.64亿元，较年初增长24.04%，其中长期借款48.64亿元，占比97.98%。公司的长期借款主要为抵押借款、质押借款、保证借款和信用借款，从期限分布来看，还款期限

1~3年的为24.48亿元，3~5年的为5.18亿元，5年以上的为18.99亿元，占现有长期借款的比重分别为50.32%、10.64%和39.04%，期限分布尚可，集中还款压力不大。

截至2015年6月底，公司非流动负债合计97.18亿元，较年初增长95.77%，主要系长期借款的增加所致。

近三年，公司全部债务复合增长率为177.84%，有息债务增长比较快速。截至2014年底，公司全部债务64.08亿元，其中短期债务15.45亿元，长期债务48.64亿元。截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为62.17%、46.46%和39.71%，公司债务负担一般，且以长期债务为主。

截至2015年6月底，公司有息债务规模有所上升，全部债务为106.69亿元，其中短期债务13.84亿元，长期债务92.85亿元（全部为长期借款）。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为67.97%、56.70%和53.26%，公司债务负担较上年末有所加重。剔除预收款项后，近三年一期公司的资产负债率分别为35.31%、40.70%、50.79%和55.34%，指标上涨幅度减弱，说明主要是经营性负债带动公司负债水平的上涨，公司实际负债水平一般。

总体看，公司负债结构以长期债务为主，债务负担处于可控水平，剔除预收款项因素的影响，公司实际负债水平尚可。

所有者权益

近三年，公司所有者权益逐年增长，年均增长率为30.90%。截至2014年底，公司所有者权益73.85亿元，较年初增长8.30%，主要系少数股东权益增加所致。公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益51.55亿元，少数股东权益22.29亿元，少数股东权益占有一定比重。归属于母公司所有者权益中，股本占96.99%，资本公积占1.99%，盈余公积占0.03%，未分配利润占0.99%。

截至2015年6月底，公司所有者权益81.48亿元，较年初增长10.33%，主要系少数股东权益增长所致。归属于母公司的所有者权益中，未分配利润较年初减少了71.68%，其他各项权益结构占比变化不大。公司所有者权益结构稳定性尚可。

总体看，所有者权益余额增长较快，少数股东权益占比较高，权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

近三年，公司营业收入和营业成本逐年增长，年均增长率分别为43.89%和33.84%。2014年，公司实现营业收入18.92亿元，同比增长44.76%，房地产销售是公司营业收入的主要来源，增长较快。近三年，公司营业利润分别为0.34亿元、0.82亿元和1.87亿元，年均增长率为133.10%；同期，公司净利润分别为0.15亿元、0.55亿元和1.42亿元，年均增长率为204.80%；归属于母公司所有者的净利润分别为0.24亿元、0.61亿元和0.67亿元，年均增长率为68.41%。2014年公司获得投资收益1.37亿元，3年复合增长47.81%，主要系权益法核算的长期股权投资收益，处置长期股权投资产生的投资收益，和持有可供出售金融资产期间取得的投资收益增加所致。2014年公司营业外收入合计为0.68亿元，2012~2014三年复合增长32.82%，主要为政府补贴增加250%所致；近三年营业外收入占利润总额的比率分别为94.87%、21.61%和27.22%，除公司成立初期占比较高外，近两年下降明显，对利润总额有一定的影响

从期间费用来看，近三年，公司期间费用总额分别为1.75亿元、2.68亿元和4.09亿元，年均增长率为52.71%。从费用构成来看，管理费用占比较高，2014年销售费用占费用总额的23.47%、管理费用占56.17%，财务费用占20.36%。近三年，公司费用收入比分别为19.21%、20.47%和21.64%，主要系公司收入增速低于费用增速所致，公司费用控制能力一般。

随公司发展规划的逐步调整，近三年公司投资收益呈快速增长态势，分别为0.63亿元、0.28

万元和1.37亿元；2014年的投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益0.39亿元，处置长期股权投资可供出售金融资产期间取得的投资收益0.23亿元，投资产生的投资收益0.75亿元，其中巴中市国力房地产开发有限公司0.15亿元，巴中市国信房地产开发有限公司0.04亿元，巴中市国展房地产开发有限公司0.11亿元，巴中市国府房地产开发有限公司0.23亿元，巴中市国通房地产开发有限公司0.22亿元。投资收益增长对公司盈利有一定影响，对公司的利润贡献复合增长。

从各项盈利指标来看，由于公司营业收入的复合增长，近三年，公司营业利润率呈上升趋势，分别为15.00%、24.47%和24.51%。2014年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率和主营业务毛利率分别为2.23%、2.22%、1.99%和31.41%，较上年均有显著上升。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于中等偏下水平（如下表所示）。

表17 2014年主要房地产上市公司盈利指标情况

证券简称	毛利率(%)	净资产收益率(%)	总资产报酬率(%)
万科 A	29.94	19.08	5.24
招商地产	37.33	14.75	6.38
保利地产	32.03	21.56	5.93
世茂股份	41.4	12.5	6.5
绿景控股	58.71	1.61	1.36
华业地产	42.18	11.38	5.11

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015年1~6月，公司实现营业收入6.91亿元，利润总额0.50亿元，净利润0.43亿元；其中营业收入同比增长201.88%，利润总额和净利润由于公司长期借款增幅较大、财务费用增长较多分别同比下降48.31%和26.75%。

总体看，公司净资产收益率和总资产报酬率与同业相比处于较低水平，毛利率水平处于同行业中等水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，近三年公司经营性净现金流均呈现净流出状态，分别为-18.72亿元、-27.30亿元和-35.24亿元。主要由于公司同时开发多个房地产项目，每年投入项目开发的现金支出较多；此外，公司为保持可持续发展，须择机进行土地购置；从行业特点来看，房地产项目开发从取得土地到最终实现交付所需时间较长。2014年，公司经营活动现金流入44.56亿元，三年复合增长39.26%，其中销售商品、提供劳务收到的现金三年复合增长112.67%，经营活动现金流出79.80亿元，三年复合增长38.35%。近三年，公司现金收入比分别为67.82%、150.64%和148.16%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.58亿元、0.41亿元和-1.37亿元。现金流入主要为处置子公司及其他营业单位收到的现金净额；现金流出主要系公司投资支付的现金和取得子公司及其他营业单位支付的现金。

从筹资活动情况来看，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为12.49亿元、48.96亿元和19.88亿元，现金流入主要系取得借款收到的现金；现金流出主要系偿还借款、偿付利息所支付的现金和支付其它与筹资活动有关的现金。

2015年1~6月，公司经营活动现金流净额为-29.10亿元，投资活动产生的现金流量净额为-6.39亿元，筹资活动产生的现金流量净额为46.85亿元，现金及现金等价物增加额11.35亿元。

整体看，由于公司房地产项目销售情况较好，公司经营活动回笼现金的能力较强，但由于公司开发规模较大，公司对外融资需求较旺盛。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，近三年，公司流动比率和速动比率整体呈波动下降态势，截至2014年末，公司流动比率和速动比率分别为2.24倍和0.67倍。截至2015年6月，公司流动比率和速动比率分别为2.82倍和1.20倍，公司存货占比较大，速动比率较低。截至2015年6月，公司现金短期债务比为2.69倍，综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为62.17%、46.46%和39.71%，EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比分别为0.97倍和0.06倍，EBITDA对利息的保障程度尚可，对全部债务的保障程度较弱。

截至2014年底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至2015年6月，公司已经取得的银行授信总额为36.80亿元，其中已用授信额度31.05亿元，尚可使用授信额度5.75亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年6月底，公司除对下属子公司担保外，无对外担保。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2015年8月13日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务负担较重，考虑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、房产租赁和多元化板块均可为公司收入提供较稳定补充，公司整体偿债能力较强。

八、本次债券偿债能力分析

1. 本次债券的发行对目前债务的影响

截至2015年6月底，公司全部债务为106.69亿元，本次拟发行公司债额度为不超过5亿元，总发债额度相对于公司债务规模较小，对公司整体债务负担影响较小。

以2015年6月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为68.59%、57.82%、54.56%，发债额度对公司负债水平和债务负担影响较小。

2. 本次公司债偿债能力分析

以2014年相关财务数据为基础，公司EBITDA和经营活动现金流入量本次债券的保护倍数分别为0.82倍和8.91倍。其中，EBITDA偿债倍数处于正常水平，经营性现金流入债务保护倍数处于较好水平。总体看，EBITDA和经营现金流均对本次债券的覆盖程度较好。

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，在房地产开发和BT项目开发等业务上近年发展迅速，以及中交集团较强的实力和对公司的支持，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

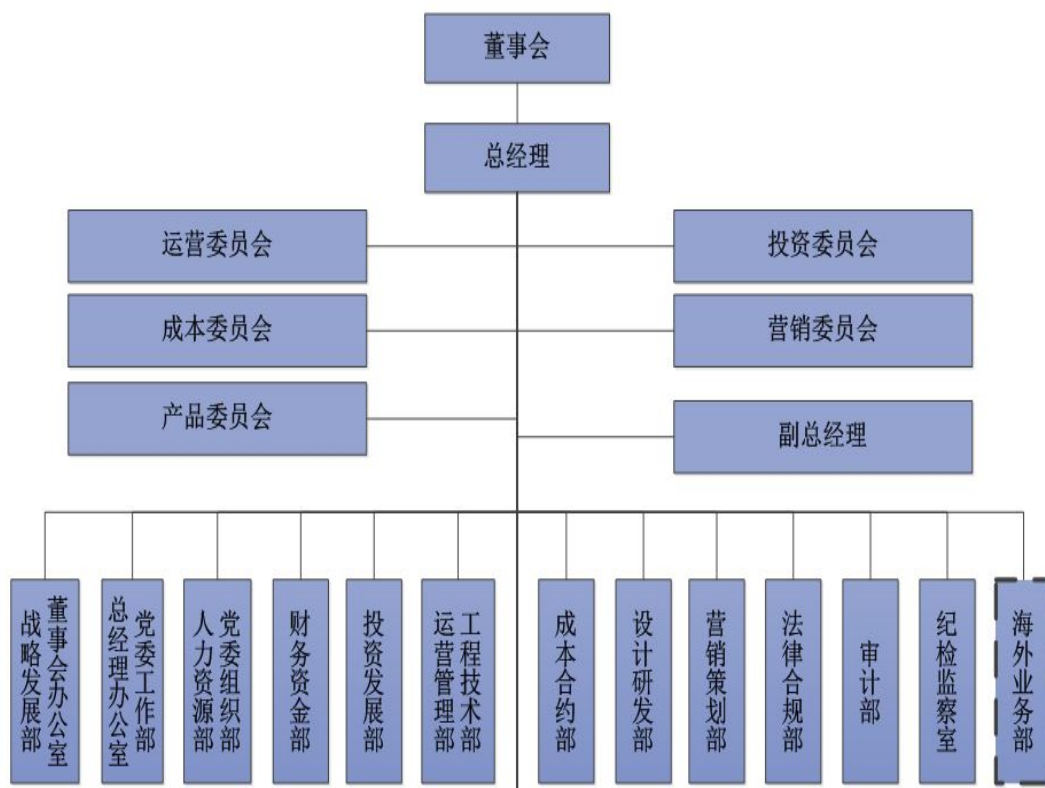
九、综合评价

中交地产有限公司作为中国交通建设集团有限公司发展房地产的主要业务平台，近年来依托中交集团品牌优势以及全产业链协同效应，发展迅速，在土地和项目获取上获得了中交集团的大力支持，并在二、三线市场具备了一定的区域优势和品牌知名度。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及项目较为分散且集中在二、三线城市等因素对公司经营造成的不确定性。

公司目前债务负担尚可，但随着公司进一步发展，未来债务规模可能进一步增长。随着公司房地产开发和 BT 业务的进一步成熟，中交集团持续的大力支持，以及未来一、二线城市市场的拓展，公司竞争力有望进一步提升，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，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 中交地产有限公司组织结构图



附件 2 中交地产有限公司

主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	79.80	142.46	195.20	254.39
所有者权益（亿元）	43.10	68.19	73.85	81.48
短期债务（亿元）	0.00	1.72	15.45	13.84
长期债务（亿元）	8.30	32.69	48.64	92.85
全部债务（亿元）	8.30	34.41	64.08	106.69
营业收入（亿元）	9.14	13.07	18.92	6.91
净利润（亿元）	0.15	0.55	1.42	0.43
EBITDA（亿元）	0.78	1.66	4.11	--
经营性净现金流（亿元）	-18.72	-27.30	-35.24	-29.10
应收账款周转次数（次）	223.53	66.43	11.83	--
存货周转次数（次）	0.19	0.15	0.14	--
总资产周转次数（次）	0.13	0.12	0.11	0.03
现金收入比率（%）	67.82	150.64	148.16	218.93
总资本收益率（%）	0.77	1.19	2.23	--
总资产报酬率（%）	0.83	1.20	2.22	--
净资产收益率（%）	0.48	0.99	1.99	0.55
营业利润率（%）	15.00	24.47	24.51	32.16
费用收入比（%）	19.21	20.47	21.64	39.70
资产负债率（%）	46.00	52.14	62.17	67.97
全部债务资本化比率（%）	16.15	33.54	46.46	56.70
长期债务资本化比率（%）	16.15	32.40	39.71	53.26
EBITDA 利息倍数（倍）	2.24	1.52	0.97	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.05	0.06	--
流动比率（倍）	2.74	3.52	2.24	2.82
速动比率（倍）	0.71	1.48	0.67	1.20
现金短期债务比（倍）	--	22.91	1.59	2.69
经营现金流动负债比率（%）	-76.36	-79.71	-49.14	-38.43
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.16	0.33	0.82	--

注：2015 年 1~6 月指标未年化

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+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 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。

联合信用评级有限公司关于 中交地产有限公司 2016 年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，在每年中交地产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。

中交地产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。中交地产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中交地产有限公司的相关状况，如发现中交地产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。

如中交地产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，直至中交地产有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中交地产有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十月十日