

信用等级公告

联合[2016]229 号

重庆协信远创房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对重庆协信远创房地产开发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（第二期）进行综合分析和评估，确定：

重庆协信远创房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

重庆协信远创房地产开发有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券（第二期）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 五月 六 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>

重庆协信远创房地产开发有限公司

2016 年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 23 亿元

债券期限：不超过 5 年（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本或提前偿还本金

评级时间：2016 年 5 月 6 日

主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	424.64	515.41	560.52
所有者权益(亿元)	106.89	146.65	147.84
长期债务(亿元)	127.26	155.36	159.33
全部债务(亿元)	162.05	197.16	241.48
营业收入(亿元)	77.71	79.35	74.67
净利润(亿元)	6.91	13.40	7.72
EBITDA(亿元)	11.39	20.56	12.72
经营性净现金流(亿元)	-38.60	-12.26	-10.85
营业利润率(%)	17.03	19.22	18.23
净资产收益率(%)	7.92	10.57	5.24
资产负债率(%)	74.83	71.55	73.62
全部债务资本化比率(%)	60.26	57.35	62.03
流动比率(倍)	1.70	1.87	1.68
EBITDA 全部债务比(倍)	0.07	0.10	0.05
EBITDA 利息倍数(倍)	0.67	0.99	0.62
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.41	0.73	0.45

注：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；本报告财务数据及指标计算均为合并口径。报告中 2013 和 2014 年财务数据采用下一年度审计报告期初数，2015 年采用 2015 年审计报告期末数

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对重庆协信远创房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“协信远创”）的评级反映了公司作为重庆市房地产行业的知名企业，开发经验丰富，近年来经营规模较大，土地储备较充足，自持物业质量较高，营业收入规模较大。同时，联合评级也关注到现阶段房地产市场波动、公司业务区域相对集中、开发资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售，在建项目逐步竣工，以及公司“商住产一体化”综合发展战略的逐步推进，公司收入规模和盈利能力有望得到提升。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期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 重庆市房地产行业的知名企业，在品牌影响力、开发经验、产品品质等方面居于区域内领先地位。

2. 公司土地储备主要位于一二线城市，地理位置良好，升值空间较大，较大规模的土地储备为公司的可持续发展奠定了良好基础。

3. 公司自持物业整体规模较大，地理位置优越，多为区域内标志性物业，未来前景较好，可实现较稳定的现金流入。

4. 近年来，公司收入规模较大，随着公司现有在售及在建项目逐步实现销售，以及“商住产一体化”综合业务模式的不断拓展，公司收入、利润规模有望得到提升。

关注

1. 房地产市场高速发展期已经过去，市场竞争加剧，公司销售收入主要来自于房地产销售，未来房地产市场价格波动将对公司盈利水平带来一定的不确定性影响。

2. 公司房地产业务在地域分布上相对集中。同时，公司土地储备中重庆地区占比较高，区域房地产市场变化对公司整体经营将产生较大影响。

3. 公司在建项目规模较大，未来在建项目需要持续的资金投入，此外新项目的开工，公司外部融资需求较大。

4. 公司自持物业公允价值变动较大，盈利体现为现金收入部分较少，在电商日益发展的背景下，传统商业地产受冲击较大，现金流及物业价值的波动风险对公司盈利能力的影响较大。

5. 公司资产规模较大，且逐年增长，但公司货币资金和存货中受限比例较大，同时，公司存在一定规模对外担保，可能对公司财务产生不利影响。

6. 公司归属于母公司所有者权益中超过半数为未分配利润，其他综合收益主要来自于公允价值变动，且公司将 24 亿元永续债归入权益，所有者权益结构稳定性一般。

分析师

周 馥

电 话：010-85172818

邮 箱：zhouk@unitedratings.com.cn

任贵永

电 话：010-85172818

邮 箱：rengy@unitedratings.com.cn

岳 俊

电 话：010-85172818

邮 箱：yuej@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：

 周旭 伍贵永 岳俊

联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆协信远创房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“协信远创”）前身为重庆机动车交易市场有限公司，成立于1999年3月，由重庆协信控股（集团）有限公司（以下简称“协信集团”）、周涛与陈渝康共同出资设立，初始注册资本为500万元。2008年1月，协信集团与汉威重庆房地产开发（香港）有限公司（HCP Chongqing Property Development (HK) Co., Limited）（以下简称“汉威香港”）签署《股权转让协议》，汉威香港以2.37亿元的等额美元价格购买协信集团所持有的公司100%的股权。2008年2月，经公司股东决定更为现名。2008年4月，重庆市对外贸易经济委员会作出渝外经贸发【2008】151号《重庆市外经贸委关于重庆协信远创房地产开发有限公司变更设立为外商投资企业的批复》，同意上述股权转让，协信远创变更为外资企业，投资总额为4.60亿元，注册资本增加至2.37亿元。

截至2015年底，公司注册资本为2.37亿元，公司实际控制人为吴旭先生。股权结构如下：

图 1 截至 2015 年底公司实际控制人与控制关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产开发经营（对重庆市南岸区南坪南路18号项目开发经营），物业管理（凭资质证书经营），批发销售普通机械、电器机械、橡胶产品、五金交电、化工产品（不含危险化学品）、矿产品（国家有专项规定的除外）、销售日用百货等业务。

截至2015年底，公司下设战略发展部、投融资管理部、财务管理部、营销管理部、运营管理部等职能部门（详见附件1）；下辖68家子公司。

截至2015年底，公司合并资产总额560.52亿元，负债合计412.68亿元，所有者权益（含少数股东权益9.19亿元）147.84亿元。2015年，公司实现营业收入74.67亿元，净利润（含少数股东损益0.28亿元）7.44亿元；公司经营活动现金流量净额-10.85亿元，现金及现金等价物净增加额5.91亿元。

公司注册地址：重庆市南岸区南坪南路18号；法定代表人：吴旭。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“重庆协信远创房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），本次债券总规模不超过48亿元，本次公司债券第一期已在上交所发行20亿元，票面利率6.50%，期限为5年（3+2）。本期债券发行规模不超过28亿元，其中，基础发行规模为5亿元，可超额配售不超过23亿元。本期债券期限为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为100元，按面值平价发行。本期债券将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者发行。债券利率由公司及各主承销商根据簿记建档结果确定。本期债券采用单利按年计息，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。本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集资金主要用于偿还金融机构借款，补充流动资金，改善公司债务结构。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售、物业投资、物业管理，属于房地产行业。

1. 行业状况

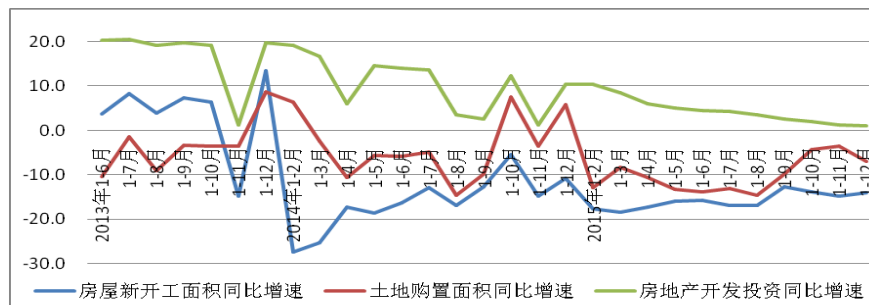
房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，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。进入2013年，中国房地场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%；房屋施工面积665,572万平方米，比上年增长16.1%；房屋新开工面积201,208万平方米，增长13.5%；其中，住宅新开工面积145,845万平方米，增长11.6%；全年土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.8%。

2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%）。全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%。房屋新开工面积179,592万平方米，下降10.7%。其中，住宅新开工面积124,877万平方米，下降14.4%。2014年，房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米，比上年下降14.0%。

2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1.0%（扣除价格因素实际增长2.8%）。全年房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%。其中，住宅施工面积511,570万平方米，下降0.7%。房屋新开工面积154,454万平方米，下降14.0%。其中，住宅新开工面积106,651万平方米，下降14.6%。全年土地购置面积22,811万平方米，比上年下降31.7%。

图2 2013年6月~2015年全国房地产市场发展情况（单位：%）



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。2015年，中国房地产市场在宽松的政策刺激下，总体上步入了复苏通道，但是土地成交量、新开工量、开发投资额等指标继续回落。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2013年，全国土地供应规模增加，以北京、上海等重点城市土地市场量价齐升，全年出让金额创历史新高，上海突破两千亿大关。2013年，全国300个城市共推出土地45,187宗，推出面积177,964万平方米；其中住宅类用地14,907宗，推出面积66,798万平方米。

2014年，全国300个城市共推出土地36,260宗，同比减少19.76%；推出土地面积135,659万平方米，同比减少23.77%。其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）11,088宗，同比减少25.62%；土地面积48,486万平方米，同比减少27.41%。

2015年，全国300个城市共推出土地31,686宗，同比减少12.61%；土地面积113,235万平方米，同比减少16.53%。其中，住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）9,332宗，同比减少15.84%；土地面积37,295万平方米，同比减少23.08%。

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

2015年，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；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率21%，较去年同期上升9个百分点。土地市场整体上行，成交量及出让金均高于去年同期。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比涨幅不一，其中一二线城市涨幅明显。一线城市土地溢价率呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；仅有楼面均价大幅上涨19%至9,180元/平方米。二线城市楼面均价同比上涨18%至1,565元/平方米，土地溢价率较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市则延续反弹上升，楼面均价同比上涨1%至751元/平方米，土地溢价率较去年同期上升2个百分点至8%。

表 1 2013 年~2015 年全国 300 个城市土地交易情况

	2013 年	2014 年	2015 年
推出面积（万平方米）	177,964	135,659	113,235
同比	13%	-24%	-18%
成交面积（万平方米）	143,569	104,032	85,671
同比	20%	-28%	-21%
出让金（亿元）	31,305	23,412	21,793
同比	61%	-25%	-10%
楼面均价（元/平方米）	1,174	1,234	1,384
同比	25%	5%	14%
土地平均溢价率	16%	10%	16%
同比	上升 8 个百分点	下降 6 个百分点	上升 6 个百分点

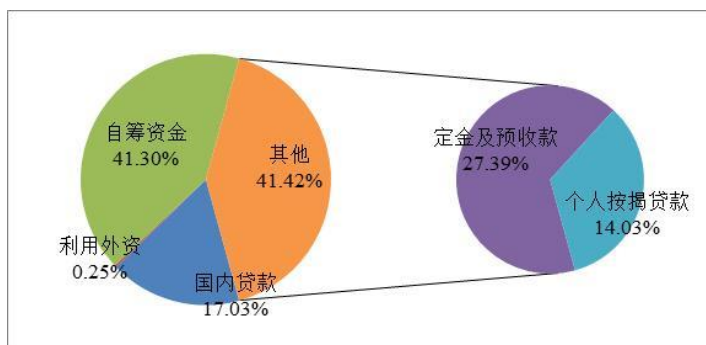
资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

总体看，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的楼面均价仍然保持在较高水平，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013 年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2009 年以来，房地产行业资金规模呈快速增长态势，2009~2013 年平均增速 22.26%，进入 2014 年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。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%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，结束了自 2000 年以来的正向增长。其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%；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%。整体看，2014 年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

图3 2015年末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

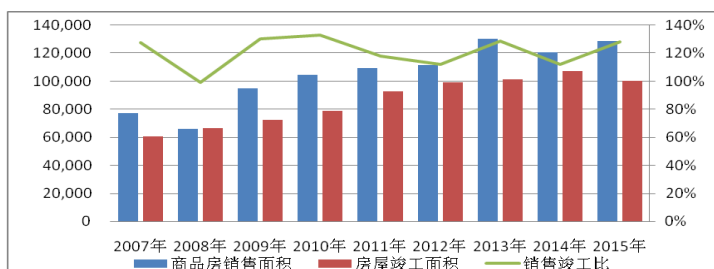
2015年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。在其他资金中，定金及预收款32,520亿元，增长7.5%；个人按揭贷款16,662亿元，增长21.9%。

总的来看，在行业利润压缩、房企纷纷转型的时代，大为宽松的融资环境利于房企有效控制成本保证盈利空间，也可以改善财务结构维持稳健运营，还能为转型提供源源不断的“弹药”。2015年，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年，中央对房地产市场的政策思路和管理方式发生转变，在新型城镇化和土地改革等利好驱使下，一线城市房价连创新高，热点城市“地王”频现，市场分化加剧；房企销售业绩猛增，融资及海外拓展需求加大。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。从供给方面看，绝大多数城市增加土地和普通住房供应，以政府为主提供基本保障、市场为主满足多层次需求的住房供应体系，逐步下放调控政策至各地方政府，调控方向已逐步向增大供给等市场化措施靠拢，通过改善供需来平稳房价。全年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。

图4 2007~2015年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米、%）

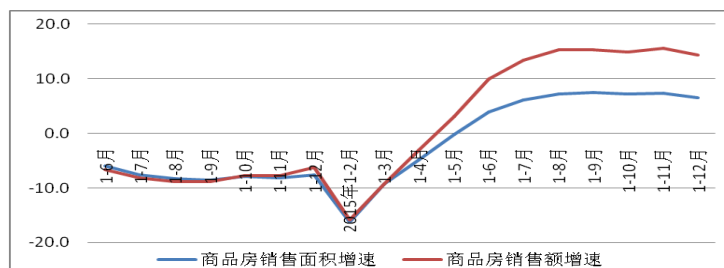


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

2014 年，地产市场在前期限购、限贷调控政策整体不放松、信贷政策不断趋近情况下，住宅市场低迷，市场观望情绪强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落，整体上住宅供不应求的状态出现明显好转。全年房屋竣工面积 107,459 万平方米，增长 5.9%。其中，住宅竣工面积 80,868 万平方米，增长 2.7%。

图 5 全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：国家统计局。

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，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

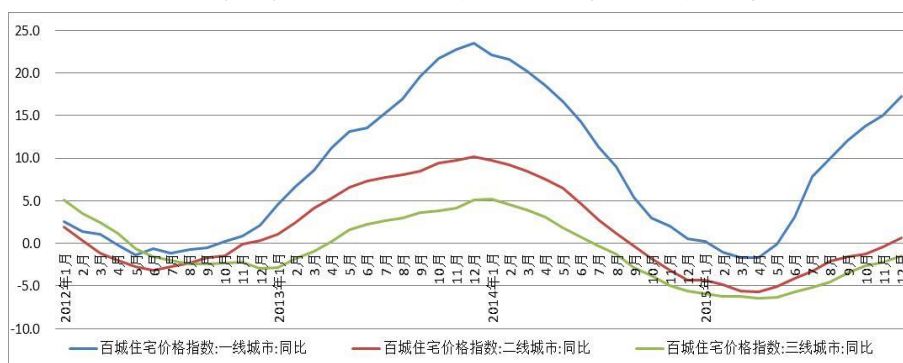
根据中国统计局数据，2014 年全国商品房待售面积为 62,169 万平米，同比增长 26.12%，其中，其中住宅待售面积 40,684 万平米，占比 65.44%，社会库存压力较大。2015 年，全国商品房待售面积为 71,853 万平米，同比增长 15.58%，增幅下降，其中住宅待售面积 45,248 万平米，占比 62.97%。整体看，2015 年全社会房地产行业库存规模增加，但增速有所放缓，库存压力仍较大。

总体来看，当前经济增速下行和高库存压力下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，政策聚焦于挖掘房地产消费潜能，鼓励需求入市，进而恢复并带动投资信心。在多重政策支持下，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。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，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。

图 6 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（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 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%。整体来看，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。

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，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求进一步释放，房价稳中看涨。随着中央工作会议关于去库存、稳楼市的相关部署在各地逐步落地实施，未来市场供求关系将得到改善，库存压力有望缓解。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业呈现出集中度不断提高的发展态势。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 16.92%和 22.79%，分别提高了 3.20 和 3.91 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.44%和 13.65%，分别提高了 1.82 和 2.19 个百分点。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 2 2013~2015 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	13.72%	16.92%	16.87%
前 20 大企业销售额占比	18.88%	22.79%	22.82%
前 10 大企业销售面积占比	8.62%	10.44%	11.31%
前 20 大企业销售面积占比	11.46%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地

产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营保持 7 家，2,000 亿房企增至 3 家，万科以 2,610 亿元的销售额稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2013年以来主要的房地产调控政策如下表所示。

表 4 2013 年~2016 年主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2015 年 10 月	全面二孩政策
2016 年 2 月	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部联合发布了《关于调整房地产交易环节契税 营业税优惠政策的通知》，下调房地产环节契税和营业税。

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳

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

2015年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整，5年以上商业贷款利率降至4.9%，公积金贷款利率降至3.25%，均已处于历史低位。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。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，随后楼市的政策态度渐入宽松。

国家为了去库存，减轻购房者税费压力，2016年2月，对个人购买家庭唯一住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按1.5%的税率征收契税。对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平方米及以下的，减按1%的税率征收契税；面积为90平方米以上的，减按2%的税率征收契税。个人将购买不足2年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买2年以上（含2年）的住房对外销售的，免征营业税。

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年以来，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，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会

利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，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。受这两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

发债规模激增，需防范潜在风险

2015年，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善。百亿房企把握政策机遇，积极通过低成本公司债和定向增发等市场化融资方式，获得长期稳定的优质资本，渠道进一步拓宽，融资结构持续优化，资金成本显著下降。2015年百亿房企公司债发行量持续提升，特别是6月交易所对公司债开始放量以来，公司债呈爆发式增长，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比增长18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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

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，地产金融化迎来发展良机。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。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主的市场逐步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长逐渐演变为内生驱动。为提前应对行业变化带来的挑战，房企2015年转型服务商力度空前，结合互联网挖掘上下游产业链服务价值、拓展服务型产业为客户提供更为全面的服务，成为其谋求突破的新风口。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

2015年，房地产市场运行环境日趋宽松，但房地产行业拐点已悄然来临，有效供给的挖掘和

消费需求升级为行业带来结构性发展机会，技术、产品、业态等各类创新为主的“结构性改革”成为未来发展的主旋律，为行业新的发展动力。在此背景下，房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

总体看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

规模较大与品牌知名度高

公司有二级房地产开发资质，有先进的商住产集成开发模式与能力、成熟的管控体系。公司已在重庆、上海、北京、苏州等区域开展房地产开发与城市综合体运营业务，累计开发超过1,200万平方米，近60个住宅商业及产业地产项目，土地储备丰富。公司多次荣获“中国房地产百强”、“中国房地产著名品牌”、“中国房地产诚信企业”“AAA级信用企业”等荣誉，2014年1月，“协信”获得“中国驰名商标”称号。

产品结构成熟

公司专注于城市综合体的投资开发和运营，通过对商业、居住与办公三大功能的集成开发与运营，已经形成星光68广场、星光时代广场、星光天地三大核心产品。2014年5月，子公司上海协信星光商业投资管理有限公司与上海市北高新集团签订协议，对该集团商业进行统一的规划、招商和运营，公司的商业综合运营能力逐步成熟，开始向外输出管理。除此之外，公司还专门成立了独立的商业运营管理公司，针对商业街业态进行受托运营管理，2015年4月，其第一个项目重庆永川滨湖新天地东区商业街已开业。

创新业务模式

公司旗下启迪协信科技城投资（集团）有限公司（以下简称启迪协信）成立于2015年6月，旨在通过集合清华启迪控股在品牌、资源和项目储备方面的优势和协信集团在地产业项目投融资的整合、运营和开发管理方面的优势，成为中国第一流的科技园开发运营管理公司。启迪协信成立以后，将同步开展科技城投资开发业务和科技产业运营服务业务，通过产业、创业、商业、社区四位一体发展，为科技企业提供园区空间和产业服务，为科技从业人员消费与生活体验服务。

总体看，公司经营规模较大，项目覆盖住宅地产、商业地产和产业地产，有一定区域品牌知名度和竞争力。

2. 人员素质

截至2015年底，公司有董事、监事和高级管理人员11人，均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长兼总经理吴旭先生，1963年10月出生，国籍：Saint Christopher and Nevis（中文：

圣基茨和尼维斯），工程师职称，先后就职于重庆市建筑管理站、重庆市建筑定额站，任主任科员、工程师；就职于中国重庆国际经济技术合作公司旗下的中国重庆国际经济技术合作建设开发公司，任副总经理；现任公司董事长兼总经理。

截至2015年底，公司总人数4,320人，其中，行政及管理人员1,451人，占员工总数的33%；技术人员123人，占员工总数的3%；作业人员2,746人，占员工总数的64%。大学本科及以上学历1,321人，占员工总数的31%；大学专科学历1,087人，占员工总数的25%；高中及以下学历1,912人，占员工总数的44%。从年龄结构看，25周岁以下1,138，占员工总数的26%；25~45周岁2,728人，占员工总数的63%；45周岁以上人员454人，占员工总数的11%。

总体看，公司董事、监事和高级管理人员行业和管理经验丰富，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，以中青年为主，能够满足目前生产经营需要。

3. 区域市场环境

公司有超过半数的房地产开发收入来自于重庆市，公司经营受重庆市房地产市场影响较大。

从土地供应来看，2015年，重庆商住用地成交规划建筑面积2,836.83万方，同比去年下降11.97%，与2013年相比，成交规划建筑面积接近腰斩。

图7 2011~2015年重庆市商住用地成交情况



资料来源：中国指数研究院

土地供应分区域来看，2015年渝北区成交规划建筑面积868.43万方，沙坪坝区成交规划建筑面积866.6万方，两个区成交占比近主城区成交量三分之二；渝中区成交规划建筑面积23.1万方，是主城成交面积最少的区域。相比2014年，仅沙坪坝区和南岸区成交规划建筑面积有所增加，其余区域均下降。具体来看，沙坪坝区同比增加139.17%，是增幅最大的区域；大渡口区降幅最大，降幅为94.44%。

商品房供应方面：2015年，重庆商品房新增供应2,021.73万方，同比减少8.7%；月均供应面积由2014年的196.77万方下降至168.48万方。

图8 2014~2015年各月重庆新增商品房供应情况



资料来源：中国指数研究院

从商品房销售情况看，重庆商品房销售面积自2013年见顶后逐步回落，2015年重庆商品房成交2,127.7万方，同比减少4.72%，近三年，重庆商品房销售价格整体波动不大，一直在7,500元/平方米左右小幅震荡，2015年重庆商品房销售价格7,467元/平方米，同比去年微跌2.17%，为历史第二高位。商品房成交金额1,588.73亿元，同比减少6.79%。

总体看，重庆市土地市场整体成交清淡，2015年重庆主城区商品房新增供应面积处于高位，但市场销售整体呈现出量价齐跌的局面，各项出让数据同比上年缩水明显。

五、管理分析

1. 治理结构

公司不设立股东会，设有董事会、监事和经营管理机构。公司董事会系公司股东的执行机构，对股东负责；董事会由5名董事组成，全部由股东委派；其中董事长1名，副董事长1名。董事长、副董事长及董事每届任期三年，经董事会选举或罢免可连选连任。公司设监事1人，由股东选定和罢免，对董事会和高级管理人员行使监督职能；监事不得兼任公司总经理、财务负责人及其他高级管理职务。公司实行总经理负责制，公司设立总经理1名，副总经理3名，财务总监1名，采取公开招聘、选能任贤、竞争上岗制度；总经理对董事会负责，列席董事会议，执行股东、董事会各项决议，组织和领导公司的日常经营管理工作。

总体看，公司法人治理结构基本能满足公司运营需求，但有待进一步完善。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在成本管理、工程管理、财务会计和子公司管理等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。公司下设战略发展部、投融资管理部、财务管理部、营销管理部、运营管理部等职能部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

在成本管理方面，公司实施以项目为中心的合约管控，确定项目标准合约体系，基于标准合约体系进行阶段、过程、结果管控。具体来说，公司针对成本管理工作的独立性与权威性建立管理体制，利用较强的执行力推动合约和成本管控；对项目成本按科目进行成本预警和强控，实现成本的总量级控制，并且在单个科目成本严控下保证合约规划处理的灵活性；进行项目总体的合约规划编制，实现合约规划与合同的一一对应，合同执行的业务部门在签订合同时，不管是总包合同还是土地合同，只需选择对应的合约规划；在合约中明确成本费用与成本科目的对应关系，

预计将发生的合同，对每个合同进行成本预控，从而实现目标成本预控。

在工程管理方面，公司制定了严格的管控制度体系，涵盖工程管理策划、工程管理交底、施工组织设计及专项施工方案审批、施工图会审及设计交底、施工图管理、工程放线、多方会验、工地现场例会管理办法和工程档案管理等各个方面。公司遵循“先审批，后施工”原则，任何单位工程（分部分项工程），其施工组织设计（专项施工方案）未经审批，均不得进行施工；规定新开楼盘由开发部门联系规划部门提供不少于三个测量导线控制点（含平面与高程），规划放线点经监理工程师、项目部现场工程师和项目部工程经理复核无误后，方可移交给施工单位使用；规定项目每周召开现场例会，项目总经理、工程经理、工程、成本、研发、报建以及监理、总包、分包单位负责人参加；规定会验工作由项目工程部负责汇总各部门及各相关单位验收意见，提出相应整改措施，以书面形式发给多方会验参加部门，经签字确认后，形成《多方会验单》并发放各相关部门。

财务管理方面，公司依据法规与准则，在预算管理、会计核算、资产减值准备计提与核销、税款申报缴纳、对外财务报告报送与披露和财务信息化系统操作等方面制定了相应的制度与指引。财务管理涵盖了公司业务各个环节，各级财务人员具备专业素质，并建立了持续的人员培训制度，对控制风险有相应的规定，会计岗位设置贯彻了“责任分离、相互制约”原则，执行重要会计业务和电算化操作授权规定，按规定组织对账，公司财务管理内部控制具有完整性、合理性及有效性。

子公司管理方面，针对公司下设分子公司较多的情况，公司从财务、成本和资金等方面制定了较细致的子公司管理规定。城市公司成本管理部负责开发成本的动态管理和将开发成本分摊至成本核算对象的工作。公司财务部负责开发间接费用中资本化利息、工程人员费用的管理。公司内部各子公司之间的资金调拨，由各公司提出申请，经公司审批后实施。各子公司之间的资金调拨实行资金有偿使用原则，由使用方向资金调出方支付资金占用费。每月末结帐前，各子公司需对内部资金调拨及时核对，完成相应帐务处理，并按照权责发生制计算资金占用费。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理较为严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务收入来自于房产销售、物业管理和租赁。2013~2015年，公司营业收入规模呈波动变化，三年复合下降1.98%。公司2015年实现营业收入74.67亿元，同比下降5.90%，公司2015年实现净利润7.72亿元，同比下降42.38%，主要系公司公允价值变动收益大幅减少所致。

近三年，公司主营业务收入波动中略有下降，三年分别为77.54亿元，79.06亿元和74.35亿元。从公司主营业务收入构成来看，房产销售业务是公司主要收入来源，近三年公司房产销售收入占主营业务收入比重仍保持在92%以上，公司主营业务突出。近三年，公司确认的房产销售业务收入呈波动变化，年均复合下降3.56%，2015年公司确认的房产销售业务收入68.58亿元，同比下降7.45%，主要系结转项目单价较低使得总体结转收入下降。公司物业管理、租赁收入呈逐年小幅增长态势，但其规模较小，对公司整体收入影响不大。

毛利率变化方面，近三年公司主营业务毛利率整体呈逐年小幅增长态势，三年分别为25.92%、26.84%和27.92%，三年公司主营业务毛利率变动主要受房产销售业务毛利率变动影响。分业务板

块来看，公司房地产销售毛利率呈逐年增长趋势，三年分别为24.80%、25.44%和25.51%。近三年，公司物业管理业务毛利率呈逐年波动变化，三年分别为12.67%、12.00%和24.52%，其中2015年物业管理业务毛利率较上年大幅增长12.08个百分点，主要系物业管理在业务扩大的基础上部分实现规模效应，同时加强成本控制所致；公司租赁业务毛利率较高且较为稳定，三年均在90%以上，详细数据参见下表。

表 5 2013~2015 年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项 目	2013 年度			2014 年度			2015 年度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	73.74	95.10	24.80	74.10	93.73	25.44	68.58	92.23	25.51
物业管理	1.43	1.84	12.67	1.95	2.47	12.00	2.56	3.44	24.52
租赁	1.38	1.78	90.75	1.86	2.35	93.03	2.20	2.96	94.96
其他	1.00	1.29	38.19	1.15	1.45	35.62	1.02	1.37	53.43
合 计	77.54	100	25.92	79.06	100	26.84	74.35	100	27.92

资料来源：公司审计报告

公司营业收入主要来自于以重庆、成都为主的西南片区和以江苏为主的华东片区。从公司营业收入分区统计情况看（见下表），公司业务向公司经营较成熟的西南片区倾斜，导致近三年，西南片区确认收入较多且占比逐年增加，2015年西南片区贡献收入62.30亿元，占总收入83.43%；相比之下，华东片区收入贡献和收入占比逐年下降，2015年贡献收入12.37亿元，占比为16.57%。总体看，近三年公司营业收入波动下降，但整体保持较大规模，西南片区为公司业务收入主要来源地区。

表 6 2013~2015 年公司分地区营业收入情况（单位：亿元）

2013 年			2014 年			2015 年		
地区	金额	占比	地区	金额	占比	地区	金额	占比
西南	54.08	69.59%	西南	55.64	70.12%	西南	62.30	83.43%
华东	23.63	30.41%	华东	23.71	29.88%	华东	12.37	16.57%
合计	77.71	100.00%	合计	79.35	100.00%	合计	74.67	100.00%

资料来源：公司提供

注：本表统计为全部营业收入故合计值略大于上表主营业务收入合计。其中西南以重庆为主，华东主要为江苏。

总体看，近年来，公司主营业务波动下降，但毛利率有所上升，主营业务中房产销售业务占比高，公司利润对房产销售业务依赖度较高。随着各地调控政策的放宽，公司在建楼盘的开发和销售渐次推进，公司营业收入规模和盈利能力有望保持稳定。

2. 土地储备

土地储备策略方面，公司结合自身品牌形象和产品定位，主要在重庆市内及部分一二线城市的核心优良地段获取优质土地，并保持土地储备规模能够满足未来4~5年开发需求。公司会对拟进入城市的经济总量、发展趋势、人口、消费能力以及当地房地产行业规模、发展速度、竞争对手等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。近年来，公司从传统的以住宅为主的开发业务向商住产一体化集成发展的战略转型，对拟进入的城市和地块进行严格的筛选。

从公司土地储备的具体执行情况来看，近三年由于房地产市场调控，以及公司经营理念的转变，公司土地购置节奏有所放缓。近三年购地面积分别为63.34万平方米、35.81万平方米和6.01万平方米，同期购地支出分别为26.61亿元、12.80亿元和6.87亿元。根据公司发展规划以及对房地产市场未来的预期，公司未来土地购置支出将有所增长。

表 7 2013~2017 年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

年份	占地面积	建筑面积	购地支出
2013 年	63.34	127.09	26.61
2014 年	35.81	65.23	12.80
2015 年	6.01	--	6.87
2016 年预计	30.00	--	13.00
2017 年预计	40.00	--	18.00
2018 年预计	40.00	--	20.00

数据来源：公司提供

截至2015年底，公司土地储备建筑面积约540.95万平方米，其中主要为商住和住宅用地，少量工业用地为无锡光电园项目，符合公司商住产一体化集成发展的战略转型规划需求，如下表所示。

表 8 截至 2015 年底公司土地储备按物业类型统计情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

物业类型	占地面积	建筑面积	建面均价	获取价格
住宅	72.71	159.92	2,489.83	39.82
商业（含办公）	21.81	77.92	5,694.36	44.37
商住	117.25	247.95	1,819.49	45.11
工业	11.52	55.16	314.25	1.73
合计	223.29	540.95	--	131.03

数据来源：公司提供，联合评级整理。

注：表中数据为按公司所占权益面积统计。

从公司土地储备的区域分布来看，公司在巩固重庆市场的同时，加大在上海、江苏等沿海地区以及北京等一线地区的土地获取力度，项目区域布局进一步优化。公司形成了以重庆为主同时向外拓展成都、江苏、上海和北京为重点区域的开发格局。公司土地储备均位于一二线经济发展较好的城市，所持土地总体地理位置较佳，升值空间较大，如下表所示。

表 9 截至 2015 年底公司土地储备区域分布统计情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目所在地	占地面积	建筑面积	建面均价	获取价格
重庆	153.62	312.52	2,080.01	65.00
镇江	7.27	34.41	2,644.58	9.10
长沙	6.21	28.12	2,112.38	5.94
上海	10.16	28.37	9,055.34	25.69
无锡	20.90	27.04	1,701.18	4.60
成都	3.77	16.97	3,500.29	5.94
苏州	10.70	11.77	2,820.73	3.32
昆明	5.83	9.90	2,363.64	2.34
北京	0.77	2.63	15,779.47	4.15
深圳	0.92	2.79	7,197.74	2.01
青岛	2.58	11.11	3,120.00	3.47
合计	222.74	485.63	--	131.56

数据来源：公司提供，联合评级整理

注：表中数据为按公司所占权益面积统计。

总体看，公司土地储备规模较大，以住宅和商住为主，同时有少量工业用地，土地储备区域分布较为合理，土地价值提升空间大，能够满足未来几年开发需求。

3. 工程招标和原材料采购

工程招标

工程招标是公司发包量最大的采购项目。公司一般从自建的合格施工单位库中，筛选实力较强的不少于3个土建方组织招投标。公司对招标过程进行严格管理，一般需要由项目公司、区域公司和总公司三方联合进行招标和评标，以保证招标的选择过程公平、透明。

施工质量方面，公司与建筑施工单位、监理单位三方共同对供货商进行考察，监督施工单位通过招投标方式确定具体产品。因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

工程施工方集中度方面，近三年，公司建筑工程承包商集中度呈逐年下降态势，但整体集中度仍属较高，主要系公司项目体量较大的工程采取总体承包形式所致。2015年公司前5大建筑工程承包商占公司当期同类发包量的69.82%，前5大建筑工程承包商每年发包金额总体保持较大数额，2015年为18.28亿元。公司建立了较为广泛的合格施工单位库，且建筑行业发展较为成熟，公司不存在严重依赖于少数施工单位的情况。

表 10 公司前 5 大建筑工程承包商（单位：万元、%）

年份	建筑工程承包商名称	发包金额	占当期同类发包量比重
2015 年	中兴建设有限公司	69,890.00	26.69
	中国建筑第五工程有限公司	33,000.00	12.60
	浙江宝业建筑工程有限公司	30,000.00	11.46
	中建八局第三建设有限公司	25,658.05	9.80
	重庆山海建设(集团)有限公司	24,278.19	9.27
合计		182,826.24	69.82

数据来源：公司提供

工程结算方面，一般是根据合同具体规定按照工程进度付款，但完工前付款总额一般不超过工程款80%，当项目整体竣工验收合格后支付不超过95%，剩余5%作为质保金，每年付2.5%，两年内付完，保温工程的保修期限为5年。

材料采购

公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司项目主要由供应商提供建造服务及相关建筑材料。原材料主要包括建筑材料（木材、水泥、钢材等）、设备（电梯、电气设备等）及精装修工程材料（门窗、洁具、五金等）为主。其中乙供材料为主，公司自行采购的约占20%左右，主要是一些后期装修的建材。

甲供材料采购方面，公司统一编制集中采购年度计划，并按计划采购。公司建立了严格的供应商管理体系包括了供应商筛选、审查等环节。公司与战略采购供应商签订战略合作协议，并将供应商资料通知各有关部门级各城市公司，根据项目公司的具体情况向其提供签订战略合作协议的供应商品牌、联系方式、销售单价等信息。每年公司对供应商进行考评，并向供应商进行反馈，以利改进，对不合格的供应商予以淘汰。2015年公司材料采购金额为2.20亿元，采购占比前五大材料分别为电梯、入户门、卫生洁具、电线电缆和配电箱，占当期同类采购金额比重为76.34%。材料款结算方式在合同中约定，根据不同品种按照具体合同约定执行。总体看，由于该类材料在市场上可供选择的品牌较多，不存在严重依赖于少数供应商之情况。

表 11 2015 年前 5 大采购材料（单位：万元、%）

年份	采购材料名称	采购金额	占当期同类采购金额比重
2015 年	电梯	11,155.41	38.64
	入户门	653.07	2.26
	卫生洁具	557.48	1.93
	电线电缆	5,789.89	20.06
	配电箱	3,881.61	13.45
合计		22,037.47	76.34

数据来源：公司提供

总体看，公司工程施工单位通过严格按招标规范选择，材料采购采取施工方采购为主、集中采购为辅的采购模式，不存在依赖单一施工方或供应商的情况。

4. 项目建设开发情况

公司采用总公司、城市公司、项目公司的三层管理架构，公司房地产开发业务以项目公司作为经营实体。

公司对工程建设进度进行严密计划，每个项目在规划时就已经制定了项目周期的完整开发和销售计划。每年初，公司依据项目计划和预计销售进度将当年建设目标自上而下逐级进行分解，并落实到每个项目的开发进度。项目公司配合总部相关部门制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司定期对现有项目的建设、销售等情况进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。公司通过加强管理提高项目周转速度。城市公司根据公司下达的工程计划的主要工程节点，结合自身情况进行细化至多个详细的工程进度节点，并进行跟踪监控，确保工程进度。

质量管理方面，城市公司工程质量管理部及项目公司对工程质量直接负责，总部管理和宏观把控职能。各个地公司的工程人员负责所在项目工程质量的日常管理，项目公司和城市公司定期或不定期对工程质量进行巡检，发现材料质量问题或者工程施工质量问题，及时向材料供应商或工程承包商反馈，要求其整改。

从公司房地产开发建设情况看，近三年我国房地产市场在政府调控政策影响下出现调整，尤其是三四线城市住宅市场出现回落，在此背景下，公司转变经营策略，主要向一线及部分二线城市发展，公司从传统的以住宅为主的开发业务向商住产一体化集成发展的战略转型，以减少房地产市场调控影响，公司已确定了商业开发+商业管理运营为重点业务，科技产业园区开发+园区管理运营为未来创新业务，中高端住宅开发+优质社区生活服务为基础业务的发展模式。

近三年，公司期末在建面积呈逐年下降趋势，三年分别为286.90万平方米、259.37万平方米和195.94万平方米，其中2015年公司在建面积下降较多主要系公司当年工程进度较快，竣工面积较多，近三年，公司项目竣工面积分别为130.75万平方米、121.10万平方米和189.22万平方米，其中2015年竣工面积较大，主要系公司对市场预期好转的判断，公司加大了开发力度所致，同期，公司新开工面积呈波动变化，2013~2015年新开工面积分别为195.67万平方米、84.53万平方米和125.79万平方米，公司新开工面积主要受上期期末在建项目规模影响，具体数据如下表所示。

表 12 2013~2015 年公司项目开发情况

项目	2013 年底	2014 年底	2015 年底
新开工面积（万平方米）	195.67	84.53	125.79
竣工面积（万平方米）	130.75	121.10	189.22
期末在建面积（万平方米）	286.90	259.37	195.94

资料来源：公司提供

总体看，公司开发建设有序进行，在建项目体量较大。

5. 房产销售情况

公司坚持“品质地产、品位生活”的产品理念，产品主要定位于中高端住宅开发，同时将对客户的需求调研成果、区域市场未来2~3年的竞争形势与供货结构研究结果作为项目整体规划和设计的重要参考资料。公司对所开发的项目采用期房预售与现房销售相结合的销售方式。当公司开发项目达到政府规定的预售条件时，公司及时办理《商品房预售许可证》。

销售方式上，根据项目所在城市团队的实际工作情况决定营销模式，以重庆、上海为代表的多项目区域，通常采用以自建销售团队为主，外部中介公司、分销渠道为辅的营销模式；在新进入的城市，如长沙、昆明、北京则以引入全国或区域内有较高市场占有率和客户资源的专业房地产销售代理公司如易居（中国）控股有限公司、深圳世联行地产顾问股份有限公司等，通过强强联合，迅速整合资源。

同时，公司在传统代理销售的基础上，根据消费者需求的变化不断创新。2015年，公司与平安好房签订了公司对公司的总体框架协议，实现了房地产与金融服务以及互联网的结合，借助平安保险大量经纪人作为渠道，利用其已有的大量优质客户资源实现销售，同时也为购房者提供便捷的购房融资方式。

销售计划上，公司年初依据公司自身战略和市场情况制定年度销售计划，并分解落实到城市公司，城市公司再将销售计划分解至项目。公司考核城市公司的销售进度情况，城市公司对各地区项目的销售情况进行监督考核。

销售价格方面，公司房地产项目的定价模式为：针对房地产市场竞争环境，采用竞争导向定价模式，以竞争者的价格为基础，根据竞争双方的力量、综合价值判断等情况，制定较竞争者价格为低、高或相同的价格。公司单个产品采取“一房一价”的定价策略，在确定销售均价的基础上，根据每户的户型结构、朝向、层次、位置、付款方式作为确定各不同房型的销售单价。

从公司近三年销售情况看，2013~2015年，公司协议销售面积呈小幅波动下降态势，三年协议销售面积分别为81.47万平方米、96.21万平方米和73.98万平方米，2014年公司协议销售面积较2013年增加14.74万平方米，主要系当年实现预售项目较多所致，2015年公司协议销售面积73.98万平方米较2014年下降23.11%，主要系公司2015年侧重现有项目去化，新增可售项目较少，导致销售业绩不佳。从协议销售价格上看，近三年，协议销售均价逐年增长，三年分别为9,119.92元/平方米、10,672.49元/平方米和11,358.79元/平方米。2013~2015年受协议销售面积和均价影响，公司实现协议销售收入74.3亿元、102.68亿元和84.03亿元。2015年，公司结转收入面积74.16万平方米，较2014年增长6.81%，但同期，公司结转收入68.58亿元，较2014年下降7.45%，主要系结转收入主要为单价较低的住宅类项目，具体数据如下表所示。

表 13 公司近三年销售概况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
协议销售面积（万平方米）	81.47	96.21	73.98
协议销售金额（亿元）	74.3	102.68	84.03
协议销售均价（元/平方米）	9,119.92	10,672.49	11,358.79
结转收入面积（万平方米）	80.86	69.43	74.16
结转收入（亿元）	73.74	74.10	68.58

资料来源：公司提供

从公司在售项目情况来看，公司在售项目规模较大，2015年底在售项目合计447.36万平方米取得预售许可，其中，剩余可售面积101.82万平方米（占比22.76%）。公司多数项目规模较大，开发周期较长，其中，重庆阿卡迪亚为2006年开发的项目，规划总建筑面积为49.45万平方米。按照公司过去三年协议销售情况，未来若房地产市场保持稳定的情况下，剩余可售面积可满足公司未来1年的销售需求，考虑到公司部分项目去化速度较慢，实际销售周期或大于估计值。从公司可售项目的区域分布看，大部分项目位于二线城市，如下表所示。

表 14 截至 2015 年底，公司在售项目情况（单位：万平方米）

项目名称	开发时间	在售面积	剩余可售面积	已销售面积
无锡阿卡迪亚	2011/8/5	23.72	8.24	15.48
无锡阿卡迪亚（东）	2014/6/15	7.79	3.35	4.44
无锡协信中心	2012/4/30	11.09	8.00	3.09
无锡光电园	2012/12/25	14.77	6.28	8.49
苏州阿卡迪亚	2010/4/10	43.99	4.52	39.47
镇江太古山	2015/7/1	2.99	2.71	0.28
重庆阿卡迪亚	2006/7/1	39.61	1.98	37.63
重庆协信城立方	2009/10/1	44.39	4.83	39.56
重庆协信星澜汇	2012/12/9	33.34	5.29	28.05
重庆协信公馆	2009/10/1	14.66	8.15	6.51
嘉州协信中心	2014/1/30	6.24	0.78	5.46
重庆协信星都会	2012/8/16	27.56	4.20	23.36
重庆协信春山台	2012/1/10	21.44	2.18	19.26
永川协信中心	2013/9/1	23.63	4.38	19.25
重庆协信世外桃源	2014/5/15	22.18	5.77	16.41
重庆总部城	2011/7/1	35.68	5.89	29.79
上海虹桥 协信中心	2013/4/30	10.69	1.69	9.00
上海中环 协信天地	2013/5/30	13.15	5.52	7.63
成都协信中心	2011/11/1	19.62	4.75	14.87
昆明协信天地	2013/4/30	11.58	5.66	5.92
长沙协信星澜汇	2013/11/20	15.98	6.28	9.70
北京苹果园	2014/3/11	3.26	1.37	1.89
合计	--	447.36	101.82	345.54

数据来源：公司提供

总体看，公司可售房源主要位于一二线城市，近三年销售情况较稳定，销售前景较好。

6. 物业经营

公司现已逐步确定了轻重资产并举的商业模式。新拓展的项目逐步变轻，债权模式改成股权式基金合作，实现小股操盘。而对已经投资的商场进行基金化，把大部分的股权或者资产通过合适的对价卖掉，保留经营权、管理权。实现作为投资方和资产持有方的“两头在外，轻重结合”的转型，公司对商业地产的轻资产化包括三种形式：一种是即对自持物业的运营管理；一种是对协信体系内兄弟集团商业项目提供服务和运营管理；还有一种是其他项目委托公司进行管理。

公司运营物业为公司商业地产星光系列产品，包括高端奢侈品中心——星光68广场；中高端都市时尚购物中心——星光时代广场；以及中高端社区生活方式——星光天地。同时，2015年底，公司新增上海中环协信天地和重庆总部城购物中心两个自持物业项目。

星光68广场位于江北区观音桥步行街，于2011年3月31日正式开业，是重庆首家高端现代购物中心之一，入驻商家有包括GUCCI、CARTIER、ARMANI、PIAGET、OMEGA等40余家国际品牌。星光时代广场位于南坪环道商业核心圈，拥有亚洲最大的4千平方米玻璃天幕，是重庆轨道交通最完善的购物中心，设计有8大业态规划（生活大道、运动大道、时尚大道、名品大道、美食大道、娱乐大道、青春大道、潮流大道）和三个主题广场。星光天地位于重庆人和商圈，包含零售、超市、电影院与餐饮等业态。星光天地是星光系首家社区型商业，包含零售、超市、电影院与餐饮等。商圈品牌社区化，最远3公里的距离保证了业主的高品质生活。上海中环协信天地，位于市北高新园区东片区，该项目商场建筑面积5.61万平方米，可出租面积3.23万平方米。重庆总部城购物中心属于协信三大商业产品中“星光天地”系列，项目位于渝中区重庆总部城，该项目商场建筑面积4.22万平方米，可出租面积2.15万平方米。

公司三个商业地产项目“南坪星光时代”、“金开星光天地”和“星光68”，开业时间较早较为成熟，截至2015年底，租金水平分别为3.42元/平/天、2.22元/平/天和16.12元/平/天，出租率均在90%以上，实现月均物业收入合计395.63万元。上海中环协信天地和重庆总部城购物中心项目，系2015年12月底开业，截至2015年底，尚未统计有效经营数据。截至2015年底，公司在运营的自持物业项目期初账面价值138.47亿元，公允价值合计143.12亿元。2015年公司物业实现租金收入2.20亿元，目前，公司物业经营状况稳定。同时，公司还有部分在建商业地产项目。未来，随着公司自持物业经营不断成熟以及相关配套完善，在运营项目的增多，收入有望进一步增加。

表 15 截至 2015 年底公司物业经营情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	业态	出租率	月均物业收入（万元）	租金水平（元/平/天）	期初账面价值（万元）	当期公允价值（万元）
重庆南坪星光时代	17.26	商业	97.23%	207.91	3.42	583,262.99	588,609.09
重庆金开星光天地	5.5	商业	100.00%	54.34	2.22	110,386.49	112,829.13
重庆星光68	6.32	商业	94.51%	133.39	16.12	265,961.93	270,920.77
上海中环协信天地	5.61	商业	--	--	--	326,309.83	357,263.79
重庆总部城购物中心	4.22	商业	--	--	--	98,783.26	101,580.56
合计	29.08	--	--	395.63	--	1,384,704.50	1,431,203.34

数据来源：公司提供

注：上海中环协信天地和重庆总部城购物中心项目为2015年12月底开业，故相关数据未统计

总体看，自持物业整体规模较大，地理位置优越，未来前景较好，可实现稳定的现金流入，但相比公司房产销售业务，自持物业贡献收入较少。

7. 经营效率

近三年，公司结转项目成本和收入波动下降，各项经营指标呈逐年下降趋势，2015年公司存货周转率为0.21次，公司流动资产周转率为0.21次，总资产周转率为0.14次。与同行业主要上市公司比较情况看（详见下表），公司经营效率偏低。

表 16 房地产开发类上市公司 2015 年经营效率指标（单位：次）

指标名称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
宝安地产	0.34	0.32	0.30
中航地产	0.39	0.39	0.26
绿景控股	0.08	0.06	0.06
荣安地产	0.16	0.18	0.16
万科 A	0.40	0.39	0.35
深深房 A	0.56	0.59	0.51
中粮地产	0.28	0.30	0.27
泰禾集团	0.19	0.22	0.20
中房地产	0.15	0.16	0.16
万通地产	0.18	0.21	0.19
大龙地产	0.28	0.25	0.23
公司	0.21	0.21	0.14

资料来源：Wind资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

8. 经营关注

公司土地储备相对集中

公司房地产业务在地域分布上相对集中。同时，公司土地储备中重庆地区占比较高，虽然目前重庆市房地产市场情况稳定，风险较小，但仍须密切关注后续政策等因素对重庆市房地产市场的影响。

存货占用的资本较多，资金需求较大

公司在建项目规模较大，占用的资本较多，未来在建项目需要持续的资金投入，为保持一定规模的开发体量，需不断投入资金开发新项目，对公司资金流有较高需求，需要关注由此带来的经营和财务风险。

电商冲击商业地产

近年来随着电商的发展，传统商业地产受到了严重的冲击，传统百货业出现了“倒闭潮”，公司商业创新转型压力日益增大。

9. 未来发展

“十三五”期间，公司将基于自身丰富的商业、产业与住宅综合开发与运营经验，引入战略合作伙伴与股权合作伙伴，结合资本市场，在全国一二线城市投资、开发、运营商住产功能集成的商业地产或科技地产项目，加强商住产运营服务能力，并将逐步实现“去房地产化”的战略目

标，为公司带来较低的土地成本和稳定的现金流，增加业务的广度及可靠性，减少来自于宏观调控所带来的冲击尤其是过度依赖住宅项目的风险。

商住产集成，发展模式重中有轻

未来，公司将继续坚持商住产集成开发模式，提高商住产运营服务能力，通过“投资驱动，结合轻资产驱动”的发展模式，提升发展速度和业务规模。

公司未来五年内仍将在满足现金流的基础上，增加自持商业，拓展商业运营业务的轻资产输出，以保证五年后以商业运营为支撑。在商管运营业务层面，除重点运营自持商业项目以外，公司还将受托管理运营其他类型的商业项目，从而实现该业务的利润最大化，扩大品牌影响力，促进自身业务的发展，公司商管运营业务以购物中心运营能力为核心。

公司将以投资开发业务和产业运营服务业务为重点，加强战略合作，集聚资源，为企业客户提供“产城融合、三生平衡”的空间发展环境，以及包含创新服务、金融服务、商业消费、物业服务与产业投资在内的服务支撑体系，将以科技城、科技园和科技谷为重点产品，与各地地方政府展开广泛合作。

随着中心城市城镇化水平的提高，二孩政策放开，住宅市场主力将向改善类需求逐步转变，协信住宅板块未来将以中高端住宅市场为目标客户群体，对其价值诉求进行细分，并设计、提供全方位的产品线满足目标客户的多样化需求。

深耕一线城市开发，并向全国重点二、三线城市辐射

公司将以西南区域、长三角区域、环渤海区域等为核心，实施区域聚焦的战略布局，调整优化的产品线以满足不同区域、不同消费群体以及不同租户的需求。

适度增长土地储备规模

公司未来将在把握开发节奏的基础上，以公司已形成的集成商业运营、产业服务、生活服务的核心竞争力，与各级地方政府合作或利用行业并购，继续适度增加相关土地或项目储备，为公司的后续发展奠定基础。

开放合作，整合资源，优化治理，提升企业能级

根据商住产集成发展的需要，从房地产空间营造转向商业、产业、生活功能的实现，通过针对性引入金融类、商业类、科技服务类战略合作伙伴，并进行业务协同和治理结构的优化，建立规范有效的管理系统，并结合资本市场，提升经营规模和绩效。

互联网战略推进物业服务

子公司重庆天骄爱生活服务股份有限公司，以品质精细化、服务现代化、管理科学化、运营高效化、社区人文化为核心，结合社区终端客户需求，依托集团“商住产”整体资源，以产品（基础物业服务，社区商业O2O，社区半养老、资产管理、社区车管家、产业园区运营体系、酒店管理、社区金融）为平台，构建商住产资源共享生态系统。未来，加大对外拓展步伐，深化与同行的合作，形成“互联网+物业管理”模式。

总体看，公司正处于战略转型期，未来的发展规划体现了自身经营特色。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供2013~2015年度合并财务报表，经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，3年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制。

2013~2015年，公司新纳入合并报表范围的子公司共66家，其中非同一控制下企业合并1家，同一控制下企业合并41家，投资设立取得24家；公司有2家子公司分别因出售和清算注销不再纳入合并报表范围。公司近三年合并财务报表范围虽有所变化，但由于新纳入合并范围子公司对公司整体影响较小，故财务数据的可比性较强。公司2015年发生同一控制下的企业合并，2015年审计报告对期初数进行了追述调整，年初数较2014年审计报告年末数有所不同，变化幅度很小。

截至2015年底，公司合并资产总额560.52亿元，负债合计412.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.84亿元。2015年，公司实现营业收入74.67亿元，净利润（含少数股东损益）7.72亿元；公司经营活动现金流量净额-10.85亿元，现金及现金等价物净增加额5.91亿元。

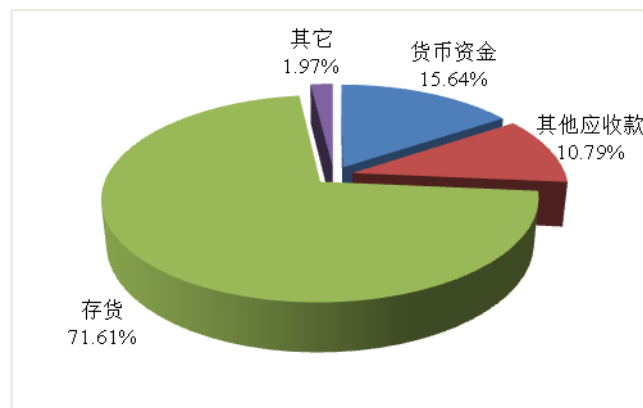
2. 资产质量

2013~2015年，公司资产规模较快增长，年均复合增长率为14.89%，截至2015年底，公司合并资产规模达560.52亿元，较上年末增长8.75%，其中流动资产占比65.63%，非流动资产占比34.37%。公司流动资产占比较高，与所处房地产开发行业特征相符。近三年，公司流动资产占总资产比重变化很小。

流动资产

2013~2015年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长15.74%，主要系货币资金、其他应收款和存货等增加所致。截至2015年底，公司流动资产为367.85亿元，以货币资金、其他应收款和存货为主（如下图所示）。

图9 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2013~2015年，公司货币资金呈逐年上涨趋势，年均复合增长44.32%。截至2015年底，公司货币资金57.52亿元，较上年末小幅增长2.57%，主要系银行存款的增加；货币资金构成以其他货币资金为主，其他货币资金为受限资金，系定期存单质押38.44亿元和各类保证金4.84亿元，受限资金占比75.24%，受限资金占比较高。

2013~2015年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长率为43.13%。截至2015年底，公司其他应收款39.69亿元，较上年末增长34.22%，其构成以关联方往来款为主，主要系控股公司集团内部子公司之间资金调配，形成的非经营性往来款；公司欠款单位前5名其他应收款合计22.66亿元，合计占比57.09%，公司其他应收款欠款单位分布相对集中，主要欠款单位明细如下表。公司其他应收款金额较大，对公司资金形成了一定占用；其中关联款占比较高，公司财务独立性可能受一定影响。公司对其他应收款计提坏账准备0.37亿元，考虑到公司其他应收款以关联方款项为主，回收风险较小，计提规模基本合理。

表 17 截至 2015 年底公司其他应收款主要欠款单位明细（单位：亿元、%）

债务人名称	金额	占总额的比例	账龄
协信地产控股有限公司	10.57	26.63	3 年内
汉威重庆房地产开发（香港）有限公司	5.20	13.11	1~2 年
重庆协信控股（集团）有限公司	4.17	10.50	2 年内
重庆新协文实业有限公司	1.54	3.87	1 年以内
湖南协创资产管理有限公司	1.18	2.98	1 年以内
合计	22.66	57.09	--

数据来源：公司提供

2013~2015 年，公司存货持续增长，年均复合增长率为 8.40%。截至 2015 年底，公司存货 263.41 亿元，较上年末增长 6.12%，主要系重庆总部城项目等开发产品增长所致；公司存货中开发成本和开发产品分别占比 69.44% 和 30.43%，存货主要是分布在一、二线城市的房地产项目，对比周边项目情况不存在跌价情形，公司未对存货计提存货跌价准备。公司将 166.70 亿元存货用于抵押借款，受限部分占比 63.28%，受限占比较高。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长率为 13.32%，主要系投资性房地产增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 192.67 亿元，以投资性房地产（占比 95.49%）为主。

2013~2015 年，公司投资性房地产呈逐年增长趋势，年均复合增长 13.63%。截至 2015 年底，公司投资性房地产 183.98 亿元，较上年末增长 8.05%，当期公允价值变动 7.19 亿元，累计实现公允价值变动 139.78 亿元。公司投资性房地产公允价值变动对公司目前资产规模和当期损益有较大影响。公司将 173.82 亿元投资性房地产用于抵押借款，受限部分占比 94.48%，受限占比较高。

表 18 截至 2015 年底，公司投资性房地产前五明细（单位：万平方米、亿元）

项目	所在地	建筑面积	完工进度	账面价值	评估价值
星光 68	重庆	6.32	已完工	26.60	27.09
协信城	重庆	17.26	已完工	58.33	58.86
金开协信中心	重庆	5.50	已完工	11.04	11.28
上海虹桥	上海	7.21	主体完工，待完善配套	26.09	28.11
上海市北	上海	9.22	已完工	32.63	35.73
合计		45.50	--	154.68	161.07

资料来源：公司提供

总体看，公司资产规模较大，资产结构较稳定且符合公司业务经营特点，货币资金较充足，但其他应收款规模较大，且受限资产占比较高，公司资产质量整体尚可。

3. 负债及所有者权益

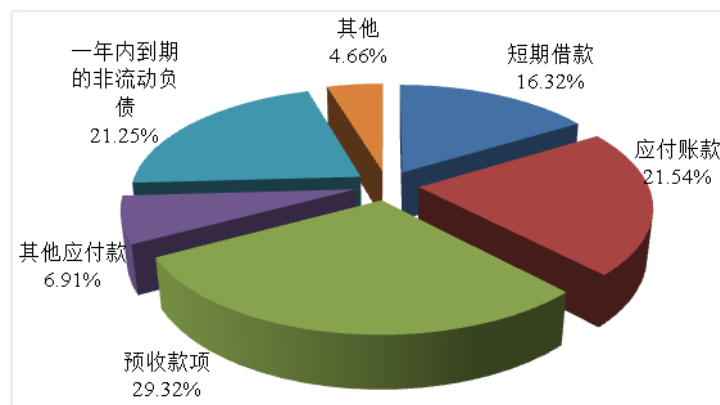
2013~2015 年，公司负债规模逐年上涨，年均复合增长率为 13.96%。截至 2015 年底，公司负债合计 412.68 亿元，较上年末增长 11.91%，其中流动负债与非流动负债分别占比 52.92% 和 47.08%。近三年，公司流动负债占比与非流动负债基本持平，期间占比变化较小。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债规模逐年上涨，年均复合增长率为 16.20%，主要系短期借款、

应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债等增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 218.40 亿元，以短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债为主（如下图所示）。

图10 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

2013~2015年，公司短期借款波动增长，年均复合增长率为40.60%。截至2015年底，公司短期借款35.65亿元，较上年末大幅增长34.23亿元，由质押借款18.34亿元和抵押借款17.31亿元构成。

2013~2015年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长率为11.46%。截至2015年底，公司应付账款47.04亿元，较上年末增长5.06%，其构成以应付工程类款项为主。截至2015年底，公司1年以内应付账款占比74.00%，1至2年应付账款占比19.36%，2至3年应付账款占比5.25%，其余为3年以上；公司应付账款单位前5名合计3.05亿元，占比6.48%，公司应付账款单位分布相对分散。

2013~2015年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长8.73%，公司预收款项主要系预收购房款，受公司房地产销售以及收入结转影响较大。截至2015年底，公司预收款项64.04亿元，较上年末增长8.62%，其中预收购房款63.86亿元。

2013~2015年，公司其他应付款逐年减少，年均复合减少28.26%。截至2015年底，公司其他应付款15.08亿元，较上年末大幅减少46.26%，主要系关联方往来款减少所致。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长率为69.42%。近三年，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2015年底，公司一年内到期的非流动负债46.41亿元，较上年末增长18.58%，其中，抵押借款为41.77亿元，占比最高。

非流动负债

2013~2015年，公司非流动负债逐年有所增长，年均复合增长率为11.60%，系长期借款和应付债券增长所致。截至2015年底，公司非流动负债194.28亿元，由长期借款（占比75.13%）、应付债券（占比6.88%）和递延所得税负债（占比17.99%）构成。

2013~2015年，公司长期借款分别为127.26亿元、155.36亿元和145.97亿元，其中，公司2014年底长期借款较上年末增长22.08%；公司2014年底长期借款较上年末减少6.05%。截至2015年底，公司长期借款以抵押借款为主。公司2017年有77.95亿元的长期借款到期，面临一定的集中偿付压力。

表 19 截至 2015 年底公司长期借款偿还期限情况（单位：万元）

偿还期限	需偿还额度
2016 年	80,357.00
2017 年	779,458.00
2018 年	336,099.50
2019 年	0.00
2020 年	0.00
2021 年及以后	263,759.00
合计	1,459,673.50

数据来源：公司提供

2015年，公司非公开发行第一期公司债券（债券简称“15协信01”），面值总额13.50亿元。截至2015年底，公司应付债券13.37亿元，系“15协信01”期末余额。

2013~2015年，公司递延所得税负债持续增长，年均复合增长率为10.28%，其中，公司2014年递延所得税负债33.15亿元，较2013年增长15.37%；截至2015年底，公司递延所得税负债34.94亿元，较上年末增长5.42%。

2013~2015年，公司有息债务年均复合增长22.07%，近三年分别为162.05亿元、197.16亿元和241.48亿元，规模增幅较大；公司有息债务结构也有所变动，截至2015年底，公司短期债务占有息债务比重34.02%，较上年末上升12.82个百分点，公司短期借款和一年内到期的非流动负债较上年末分别有所增长，短期偿付压力加大。

截至2015年底，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73.62%、62.03%和51.87%，分别较2014年底上升2.08个、4.68个和0.43个百分点，分别较2013年底下降1.20个、上升1.77个和下降2.48个百分点。近三年，公司不断扩大融资规模，负债不断上涨，同期公司资产和所有者权益快速增长，公司债务负担水平较高，但仍属可控范围。

公司于2014年发行永续债24.00亿元，未来存在偿付的可能，若将其调整认定为长期债务进行测算，公司2015年底资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.91%、68.19%和59.68%，债务负担较调整前有小幅提升。

总体看，公司流动负债与非流动负债占比基本持平，近三年占比变动较小；公司融资规模逐年提升，有息债务在全部负债中占比较大，短期债务规模提升较为显著，考虑到公司资产规模增长较快，公司债务水平仍属可控。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长率为17.61%，主要系其他权益工具和未分配利润增长所致。

2014年公司其他权益工具中新增24.00亿元永续债。2014年3月，公司与北京天地方中资产管理有限公司签署《投资协议》，协议约定由北京天地方中资产管理有限公司发起设立资管计划，以资管计划募集的资金向公司提供资管贷款24.00亿元。根据该协议，前述资管贷款为无固定期限贷款，公司有权宣布该笔贷款全部或部分到期，并进行清偿赎回。前述资管贷款前三年的资金成本率为7.80%/年，第四年及之后为16.00%/年。公司可不限次数自行选择将当期利息以及已经递延支付的所有利息推迟至下一个付息日支付，除非公司或协信地产控股有限公司（间接持有本公司100.00%股权）宣布分红。如果公司选择将当年应支付的资金成本递延至次年支付，则当年的资金成本率在基准资金成本率基础上上浮50.00%，以此类推，但上浮后的资金成本率以16.00%/年为限。

截至2015年底，公司所有者权益合计147.84亿元，归属母公司所有者权益占所有者权益合计

比重为93.79%；公司归属母公司所有者权益中，股本为2.37亿元（占比1.71%），其他权益工具为24.00亿元（占比17.31%），资本公积为2.27亿元（占比1.64%），其他综合收益为31.33亿元（占比22.59%），盈余公积为0.18亿元（占比0.13%），未分配利润为78.51亿元（占比56.62%），公司所有者权益结构稳定性一般。

总体看，公司所有者权益逐年快速增长，归属于母公司的所有者权益以未分配利润等为主，所有者权益稳定性偏低。

4. 盈利能力

2013~2015年，公司营业收入分别为77.71亿元、79.35亿元和74.67亿元，年均复合减少1.98%；公司营业成本分别为57.54亿元和58.02亿元和53.68亿元，年均复合减少3.41%，变动趋势与营业收入基本一致；公司实现净利润分别为6.91亿元、13.40亿元和7.44亿元，年均复合增长9.64%，其中归属于母公司净利润占比分别为89.47%、91.69%和96.35%；公司近三年营业外收支规模很小。

从期间费用方面来看，2013~2015年，公司期间费用分别为6.05亿元、9.12亿元和9.28亿元，年均复合增长23.87%。2014年，公司销售费用同比上涨70.66%，主要系2014年公司为加大房地产销售力度，投入大量广告宣传，销售代理费和广告宣传费等增长所致。公司2014年财务费用同比增长69.71%，主要系2014年公司计入财务费用的利息支出增加所致。2015年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别占比43.04%、45.64%和11.32%，规模和占比较上年变化不大。近三年，公司费用收入比分别为7.78%、11.49%和12.42%，呈逐年上升趋势，公司费用控制能力尚可。

2013~2015年，公司公允价值变动收益分别为3.75亿元、13.08亿元和7.19亿元，主要系以公允价值计量的投资性房地产公允价值上升所致，分别占同期利润总额的36.13%、68.50%和64.32%，公允价值变动收益对公司盈利水平影响较大。

从盈利指标看，2013~2015年，公司营业利润率分别为17.03%、19.22%和18.23%，呈小幅波动形态。公司2015年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.43%、2.30%和5.24%，较上年分别下降2.30个、2.00个和5.33个百分点，主要系公司2014年投资性房地产公允价值变动收益较高导致利润总额较高所致。总体看，公司整体盈利能力一般。

总体看，公司营业收入规模较大，期间费用不高，公司利润水平受公允价值变动收益影响较大，公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-38.60亿元、-12.26亿元和-10.85亿元，经营活动现金流持续流出，净流出规模逐年减小；公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为70.21亿元、83.78亿元和77.73亿元；购买商品、接受劳务支付的现金分别为75.04亿元、77.41亿元和48.38亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金分别为48.33亿元、32.82亿元和32.32亿元，主要系控股公司集团内部资金统一调度形成的关联方经营性资金流出。从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比分别为90.34%、105.57%和104.09%，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2013~2015年，公司投资活动现金流入规模很小，公司投资活动产生的现金流净额分别为-10.12亿元、-6.26亿元和-6.75亿元，年均复合减少18.35%，呈现净流出规模波动减小的趋势，投资活动现金流出几乎全部为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。

从筹资活动来看，2013~2015年，公司筹资活动现金流净额分别为44.77亿元、6.95亿元和23.50亿元，年均复合减少45.83%，波动幅度较大，相关变动受近几年公司债务规模扩张影响较大。2014

年，公司偿还债务支付的现金较上年变化不大，但取得借款收到的现金同比大幅减少49.51%至60.65亿元，主要系2014年新投入项目较少，相应减少投资金额，新增银行借款随之减少所致。公司2014年筹资活动现金流入中，含新增永续债24.00亿元，其余为取得借款所收到的现金。2015年，公司非公开发行第一期公司债券，公司发行债券所收到的现金13.37亿元；公司取得借款收到的现金92.13亿元，规模较上年有所回升。

近三年，公司现金及现金等价物净增加额分别为-3.94亿元、-11.57亿元和5.91亿元，现金及现金等价物余额规模有所回升。

总体看，公司经营活动回笼现金的能力一般，但由于公司新增开发项目较多，项目投入不断增加，公司经营活动产生的现金流不能够满足未来的经营扩张与投资需求，公司有一定的对外融资要求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司流动比率分别为1.70倍、1.87倍和1.68倍，波动中略有下降。受公司货币资金规模大幅提升等因素影响，公司速动比率波动中有所提升；2013~2015年，公司速动比率分别为0.31倍、0.50倍和0.48倍。公司近三年经营活动现金流净额持续为负，对利息保护程度有待提高；公司近三年现金短期债务比分别为0.79倍、1.34倍和0.70倍，对债务保护程度尚可。整体看，公司现金类资产规模较大，但短期债务规模迅速扩张，短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015年公司EBITDA波动幅度较大，EBITDA分别为11.39亿元、20.56亿元和12.72亿元，近三年EBITDA中利润总额占比分别为90.96%和92.87%和87.91%，公司EBITDA增长主要为利润总额增加所致，但利润总额受公允价值变动影响较大，实际EBITDA实现质量一般；EBITDA利息保障倍数分别为0.67倍、0.99倍和0.62倍，呈波动下降趋势；公司EBITDA全部债务比分别为0.07倍、0.10倍和0.05倍，呈波动下降趋势，主要系公司债务规模逐年大幅增长所致，EBITDA对利息及全部债务的保障程度一般；公司经营性活动现金流量净额持续为负，对全部债务的保障程度有待提高。整体看，公司长期偿债能力一般。

将公司24.00亿元永续债调至长期债务后，以公司2015年12.72亿元EBITDA计算，2015年EBITDA全部债务比未发生明显变化，由于公司债务总量较大，调整永续债至长期债务对公司长期偿债能力影响较小。

截至2015年底，公司对外担保额度为29.28亿元，占净资产额度的19.80%，规模较大，被担保企业多为受同一控制人控制的企业或与公司有业务合作的企业，多从事房地产及相关投资、建材及施工等业务，截至2015年底，被担保企业经营正常，但是未来如被担保主体经营不善，公司存在一定代偿风险。

截至2015年底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至2015年底，公司已经取得的银行授信总额为275.56亿元，其中已用授信额度231.60亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2016年3月22日，公司无未结清不良信贷信息；公司于2005~2008年到期的贷款有两笔不良类贷款与一笔关注类贷款，合计金额5,500.00万元，此三笔贷款均在到期年度正常收回。

总体看，公司资产流动性尚可，有息债务负担逐年加重，但仍属可控范围，公司整体偿债能力一般。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年底，公司债务总额为241.48亿元，本期债券拟发行规模不超过28亿元，其中基础发行规模为5亿元，可超额配售不超过23亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司整体债务影响较小。

以2015年底财务数据为基础，假设募集资金净额为28亿元，本期债券发行后，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74.88%、64.57%和55.89%，分别增加1.25个百分点、2.55个百分点和4.02个百分点。考虑本期债券将部分用于偿还金融机构借款，本期债券对公司整体债务负担的实际影响小于预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以2015年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为84.59亿元，对本期债券发行额度（28亿元）的保护倍数为3.02倍，经营活动产生的现金流入量对本期债券保护程度较高；经营活动现金流量净额为-10.85亿元，对本期债券保护程度有待提高；公司2015年EBITDA为12.72亿元，对本期债券发行额度（28亿元）的保护倍数为0.45倍，公司EBITDA对本期债券的保护程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发企业，品牌影响力较大，具备较强的综合竞争力；公司土地储备充足，未来能够持续取得较好的盈利水平；公司投资性房地产规模较大，具备一定变现能力等。联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

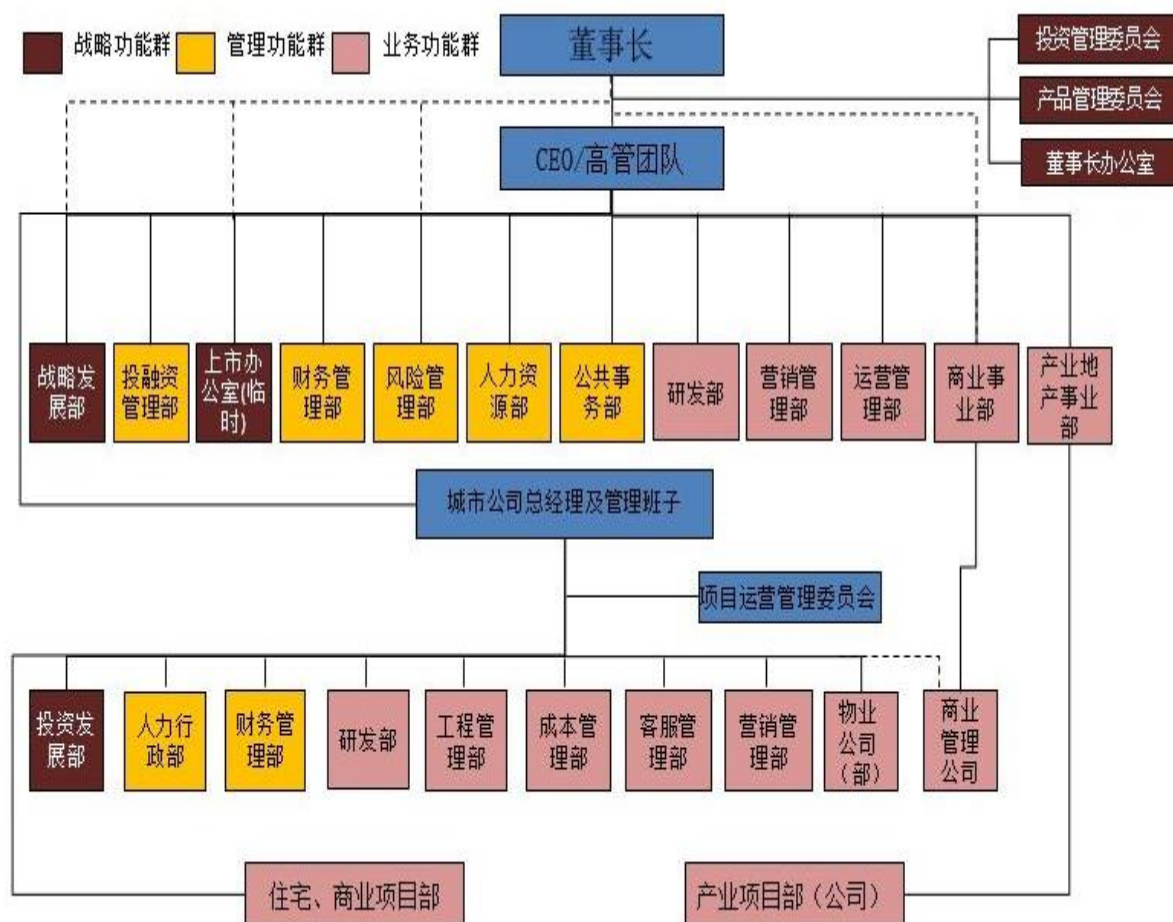
房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业结束了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，2014年下半年以来，限购限贷政策放宽、央行降息之后，提高了房地产市场活跃度。

公司作为重庆市房地产行业的知名企业，开发经验丰富，近年来经营规模较大，自持物业质量较高，土地储备较充足，营业收入规模较大。同时，联合评级也关注到现阶段房地产市场波动、公司业务区域相对集中、开发资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售，在建项目逐步竣工，以及公司“商住产一体化”综合发展战略的逐步推进，公司收入规模和盈利能力有望得到提升。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期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 重庆协信远创房地产开发有限公司组织机构图



附件 2 重庆协信远创房地产开发有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	424.64	515.41	560.52
所有者权益（亿元）	106.89	146.65	147.84
短期债务（亿元）	34.79	41.80	82.15
长期债务（亿元）	127.26	155.36	159.33
全部债务（亿元）	162.05	197.16	241.48
营业收入（亿元）	77.71	79.35	74.67
净利润（亿元）	6.91	13.40	7.72
EBITDA（亿元）	11.39	20.56	12.72
经营性净现金流（亿元）	-38.60	-12.26	-10.85
应收账款周转次数（次）	158.08	93.30	35.93
存货周转次数（次）	0.30	0.25	0.21
总资产周转次数（次）	0.21	0.17	0.14
现金收入比率（%）	90.34	105.57	104.09
总资本收益率（%）	3.45	4.72	2.43
总资产报酬率（%）	3.07	4.29	2.30
净资产收益率（%）	7.92	10.57	5.24
营业利润率（%）	17.03	19.22	18.23
费用收入比（%）	7.78	11.49	12.42
资产负债率（%）	74.83	71.55	73.62
全部债务资本化比率（%）	60.26	57.35	62.03
长期债务资本化比率（%）	54.35	51.44	51.87
EBITDA 利息倍数（倍）	0.67	0.99	0.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.10	0.05
流动比率（倍）	1.70	1.87	1.68
速动比率（倍）	0.31	0.50	0.48
现金短期债务比（倍）	0.79	1.34	0.70
经营现金流动负债比率（%）	-23.86	-6.80	-4.97
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.41	0.73	0.45

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+交易性金融资产+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 重庆协信远创房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券（第二期）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（期）债券存续期内，在每年重庆协信远创房地产开发有限公司重庆协信远创房地产开发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（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

重庆协信远创房地产开发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。重庆协信远创房地产开发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重庆协信远创房地产开发有限公司的相关状况，如发现重庆协信远创房地产开发有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如重庆协信远创房地产开发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，直至重庆协信远创房地产开发有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）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重庆协信远创房地产开发有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年五月六日