跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1099 号

中国希格玛有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国希格玛有限公司主体长期信用状况和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

评级总监：

二零一七年六月二十七日

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 2017 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	债券期限	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	3 年（2+1）	AA	AA	2016 年 7 月 19 日

担保方式：补充抵押担保

抵押物：土地以及公寓

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据

项　目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	165.43	182.59
所有者权益（亿元）	65.68	79.30
长期债务（亿元）	39.91	52.29
全部债务（亿元）	48.81	52.79
营业收入（亿元）	11.15	9.02
净利润（亿元）	8.11	8.02
EBITDA（亿元）	13.23	14.71
经营性净现金流（亿元）	0.56	2.11
营业利润率（%）	35.74	37.70
净资产收益率（%）	15.36	11.07
资产负债率（%）	60.30	56.57
全部债务资本化比率（%）	42.63	39.96
流动比率（倍）	0.75	0.96
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.54
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.83	0.92

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。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

中国希格玛有限公司（以下简称“公司”或“希格玛”）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。2016年，公司继续多元经营的路线，各项业务稳定发展，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，债务结构合理。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业受宏观经济和政策环境波动的影响较大、受限资产规模较大及期间费用对公司营业利润侵蚀明显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销售，公司可结转收入有望获得增长，公司酒店业务也同样有望随旅游产业景气度上升而进入稳定经营期。

公司采取补充抵押担保的方式为“16中希01”的偿还提供保证，截至2016年底，公司抵押资产价值约为20.13亿元，对“16中希01”债券本金的覆盖倍数为1.26倍。

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

优势

1.2016 年，公司保持多元化经营发展策略，房地产销售、物业管理等业务毛利率有所增长。

2．公司对外进行股权投资，所投公司发展较稳定，获得的投资收益维持较高水平。

3．公司以评估价值不低于“16 中希 01”待偿本息一倍的置换贷款解押资产为“16 中希 01”设置抵押，进一步增强了“16 中希 01”的偿债保障。

1．房地产业受国家宏观调控政策的影响较大，全国 20 余个城市陆续出台政策从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，对公司布局城市销售将产生一定影响。

2．公司目前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，且公司债务规模有所增长，偿债压力有所增大；公司营业利润对于投资收益依赖性较大，期间费用对公司营业利润侵蚀仍较大。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

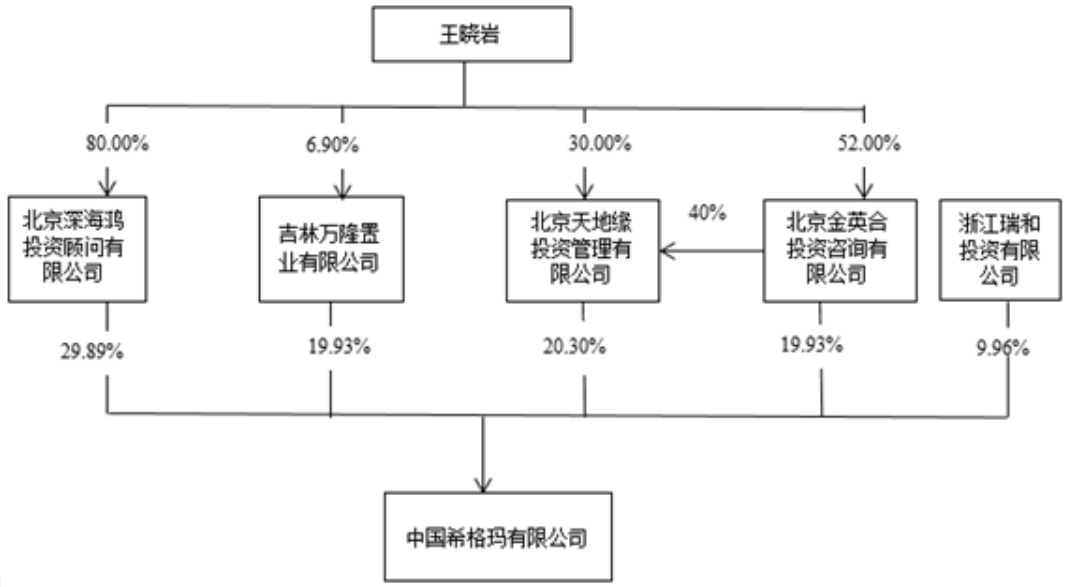
分析师：李镛

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”或“希格玛”）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。2016年，公司股权结构无重大变化。截至2016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 2016 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2015年无变化。

截至 2016 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事业部、工程管理中心 6 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 12 家，与上年没有变化；截至 2016 年底，公司拥有在职员工 1140 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 182.59 亿元，负债合计 103.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）79.30 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 75.68 亿元。2016 年，公司实现营业收入 9.02 亿元，净利润（含少数股东损益）8.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 9.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.14 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”已全部使用完毕，用以归还贷款。

付息情况：公司于 2017 年 4 月 13 日，支付了自 2016 年 4 月 13 日至 2017 年 4 月 13 日期间的利息。

“16中希01”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“16中希01”待偿本息一倍的解押资产，为“16中希01”设置抵押担保，以保障“16中希01”的本息按照约定如期足额兑付。截至2016年底，公司抵押资产约20.13亿元，对“16中希01”债券本金的覆盖倍数为1.26倍。

三、行业分析

公司主营业务以酒店行业、房地产开发为主，且酒店行业以旅游酒店为主，因此公司的行业属于酒店经营行业以及房地产开发。

1．房地产开发行业

（1）行业概况

2016 年以来，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资 102,581 亿元，比上年名义增长 6.9%。其中，住宅投资 68,704 亿元，增长 6.4%，增速提高 0.4 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 67.0%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016 年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016 年，房地产开发企业房屋施工面积 758,975 万平方米，比上年增长 3.2%；其中，住宅施工面积 521,310 万平方米，增长 1.9%。房屋新开工面积 166,928 万平方米，增长 8.1%，增速提高 0.5 个百分点；其中，住宅新开工面积 115,911 万平方米，增长 8.7%。房屋竣工面积 106,128 万平方米，增长 6.1%，增速回落 0.3 个百分点；其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，增长 4.6%。

从 2016 年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016 年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

（2）行业供需

土地供应方面，受到 2015 年“去库存”政策的影响，2016 年房地产开发企业土地购置面积 22,025 万平方米，比上年下降 3.4%；土地成交价款 9,129 亿元，增长 19.8%，增速回落 1.6 个百分点。土地成交宗数共为 64,502 宗，同比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现，2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价

率为 80.10%，达到峰值，此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降，2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

销售方面，2016 年随着房地产市场不断升温，商品房销售面积 157,349 万平方米，比上年增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价刚性较强，2010 年至今一直处于波动上升的态势，2016 年 12 月，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

去化方面，截至 2016 年底，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

（3）行业政策

2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杠、同时保证刚需住宅的供应，深圳大幅提高二套房首付比例、提高社保缴纳标准等，均为历史最严；厦门、南京、武汉等城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况进行针对性调控，并预防未来投资投机性购房增长。

同时，此轮限购政策在土地供应方面也提出要求，对于出现库存短缺的一线城市及部分供应收缩的热点二线城市，加大土地供应，以缓解自 2016 年开始该类城市的土地持续收缩，解决短期供应减少带来的房价急剧增长。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10 月 21 日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。2016 年 12 月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月 17 日，为了有效遏制楼市的快速回暖，尤其是房价出现的上涨势头，北京率先出台“317 新政”，并在随后的近半个月时间里连续出台多项从严限购、限贷的执行细则和标准，调控效果立竿见影，市场预期有一定降温，量价齐涨的态势得以有效遏制。“317 新政”自北京出台

后，逐步扩展到全国，本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

总体看，目前我国房地产行业政策鼓励性与限制性政策并行，2016 年 9 月份开始的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，调控政策对房价的涨幅抑制作用已初步显现。“317 政策”的出台将对一二线热点城市及周边三四线城市投机性需求进一步打压，长期效果有待观察。

（4）行业关注

发债规模激增，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。由于近年来政府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；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升。

房地产调控政策再度趋严

进入 2017 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除此轮调控会有后续政策继续出台的可能性，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

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。从不同级别城市来看，目前一线、重点二线城市及热点三四线城市库存相对较低，而非热点三四线城市库存非常不乐观，因此一线、重点二线及热点三四线城市如何保证土地供应及非热点城市去库存已成为目前房地产市场调控的核心任务。

房企利润率普遍下滑

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，地价占比逐渐攀升；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。

（5）未来发展

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。

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。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控

仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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．旅游酒店行业

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。

2016 年，我国国内旅游突破 45 亿人次，较 2015 年增长 12.50%，2016 年国内旅游收入超过 83 万亿元人民币，较 2015 年增长 11.00%，2016 年中国出入境旅游 2.63 亿人次，较 2015 年增长 5.00%。国内旅游、出入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 2016 年统计数据显示，2016 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，国内旅游的人次以及消费将有较大的提升。

（2）酒店行业概况

据《2016 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至 2016 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 10,157 家。在 10,157 家星级饭店中：五星级饭店 809 家；四星级饭店 2,367 家；三星级饭店 4,937 家，二星级饭店 1,972 家，一星级饭店 72 家。全国 10,157 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 5.79%，营业收入基本保持稳定略有下降。其中餐饮收入为 230.91 亿元，占营业收入的 42.42%；客房收入为 244.90 亿元，占营业收入的 44.99%。

全国星级饭店第四季度平均房价为 341.13 元/间夜，较 2015 年同期下降 0.69%，平均房价变化较小；平均出租率为 56.60%，较 2015 同期上升 1.01 个百分点。分城市来看，平均房价高于全国平均水平 341.13 元/间夜的有 8 个省份，位居全国前 6 位的为上海、北京、海南、广东、天津和浙江，其中上海最高为 701.25 元/间夜；平均出租率高于全国平均水平 56.60%的有 12 个省份，位居前 6 位的为上海、海南、湖南、北京、江苏和广东，其中上海最高为 71.29%；每间可供出租客房收入高于全国平均水平 193.07 元/间夜的有 8 个省份，位居前 6 位的为上海、北京、海南、广东、江苏和浙江，其中上海最高为 499.94 元/间夜；每间客房平摊营业收入高于全国平均水平 36,084.20 元/间的有 8 个省份，位居前 6 位的为上海、北京、江苏、浙江、广东和海南，其中上海最高为 95,270.02 元/间。

总体看，2016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。2016年公司实现营业收入9.02亿元，同比下降19.10%；其中房地产销售收入2.67亿元，较2015年下降53.73%，主要系公司位于张家口的星宝宏地产大量于2015年内结转销售收入，新开发项目仍处于预售阶段，致使房地产销售收入较2015年大幅下降；公司客房餐饮收入4.21亿元，较2015年增长2.18%，变化幅度较小；公司物业管理及其他收入2.14亿元，较2015年增加69.80%，主要系公司新发生补偿收入，以及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，2016年，随着公司商品房销售收入的下降，公司商品房销售收入占公司营业收入的比重较2015年下降20.11个百分点，为29.65%；随着商品房销售业务占比的下降，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2015年有所上升，分别上升了9.66个百分点和12.44个百分点。

从综合毛利率来看，2016年公司综合毛利率为39.48%，较2015年下降3.32个百分点，主要系客房餐饮业务毛利率下降所致。2016年客房餐饮毛利率为35.16%，较2015年下降17.22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；2016年公司商品房销售毛利率为41.28%，较2015年上升5.59个百分点，主要系公司结转部分毛利率较高的项目所致；公司物业管理及其他毛利率为48.05%，较2015年上升4.05个百分点，变化较小。

表1　2015~2016年公司业务收入及利润率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房销售收入	5.77	51.75	35.69	2.67	29.65	41.28
客房餐饮收入	4.12	36.95	52.38	4.21	46.61	35.16
物业管理及其他收入	1.26	11.30	44.00	2.14	23.74	48.05
合计	**11.15**	**100.00**	**42.80**	**9.02**	**100.00**	**39.48**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司主营业务收入总体有所下降，毛利率也有所降低，主要系客房餐饮毛利率降低所致。具体来说公司房地产销售大幅下降，但毛利率水平有所提升；客房餐饮板块毛利率水平有所下降，地产板块以及物业管理毛利率均有所提升。

2．业务运营

房地产板块

土地储备方面，2016 年公司未购置新的土地。截至 2016 年底，公司土地储备面积（不含未确权部分）28.51 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。

项目建设开发方面，2016 年，公司有一项开工项目。截至 2016 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 2017 年和 2018 年预计投资额总计 4.00 亿元，未来投资金额规模不大。2016 年，公司凤凰国际 A 区二期 1 标于 2016 年 9 月开工，开工面积为 3.97 万平方米，总投资 1.70 亿元，预计 2017 年 9 月竣工。

表 2　截至 2016 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	2016 年已完成投资	2017 年预计投资	2018 年预计投资
宣府第一城	2010 年 9 月	2020 年 12 月	20.00	11.00	2.00	2.00
凤凰国际 A 区二期 1 标	2016 年 9 月	2017 年 9 月	1.70	0.60	1.10	0.00
合计	--	--	**21.70**	**11.60**	**3.10**	**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”的分别位于北京顺义区以及房山区，销售均价在 2 万元/平方米左右，而“宣府第一城”则位于河北省张家口市，房价比前两处较低且地方房地产政策较为宽松，基本保持在 0.4 万元/平方米左右。2016 年，公司房地产签约销售面积较 2015 年增长 30.65%，主要系公司 2016 年加大对“东方太阳城”项目的销售力度所致；当期销售均价 0.95 万元/平方米，较 2015 年增长 11.76%，主要系 2016 年房地产行业景气度较高所致；受销售均价及销售面积变化综合影响，公司 2016 年签约销售金额为 4.61 亿元，较 2015 年增长 45.97%；结转收入面积 2.47 万平方米，较 2015 年下降 73.21%；结转收入 2.68 亿元，较 2015 年下降 53.63%，降幅较大。

表3　2015~2016年底公司销售数据情况

项目	2015 年	2016 年
签约销售面积（万平方米）	3.72	4.86
签约销售金额（万元）	31,562.29	46,071.00
签约销售均价（万元/平方米）	0.85	0.95
结转收入面积（万平方米）	9.22	2.47
结转收入（万元）	57,697.63	26,755.73

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，“宣府第一城”该项目剩余可售面积 3.09 万平方米，“凤凰国际”项目剩余可售面积为 2.29 万平方米，公司“东方太阳城”项目剩余可售面积为 2.00 万平方米。剩余可售面积尚能满足公司 1~2 年的销售需求。

总体看，公司 2016 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。

酒店经营板块

截至 2016 年底，公司投资的 5 家星级酒店（旅游型 4 家、商务型 1 家）经营情况良好；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。

2016 年，除三亚御海棠豪华精选度假酒店以外，其他酒店接待人次和入住率同比保持不变或有所增长，经营状况较好，而三亚御海棠豪华精选酒店经营状况下降主要原因系酒店调整经营方向导致的暂时性波动；在价格方面，三亚海棠湾喜来登度假酒店房价有所下降，主要系此酒店主要系国八条持续发酵致使公费消费下降，主要客户群体转向散客，使其平均房价有所下降。而其他酒店平均价格有所上升，主要系旅游业景气度回升，各旅游酒店消费水平有所上涨所致，公司酒店具体经营情况如下表所示。

表 4　2016 年公司各酒店经营情况（单位：人，百分点）

酒店名称	接待人次		入住率		平均房价	
	接待人次	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	57,476.00	3.28	54.00	3.85	229.00	0.00
三亚海棠湾喜来登度假酒店	209,223.00	3.43	61.00	1.67	717.00	-6.52
三亚御海棠豪华精选度假酒店	43,366.00	-40.00	39.00	-40.00	1,133.00	15.61
上海金桥红枫万豪酒店	103,195.00	9.17	77.00	8.45	1,052.00	2.00
浙江安吉 JW 万豪酒店	135,581.00	31.11	44.00	18.92	1,042.00	0.00

资料来源：公司提供

总体看，公司酒店经营状况较好，能为为公司日常经营提供稳定的现金流。

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。2016 年公司投资收益达到 9.14 亿元，较 2015 年减少 2.22%。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；对深圳市神州数码（集团）股份有限公司（以下简称“神州数码”）、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，其中对神州数码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　2016 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	549,129.28	35.20	63,138.19	-11.84	确认投资损益
三峡银行	170,188.62	24.14	19,716.70	13.11	
北京农商行	10,000.00	0.00	880	-20.00	
神州数码	178,974.50	-18.23	-44,688.03	-20.44	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 2016 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 21.56%、69.06%，对应较 2015 年分别上升 2.95 个百分点、下降 7.28 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 2016 年底，重庆国信总资产 2,447.52 亿元，净资产 430.45 亿元；2016 年总收入 124.67 亿元，净利润 59.90 亿元。

公司直接投资并通过重庆希格玛海源投资有限公司（持股比例 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 2016 年底，三峡银行注册资本 44.06 亿元，资产总额 1,815.04 亿元，净资产 122.63 亿元，各项存款余额 1,221.64 亿元，各项贷款余额 384.54 亿元；2016 年全年实现营业收入 42.63 亿元，利润总额 2.6 亿元，净利润 1.98 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.sh）80,185,746 股股票，截至 2016 年底，公司持有神州数码 12.26%的股权，价值以公允价值计量，2017 年 3 月 20 日收盘价为 24.451 元/股，2017 年 3 月 21 日开始神州数码因资产重组开始停牌，公司持有的神州数码股票公允价值减值约 4 个亿，主要系神州数码公司战略重组，调整经营策略造成股价暂时行波动所致。

总体看，公司对外投资以金融企业和上市公司为主，被投资方经营效益仍维持较稳定水平，对公司营业利润提供了较有力补充。

3．经营关注

（1）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。

（2）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。

4．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；并在这基础上积极探索养老地产、酒店运营与高科技结合，将已有项目与市场实现更好衔接为目标。

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；公司将积极布局形成以“京津冀经济圈”、“长三角经济圈”和“海南度假村”为核心的全国市场战略布局同时，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2016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。2016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 2016 年底，公司合并资产总额 182.59 亿元，负债合计 103.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）79.30 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 75.68 亿元。2016 年公司实现营业收入 9.02 亿元，净利润（含少数股东损益）8.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 9.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.14 亿元。

2．资产质量

截至2016年底，公司资产总额182.59亿元，较年初增长10.37%。资产总额中，流动资产占23.33%，非流动资产占76.67%，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2016年底，公司流动资产合计42.60亿元，较年初增加8.15%，主要系存货、其他应收款增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比5.04%）、其他应收款（占比25.23%）和存货（占比61.53%）构成。

截至2016年底，公司货币资金余额2.15亿元，较年初增长7.02%，主要系公司正常经营活动所致，货币资金中无使用受限资金。截至2016年底，公司其他应收款账面价值为10.75亿元，较年初增加5.20%，主要系与非关联企业往来款增加所致；从账龄上看，一年以内的其他应收账款占余额的28.93%，一年至两年的占19.88%，其余为两年以上；公司其他应收账款大部分为公司与非关联方公司的往来款，计提坏账准备0.47亿元，计提比例4.16%，计提相对较为充分。截至2016年底，公司存货26.21亿元，较年初增加7.63%，主要系开发项目增加所致，2016年公司存货主要以开发成本为主（占74.92%），开发陈本主要是凤凰国际项目以及三亚市东方太阳城主题游览项目以及宜府第一城一期等6个项目开发陈本为主，公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产合计139.98亿元，较年初增长11.07%，主要系长期股权投资增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占比14.89%）、长期股权投资（占比51.61%）、固定资产（占比22.95%）构成。

截至2016年底，可供出售金融资产20.85亿元，较年初下降13.24%，主要系公司持有神州数码集团股份有限公司股票下跌所致，公司可供出售金融资产系公司持有的神州数码、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，由于神州数码股票价格有所波动，因此减值计提略显不足。截至2016年底，公司长期股权投资72.25亿元，较年初增长32.28%，主要系公司对重庆三峡银行和重庆国信投资等6家公司确认的投资收益大幅增长所致，其中重庆三峡银行（增加3.31亿元）与重庆国信银行（增加14.30亿元）增幅最大，长期股权投资主要以权益法计量。截至2016年底，公司固定资产净值32.13亿元，较年初减少8.32%，主要系旗下酒店竣工均转为固定资产后，计提固定资产累计折旧较多所致，截至2016年底，公司固定资产累计折旧5.32亿元，固定资产成新率88.88%，成新率较高。

公司受限资产较多，在总资产中占比达到 37.25%，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2016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	39,753.20	债券抵押及金融机构借款
无形资产	33,532.59	债券抵押及金融机构借款
投资性房地产	99,028.09	金融机构借款
在建工程	3,354.47	金融机构借款
可供出售金融资产	99,028.09	金融机构借款
固定资产	234,908.96	金融机构借款
合计	**680,079.76**	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2016年，公司资产规模有所增加，以非流动资产为主；非流动资产较2015年增长11.07%，主要由长期股权投资构成；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2016年底，公司负债合计103.28亿元，较年初增长3.54%，主要系公司新增应付债券所致；其中流动负债占比43.06%、非流动负债占比56.94%。

截至2016年底，公司流动负债合计44.48亿元，较年初减少15.64%，主要系应付账款减少所致；公司流动负债以应付账款（占比15.96%）、预收账款（占比7.37%）、应交税费（占比8.94%）和其他应付款（占比64.74%）为主。

截至2016年底，公司应付账款7.10亿元，较年初下降49.30%，主要系支付供应商相关欠款所致；截至2016年底，公司预收款项3.28亿元，较年初增长109.32%，主要系公司房地产业务板块预售房款增加所致；公司2016年应交税费3.98亿元，较年初增加302.70%，主要系房地产业务2016年进行土地增值税清算，公司根据权责发生制原则对土地增值税进行计提所致。截至2016年底，其他应付款28.80亿元，较年初增加6.72%，主要系公司与北京金英和投资咨询有限公司等关联方以及富力地产开发有限公司等非关联方往来款增加所致，按账龄计，1年以内的占63.78%，1~2年的占35.33%。

截至2016年底，公司非流动负债合计58.81亿元，较年初增长25.04%；非流动负债由长期借款（占比61.71%）、应付债券（占比27.08%）和递延所得税负债（占比11.21%）构成。截至2016年底，公司长期借款36.28亿元，较年初下降9.07%，主要系公司偿还借款所致，公司长期借款中抵押借款占60.88%；公司长期借款中，1~2年到期的占35.08%、2~3年到期的占12.53%、3~5年以上到期的占52.39%，公司未来两年面临的集中偿付压力一般。截至2016年底，公司应付债券为15.92亿元，主要系2016年公司发行“16中希01”债券所致。截至2016年底，公司递延所得税负债6.59亿元，较年初下降7.37%，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下降所致。

截至2016年底，公司全部债务合计52.79亿元，较年初增长8.16%，主要系长期借款增加所致。其中，短期债务0.50亿元，长期债务52.29亿元，债务结构合理。截至2016年底，公司资产负债率56.57%，较2015年底下降3.73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39.96%，较2015年底下降2.70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2015年底增长1.86个百分点达到39.74%，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，债务结构合理。

所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计79.30亿元，较年初增长20.75%，主要系资本公积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95.43%。归属母公司所有者权益中，实收资本

占1.33%，资本公积占25.27%，其他综合收益占21.04%，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0.52%，未分配利润占51.85%，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

公司位于张家口市的星宝宏地产项目于2015年内结转销售收入，2016年新开发项目仍处于预售阶段，公司地产业务收入较2015年大幅下降19.05%至9.02亿元。2016年，随着希格玛大厦租金上涨，公司投资性房地产投资收益提升致使公允价值变动收益提升，2016年公司实现利润总额8.78亿元，同比上升1.03%；公司实现净利润8.02亿元，同比下降1.14%，其中归属于母公司的净利润9.38亿元，同比增长8.26%。

2016年，公司期间费用为5.91亿元，同比下降8.97%。其中，销售费用0.46亿元，同比下降42.55%，主要系公司随着酒店项目的投入运营与地产项目的逐渐成熟，逐步降低了销售业务的投入所致；财务费用为1.85亿元，同比下降24.88%，主要系公司发行债券降低利息成本所致；管理费用3.60亿元，同比增长11.42%，主要系折旧摊销及咨询等费用增加所致。2016年公司费用收入比为65.51%，占比较高，公司费用控制能力有待提高。

2016年，公司公允价值变动损益为2.24亿元，较2015年增长30.40%，其增长的原因主要系公司2016年希格玛大厦租金增加致使投资性房地产公允价值评估增值所致。

公司营业利润主要依赖于投资收益。2016年公司投资收益为9.14亿元，占公司营业利润的101.60%，占比与上年持平。

从盈利指标来看，公司营业利润率由35.74%增至37.70%。公司主营业务盈利能力仍处于较高水平。受资本公积与未分配利润增加的影响，公司净资产收益率由2015年的15.36%下降至2016年的11.07%。公司总资本收益率由2015年11.28%下降至2016年的9.23%，同时公司总资产报酬率由2015年的7.77%下降到2016年的6.97%，整体盈利指标均有所下降。

总体看，公司营业收入有所下降，期间费用对公司营业收入侵蚀仍较大；公司营业利润的实现对投资收益较为依赖，公司盈利能力强。

5．现金流

经营活动方面，2016年，公司经营活动产生的现金流净额为2.11亿元，较2015年上升275.59%，主要系主营业务现金净流入增多所致；2016年，公司经营活动产生的现金流入38.13亿元，较2015年下降4.38%，主要系收到与其他经营活动有关的现金下降所致；公司经营活动产生的现金流出36.02亿元，较2015年下降8.38%，主要系支付其他与经营活动有关的现金下降所致，公司收到以及支付的与经营活动相关的现金主要是短期往来款项。从现金收入质量来看，2016年公司现金收入比111.12%，较2015年上升56.95个百分点，收入实现质量较好且大幅增长。

投资活动方面，2016年，公司投资活动现金流净流出2.66亿元，较2015年净流出减少2.69亿元。2016年，公司投资活动现金流入9.85亿元，较2015年下降8.81%，主要系下属公司回收股票债券收到的现金下降所致；公司投资活动现金流出12.51亿元，较2015年下降22.57%，主要系公司购置固定资产下降所致。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流净额为0.69亿元，较2015年大减88.37%。2016年公司筹资活动现金流入28.94亿元，较2015年增长6.32%，主要系发行“16中希01”债券所致；公司筹资活动现金流出28.25亿元，较2014年增长32.47%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。

总体看，公司主营业务现金流有所增加，现金收付质量有所好转；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，且固定资产等投资进一步减小，因此公司融资压力较小。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，受公司应付账款大幅下降影响，公司流动比率由2015年的0.75倍上升至2016年的0.96倍，变化原因主要系应付账款减少以及存货增加所致所致。公司速动比率由2015年的0.29倍上升至0.37倍，主要系应付账款减少较多所致，流动比率大于速动比率的原因系2016年公司存货占比较大所致。2016年公司受主营业务现金流增长影响，公司经营现金流动负债比由2015年的1.07%升至2016年的4.75%，较2015年有所增长，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2016年底，公司现金短期债务比为5.60倍，较年初大幅增长，主要系一年内到期的非流动负债大幅下降所致，公司现金类资产对短期债务覆盖能力很强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2016年公司EBITDA合计14.71亿元，同比增长11.21%，其中利润总额占59.70%，计入财务费用的利息支出占22.78%，摊销占1.00%，折旧占16.52%；受益于公司EBITDA的增长，公司EBITDA对公司全部债务的覆盖程度稍有提升，EBITDA全部债务比由2015年的0.27倍上升至0.28倍，对债务的保护能力尚可；公司EBITDA利息倍数由2015年的3.22倍上升至3.54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2016年底，公司无对外担保。

截至2016年底，公司无重大未决诉讼案件。

根据公司提供的查询日期为 2017 年 5 月 11 日的银行征信报告（本部）（NO.1101000000668728）显示，公司无未结清不良信用记录，已结清的贷款中有四笔属于关注类。

截至 2016 年底，公司共计获得银行授信额度约 40.80 亿元，已使用授信 39.74 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

整体看，公司债务规模较上年有所增长，长期债务大幅增长，短期债务有所减少，偿债能力有所好转，且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，增强了公司对全部债务的保障能力，公司偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产（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）为2.80亿元，约为“16中希01”本金（16亿元）的0.18倍，公司现金类资产对“16中希01”的覆盖程度一般；净资产79.30亿元，约为“16中希01”本金（16亿元）的4.96倍，净资产对“16中希01”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，2016年，公司 EBITDA 为14.71亿元，约为债券本金合计（16亿元）的0.92倍，公司 EBITDA 对“16中希01”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入38.13亿元，约为债券本金合计（16亿元）的2.38倍，公司经营活动现金流入量对“16中希01”的覆盖程度较高。

“16中希01”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“16中希01”待偿本息一倍的解押资产，为“16中希01”设置抵押

担保，以保障“16中希01”的本息按照约定如期足额兑付。2016年7月4日、2016年9月21日和2016年9月30日，公司的控股子公司北京希格玛物业管理有限责任公司（以下简称“希格玛物业”）、北京东方太阳城房地产开发有限责任公司（以下简称“东方太阳城”）和浙江凤凰国际置业有限公司（以下简称“浙江凤凰”）分别与本期债券的受托管理人摩根士丹利华鑫证券签属了《2016年公司债抵押合同》，将相关资产抵押给了本期债券的受托管理人摩根士丹利华鑫证券，并分别取得了北京市海淀区、北京市顺义区和浙江安吉县政府主管部门核发的土地他项权证，截至2016年底，公司抵押资产约20.13亿元，对“16中希01”债券本金的覆盖倍数为1.26倍，具体抵押登记情况如下。

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	希格玛公寓	16,163.38	2016.6.30	北京国融兴华资产评估有限责任公司
2	东方太阳城公寓及配套	75,548.36	2016.6.30	北京国融兴华资产评估有限责任公司
3	浙江凤凰土地	26,177.47	2016.6.30	北京国融兴华资产评估有限责任公司
4	浙江凤凰酒店	83,397.37	2016.9.30	北京国融兴华资产评估有限责任公司
合计		**201,286.58**	--	--

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、酒店业等方面仍具有较强的优势，公司对“16中希01”债券待偿本金的偿还能力强。

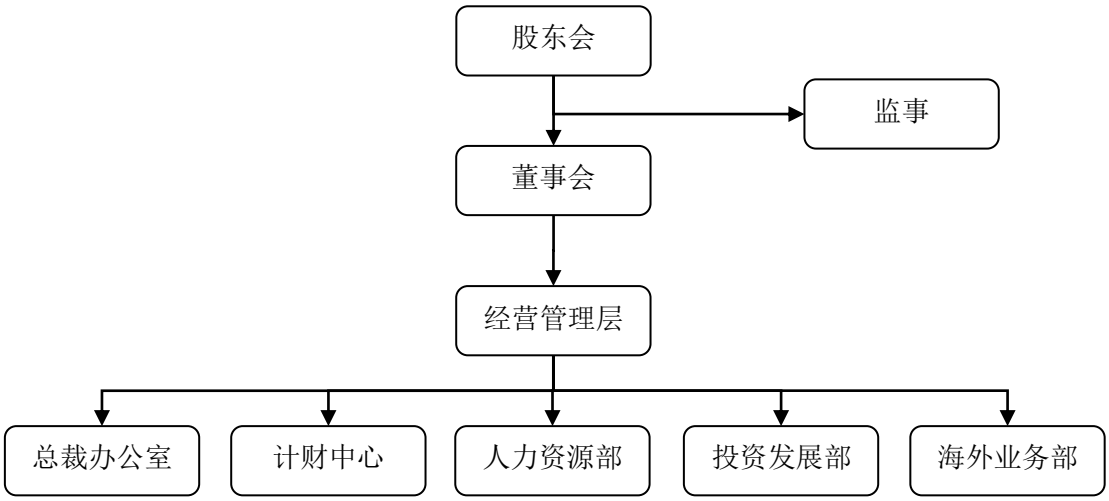
八、综合评价

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。2016年，公司继续多元经营的路线，主营房地产项目毛利率有所增长。公司保持对外投资，每年均获取较稳定收益。但同时联合评级也关注到房地产业和酒店经营受宏观经济和政策环境波动的影响较大、受限资产规模较大及期间费用对营业利润侵蚀明显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行业景气度上升而进入稳定经营期；持有的优质金融企业股权有望对公司收益起到提升作用。

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	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	165.43	182.59
所有者权益（亿元）	65.68	79.30
短期债务（亿元）	8.90	0.50
长期债务（亿元）	39.91	52.29
全部债务（亿元）	48.81	52.79
营业收入（亿元）	11.15	9.02
净利润（亿元）	8.11	8.02
EBITDA（亿元）	13.23	14.71
经营性净现金流（亿元）	0.56	2.11
应收账款周转次数(次)	89.25	22.08
存货周转次数（次）	0.26	0.20
总资产周转次数（次）	0.07	0.05
现金收入比率（%）	54.17	111.12
总资本收益率（%）	11.28	9.23
总资产报酬率（%）	7.77	6.97
净资产收益率（%）	15.36	11.07
营业利润率（%）	35.74	37.70
费用收入比（%）	58.25	65.51
资产负债率（%）	60.30	56.57
全部债务资本化比率（%）	42.63	39.96
长期债务资本化比率（%）	37.80	39.74
EBITDA 利息倍数（倍）	3.22	3.54
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.28
流动比率（倍）	0.75	0.96
速动比率（倍）	0.29	0.37
现金短期债务比（倍）	0.35	5.60
经营现金流动负债比率（%）	1.07	4.75
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.83	0.92

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+应收票据
长期债务=长期借款+应付债券
短期债务=短期借款+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。