跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]937 号

中国希格玛有限公司：

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

中国希格玛有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”
中国希格玛有限公司公开发行的“16 中希 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年七月十九日

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

中国希格玛有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 中希 01	16 亿元	AA	AA	2015 年 12 月 23 日

跟踪评级时间：2016 年 7 月 19 日

主要财务数据

项　目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	132.81	165.43
所有者权益（亿元）	40.01	65.68
长期债务（亿元）	20.81	39.91
全部债务（亿元）	40.67	48.82
营业收入（亿元）	8.57	11.15
净利润（亿元）	5.83	8.11
EBITDA（亿元）	8.11	13.23
经营性净现金流（亿元）	0.99	0.56
营业利润率（%）	48.37	35.74
净资产收益率（%）	16.37	15.36
资产负债率（%）	69.88	60.30
全部债务资本化比率（%）	50.41	42.64
流动比率（倍）	0.60	0.75
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	4.57
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.51	0.83

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

评级观点

中国希格玛有限公司（以下简称“公司”）作为一家综合性投资企业，在股权投资、房地产行业、酒店业等方面具有较丰富的运营经验，经营优势明显。2015年，公司继续多元经营的路线，各项业务收入均实现增长，公司对外投资的金融企业和上市公司经营效益较好，公司投资收益较高。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处房地产业和酒店经营业受宏观经济和政策环境波动的影响较大、公司土地储备规模较小，房地产可售面积一般、短期偿债压力加大、受限资产规模较大及期间费用在公司营业收入中占比较高等因素可能对公司发展带来的不利影响。

未来随着在建项目的竣工，公司可结转收入有望获得增长，公司酒店业务有望随“旅游热”进入稳定经营期；持有的优质金融企业股权有望继续提升公司收益。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 中希01”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2015 年，公司多元化经营发展平稳，房地产销售、客房餐饮业务以及物业管理等业务均实现增长。

2. 2015 年，公司对外投资的金融企业和上市公司经营效益较好，投资收益对盈利水平贡献较高；公司持有较大规模的上市公司股票及金融企业股权，对公司偿债能力形成一定保障。

3. 公司以评估价值不低于本次债券待偿本息一倍的置换贷款解押资产为本次债券设置抵押担保，进一步增强了本次债券的偿债保障。

关注

1．房地产业受国家宏观调控政策的影响较大，目前房地产“去库存”政策导向有利于市场阶段性回升，但政策变动和区域房地产政策使公司仍面临较大的政策压力。

2．公司土地储备规模较小，房地产可售面积一般，未来房地产业务发展受到一定限制。

3．公司受限资产比例较大，资产流动性一般。

4．期间费用在公司营业收入中占比较高，公司费用控制能力有待提高。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

蔡　昭

电话：010-85172818

邮箱：caiz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

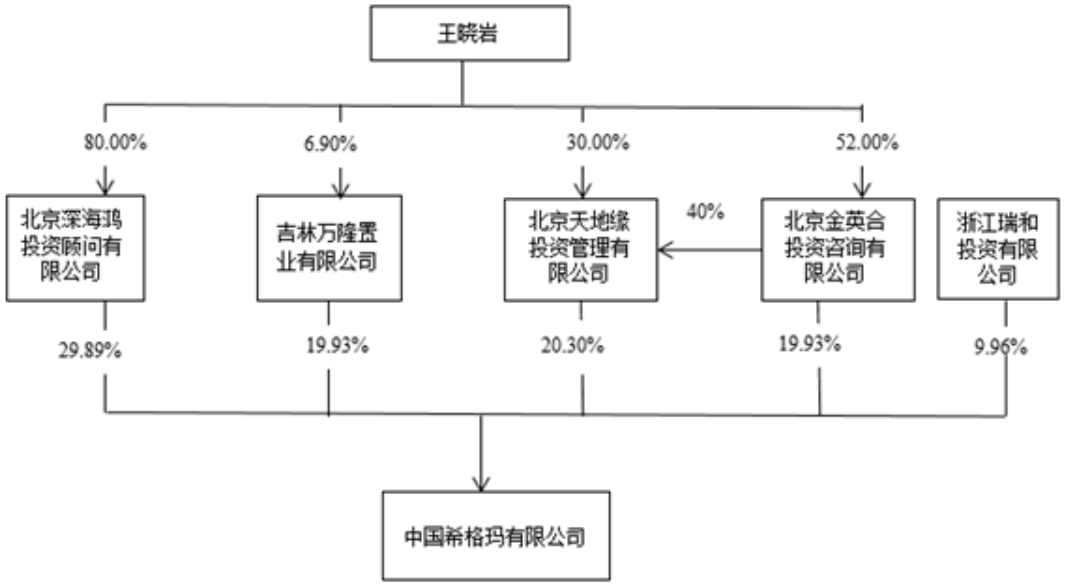
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国希格玛有限公司（以下简称“公司”）前身为中国希格玛光电有限公司（以下简称“希格玛光电”），成立于1987年03月12日，为中国科学院下属公司。1993年，希格玛光电股东股份全部并入中科实业集团公司[1]，并引入股东吉林省万隆实业公司[2]等5家公司，注册资本变更为10,000万元。1994年6月30日，公司名称变更为现用名，并于1998年向国家工商局申请重新注册登记，变更注册资本为10,037万元。2015年，公司股权结构无重大变化。截至2015年底，公司注册资本10,037万元。公司实际控制人为自然人王晓岩，股权结构如下图所示。

图 1　截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：高新技术、新工艺、新产品的开发、生产、销售；化工原材料（危险品除外）、建筑材料、计算机软硬件、电子电器设备、有线通讯设备、机械设备、家用电器的开发、生产、销售；装饰装修工程；百货的销售以及述范围的项目承包、技术咨询、信息咨询。公司经营范围较2014年无变化。

截至 2015 年底，公司设有总裁办公室、计财中心、人力资源部、投资发展部以及海外业务部 5 个职能部门（详见附件 1）；纳入合并范围全资或控股子公司共 24 家；截至 2015 年底，公司拥有在职员工 871 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 165.43 亿元，负债合计 99.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.68 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 60.70 亿元。2015 年公司实现营业收入 11.15 亿元，净利润（含少数股东损益）8.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.10 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区知春路 49 号；法定代表人：王晓岩。

[1] 中科实业集团公司后更名为“中科实业集团（控股）公司”。
[2] 吉林省万隆实业公司后更名为“吉林省万隆置业有限公司”。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会《证监许可[2016]333号文》文件核准批复，公司于2016年4月13日发行了“中国希格玛有限公司2016年公司债券”，募集资金16亿元，票面利率为5.60%，债券期限为3年，附第2年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。该公司债券已于2016年5月25日在上海证券交易所挂牌上市，证券简称“16中希01”，证券代码“136376.SH”。

截至本报告出具日，“16中希01”尚未到第一个付息日。

截至2016年6月底，公司“16中希01”债券募集资金已按募集说明书约定用途，全部用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

作为一家综合性投资公司，公司主要从事房地产开发和高端酒店投资，跟踪期内主营业务未发生改变。

1．房地产行业

（1）行业概况

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

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

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

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

在市场供需上，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年下半年商品房销售面积开始由降转增，2015 年全年商品房累计销售 128,494.97 万平方米，同比增长 6.50%，增速较上年增加 14.10 个百分点。伴随房地产企业逐步意识到部分城市房产库存积压严重并做出区域性调整后，商品房待售面积增速自 2015 年有所下滑，2015 年 12 月，全国拥有 7.19 亿平方米待售商品房，同比增长 15.60%，增速较去年下滑 10.50 个百分点，其中，住宅待售面积 4.52 亿平方米，同比增长 11.20%，增速较上年同期下滑 14.40 个百分点。总体上看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。销售价格上，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。其中，以深圳市为首的一线城市住宅平均价格仍呈快速增长态势，截至 2015 年底，一线城市房价为 32,891.25 元/平方米，同比增长 17.20%。总体看，2015 年随着利好政策逐步落地实施，房价走势有所回暖，一线城市房价呈快速增长态势。

从行业集中上看，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，房地产行业集中度进一步提升。2015 年 1~11 月，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.13%和 22.84%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.58%和 14.83%，预计 2015 年全年指标仍将超过上年。总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（2）行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2015 年国家出台了一系列政策对房地产进行调控。

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

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

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

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

（3）行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

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

行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法[3]计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。

市场格局持续分化

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

房企利润率下降

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

（4）行业发展

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

转变盈利模式，提升经营收益

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

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

2．酒店行业

公司投资的酒店以旅游酒店为主，经营状况受旅游行业发展状况影响较大。

（1）旅游行业概况

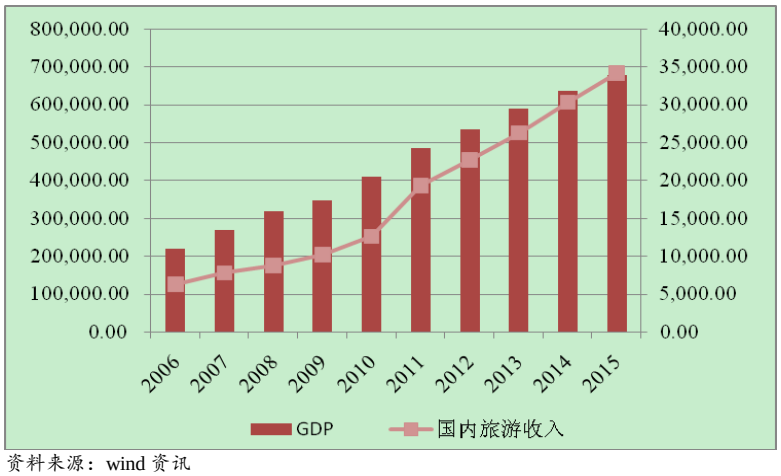
中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快、最具国际竞争优势的产业之一。

近十年，随着国民经济健康快速的增长、人均可支配收入的提高以及假期的增多，国内旅游市

[3] Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

场呈逐步放大趋势。从旅游业的发展规律看，GDP 的增长和人均可支配收入的增加是旅游业发展的根本动力。近年来，中国 GDP 及城乡居民收入的稳定、快速增长直接推动了旅游行业的快速启动，国内出游人数和旅游总收入总体保持稳步增长趋势。

图 2　2006~2015 年我国 GDP 与国内旅游收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯

2015 年，我国国内旅游突破 40 亿人次，旅游收入过 4 万亿元人民币，出境旅游 1.2 亿人次。国内旅游、出境旅游人次和国内旅游消费、境外旅游消费均列世界第一。据国家旅游局 2015 年统计数据显示，2015 年我国国内旅游人次为 40 亿人次，其中自由行人群高达 32 亿人次，人均消费 937.5 元；出境旅游人次为 1.2 亿人次，其中 2/3 采用自由行模式，当年我国出境旅游购物市场规模已达 6,841 亿元，其中自由行游客的消费占比超过 80%。

总体看，我国旅游市场发展较好，旅游相关产业有望随着我国旅游市场的快速发展获益。

（2）酒店行业概况

据《2015 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至 2015 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 12,776 家，其中有 10,956 家完成了第四季度经营数据的填报。在 10,956 家星级饭店中：五星级饭店 807 家；四星级饭店 2,398 家；三星级饭店 5,286 家，二星级饭店 2,373 家，一星级饭店 92 家。全国 10,956 家星级饭店第四季度营业收入总计 577.77 亿元，较上年同期微降 0.47%，营业收入基本保持稳定。其中餐饮收入为 243.70 亿元，占营业收入的 42.18%；客房收入为 250.87 亿元，占营业收入的 43.42%。

全国星级饭店第四季度平均房价为 343.51 元/间夜，较 2014 年同期增长 1.67%，平均房价变化较小；平均出租率为 55.59%，较 2014 年同期下降 0.46 个百分点。分城市来看，平均房价高于全国平均水平 343.51 元/间夜的有 9 个省份，位居全国前 6 位的为上海、北京、海南、广东、浙江和天津，其中上海最高为 699.97 元/间夜；平均出租率高于全国平均水平 55.59%的有 12 个省份，位居前 6 位的为上海、湖南、北京、江苏、海南和福建，其中上海最高为 67.60%；每间可供出租客房收入高于全国平均水平 190.95 元/间夜的有 9 个省份，位居前 6 位的为上海、北京、海南、广东、浙江和江苏，其中上海最高为 473.20 元/间夜；每间客房平摊营业收入高于全国平均水平 37,767.47 元/间的有 9 个省份，位居前 6 位的为上海、北京、江苏、浙江、广东和福建，其中上海最高为 90,489.84 元/间。

总体看，2015年四季度中国酒店行业营业收入和平均房价保持平稳，发展保持平稳，伴随着国内旅游业的持续发展，酒店行业发展仍有着良好的发展机遇。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化。目前公司高管及核心管理人员稳定，经营、财务等主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司是一家综合性投资公司，主营房地产投资和高端酒店投资，并持有金融企业股权和上市公司股票。2015年公司实现营业收入11.15亿元，同比增长31.17%，其中房地产销售收入5.77亿元，较2014年增长46.08%，主要系公司结转收入增长所致；公司客房餐饮收入4.12亿元，较2014年增长21.53%，主要系随着旅游行业的发展，酒店入住率增长所致；公司物业管理及其他收入1.26亿元，较2014年增长12.50%，主要系希格玛大厦的租赁收入和东方太阳城的物业收入增长所致。

从营业收入构成上看，2015年，随着公司商品房销售收入的增长，公司商品房销售收入占公司营业收入的比重较2014年上升5.11个百分点，为51.75%；随着商品房销售业务占比的上升，公司客房餐饮和物业管理及其他业务在公司营业收入中的比重较2014年有所下降，分别为36.95%和11.30%。

从综合毛利率来看，2015年公司营业毛利率为42.80%，较2014年下降12.28个百分点，主要系房地产销售和客房餐饮业务毛利率下降所致。具体来看，2015年公司商品房销售毛利率为35.69%，较2014年下降9.25个百分点，主要系公司结转了部分毛利较低的项目所致；客房餐饮毛利率52.38%，较2014年下降20.64个百分点，主要系随着业务规模的扩大，相关管理成本增长较快所致；公司物业管理及其他毛利率为44.00%，较2014年增长0.04个百分点，变化不大。

表1　公司2015年主营业务收入及利润率情况(亿元、%)

项目	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房销售收入	3.95	46.69	44.94	5.77	51.75	35.69
客房餐饮收入	3.39	40.07	73.07	4.12	36.95	52.38
物业管理及其他收入	1.12	13.24	43.96	1.26	11.30	44.00
合计	**8.47**	**100.00**	**56.08**	**11.15**	**100.00**	**42.80**

资料来源：公司提供

总体看，2015 年，公司房地产销售和客房餐饮业务保持增长较快；公司毛利率水平有所下降，但仍维持在较高水平。

2．房地产开发板块

土地储备方面，2015 年公司未购置新的土地。截至 2015 年底，公司土地储备面积 32.48 万平方米，为浙江“凤凰国际”项目出让土地；已达成协议尚未确权的土地共计 164.67 万平方米左右，其中 80.00 万平方米土地位于海南三亚，拟进行住宅开发，84.67 万平方米土地位于北京市，待确权后根据市场情况决定是否进行二级开发。总体看，公司拿地策略谨慎，土地储备面积较小。

项目建设开发方面，2015 年，公司无新开工项目。截至 2015 年底，公司在建项目为“宣府第一城”项目，期末在建面积 24.76 万平方米。该项目 2016 年和 2017 年预计投资额总计 4 亿元，未来投资金额规模不大。

表 2　截至 2015 年底公司在开发项目投资金额情况(单位：亿元)

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资	2015 年已完成投资	2016 年预计投资	2017 年预计投资
宣府第一城	2010 年 9 月	2020 年 12 月	20.00	9.94	2.00	2.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

房产销售方面，目前公司在售项目包括“东方太阳城”、“凤凰国际”和“宣府第一城”三个项目。其中“东方太阳城”和“凤凰国际”的销售均价在 2 万元/平方米左右，而“宣府第一城”基本保持在 0.4 万元/平方米左右。2015 年，公司房地产签约销售面积较 2014 年下降 22.61%，主要系公司销售的东方太阳城剩余户型以大户型为主，去化速度较慢；当期销售均价 0.85 万元/平方米，较 2014 年增长 13.33%，主要原因是 2015 年央行多次降准、降息及各项政策刺激，使平均销售价格有所上涨，受销售均价及销售面积变化综合影响，公司 2015 年签约销售金额为 3.16 亿元，较 2014 年下降 20.48%；结转收入面积 9.22 万平方米，较 2014 年增长 194.57%；结转收入 5.77 亿元，较 2014 年增长 45.97%。

表3　2014~2015年底公司销售数据情况

项目	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	5.52	3.72
签约销售金额（万元）	39,693.10	31,562.29
签约销售均价（万元/平方米）	0.75	0.85
结转收入面积（万平方米）	3.13	9.22
结转收入（万元）	39,528.01	57,697.63

资料来源：公司提供

“宣府第一城”位于 2022 年冬奥会主办地张家口市宣化区，总占地面积 42.4 万平方米，设计容积率 1.7，绿地率 30%，主要规划建设住宅、车库、地下室，预计总建筑面积 70 万平米，分 A、B、C 三期建设开发，当前 A 区已经完成住宅开发与业主入住，B 区尚在规划、设计环节，于 2016 年下半年进入现场施工环节，C 区尚无开发计划。截至 2015 年底，该项目剩余可售面积 7.00 万平方米。

“凤凰国际”位于浙江省安吉县，地处长三角经济圈的几何中心，距杭州仅 30 分钟车程，上海 90 分钟车程，具有独特的自然资源和区位优势。“凤凰国际”总规划 40 万平方米左右，配套五星级浙江安吉 JW 万豪酒店一个，目前酒店已建成，后期住宅建设计划以小户型为主。截至 2015 年底，“凤凰国际”项目剩余可售面积为 1.00 万平方米。

东方太阳城位于北京顺义区潮白河畔，规划总占地 234.6 万平米，总建筑面积 83 万平米，建设商品住房 4,736 套（包括别墅和四合院，不包括公建配套设施），规划总居住人口约 1.5 万人。项目整体分为三期工程，其中第一期和第二期总建筑面积 37.49 平方米，第三期总建筑面积 45.34 万平米，2011 年全部完工并交付使用。东方太阳城公共配套设施和会所 5 万平米，整个社区配有 2,200 平米市医保定点医院，5,500 平米的康体中心，7,000 平米的学习教室和多功能厅，6,400 平米的商业街，2 万平米并有 110 个房间的四星级酒店和 118 个房间的酒店式公寓。截至 2015 年底，公司“东方太阳城”项目剩余可售面积为 2.56 万平方米。

总体看，公司 2015 年未新增土地储备，目前公司房地产项目开发与其资金实力基本匹配，但可售房产资源有限，销售情况一般。

3．酒店经营板块

截至 2015 年底，公司投资的 5 家星级酒店（旅游型 4 家、商务型 1 家）已全部开业，5 家酒店包括北京东方太阳城嘉宾国际酒店、三亚海棠湾喜来登度假酒店、三亚御海棠豪华精选度假酒店、上海金桥红枫万豪酒店和浙江安吉 JW 万豪酒店（凤凰万豪），除北京东方太阳城嘉宾国际酒店为公司自营以外，其他酒店均委托国际知名酒店管理公司经营。上述酒店分布于北京市、三亚市海棠湾、上海市浦东新区、浙江省安吉县等地，地理位置优越。

2015 年，除新开业的凤凰万豪以外，其他酒店接待人次和入住率同比均有所增长，经营状况较好；公司酒店平均房价出现下降，主要系受国八条政策的影响，公费消费下降，主要客户群体转向散客，使平均房价有所下降。公司酒店具体经营情况如下表所示。

表 4　2015 年公司各酒店经营情况

酒店名称	接待人次		入住率		平均房价	
	接待人次（人）	增长率（%）	入住率（%）	增长率（%）	平均房价	增长率（%）
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	55,651.00	16.24	52.00	15.56	228.00	-6.93
三亚海棠湾喜来登度假酒店	202,286.00	22.44	60.00	20.00	767.00	-4.43
三亚御海棠豪华精选度假酒店	72,287.00	57.13	65.00	58.54	980.00	-19.18
上海金桥红枫万豪酒店	94,528.00	7.43	71.00	5.97	1,031.00	4.88
浙江安吉 JW 万豪酒店	103,408.00	--	37.00	--	1,049.00	--

资料来源：公司提供

总体看，公司酒店经营状况较好，高端酒店投资有利于公司资产保值增值，同时为公司日常经营提供了稳定的现金流。

4．对外投资

公司对外投资主要为对金融企业及上市企业的股权投资。2015 年公司投资收益达到 9.35 亿元，较 2014 年增长 41.20%。公司股权投资业务中，对重庆国信投资控股有限公司（以下简称“重庆国信”）和重庆三峡银行股份有限公司（以下简称“三峡银行”）的投资计入长期股权投资；对深圳市深信泰丰（集团）股份有限公司（以下简称“深信泰丰”）、北京农村商业银行股份有限公司（以下简称“北京农商行”）的投资计入可供出售金融资产，其中对深信泰丰的投资按公允价值计量，对北京农商行的投资按成本计量。

表 5　2015 年公司对外投资及收益情况（单位：万元、%）

项目	投资规模		投资收益		
	期末账面价值	增长率	当期收益/价值变动	增长率	计量方式
重庆国信	90,991.65	0.00	71,617.13	35.04	确认投资损益
三峡银行	52,225.08	51.82	17,430.83	30.49	
北京农商行	10,000.00	0.00	--	--	
神州数码	274.98	0.00	165,306.01	702.66	公允价值变动

资料来源：公司提供，联合评级整理。

在金融企业投资上，公司股权投资涉及保险、银行、信托等金融企业。公司对被投资单位并无关于分红的约定，其投资收益主要由权益法核算的长期股权投资按照应享有被投资单位实现的净利润确认形成，现金分红较少，主要由被投资单位利润分配机制所致。公司目前持有三峡银行和重庆

国信的股权对 2015 年确认的投资收益贡献较大，其当期确认投资收益分别占当全年投资收益的18.61%、76.34%，对应较 2014 年下降 1.59 个百分点、3.84 个百分点。

重庆国信是以投资为主的控股公司，投资主要集中于金融及基础设施两大领域，收入 70%以上来自于其子公司三峡银行和重庆国际信托有限公司（以下简称“重庆信托”）。截至 2015 年底，重庆国信总资产 1,862.92 亿元，净资产 319.70 亿元；2015 年总收入 111.83 亿元，净利润 60.54 亿元。截至 2015 年底，重庆信托注册资本增至 128 亿元、总资产 246.62 亿元、净资产 164.11 亿元，母公司口径净资本 129.05 亿元，净资本与各项业务风险资本之比为 251.95%，净资本与净资产之比为 79.80%；2015 年重庆信托实现营业收入 54.46 亿元，净利润 41.28 亿元。公司直接投资并通过重庆希格玛海源投资有限公司（100%）持有三峡银行共计 10.69%的股权。三峡银行系经中国银监会批准，于 2008 年 2 月在原万州商业银行基础上重组而成的城市商业银行。截至 2015 年底，三峡银行注册资本 30.60 亿元，资产总额 1,326.30 亿元，净资产 98.90 亿元，各项存款余额 909.82 亿元，各项贷款余额 349.15 亿元；2015 年全年实现营业收入 39.53 亿元，利润总额 22.01 亿元，净利润 16.64 亿元。

在上市公司投资上，公司持有上市公司神州数码（股票代码 000034）78,306,968 股股票，截至 2015 年底，公司持有神州数码 21.88%的股权，价值以公允价值计量，2016 年 7 月 18 日收盘价为 28.11 元/股。

总体看，公司对外投资以金融企业和上市公司为主，被投资方经营效益较好，对公司营业利润提供了有力补充。

5．经营效率

2015 年，公司流动资产周转次数由 2014 年的 0.18 次上升至 0.28 次，主要系营业收入增长所致；存货周转次数由 0.15 次上升为 0.26 次，主要系营业成本增长所致；总资产周转率与 2014 年持平，为 0.07 次。

总体看，公司整体经营效率有所提高。

6．经营关注

（1）土地及项目储备风险

2015 年，公司未新增土地储备，目前公司土地储备规模较小，房地产可售面积一般，未来房地产业务发展受到一定限制。

（2）酒店经营风险

近年来，随着国八条的出台，社会管理日益规范，政府消费下降明显，对公司位于旅游热点城市的高端酒店经营产生一定影响。

（3）跨区域经营过程中的风险

公司目前主营业务收入主要来自一线城市与旅游资源丰富区域。由于房地产开发、酒店经营、物业管理等业务具有较强地域性，公司在项目开发及管理中须充分考虑当地环境，否则将面临一定的经营风险。

7．未来发展

公司作为一家综合性投资公司，未来三年内投资方向仍以金融类企业股权投资、旅游及养老地

产、高科技、资本市场和休闲文化为主。

在投资模式上，公司投资将继续坚持股权投资和实业投资相结合模式，以形成集股权投资、酒店投资、房地产开发及商业运营、体育文化休闲服务为一体的集团化企业；在投资区域布局上，公司仍实施以“京津冀经济圈”、“长三角经济圈”、“海南度假圈”等为核心的全国市场战略布局。

在未来三年内，公司将兼顾实业投资及运营和资本运作，实行“业务经营”与“资本运作”双轮驱动；并根据自身需要寻找新的投资机会，通过直接收购土地独自开发、股权收购、增资扩股、联合开发等方式增加项目储备，以充分保障公司未来可持续发展。公司将继续以“缔造新型健康娱乐和度假生活”为核心理念，以酒店业、金融业等为服务引擎，实现公司多元化稳定发展。

总体看，公司发展战略清晰，经营思路务实，有利于公司实现稳健发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司2015年财务报表经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015年公司合并范围并无变化，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 165.43 亿元，负债合计 99.75 亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.68 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 60.70 亿元。2015 年公司实现营业收入 11.15 亿元，净利润（含少数股东损益）8.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.10 亿元。

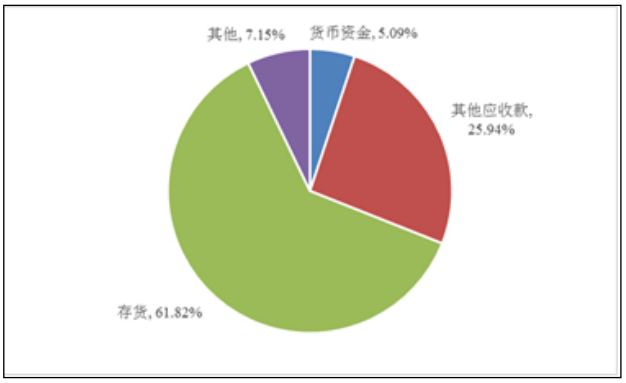
2．资产质量

截至2015年底，公司资产总额165.43亿元，较年初增长24.56%。资产总额中，流动资产占23.81%，非流动资产占76.19%，公司资产结构以非流动资产为主，且其占比进一步上升。

流动资产

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产合计39.39亿元，较年初减少5.45%，主要系其他应收款减少所致；流动资产主要由货币资金（占5.09%）、其他应收款（占25.94%）和存货（占61.82%）构成。截至2015年底，公司其他应收款账面价值为10.22亿元，较年初较少26.12%，主要系公司收回了部分关联方款项所致；从账龄上看，一年以内的其他应收账款占余额的24.17%，一年至两年的占24.05%，其余为两年以上；公司计提坏账准备0.62亿元，计提比例5.73%，计提较为充分。截至2015年底，公司存货24.35亿元，较年初下降1.21%，主要以开发成本为主（占84.20%），公司未计提存货跌价准备。截至2015年底，公司货币资金余额2.00亿元，较年初增长121.83%，主要系公司增加较多长期借款和短期借款所致，货币资金中无使用受限资金。

图 3　截至 2015 年底公司流动资产构成情况

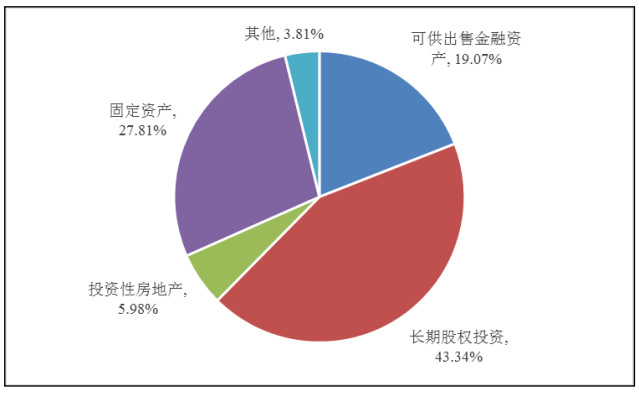


资料来源：公司审计报告，联合评级整理

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产合计126.03亿元，较年初增长38.28%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资及固定资产增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占19.07%）、长期股权投资（占43.34%）、固定资产（占27.81%）构成。截至2015年底，可供出售金融资产24.03亿元，较年初增长216.35%，主要系公司持有的上市公司深信泰丰的股票价格上涨所致，公司可供出售金融资产系公司持有的深信泰丰、北京农商行、北京天燕房地产等的股权，公司可供出售金融资产计提减值准备0.11亿元。截至2015年底，公司长期股权投资54.62亿元，较年初增长44.35%，主要系公司对三峡银行和重庆国信投资的确认投资收益大幅增长所致。截至2015年底，公司固定资产净值35.05亿元，较年初增长86.27%，主要系浙江安吉 JW 万豪酒店和上海金桥红枫万豪酒店项目完工结转所致，截至2015年底，公司固定资产累计折旧3.09亿元，固定资产成新率92.92%，成新率较高。

图 4　截至 2015 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

公司受限资产较多，在总资产中占比达到 49.03%，主要为因借款而进行抵质押的存货、可供出售金融资产等，具体如下：

表6　截至2015年底公司受限资产情况（单位：万元）

用途	账面价值	受限原因
存货	116,839.84	金融机构借款抵押
无形资产	37,610.93	金融机构借款抵押
投资性房地产	75,335.63	金融机构借款抵押

可供出售金融资产	234,550.58	金融机构借款质押
固定资产	346,718.25	金融机构借款抵押
合计	**811,055.23**	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司规模较大，非流动资产占比较高，主要由长期股权投资构成，整体资产质量较好；由于受限资产占比较大，公司资产流动性一般。

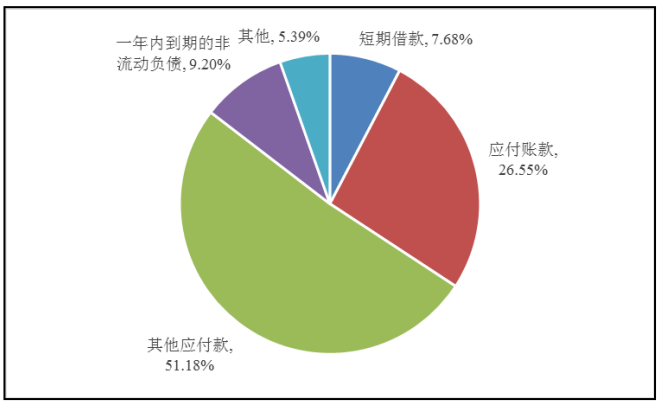
3．负债和权益

负债

截至2015年底，公司负债合计99.75亿元，较年初增长7.49%，主要系公司新增长期借款较多所致；负债构成以流动负债为主，其中流动负债占比52.85%、非流动负债占比47.15%。

截至2015年底，公司流动负债合计52.72亿元，较年初减少31.58%；公司流动负债以短期借款（占7.68%）、应付账款（占26.55%）、预收账款（占2.97%）、其他应付款（占51.18%）、一年内到期的非流动负债（占9.20%）为主。其中，短期借款4.05亿元，较年初增长126.78%，主要系公司投资支付的现金增长较快，使融资需求增长所致；应付账款14.00亿元，较年初增长11.71%，主要系随着公司开发项目的推进，未偿付工程款增加所致，应付账款账龄集中在一年以内（占58.98%）；其他应付款26.98亿元，较年初减少17.18%，主要系公司应收关联往来款减少所致，按账龄计，1年以内的占98.21%，1~2年的占1.79%；一年内到期的非流动负债4.85亿元，较年初减少73.16%，主要系公司偿还了部分一年内到期的长期借款所致，公司一年内到期的非流动负债均为抵押借款。

图 5　截至 2015 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至2015年底，公司非流动负债合计47.03亿元，较年初增长100.70%；非流动负债由长期借款（占84.86%）和递延所得税负债（占15.14%）构成。截至2015年底，公司长期借款39.91亿元，较年初增长91.78%，主要系抵押借款增长所致，公司长期借款中抵押借款占87.47%；公司长期借款中，1~2年的占35.08%、2~3年的占12.53%、5年以上的占52.39%，公司未来两年面临一定的集中偿付压力。截至2015年底，公司递延所得税负债7.12亿元，较年初增长171.48%，主要系可供出售金融资产公允价值变动产生的应纳税暂时性差异所致。

截至2015年底，公司全部债务合计48.82亿元，较年初增长13.35%，主要系长期借款增加所致。其中，短期债务8.91亿元，长期债务39.91亿元。截至2015年底，公司资产负债率60.30%，较2014年底下降9.58个百分点，主要系流动负债规模下降所致。公司全部债务资本化比率分别为42.64%，较

2014年底下降7.77个百分点。随着公司长期借款的增长，公司长期债务资本化比率较2014年底增长3.58个百分点达到37.80%。总体看公司债务负担一般。

总体看，公司负债规模有所增长，整体债务负担一般。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计65.68亿元，较年初增长64.15%，主要其他综合收益和未分配利润大幅增加所致，其中归属于母公司所有者权益占92.42%。归属母公司所有者权益中，实收资本占1.65%，资本公积占13.76%，其他综合收益占34.75%，主要来自可供出售金融资产的公允价值变动损益；盈余公积占0.26%，未分配利润占49.57%，未分配利润占比较大，权益结构的稳定性偏弱。

总体看，公司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偏弱。

4．盈利能力

受公司商品房结转规模上升和酒店餐饮经营扩大影响，2015年公司实现合并营业收入11.15亿元，同比增长30.13%；同期，公司营业成本6.38亿元，同比增长71.69%，主要系房地产销售成本大幅增长所致。2015年，所持有长期股权投资确认的投资收益大幅增加促使利润较大幅上升，2015年公司实现利润总额8.70亿元，同比增长42.87%；公司实现净利润8.11亿元，同比增长39.25%，其中归属于母公司的净利润8.67亿元，同比增长52.58%。

2015年，公司期间费用为6.49亿元，同比增长40.33%。其中，销售费用0.80亿元，同比增长23.67%，主要系销售人员工资及酒店维修及水电费等费用增加所致；财务费用为2.47亿元，同比增长144.54%，主要系公司短期借款和长期借款大幅增长导致利息支出增长所致；管理费用同比增长8.70%，主要系折旧摊销及咨询等费用增加所致。2015年公司费用收入比为58.25%，期间费用占公司营业收入的比重较高，公司费用控制能力有待提高。

公司营业利润主要依赖于投资收益。2015年公司投资收益9.35亿元，占公司营业利润的106.91%，占比与上年持平。

2015年公司营业外收入0.03亿元，公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

从盈利指标来看，受营业成本及财务费用等大幅增加的影响，公司主营业务盈利能力有所下降。具体来看，公司主营业务毛利率由2014年的56.08%降至2015年的42.80%；营业利润率由48.37%降至35.74%。尽管各指标有所下滑，但公司主营业务盈利能力仍处于较高水平。受净资产规模较大变动影响，公司净资产收益率由2014年的16.37%下降至2015年的15.36%。

总体看，公司营业收入稳步增长，期间费用对公司营业收入侵蚀较大；公司营业利润的实现对投资收益较为依赖，经营活动盈利能力一般。

5．现金流

经营活动方面，2015年，公司经营活动产生的现金流入39.88亿元，较2014年增长23.41%，主要系收到与其他经营活动有关的现金增长所致；公司经营活动产生的现金流出39.31亿元，较2014年增长25.50%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增长所致，公司收到与其他经营活动有关的现金和支付与其他经营活动有关的现金均为短期往来款项。2015年，公司经营活动产生的现金流净额为0.56亿元，较2014下降42.93%。从现金收入质量来看，2015年公司现金收入比54.17%，较2014年下降约26个百分点，收入实现质量一般且下降较快。

投资活动方面，2015年，公司投资活动现金流入10.81亿元，较2014年大幅增长2,403.96%，主要系下属公司投资股票债券收到的现金增长所致；公司投资活动现金流出16.16亿元，较2014年增长

226.41%，主要系公司投资股票及债券支付的现金增长所致。2015年，公司投资活动现金流净流出5.35亿元，较2014年减少0.83亿元。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入27.22亿元，较2014年增长36.70%，主要系长、短期借款增长所致；公司筹资活动现金流出21.33亿元，较2014年增长23.24%，主要系随着债务规模的增长，偿还债务支付的现金增长所致。2015年公司筹资活动现金流净额为5.89亿元，较2014年增长126.06%。

总体看，往来款较多使得收到与支付的其他与经营活动有关的现金规模较大；公司投资活动现金流出规模虽相对较大，但考虑到公司投资活动主要为股票和债券等流动性较好的金融资产投资，公司实际融资需求不大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，受公司一年内到期的长期借款大幅下降影响，公司流动比率由2014年的0.60倍上升至0.75倍；速动比率由2014年的0.25倍上升至0.29倍，但仍均处于较低水平；受支付的往来款快速增长影响，公司经营现金流动负债比由2014年的1.42%降至1.07%，较2014年有所下降，公司经营现金流对公司流动负债的覆盖能力有待提高；截至2015年底，公司现金短期债务比为0.35倍，公司现金类资产对短期债务覆盖能力一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2015年公司EBITDA合计13.23亿元，同比增长63.21%，其中利润总额占65.72%，计入财务费用的利息支出占21.86%，摊销占1.69%，折旧占10.72%；受益于公司EBITDA的增长，公司EBITDA对公司全部债务的覆盖程度有所提升，EBITDA全部债务比由2014年的0.20倍上升至0.27倍，对债务的保护能力尚可；公司EBITDA利息倍数由2014年的2.33倍上升至4.57倍，对利息的覆盖能力较好。综合来看，公司长期偿债能力尚可。

截至2015年底，公司无对外担保。

2015 年 5 月，公司代深圳泰丰电子有限公司（以下简称“泰丰电子”）向中国进出口银行偿还贷款 1.2 亿元（未计入营业外支出），以担保追偿权为由将深圳泰丰电子有限公司诉至北京市第一中级人民法院，并已调解结案。因泰丰电子有限公司未能按照调解书的约定履行支付款项义务，公司申请强制执行，在执行期间，由于泰丰电子有限公司被申请破产清算，深圳市中院已立案公告，按照法律规定，北京市中院只能终止执行并转由深圳市中院处理。目前公司已向泰丰电子公司的破产管理人进行了债权申报，申报债权金额为 1.28 亿元。公司作为泰丰电子的债权人将从其破产清算中获益。

根据公司提供的查询日期为2016年7月6日的银行征信报告（本部）（NO.B201607060144438360）显示，公司无未结清与已结清不良信用记录。公司过往债务履约情况良好。

截至 2015 年底，公司共计获得银行授信额度约 25.10 亿元，授信额度已全部使用完毕。公司间接融资渠道有待加强。

整体看，公司债务规模较上年有所增长，偿债能力有所下降，但考虑到公司拥有较大规模的上市公司股票，长期股权投资主要投向的金融行业发展前景向好，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力，公司偿债能力仍较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产为2.00亿元，约为“16中希01”本金（16亿

元）的0.13倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度有待提高；净资产65.68亿元，约为本次债券本金（16亿元）的4.11倍，净资产对本次债券的覆盖程度较好。公司较大规模的净资产能够对“16中希01”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为13.23亿元，约为债券本金合计（16亿元）的0.81倍，公司 EBITDA 对“16中希01”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入39.88亿元，约为债券本金合计（16亿元）的2.49倍，公司经营活动现金流入量对“16中希01”的覆盖程度较高。

本次债券采用补充抵押担保形式为偿债提供保障。公司在募集资金到位六个月内，将偿还抵押借款，再以评估价值不低于本次债券待偿本息一倍的解押资产，为本次债券设置抵押担保，以保障本次债券的本息按照约定如期足额兑付。截至2016年6月底，公司抵押物中，北京东方太阳城房地产开发有限责任公司房产全部解除抵押，土地部分解除抵押（将于2016年7月全部解除质押）；北京希格玛物业管理有限责任公司房产及土地全部解除抵押；浙江凤凰国际置业有限公司酒店及土地全部解除抵押。北京希格玛物业管理有限责任公司预计7月中旬进行抵押，浙江凤凰国际置业有限公司预计7月底进行抵押。北京东方太阳城房地产开发有限责任公司预计8月进行抵押。

表7　抵押资产情况（单位：万元）

序号	抵押物名称	抵押物评估价值	评估基准日	评估机构
1	张家口市宣化区阁北街 56 号土地使用权	60,000.55	2014.2.28	张家口市宣化新天地土地评估咨询事务所
2	东方太阳城二期 B 区及三期 A、B、C 区部分房地产	118,643.00	2012.10.25	北京东华天业房地产评估有限公司
	东方太阳城二期 B 区酒店、零售中心及酒店式公寓部分房地产	22,925.00	2012.10.25	北京东华天业房地产评估有限公司
	北京市海淀区知春路 49 号希格玛公寓 25 套	13,429.92	2014.12.31	北京国融兴华资产评估有限责任公司福建分公司
3	安吉县递铺镇十六宗土地使用权	115,003.69	2013.11.12	安吉县土地估价有限公司
	凤凰万豪酒店在建工程及土地使用权	82,090.00	2013.10.31	安吉振兴资产评估事务所
合计		**412,092.16**	--	--

数据来源：公司提供

综合以上分析，并考虑到公司作为一家综合性投资企业，在股权投资、房地产行业、酒店业等方面具有一定的优势，公司对“16中希01”的偿还能力较强。

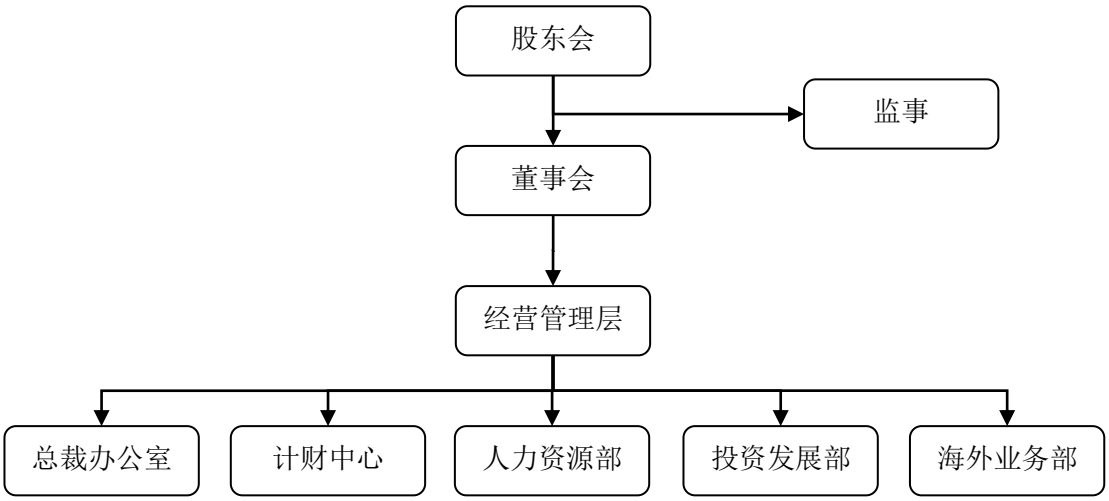
八、综合评价

公司作为一家综合性投资企业，在股权投资、房地产行业、酒店业等方面具有较丰富的运营经验，经营优势明显。2015年，公司继续多元经营的路线，各项业务收入均实现增长，公司对外投资的金融企业和上市公司经营效益较好，公司投资收益较高。同时，联合评级也关注到公司所处房地产业和酒店经营业受宏观经济和政策环境波动的影响较大、公司土地储备规模较小，房地产可售面积一般、短期偿债压力加大、受限资产规模较大及期间费用在公司营业收入中占比较高等因素可能对公司发展带来的不利影响。

未来随着在建项目的竣工，公司可结转收入有望获得增长，公司酒店业务有望随“旅游热”进入稳定经营期；持有的优质金融企业股权有望继续提升公司收益。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16中希01”债项信用等级为“AA”。

附件 1　中国希格玛有限公司组织机构图



附件2　中国希格玛有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	132.81	165.43
所有者权益（亿元）	40.01	65.68
短期债务（亿元）	19.86	8.91
长期债务（亿元）	20.81	39.91
全部债务（亿元）	40.67	48.82
营业收入（亿元）	8.57	11.15
净利润（亿元）	5.83	8.11
EBITDA（亿元）	8.11	13.23
经营性净现金流（亿元）	0.99	0.56
应收账款周转次数(次)	62.87	88.35
存货周转次数（次）	0.15	0.26
总资产周转次数（次）	0.07	0.07
现金收入比率（%）	80.03	54.17
总资本收益率（%）	9.13	11.28
总资产报酬率（%）	5.46	7.77
净资产收益率（%）	16.37	15.36
营业利润率（%）	48.37	35.74
费用收入比（%）	54.02	58.25
资产负债率（%）	69.88	60.30
全部债务资本化比率（%）	50.41	42.64
长期债务资本化比率（%）	34.22	37.80
EBITDA 利息倍数（倍）	2.33	4.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.27
流动比率（倍）	0.60	0.75
速动比率（倍）	0.25	0.29
现金短期债务比（倍）	0.05	0.35
经营现金流动负债比率（%）	1.42	1.07
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.51	0.83

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。