

信用等级公告

联合[2015]554 号

中房地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中房地产股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

中房地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中房地产股份有限公司拟发行的 2015 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一五年十月二十日

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>

中房地产股份有限公司

2015 年公司债券（第二期）信用评级分析报告

本期公司债信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 4.7 亿元

本期债券期限：不超过 5 年

担保方：中国交通建设集团有限公司

担保方式：不可撤销连带责任保证担保

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 10 月 26 日

财务数据：

发行人

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	28.35	46.45	60.88	69.15
所有者权益(亿元)	16.93	28.08	29.50	29.65
长期债务(亿元)	3.25	8.95	20.46	26.24
全部债务(亿元)	4.21	9.14	22.50	28.64
营业收入(亿元)	6.40	8.55	7.08	3.08
净利润(亿元)	1.22	0.47	0.67	0.21
EBITDA(亿元)	1.60	0.84	1.35	--
经营性净现金流(亿元)	2.98	-15.89	-13.82	-1.42
营业利润率(%)	22.65	24.14	24.65	29.17
净资产收益率(%)	7.52	2.09	2.34	0.72
资产负债率(%)	40.26	39.54	51.55	57.12
全部债务资本化比率(%)	19.89	24.55	43.27	49.14
流动比率	3.20	4.59	5.40	5.09
EBITDA 全部债务比	0.38	0.09	0.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	2.51	0.82	--
EBITDA/本期发债额(倍)	0.34	0.18	0.29	--

担保方

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额 (亿元)	4,484.98	5,383.79	6,619.44	7,379.81
所有者权益合计 (亿元)	1,061.59	1,159.84	1,448.54	1,604.44
营业收入 (亿元)	2,986.92	3,357.64	3,704.22	1,778.15
净利润 (亿元)	115.76	123.62	140.33	65.65
经营性净现金流 (亿元)	109.91	14.64	-2.70	-128.88
资产负债率 (%)	76.33	78.46	78.12	78.26

注：1、主体和担保方 2015 年 6 月份财务报告未经审计，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”）对中房地产股份有限公司（以下简称“公司”或“中房地产”）的评级反映了公司作为国有上市房地产开发企业，具有较丰富的房地产开发经验，尽管公司开发项目规模偏小，但公司开发的地产项目品质较好，公司土地储备规模相对适中，经营比较稳健。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、项目开发周期较长等因素对公司经营产生的不利影响。

公司现有在建项目地理位置相对较好，未来随着项目的陆续竣工和新拓展项目的增加，公司的盈利能力有望提升，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司最终控制人中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中交集团作为大型央企，在国内甚至全球的基建建设等多个领域均占据领先地位。其对本期债券的担保反映出中交集团对中房地产的信心和支持，对本期债券的信用状况有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期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。近期国内房地产政策有所放松，公司发展的行业环境逐步改善。

2. 公司具有多年的房地产开发经验，在重庆和长沙地区有较高的知名度。

3. 公司经营较为稳健，购地谨慎，取得的土地价格较为合理，资产负债率在行业中也

处于较低水平。

4. 中交集团作为大型央企，综合竞争优势突出，资产规模很大、盈利能力强，其对本期公司债券的担保对本期债券的信用状况有明显的提升作用。

关注

1. 公司所处房地产行业受到限购、限贷、房产税试点和国家加大保障房建设等宏观调控的多重因素影响，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. 受土地出让金规模较大影响，公司2013年和2014年的经营现金流量净额为负值，若经营现金流量持续为负，对偿债能力可能产生一定的不利影响。

3. 近三年公司整体土地储备规模不大，由此对公司房地产开发业务持续发展产生的影响需持续关注。

分析师

周赧

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

陈凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与中房地产股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与中房地产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。

联合评级与评估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，未因中房地产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中房地产股份有限公司提供，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中房地产股份有限公司及其它中介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

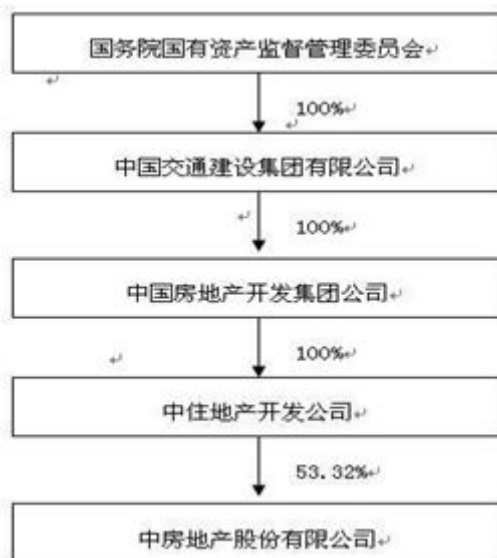
中房地产股份有限公司（以下简称“公司”或“中房地产”）前身为重庆国际实业投资股份有限公司，系经重庆市经济体制改革委员会渝改革[1992]148号文批准，由中国重庆国际经济技术合作公司联合重庆市建设投资公司等单位共同发起，采用定向募集方式设立的股份有限公司。公司成立于1993年2月3日，设立时公司股本为人民币5,000.00万元。1997年4月经中国证监会证监发字[1997]119号文和证监发字[1997]120号文批准，公司在深圳证券交易所发行普通股1,000万股，发行后股本总额人民币6,000.00万元（公司股票简称“中房地产”，股票代码000736）。

后经一系列股权转让、配售等，2008年5月5日，经证监会证监许可字[2008]637号文批准，公司向中住地产开发公司（以下简称“中住地产”）、湖南华夏科技投资发展有限公司（现更名为湖南华夏投资集团有限公司）、中国高新投资集团公司等合计发行220,624,755股购买相关资产，公司的股本变更为人民币28,662.48万元。重组后，公司成为中住地产的控股子公司，中国房地产开发集团公司（以下简称“中房集团”）拥有公司的控制权。2008年12月5日，公司实施股权分置改革方案，以资本公积金转增股本，公司的股本变更为29,719.39万元。

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

截至2015年6月底，公司注册资本为29,719.39万元；公司控股股东为中住地产开发公司，持股比例为53.32%，实际控制人为国务院国资委。公司股权结构如下图所示¹。

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要业务为商品房开发与销售、工业厂房租赁等，属于房地产行业。

¹截至2015年9月底，公司间接控制股东发生了变化。2015年7月8日，公司获悉中交房地产集团有限公司收到中国交通建设集团有限公司《关于同意将中住地产开发有限公司股权无偿划转至中交房地产集团有限公司的批复》，将中国房地产开发集团公司持有的中住地产开发有限公司100%股权无偿划转至中交房地产集团有限公司，划转完成后，中住地产开发有限公司成为中交房地产集团有限公司的全资子公司。

截至 2015 年 6 月末，公司本部下设投资发展部、产品营销部、成本管理部、工程管理部、资金财务部、风险控制部、资本证券部、办公室及人力资源部 9 个职能部门，拥有直接或间接控股子公司 9 家，参股公司 1 家。截至 2015 年 6 月底，公司拥有在职员工 290 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 60.88 亿元，负债合计 31.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.50 亿元。2014 年公司实现营业收入 7.08 亿元，净利润 0.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；2014 年公司经营活动现金流量净额为-13.82 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 69.15 亿元，负债合计 39.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.65 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 3.08 亿元，净利润 0.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.23 亿元；2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为-1.42 亿元。

公司注册地址：重庆市江北区观音桥建新北路 86 号；法定代表人：沈东进。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中房地产股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）”，预计发行规模为不超过人民币 4.7 亿元。本次发行公司债券的期限不超过 5 年（含 5 年）；本期债券采用公开发行的方式，本期债券的票面利率由发行人与主承销商在国家限定范围内通过市场询价方式确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利；按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

中国交通建设集团有限公司为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金拟用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司以房地产开发业务为主，收入来源几乎完全为房地产业务，属于房地产行业。

1. 行业概况

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，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

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，特别是民营房地产开

发企业，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。房地产开发企业在发展时，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，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积63.76亿平方米，同比增长4.3%，新开工面积6.75亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点，政策宽松效果逐步显现。

图2 2006年~2015年5月全国房地产市场发展情况单位：%



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

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，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。进入2015年上半年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

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，导致部分房企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。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。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。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，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。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。

表1 2012年~2015年6月全国300个城市土地交易情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
推出面积（万平方米）	158,084	177,964	135,659	47,372
同比	-8%	13%	-24%	-29%
成交面积（万平方米）	119,595	143,569	104,032	33,362
同比	-15%	20%	-28%	-40%
出让金（亿元）	19,504	31,305	23,412	7,835
同比	-13%	61%	-25%	-38%
楼面均价（元/平方米）	942	1,174	1,234	1,269
同比	-1%	25%	5%	4%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	10%
同比	下降 4 个百分点	上升 8 个百分点	下降 6 个百分点	下降 2 个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年，全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

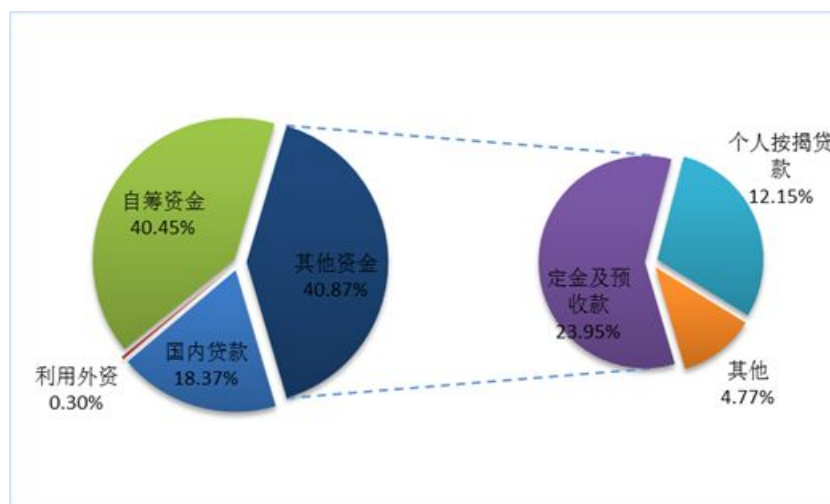
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减

轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，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。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%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%，较2013年回落25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，较2013年回落13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，较2013年回落15个百分点；其他资金49,690亿元，下降8.8%，较2013年回落37.7个百分点。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%，较2013年回落42.4个百分点；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%，较2013年回落35.9个百分点。整体看，2014年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

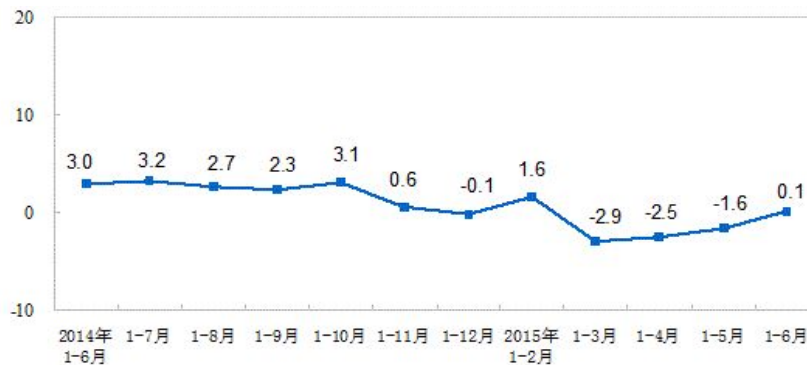
图3 2015年6月末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，房地产开发企业到位资金增速较2014年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015年前6个月，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%，降幅比1~5月份收窄1.7个百分点。其中，国内贷款10,831亿元，下降4.1%；利用外资179亿元，下降3.9%；自筹资金23,844亿元，增长0.1%；其他资金24,095亿元，下降2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,121亿元，下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，增长10.0%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速单位：%



资料来源：国家统计局

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但在央行“930新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

(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，反观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年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积9.94亿平方米，较2011年增长7.3%；商品房销售面积11.13亿平方米，较2011年增长1.8%。2013年房地产市场稳中有升，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。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致2013年房屋竣工面积增速回落5.3个百分点；但商品房销售面积同比增长17.3%，也显示出了2013年房地产市场需求依然旺盛。

图5 2006~2015年6月全国商品住宅供求情况

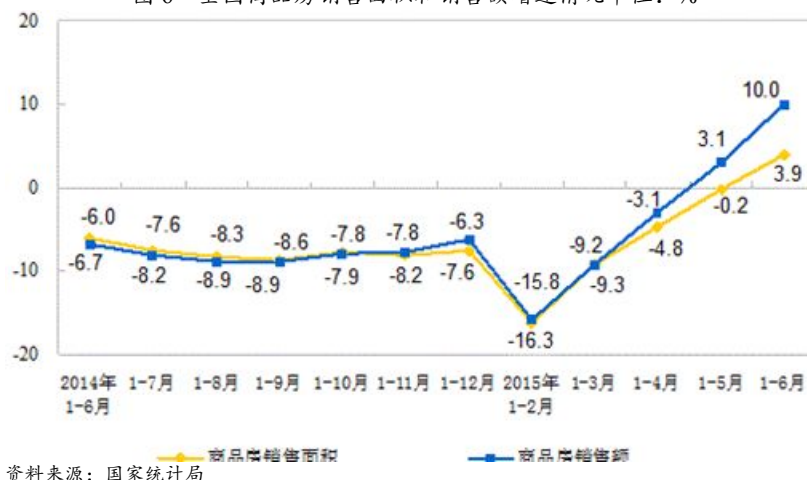


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

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。

2014年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积12.06亿平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额7.63亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积10.75亿平方米，其中住宅竣工面积8.09亿平方米，同比增长2.7%。

图6 全国商品房销售面积和销售额增速情况单位：%



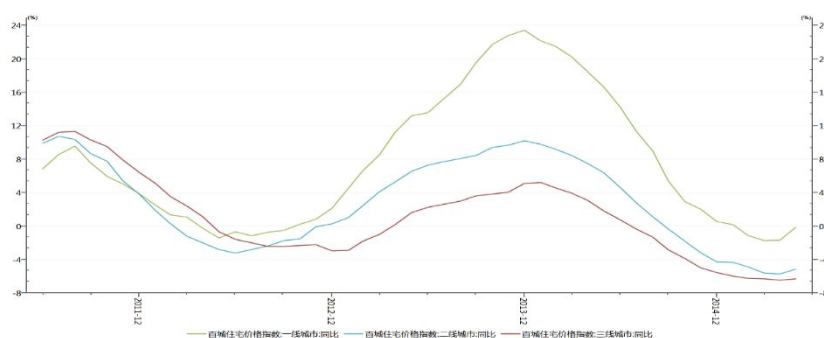
2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。上半年，商品房销售面积5.03亿平方米，同比增长3.9%，增速有负转正，环比提高4.1个百分点。商品房销售额34,259亿元，比1~5月增长10.0%，增速环比提高6.9个百分点。从供给方面看，2015年上半年房地产竣工面积2.66亿平方米，同比下降13.3%，其中住宅竣工面积1.96亿平方米，下降16.2%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

(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、天津、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，如下图所示。

图7 近年来全国百城住宅销售价格指数同比变化情况单位：%



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 年一季度百城住宅价格为 10,523 元/平方米，延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，累计小幅下跌 0.18%，各月份涨跌幅均在 0.25% 以内，表现较为平稳。

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，预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

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%，较上年分别提高了 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%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表2 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%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

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3 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。

注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，未参与评选。

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。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入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4 2013年~2015年6月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9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，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。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月三次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至5.4%，公积金贷款利率降至3.5%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，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，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年上半年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

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。

资金成本上升

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，2013 年房地产行业平均负债率有所上升，139 家房企的平均负债率为 63.15%，相较于 2012 年的 61.64% 上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过 70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

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。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基

于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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，在未来一段时期，房地产行业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。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为一家中型国有上市房地产开发公司，具有较丰富的开发运营经验。经过多年积累，公司在北京、上海、深圳、长沙、西安等城市相继开发一批住宅、写字楼和工业地产项目，逐步建立了以重庆、长沙等地为依托的房地产开发布局。截至 2015 年 6 月末，公司累计开发总建筑面积（包括在开发项目）达到 317.11 万平方米，拥有占地 11.97 万平米的工业物业、19.82 万平米自有物业管理服务。公司已开发的项目有西安紫薇希望城、长沙华夏城、中房 F 联邦和中房千寻等。截至 2015 年 6 月底，公司具有房地产开发二级资质。

作为中房集团旗下唯一上市公司，公司具有较好的平台作用。中房集团意图做大、做强上市公司，打造公司的平台效应，因此，在资金和项目等方面给与公司多重支持。近三年，公司经营稳健，专注开发中房 F 联邦、中房千寻和中房瑞致国际等项目，打造中房品牌美誉度。其中，中房千寻项目 1 号和 6 号楼分别获得 2013 年“重庆市三峡杯优质结构奖”和 2014 年中国交建“品牌团队”等奖项；中房瑞致国际项目获得“2012 年长沙房地产十大名盘”、2012 年度长沙市房地产开发企业诚信等级评定“金牌单位”、2013 年“长沙市结构优良工程”；此外项目公司也获得“长沙市芙蓉区房地产开发企业统计工作先进单位”等荣誉。“中房”系列品牌的知名度不断提升。

总体看，公司作为一家中型国有上市的房地产开发企业，房地产开发经验较丰富；公司开发规模一般，具备一定的竞争力。

2. 人员素质

公司现有董事会成员 9 名，并设总经理 1 名、副总经理 1 名、财务总监 1 人和董事会秘书 1 人，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。

公司董事长吴文德，男，1964 年 1 月生，中共党员，博士学历，高级工程师。2008 年 12 月至 2014 年 1 月任中房地产股份有限公司董事、总经理；2014 年 1 月至 2015 年 4 月任中国交建房地产事业部副总经理；2015 年 4 月至今任中交房地产集团有限公司副总经理；中住地产开发有限公司执行董事、总经理；2015 年 5 月至今，吴文德先生任公司董事长。

公司总经理孙卫东先生，1969 年生，经济学硕士学位，助理研究员。历任中国住房投资建设公司资产部负责人、办公室负责人；中房集团总经理办公室副主任、办公厅副主任；中房集团企业发展部部长；华通置业有限公司副总经理；中住地产副总经理；中房重实地产股份有限公司副

总经理、董事会秘书；中房集团总经理助理、中房地产股份有限公司董事、公司控股子公司苏州公司董事长；并于 2014 年 1 月担任公司董事兼总经理职务。

截至 2015 年 6 月底，公司拥有在职员工 290 人，其中财务人员占 12.40%，行政人员占 12.80%，专业业务人员占 74.80%。从人员学历结构看，硕士以上学历人员占 13.50%，本科学历人员占 43.20%，其余人员学历为本科以下。

总体来看，公司管理团队从业时间较长，具有丰富的从业经验，员工素质能够满足目前经营需要。

3. 股东实力

2008 年底，公司完成重大资产重组定向增发工作，成为中房集团所属的国有控股房地产上市公司。作为中房集团旗下唯一上市公司，公司具有较好的平台作用。同时，中房集团给予公司较大支持，包括给予公司的拆借资金支持（2014 年底为 9.22 亿元）以及合作参与项目投资等。

2010 年，中房集团与中交集团重组，公司最终控制人变更为中交集团。中交集团为国资委控股企业，资产规模达到五千亿元以上，为交通基建类世界领先企业，连续多年入选世界五百强企业。作为最终控制人，中交集团对公司的支持力度较大，主要表现在下属公司与公司合作参与项目投资、对公司发行债券融资的担保等；相关支持措施也反映了中交集团对公司的信心。

总体上看，公司股东资产规模大，整体实力雄厚，对公司的支持力度大。

五、公司管理

1. 公司治理

目前，中住地产开发公司持有公司 53.32% 的股权，为公司控股股东，公司最终控制人为中交集团。公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。目前公司董事会由 9 名董事组成，其中包括 3 名独立董事，董事任期 3 年；监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东代表与 1 名职工代表，任期 3 年。股东会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定；公司实行董事会领导下的总经理负责制，并采取总经理办公会议的方式，对重大经营管理活动进行科学决策，以降低决策风险。

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

公司本部下设投资发展部、产品营销部、成本管理部、工程管理部、资金财务部、风险控制部、资本证券部、办公室及人力资源部 9 个职能部门；截至 2015 年 6 月底，公司拥有直接或间接控股子公司 9 家，参股公司 1 家。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

在预算管理方面，公司制定了《中房地产股份有限公司全面预算制度》。公司通过编制月度、季度和年度的生产经营、资本及财务预算等实施预算管理控制；公司在年末对上一年度的经营计划执行结果进行考核，并制定下一年度的经营计划，将主要经营指标分解至各项目公司。

重大投资方面，公司制订了《中房地产股份有限公司投资项目论证管理办法》（“投资管理制度”），明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究方法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算，把控项目中的可能风险点。投资管理制度规定，公司总经理办公会为项目的决策机构，公司董事会为项目的批准机构。

对子公司的管理方面，公司制订了《中房地产股份有限公司对外投资管理办法》对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制。对于超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内审批程序外，还需报公司董事会审议或股东大会通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总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；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

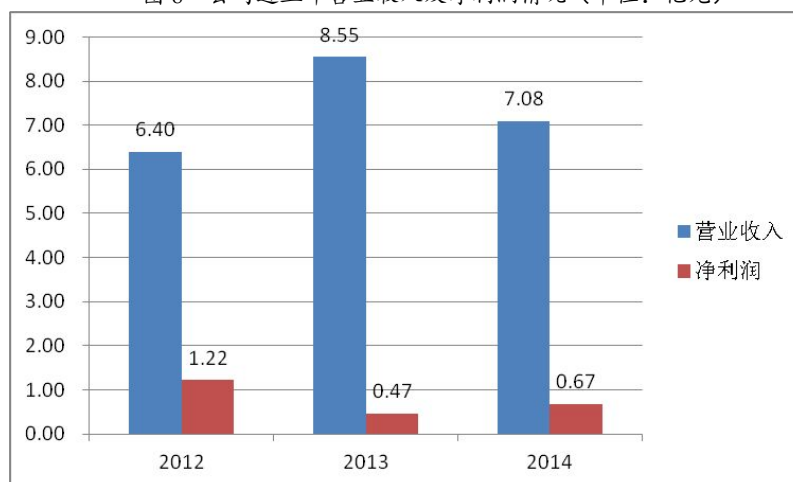
总体看，公司管理制度较完备，在子公司管理、对外投资等重要方面均有相应制度予以规范，公司的管理体制能够支持自身正常经营并防范相关风险。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营住宅开发和销售及工业厂房租赁、管理，属于房地产开发企业。近三年，受项目竣工结转周期的影响，公司营业收入呈波动增长态势，公司营业收入年均复合增长率为 5.19%。受 2013 年公司诉讼赔偿金额较大影响（诉讼详细情况参见财务分析偿债能力部分），近三年公司净利润呈波动下降态势，复合减少 25.71%。2014 年，公司实现营业收入 7.08 亿元，实现净利润 0.67 亿元。公司近三年营业收入全部为房地产开发以及相关厂房租赁收入，主营业务突出。公司近三年营业收入及净利润情况如下图所示。

图 8 公司近三年营业收入及净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司年报

从业务构成情况来看，住宅开发和销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅地产。2012年以来，公司住宅销售收入均占主营业务收入 93%以上，是公司主要收入来源；公司厂房租赁及管理业务主要为深圳百门前工业区厂房租赁管理，该收入比较稳定。从主营业务的区域分布来看，公司主要收入来自于重庆和长沙地区，2014 年公司长沙地区收入占主营业务收入的 74.64%。

从毛利率情况来看，受公司项目加大成本控制力度等因素的影响，近三年公司主营业务毛利率水平稳定提高，2014 年为 31.92%。2014 年公司房地产销售毛利率较 2012 年提升 2.86 个百分点，主要是当年交付结转的楼盘毛利率较高所致。

表 5 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
房地产销售	59,713.76	94.00	26.44	80,572.72	94.78	28.13	66,155.21	93.88	29.31
工业厂房租赁、管理	3,811.47	6.00	71.42	4,440.13	5.22	73.97	4,311.37	6.12	72.00
合计	63,525.23	100.00	29.14	85,012.85	100.00	30.52	70,466.59	100.00	31.92

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 3.08 亿元、净利润 0.21 亿元，营业收入较去年同期下降 56.56%，主要系本期房产交付结转减少所致。

总体看，近三年公司经营规模整体呈现波动上升态势，2014 年公司结转项目规模有所减少，营业收入较上年下滑 17.11%；但公司毛利率保持小幅上升态势，盈利能力一般。

2. 土地储备情况

公司通过“招、拍、挂”流程获得土地，公司中房 F 联邦等项目土地由于拿地时间较早，因此成本相对较低（如下表所示）。从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地出让金、土地转让费、土地征用和拆迁补偿费、异地造林费、土地相关规费、土地使用税等）、前期成本（建设用地测量及地质勘探费、规划设计费、环境评估费、三通一平费、建设单位临时设施费、建安相关规费等）、基础设施成本（大、小市政工程费用）、建筑安装工程费（“建安成本”，包括土建工程费用、装饰工程费用、安装工程费用、白蚁防治工程费用、监理费用等）、公共配套设施成本（公共工程费用、配套设施工程费用）等。土地出让金的支付一般在“招、

拍、挂”前先期支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。由于公司项目数量有限，各项目所处城市土地成本差异大，建筑安装工程费用也伴随项目定位有一定差异，故土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例不一。

鉴于土地购置对项目盈利的重要影响，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，详细分析项目未来盈利预期，并不盲目囤积。目前公司投资发展部负责土地购置工作的具体开展。通常由各项目公司发现新项目后，投资发展部针对拟购置对象，会同财务部、成本管理部等部门做出土地开发测算，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等；并经中房集团和中交集团各级投资决策委员会批准确认后，实施土地购置。

从土地储备的具体情况来看，2012年以前，公司获取的中房瑞致国际项目，土地规模大，土地成本很低。截至2015年6月底，公司尚未开发的土地储备总面积合计为165.13万平方米。从土地储备的区域来看，公司土地储备比较分散，分别位于重庆、长沙和天津，集中度较低，有利于分散经营风险。

截至2015年6月底，公司可售面积为25.13万平方米，可售面积总量尚可。其中，中房F联邦和中房千寻项目进入尾盘销售阶段，中房瑞致国际为分期开发，中房颐园、中房那里处于在建预售阶段，其他项目均未进入销售阶段。

表6 截至2015年6月底公司土地储备情况（单位：万平方米，万元）

项目名称	获取时间	位置	占地面积	土地总价	进度	建筑面积	尚未开发面积	已售面积	可售面积
中房F联邦	2012年以前	长沙	15.79	16,964	竣工,尾盘销售	44.20	-	37.56	5.45
中房瑞致国际	2012年以前	长沙	44.63	59,412	在建/在售	116.35	79.08	16.85	5.69
中房千寻	2012年以前	重庆	2.83	20,709	竣工,尾盘销售	15.71	-	13.39	1.96
中房颐园	2013年	苏州	10.45	83,742	在建/在售	31.59	-	4.00	6.90
中房那里	2013年	重庆	3.98	70,000	在建/在售	21.25	-	3.12	5.12
茶园项目	2013年	重庆	24.44	95,129	前期策划阶段	64.17	64.17	-	-
天津宝坻项目	2014年	天津	9.90	28,220	方案设计阶段	21.88	21.88	-	-
合计			111.99	444,119		315.15	165.13	74.92	25.13

资料来源：公司提供

注：其中占地面积为已取得土地证的土地面积。

总体看，公司土地储备规模尚可，能够满足未来一段时期内项目开发需要。联合评级也关注到公司近三年获取土地具有一定的波动性，可能给公司未来经营带来一定的不稳定因素。

3. 项目建设开发情况

公司开发的项目主要为普通住宅，客户群体以刚需人群为主。公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。近三年，公司新开工面积波动增长，由2012年的20.84万平方米增长至2014年的52.84万平方米，主要系2014年公司新开工2个项目所致。近三年，公司竣工面积波动下降，由2012年26.11万平方米下降到2014年14.32万平方米，主要系公司调节项目开发进度所致。2015年1~6月，公司着手开发天津宝坻项目，预计2015年11月开工。具体开发情况如下表所示。

表7 2012~2015年6月底公司主要开发数据情况

项目	2012 年	2013 年	2014	2015 年 1~6 月
新开工面积（万平方米）	20.84	14.49	52.84	1.96
竣工面积（万平方米）	26.11	2.61	14.32	6.76
期末在建面积（万平方米） ²	23.40	34.40	73.55	70.00

资料来源：公司提供

从项目开发资金情况来看，截至 2015 年 6 月底，公司已投资金额 80.94 亿元，尚需资金投入 107.10 亿元。随着新项目的陆续开发，今明两年公司需投入资金规模仍较高，考虑公司楼盘销售的现金回笼，可以满足公司部分资金需求，但仍有一定的外部融资需求。

表8 截至 2015 年 6 月底公司在开发项目投资金额情况（单位：亿元）

序号	项目名称	开工时间	竣工时间	预计总投资	已完成投资	2015 年 7-12 月预计投资	2016 年预计投资
1	中房 F 联邦	2008.06	2013.12	14.31	14.65	0.17	0.2
2	中房瑞致国际	2012.05	2018.09	54.87	18.29	1.80	3.0
3	中房千寻	2011.05	2013.04	7.93	8.34	0.03	-
4	中房颐园	2014.04	未定	28.07	12.65	3.29	5.71
5	中房那里	2014.07	未定	16.10	10.67	1.82	2.12
6	重庆茶园项目	未定	未定	55.13	13.28	3.53	3.38
7	天津宝坻项目	未定	未定	11.63	3.06	0.33	2.79
	合计			188.04	80.94	10.97	17.20

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，近三年公司结合自身资金状况和市场环境，对项目建设和销售进度进行调节，总体开发进度基本正常；公司目前在建项目仍需较大投资，公司存在较大的融资需求。

4. 房产销售情况

近三年，受行业景气度和开工进度影响，公司签约销售面积和签约销售金额下滑明显；2014 年公司实现签约销售面积 5.76 万平方米，签约销售金额 4.24 亿元。而公司项目结转比较平稳，近三年小幅度波动上升，2014 年公司结算面积约 11.13 万平方米，结算收入 6.62 亿元。近三年，签约销售均价稳步增长，由 2012 年 5,824.92 元/平方米增长至 2014 年 7,367 元/平方米。从销售项目来看，2014 年中房瑞致项目实现销售面积和销售收入占当年签约销售总面积和签约销售金额的 39.06% 和 32.77%，对公司销售收入贡献较大。2015 年 1~6 月，受公司预售进度和房地产景气度回升影响，公司实现签约销售面积 7.40 万平方米，实现销售金额 5.44 亿元。

表9 公司 2012~2015 年 6 月底房产销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
签约销售面积（万平方米）	17.82	14.49	5.76	7.40
签约销售金额（亿元）	10.38	8.80	4.24	5.44
签约销售均价（元/平方米）	5,824.92	6,073.15	7,367	7,351
结转收入面积（万平方米）	11.01	13.34	11.13	5.03
结转收入（亿元）	5.97	8.06	6.62	2.84

资料来源：公司提供，联合评级整理。

²期末在建面积指该时点公司在建项目面积，可能会与公司定期报告中披露的当期全部在建面积存在差异。

从房产销售价格来看，2012~2014 年，公司房产销售价格稳中有升。一方面是因为随着市场行情变化，公司调整策略，对销售价格进行调整；另一方面是因为不同年份公司销售房产类型不同，产品单价有所差异所致。

公司房产销售全部采取直销方式。公司主要通过自身销售管理人员和外聘第三方销售公司来销售房产。公司主要面对分散的购房客户，客户集中度不高。

总体看，近年公司房产销售情况受政策影响有所波动，2014 公司房产销售量大幅下降。2015 年以来，伴随市场有所好转和公司预售项目增多，公司销售情况有所好转。

5. 工业厂房租赁、管理板块

公司工业厂房租赁、管理板块主要系公司持有的深圳百门前工业区物业。该物业出租对象为工业厂商，租金收入比较稳定。近三年，公司租金收入波动增长，可为公司带来较为稳定的经营现金流。截至 2014 年底，该物业可租面积为 18.99 万平方米，出租率为 90.55%，具体情况见下表。

表10 截至2015年6月底公司物业对外出租情况（单位：万平方米、万元）

物业名称	可租面积 (万平方米)	出租率	租金收入			
			2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
百门前工业区	18.99	90.55%	3,811.45	4,440.13	4,311.37	2,176.65
合计	18.99	90.55%	3,811.45	4,440.13	4,311.37	2,176.65

资料来源：公司提供

总体看，公司物业出租率和租金收入比较稳定，可为公司带来稳定经营现金流。

6. 经营效率

2012~2014 年，由于公司营业收入不断增长，公司应收账款周转次数处于较高水平，分别为 1,356.82 次和 3,092.29 次和 2,812.14 次；随着公司项目结转规模变化，公司存货周转率呈下降态势，分别为 0.25 次、0.23 次和 0.11 次；总资产周转率分别为 0.24 次、0.23 次和 0.13 次，呈现波动下降，主要是营业收入增长以及存货增加较快带动总资产上升所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率和总资产周转率处于行业正常水平；由于公司应收账款占营业收入比例很小，应收账款周转率很高，但对公司经营效率的影响不大。整体看公司经营效率尚可。

表11 2014年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	58.87	0.32	0.30
招商地产	597.69	0.30	0.30
保利地产	38.39	0.29	0.32
世茂股份	14.02	0.34	0.23
荣盛发展	121.17	0.34	0.34
东华实业	13.99	0.30	0.26
绿景控股	16.79	0.15	0.21
行业平均值	1,128.14	1.01	0.23
行业中位数	33.79	0.25	0.23
中房地产	21,401.96	0.11	0.13

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。

7. 关联交易

公司股东及关联方在资金方面给予公司较大的支持，因此关联交易主要体现为共同出资及获得资金的支持方面。

共同出资方面，公司与中国路桥工程有限责任公司、中房集团共同出资成立了中房（苏州）地产有限公司、重庆中房嘉汇房地产开发有限公司等。

资金支持方面，为保证公司土地竞拍及项目建设所需资金，公司通过了《关于向关联方借款的议案》，公司向中房集团借款不超过 20 亿元人民币，年利率不高于 12%，借款期限为 1~3 年。截至 2014 年底，公司实际借入款项累计 4.05 亿元。

整体看，公司与关联方的资金往来为公司正常经营提供了一定的资金支持，有利于公司的经营发展。

8. 未来发展

未来几年，公司将继续以房地产开发为主业，依托各类资源，大力推进主业发展；以普通商品房项目开发为主，构建以珠三角、长三角、环渤海及以重庆为中心的周边地区等作为重点发展区域的业务布局；发挥央企优势，严格执行品牌规范，通过做好项目，塑造中房品牌；增强企业整体盈利能力，全面提升管理水平，迅速扩大主业经营规模和提高经营效益。

从具体措施来看，主要包括：做好运营资金和开发计划管理，稳健运营现有项目，加大去库存力度，打造品牌；继续稳妥推进新项目拓展，密切关注和研究区域市场，根据市场形势及变化审慎面对投资机会，根据公司实际运营情况，新增开发项目；开展业务创新，推进兆嘉项目、茶园项目商业地产部分工作；加强研究、统筹协调尾盘项目处置工作。在保证利润的前提下，通过组织优化，加快剩余资产、项目人员的处置分流进程；加快专业管理能力的提升，不断提高设计策划、成本管控、工程施工、销售策划及售后服务等专业管理能力。

总体看，公司将稳健经营现有房地产开发业务，同时积极拓展新的项目，公司未来发展规划明确，有利于公司未来发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2013 年度财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，2014 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）³审计，3 年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部 2014 年修订后的会计准则编制。公司提供的 2015 年 6 月份的合并财务报表未经审计。

2012 年，公司清算注销江苏汇智房地产开发有限公司，2014 年 12 月 18 日注销完成。2013 年公司合资新设立中房（苏州）地产有限公司和重庆中房嘉汇房地产开发有限公司，虽持股比例均为 40%，但对两公司拥有实际控制权，故纳入合并范围；此外，2013 年公司合资设立中房海门地产有限公司（以下简称“中房海门”），由于未取得相关地块，已于 2013 年完成税务注销。2014 年，公司合并范围增加重庆中房嘉润房地产开发有限公司（以下简称“嘉润公司”）和中房（天津）置业有限公司（以下简称“天津公司”），对嘉润公司和天津公司持股比例分别为 70%和

³2013 年，中瑞岳华会计师事务所与国富浩华会计师事务所合并为瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）

51%。合并范围的变化均为项目公司的成立与注销，公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 60.88 亿元，负债合计 31.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.50 亿元。2014 年公司实现营业收入 7.08 亿元，净利润 0.67 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；2014 年公司经营活动现金流量净额为-13.82 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 69.15 亿元，负债合计 39.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.65 亿元。2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 3.08 亿元，净利润 0.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.23 亿元；2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为-1.42 亿元。

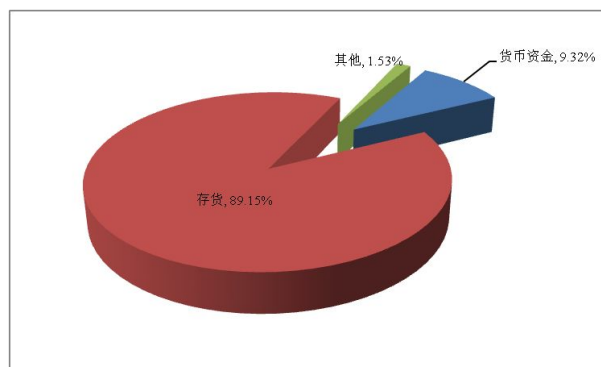
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模逐年上升，年均复合增长率达 46.55%，资产构成以流动资产为主，近三年占比均在 90%左右，流动资产高占比符合房地产开发企业特征。截至 2014 年底，公司资产总额为 60.88 亿元，较年初增加 31.06%；其中流动资产占 96.82%，非流动资产占 3.18%。

流动资产

近三年，伴随公司加大房地产项目开发力度，公司流动资产复合增长 50.14%。截至 2014 年底，公司流动资产合计 58.95 亿元，较年初增长 36.26%。截至 2014 年底，公司流动资产以货币资金（占 9.32%）和存货（占 89.15%）为主。

图 9 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

伴随公司项目开发的投入增加，2012~2014 年，公司货币资金年均减少 11.35%。截至 2014 年底，公司货币资金合计 5.49 亿元；其中，主要由银行存款（占 77.67%）和其他货币资金（占 22.31%）构成。公司货币资金期末余额中受限资金为 1.22 亿元，在公司货币资金余额中占比为 22.30%，规模较大，其中 1.22 亿元为项目保证金及按揭保证金。

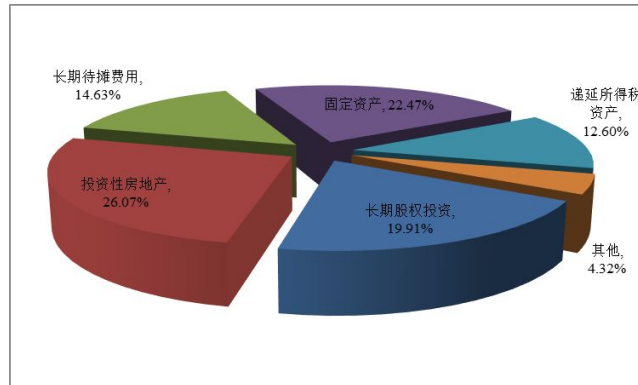
2012~2014 年，随着公司房地产开发项目的持续建设，存货规模逐年增加，公司存货增长 68.25%。截至 2014 年底，公司存货总额为 52.55 亿元，较年初增长 64.67%，主要系项目公司支付土地款 14.69 亿元以及项目公司开发成本增加所致。截至 2014 年底，公司存货主要由项目开发成本及项目开发产品构成，两者占比分别为 95.21%和 4.79%。公司相关房地产开发项目主要分布在重庆、苏州及长沙等地。截至 2014 年底，由于公司项目未出现减值现象，公司未计提跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产年均复合减少 6.21%。截至 2014 年底，公司非流动资产总额 1.94 亿，较年初下降 39.44%，主要系可供出售金融资产及长期股权投资减少所致。截至 2014 年

底，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 19.91%）、投资性房地产（占 26.07%）、固定资产（占 22.47%）、长期待摊费用（占 14.63%）及递延所得税资产（占 12.60%）构成。

图 10 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司长期股权投资规模呈波动下降趋势，年均复合下降 47.58%，主要系公司收回对联营企业投资和计提投资减值准备等所致。公司长期股权投资主要系对联营企业的股权投资，采用权益法计量。截至 2014 年底，公司长期股权投资账面价值为 0.39 亿，较年初减少 70.04%，主要系公司收回对中房海门地产有限公司及江苏汇智房地产开发有限公司的投资，以及确认对北京盛世新业房地产有限公司的投资损失所致。伴随公司对联营企业的投资进行清算，截至 2014 年底，公司对长期股权投资无减值准备。

公司投资性房地产采用成本法计量，2012~2014 年，公司投资性房地产年均复合下降 6.24%。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面价值为 0.50 亿元，较年初下降 6.35%，主要系正常折旧所致。截至 2014 年底，公司投资性房地产合计账面原值为 1.80 亿元，累计折旧 1.29 亿元，主要系深圳百门前工业区厂房等。截至 2014 年底，公司未对投资性房地产进行减值准备。

2012~2014 年，公司固定资产呈上升趋势，年均增长 83.39%，主要系 2014 年公司房屋及建筑物及运输设备的增加所致。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值为 0.43 亿元，较年初增长 277.68%；其中，主要由房屋及建筑物（占 83.88%）、机器设备（占 2.61%）以及运输设备（占 8.14%）等构成。公司固定资产成新率为 49.35%，成新率较低。

2012~2014 年，公司长期待摊费用增长迅速，年均增长 306.40%，由 2012 年底的 171.38 万元增长至 2014 年底的 2,830.46 万元。截至 2014 年底，公司长期待摊费用主要由中国康富国际租赁有限公司融资顾问费构成（占 95.54%）。

2012~2014 年，公司递延所得税资产波动增长 78.51%。截至 2014 年底，公司递延所得税资产总额 0.24 亿元，较年初下降 10.31%，主要系公司可抵扣亏损减少所致。截至 2014 年底，公司递延所得税资产来源于对减值准备和可抵扣亏损确认的可抵扣暂时性差异，分别占 5.27%和 94.73%。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 69.15 亿元，较年初增长 13.58%。其中，公司流动资产 67.16 亿元，较年初增长 13.94%，主要源于货币资金和存货的增加；公司非流动资产 1.99 亿元，较年初增加 2.75%，主要来源于无形资产和递延所得税资产的增加。截至 2015 年 6 月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为 97.12%和 2.88%，流动资产占比略有上升。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中，房地产开发项目为主的存货占比较大，公司存在较大去库存压力；非流动资产以长期股权投资、固定资产以及投资性房地产为主；公司整体资产质量一般。

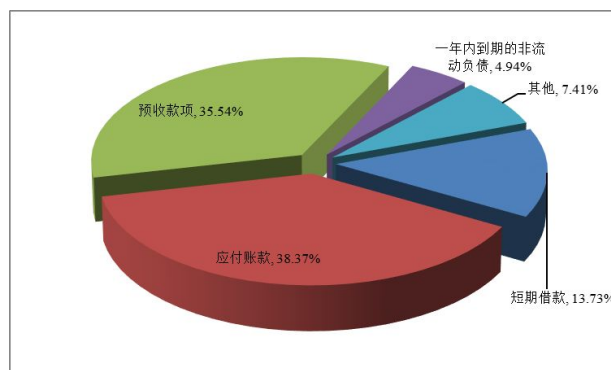
3. 负债及所有者权益

流动负债

2012~2014年，伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，近三年年均复合增长率为65.82%。截至2014年底，公司负债合计31.38亿元，较年初增长70.85%，主要系公司加大借款力度所致。公司负债以非流动负债为主，截至2014年底，公司流动负债和非流动负债分别占34.81%和65.19%。

2012~2014年，公司流动负债规模呈增长趋势，年均增长率为15.68%。截至2014年底，流动负债合计10.92亿元，较年初增长15.98%，主要系子公司新增短期借款所致。截至2014年底，公司流动负债主要由短期借款（占13.73%）、应付账款（占38.37%）和预收款项（占35.54%）构成。

图11 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2012~2013年，公司无短期借款；2014年，公司新增短期借款1.5亿元，主要系子公司于2014年4月10日取得的重庆银海融资租赁有限公司1.5亿元短期借款，期限为9个月，该短期借款已于2015年1月9日偿还。

2012~2014年，伴随项目开发力度加大，公司应付账款增长幅度较大，年均复合增长78.21%。截至2014年底，公司应付账款总额4.19亿元，较年初增长396.77%，主要系公司未结算的应付工程款增加所致。

2012~2014年，公司预收款项年均复合下降12.00%。截至2014年底，公司预收款项合计3.88亿元，较年初下降36.76%，主要系公司预收的购房款逐步结转所致。截至2014年底，公司预收款项主要由购房款（占99.96%）构成。

非流动负债

2012~2014年，公司非流动负债大规模增长，年均增长率为150.90%。截至2014年底，非流动负债总额20.46亿元，较年初增长128.59%，主要系子公司新增开发贷款2.9亿元以及信托贷款2.1亿元所致。截至2014年底，公司非流动负债主要由长期借款（占45.16%）及长期应付款（占54.84%）构成。

2012~2014年，公司长期借款年均增长111.17%。截至2014年底，公司长期借款总额9.24亿元，

较年初增长245.55%，主要系子公司取得渤海国际信托有限公司长期借款2.1亿元，以及取得长期借款2.9亿元所致。从期限结构上看，公司长期借款2017年到期的金额为8.92亿元，剩余金额为2020年到期，存在一定的集中偿付压力。

2012~2014年，公司长期应付款规模总体增长迅速，年均复合增长208.59%。截至2014年底，公司长期应付款总额11.22亿元，较年初增长78.76%，主要系公司对控股股东中房集团借款以用于房地产开发项目投资以及弥补流动资金不足。截至2014年底，公司长期应付款项包括9.22亿元对控股股东中房集团借款以及2.00亿元融资租赁款构成。

截至2015年6月底，公司负债合计39.50亿元，较年初增长25.86%，主要系伴随公司开发项目增多，公司增加长期应付款和长期借款所致。公司流动负债和非流动负债分别占比分别为33.39%和66.61%，负债构成以非流动负债为主，流动负债占比略有下降。

近三年，公司有息债务规模不大，但整体迅速增长，三年复合增长率为131.31%。截至2014年底，公司全部债务为22.50亿元，其中短期债务和长期债务分别占9.07%和90.93%。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51.55%、43.27%和40.96%。总体上看，公司整体债务水平增长明显，但债务水平尚属合理。

截至2015年6月底，公司加大了借款力度，有息债务规模较年初大幅增长，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为57.12%、49.14%和46.95%，以上指标较年初均有所提高，但公司债务水平仍属正常水平。

总体看，2014年公司整体负债规模增长较快，公司负债结构以非流动负债为主，整体负债水平仍属合理。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益的年均复合增长率为31.98%。截至2014年底，公司所有者权益29.50亿元，较年初增长5.03%，主要系少数股东权益和公司未分配利润增加所致。其中归属于母公司所有者权益为16.87亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占17.62%，资本公积占30.18%，盈余公积占2.79%，未分配利润占49.41%，公司权益稳定性一般。

截至2015年6月底，公司所有者权益29.65亿元，较年初增加0.52%，主要系公司未分配利润增加所致，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

伴随公司开发项目扩大和项目结转周期的变化，2012~2014年，公司营业收入呈波动增长态势，年均复合增长5.19%。2014年，公司实现营业收入7.08亿元，较年初下降17.11%；受人工成本、管理费用及销售费用的增加和投资收益的减少，公司营业利润波动下降，年均复合减少5.17%，2014年公司实现营业利润1.24亿元；受此影响，公司利润总额复合减少6.76%，2014年，公司实现利润1.24亿元，实现净利润0.67亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为0.76亿元。

从利润构成看，公司利润主要来源于主营业务产生的经营性利润；此外，2013年公司产生营业外支出0.55亿元，为子公司兆嘉公司败诉产生的相关赔偿支出，公司已于2014年1月支付该笔款项。

公司近三年投资收益规模较大且存在较大波动，主要系公司多次处置持有的瑞斯康达科技发展股份有限公司股权相应确认的投资收益，其中2012年公司处置18%股权、2014年公司处置10.253%股权，分别确认投资收益8,543.25万元和6,903.19万元。

从期间费用来看，2012~2014年，公司费用收入比分别为14.49%、11.55%和16.67%，公司费用收入比呈波动上升态势，公司费用控制能力较弱，有待提高。近三年，公司的销售费用和管理费用分别年均复合增长6.43%和21.93%；同时公司近年项目开发增加，资本化利息增多，相应计入财务费用的利息支出有所减少，导致公司财务费用呈减少趋势。

2012~2014年，公司营业利润率呈小幅上升趋势，三年分别为22.65%、24.14%和24.65%。2014年，公司总资产收益率为1.55%，较上年有所下降，主要系公司取得大量借款所致；公司总资产报酬率和净资产收益率分别为2.34%和2.34%，较上年有所增长，主要系上年同期公司产生较大额的营业外支出导致上年净利润较少所致。从与同行业企业对比中可见，公司销售毛利率处于行业正常水平，但净资产收益率和总资产收益率较低，公司整体盈利能力一般。

表12 2014年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
万科 A	19.08	5.24	29.94
招商地产	14.75	6.38	37.33
保利地产	21.56	5.93	32.03
世茂股份	12.50	6.50	41.40
荣盛发展	26.02	6.81	33.30
东华实业	6.32	4.13	32.50
绿景控股	1.61	1.36	58.71
行业平均值	3.91	3.97	34.82
行业中位数	8.17	4.13	33.18
中房地产	4.58	2.18	32.26

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，受公司项目结转收入减少影响，公司实现营业收入3.08亿元，较上年同期减少56.56%；实现净利润0.21亿元，较上年同期减少68.40%。截至2015年6月底，公司预收账款为5.80亿元。2014年以来，公司新增天津宝坻和重庆茶园等项目，未来随着项目陆续建设和销售，公司的盈利状况将有所保障。

总体看，公司近年营业收入规模呈波动增长趋势，处置股权确认的投资收益对公司拉利润影响较大，公司盈利能力有待提升；未来随着公司不断取得新项目，在建项目陆续销售，未来盈利水平将有所提高。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为2.98亿元、-15.89和-13.82亿元，2014年经营活动产生的现金流为净流出状态，主要系当年公司增大了获取土地的力度，支付土地出让金以及加大项目开发力度增加投入所致。此外，公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金较大，主要系公司与中房集团的资金往来及购地保证金往来较大所致。从收入实现质量来看，近三年公司现金收入比分别为144.95%、112.40%和67.97%，收入实现质量大幅降低。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为0.51亿元、-1.71和1.59亿元。2012年投资活动产生的现金流量净流入主要为当年收回转让瑞斯康达18%股权余款0.51亿元；2013年投资活动产生的现金流量净流出主要系合并范围减少现金所致；2014年投资活

动产生的现金流量净流入主要系收回对中房海门地产有限公司等子公司投资款所致。

从筹资活动情况来看，2012~2014年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.42亿元、16.99和10.38亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款及支付利息，筹资活动现金流入主要系取得银行借款和吸收少数股东投资。2013年，公司成立苏州地产公司和重庆嘉汇公司收到少数股东中房集团和中国路桥的投资款12.39亿元，导致筹资活动现金净流入规模增大；而2014年，公司加大筹资力度，大幅增加借款，导致筹资活动现金净流入规模增大。

2015年1~6月，公司经营活动现金净流出了1.42亿元，主要系各项目公司投资开发支出规模较大所致；公司投资活动净流出67.36万元；同时，公司筹资活动现金净流入5.30亿元，主要系公司增加借款所致。

总体看，受近年来公司持续加大开发力度，使得经营活动现金流呈大规模净流出的状态，收入实现质量明显下降；投资活动现金流量有所波动；由于经营活动现金流为净流出状态，公司对融资的需求较大，筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，公司流动比率呈上升趋势，分别为3.20倍、4.59倍和5.40倍；而速动比率出现波动，分别为0.93倍、1.20倍和0.59倍，主要系公司流动资产以及存货不断增加并且存货年增长率高于流动资产增长率所致；2014年现金短期债务比为2.69倍，现金对短期债务的保护较好。整体看，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014年公司EBITDA分别为1.60亿元、0.84亿元和1.35亿元，复合减少7.92%，主要系公司利润呈波动下降趋势所致。2014年EBITDA的构成中，利润总额占91.49%，利息支出占1.48%，折旧摊销占7.02%。EBITDA利息倍数分别为4.00倍、2.51倍和0.82倍，而EBITDA全部债务比为0.38倍、0.09倍和0.06倍，EBITDA对全部债务的保障程度较低。经营现金债务保护倍数分别为0.71倍、-1.74倍和-0.61倍，2013及2014年经营活动产生的现金流量对全部债务不具备保障能力。考虑到公司的预收账款规模陆续结转，加之公司拥有一定规模的土地储备和在建项目，一定程度上有利于提升公司对全部债务的保障能力。此外，公司较大部分的债务来自于控股股东提供的资金支持，相对于银行借款等刚性债务，其偿债压力比较小。

公司与中国银行、建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2015年6月底，公司获得的银行授信总额为人民币6.20亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币0.43亿元。

对外担保方面，截至2015年6月底，公司无集团外公司的担保事项；按照房地产经营惯例，公司为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保，担保期限自商品房转让合同生效之日起至商品房承购人所购住房《房屋他项权证》及抵押登记手续办妥并交银行或公积金管理中心执管之日止。截至2015年6月30日，公司共承担的阶段性担保金额为人民币约5.75亿元。

未决诉讼方面，公司子公司兆嘉公司与湖南华夏科技投资发展有限公司（以下简称“华夏科技”）之间尚存一项未决诉讼。2007年，两公司签订《华夏科技与兆嘉公司关于协助拆迁的协议》，华夏科技承诺以2.5亿元的包干费确保华夏项目拆迁工作，并承诺在2007年12月20日前完成项目土地的征地补偿、安置及房屋拆迁的90%以上的工作，同时约定如因自身原因导致拆迁进度的延迟，除应在原包干费用范围内完成拆迁工作外，还应按照造成的实际损失的2倍向兆嘉公司支付违约金。华夏科技未在期限内完成拆迁工作；2008年初，长沙市实施了《长沙市征地补偿安置条例》，该条例增加了征地补偿标准，导致拆迁补偿款总额增加。兆嘉公司为避免损失，与项目

所在地拆迁部门签订了拆迁工作补充协议并垫付了上述新增拆迁补偿资金。2010 年，兆嘉公司对华夏科技提起诉讼，要求赔偿损失。2012 年，华夏科技以兆嘉公司未完全履行 2008 年 10 月 24 日其与中住地产开发有限公司签订的《补充协议》为由提出反诉，要求赔偿相关损失。2013 年 8 月 27 日，案件得以宣判，判决兆嘉公司支付华夏科技违约赔偿 5,291.03 万元并支付欠款 2,381.2 万元。此后，兆嘉公司向湖南省高级人民法院提出要求重审，审判决书已于 2013 年 12 月 24 日送达，判决兆嘉公司支付华夏科技欠款 2,381.20 万元、投资违约金 5,540.58 万元。2014 年，兆嘉公司向最高人民法院提起再审诉讼程序，并于 2014 年 7 月 7 日收到最高人民法院（2014）民申字第 1089 号民事申请再审案件受理通知书。截至目前，该诉讼案件尚未判决。联合评级将继续关注诉讼进展，由于 2013 年公司已将违约赔偿金项计入营业外支出，对公司未来盈利状况不再产生影响，或有风险不大。

根据中国人民银行征信中心的《企业信用报告》（编号为 G1050010500331800G），截至 2015 年 10 月 8 日，公司无关注类或不良类的未结清贷款记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金资产规模相对较大，短期偿债能力较强；因项目开发结转等因素影响，公司盈利规模不大，长期偿债能力有待提升。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2015 年 6 月底，公司债务总额为 28.64 亿元，本期拟发行债券规模为 4.7 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度不大，对公司负债水平有一定的影响。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 4.7 亿元，本期债券发行后，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 51.07%、52.93%和 59.85%，债务负担有所增加，整体仍处于行业适宜水平。考虑到本期债券募集资金将部分偿还银行贷款，实际最终增加的负债水平应不大，本期债券发行后，公司的债务结构将得到进一步优化。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2014 年的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 1.35 亿元，为本期公司债券发行额度（4.7 亿元）的 0.29 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度尚可；2014 年经营活动产生的现金流入 12.54 亿元，为本期公司债券发行额度（4.7 亿元）的 2.67 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为国有背景的房地产开发企业，在股东实力与支持、业务规模、地域品牌及财务结构等方面具有一定的竞争优势。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本期债券由中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。针对本次担保事宜，中交集团已经出具了《担保函》，签署《担保协议》。

担保方中交集团为公司发行的不超过 4.7 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销

的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本期债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券到期日起六个月止。

在保证期间内，如公司不能在募集说明书规定的期限内按约定偿付本期债券本金和/或利息，公司债券持有人可以直接要求担保人承担担保责任。

2. 担保人信用分析

(1) 企业概况

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

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

中交集团的经营范围为：承包境外工程和境内国际招标工程；各种专业船舶总承包建造；专业船舶、施工机械的租赁及维修；海上拖带、海洋工程有关专业服务；船舶及港口配套设备的技术咨询服务；承担国内外港口、航道、公路、桥梁建设项目的总承包（包括工程技术经济咨询、可行性研究、勘察、设计、施工、监理以及相关成套设备、材料的采购和供应、设备安装）；承担工业与民用建筑、铁路、冶金、石化、隧道、电力、矿山、水利、市政建设工程的承包；进出口业务；房地产开发及物业管理；运输业、酒店业、旅游业的投资与管理。截至2014年底，中交集团在岗员工合计10万余人。

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

中交集团注册地址：北京市西城区德胜门外大街85号；法定代表人：刘起涛。

(2) 规模与竞争力

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

中国交建经营范围涉及公路、桥梁、港口、码头、航道、铁路、隧道、市政等基础设施的建设、设计、疏浚、港口机械制造以及交通基础设施投资等，其中基础设施建设业务占比最高，为其支柱产业。作为中国领先的交通基建企业，中国交建四项核心业务领域——基建建设、基建设计、疏浚业务和装备制造业务均为业内领导者。凭借其六十年来在多个领域的各类项目中积累的丰富营运经验、专业知识及技能，中国交建能为客户提供涵盖基建项目各阶段的综合解决方案。

中国交建共拥有 35 家主要全资、控股子公司，业务足迹遍及中国所有省、市、自治区及港澳特区和世界 120 余个国家和地区。

经营规模大，具有全球竞争力

中国交建是世界 500 强企业，在《财富》杂志最新公布的 2015 年世界 500 强排行榜中，其以 601.19 亿美元的营业收入位列第 165 位，比上年提升了 22 位，继续保持在世界 500 强企业的中前列位置。中国交建位居 ENR⁴国际最大 250 家承包商第 9 位，连续 8 年位居中国上榜企业第 1 名；在全球最大 150 家设计企业排名中位列第 11 位，位居中国上榜企业第 1 名；在国务院国资委监管的 113 家中央企业中，营业收入位列第 17 位，利润总额位列第 16 位，净利润位列第 14 位，连续 10 年获评国资委经营业绩考核 A 级企业。中国交建被国资委确定为“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。

建筑经验丰富，建筑水平高

中国交建是中国最大的港口设计及建设企业（设计承建了建国以来绝大多数沿海大中型港口码头）；世界领先的公路、桥梁设计及建设企业；世界第一疏浚企业（以耙吸船总舱容量和绞吸船总装机功率计）；全球最大的集装箱起重机制造商；中国最大的国际工程承包商；中国第三大高速公路投资运营商。中国交建创造了诸多世界“之最”工程，包括设计承建全球 10 大集装箱码头中的 5 个、世界 10 大斜拉桥中的 5 座、世界 10 大悬索桥中的 4 座、世界 10 大跨海大桥中的 5 座、上海洋山深水港、苏通长江大桥、杭州湾跨海大桥以及正在实施的港珠澳大桥等工程，这些工程均代表了世界最高水平。2014 年，中国交建获省部级以上科技奖 153 项，获授专利权 512 项，国家优质工程奖 11 项，鲁班奖 3 项，詹天佑奖 5 项。

创新能力强，重视科研开发

中国交建重视科研开发，形成了“26 心、16 室、15 所”（即 8 个国家级技术中心，18 个省级技术中心，8 个省、部级重点实验室，8 个集团重点实验室，15 个以科技研发为主的研究院、所）为核心的研发集群，在相关科研开发领域处于领先地位。同时，中国交建拥有一支由中国工程院院士、全国勘察设计大师以及具有国家领先水平的国家级专家和高级工程师组成的高水平科研队伍，并拥有 8 个博士后科研工作站。

总体上看，中交集团以基础设施建筑为主业，经营规模大；建设项目众多，包括世界级标志建筑，在全球范围具有竞争力；重视科研开发，具有较强的创新能力；整体实力强。

（3）经营分析

凭借中交集团在基础设施建设领域的竞争力和规模优势，近三年，中交集团盈利保持在水准，并持续增长。2014 年，中交集团实现营业收入合计 3,704.22 亿元，实现净利润 140.33 亿元，近三年年均复合增长率分别为 11.36%和 10.10%。从营业收入的构成上看，近三年，基建业务在合并营业收入中占比达到 80%以上（均未考虑内部抵销因素），为其核心收入来源；设计、疏浚和装备制造业务也是中交集团的重要收入来源，三项业务收入占比保持在 20%左右；此外，其他板块则主要包括房地产开发等。

从毛利率水平上看，受基建业务毛利率由 2012 年的 12.46%下降至 2014 年的 11.83%，加之该板块收入占比达到 80%以上，导致综合毛利率从 2012 年的 13.95%小幅下降至 2013 年的 13.69%；整体上看，虽中交集团的综合毛利率小幅下降，但整体仍保持在较好水平，整体盈利能力较强。

⁴ ENR，全称 Engineering News-Record，中文译作《工程新闻记录》，是全球工程建设领域最权威的学术杂志。

表 13 2012~2014 年中交集团营业收入情况（单位：亿元、%）

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
主营业务									
基建业务	2,288.31	76.61	12.46	2,632.79	78.41	11.53	2,974.48	80.76	11.83
设计业务	172.35	5.77	28.03	203.65	6.07	25.50	219.77	5.97	22.82
疏浚业务	320.18	10.72	17.03	327.85	9.76	16.32	278.29	7.56	16.41
装备制造业务	192.89	6.46	7.00	241.46	7.19	9.05	265.96	7.22	15.40
房地产开发	22.02	0.74	33.13	36.72	1.09	37.70	38.38	1.04	26.36
物流和运输	47.65	1.60	9.89	3.77	0.11	8.98			
其他	11.51	0.39	-14.93	18.81	0.56	-9.09	30.15	0.82	4.37
内部抵销	-83.69	-2.80	--	-124.57	-3.71	--	-123.84	-3.36	-3.51
其他业务	15.71	0.53	27.70	17.14	0.51	26.33			
合计	2,986.92	100.00	13.95	3,357.64	100.00	13.21	3,683.19	100.00	13.69

资料来源：联合评级根据中交集团审计报告整理。

总体看，中交集团主业十分突出，基建业务为主要收入来源；其对成本的控制能力较强，综合毛利率呈现小幅波动态势；整体盈利能力强。

由于中交集团的核心资产业务均由中国交建承担，以 2014 年的财务数据为据，截至 2014 年底，中国交建的资产规模合计 6,303.88 亿元，占中交集团总资产的 95.23%；2014 年，中国交建分别实现营业收入和净利润 3,666.73 亿元和 137.62 亿元，在中交集团中占比分别为 98.99%和 98.07%，故以下主要对中国交建的经营情况进行分析。

基建业务

①行业分析

基建业属于建筑业范畴。建筑业是国民经济的重要物质生产部门，其发展速度与固定资产投资增速密切相关，近年来全社会固定资产投资的高速增长推动了建筑业的快速发展。2010~2014 年，中国全社会固定资产投资年复合增长率达 16.52%；同期，中国建筑业总产值年复合增长率达 15.55%。2014 年，全国建筑业总产值达 17.67 万亿元，同比增长 10.19%，较 2013 年下降 6.68 个百分点；占 GDP 的比重为 28.01%，较上年上升 0.15 个百分点。总体上看，建筑业增速有所下滑，但仍保持较快发展，在国民经济中的地位较为稳固。

从经营模式上看，受单纯建设施工利润较低的内在驱动，建筑行业的经营模式逐渐由施工承包、施工总承包到设计施工总承包、BT、BOT 项目运营承包方式演变，建筑行业的横向分割被打破，综合性的 EPC⁵、BOT⁶、BT⁷、BOOT⁸、PPP⁹等模式在建筑业市场的比重逐步上升，利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移。目前，建筑工程项目日益大型化、复杂化，EPC 成为国际通行的一种工程项目建设实施模式。这些特点也导致建筑企业往往资产负债率处于高位。由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金，因此承包商融资能力已经成为决定其竞争力的重要因素。

从建筑业产值结构上看，房屋工程和基建工程是构成建筑行业的主体部分，房屋工程占比约 61%，土木工程（主要指铁路、隧道、公路、桥梁等基础设施建设项目）占比超过 26%，装修装

⁵ “设计-采购-施工总承包模式”（Engineer-Procure-Construct）

⁶ “建设—经营—转让”（Build-Operate-Transfer）

⁷ “建设-转让模式”（Build-Transfer）

⁸ “建设-拥有-经营-转让模式”（Build-Own-Operate-Transfer）

⁹ “公私合营模式”（Public-Private partnership）

饰占比约未 5.6%，其余为线路、管道和设备安装工程项目。

从行业竞争格局来看，建筑行业下有多个细分子行业，不同子行业的竞争格局差异甚大。普通房屋建筑工程市场集中度最低，竞争极其激烈；公共建筑及高层、超高层建筑工程市场，整体集中度适中，存在一定区域性垄断；矿山建筑工程市场，集中度较高，存在部门垄断；铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程，集中度高，存在部门和寡头垄断；而建筑安装工程与装饰装修工程，市场集中度较低，竞争较为激烈。具体从行业参与者情况来看，中国建筑市场的竞争格局存在四类参与者：“五大”央企（中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国中冶、中国交通建设集团）、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。截至 2014 年底，建筑行业企业个数为 8.11 万家，较上年增长 2.82%。

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

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

②经营分析

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

表 14 2012~2014 年度中国交建新签、在建基建建设合同情况（单位：亿元）

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

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

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

表 15 2014 年中国交建签订的重大基建项目情况（单位：亿元）

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

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

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

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

在道路及桥梁建设业务方面，中国交建是世界领先的公路、桥梁、隧道设计及建设企业，也是国内重要的铁路建设企业。我国沿海及内河的大中型港口和航道、高等级主干线公路、大型特大型桥梁隧道等交通基础工程绝大部分都是由中国交建主持设计、施工。

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

在海外工程方面，中国交建积极实施国际化战略，在 120 多个国家和地区开展业务，其中非洲、中东和美洲是公司海外业务的重点市场；从项目类型上看，公路与桥梁、港口建设占比合计

69%。联合评级也关注到，非洲及中东等部分地区由于各种原因，其政治及经济状况通常存在一定的不稳定因素，可能会给中国交建在相关国家或地区的海外业务带来一定的风险。

基建设计、疏浚及装备制造业

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

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

表 16 2012~2014 年度中国交建新签和执行基建设计、疏浚及装备制造合同情况（单位：亿元）

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

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

基建设计方面，中国交建是我国主要的道路及桥梁设计服务供应商，拥有多项工程勘察综合类甲级资质、工程设计综合类甲级资质以及公路行业设计甲级资质。中国交建负责制定高等级公路的设计与管理标准，几乎承担了所有国道主干线高等级公路、跨江跨海特大型桥梁的规划和勘察设计。近年来中国交建承担了环渤海、长江三角洲、珠江三角洲等沿海地区及长江干线流域的大中型综合型港区和物流园区的规划和勘察设计等。

疏浚工程方面，中国交建为世界第一大的疏浚企业（以耙吸船总舱容量和绞吸船总装机功率计算），截至 2014 年底，其拥有的疏浚产能按照标准工况条件下约为 7.6 亿立方米；同时，随着“一带一路”建设的全面提速，中国交建将充分利用海外工程业务以及传统市场地域的绝对优势，为海上丝绸之路的建设提供各类项目的支持。

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

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

（4）财务状况

中交集团提供的 2012~2013 年财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，2014 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）¹⁰审计，均出具了标准无保留审计意见。中交集团财务报表依据 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会

¹⁰2013 年，中瑞岳华会计师事务所与国富浩华会计师事务所合并为瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）

会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）编制。2014年，中交集团新纳入合并范围的子公司73家，不再纳入合并范围的子公司12家，变化的各子公司规模不大，考虑到中交集团的整体规模，对中交集团财务数据的可比性影响较小，财务数据可比性强。2015年6月份中交集团财务报表未经审计。

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

资产质量

近三年，中交集团资产规模持续较快增长，年均复合增长21.49%。截至2014年底，中交集团资产规模合计6,619.44亿元，其中流动资产合计3,815.76亿元（占57.64%），非流动资产合计2,803.68亿元（占42.36%），资产构成以流动资产为主。

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

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

截至2015年6月底，中交集团资产合计7,379.81亿元，较年初增长11.49%，其中流动资产和非流动资产分别占56.71%和43.29%，资产结构变化不大。

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

负债与所有者权益

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

截至2014年底，中交集团流动负债3,482.86亿元，其中短期借款、应付账款、预收账款和一

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

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

从负债水平来看，中交集团 2014 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.12%、62.65%和 49.76%；资产负债水平较高，符合中交集团所处行业特征，整体债务负担较重，但仍处可控水平。

截至 2015 年 6 月底，中交集团负债规模合计 5,775.37 亿元，较年初增长 11.69%，负债结构较年初变化不大。

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

截至 2015 年 6 月底，中交集团所有者权益合计 1,604.44 亿元，较年初增长 10.76%，主要系少数股东权益增长所致。

盈利能力

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

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

2014 年，中交集团公允价值变动损失为 1.67 亿元，主要来自衍生金融资产中远期外汇合同损失；此外，中交集团 2014 年实现投资收益 35.49 亿元，年均复合增长 96.70%，主要系处置重庆万利万达高速公路有限公司和北京一二零一印刷厂的长期股权投资收益。

2014 年中交集团总资本收益率和总资产报酬率分别为 6.59%和 4.54%，分别较上年小幅提升 0.29、0.07 个百分点；净资产收益率指标为 10.76%，较上年小幅下降 0.37 个百分点。

2015 年 1~6 月，中交集团实现营业收入 1,778.15 亿元，同比增长 11.23%；实现净利润 65.65 亿元，同比增长 9.91%。

整体看，中交集团盈利规模大并保持持续增长，整体盈利能力比较稳定。

现金流

受工程建设支出和回款资金波动影响，中交集团经营活动现金流量整体有所波动，由现金净流入转变为现金净流出。2012~2014 年，中交集团经营活动产生的现金流量净额分别为 109.91 亿元、14.64 亿元和 -2.70 亿元。2014 年，经营活动产生的现金流入量为 3,583.34 亿元。近三年，中交集团现金收入比分别为 96.82%、90.98 和 94.67%，考虑到其工程项目结算周期长，收入实现质量尚可。

近三年，中交集团投资活动产生的现金流量净额分别为 -195.88 亿元、-258.76 亿元和 -480.58 亿元。2014 年，中交集团的投资活动现金流净流出有所增加，主要系其购建 BOT 项目及增加固定资产较多所致。

筹资活动主要系中交集团取得的借款、偿还借款及利息，2012~2014 年，筹资活动产生的现金流量净额分别为 298.41 亿元、393.67 亿元和 377.80 亿元。由于中交集团投资需求较大，经营现金流不能满足，故存在较大的筹资需求。

2015 年 1~6 月，中交集团经营现金流量净额为 -128.88 亿元；投资活动现金流量金额为 -233.69 亿元；筹资活动现金流量金额为 429.22 亿元。

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

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底中交集团流动比率和速动比率分别为 1.10 倍和 0.70 倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可；现金短期债务比为 0.86 倍，现金类资产充足，对短期债务的保障程度较高；由于经营净现金流为流出状态，经营现金流流动负债比为 -0.08%，对流动负债的保障程度较低。总体上看，中交集团现金资产充足，短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年中交集团 EBITDA 分别为 274.06 亿元、302.61 亿元和 354.05 亿元，年均复合增长 13.66%；其中，2014 年中交集团 EBITDA 中，利润总额占 50.92%，计入财务费用的利息支出占 26.06%，折旧和摊销占 23.02%；同期，EBITDA 利息倍数分别为 4.31 倍、3.46 倍和 2.71 倍，EBITDA 全部债务比为 0.18、0.15 和 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度尚可，长期偿债能力较好。

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

根据中国人民银行征信中心的《企业信用报告》（编号为 G1011010204321840E），截至 2015 年 8 月 19 日，中交集团无关注类或不良类的未结清贷款或已结清贷款记录，过往债务履约情况良好。

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

3. 债权保护效果

以 2014 年底财务数据测算（假设本期发行规模为 4.7 亿元），本期债券发行规模占担保方中

交集团资产总额的 0.07%和所有者权益总额的 0.32%，整体占比很低，中交集团的担保对债券的保护程度高。

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

十、综合评价

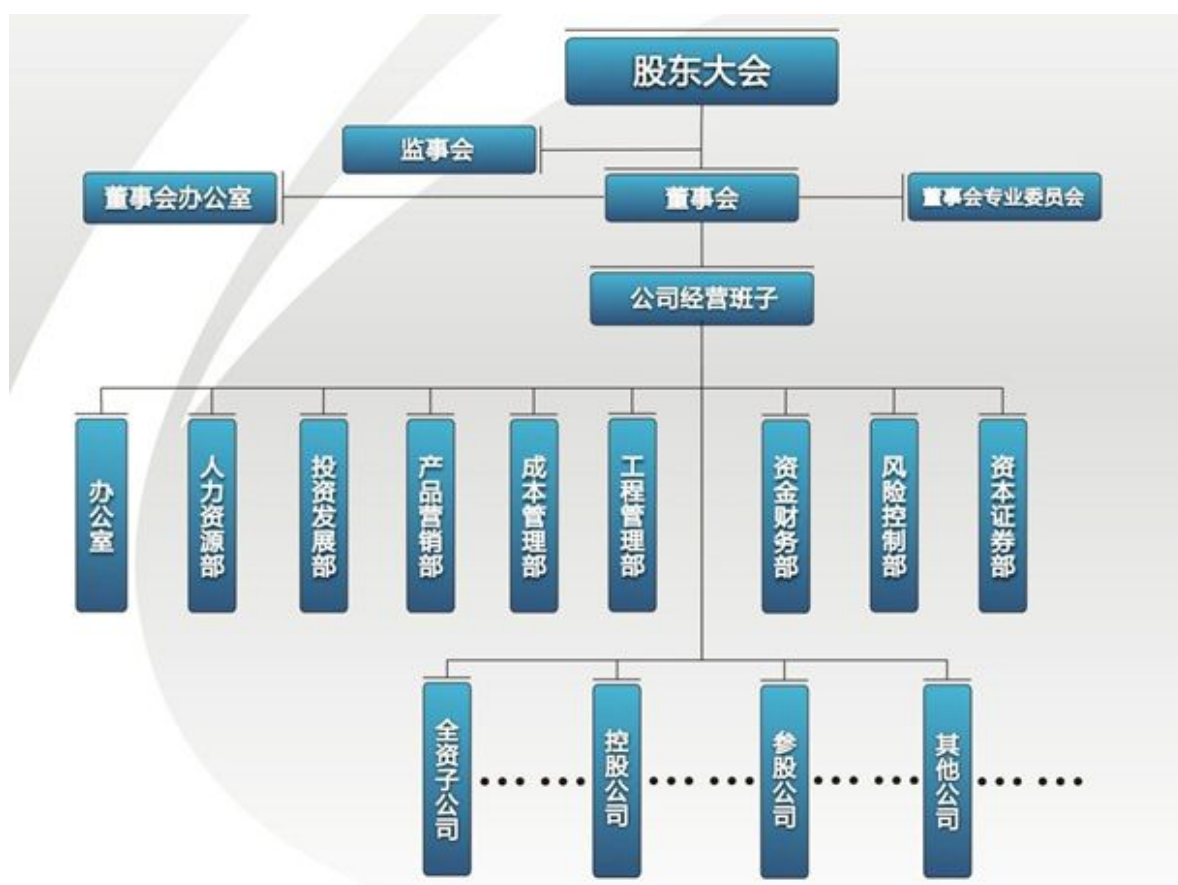
中房地产股份有限公司作为国有上市房地产开发企业，具有较丰富的房地产开发经验，尽管公司开发项目规模偏小，但公司开发的地产项目品质较好，公司土地储备规模相对适中，经营比较稳健。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长等因素对公司经营产生的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续竣工，公司的盈利能力有望提升，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

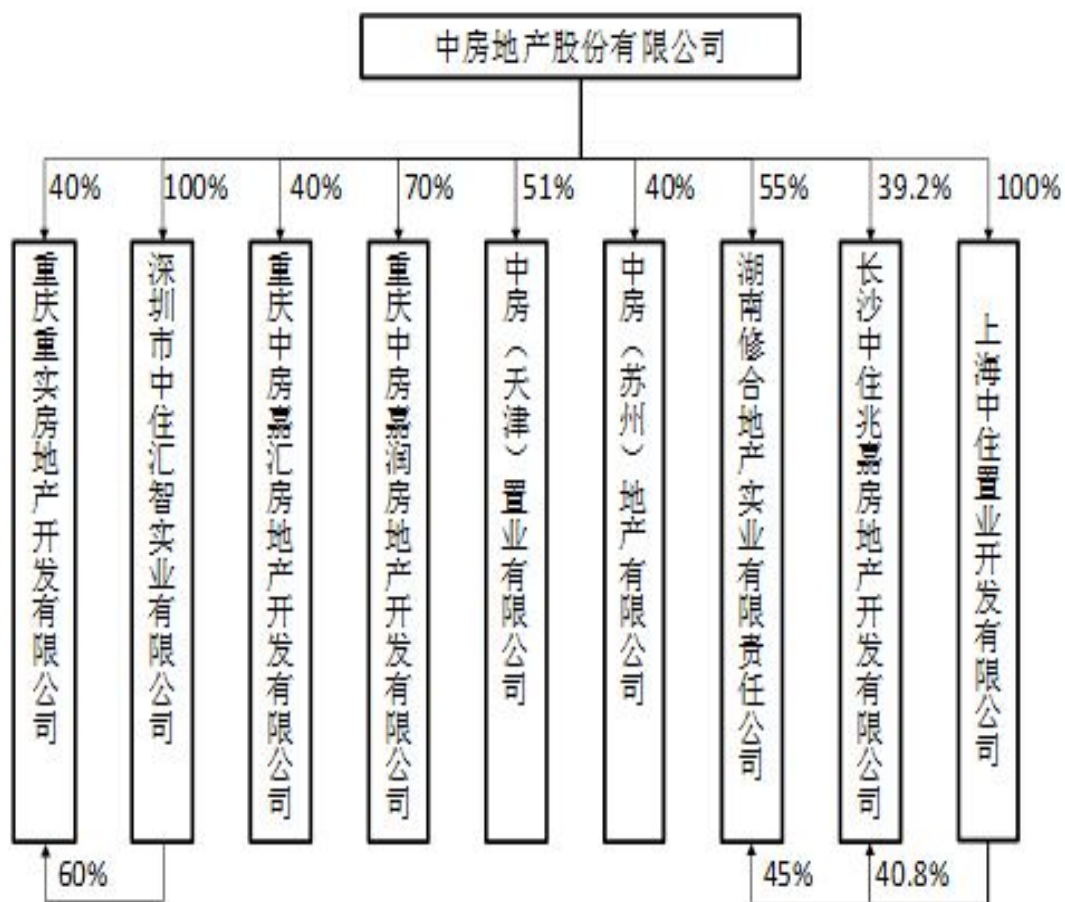
本期债券由中国交通建设集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中交集团作为大型央企，在国内甚至全球的基建建设等多个领域均占据领先地位。其对本期债券的担保反映出中交集团对中房地产的信心和支持，对本期债券的信用状况有显著的积极作用。

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

附件 1 中房地产股份有限公司 组织结构图



附件 2 中房地产股份有限公司股权结构图



附件 3-1 中房地产股份有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	28.35	46.45	60.88	69.15
所有者权益(亿元)	16.93	28.08	29.50	29.65
短期债务(亿元)	0.95	0.19	2.04	2.40
长期债务(亿元)	3.25	8.95	20.46	26.24
全部债务(亿元)	4.21	9.14	22.50	28.64
营业收入(亿元)	6.40	8.55	7.08	3.08
净利润(亿元)	1.22	0.47	0.67	0.21
EBITDA(亿元)	1.60	0.84	1.35	--
经营性净现金流(亿元)	2.98	-15.89	-13.82	-1.42
应收账款周转次数(次)	1,356.82	3,092.29	2,812.14	646.80
存货周转次数(次)	0.25	0.23	0.11	0.04
总资产周转次数(次)	0.24	0.23	0.13	0.05
现金收入比率(%)	144.95	112.40	67.97	160.00
总资本收益率(%)	6.39	2.00	1.55	0.39
总资产报酬率(%)	5.63	2.03	2.34	0.58
净资产收益率(%)	7.52	2.09	2.34	0.72
营业利润率(%)	22.65	24.14	24.65	29.17
费用收入比(%)	14.49	11.55	16.67	16.75
资产负债率(%)	40.26	39.54	51.55	57.12
全部债务资本化比率(%)	19.89	24.55	43.27	49.14
长期债务资本化比率(%)	16.10	24.17	40.96	46.95
EBITDA 利息倍数(倍)	4.00	2.51	0.82	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.38	0.09	0.06	--
流动比率(倍)	3.20	4.59	5.40	5.09
速动比率(倍)	0.93	1.20	0.59	0.90
现金短期债务比(倍)	7.33	33.91	2.69	4.29
经营现金流动负债比率(%)	36.47	-168.75	-126.47	-10.77
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.34	0.18	0.29	--

附件 3-2 中国交通建设集团有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	4,484.98	5,383.79	6,619.44	7,379.81
所有者权益(亿元)	1,061.59	1,159.84	1,448.54	1,604.44
短期债务(亿元)	711.48	1,014.61	995.14	1,132.26
长期债务(亿元)	813.67	1,004.27	1,434.91	1,718.47
全部债务(亿元)	1,525.15	2,018.88	2,430.05	2,850.73
营业收入(亿元)	2,986.92	3,357.64	3,704.22	1,778.15
净利润(亿元)	115.76	123.62	140.33	65.65
EBITDA(亿元)	274.06	302.61	354.05	--
经营性净现金流(亿元)	109.91	14.64	-2.70	-128.88
应收账款周转次数(次)	5.47	5.64	5.77	5.13
存货周转次数(次)	2.97	2.89	2.58	1.99
总资产周转次数(次)	0.73	0.68	0.62	0.48
现金收入比率(%)	96.82	90.98	94.67	96.93
总资本收益率(%)	7.13	6.30	6.59	2.95
总资产报酬率(%)	4.94	4.47	4.54	2.28
净资产收益率(%)	11.83	11.13	10.76	8.18
营业利润率(%)	11.30	10.58	11.23	10.75
费用收入比(%)	6.10	5.93	7.13	6.85
资产负债率(%)	76.33	78.46	78.12	78.26
全部债务资本化比率(%)	58.96	63.51	62.65	63.99
长期债务资本化比率(%)	43.39	46.41	49.76	51.72
EBITDA 利息倍数(倍)	4.31	3.46	2.71	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.18	0.15	0.15	--
流动比率(倍)	1.10	1.09	1.10	1.10
速动比率(倍)	0.74	0.74	0.70	0.70
现金短期债务比(倍)	1.11	0.93	0.86	0.78
经营现金流动负债比率(%)	4.29	0.47	-0.08	-3.40

附件 4 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+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

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 5 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 中房地产股份有限公司 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，联合评级将在本期债券存续期内，每年中房地产股份有限公司公告年报后 2 个月内对中房地产股份有限公司 2015 年公司债券（第二期）进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中房地产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。中房地产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中房地产股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中房地产股份有限公司或本期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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如中房地产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，可公布信用等级暂时失效，直至中房地产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），并同时报送中房地产股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十月二十六日