

跟踪评级公告

联合[2016]269 号

中国国际贸易中心股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国国际贸易中心股份有限公司主体长期信用状况和发行的“中国国际贸易中心股份有限公司公开发行 2014 年公司债券”进行跟踪评级，确定：

中国国际贸易中心股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中国国际贸易中心股份有限公司发行的“中国国际贸易中心股份有限公司公开发行 2014 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：

二零一六年四月十三日

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>

中国国际贸易中心股份有限公司

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	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 国贸 01	5 亿元	3+2 年	AA+	AA+	2015.5.14
14 国贸 02	4 亿元	3 年	AA+	AA+	2015.10.29

跟踪评级时间: 2016 年 4 月 13 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	97.06	102.19
所有者权益(亿元)	52.25	56.52
长期债务(亿元)	25.96	28.94
全部债务(亿元)	35.96	33.27
营业收入(亿元)	22.34	22.71
净利润(亿元)	5.37	6.28
EBITDA(亿元)	12.26	12.69
经营性净现金流(亿元)	10.89	11.45
经营活动流入量(亿元)	23.29	24.09
营业利润率(%)	44.07	45.76
净资产收益率(%)	10.65	11.55
资产负债率(%)	46.16	44.69
全部债务资本化比率(%)	40.76	37.05
流动比率	0.52	0.40
EBITDA 全部债务比	0.34	0.38
EBITDA 利息倍数(倍)	6.00	6.60
EBITDA/公司债额度(倍)	1.36	1.41

注: ①本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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。

②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。

评级观点

跟踪期内, 中国国际贸易中心股份有限公司(以下简称“公司”或“中国国贸”)受益于北京市房地产市场景气度持续上行影响, 经营状况良好, 公司营业收入稳定增长, 尤其是写字楼租赁业务经营稳定增长, 对公司未来盈利形成支撑; 公司经营效率较好, 融资渠道广; 公司债务负担略有下降, 整体债务水平适中。同时, 联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)关注到房地产业务仍将面临较大的政策影响波动、公司未来投资支出规模较大以及市场竞争加剧等因素, 均会对公司的经营造成一定的负面影响。

目前, 国贸三期 B 阶段正处于建设期, 预计建成后, 将进一步扩大公司的经营规模, 提升公司的盈利能力, 公司整体竞争实力也将得以提升。

综上, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”, 评级展望维持“稳定”, 同时维持“14 国贸 01”和“14 国贸 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2015 年, 北京市经济发展态势良好, 商业地产市场景气度较高, 公司业务开展面临较好的外部环境。

2. 跟踪期内, 公司营业收入稳定增长, 尤其是写字楼租赁业务经营稳定增长, 对公司未来盈利形成支撑。

3. 跟踪期内, 公司经营效率较好, 融资渠道广; 公司债务负担略有下降, 整体债务水平适中。

4. 目前, 国贸三期 B 阶段正处于建设期, 预计建成后, 将进一步扩大公司的经营规模, 提升公司的盈利能力, 公司整体竞争实力也将得以提升。

关注

1. 商业地产受房地产市场调控的影响较小，但北京市区其他区域的商业地产发展较快，市场竞争加剧，公司未来市场需求存在一定不确定性。

2. 公司投资建设规模较大，随着国贸三期 B 阶段的投入，有一定的资本支出压力。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

蒲雅修

电话：010-85172818

邮箱：puyx@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：

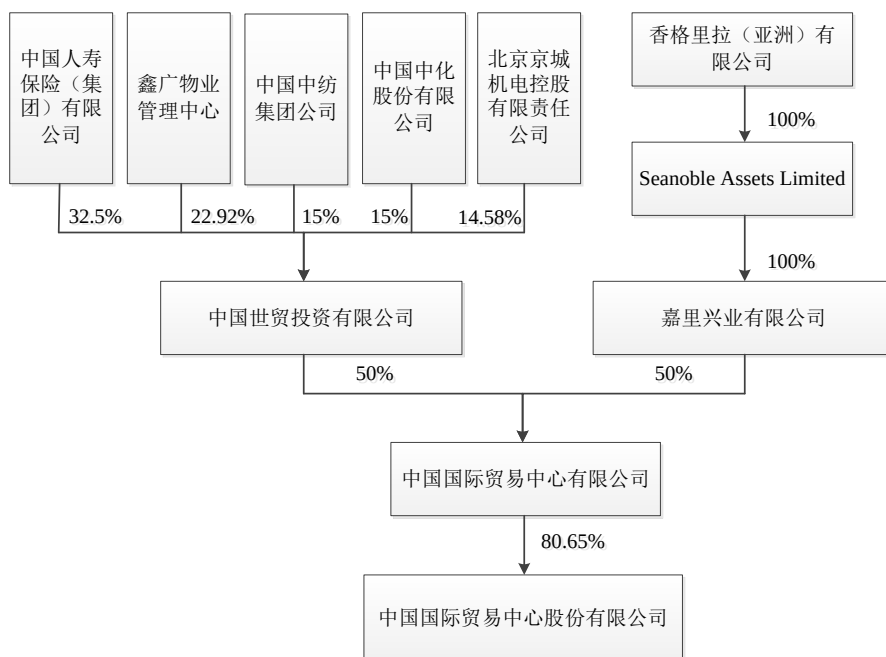


蒲程修

一、主体概况

中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”或“中国国贸”）是经原国家体改委体改生【1997】第 161 号文批准，由中国国际贸易中心有限公司（以下简称“国贸有限公司”）独家发起设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会批准，公司于 1999 年 1 月向社会公众发行股票，并于 1999 年 3 月在上海证券交易所上市交易，股票简称“中国国贸”，股票代码“600007”。2006 年 4 月，公司完成股权分置改革，并于 2006 年 10 月向国贸有限公司完成了非公开发行股票。截至 2015 年底，公司总股本为 10.07 亿元，控股股东国贸有限公司持股比例为 80.65%，公司实际控制人是中国世贸投资有限公司和嘉里兴业有限公司。公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构和实际控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事商务服务设施的投资、经营和管理，包括高档甲级写字楼、商城、公寓等设施的出租及管理，高档酒店经营，大型展览及配套服务、停车设施服务等。

跟踪期内，公司组织结构未发生重大变化。截至 2015 年底，公司下设国贸物业酒店管理有限公司（以下简称“国贸物业”）和北京国贸国际会展有限公司（以下简称“国贸会展”）2 家控股子公司，北京时代网星科技有限公司（以下简称“时代网星”）1 家联营企业。截至 2015 年底，公司本部及主要子公司员工总数 2,264 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总计 102.19 亿元，公司负债总计 45.67 亿元，所有者权益合计 56.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 56.50 亿元；2015 年，公司实现营业收入 22.71 亿元，实现净利润 6.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.28 亿元，少数股东损益 66.44 万元；2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额 11.45 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.17 亿元。

公司注册地址：北京市建国门外大街 1 号；法定代表人：洪敬南。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 9 亿元公司债券获得中国证监会证监许可[2014]485 号文核准。公司分别于 2014 年 8 月 20 日和 2015 年 11 月 25 日发行两期公司债券，具体情况见下表所示。其中，“14 国贸 01”（证券代码：122320）发行总额为人民币 5 亿元，债券期限 5 年期，附第 3 年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 5.50%；“14 国贸 02”（证券代码：136055）发行总额为人民币 4 亿元，债券期限为 3 年期，票面利率为 3.88%。

表 1 公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）
14 国贸 01	122320	5	5（3+2）	5.50
14 国贸 02	136055	4	3	3.88

资料来源：公司年报

本次债券募集资金总额 9 亿元，资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。截至 2016 年 3 月 22 日，公司“14 国贸 01”和“14 国贸 02”两期债券募集资金已全部使用完毕，全部用于补充流动资金。

2015 年 8 月 20 日，公司支付了“14 国贸 01”债券自 2014 年 8 月 20 日至 2015 年 8 月 19 日期间的利息，每手“14 国贸 01”面值 1,000 元，派发利息 55.00 元（含税）。截至本报告出具日，14 国贸 02 尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主要从事商务服务设施的投资、经营与管理，其中以写字楼为主的物业租赁收入占公司营业收入比重较高，属于房地产行业，同时属于房地产行业细分行业中的商业地产行业，受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。公司业务主要分布在北京市内，受北京市商业租赁市场整体环境影响也较大。

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%，为近五年来的最低点。房屋新开工面积 154,454 万平方米，较上年下降 14.0%。全年土地购置面积 22,811 万平方米，较上年下降 31.7%。整体看，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。

2015 年，全国土地供应出现一定的下滑趋势，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，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 1,565 元/平方米；三四线城市同比上涨 1%至 751 元/平方米。

整体看，土地供求量均出现较大下滑；但分化明显，一、二线城市土地市场热度较高，三线城市则相对较为疲软。

在开发资金来源方面，2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资持续活跃，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%。整体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、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，截至 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。整体看，全国商品房库存增速放缓，但库存总量仍处高位。

在销售价格上，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%。整体看，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态势日趋固化，龙头企业的先发优势明显，行业集中度进一步提升。2015 年，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 16.87%和 22.82%，较上年变化不大；相应的销售面积占比分别达到 11.31%和 14.62%，较上年增加 0.87 和 0.97 个百分点。整体看，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；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。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，从长期供求方面进行调整。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，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。

整体看，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，但行业未来仍将受政策影响进而出现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 年底，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，比 11 月末增加 2,217 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。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。地产呈现金融化趋势。

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. 北京市商业物业出租概况

2015 年，北京全市完成房地产开发投资 4,226.3 亿元，比上年增长 8.1%。其中，住宅投资完成 1,962.7 亿元，与上年持平；写字楼投资完成 906.6 亿元，增长 20.8%；商业、非公益用房及其他投资完成 1,357 亿元，增长 13.2%。

从供给情况来看，截至 2015 年底，全市商品房施工面积为 13,095 万平方米，比上年下降 4%。

其中，住宅施工面积为 6,314.6 万平方米，下降 9.8%；写字楼为 2,426.8 万平方米，增长 6.6%；商业、非公益用房及其他为 4,353.6 万平方米，下降 0.3%。

2015 年，全市商品房新开工面积为 2,790.2 万平方米，比上年增长 11.5%。其中，住宅新开工面积为 1,199.2 万平方米，下降 8%；写字楼为 602.8 万平方米，增长 35.6%；商业、非公益用房及其他为 988.2 万平方米，增长 31%。全市商品房竣工面积为 2,631.5 万平方米，比上年下降 13.8%。其中，住宅竣工面积为 1,378.2 万平方米，下降 23.6%；写字楼为 385.4 万平方米，下降 0.5%；商业、非公益用房及其他为 867.8 万平方米，增长 0.6%。

从房地产市场销售情况来看，2015 年，全市商品房销售面积为 1,554.7 万平方米，比上年增长 6.6%。其中，住宅销售面积为 1,127.3 万平方米，下降 1.2%；写字楼为 243 万平方米，增长 77.6%；商业、非公益用房及其他为 184.4 万平方米，增长 1.9%。

从北京写字楼市场情况看，2015 年，北京甲级写字楼市场需求强劲，平均租金上涨，根据高力国际发布的《华北市场年度总结》显示，截至 2015 年底，北京甲级写字楼市场的平均租金同比上涨 2.3%，每月每平方米达到 331.6 元，成为全国最高水平。与此同时，整体空置率继续于低位徘徊，同比下降 0.7 个百分点至 4.7%。

根据戴德梁行发布了《2015 年第四季度北京地区甲级写字楼市场数据报告》，截至 2015 年底，北京核心商圈净吸纳量高达 63 万平方米，净吸纳率为 74%，较 2014 年上涨 25 个百分点，创 2012 年以来历史新高。金融、IT 和互联网相关产业是 2015 年北京写字楼市场需求增长的主要驱动力，其中金融行业占比 34%，IT 及高科技公司占比 25%。从资金类型上看，内资企业依旧是市场主导，占全年总成交的七成。核心区域新增供应有限，促使区域内甲级写字楼的平均租金和出租率保持较高水平，这就迫使部分承受能力较差的租户搬迁到非核心区域，从而非核心区域市场日趋成熟，造成核心和非核心区域写字楼市场呈现租金差距缩小的新特征。

未来一段时间，北京甲级写字楼和商业物业的整体供应量将逐步提升，但短期内 CBD 区域仅有少量新项目入市，超甲级写字楼和商业物业供应量有限。根据北京市 2015 年 8 月发布的《北京市新增产业的禁止和限制目录（2015 年版）》，针对城六区专门出台了较为严格的禁限目录，今后将禁止区域内新迁入京外中央企业总部，同时禁止新设立或迁入市属行政事业单位以及行业协会等非紧密型行政辅助功能，预计这些区域的写字楼租赁需求将被进一步削弱。

整体看，北京房地产市场和北京甲级写字楼市场发展较为平稳。

四、管理分析

跟踪期内，公司的经营管理、财务管理等制度无变化，公司核心管理团队无变化。

五、经营分析

1. 经营概况

公司是以自有物业出租和酒店经营管理为主业的上市公司，营业收入主要来自写字楼、商场、公寓及酒店客房等的租金收入。公司自有物业处于北京市中央商务区的核心地段，地理位置优越，升值潜力较大。

近年来，受北京市商业物业租赁市场租金普遍增长影响，公司主要板块业务的收入和利润水平有所提升。2015 年，公司营业收入继续保持增长，增速为 1.66%，主要系国贸写字楼平均租金提高、租金收入增长所致。从收入构成上看，公司写字楼、商场及酒店业务板块在营业收入中占

比依然较大，2015 年上述三大板块在营业收入中占比分别为 49.36%、20.20%和 16.42%，公寓、展览及以停车场出租为主的其他业务也在营业收入中占有一定比例，整体占比较小。2015 年，公司写字楼确认的收入微涨，商场、公寓以及酒店等业务确认的收入均有不同程度的下降，但降幅小。

表 2 2014~2015 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	收入		占比	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
写字楼	108,088.38	112,119.26	48.38	49.36
商场	46,800.03	45,874.82	20.95	20.20
公寓	12,622.80	12,340.03	5.65	5.43
酒店	38,811.53	37,292.47	17.37	16.42
其他	17,103.91	19,501.26	7.66	8.59
合计	223,426.66	227,127.84	100.00	100.00

资料来源：公司提供

注：数字和公司年报有出入系计算四舍五入造成

从营业毛利率看，受部分物业单位租金价格增长的影响，公司营业综合毛利率持续上涨，2015 年为 51.33%，较 2014 年提高 1.66 个百分点。其中物业租赁及管理板块毛利率呈增长态势，且维持在较高水平，2015 年该板块毛利率为 62.11%；受宏观经济和限制“三公消费”政策影响，酒店经营板块毛利率下降较大，2015 年为-3.58%，较上年下降 3.76 个百分点。

表 3 2014~2015 年公司营业收入和毛利率情况（单位：万元、%）

项目	主营业务收入		毛利率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
物业租赁及管理	184,615.13	189,835.37	60.07	62.11
酒店经营	38,811.53	37,292.47	0.18	-3.58
合计	223,426.66	227,127.84	49.67	51.33

资料来源：公司提供

整体看，随着部分物业单位租金的增长，公司主营业务收入有所增长，毛利水平较好。

2. 业务运营

公司主营业务以写字楼、商场、酒店、公寓出租为主，业务集中在北京市 CBD 地区。公司自持物业是开展租赁业务的基础，国贸一期及国贸二期等物业资产投建运营时间较早，近年来随着北京地区商业地产价格的不断攀升，公司资产的市场价值增长幅度较大。

表 4 截至 2015 年底公司主要自持物业基本情况（单位：平方米、房间、车位）

序号	物业名称	建筑面积	营业面积	物业性质
1	国贸一座	80,366	49,151	写字楼
2	国贸东楼 注 1	6,367	0	--
3	国贸二座 70%	58,526	35,839	写字楼
4	国贸大厦(不含自用办公区)	139,483	82,629	写字楼
5	国贸一期商城	33,079	14,670	商场
6	国贸二期商城（含溜冰场）70%	11,231	4,090	商场

7	国贸三期商城	45,851	18,192	商场
8	国贸公寓	80,124	50,246	公寓
9	国贸展厅 注 2	15,337	0	--
10	国贸一期停车场及机房	47,196	610 Lots	停车场
11	国贸二期停车场及机房 70%	19,617	294 Lots	停车场
12	国贸三期停车场及机房	35,271	471 Lots	停车场
	投资性房地产 小计	572,446	--	--
13	国贸大酒店及对应的土地使用权	71,231	278 Rooms	酒店
14	国贸大厦-自用办公区及对应的土地使用权	3,605	2,495	写字楼
总计		647,282	--	--

资料来源：公司提供

注 1：国贸展厅、东写字楼物业于 2013 年底开始拆除改建，公司计划在上述区域内建设一栋包括精品区、百货区、零售及餐饮区域的商业物业，并对与其相连的国贸写字楼 2 座（地下 1 层至地上 4 层）进行改造，同时配合北京市政府实施国贸展厅及东写字楼区域地下国贸站轨道交通、公交、步行等一体化项目建设工作。

注 2：原国贸展厅和东写字楼由公司所有，其所对应的土地使用权由公司控股股东国贸有限公司所有，这系历史原因造成的，且在公司设立时获得有关政府部门的认可，因此，公司五届二十三次董事会会议通过的改建方案是按照维持房地产权属不变，由公司进行投资建设。但由于现行政策规定，新增房屋只能由土地使用权拥有人立项投资建设，政府相关部门一直未能批准以公司名义办理土地预审和项目立项。因此，经与国贸有限公司协商，并征得政府相关部门原则同意，拟将原改建项目投资建设方案调整为由公司与国贸有限公司分别投资、共同建设。

自 2013 年以来，受宏观经济环境与政策带来的影响，以及公司物业周边配套不断完善，市场竞争增加进而国贸大酒店平均租金有所下降。具体来看，公寓价格维持不变，而“商城二期”由于公司经营有所调整使得租金有所下降，公司持有的其他物业的平均租金均有不同程度的增长。值得注意的是，公司持有的物业平均出租率除写字楼一期、二期和国贸大酒店外均有所下降，不过仍处于较高水平。

表 5 公司物业出租相关情况表

项 目		平均租金（元/平方米/月）		平均出租率（%）	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
写字楼	一期	497	528	96.2	97.3
	二期	494	520	96.1	97.2
	三期	554	580	98.9	97.5
商 城	一期	1,219	1,430	99.5	98.5
	二期	1,026	959	99.9	99.7
	三期	546	561	98.4	96.3
公 寓		233	233	87.1	85.1
国贸大酒店（元/间夜）		1,906	1,713	58.2	59.3

资料来源：公司提供

注：公司与控股股东中国国际贸易中心有限公司共同投资建设及经营国贸二期，双方的投资分别占该共同控制资产投资总额的 70% 及 30%，上表中写字楼、商城二期平均可出租面积是按照出资比例确认的共同控制资产中公司享有的资产份额。

2015 年以来，受外资企业进入北京的势头减弱、裁员和预算缩紧的影响，以及创业热潮热度有所下降，加上市场竞争等因素影响，北京市高端酒店及公寓租赁市场的平均出租率及租金水平面临一定的下行风险，同时，受北京 CBD 核心位置高端写字楼和商业受供应不会大量增加的影响，公司的写字楼和商业租赁市场相对较为稳定。

写字楼租赁业务

截至 2015 年底，公司写字楼物业主要包括国贸一座（属国贸一期部分）、国贸二座（属国贸二期部分）以及国贸大厦（属国贸三期部分），其营业面积合计约为 16.76 万平方米。

跟踪期内，国贸大厦投入运营的写字楼可出租面积约 8.26 万平方米，为保证以合理的租金价

格、高效有序地实现空置面积的顺利出租，公司一方面以现有客户资源为立足点，通过内部挖潜，成功实现了众多优质客户的扩租；另一方面，敏锐把握市场变化趋势，及时调整销售重点，吸引了一批实力雄厚的企业入驻国贸大厦。

公司写字楼以较高的租金水平和优质的服务领先北京市高端写字楼市场。出租率方面，随着国贸三期写字楼全面开业，公司写字楼出租面积有所增长，2015 年公司写字楼仍保持在 97%以上的高出租率，国贸一期、二期和三期出租率分别为 97.3%、97.2%和 97.5%，较 2014 年变化不大。

出租价格方面，国贸写字楼平均出租价格均呈现上涨态势，2015 年国贸一期、国贸二期、国贸三期平均租金分别为 528 元/平方米/月、520 元/平方米/月、580 元/平方米/月，同比分别增长 6.24%、5.26%、4.69%，在高出租率及价格上涨的共同作用下，公司 2015 年实现写字楼租赁收入 11.21 亿元，同比增长 3.73%。

商场租赁业务

公司商场租赁主要集中在国贸一期商城、国贸二期商城及国贸三期 A 阶段商城三部分。国贸商城是北京首家引进品牌专卖店从事零售业务的高档综合购物中心之一，可为消费者提供全面而广泛的消费选择。目前，国贸商城云集了多家顶级品牌店，汇聚世界名品，满足各界人士对高品质的追求；国贸商城时尚消费区内时装、休闲装、童装、珠宝、化妆品、音像、礼品、图书、家居和个人用品等各类消费品一应俱全，能满足消费者多方面、多层次的需要。

截至 2015 年底，国贸一期商城建筑面积 3.31 万平方米，出租面积 1.47 万平方米；国贸二期商城建筑面积 1.12 万平方米，出租面积 0.41 万平方米；国贸三期 A 阶段商城建筑面积 4.59 万平方米，出租面积 1.82 万平方米。其中一期、二期出租面积较去年均有所下降，不过相差不大，国贸三期 A 是公司近年才推出的项目，公司加大宣传力度，并通过对商城公共区域及部分商铺的改造，引进更多经营餐饮、食品的租户，营造更加丰富的商业氛围，从而增加客流量。

2015 年，国贸一期商场租赁价格为 1,430 元/平方米/月，同比增长 17.31%，主要系受国贸中心东楼改造及交通一体化工程的影响，一期商场较上年减少了部分租金较低的餐饮类商户；国贸二期商场租赁价格 959 元/平方米/月，同比下降 6.53%，主要系公司董事会于 2014 年 2 月审议同意将国贸写字楼 2 座部分区域改建为商城，对部分受此改建影响的二期商城商户给予减租等优惠措施所致。国贸三期商场物业开业时间相对较短，人流量偏少，整体租金水平较低，2015 国贸三期商场租赁价格为 561 元/平方米/月，同比微涨 2.75%。2015 年商城物业一期、二期和三期的出租率分别为 98.5%、99.7%和 96.3%，与上年基本持平。2015 年公司商场租赁完成收入 4.59 亿元，同比微降 1.98%。未来，随着国贸三期 A 段的持续运营及 B 段工程、展厅、东写字楼改建项目的投产运营，公司商场整体出租价格及收入有望实现进一步提升。

公寓租赁业务

公司现有的国贸公寓由南、北两座 30 层高的公寓楼组成，总建筑面积 8.01 万平方米，共有一居到四居及顶层豪华套房 406 套。2015 年，公司公寓出租率 85.1%，同上年变化不大，但保持较高水平。2015 年，公司公寓平均租金为 233 元/平方米/月，同 2014 年持平；全年公寓租赁实现收入 1.23 亿元，同比微降 2.24%。整体看，公司的公寓租赁保持较好的水平，给公司带来稳定的现金流入。

酒店业务

公司酒店业务全部集中于国贸大酒店。国贸大酒店为超 5 星级酒店，现有 278 间客房，客房面积均大于 55 平方米。2014 年国贸大酒店均价 1,906 元/间夜，入住率 58.2%，公司实现酒店收入 3.88 亿元。受宏观经济和限制“三公消费”政策影响，公司为了增加入住率采用适当降价策略，

2015 年国贸大酒店均价 1,713 元/间夜，同比下降 10.13%；入住率为 59.3%，较上年提高 1.1 个百分点；酒店实现收入 3.73 亿元，同比下降 3.91%，主要系酒店平均租金下降所致。整体看，尽管近年的宏观经济环境与政策给酒店业经营带来一些影响，但国贸大酒店的总体经营基本平稳。

其他业务

国贸会展负责公司会展业务管理，所主办的会展业务和授权经营管理的展厅项目运营情况正常。国贸会展成功举办了服装展（春、秋展）、国际医疗设备展、城市轨道交通展、教育展等展会，并积极开发主办了北京国际商务航展、中国国际集藏博览会等新展会业务，截至 2015 年底，国贸会展资产规模 0.22 亿元。2015 年实现营业收入 4,730.9 万元，实现净利润 140.43 万元。

国贸物业主要从事写字楼、高档公寓、高档综合物业项目及酒店项目的管理服务。截至 2015 年底，国贸物业管理各类项目 74 个，其中物业项目 55 个，酒店管理及咨询服务类项目 14 个，工程服务类项目 5 个。2015 年国贸物业实现营业收入 1.6 亿元，比上年同期增加 10.3%，实现净利润 0.13 亿元，比上年增长 12.2%。

时代网星是原中国网通（现中国联通）和公司合股成立的一家综合性电信增值业务服务商，在国贸中心建立先进完善的全电信综合网络平台和高品质的服务体系，为国贸社区内企业公司和个人家庭提供现代化的网络通信、电子商务信息及应用服务。时代网星通过深入挖掘客户的增值服务，强化服务优势拓宽市场范围，实现收入和效益的双增长。2015 年，时代网星实现营业收入 0.21 亿元，比上年增长 1.8%；实现净利润 123.6 万元，比上年增长 61.1%。

整体看，公司写字楼和商场租赁业务经营稳定增长，且为公司营业收入的主要来源，随着经营租赁面积的扩大、平均租金及出租率的提升，公司收入和营业利润水平稳步增长；公司酒店和公寓租赁业务受经济环境影响较大，经营情况有所波动。

3. 在建及拟建项目

截至 2015 年底，公司在建项目主要有国贸三期工程和国贸中心东楼改造及交通一体化工程两个项目。

国贸三期工程分为 A、B 两个阶段，其中 A 阶段项目已于 2010 年 8 月全部投入使用，B 阶段项目于 2012 年 5 月开工建设。国贸三期 B 阶段项目建设用地面积约 2 万平方米，建设规模约 23 万平方米，包括一座高度 288 米的主塔楼和配楼以及商业裙楼。截至 2015 年底，现场施工顺利，商业裙楼结构封顶，已完成机电安装和市内装修施工等工作；主塔楼核心筒钢结构已封顶，土建砌筑和机电、专修施工已全面展开，外幕墙已施工至 38 层。国贸三期 B 阶段工程总投资预算约 47 亿元，其中根据公司 2013 年度股东大会批准，公司于 2016 年 1 月与由中国建设银行北京华贸支行牵头组成的银团签订了 28 亿元的“银团贷款合同”，该笔资金专项用于国贸三期 B 阶段项目建设。截至 2015 年底，国贸三期 B 阶段项目累计投入 30.1 亿元（按项目建设费用发生额统计，含应付工程款等），2015 年支出 9.4 亿元，根据预算计划尚需投资 16.9 亿元。

原国贸展厅及东写字楼位于国贸写字楼 2 座南侧，于上世纪 90 年代初建成投入使用，但是因面积较小、场馆陈旧以及展览行业性质和市场环境等影响，该区域平均租金及出租率均相对较低。经公司董事会 2014 年 2 月决议，同意将该区域原有物业及与之相连的国贸写字楼 2 座部分区域改建为商城，同时配合北京市政府实施国贸展厅及东写字楼区域地下国贸站轨道交通、公交、步行等一体化项目建设工作。根据公司董事会决议，公司对国贸中心东楼改造及交通一体化工程的总投资预算约 3.9 亿元，对国贸写字楼 2 座区域改造工程总投资预算约 0.8 亿元，合计 4.7 亿元。截至 2015 年底，国贸中心东楼改造及交通一体化工程累计投入 3.3 亿元（按项目建设费用发生额统

计，含应付工程款等），2015 年工程支出 2.5 亿元，根据预算尚需投入 1.4 亿元。

整体看，公司在建及拟建项目工程量大，所需资金较多，但公司资金来源充足。

4. 经营效率

截至 2015 年底，公司资产总额和所有者权益分别为 102.19 亿元和 56.52 亿元，分别较上年底增长 5.29%和 8.16%；受公司经营发展良好，平均租金和出租率均呈增长态势影响，公司营业收入 22.71 亿元，较上年增长 1.66%。

2015 年，公司应收账款周转次数为 15.93 次，较上年略有增长，主要系营业收入增长而应收账款下降所致；2015 年，公司总资产周转率为 44.78 次，较上年增长 1.61 次，主要系存货下降所致；2015 年，公司流动资产周转率为 2.75 次，与上年持平，主要系流动资产和营业收入增速较为一致所致。公司从同行业比较看，公司存货周转率和流动资产周转率均维持在较好水平。应收账款周转率虽然相对于其他上市公司较低，但是绝对值仍处于良好水平。

表 6 2015 年商业地产租赁主要上市公司经营效率指标对比（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	流动资产周转率
阳光股份	13.75	0.08	0.16
陆家嘴	158.79	0.23	0.42
鲁商置业	26.12	0.18	0.18
中国国贸	15.93	44.78	2.75

资料来源：Wind 资讯

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

整体看，公司存货周转率和总资产周转率处于行业较好水平，整体经营效率逐年提高。

5. 经营关注

市场需求不确定性风险

商业地产受房地产市场调控的影响较小，但北京市区其他区域的商业地产发展较快，市场竞争加剧，公司未来市场需求存在一定不确定性。

资金需求大

公司有息债务规模较大，未来随着国贸三期 B 阶段的投入，有一定的资本支出压力。

6. 未来发展

经过二十多年的发展，以中国国际贸易中心为中心的 CBD 地区，已经形成了一个极具活力的经济商圈，辐射带动了周边经济的快速发展。未来公司将继续秉承“争中国第一、创世界一流、铸国贸辉煌”的发展理念，锐意进取，铸就非凡，继承公司多年发展塑造的好的硬件、高的服务、优的品牌、强的创新，不断提升公司的核心竞争力。

目前，公司正在进行国贸三期 B 阶段项目及原国贸展厅和东写字楼改建项目的建设，这两项工程是公司继 2010 年 8 月 30 日正式投入使用的国贸三期 A 阶段项目之后的重要建设发展项目，也是公司近年及未来几年的重要发展规划内容之一。两项工程建设完成后，将进一步扩大公司的经营规模，丰富公司的经营内容，进一步提高公司的市场竞争力，有利于公司的长远发展。

整体看，公司制定的长期发展战略、长期策略和发展理念符合企业自身发展需求，目前公司正积极进行国贸三期 B 阶段工程建设，预计建设完成后，将进一步扩大公司的经营规模，提高市

场竞争力，有利于公司的长远发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2015年度财务报表已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留审计意见。截至2015年底，公司纳入合并范围的子公司为国贸物业和国贸会展，较2014年无变化，公司财务数据连续性好，可比性强。公司财务报表依据财务部2006年颁布的《企业会计准则》及2014年新颁布和修订的各项具体会计准则及相关规定编制。

截至2015年底，公司合并资产总计102.19亿元，公司负债总计45.67亿元，所有者权益合计56.52亿元，其中归属于母公司所有者权益56.50亿元；2015年，公司实现营业收入22.71亿元，实现净利润6.28亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.28亿元，少数股东损益66.44万元；2015年，公司经营活动产生的现金流量净额11.45亿元，现金及现金等价物净增加额-3.17亿元。

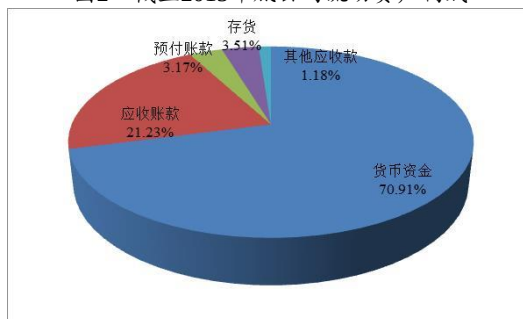
2. 资产质量

截至2015年底，公司资产总额102.19亿元，较上年底增长5.29%，主要系非流动资产增加所致。流动资产占比6.53%，非流动资产占93.47%，非流动资产占比很高，符合商业物业企业特征。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产合计6.67亿元，较上年底下降32.48%，主要系货币资金减少所致。流动资产主要由货币资金和应收账款构成，占比分别为70.91%和21.23%（如下图所示）。

图2 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2015年底，公司货币资金余额为4.73亿元，较上年底大幅下降40.17%，主要系公司兑付“05国贸债”所致。公司货币资金主要以银行存款为主，并有少量库存现金。

截至2015年底，公司应收账款为1.42亿元，较上年底下降1.47%，主要系公司加强应收账款催收所致。公司的应收账款主要是按照直线法确认的应收免租期租金、酒店经营及子公司物业和酒店管理项目等形成的应收账款，截至2015年底，公司应收账款中，账龄1年以内的占98.18%；公司应收账款不存在潜在的坏账情形，故未计提坏账准备。

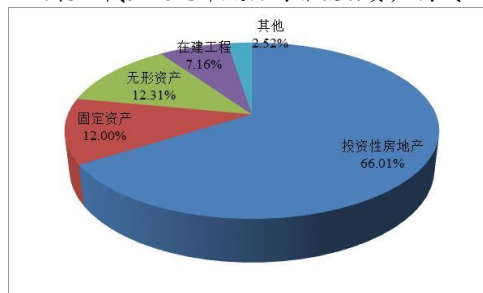
截至2015年底，公司存货0.23亿元，主要由维修材料和酒店营业物料构成，两者所占比例分别为54.29%和43.75%，未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产合计95.52亿元，较上年底增长9.57%，主要系公司将国贸三期B阶段预计出租部分相关成本由在建工程转入投资性房地产所致。公司非流动资产中投资性

房地产占比 66.01%，固定资产占比 12.00%，在建工程占比 7.16%，无形资产占比 12.31%。

图3 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值为 63.05 亿元，较上年底增长 12.91%，主要是公司按照国贸三期 B 阶段工程初步设计方案中预计出租部分建筑面积占项目总建筑面积的比例，将三期 B 阶段工程中预计将用于出租部分的相关成本由在建工程重分类至投资性房地产所致。其中 2015 年当期，公司投资性房地产计提折旧 1.96 亿元，未计提减值准备。目前公司投资性房地产以成本法计价，考虑公司项目在北京 CBD 核心区，未来升值潜力较大，潜在账面增值较大。截至 2015 年底，公司共计有 30.16 亿元的投资性房地产用于抵押借款，受限比例较高。

截至 2015 年底，公司固定资产账面净值合计 11.46 亿元，较上年底下降 6.52%，主要系计提折旧增加所致。由于公司主要从事高档物业租赁业务，其固定资产中房屋及建筑物占比较高，所占比例为 71.14%；其他为房屋及建筑物装修、机器设备和其他设备等，在固定资产中占比分别为 8.69%、16.97%、3.21%。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧 6.39 亿元，固定资产成新率 66.63%，成新率一般。

截至 2015 年底，公司无形资产 11.76 亿元，较上年底下降 2.64%，主要系累计摊销所致。公司无形资产主要为土地使用权等，截至 2015 年底，公司有账面价值 2.42 亿元的无形资产用于抵押借款。

截至 2015 年底，公司在建工程 6.84 亿元，较上年底增长 81.31%，主要系国贸三期 B 阶段工程投资增加所致。

整体看，2015 年公司资产规模增长较快，其中非流动资产占比高，符合行业特征；公司投资性房地产和无形资产规模较大，公司项目在北京 CBD 核心区，未来升值潜力较大。公司整体资产质量较好。

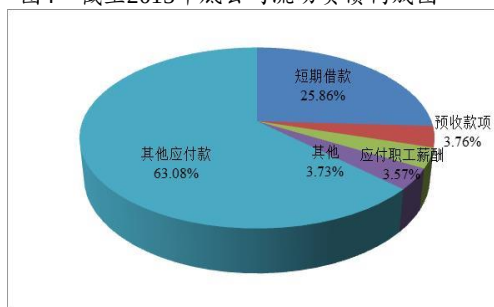
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 45.67 亿元，较上年底微涨 1.95%，主要系公司发行债券“14 国贸 02”所致。其中流动负债占比 36.64%，非流动负债占比 63.36%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 16.73 亿元，较上年底下降 11.19%，主要系偿还一年内到期的非流动负债所致。其中短期借款占比 25.86%，其他应付款占比 63.08%。

图4 截至2015年底公司流动负债构成图



资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司新增短期借款 4.33 亿元，主要系公司在建工程筹资，其中向中国工商银行借款 2.51 亿元，中国建设银行借款 1.82 亿元。

公司其他应付款主要为租户押金、应付工程设备款项、应付物业管理项目代收款等，截至 2015 年底，公司其他应付款余额为 10.56 亿元，较上年底增长 47.44%，主要系应付工程款及设备款增加所致。其中账龄超过一年的其他应付款为 4.08 亿元，主要系收取的租户押金。

2015 年，公司偿还 2015 年 12 月到期的 10 亿元“05 国贸债”，受此影响公司一年内到期的非流动负债为 0。

公司预收款项主要为预收租金及定金、预收场租及展位费等，截至 2015 年底，公司预收款项 0.63 亿元，较上年底增长 22.74%，主要系预收租金及定金增加所致。

截至 2015 年底，公司应付利息 0.14 亿元，主要系应付“14 国贸 01”债利息 0.10 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动负债 28.94 亿元，较上年底增长 11.48%，主要系公司发行“14 国贸 02”债所。公司非流动负债由长期借款（占比 69.11%）和应付债券（占比 30.89%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 20.00 亿元，较上年底下降 4.76%，主要系公司提前偿还了于 2022 年到期的建行北京国贸支行部分抵押借款（1 亿元）所致。长期借款全部为 2022 年到期的抵押借款，公司以国贸三期 A 段的房屋建筑物、设备以及对应的土地使用权作为 29.7 亿元长期借款授信额度的抵押物，其中抵押物账面价值 42.01 亿元。

截至 2015 年底，公司应付债券 8.94 亿元，较上年底增长 80.24%，主要系发行“14 国贸 02”债券所致。

截至 2015 年底，公司全部债务 33.27 亿元，较上年底下降 7.49%，其中短期债务 4.33 亿元，占比 13.01%，较上年底下降 56.72%，主要系偿还 2015 年 12 月到期的 10 亿元“05 国贸债”所致；长期债务 28.94 亿元，占比 86.99%，较上年底增长 11.48%，主要系新增“14 国贸 02”债券募集净额所致。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 44.69%和 37.05%，分别较上年减少 1.47 和 3.71 个百分点；同期，公司长期债务资本化比率 33.86%，较上年提高 0.67 个百分点。公司整体债务负担不重。

受发行公司债券和短期借款增长影响，公司负债规模有所扩大；但伴随公司债的发行，以及在建工程投入资金的增加，公司的负债水平还将进一步提高；整体看，公司债务水平仍属可控水平。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 56.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益占比 99.97%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 17.82%，资本公积占 33.13%，盈余公积占 8.91%，未分配利润占 40.10%。公司所有者权益中资本公积占比较高，主要是由于股本溢价所致。公司所有者

权益中未分配利润占比较高。公司所有者权益结构较上年变化不大，整体看稳定性尚可。

整体看，公司目前负债水平适中，债务负担不重；负债中非流动负债占比较高，负债构成与其以长期资产为主的资产结构相匹配；公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较高，权益结构稳定性尚可。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 22.71 亿元，同比增长 1.66%，主要系公司写字楼收入增加所致；实现营业利润 8.24 亿元，同比增长 14.50%；实现净利润 6.28 亿元，同比增长 16.97%，其中，归属于母公司所有者净利润 6.28 亿元，占净利润的 99.89%，同比增长 16.98%。

从期间费用方面来看，2015 年公司费用总额 2.28 亿元，较上年下降 18.96%，主要系偿还部分借款进而财务费用下降所致。其中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 20.33%、32.37%和 47.30%，财务费用占比仍较高，主要是公司长期债务保持较大规模所致。2015 年，公司费用收入比为 10.03%，较上年下降 2.55 个百分点，就商业物业租赁行业特征来看，公司费用控制能力较强。

利润构成方面，2015 年，公司利润总额主要来自于主营业务产生的经营性利润，营业外收入占利润总额的比重很小。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率 45.76%，较上年提高 1.69 个百分点，处于较高水平。截至 2015 年底，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 8.30%、9.53%和 11.55%，分别较上年增长 0.34、0.42 和 0.90 个百分点，公司总体盈利能力较强。

从同行业比较情况来看，公司 2015 年总资产报酬率、净资产收益率和销售毛利率分别为 9.53%、11.55%和 51.33%，在同行业上市公司中均处于较好水平。公司自持的商业物业处于北京 CBD 核心区域，随着区域商业物业开发及配套的不断完善，未来仍有较强的资产保值增值特性。

表 7 2015 年商业地产租赁主要上市公司相关指标比较（单位：%）

证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
阳光股份	4.81	0.62	62.27
陆家嘴	6.84	15.49	54.57
鲁商置业	0.98	5.41	19.93
中国国贸	9.53	11.55	51.33

资料来源：Wind 资讯

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

整体看，北京市以高端写字楼为主的商业物业需求强劲，高端商业物业空置率较低，出租价格维持在较高水平，2015 年公司利润规模增长幅度较快，整体盈利能力较强。未来，随着国贸三期 B 阶段投入运营，公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动现金流入 24.09 亿元，同比增长 3.43%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；公司经营活动现金流出 12.65 亿元，同比微涨 1.94%，公司购买商品、接受劳务、支付给职工和支付的各项税费均有所增长。2015 年，公司经营活动现金流量净额 11.45 亿元，同比增长 5.12%。公司的经营活动现金流规模较大，在满足公司正常经营活动资金需要的同时，还可以为公司的资本性支出提供支持。从收入实现质量来看，2015 年公司的现金收入比 101.08%，收入实现质量处于较好水平。

从投资活动看，2015 年公司自有物业建设规模不断扩张，因此公司投资性现金流连续呈现净流出状况。2015 年，公司投资活动现金净流出额 7.99 亿元，同比增长 127.03%，主要系收回投资收到的现金大幅下降所致。随着公司对国贸三期 B 阶段工程以及国贸中心东楼改造及交通一体化工程的投资增加，公司的资本性支出增加，经营性现金净流量已不能完全满足投资活动的资金需要，有一定的外部融资需求，但随着国贸三期 B 阶段将于 2016 年底投入运营，公司的资本支出压力可以得到一定的缓解。

2015 年，由于公司经营活动获得的现金净流入量规模较大，缓解了公司对外筹资的压力，2015 年公司筹资活动现金流入 8.29 亿元，主要系公司发行短期借款和“14 国贸 02”债券筹集资金；筹资活动现金流主要表现为偿还债务以及利息等现金流出，2015 年筹资活动现金流出 14.93 亿元，主要系偿还“05 国贸债”10 亿元。2015 年，公司筹资活动现金流出净额-6.63 亿元。

整体看，公司经营性现金流规模较大，而且较为稳定，在提升正常经营活动资金需要的同时，还为公司的资本性支出提供支持；随着投资建设规模的扩大，公司投资支出相应加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率和速动比率均呈逐年下降趋势，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.40 倍和 0.38 倍，受公司 2015 年流动资产降幅大于流动负债降幅的影响，公司流动比率和速动比率较 2014 年均有所下降。同时，受偿还 10 亿元“05 国贸债”的影响，公司流动负债大幅下降，2015 年公司经营现金流动负债比由 57.79%提高至 68.40%；公司现金短期债务比由 0.79 倍增长至 1.09 倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。考虑到公司经营活动现金流状况良好，短期债务负担不重，公司短期支付压力不大，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2015 年，公司 EBITDA 为 12.69 亿元，同比增长 3.48%，主要系公司经营利润增加所致。公司 EBITDA 规模较大，其中折旧占比 22.86%，利润总额占比 66.11%，计入财务费的利息支出占比 8.70%。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 6.60 倍，EBITDA 对利息保障能力较强；2015 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.38 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力尚可。公司长期偿债能力较上年有所增强，整体看公司长期偿债能力较强。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2016 年 3 月 24 日，公司无不良信用记录。

截至 2015 年底，公司无对外担保（合并口径），不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

公司与多家银行保持着密切的合作关系，截至 2015 年底，公司共计获得银行授信额度约 17 亿元，其中尚未使用的授信额度约为 12.70 亿元，公司间接融资渠道畅通。

整体看，公司目前负债水平不高、债务负担不重，主业盈利能力较强，经营活动现金净流量规模较大，整体偿债能力强。

七、公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 4.73 亿元，约为“14 国贸 01”、“14 国贸 02”本金合计（9 亿元）的 0.53 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产达 56.52 亿元，约为债券本金合计（9 亿元）的 6.28 倍，净资产对债券的覆盖程度较好。公司较大规模净资产能够对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”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 12.69 亿元，约为债券本金合计（9 亿元）的 1.41

倍，公司 EBITDA 对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 24.09 亿元，约为债券本金合计（9 亿元）的 2.68 倍，公司经营活动现金流入量对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”的覆盖程度较好。

综合来看，考虑到公司作为北京市中央商务区的大规模综合性高档商业物业服务企业，在行业地位、经营实力、品牌知名度、区域环境等方面的竞争优势，加之公司自有物业资产规模较大，地理位置优越，存在较大的升值潜力，联合评级认为公司对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

2015 来，北京市经济发展态势良好，商业地产市场景气度较高，公司主营的高端商业物业租赁业务面临较好的外部发展环境。

跟踪期内，公司经营状况良好，营业收入稳定增长，尤其是写字楼租赁业务经营稳定增长，对公司未来盈利形成支撑。截至 2015 年底，公司资产规模逐渐增加，资产质量良好，负债水平适中，盈利能力较好，偿债能力较强。未来随着国贸三期 B 阶段项目的投入运营，公司盈利水平有望进一步提升，企业竞争力有望进一步增强。

综上，联合评级中国国贸的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”，同时维持“14 国贸 01”和“14 国贸 02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 中国国际贸易中心股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	97.06	102.19
所有者权益（亿元）	52.25	56.52
短期债务（亿元）	10.00	4.33
长期债务（亿元）	25.96	28.94
全部债务（亿元）	35.96	33.27
营业收入（亿元）	22.34	22.71
净利润（亿元）	5.37	6.28
EBITDA（亿元）	12.26	12.69
经营性净现金流（亿元）	10.89	11.45
应收账款周转次数（次）	15.12	15.93
存货周转次数（次）	43.17	44.78
总资产周转次数（次）	0.23	0.23
现金收入比率（%）	100.19	101.08
总资本收益率（%）	7.96	8.30
总资产报酬率（%）	9.11	9.53
净资产收益率（%）	10.65	11.55
营业利润率（%）	44.07	45.76
费用收入比（%）	12.58	10.03
资产负债率（%）	46.16	44.69
全部债务资本化比率（%）	40.76	37.05
长期债务资本化比率（%）	33.19	33.86
EBITDA 利息倍数（倍）	6.00	6.60
EBITDA 全部债务比（倍）	0.34	0.38
流动比率（倍）	0.52	0.40
速动比率（倍）	0.51	0.38
现金短期债务比（倍）	0.79	1.09
经营现金流动负债比率（%）	57.79	68.40

注：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。

附件 2 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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期债券到期偿还额
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 3 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。