

信用等级公告

联合[2015] 769 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拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告


联合信用评级有限公司
信评委主任： 

二〇一五年十二月二十日

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

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中国希格玛有限公司

公开发行 2016 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债信用等级：AA

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 16 亿元

本次债券期限：不超过 7 年

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2015 年 12 月 23 日

财务数据：

发行人

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额(亿元)	118.13	127.59	132.81	151.66
所有者权益(亿元)	23.05	31.17	40.01	47.13
长期债务(亿元)	33.13	33.30	20.81	38.02
全部债务(亿元)	36.63	38.00	40.67	47.23
营业收入(亿元)	9.91	14.90	8.57	7.55
净利润(亿元)	4.16	7.60	5.83	6.57
EBITDA(亿元)	6.36	9.59	8.11	--
经营性净现金流(亿元)	-4.64	2.09	0.99	1.47
营业利润率(%)	40.26	55.62	48.37	45.56
净资产收益率(%)	--	28.05	16.37	15.09
资产负债率(%)	80.49	75.57	69.88	68.92
全部债务资本化比率(%)	61.38	54.93	50.41	50.05
流动比率	0.89	0.89	0.60	0.76
EBITDA 全部债务比	0.17	0.25	0.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.09	2.87	2.33	--
EBITDA/本次发债额(倍)	0.40	0.60	0.51	--

注：1、公司 2015 年 9 月财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国希格玛有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为一家综合性投资企业，在股权投资、房地产业、酒店业等方面具有较丰富的运营经验。公司主营业务集中在一线城市及其他旅游资源丰富区域，以养老地产和旅游地产为核心，业务具备差异化及地域优势；公司持有的股权投资主要投向发展前景向好的金融行业。近三年公司资产规模平稳增长，盈利水平较高，整体经营发展趋向良好。但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的影响较大、短期偿债压力加大、盈利依赖于投资收益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，公司可售面积有望获得增长，新建设酒店有望随“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增厚公司收益；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”。

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

优势

1. 公司经营规模较大，业务范围较广，以养老地产和旅游地产为核心，业务具备差异化优势及地域优势。

2. 公司对外投资主要以金融企业和上市公司为主，被投资方经营效益较好，投资收益显著，盈利水平较高。

3. 公司酒店业务收入及利润水平不断扩大，发展趋向良好。高端酒店业务有利于公司资产的保值增值，也为公司提供了稳定的经营现金流。

4. 公司拟以发行债券置换原有金融机

构借款，承诺将在募集资金到位六个月内，及时偿还抵押借款，再以评估价值不低于本次债券待偿本息一倍的置换贷款解押资产为本次债券设置抵押担保，上述措施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，政策趋紧可能导致市场阶段性下滑，公司在战略导向和经营管理上面临一定的政策压力。

2. 公司往来款较多，若关联方利益与公司利益不一致，可能导致公司整体利益及股东的合法权益受到一定的侵害。

3. 公司确认的投资收益较大，但现金实现比例较低；大规模的可供出售金融资产也加大了公司所有者权益的波动性。

4. 公司受限资产比例较大；近三年营运资金持续为负，短期偿债压力较大。

分析师

张连娜

电话：010-85172818

邮箱：zhangln@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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与中国希格玛有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与中国希格玛有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国希格玛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国希格玛有限公司提供，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国希格玛有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

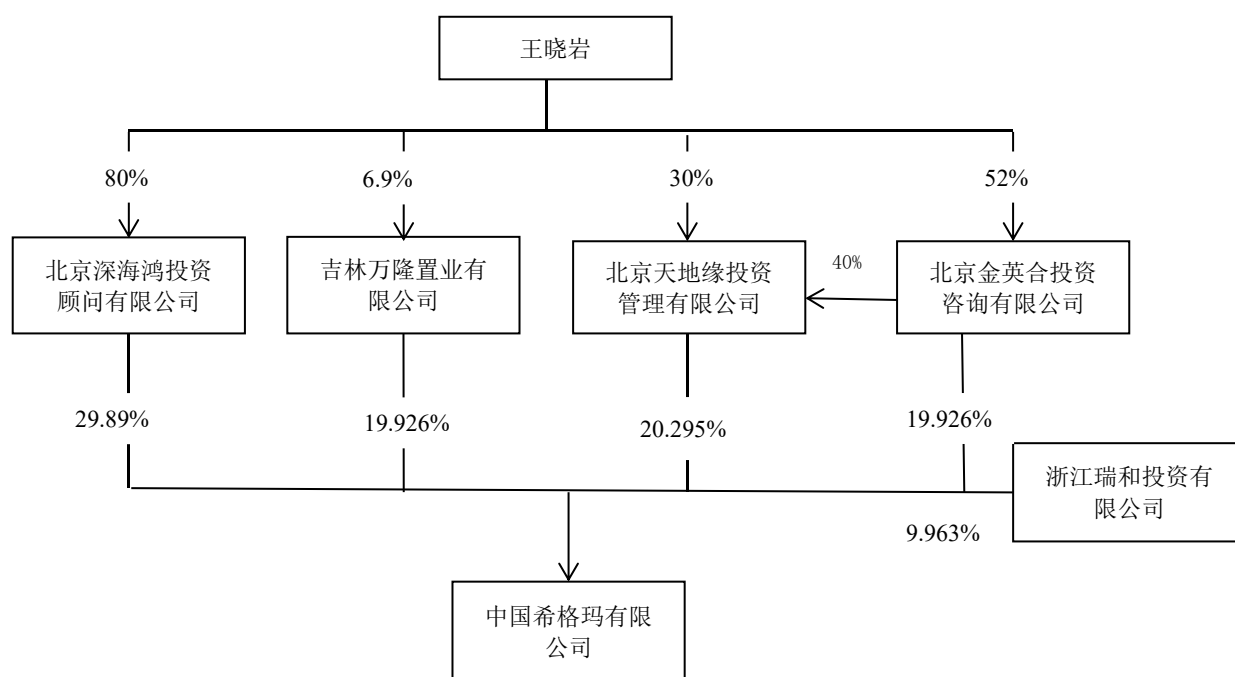
张连娜 

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，公司名称由“中国希格玛光电有限公司”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，经过多次股权转让后股权结构基本稳定。截至2015年9月底，公司注册资本10,037万元，实际控制人为自然人王晓岩。

图1 截至2015年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

目前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）；属下全资子公司1家及控股子公司11家；截至2015年9月底，员工总数904人。

截至2014年底，公司合并资产总额132.81亿元，负债合计92.80亿元，所有者权益（含少数股东权益）40.01亿元。2014年公司实现营业收入8.57亿元，净利润（含少数股东损益）5.83亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为5.68亿元；经营活动产生的现金流量净额0.99亿元，现金及现金等价物净增加额-0.93亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额151.66亿元，负债合计104.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.13亿元。2015年1~9月公司实现营业收入7.55亿元，净利润（含少数股东损益）6.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为6.87亿元；经营活动产生的现金流量净额1.47亿元，现金及现金等价物净增加额0.73亿元。

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”。

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。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中国希格玛有限公司公开发行 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券面向合格投资者公开发行，发债规模为不超过 16 亿元，期限为不超过 7 年，分期发行，其中首期债券发行规模不超过 8 亿元，并设置超额配售选择权。本次债券采用年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券发行募集资金将全部用于偿还金融机构借款。

三、行业分析

公司作为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。

1. 房地产行业

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

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，负债较高、风险较高、波动性较大。房地产行业为资金密集型行业，往往要承担较多的债务。而房地产业的市场竞争激烈，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，与政府宏观政策关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看,2008年,金融危机爆发前,房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化,国家调控方向发生明显转变,行业景气度大幅回升。之后几年,国家对房地产行业实施了持续的宏观调控,导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年,受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响,房地产市场渐入低迷,同年9月~11月,一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响,2012年房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎,行业增速进一步放缓。进入2013年,中国房地产市场景气度明显回升,2013年全国房地产开发投资86,013亿元,同比增长19.8%,增速较2012年提高3.6个百分点。商品房施工面积66.6亿平方米,比上年增长16.1%,增幅同比增长2.9个百分点;新开工面积20.1亿平方米,比上年增长13.5%,增幅同比增长20.8个百分点。

2014年以来,中国经济增长继续放缓,中国房地产行业也进入一个调整期,尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始,随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消,需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长,但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看,2014年,全国房地产开发投资95,036亿元,比上年名义增长10.5%(扣除价格因素实际增长9.9%),增速比1~11月份回落1.4个百分点,比2013年回落9.3个百分点。其中,住宅投资64,352亿元,增长9.2%,增速比1~11月份回落1.3个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.7%。2014年,房地产开发企业房屋施工面积726,482万平方米,比上年增长9.2%,增速比1~11月份回落0.9个百分点。其中,住宅施工面积515,096万平方米,增长5.9%。房屋新开工面积179,592万平方米,下降10.7%,降幅扩大1.7个百分点。其中,住宅新开工面积124,877万平方米,下降14.4%。房屋竣工面积107,459万平方米,增长5.9%,增速回落2.2个百分点。其中,住宅竣工面积80,868万平方米,增长2.7%。

2015年1-6月,中国商品房销售面积50,264万平方米,同比增长3.9%,其中住宅销售面积增长4.5%;商品房销售额34,259亿元,同比增长10%;房地产开发投资43,955亿元,同比名义增长4.6%;房地产开发企业房屋施工面积637,563万平方米,同比增长4.3%;房屋新开工面积67,479万平方米,下降15.8%;房地产开发企业土地购置面积9,800万平方米,同比下降33.8%;土地成交价款2,866亿元,下降28.9%。

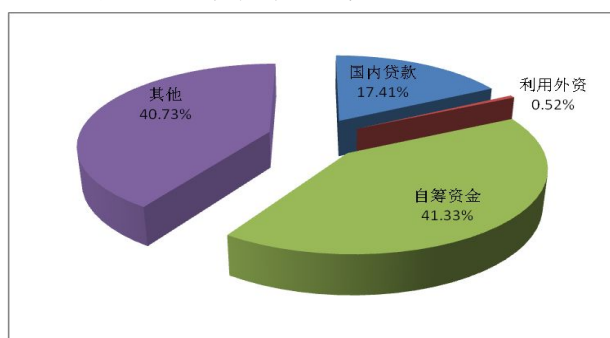
总的来看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大,2014年以来,中国经济增长继续放缓,中国房地产行业也进入一个调整期,随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消,需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长,但增速放缓。

市场供需

(1) 开发资金来源状况

2008年以来,由于需求面观望情绪浓厚,商品房成交量大幅下降,订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降,而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看,房地产开发企业资金来源总体增速增长。据国家统计局数据显示,2014年,房地产开发企业到位资金121,991亿元,比上年下降0.1%,1~11月份为增长0.6%,2013年为增长26.5%。其中,国内贷款21,243亿元,增长8.0%;利用外资639亿元,增长19.7%;自筹资金50,420亿元,增长6.3%;其他资金49,690亿元,下降8.8%。在其他资金中,定金及预收款30,238亿元,下降12.4%;个人按揭贷款13,665亿元,下降2.6%。

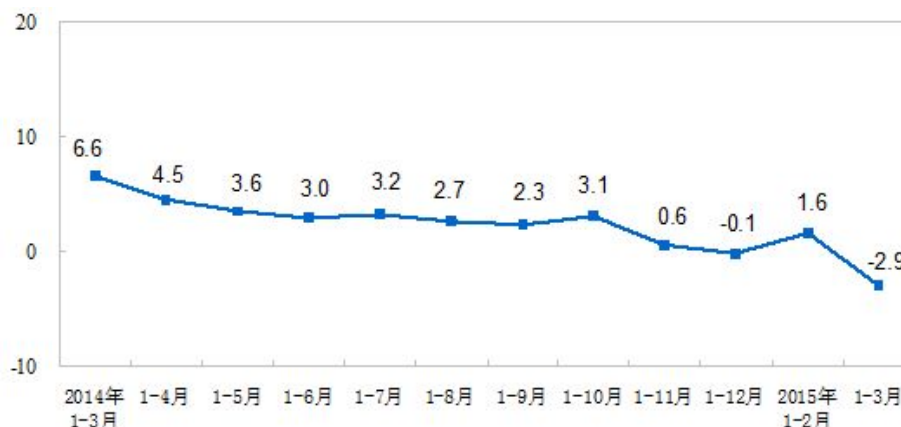
图2 2014年房地产行业资金来源构成



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3 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，房地产业的资金来源较为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

（2）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图4 近年来年全国百城住宅平均价格情况（单位：%）



资料来源：wind 资讯

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 年二季度，百城住宅用地成交楼面均价居前十位的城市依次是厦门、北京、上海、广州、杭州、天津、南京、武汉、温州和宁波，大多位于长三角、珠三角、环渤海地区，楼面价前十名平均价格水平较一季度有所提高。十个城市中，厦门、北京和上海楼面价分列前三名。厦门二季度住宅用地楼面均价为 14,606 元/平方米，环比涨幅超过 8 成，为楼面价最高城市，溢价率为 73.1%，目前厦门住宅市场热度较高且住宅用地稀缺使得楼面价高企。北京市二季度住宅用地楼面价达到 14,141 元/平方米，排在第二位。上海二季度楼面价 11,503 元/平方米，排在第三位。二季度楼面价前十城市中仅温州二季度楼面价同比下跌，武汉楼面价同比涨幅达到 257.4%。

根据国家统计局发布的 2015 年 6 月份 70 个大中城市住宅销售价格统计数据显示，2015 年 6 月份，70 个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格环比上涨的城市分别有 27 个和 42 个。新建商品住宅价格环比上涨的 27 个城市中，有 20 个城市涨幅比上月扩大，涨幅在 0.5% 以上的城市有 6 个；二手住宅价格环比上涨的 42 个城市中，有 27 个城市涨幅比上月扩大，涨幅在 0.5% 以上的城市有 15 个。分城市看，房价分化依然非常明显。一线城市需求较旺，成交量增长较多，新建商品住宅及二手住宅价格涨幅远高于二、三线城市。二线城市房价总体平稳，涨幅仍然较小。三线城市房价仍然下降，降幅继续收窄。随着环比上涨，越来越多的城市同比降幅有所收窄，个别城市同比出现上涨。

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，2015 年以来在相关政策支持下国内一线城市房屋价格上涨明显，未来房价走势仍待进一步观察。

行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009 年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12 月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010 年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于 40%，贷款利率

严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

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。

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、增加普通商品房住房及用地供应、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1 2009年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009年5月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009年12月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010年1月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010年4月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年	央行多次降息，多地取消限购
2015年2月	央行降息
2015年3月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

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。

行业关注

房地产行业处于调整周期，行业风险加大

作为资金密集、高杠杆行业，房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这也是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市房地产市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露，例如鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。未来，如果中国经济在转型压力下低速增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。

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。

行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014 年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线及部分二线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，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。

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。

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。

2014 年中国旅游市场实现平稳增长，国内旅游 36.11 亿人次，同比增长 10.67%。一方面，旅游人次在增加，国民的旅游消费水平也在不断攀升。2014 年国内旅游总收入达到 30312 亿元，同比增长 15.40%。从全年形势来看，我国旅游业已经进入“大众旅游”阶段，人们的出游意愿不断高涨，国内旅游市场可以继续保持相对乐观的预期。

入境游方面，2014 年中国旅游市场整体实现平稳增长，其中外国人入境旅游市场出现回暖，达 2636 万人次，增长 0.27%；港澳台同胞入境旅游市场降幅明显收窄，达 1.02 亿人次，下降 0.63%。全年旅游总收入 3.38 万亿元，增长 14.70%，其中国际旅游收入 569 亿美元，增长 10.16%。2014 年，在我国接待的外国旅游者中，观光休闲仍然是人们旅游的主要目的，约占累计接待外国旅游者总人数的 33.88%；以会议/商务为目的的旅游者人次也较多，占比约为 20.47%；以探亲访友、服务员工为目的的外国旅游者也不在少数，占比约为 14.75%。

酒店行业现状

随着中国居民可支配收入持续增长，在旅游业的拉动下，酒店业成为社会消费品零售业中增幅较大的子行业之一。《2014 年第四季度全国星级饭店统计公报》数据显示，截至 2014 年底，全国纳入星级饭店统计管理系统的星级饭店共计 13,226 家，其中有 11,600 家完成了第四季度经营数据的填报。根据填报的财务数据显示：截至 2014 年底，全国 11,600 家星级饭店第四季度营业收入总计 580.48 亿元，其中餐饮收入为 249.08 亿元，占营业收入的 42.91%；客房收入为 256.86 亿元，占营业收入的 44.25%。在 11,600 家星级饭店中：五星级饭店 783 家；四星级饭店 2,431 家；

三星级饭店 5,585 家，二星级饭店 2,683 家，一星级饭店 118 家。全国第四季度星级饭店平均房价为 337.86 元/间夜，平均出租率为 56.05%。

总体看，中国酒店行业自 2004 年开始新一轮高速扩张，但供给已呈现相对过剩局面，行业竞争较为激烈。另一方面，酒店业对外部宏观经济以及突发事件敏感，波动性较大。2013 年以来，受政府抑制“三公消费”等因素的持续影响，全国星级酒店平均房价和出租率同比均有所下滑，尤以四星级以上酒店收入下降最为明显。中国旅游饭店业协会发布的《2014 年第四季度全国星级饭店经营情况报告》显示，2014 年，全国三星级及以上星级饭店平均出租率同比下降 0.63%；平均客房收入同比下降 0.28%；平均餐饮收入同比下降 2.33%；平均总营业收入同比下降 2.00%。联合评级注意到，经济型酒店受影响相对较小，由于定位于低端消费，并且受益于星级酒店客人转入经济型酒店带来的增量效应，其指标降幅略低。传统低星级酒店目前正面临来自经济型酒店越来越大的竞争压力，酒店效益呈现分化局面。

酒店行业政策

酒店行业是旅游业的支柱产业之一，在我国经济结构向消费型转向的过程中，政策支持旅游行业的力度不断增强。近年来，我国出台了一系列支持旅游行业发展的政策。

2013 年 2 月，国务院发布《国民旅游休闲纲要(2013~2020 年)》，到 2020 年，职工带薪年休假制度基本得到落实，城乡居民旅游休闲消费水平大幅增长，健康、文明、环保的旅游休闲理念成为全社会的共识，国民旅游休闲质量显著提高，与小康社会相适应的现代国民旅游休闲体系基本建成。总体来看，国民旅游纲要的实施有助于刺激国民休闲旅游消费。

2013 年 4 月，第十二届全国人民代表大会常务委员第二次会议通过了《中华人民共和国旅游法》，《旅游法》的出台不仅完善了旅游市场规则，坚决维护市场公平竞争，而且从强化综合协调和完善支撑体系入手，确立了由各级人民政府建立旅游综合协调机制，有利于形成齐抓共管、综合促进的合力，对于旅游业的发展具有里程碑意义。此外，旅游业发展也作为重要方面纳入《文化产业振兴规划》、《服务贸易发展“十二五”规划纲要》等国家战略。

2014 年，国务院出台《关于促进旅游业改革发展的若干意见》（国发〔2014〕31 号）和国家旅游局发布《关于印发 2014 中国旅游主题年宣传主题及宣传口号的通知》，在完善旅游公共服务设施的同时努力提升旅行社、旅游景区（点）、旅游酒店等旅游企业的现代科技管理水平和服务水平，创新发展模式。

在行业管理体制方面，酒店服务行业的行业主管部门为中华人民共和国国家旅游局和地方各级人民政府的旅游主管部门。国家旅游局是负责全国旅游工作的国务院直属部门，中国旅游协会作为国家旅游局的直属机构，对旅游行业进行内部管理，并通过下设的专业协会中国旅游饭店业协会对酒店行业进行内部管理。国家旅游局对星级饭店实行审查、复核和处理制度，以确保星级饭店的资质水平。中国旅游饭店业协会 2002 年 3 月颁布了《中国旅游饭店行业规范》，对旅游饭店的入住、登记、收费等一系列事项做出了规定。中华人民共和国卫生部发布了《旅店业卫生标准》，对除车马店以外的各类旅店客房的空气质量、噪声、照度和公共用品消毒等方面规定了标准值及其卫生要求。

酒店行业发展

（1）旅游业发展空间巨大

旅游业的发展周期与经济周期基本保持一致，其相关性在发达国家更为明显。我国的旅游行

业尚处于发展初期，其产值在整个国家经济总体中占比较低，这主要是由于我国目前的旅游业还处于以观光旅游为主、同时向休闲型旅游过渡的阶段。观光游所产生的游客消费支出较少，但是以中高端消费为主的休闲游市场规模已经逐步扩大。随着经济的快速发展，居民可支配收入不断提高，其消费结构也将势必由生存性消费向发展性、享受性消费转变。作为享受性消费中的重要组成部分，旅游行业将成为人们未来消费的重要选择，在消费结构升级和消费意识转变的推动下，未来中国旅游行业将迎来新一轮的长期增长周期。

伴随旅游业的高速发展，我国酒店业先后经历了入境旅游市场拉动，中国公民旅游与入境旅游市场互为补充的两大发展阶段。旅游收入屡创新高，为我国酒店业的发展奠定了坚实的行业基础。

（2）酒店行业预计呈扩张和整合并举的态势

2001-2009 年，全国星级酒店数量增速逐渐放缓，2010 年至 2014 年数量逐渐下降，2001-2014 年累计增幅为 3.27%；而全国星级酒店营业收入除 2008、2009 年受金融危机和自然灾害影响增速出现放缓，总体呈快速增长的趋势，2005-2011 年累计增幅为 8.30%，显著高于酒店数量的增长速度。此外，全国星级酒店中，中高星级酒店发展迅速，四星、五星级酒店的比例持续上升。随着人民消费水平的提高，高星级酒店的出租率有望进一步提高，带动盈利能力进一步增强。

同时，我国酒店行业一直处于多元化投资不断推进的过程中，跨国酒店集团借助自己的品牌、采购、销售、管理等优势，不断拓展在华市场空间；民营资本大规模进入酒店行业；国有资产监管部门通过企业改制、资产重组、政府划拨、鼓励上市等途径使国有酒店向品牌化、市场化目标演变。在大型国有旅游集团中的酒店行业着眼于内部整合的同时，股份制旅游酒店企业和民营企业在全国范围内布局的步伐则呈现出明显加速的态势。未来，预计酒店市场集中度将进一步加大，行业将表现出扩张和整合并举的态势，酒店行业整体盈利能力也将得到提升。

（3）高端酒店供给持续增加

旅游行业的繁荣与国民经济持续增长给高端酒店投资者带来了更多的想象空间，以投资土地使用权等不动产的稀缺性以寻求价值增长的模式，影响着越来越多的民营企业，并进一步拉动高端酒店供给。除了民营资本以外，不少国内外酒店集团由非产权介入模式转向“投资+管理+品牌”的介入模式，也将影响市场供给总量。

根据国家旅游局历年的《全国星级饭店统计公报》，全国五星级酒店的数量由 2001 年的 129 家上升到 2014 年的 745 家，增幅达 14.44%；全国四星级酒店的数量由 2001 年的 441 家上升到 2014 年的 2,373 家，增幅达 13.82%。相对于酒店数量的总体增长水平，国内高星级酒店数量增长速度更快，酒店行业的发展呈现出较强的不均衡性。

总体来看，随着酒店行业竞争的加剧，单体酒店受制于营销渠道与品牌影响力，竞争力日趋下降，未来酒店业将呈现品牌化、规模化和集团化的趋势。短期内，“三公消费”等因素使得以高端政务接待主的高星级酒店面临转型挑战；从中长期看，旅游产业政策推动和旅游需求拉动将成为驱动中国旅游业长期高速增长的基本动力，随着中国旅游业的持续发展，酒店行业仍面临良好的发展机遇。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于 1993 年，从原来隶属于中国科学院的国有企业重组成为一家全国性、跨行业、以

投资为主的大型股份制企业，通过在股权投资、旅游地产、住宅地产和商业地产、高新技术、资本市场、旅游休闲经营等方面进行的广泛投资，资产规模迅速增长，目前拥有 20 多个全资、控股和参股企业以及一个上市公司。

公司的房地产开发、酒店经营及物业相关业务集中在北京、上海等一线城市以及三亚、安吉等旅游资源丰富区域，有着较好的区位优势。依托于优越的地理位置和发达的区域环境，公司不仅充分受益于中国 GDP 的增长及商务活动的增加，商业环境优势显著，未来随着国民旅游消费结构的升级，来自旅游区域的收入将显著上升。

酒店经营方面，除了东方嘉宾酒店为公司自行运营，公司旗下位于上海、三亚和浙江省安吉县的四个五星级酒店均委托万豪、喜达屋等国际知名酒店管理集团运营。酒店管理方的强大品牌和管理输出，有效地提高了酒店的竞争力、品牌影响力及盈利能力，公司酒店经营也获得了跨越式发展，旗下酒店均在投产后迅速实现盈利，2014 年和 2015 年连续两年获得《城市漫步》“最受家庭喜爱的酒店”、Tripadvisor “卓越奖”；2014 年获《品味生活》中国酒店大奖最佳会议酒店（高端类）；2015 年获 Holiday Check 最受好评“五星”酒店，《Talk Magazine》2014-2015 年度“最佳商务酒店”。餐厅经营方面，卡萨琳戈意大利餐厅连续两年（2014 年、2015 年）获得《城市周报》上海餐厅酒吧评选“最佳意大利餐厅荣誉奖”。

总体来看，公司经营规模较大，业务范围较广，业务具备差异化优势及地域优势。

2. 人员素质

截至2015年9月底，公司共有董事、监事和高级管理人员共7人，其中董事5名、监事1名；高级管理人员5人，除财务总监外均由董事担任。公司高管具有丰富的行业经验和管理经验，在公司任职时间均在15年以上，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司现任董事长兼总裁王晓岩先生，为公司创始人，现年55岁，硕士研究生，中共党员，高级经济师，曾任国营东北光学仪器厂助理工程师、中国人民银行资金司经济师、中国科技财务公司总经济师。

截至 2015 年 9 月底，公司在职人员共计 904 人，未包含酒店管理集团雇佣的经营管理和服务人员。公司在职员工中，生产人员 63 人，占员工总数的 6.97%；销售人员 64 人，占员工总数的 7.08%；技术人员 234 人，占员工总数的 25.88%；财务人员 53 人，占员工总数的 5.86%；其他人员 490 人，占员工总数的 54.20%。从在职员工学历水平来看，具有大学本科及以上学历的 195 人，占员工总数的 21.57%；具有大学专科学历的 252 人，占员工总数的 27.88%；高中及以下学历的员工 457 人，占员工总数的 50.55%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，行业经验和管理经验丰富，认同公司价值观，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足日常经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》制定了基本的法人治理结构，明确了股东会、董事会、监事及管理层行使决策权、执行权和监督权时享有的权利及履行的义务，形成了基本的制衡机制。

公司股东会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，按照出资比例行使决定公司经营方针、投资、筹资、利润分配等重大事项的权利。公司董事会对股东会负责，依法行使公司的经营决策权，董事会成员由股东会选举产生，目前公司董事会成员为 5 人，其中 4 人持有公司股东股权。

公司不设监事会，设监事 1 人，由股东会选举产生，对公司财务和高管履职情况进行检查监督，目前公司监事由路一新先生担任，路一新先生持有公司股东北京深海鸿投资顾问有限公司的股权。公司目前经营管理层由 5 人组成，除财务总监外全部为公司董事，均持有公司股东股权。可以看出，公司所有权和经营权重合度较高，实际操作中，日常经营决策多由实际控制人王晓岩先生决定，相互制约机制偏弱。

总体看，公司建立了基本的法人治理结构，但所有权和经营权重合度较高。

2. 管理体制

公司是一家综合性投资公司，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，结合公司业务具体情况，在财务会计、行政管理、人力资源等方面建立了相应的规章制度，涵盖了公司日常经营管理的主要环节，但投资管理环节未制定相应的管理制度，其中房地产项目投资需进行可行性研究，股权投资由实际控制人王晓岩先生决定；对外担保方面未制定相关的管理制度，目前公司无对外担保。

财务管理方面，公司制订了《日常财务管理制度》、《计财中心财务管理制度》、《海南公司财务管理暂行规定》等相关制度体系。《计财中心财务管理制度》主要对各项财务收支的计划、控制、核算、分析和考核工作进行了详细的规定。

关联交易管理方面，公司规定应遵照“平等、自愿、等价、有偿”和“公正、公平、公开”的原则，对拟进行的关联交易由相关职能部门提出议案，议案应对该关联交易的具体事项、定价依据和对公司及股东利益的影响程度做出详细说明。同时，公司给予董事会和总裁相应的决策权限，并制定了具体的回避措施。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度基本完整，整体管理运作情况良好。

六、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。其中，房地产投资以养老地产和旅游地产投资为主，尚未形成品牌效应和规模效应，公司注重以优越的地理优势和较为完善的配套设施进行差异化竞争，近年房地产销售收入随着项目开发进度、销售情况而波动；高端酒店投资方面，公司以旅游型酒店为主，酒店多为近年投资建成、开业，地理位置优越，受到“旅游热”的正向推动，尚处于成长期，经营收入逐年增长；投资收益方面，近三年基本保持稳定，对公司整体盈利水平形成良好补充。2012~2014年，公司营业收入复合减少7.03%，净利润复合增长18.33%。

图5 2012~2014年公司营业收入、净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

公司主营业务突出，2013年由于确认土地转让收入使得主营业务收入在营业收入中占比为78.72%，2012年和2014年主营业务收入在营业收入中占比均在95%以上。公司主营业务收入分别来自商品房销售、客房餐饮和物业管理及其他三个部分，近年公司投资战略逐步由房地产投资转向持有性地产投资，其中持有性地产投资主要以高端酒店投资为主，因而近三年主营业务收入结构有所调整，商品房销售收入占比由2012年的77.93%逐年下降为2014年的46.49%，客房餐饮收入占比由2012年的11.60%逐年上升为40.07%。2014年，公司实现主营业务收入8.47亿元，分别为商品房销售收入3.95亿元、客房餐饮收入3.39亿元和物业管理及其他收入1.12亿元。

从主营业务收入规模来看，2012~2014年，公司商品房销售收入呈波动下降态势，近三年复合下降26.83%，其中2013年较2012年基本保持稳定，但随着北京东方太阳城三期项目销售进入尾声，2014年较2013年下降50.43%；客房餐饮收入方面，除2013年新开业一家商务型酒店以外，已运营酒店受“旅游热”的推动逐渐进入成熟期，经营收入稳步增长，公司近三年客房餐饮收入复合增长75.70%；物业管理收入方面，主要来自于希格玛大厦的租赁收入和东方太阳城的物业收入，该部分收入近三年稳定增长，三年复合增长6.28%。

从毛利率情况来看，2012~2014年，公司主营业务的毛利率分别为44.22%、54.91%和56.08%，呈逐年上升态势，主要是由于客房餐饮板块毛利率水平较高且该板块收入占比逐年上升所致。具体来看，公司2012年商品房销售毛利率为38.03%，2013年和2014年由于东方太阳城别墅销售占比较高因而该部分毛利率有所增长，分别为51.72%和44.94%，其中2014年由于东方太阳城项目销售进入尾声、占比有所下降，而利润空间较小的“宣府第一城”销售额较前两年大幅增长，使得2014年毛利率较2013年有所下降；公司2012年客房餐饮收入毛利率为79.57%，当年收入主要来源于位于三亚的两个旅游酒店，随着三亚高端酒店市场逐步饱和、竞争加剧，收入有所下降的同时运营成本持续上升，导致公司2013年客房餐饮毛利率下降为67.34%，而2013年新开业的商务型酒店上海金桥红枫万豪酒店由于经营状况良好，将公司2014年客房餐饮毛利率拉升至73.07%。

表2 2012~2014年公司主营业务收入及毛利率情况（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
商品房销售收入	7.38	77.93	38.03	7.97	67.98	51.72	3.95	46.69	44.94
客房餐饮收入	1.10	11.60	79.57	2.69	22.94	67.34	3.39	40.07	73.07

物业管理及其他收入	0.99	10.47	51.13	1.06	9.08	47.42	1.12	13.24	43.96
合计	9.48	100.00	44.22	11.73	100.00	54.91	8.47	100.00	56.08

资料来源：公司审计报告。

公司对金融企业和上市公司的投资所产生的投资收益进一步提高了公司盈利水平，近三年公司投资收益在营业利润中占比分别为 85.82%、37.33%和 108.96%。公司投资收益主要来源于长期股权投资，近三年长期股权投资确认投资收益分别为 3.49 亿元、3.15 亿元和 6.62 亿元，呈持续增长态势，年均复合增长 41.12%，其中，公司持有的重庆三峡银行股份有限公司（以下简称“三峡银行”）和重庆国信投资控股有限公司（以下简称“重庆国信”）确认的投资收益贡献较大，2014 年分别确认 1.34 亿元和 5.30 亿元，分别占全年投资收益的 20.20%和 80.18%（公司对部分联营企业投资收益为负），公司对金融企业投资进一步提升了盈利水平。

总体看，公司主营业务收入随房地产项目销售情况而波动，酒店经营收入基本稳定且持续增长，对金融企业的投资进一步提升了公司盈利水平。

2. 房地产开发板块

公司成立之初，以房地产投资为主要发展方向，相继开发了北京乡村高尔夫别墅、北京希格玛中心（写字楼和公寓）和北京东方太阳城，之后又陆续开发了河北张家口“宣府第一城”、浙江安吉凤凰国际旅游城，前期房地产开发正处于我国房地产行业迅猛增长时期，一方面为公司的发展提供了充足的现金流，另一方面也提高了公司的资产价值。

项目成本管理及土地储备

公司房地产开发业务的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司房地产开发项目主要定位为养老地产，养老地产的模式解决了老年的人居住问题，补充完善城市区域功能，带动相关行业和社区周边地区的发展，受到了各地方政府的大力支持，在土地获取方面公司拥有较强的议价能力，土地成本相对较低。

鉴于土地收购对项目盈利的重要影响，公司对此持谨慎态度。目前，公司土地收购方式主要以股权收购和直接拍买为主，由于近年投资战略逐步由房地产投资转向持有性地产投资，公司土地储备仅以之前已达成初步购买意向的为主。公司之前已达成初步购买意向的地块由于所属权问题尚未确权，公司近三年未进行大规模土地储备。

表 3 近三年公司土地购置情况（单位：万平方米，万元）

	土地购置面积	用途	购地支出	期末土地储备
2012 年	7.24	住宅	10,425	34.65
2013 年	0.00	--	0.00	31.19
2014 年	1.29	住宅	2,920	32.48

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至 2014 年底，公司尚有土地储备 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 2,470 亩左右，其中 1,200 亩土地位于海南三亚，拟进行住宅开发；1,270 亩土地位于北京市，待确权后根据市场情况决定是否进行二级开发。

项目建设开发情况

公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体。截至 2015 年 9 月底，公司共有一级、二级子公司 24 家，其中主要房地产开发子公司 4 家。

表 4 截至 2015 年 9 月底公司主要房地产开发公司

序号	公司名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	北京东方太阳城房地产开发有限责任公司	北京市	10,000	35.00
2	北京星宝宏房地产开发有限公司	北京市	10,000	35.00
3	三亚东方太阳城投资有限公司	三亚市	3,000	80.00
4	浙江凤凰国际置业有限公司 ³	潮州市安吉县	10,000	50.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

相比专业的房地产投资公司，公司对项目的选取以公司战略为基准，地产项目定位主要以旅游地产、养老地产和大型商业地产为主，主要集中在一、二线城市及周边。公司近三年在建项目为“宣府第一城”和“凤凰国际”，新开工面积较少，截至 2015 年 9 月底，公司期末在建面积 25.88 万平方米。

表 5 2012~2015 年 9 月底公司房地产开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
当期新开工面积（万平方米）	0	1.88	0	0
当期新开工项目数量（个）	0	1	0	0
期末在建面积（万平方米）	24	25.88	25.88	25.88
期末在建项目数量（个）	1	2	2	2
当期竣工面积（万平方米）	0	0	0	0

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2005 年，公司收购了北京星宝宏房地产开发有限公司及其河北宣化房地产项目，并于 2010 年开工建设“宣府第一城”。“宣府第一城”位于 2022 年冬奥会主办地张家口市宣化区，项目用地 636 亩，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，预计将于 2016 年 5 月进入现场施工环节，C 区尚无开发计划。

“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 600 亩左右，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。

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 4736 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 2200 平米市医保定点医院，5500 平米的康体中心，7000 平米的学习教室和多功能厅，6400 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。

32012 年 2 月至 2015 年 9 月底，公司出于融资目的，先后将浙江凤凰国际置业有限公司 100%股权变更至中诚信托有限责任公司和重庆信托名下，但浙江凤凰国际置业有限公司的战略制定、日常管理均由公司实际控制，为保证本次债券投资者利益、避免子公司股权纠纷，公司承诺募集资金到位后将优先偿还涉及浙江凤凰国际置业有限公司股权变更的信托融资，并将该子公司相应部分股权及时变更回公司名下。

表6 截至2015年9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	预计竣工时间	预计总投资	截至2015年9月末已完成投资	2015年预计投资	2016年预计投资	2017年预计投资
1	宣府第一城	2010年9月	2020年12月	20.00	9.94	1.20	2.00	2.00
2	凤凰国际1期	2013年8月	2016年6月	2.12	1.81	0.53	0.13	0.00
	合计	--	--	22.12	11.75	1.73	2.13	2

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司未来两年在建项目只有“宣府第一城”和“凤凰国际1期”，2016年和2017年预计投资额总计4.13亿元。可见公司未来在房地产板块在建项目的预计资金投入并不大。

房产销售情况

公司房地产开发以养老地产为概念，开发“带有一定休闲度假功能的退休社区”。以2002年开始开发的“东方太阳城”为例，项目在住宅设计、规划中，从室内外空间布局、紧急呼叫装置、住宅设备、通行能力等多方面考虑了老人居住的特殊需求，并通过设立物业公司、社交健身俱乐部、医院等子公司和服务机构，为业主提供全面的养老服务。“东方太阳城”分三期开发，目前一期、二期已经售罄，三期即将完成销售，截至2015年9月底剩余可售面积为2.91万平方米。

依托“东方太阳城”项目开发经验，公司房地产项目仍以住宅、酒店和配套商业设施的退休社区为主，在旅游资源丰富的浙江省安吉县开发“凤凰国际”项目，以完善的配套设施和优越的地理位置吸引周边地区客户群。

除此之外，公司在张家口市宣化区开发的项目“宣府第一城”，受北京-张家口冬奥会的申办影响，以及京张高铁的开通与京津冀一体化的深入发展，以优越的地理位置优势，吸引周边客户群体前来投资。

房地产定价方面，公司根据房地产项目所处地段、房屋品质（户型）、周边配套以及周边房地产价格综合确定房屋销售均价，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。从房屋销售面积来看，近三年公司销售房屋面积分别为2.81万平方米、3.32万平方米和5.61万平方米，主要集中在“宣府第一城”项目。

表7 2012~2015年9月底公司销售数据情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
签约销售面积（万平方米）	2.81	3.32	5.52	2.29
签约销售金额（万元）	17,480.63	38,850.38	39,693.10	18,670.90
签约销售均价（万元/平方米）	0.62	1.17	0.75	0.82
结转收入面积（万平方米）	10.15	4.22	3.13	7.21
结转收入（万元）	73,841.37	79,743.49	39,528.01	35,584.80

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至2015年9月底，公司“东方太阳城”项目剩余可售面积为2.91万平方米，“宣府第一城”项目剩余可售面积为7.44万平方米，“凤凰国际”项目剩余可售面积为1.18万平方米。

表8 2015~2017年公司预计销售情况

项目	2015年	2016年	2017年
预计签约销售面积（万平方米）	3.27	4.45	5.10
预计签约销售金额（万元）	33,600.00	40,700.00	56,800.00
预计销售回款金额（万元）	29,000.00	31,000.00	46,500.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司近两年由于房屋产品结构调整及战略转型，未大规模进行土地储备，目前公司房地产项目开发与公司资金实力基本匹配，但可售房产资源有限，销售情况一般。

3. 酒店经营板块

公司自 2008 年投资战略由房地产开发转向持有性物业投资后，逐步投资开发星级酒店，定位为高档星级酒店，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。

委托国际知名酒店管理公司方面，公司作为酒店业主，投资建设前与酒店管理集团签订合作协议，确定设计方案及日后经营管理中双方的权利、义务和责任，管理集团依照自身的管理风格、服务规范、质量标准 and 运营方式来向公司输出专业技术、管理人才和管理模式，公司向其支付一定比例的“基本管理费”（约占营业额的 2%至 5%）和“奖励管理费”（约占毛利润的 3%至 6%）。日常管理中，公司作为业主方，向每家酒店派入业主代表和业主财务人员，每年年末与酒店管理集团确定下年经营指标，并参照同品牌、同星级和地域位置的酒店的经营状况，每个季度对各个酒店经营利润和经营成本进行考核，确保公司该部分资产保值、增值。

截至 2015 年 9 月底，公司投资的 5 家星级酒店均已全部开业，具体如下：

表 9 截至 2015 年 9 月底公司酒店概况

酒店名称	星级	开业时间	市场定位	客房（间）
北京东方太阳城嘉宾国际酒店	四星级	2007 年	旅游型	108
三亚海棠湾喜来登度假酒店	五星级	2012 年	旅游型	500
三亚御海棠豪华精选度假酒店	五星级	2012 年	旅游型	160
上海金桥红枫万豪酒店	五星级	2013 年	商务型	323
浙江安吉 JW 万豪酒店	五星级	2015 年	旅游型	228

资料来源：公司提供，联合评级整理。

东方嘉宾酒店位于北京市，整体建筑面积约 45,000 平米，于 2007 年正式开业。酒店主楼建筑层高共 5 层，面积为 8,003.78 平方米，内设酒店前台、KTV、大堂吧、西餐厅、商务中心和会议室；共设客房 108 间/套，床位 189 个。

三亚喜来登和三亚豪华精选作为复合式度假酒店，坐落于中国海南省三亚市海棠湾的中心地带，于 2012 年试营业，均委托喜达屋管理。三亚喜来登拥有 500 间客房、3,500 平米的室内会议场地、超过 8,000 平方米的户外草坪及多个户外会议场地，适合举办各类庆典、鸡尾酒会、盛大婚宴及大型会议；三亚豪华精选则为豪华精选品牌于中国区的第一家度假酒店，拥有 142 间客房与 18 栋度假别墅。

表 10 2012~2015 年 1~9 月三亚喜来登经营情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
接待人次	66,535	118,529	165,210	147,285
入住率（%）	20	37	50	60
平均房价（元/间）	983	895	801	797

资料来源：公司提供，联合评级整理。

表11 2012~2015年1~9月三亚豪华精选经营情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
接待人次	5,158	25,460	46,006	52,823
入住率(%)	15	22	41	65
平均房价(元/间)	1,483	1,620	1,168	1,004

资料来源：公司提供，联合评级整理。

金桥万豪和凤凰万豪分别坐落于上海市浦东新区与浙江省安吉县，并分别于2013年和2015年试营业，均委托万豪集团管理。金桥万豪毗邻国际商业园区，设323间客房及套房，客户主要以商旅人士为主，会议区域总面积逾1,700平方米；凤凰万豪地处生态环境优美宜居的浙江省安吉县，紧挨杭长高速公路与各个旅游景点，拥有228间客房及套房，客户以休闲度假人士为主。

表12 2012~2015年1~9月金桥万豪经营情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
接待人次	--	66,626	87,993	70,434
入住率(%)	--	48	67	73
平均房价(元/间)	--	896	983	1,031

资料来源：公司提供，联合评级整理。

表13 2012~2015年1~9月凤凰万豪经营情况

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
接待人次	--	--	--	23,337
入住率(%)	--	--	--	42
平均房价(元/间)	--	--	--	1,021

资料来源：公司提供，联合评级整理。

可以看出，公司高档酒店依托优越的地理位置和国际知名酒店管理公司的品牌效应，除凤凰万豪开业时间较短以外，其他酒店接待人次和入住率逐年增长，经营状况较好。

总体看，公司酒店经营状况较好，高端酒店板块投资一方面帮助公司资产保值增值，另一方面为公司日常经营提供了稳定的现金流。

4. 主要投资

公司除房地产开发、酒店经营以外，还开展股权投资业务，通过被投公司的分红和退出时实现的资本增值以获得投资收益，近年投资收益显著。

公司对重庆国信和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”）和农银人寿保险股份有限公司（以下简称“农银人寿”）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，对北京农商行和农银人寿的投资按成本计量。2013年，公司出售了所持有的农银人寿2.72亿的股权，确认投资收益-0.20亿元。

表14 2012~2015年1~9月公司对外投资账面价值（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年9月末
重庆国信	90,991.65	90,991.65	90,991.65	90,991.65
三峡银行	34,400.00	34,400.00	34,400.00	50,826.80
北京农商行	10,000.00	10,000.00	10,000.00	10,000.00

农银人寿	28,152.00	1,126.99	1,126.99	26.99
深信泰丰	274.98	274.98	274.98	274.98

资料来源：公司提供，联合评级整理。

表15 2012~2015年1~9月公司对外投资当期确认投资损益（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
重庆国信	25,321.44	26,868.47	53,033.27	56,878.10
三峡银行	6,969.70	9,209.51	13,357.75	21,512.53
北京农商行	1,650.00	700.00	--	--
农银人寿	--	-1,954.21	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

表16 2012~2015年1~9月公司对外投资公允价值变动（单位：万元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~9月
深信泰丰	1,331.22	1,017.99	20,594.73	36,412.74

资料来源：公司提供，联合评级整理。

金融类企业投资

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没有关于分红的约定。公司的投资收益主要成因是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于被投资单位基于股东会的利润分配机制而执行的分配结果。

公司曾持有中国银联的股份已出售变现，目前持有重庆三峡银行股份有限公司和重庆国信投资控股有限公司的股权对2014年确认的投资收益贡献较大，分别确认投资收益1.34亿元和5.30亿元，占全年投资收益的20.20%和80.18%，被投资企业经营情况如下：

（1）重庆国信投资控股有限公司

公司通过全资子公司重庆希格玛海源投资有限公司和控股子公司上海希格玛置业有限公司（公司持股90%）持有重庆国信共计26.77%的股份。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，近三年收入70%以上均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2014年底，重庆国信总资产1,386.19亿元，净资产226.16亿元；2014年总收入87.66亿元，净利润39.15亿元。

重庆信托成立于1984年10月，是经中国人民银行和国家外管局批准设立的非银行金融机构，可同时经营人民币和外币业务。重庆信托控股三峡银行、益民基金管理公司，参股西南证券、重庆银行等金融机构，是一家以金融信托业务为主，涉及银行、基金、证券的重点地方金融企业。截至2014年底，重庆信托注册资本金24.39亿元、总资产171.47亿元、负债总额37.46亿元、所有者权益134.01亿元，母公司口径净资产102.71亿元，净资产与各项业务风险资本之比为249.15%，净资产与净资产之比为80.81%，远超《信托公司净资本管理办法》所规定净资本风险控制指标；2014年重庆信托实现营业收入35.09亿元，净利润24.42亿元。

（2）重庆三峡银行股份有限公司

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2014年底，三峡银行注册资本23.54亿元，资产总额1,008.92亿元，净资产61.41亿元，各项存款余额678.55亿元，各项贷款余额268.45亿元；2014年全年实现营业收入31.00亿元，

利润总额 17.60 亿元，净利润 13.23 亿元。

从风险管理方面来看，截至 2014 年底，三峡银行前五大贷款行业占全行贷款余额比重为 49.93%，集中度不高；单一最大客户贷款集中度为 4.64%，前十大客户贷款集中度为 42.53%，客户贷款集中度不高；贷款的风险缓释措施方面，三峡银行信用类贷款占比 2.02%，保证类贷款和抵质押贷款分别占比 40.20%和 57.78%，风险缓释措施对其信贷资产具有较强的保障性；贷款质量方面，三峡银行不良贷款余额 0.80 亿元，不良贷款率为 0.30%，信贷资产质量处于良好水平，拨备覆盖率 769.85%，远超监管要求（ $\geq 150\%$ ），风险可控；资本充足小方面，三峡银行期末资本充足率为 10.54%，核心一级资本充足率和一级资本充足率均为 8.74%，资本充足压力较大。

资本市场投资

资本市场投资方面，公司持有上市公司深信泰丰 78,306,968 股股票。深信泰丰成立于 1981 年 11 月，为深圳证券交易所上市公司（股票代码 000034），主营业务为电话机产品的生产与销售及饲料产品的生产与销售。截至 2014 年底，深信泰丰总资产 4.62 亿元，净资产 1.66 亿元；2014 年全年实现营业收入 5.09 亿元，利润总额 0.63 亿元，净利润 0.61 亿元。2015 年 8 月深信泰丰通过向特定对象非公开发行股份募集资金购买资产与神州数码重组，交易完成后，深信泰丰的主营业务将新增更具发展潜力的 IT 产品分销业务，盈利能力将有所提升。深信泰丰本次非公开发行的股票数量为 296,096,903 股，已于 2015 年 12 月 18 日获得中国证监会核准批复。

总体看，公司对外投资主要以金融企业和上市公司为主，被投资方经营效益较好。

5. 经营效率

2013 和 2014 年，公司应收账款周转率分别为 102.30 次和 62.87 次；存货周转率分别为 0.22 次和 0.15 次；总资产周转率分别为 0.12 次和 0.07 次，均呈下降态势，主要由于 2014 年收入和成本较 2013 年均有所下降所致。

总体看，公司因应收账款规模较小使得应收账款周转速度较快，但存货周转率和总资产周转率一般，整体经营效率尚可。

6. 关联交易

公司关联交易主要体现在与关联方的往来款项中。2012~2014 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 26.95 亿元、18.78 亿元和 25.46 亿元，支付其他与经营活动有关的现金分别为 24.79 亿元、18.51 亿元和 21.21 亿元，主要为与关联方的往来。截至 2014 年底，公司其他应收款中关联方往来款 7.36 亿元，占年末其他应收款账面价值的 53.19%，其他应付款中关联方往来款 6.07 亿元，占年末其他应付款账面价值的 19.19%。

总体看，公司的关联交易金额较大且较为频繁，若关联方利益与公司利益不一致，可能导致公司整体利益及股东的合法权益受到一定的侵害。

7. 经营关注

公司作为一家综合性投资公司，投资领域较多且经营区域分散，目前存在的经营风险主要有如下几点：

（1）项目开发风险。房地产项目开发周期长、投资大、涉及相关行业广、合作单位多，需要接受规划、国土、建设、房管、消防和环保等多个政府部门的审批和监管，这使得公司对项目开发控制的难度增大。虽然公司积累了丰富的房地产开发经验，具备较强的项目操作能力，但如果在房地产项目开发中的任何一个环节出现重大变化或问题，都将直接影响项目开发进度，进而影

响项目开发收益。

(2) 酒店委托管理风险。酒店委托管理模式下，公司通过管理方的专业管理技能和品牌知名度快速成功地立足于酒店市场，投资风险相对减小、投资回报相对有所保障。但合作过程中，双方容易因盈利指标的确定产生冲突，其他酒店也曾发生因盲目扩张、人才不足造成服务质量下滑，一旦双方出现矛盾导致合作终止，管理团队的缺失将导致酒店发生停业风险。

(3) 金融投资风险。利率市场化后银行业将面临利差收窄、盈利下降的挑战。小型银行由于负债能力较弱且更多依赖利息收入，受利率市场化的冲击会更大，经营风险将更高。

除银行业以外，非银行金融机构同样面临较大的经营风险。信托业属于高风险、高收益的行业。近年来信托业之所以取得飞速发展、利润快速增长，主要原因之一就是在利率管制的条件下，银行信贷投放受限，因而很多无法获得银行贷款的行业转向信托渠道。利率市场化将使信托业的利率敏感性大幅提高，风险加大，并使信托业的“利率管制红利”消失，面临更加激烈的市场竞争。利率市场化所带来的利率上扬压力将使信托业的经营成本迅速上升，使其面临不断增大的经营风险。

(4) 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地域性强的特征，各地气候、居民生活习惯、购房偏好、市场情况、地方开发政策和管理法规等都相互存在一定的差异，为了保证项目开发、经营的顺利进行，公司必须适应当地开发环境，否则将面临一定的经营风险。

(5) 关联交易风险。公司关联交易主要系与联营企业产生往来款项等，若关联方利益与公司利益不一致，可能导致公司整体利益及股东的合法权益受到一定的侵害。

8. 未来规划

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、旅游地产、养老地产、高科技、资本市场和休闲文化为主。

公司投资继续以股权投资和实业投资相结合的模式，形成以股权投资、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，公司的投资区域布局以“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，公司将根据自身的需要，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，充分保障公司未来可持续发展的需要。

在未来三年内，公司一方面进行实业投资和运营，另一方面开展资本运作，实现“业务经营”与“资本运作”双轮驱动，助推公司整体上可持续发展。

总体看，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、养老服务业、文化体育业、葡萄酒业等为服务引擎，发展旅游度假和健康管理产业，实现公司多元化稳定发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度合并财务报表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审计意见，公司 2015 年 1~9 月财务报告未经审计。公司财务报表以持续经营为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部 2006 年 2 月 15 日及以后期间颁布的《企业会计准则—基本准则》、各项具体会计准则及相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券

的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》(2014 年修订)的披露规定编制财务报表。

截至 2014 年底,公司纳入合并范围的一级子公司有 12 家,近三年未发生变化,数据可比性强。

表 17 截至 2014 年底公司纳入合并范围的子公司

子公司名称	持股比例(%)
北京年度酒庄有限公司	90
北京希格玛物业管理有限责任公司	80
北京东方太阳城房地产开发有限责任公司	35
三亚东方太阳城投资有限公司	80
三亚橡树谷高尔夫俱乐部管理有限公司	80
三亚橡树谷旅业发展有限责任公司	80
三亚怡龙置业有限责任公司	80
三亚长岛旅业有限公司	60
红板凳科技股份有限公司	80
上海希格玛置业有限公司	90
浙江凤凰国际置业有限公司	50
重庆希格玛海源股权投资有限公司	100

资料来源:公司审计报告,联合评级整理。

截至 2014 年底,公司合并资产总额 132.81 亿元,负债合计 92.80 亿元,所有者权益(含少数股东权益)40.01 亿元。2014 年公司实现营业收入 8.57 亿元,净利润(含少数股东损益)5.83 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 5.68 亿元;经营活动产生的现金流量净额 0.99 亿元,现金及现金等价物净增加额-0.93 亿元。

截至 2015 年 9 月底,公司合并资产总额 151.66 亿元,负债合计 104.52 亿元,所有者权益(含少数股东权益)47.13 亿元。2015 年 1~9 月公司实现营业收入 7.55 亿元,净利润(含少数股东损益)6.57 亿元,其中归属于母公司所有者的净利润为 6.87 亿元;经营活动产生的现金流量净额 1.47 亿元,现金及现金等价物净增加额 0.73 亿元。

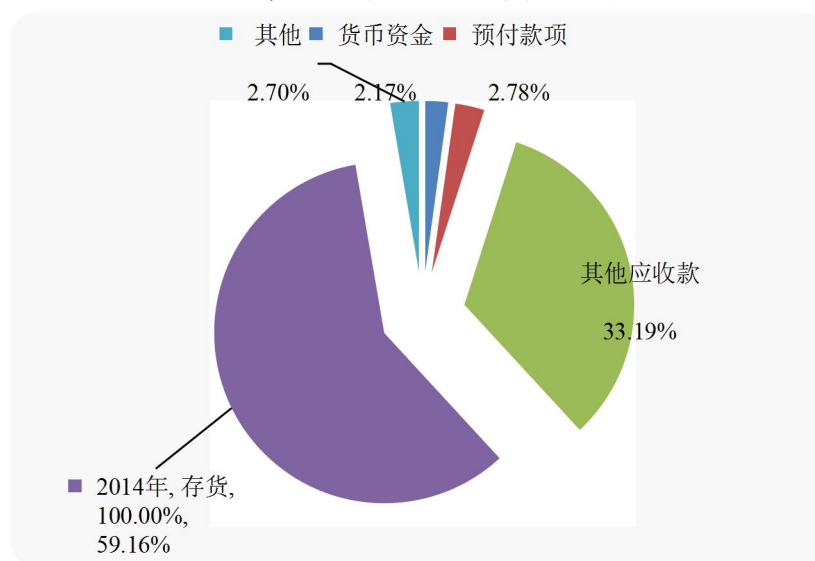
2. 资产质量

2012~2014 年,公司资产规模逐年稳步上升,年均复合增长率 6.03%,截至 2014 年底,公司资产总额为 132.81 亿元,较年初增长 4.09%,主要系非流动资产增长所致,资产结构以非流动资产为主,且其占比呈持续增长态势,截至 2014 年底,流动资产合计占 31.37%,非流动资产合计占 68.63%。

流动资产

2012~2014 年,公司流动资产呈波动下降态势,年均复合下降 11.76%。截至 2014 年底,公司流动资产合计 41.67 亿元,较年初下降 23.13%,主要系其他应收款减少所致,流动资产主要由货币资金(占比 2.17%)、预付款项(占比 2.78%)、其他应收款(占比 33.19%)和存货(占比 59.16%)构成。

图 6 截至 2014 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。

2012~2014 年，公司货币资金总额持续下降，年均复合下降 39.77%，其中 2013 年由于当年到期的外部融资较多、偿还借款所致，2014 年主要由于凤凰万豪酒店的投资资金增加且当年房地产开发收入下降所致。截至 2014 年底，公司货币资金余额 0.90 亿元，其中银行存款占比 95.98%，无使用受限资金。

2012~2014 年，公司预付款项呈波动态势，年均复合增长 1.32%，主要为预付的工程款。截至 2014 年底，公司预付款项 1.16 亿元，较年初下降 63.28%。

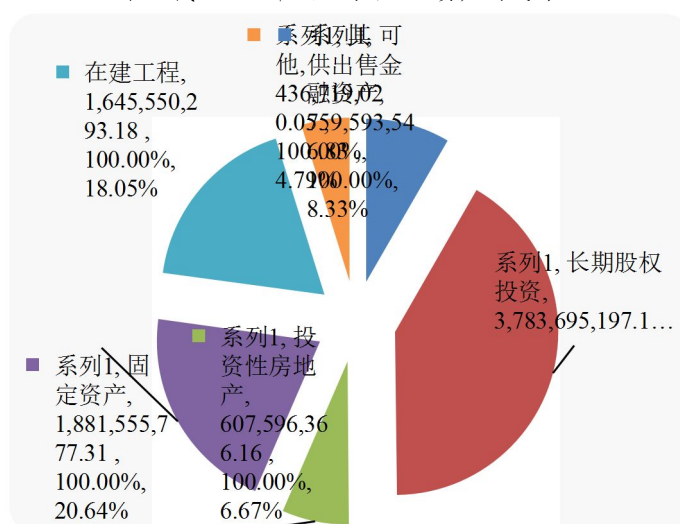
2012~2014 年，公司其他应收款呈波动下降态势，年均复合下降 16.25%，主要为非经营性往来款。截至 2014 年底，公司其他应收款账面价值 13.83 亿元，较年初下降 41.99%，账龄集中在 1 年以内、占比 83.15%，按信用风险特征组合计提坏账准备，仅针对 1 年以上其他应收款计提坏账准备 0.81 亿元。

2012~2014 年，公司存货基本保持稳定，年均复合下降 4.01%，主要为开发成本，近两年占比均在 70%以上。截至 2014 年底，公司存货 24.65 亿元，未计提跌价准备，其中，北京星宝宏房地产开发有限公司 4.33 亿元的存货、北京东方太阳城房地产开发有限责任公司 3.87 亿元的存货以及浙江凤凰国际置业有限公司 4.14 亿元的存货已办理抵押手续。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产呈持续增长态势，年均复合增长 18.77%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 91.15 亿元，较年初增长 24.20%，主要由可供出售金融资产（占比 8.33%）、长期股权投资（占比 41.51%）、投资性房地产（占比 6.67%）、固定资产（占比 20.64%）和在建工程（占比 18.05%）构成。

图7 截至2014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。

2012~2014年，公司可供出售金融资产基本保持稳定，年均复合减少1.97%，其中2013年底较年初减少32.36%主要是由于当年出售了所持有的农银人寿2.72亿的股权，2014年底由于持有的上市公司深信泰丰的股票价格上升使得账面价值较年初大幅提升。截至2014年底，公司可供出售金融资产7.60亿元，主要为持有的深信泰丰、北京农商行、农银人寿等的股份，其中，以公允价值计量的深信泰丰的78,306,968股股份和以成本计量的1亿元北京农商股份已办理质押手续。截至2014年底，公司可供出售金融资产计提减值准备0.11亿元。

2012~2014年，公司长期股权投资呈持续增长态势，年均复合增长20.94%。截至2014年底，公司长期股权投资为37.84亿元，较年初增长26.79%，主要系确认投资收益导致长期股权投资账面价值增长所致，公司长期股权投资明细如下表所示：

表18 截至2014年底公司长期股权投资明细情况（单位：亿元、%）

被投资企业名称	持股比例	账面余额
海南凤凰谷旅业发展有限责任公司	20.00	0.05
海南安汇置业有限责任公司	20.00	0.06
海南凤凰谷高尔夫俱乐部管理有限公司	20.00	0.00
北京万柳高尔夫俱乐部有限公司	30.00	0.21
北京万柳体育公园有限公司	30.00	0.00
北京万柳会议服务有限公司	30.00	0.07
重庆三峡银行股份有限公司	10.69	7.38
重庆国信投资控股有限公司	26.77	30.06
重庆同创置业（集团）有限公司	89.10	0.00
合计	--	37.84

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2012~2014年，公司投资性房地产稳定增长，年均复合增长7.69%，系公允价值变动所致，主要为持有的希格玛大厦及公寓。2015年10月，北京国融兴华资产评估有限责任公司福建分公司基于2012年底、2013年底和2014年底对公司持有的希格玛大厦及公寓进行资产评估，评估方法采用成本法、市场法和收益法。截至2014年底，公司投资性房地产6.08亿元，已全部办理抵

押手续。

2012~2014 年，公司固定资产呈波动增长态势，年均复合增长 185.14%，主要由于 2014 年大量在建工程完工结转所致。截至 2014 年底，公司固定资产净值 18.82 亿元，主要为房屋建筑物、机器设备和电子设备及其他设备，分别占比 79.87%、12.88%和 6.02%，其中，北京东方太阳城房地产开发有限责任公司持有的酒店、酒店式公寓及零售中心和三亚长岛旅业有限公司持有的海棠湾喜来登酒店和豪华精选酒店房产已办理抵押手续，抵押的账面价值分别为 0.76 亿元和 13.25 亿元。截至 2014 年底，公司固定资产累计计提折旧 1.73 亿元，成新率为 91.60%。

2012~2014 年，公司在建工程呈波动下降态势，年均复合减少 14.05%，系部分工程完工结转所致。截至 2014 年底，公司在建工程 16.46 亿元，未提取减值准备，主要为浙江安吉 JW 万豪酒店和上海金桥红枫万豪酒店，其中浙江安吉 JW 万豪酒店账面价值 3.81 亿元房产已办理抵押手续，上海金桥红枫万豪酒店账面价值 11.81 亿元并已全部办理抵押手续。

截至 2015 年 9 月底，公司资产总计 151.66 亿元，较年初增长 14.19%，主要非经营性往来款项增长导致其他应收款增长、持有的深信泰丰股权公允价值变化使得可供出售金融资产增长以及增加对三峡银行和嘉兴极地信天壹期投资合伙企业的投资使得长期股权投资大幅增长所致。其中流动资产占比 31.45%、非流动资产占比 68.55%，较年初变化不大。

公司受限资产较多，在总资产中占比达到 38.06%，主要为因借款而进行抵质押的存货，在建工程等，具体如下：

表19 截至2015年9月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	123,475.29	金融机构借款抵押
无形资产	4,150.13	金融机构借款抵押
在建工程	156,259.49	金融机构借款抵押
投资性房地产	60,759.64	金融机构借款抵押
可供出售金融资产	92,498.20	金融机构借款质押
固定资产	140,105.70	金融机构借款抵押
合计	577,248.46	--

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，公司资产流动性不佳。

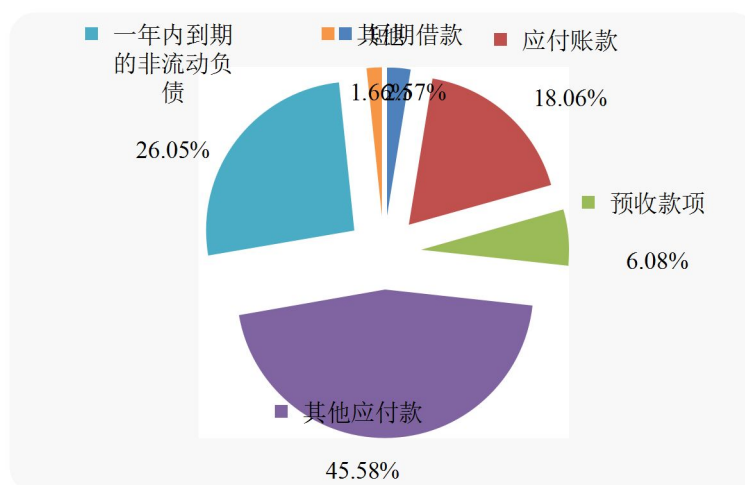
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债呈波动下降态势，年均下降 1.20%。截至 2014 年底，公司负债合计 92.80 亿元，较年初下降 3.75%，主要系长期借款减少所致；负债构成以流动负债为主，其中流动负债占比 74.75%、非流动负债占比 25.25%。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 69.37 亿元，近三年年均复合增长 7.56%，公司流动负债主要以短期借款（占比 2.57%）、应付账款（占比 18.06%）、预收款项（占比 6.08%）、其他应付款（占比 45.58%）和一年内到期的非流动负债（占比 26.05%）为主。

图8 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2012~2014年，公司短期借款呈下降态势，年均复合下降28.57%，外部融资多为匹配项目的长期借款，短期借款规模较小。截至2014年底，公司短期借款1.79亿元，其中抵押贷款1.5亿元，质押贷款0.29亿元。

2012~2014年，公司应付账款呈波动态势，基本保持稳定，年均复合增长4.14%，主要为应付的工程款和设备款项。截至2014年底，公司应付账款12.53亿元，较年初减少10.04%，系公司期末偿付部分工程款所致，应付账款账龄集中在2年以上，占比72.35%。

2012~2014年，公司预收款项呈持续下降态势，年均复合下降31.78%，主要为预收的购房款，由于近三年新开盘面积较少，持续的新交付楼盘项目多于新开盘项目，导致销售资金回笼小于结转房款收入，使得预收款项持续下降。截至2014年底，公司预收款项4.22亿元。

2012~2014年，公司其他应付款呈波动下降态势，年均复合下降5.26%，变动主要因经营活动对短期资金需求变动所致。截至2014年底，公司其他应付款31.62亿元，账龄集中在1年以内，占比82.56%，前五大客户占比47.17%。

表20 截至2014年底公司其他应付款前五大客户明细（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	账面金额	内容	占比
西安银信实业发展有限公司	非关联方	38,430.00	往来款	12.15
北京金英合投资咨询有限公司	关联方	35,022.84	往来款	11.08
富力（北京）地产开发有限公司	非关联方	30,000.00	往来款	9.49
江苏省出版总社	非关联方	25,600.00	往来款	8.10
重庆国信投资控股有限公司	关联方	20,098.00	往来款	6.36
合计		149,150.84	--	47.17

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债18.07亿元，其中质押贷款5.07亿元、抵押贷款13.00亿元。

截至2014年底，公司非流动负债23.43亿元，近三年年均复合下降18.32%，主要为长期借款。

2012~2014年，公司长期借款呈波动下降态势，年均复合下降20.75%。截至2014年底，公司长期借款20.81亿元，全部为抵押借款。

2012~2014 年，公司全部债务规模随着业务规模的扩大不断增加，年均复合增长 5.37%，主要是长期借款的增长所致。截至 2014 年底，公司全部债务合计 40.67 亿元，其中短期债务 19.86 亿元，主要为一年内到期的长期借款；长期债务 20.81 亿元，全部为长期借款。

截至 2014 年底，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.88%、50.41%和 34.22%，公司负债水平较高且有息债务负担较重。

截至 2015 年 9 月底，公司负债合计 104.52 亿元，较年初增长 12.63%，主要为流动负债中短期借款和其他应付款增加以及非流动负债的长期借款增加所致，负债结构仍以流动负债为主（占比 60.05%）。

截至 2015 年 9 月底，公司短期借款 7.19 亿元，较年初增长 302.43%；长期借款 38.02 亿元，较年初增长 82.70%，还款期限主要集中在 1~2 年（含两年）和 5 年以上（如下表所示），可以看出，公司短期债务压力较大。

表 21 截至 2015 年 9 月底公司长期借款还款计划表（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
1-2 年（含 2 年）	16.40	43.14
2-3 年（含 3 年）	4.71	12.4
3-4 年（含 4 年）	1.80	4.73
4-5 年（含 5 年）	1.84	4.83
5 年以上	13.27	34.90
合计	38.02	100.00

数据来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2015 年 9 月底，公司因长期借款增加使得有息债务规模较年初增加 16.13%至 47.23 亿元，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 68.92%、50.05%和 44.65%，因长期借款增加使得长期债务资本化率有所上升，债务压力仍较大。

总体看，公司负债以流动负债为主，与资产结构不相匹配，负债水平较高且有息债务负担较重。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益年均复合增长 31.76%，主要来自于公司利润留存。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 40.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益占 86.17%。归属于母公司所有者权益中实收资本占比 2.91%，资本公积占比 5.94%，其他综合收益占比 28.54%，盈余公积占比 0.61%，未分配利润占比 61.99%，未分配利润占比较高，公司权益结构的稳定性较弱。

截至 2015 年 9 月底，公司所有者权益为 47.13 亿元，受公司未分配利润增长影响，所有者权益较年初上升 17.80%，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构的稳定性较弱。

4. 盈利能力

受房地产开发板块销售进度影响，公司收入规模呈波动态势，2012~2014 年，公司分别实现营业收入 9.91 亿元、14.90 亿元和 8.57 亿元，年均复合下降 7.03%；公司三年分别实现净利润 4.16 亿元、7.60 亿元和 5.83 亿元，受所持长期股权投资确认的投资收益变化影响，呈波动上升态势，年均复合增长 18.33%，净利润中主要为归属于母公司所有者的净利润，近三年占比分别为 88.68%、86.60%和 97.49%。

近三年，公司期间费用总额波动增长，年均复合增长 16.77%。2012~2014 年，公司销售费用和管理费用均呈逐年增长态势，年均复合增长率分别为 35.86%和 27.60%；财务费用呈波动下降态势，年均复合下降 9.06%，其中 2013 年主要由于置换 8 亿元高息贷款使得财务费用较上年下降 29.66%，2014 年由于债务规模有所增加使得财务费用有所回升。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 34.25%、22.72%和 54.02%，2014 年，随着营业收入的大幅下滑、运营酒店日趋完善与凤凰国际的开盘，公司期间费用及与当期营业收入的比例大幅上升，公司费用控制能力有待提升。

从利润构成情况来看，除来自于主营业务以外，公司利润实现还依赖于投资收益的确认，其中 2014 年投资收益在营业利润中占比为 108.96%，2012 年和 2013 年分别为 85.82%和 37.33%。公司营业外收入规模较小，2012~2014 年，公司营业外收入分别为 0.80 亿元、0.03 亿元和 0.02 万元，公司盈利能力对营业外收入的依赖度极低。

表22 2012~2014年公司确认的投资收益（单位：万元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
权益法核算的长期股权投资收益	33,209.93	37,791.41	66,139.11
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间的投资收益	0.02	0.00	-361.68
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益	-2.61	-5,014.89	449.55
可供出售金融资产等取得的投资收益	1,650.00	700.00	0.00
处置可供出售金融资产取得的投资收益	0.00	-1,954.21	0.00
合计	34,857.34	31,522.30	66,226.98

数据来源：公司审计报告，联合评级整理。

表23 2014年公司权益法核算的长期股权投资收益（单位：万元）

被投资企业	确认的投资收益
海南凤凰谷旅业发展有限责任公司	-0.95
海南安汇置业有限责任公司	-0.14
海南凤凰谷高尔夫俱乐部管理有限公司	0.11
北京万柳高尔夫俱乐部有限公司	-249.60
北京万柳体育公园有限公司	-1.08
北京万柳会议服务有限公司	-0.25
重庆三峡银行股份有限公司	13,357.75
重庆国信投资控股有限公司	53,033.27
重庆同创置业（集团）有限公司	-
合计	66,139.11

数据来源：公司审计报告，联合评级整理。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率基本保持稳定，分别为 40.26%、55.62%和 48.37%。2014 年，公司总资产和所有者权益较上年均有所增长，分别增长 4.09%和 28.35%，而净利润较上年下降 23.36%，因而公司总资产报酬率由 7.54%下降为 5.46%，净资产收益率由 28.05%下降为 16.37%。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 7.55 亿元，实现净利润 6.57 亿元；确认投资收益 7.52 亿元。

总体看，公司盈利规模较大，投资收益显著，盈利水平较高，但费用控制力度有待提升。

5. 现金流

从经营活动来看, 2012~2014年公司经营活动现金流量净额分别为-4.64亿元、2.09亿元和0.99亿元, 其中2013年较2012年增加6.74亿元主要系住宅销售回笼资金增加所致, 2014年较2013年减少1.10亿元主要系在建房地产项目增加引起的现金流出所致。2012~2014年, 公司收到其他与经营活动有关的现金分别为26.95亿元、18.78亿元和25.46亿元, 支付其他与经营活动有关的现金分别为24.79亿元、18.51亿元和21.21亿元, 系往来款较多所致。从现金收入质量来看, 近三年公司现金收入比呈逐年增长态势, 2012~2014年分别为47.34%、64.62%和80.03%, 收入实现质量一般。

从投资活动来看, 2012~2014年公司投资活动现金流量净额分别为2.68亿元、2.21亿元和-4.52亿元, 2013年公司在建工程增加6亿元, 大部分为其中2013年较2012年减少0.47亿元, 主要因收回投资收到的现金减少所致; 2014年较2013年持续减少6.73亿元, 主要因在建酒店进入集中施工期, 同时取得投资收到的现金大幅减少所致。2012~2014年, 公司取得投资收益收到的现金分别为0.24亿元、0.11亿元和0.32, 分别占当期确认投资收益的6.89%、3.35%和4.86%, 投资收益中现金实现比例较低。

从筹资活动来看, 2012~2014年公司筹资活动现金流量净额分别为4.07亿元、-4.96亿元和2.61亿元, 其中2013年筹资活动现金流呈现净流出状态, 主要由于当年集中偿还部分债务、支付利息所致。

2015年1~9月, 公司经营活动现金流净额为1.47亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-1.64亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为0.89亿元。

总体看, 公司收入实现质量一般, 由于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; 因投资收益中现金实现比例较低, 公司投资收益现金实现情况需要关注。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2012~2014年公司流动比率呈下降趋势, 分别为0.89倍、0.89倍和0.60倍; 速动比率呈波动下降态势, 分别为0.45倍、0.49倍和0.25倍, 均处于较低水平; 2012~2014年公司经营现金流动负债比分别为-7.75倍、3.43倍和1.42倍, 2013年和2014年经营现金对公司流动负债的覆盖程度较好; 现金短期债务比分别为1.28倍、0.39倍和0.05倍, 公司现金类资产对短期债务覆盖能力较差。整体看, 公司短期债务偿债能力一般。

从长期偿债指标看, 2012~2014年公司EBITDA分别为6.36亿元、9.59亿元和8.11亿元, 其中利润总额占比均在75%以上, 随利润总额的波动而波动; EBITDA利息倍数呈波动上升态势, 分别为1.09倍、2.87倍和2.33倍, 对利息的覆盖能力尚可; EBITDA全部债务比呈下降态势, 分别为0.17倍、0.25倍和0.20倍, 对债务的保护能力尚可。考虑到公司拥有较大规模的可供出售金融资产和投资性房地产, 且长期股权投资主要投向发展前景向好的金融行业, 一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力。综合来看, 公司整体偿债能力较强。

截至2014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。因深圳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, 如执行法院能够执行回该调解书所确认的全部款项, 公司最终取得的款项大于1.2亿元。

根据公司提供的查询日期为2015年9月30日的银行征信报告(本部)(NO.E201509300099175873)显示, 公司无未结清与已结清不良信用记录。

总体看，公司有息债务负担较重，但考虑到公司拥有较大规模的可供出售金融资产和投资性房地产，且长期股权投资主要投向发展前景向好的金融行业，一定程度上提升了公司对全部债务的保障能力，整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年9月底，公司全部债务47.23亿元，主要为长期债务，本次拟发行债券规模为16亿元用于置换原有债务，对公司负债水平影响不大。

以2015年9月底财务数据为基础，假设募集资金净额为16亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.89%、57.29%和53.40%，债务负担有所加重，考虑到本次发债公司拟用于置换原有贷款，长期看对公司负债影响不大。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2014年底的相关财务数据为基础，公司2014年EBITDA为8.11亿元，为本次公司债券发行额度（16亿元）的0.51倍，EBITDA对本次债券的覆盖程度尚可；2014年经营活动产生的现金流入为32.31亿元，为本次公司债券发行额度（16亿元）的2.02倍，对本次债券覆盖程度较高；2014年经营活动现金净流量为0.99亿元，为本次公司债券发行额度（16亿元）的0.06倍，对本次债券覆盖程度较弱。未来，随着公司新项目陆续开发及预售，公司的盈利能力有望得以增强，对本次债券的偿还能力有望有所提高。

为偿债保障措施，本次债券采用补充抵押担保形式。本次债券的募集资金拟全部用于偿还金融机构的抵押借款，公司将在募集资金到位六个月内，及时偿还抵押借款，再以评估价值不低于本次债券待偿本息一倍的上述解押资产，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。一旦出现偿债困难，公司将变现这部分财产以清偿债务。本次债券抵押人为公司，抵押权人为摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（代理本次公司债券持有人抵押权益之抵押权人）。公司将与抵押权人签订《资产抵押协议》，并在完成抵押程序结束后10个工作日内公告《资产抵押协议》，关于抵押资产的资产清单、最新评估价值、变更登记条款等事项，将在《资产抵押协议》中予以明确。

表24 本次债券募集资金暂定偿还的公司自有资产抵押借款（单位：万元）

序号	借款主体	金融机构	合同到期日	截至2015年9月末借款余额	债券募集资金分配	抵押资产
1	星宝宏	重庆信托	2016.3.12	28,500.00	28,500.00	土地抵押
2	公司	中诚信托	2017.4.9	50,000.00	50,000.00	房产抵押
3	凤凰国际	重庆信托	2017.9.28	30,000.00	30,000.00	土地抵押、在建工程抵押
	凤凰国际	重庆信托	2017.12.21	50,000.00	50,000.00	
	合计	--	--	158,500.00	158,500.00	--

数据来源：募集说明书

表25 上述抵押资产情况（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：募集说明书

综合以上分析，并考虑到公司拥有较大规模的可供出售金融资产和投资性房地产，部分可供出售金融资产变现能力较强，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

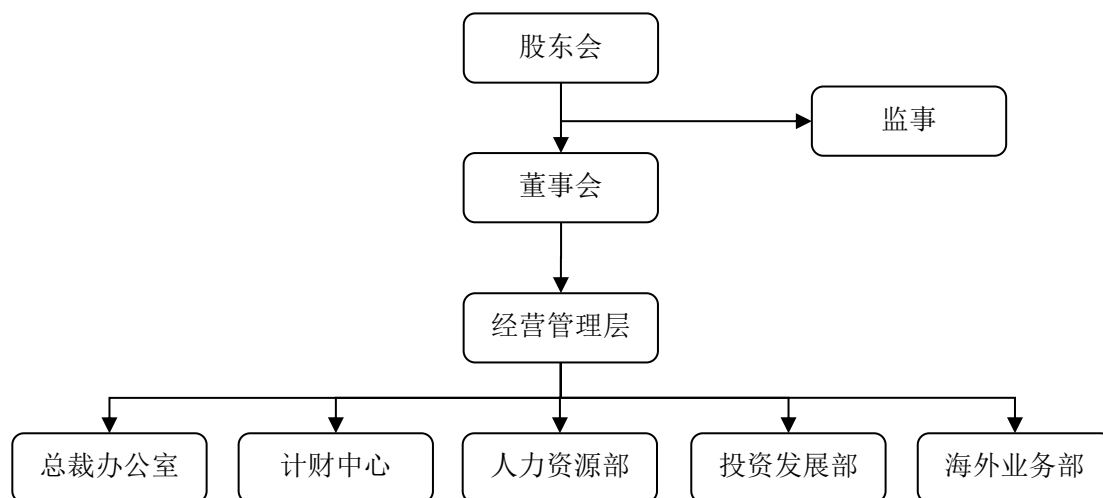
九、综合结论

公司作为一家综合性投资企业，在股权投资、房地产业、酒店业等方面具有较丰富的运营经验。公司主营业务集中在一线城市及其他旅游资源丰富区域，以养老地产和旅游地产为核心，业务具备差异化及地域优势；公司持有的股权投资主要投向发展前景向好的金融行业。近三年公司资产规模平稳增长，盈利水平较高，整体经营发展趋向良好。同时，公司所处房地产业和酒店经营受宏观经济和政策环境的影响较大、短期偿债压力加大、盈利依赖于投资收益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，公司可售面积有望获得增长，新建设酒店有望随“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增厚公司收益；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”。

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

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

主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
资产总额（亿元）	118.13	127.59	132.81	151.66
所有者权益（亿元）	23.05	31.17	40.01	47.13
短期债务（亿元）	3.50	4.70	19.86	9.21
长期债务（亿元）	33.13	33.30	20.81	38.02
全部债务（亿元）	36.63	38.00	40.67	47.23
营业收入（亿元）	9.91	14.90	8.57	7.55
净利润（亿元）	4.16	7.60	5.83	6.57
EBITDA（亿元）	6.36	9.59	8.11	--
经营性净现金流（亿元）	-4.64	2.09	0.99	1.47
应收账款周转次数（次）	--	102.30	62.87	55.99
存货周转次数（次）	--	0.22	0.15	0.14
总资产周转次数（次）	--	0.12	0.07	0.05
现金收入比率（%）	47.34	64.62	80.03	78.06
总资本收益率（%）	--	13.12	9.13	7.51
总资产报酬率（%）	--	7.54	5.46	4.67
净资产收益率（%）	--	28.05	16.37	15.09
营业利润率（%）	40.26	55.62	48.37	45.56
费用收入比（%）	34.25	22.72	54.02	56.25
资产负债率（%）	80.49	75.57	69.88	68.92
全部债务资本化比率（%）	61.38	54.93	50.41	50.05
长期债务资本化比率（%）	58.98	51.65	34.22	44.65
EBITDA 利息倍数（倍）	1.09	2.87	2.33	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.25	0.20	--
流动比率（倍）	0.89	0.89	0.60	0.76
速动比率（倍）	0.45	0.49	0.25	0.34
现金短期债务比（倍）	1.28	0.39	0.05	0.18
经营现金流流动负债比率（%）	-7.75	3.43	1.42	2.35
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.40	0.60	0.51	--

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	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中国希格玛有限公司 公开发行 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年中国希格玛有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国希格玛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。中国希格玛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国希格玛有限公司的相关状况，如发现中国希格玛有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如中国希格玛有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至中国希格玛有限公司提供相关资料。

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

联合信用评级有限公司

二零一五年十二月二十三日