

信用等级公告

联合[2015]761 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（第一期）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（第一期）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：

二零一五年十二月十八日

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（第一期）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30亿元

债券期限：不超过5年，附第3年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权

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：2015年12月18日

主要财务数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年9月
资产总额(亿元)	300.26	424.64	512.92	522.57
所有者权益(亿元)	67.74	106.89	145.64	147.58
长期债务(亿元)	96.23	127.26	155.36	122.46
全部债务(亿元)	107.27	162.05	197.16	212.57
营业收入(亿元)	36.77	77.71	79.27	55.51
净利润(亿元)	9.69	6.91	13.40	2.75
EBITDA(亿元)	14.10	11.39	20.56	--
经营性净现金流(亿元)	-9.54	-38.60	-12.30	4.10
营业利润率(%)	33.12	17.03	19.22	18.27
净资产收益率(%)	--	7.92	10.61	1.88
资产负债率(%)	77.44	74.83	71.61	71.76
全部债务资本化比率(%)	61.29	60.26	57.51	59.02
流动比率(倍)	1.74	1.70	1.88	1.55
EBITDA全部债务比(倍)	0.13	0.07	0.10	--
EBITDA利息倍数(倍)	1.49	0.67	0.99	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.40	0.33	0.59	--

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；三季度指标未年化。

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区域房地产行业的龙头企业，近年来公司营业收入持续稳健增长，区域内品牌影响力较大，公司土地储备较充足，自持物业质量较高，收入稳定增长。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. 公司是区域房地产行业龙头企业，在品牌影响力、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，公司销售收入保持增长，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，需要关注区域房地产市场变化对公司整体经营的影响。

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，对公司资金流均有较高需求，需要关注由此带来的经营和财务风险。

4、公司盈利能力中，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，需要关注现金流及物业价值的波动风险对公司盈利能力的影响。

5、公司归属于母公司所有者权益中超过半数未分配利润，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）与重庆协信远创房地产开发有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与重庆协信远创房地产开发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，未因重庆协信远创房地产开发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重庆协信远创房地产开发有限公司提供，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重庆协信远创房地产开发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：

 周旭 任贵新 岳俊

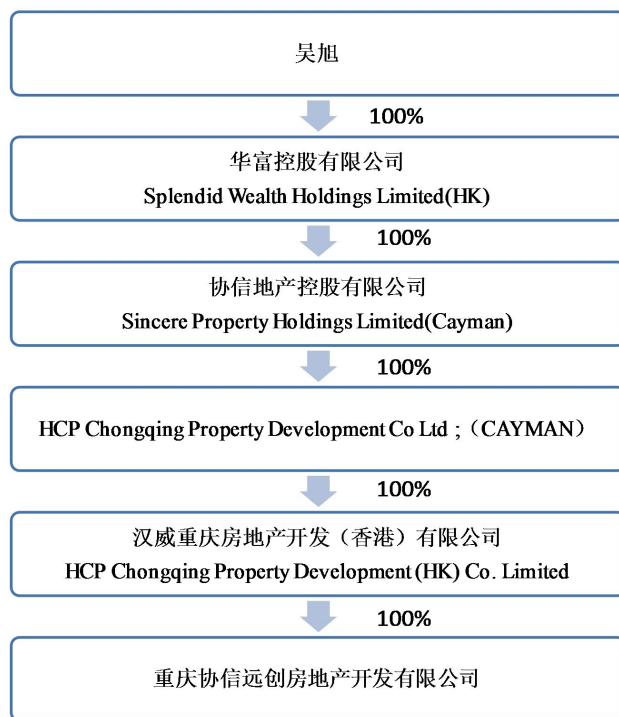
联合信用评级有限公司

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9月底，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 9 月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9月底，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2014年底，公司合并资产总额512.92亿元，负债合计367.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）145.64亿元。2014年，公司实现营业收入79.27亿元，净利润（含少数股东损益）13.40亿元；公司经营活动现金流量净额-12.30亿元，现金及现金等价物净增加额-11.60亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额522.57亿元，负债合计374.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.58亿元。2015年1~9月，公司实现营业收入55.51亿元，净利润（含少数股东损益）

2.75亿元；公司经营活动现金流量净额4.10亿元，现金及现金等价物净增加额0.18亿元。

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（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过35亿元（本期规模不超过48亿元），其中基础发行规模为5亿元，可超额配售不超过30亿元。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，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

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，特别是民营房地产开发企业，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，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，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政府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，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2014年全年，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%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%（扣除价格因素实际增长5.7%）。其中，住宅投资29,506亿元，较上年同期增长2.8%，增速回落0.1个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.1%。1~6月份，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%。其中，住宅施工面积444,447万平方米，较上年同期增长1.7%。房屋新开工面积67,479万平方米，较上年同期下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点。其中，住宅新开工面积46,891万平方米，较上年同期下降17.3%。房屋竣工面积32,941万平方米，较上年同期下降13.8%，降幅扩大0.5个百分点。其中，住宅竣工面积24,354万平方米，较上年同期下降16.5%。

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。进入2015年上半年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

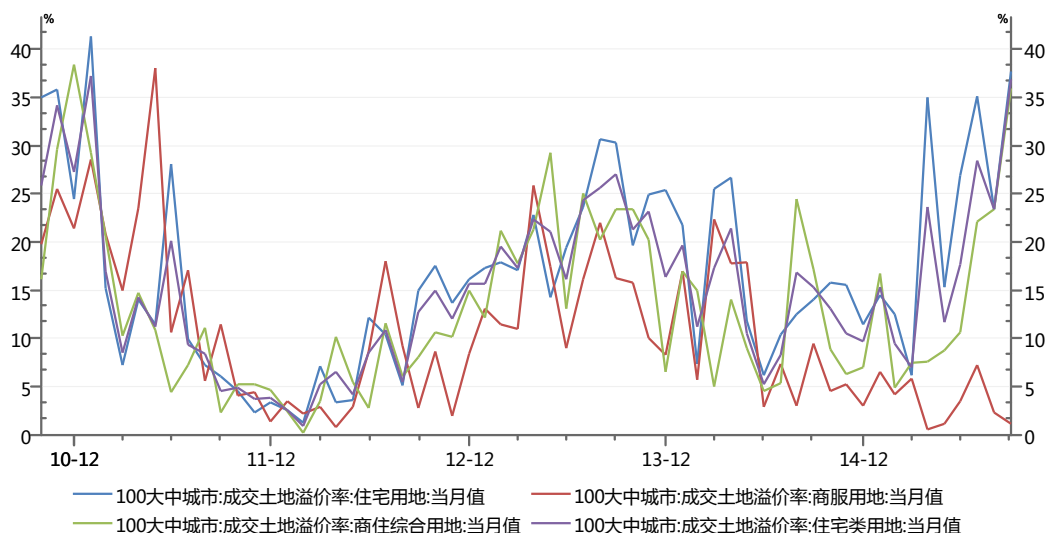
土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2012年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012年全国300个城市住宅用地楼面均价为1,347元/平方米，同比上涨7.4%，其中12月达1,675元/平方米，为2010年4月调控以来最高值。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。2014年以来，全国100大中城市土地溢价率整体呈走高趋势，其中住宅用地、商住综合用地及住宅类用地土地溢价率均呈上升趋势，商服用地土地溢价率震荡下行。截至2015年9月末，全国100个大中城市住宅用地土地出让溢价率为37.75%，较年初（为11.42%）大幅上升近26.33个百分点；商服用地土地出让溢价率为1.07%，较年初（为3.05%）下降1.98个百分点，土地市场溢价率呈现两极分化趋势，住宅及商住综合用地溢价率走高，而商服用地溢价率小幅走低。

图2 2010年以来全国100个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind 资讯

值得关注的是，2014年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年，2014年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少26%、27%；与此同时，楼面均价却高达为7,705元/平方米，同比上涨41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少44%；成交面积同比减少42%，但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为1,311亿元，占总额的68%。

2014年，相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少28%，土地溢价率仅为8%，同比下降8个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少26%；土地成交面积同比减少36%；土地出让金仅为7,538亿元，同比减少37%。

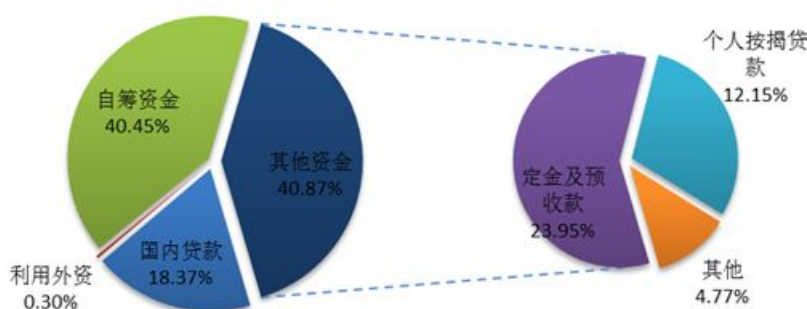
总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。值得注意的是，2013年以来由于土地供应量较大，土地成本较高，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

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。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%，较2013年回落25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，较2013年回落13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，较2013年回落15个百分点；其他资金49,690亿元，下降8.8%，较2013年回落37.7个百分点。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%，较2013年回落42.4个百分点；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%，较2013年回落35.9个百分点。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6月末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015年1~8月份，房地产开发企业到位资金79,742亿元，同比增长0.90%。其中，国内贷款13,956亿元，较上年同期下降4.80%；利用外资204亿元，较上年同期下降40.10%；自筹资金31,797亿元，较上年同期下降2.50%；其他资金33,785亿元，较上年同期增长7.50%。在其他资金中，定金及预收款19,774亿元，较上年同期增长4.60%；个人按揭贷款10,118亿元，较上年同期增长16.30%。

图4 2014年以来全国房地产开发企业资金到位增速（单位：%）

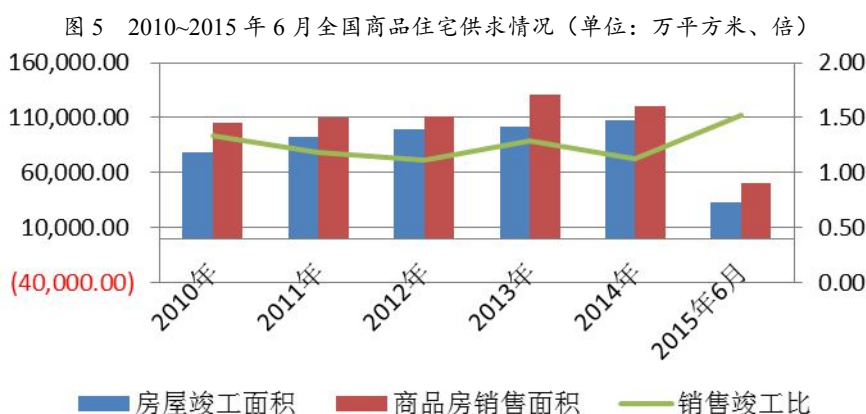


资料来源：国家统计局

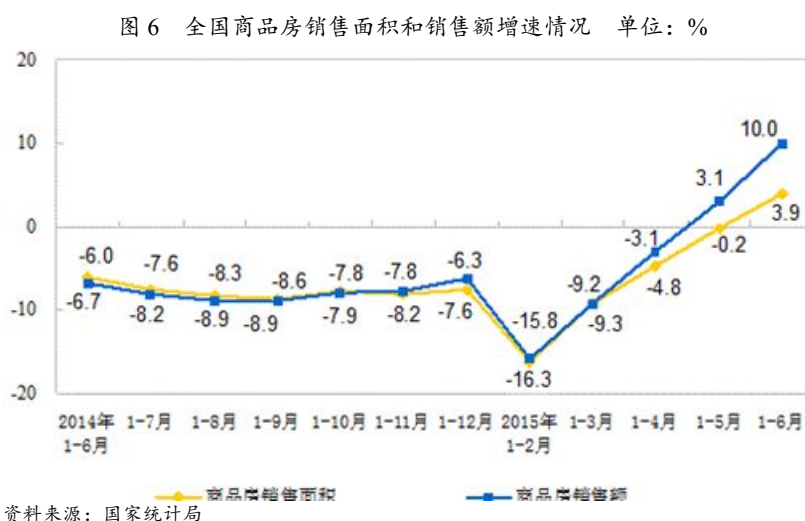
总的来看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力于2015年初显现，2015年6月以来，房地产开发企业资金到位情况有所好转，但增长依然缓慢。

（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。2012年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积9.94亿平方米，较2011年增长7.3%；商品房销售面积11.13亿平方米，较2011年增长1.8%。2013年房地产市场稳中有升，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致2013年房屋竣工面积增速回落5.3个百分点；但商品房销售面积同比增长17.3%，也显示出了2013年房地产市场需求依然旺盛。



2014年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积12.06亿平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额7.63万亿元，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。全年房屋竣工面积10.75亿平方米，其中住宅竣工面积8.09亿平方米，同比增长2.7%。



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。上半年，商品房销售面积5.03亿平方米，同比增长3.9%，增速由负转正，环比提高4.1个

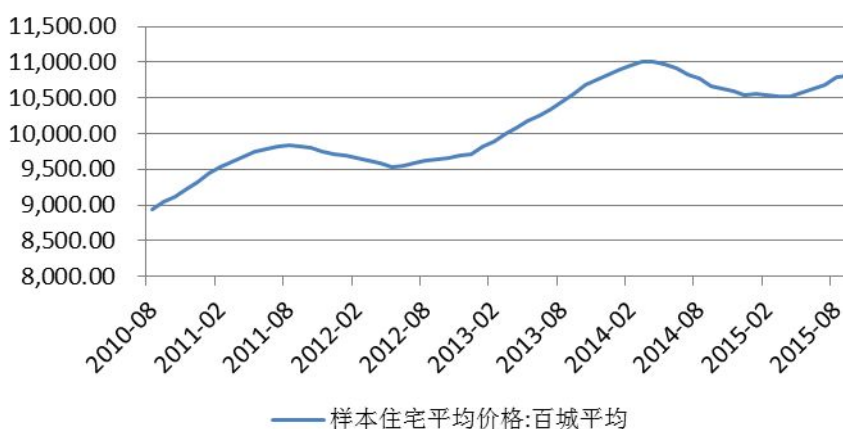
百分点。1~6月份商品房销售额34,259亿元，比1~5月增长10.0%，增速环比提高6.9个百分点。从供给方面看，2015年上半年房地产竣工面积2.66亿平方米，同比下降13.3%，其中住宅竣工面积1.96亿平方米，下降16.2%。

总体看，2015年以来在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定，但未来行业的发展走向仍需继续关注。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随着限购、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，进入2015年年初，全国百城住宅平均价格在维持在2014年底以来的低位运行，2015年5月以来，随着房地产行业限购限贷政策的放宽，全国百城住宅平均价格逐步回升，截至2015年9月底，百城住宅均价升至10,817元/平方米，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅平均价格情况（单位：元/平方米）



资料来源：wind 资讯

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年房初价维持在相对地位运行，2015年5月以来，房价走势有所回暖，未来房价走势仍待进一步观察。

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17.49%和23.49%，较上年分别提高了4.22个和5.24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10.26%和13.51%，较上年分别提高了1.89和2.39个百分点（详见下表）。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源：联合评级搜集整理

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，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表2 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。

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

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。

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。进入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3 2013年~2015年6月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、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

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。至年末，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。

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，预计短期内房地产业政策环境向好，需关注政策持续性，及未来房地产市场对政策的反应程度。

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。

资金成本上升

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，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近年来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。

6. 行业发展

调控政策行政化和长期化

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。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

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

规模与品牌

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

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9月底，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2014年底，公司总人数3,507人，其中，生产人员2,724人，占员工总数的77.7%；销售人员365人，占员工总数的10.5%；技术人员128人，占员工总数的3.6%；财务人员159人，占员工总数的4.5%；行政人员131人，占员工总数的3.7%。大学本科及以上学历923人，占员工总数的26.3%；大学专科学历1,398人，占员工总数的39.9%；大专及以下学历1,186人，占员工总数的33.8%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，行业生产和管理经验丰富，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

3. 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。

2014年，重庆主城区商品房共成交27.2万套，同比下跌0.16%。其中，江北区以3.61万套的成交量位居第一，九龙坡区和北部新区分别以3.54万套和3.51万套位居第二和第三。2014年上半年，除5月份，重庆商品房成交量整体呈现上升的趋势；下半年，从9月份开始，重庆楼市成交量一直稳步上升，直至12月突破3万套。在全国楼市不太景气的情况下，重庆市场并未受到严重影响。克而瑞房价点评网统计显示，2014重庆主城区商品住宅成交均价约7,269元/平方米，相较2013年的7,781元/平方米下降了6.5%，但相比2012年的7,038元/平方米上涨了3.3%。

进入到2015年上半年，重庆房地产开发完成投资1,715.82亿元，同比增长10.5%，占全社会固定资产投资的27.2%，比一季度提高0.4个百分点，增速在持续回落后重回两位数增长。

2015年上半年，重庆实现商品房销售面积2,326.01万平方米，同比增长6.7%，销量增速逐月回升。其中住宅销售面积2,034.19万平方米，同比增长4.8%，增速较一季度提高7.6个百分点。此外，在各种利好政策影响下，市场需求得到有效释放，楼市库存得以消化，上半年商品房待售面积增速27.5%，较一季度降低10.6个百分点。

总体看，重庆市房地产市场发展较为稳定，经历2014年小幅调整后，2015年市场快速升温，成交较为活跃。

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各个环节。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。2012~2014年，公司主营业务收入规模呈增长态势，三年复合增长率为46.98%。其中2013年增幅较大，当年实现主营业务收入77.54亿元，较2012年增长111.89%，主要系2012年实现预售较多，本年度交房结转收入所致。2014年实现营业收入79.06亿元，同比增长1.95%。受益于2015年以来房地产市场回暖，2015年1~9月，公司实现营业收入55.51亿元，其中房产销售收入50.25亿元，较去年同期下降约10%，主要系公司调整战略目标区域城市为北京、上海、深圳等一线城市和重庆，同时放缓了在二线城市的项目新增速度，控制销售节奏，导致最终签约和结转均有所下降。

从公司营业收入的构成来看，各项收入均呈逐年增长态势，房产销售业务是公司主要收入来源，近三年占主营业务收入比重均在90%以上。其中由于2013年公司房产销售收入增加，占比为95.10%，较2012年增长4.15个百分点。2014年房产销售业务实现收入74.10亿元，占主营业务收入的93.73%，占比较2013年下降1.37个百分点，其他业务（物业管理、租赁和其他）占比较小，公司主营业务突出。

毛利率变化方面，总体看，近三年公司主营业务毛利率整体呈下降态势，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化影响。分业务板块来看，公司房地产开发业务毛利率呈下降态势，其中2013年房产销售业务毛利率为24.80%，较2012年大幅下降22.47个百分点，主要

系2012年结转商业面积较大，毛利率较高；同时，2013年销售为2010年之后拿地项目，土地成本较高以及人工、材料等成本上升所致。2014年主营业务毛利率为26.84%，较上年提高0.92个百分点。近三年，公司物业管理业务毛利率呈逐年小幅下降态势，三年分别为16.11%、12.67%和12.00%；租赁业务毛利率较高且较为稳定，三年均在90%以上，详细情况参见下表。

表4 2012~2014年公司主营业务收入构成（单位：亿元、%）

项 目	2012 年度			2013 年度			2014 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	33.28	90.95	47.27	73.74	95.10	24.80	74.10	93.73	25.44
物业管理	1.45	3.97	16.11	1.43	1.84	12.67	1.95	2.47	12.00
租赁	1.06	2.90	94.74	1.38	1.78	90.75	1.86	2.35	93.03
其他	0.80	2.19	70.69	1.00	1.29	38.19	1.15	1.45	35.62
合 计	36.59	100.00	47.92	77.54	100.00	25.92	79.06	100.00	26.84

资料来源：公司审计报告

从公司营业收入分区统计情况看（见下表），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。近三年，各地区贡献收入呈增长态势，占比情况有所变化，其中2013年波动较大。由于2013年华东片区无锡协信中心、苏州阿卡迪亚、光电园项目2013年收入增至23.63亿元，同比增长454.69%，故西南片区收入占比由2012年的88.41%降至69.59%，但西南片区收入金额呈增长态势，2013年实现营业收入54.08亿元，同比增长66.34%，主要系2013年成都协信中心项目实现收入所致。2014年，西南片区和华东片区实现收入占比分别为70.19%和29.81%，较2013年变动较小。总体看，近三年公司营业收入贡献区域有所扩大，收入地区集中度降低对公司防范经营风险有一定积极影响。

表5 2012~2014年公司分地区营业收入情况（单位：亿元）

2012 年			2013 年			2014 年		
地区	金额	占比	地区	金额	占比	地区	金额	占比
西南	32.51	88.41%	西南	54.08	69.59%	西南	55.64	70.19%
华东	4.26	11.59%	华东	23.63	30.41%	华东	23.63	29.81%
合计	36.77	100.00%	合计	77.71	100.00%	合计	79.27	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，公司主营业务收入不断增长，但毛利率有所下降，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，公司毛利水平有所上升，未来随着市场环境逐步好转，以及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74.27万平方米、63.34万平方米和35.81万平方米，同期购地支出分别为43.62亿元、26.61亿元和12.80亿元。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整体有所降低。

表6 2012~2017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
2012年	74.27	154.58	43.62
2013年	63.34	127.09	26.61
2014年	35.81	65.23	12.80
2015年预计	20.00	--	8.00
2016年预计	30.00	--	13.00
2017年预计	40.00	--	18.00

数据来源：公司提供

根据公司统计情况，截至2014年底，公司土地储备建筑面积约466.22万平方米，其中主要为商业和住宅用地，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7 截至2014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	71.81	156.03	2,474.43	38.61
商业（含办公）	18.76	58.96	6,410.91	37.80
商住	116.89	236.42	1,865.08	44.09
工业	11.04	14.81	466.71	0.69
合计	218.50	466.22		121.19

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8 截至2014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	152.89	307.02	1,957.86	60.11
镇江	7.27	34.41	2,644.58	9.10
长沙	6.21	28.12	2,112.85	5.94
上海	10.16	28.37	9,057.20	25.69
无锡	20.90	27.04	1,701.44	4.60
成都	3.77	16.97	3,500.01	5.94
苏州	10.70	11.77	2,821.81	3.32
昆明	5.83	9.90	2,363.58	2.34
北京	0.77	2.63	15,782.11	4.15
合计	218.50	466.22		121.19

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，以住宅商业为主，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，近三年公司前5大建筑工程承包商占公司占当期同类发包量比重分别为80.66%、70.70%和69.82%，建筑工程承包商集中度呈逐年下降态势，但整体集中度较高，主要系公司项目体量较大工程采取总体承包形式所致。前5大建筑工程承包商每年发包金额总体保持较大数额，近三年随公司开工量变动呈波动变化，分别为166,541.22万元、237,287.45万元和182,826.24万元。近三年公司前五大建筑工程承包商构成变动较大，主要系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9 2012~2014年前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
2012 年	重庆建工第九建设有限公司	46,981.00	22.76
	江苏省建工集团有限公司	41,945.50	20.32
	重庆建工第三建设有限责任公司	39,454.00	19.11
	重庆市德感建筑安装工程有限公司	19,687.72	9.54
	重庆建工住宅建设有限公司	18,473.00	8.95
合计		166,541.22	80.66
2013 年	中国建筑第二工程局有限公司	76,527.86	22.80
	镇江建工建设集团有限公司	55,000.00	16.39
	中国建筑一局（集团）有限公司	47,120.00	14.04
	重庆建工第三建设工程有限公司	30,113.59	8.97
	无锡市亨利富建设发展有限公司	28,526.00	8.50
合计		237,287.45	70.70
2014 年	中兴建设有限公司	69,890.00	26.69
	中国建筑第五工程局有限公司	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

近三年，公司前5大装修工程承包商占公司占当期同类发包量比重分别为53.64%、41.70%和44.37%，装修工程承包商集中度呈逐年下降态势，整体集中度尚可。近三年公司前5大装修工程承包商发包金额逐年增长，三年分别为9,518.83万元、14,833.31万元和16,487.51万元。近三年公司前五大装修工程承包商构成变动较大，主要系装饰装修行业竞争较为激烈，公司不存在严重依赖于

少数装饰工程单位的情况。

表 10 2012~2014 年前 5 大装修工程承包商（单位：万元、%）

年份	装修工程承包商名称	发包金额	占当期同类发包量比重
2012 年	沈阳军鼎建筑幕墙安装工程有限公司成都分公司	2,271.91	12.80
	重庆创高装饰工程有限公司	2,231.00	12.57
	重庆轩烽建材有限公司	1,876.00	10.57
	南京金陵建筑装饰有限责任公司	1,665.00	9.38
	深圳广田集团装饰股份有限公司	1,474.92	8.31
合计		9,518.83	53.64
2013 年	重庆轩烽建材有限公司	5,979.00	16.81
	重庆康森装饰设计有限公司	2,762.00	7.76
	武汉市鑫金建筑安装装饰工程有限公司	2,162.00	6.08
	南京金陵建筑装饰有限责任公司	2,047.00	5.75
	四川笃厚装饰工程有限公司	1,883.31	5.29
合计		14,833.31	41.70
2014 年	沈阳黎东幕墙装饰有限公司	5,065.26	13.63
	上海东江幕墙装饰有限公司	4,095.25	11.02
	南京金陵建筑装饰有限责任公司	3,000.00	8.07
	重庆轩烽建材有限公司	2,172.00	5.85
	重庆创高装饰工程有限公司	2,155.00	5.80
合计		16,487.51	44.37

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。公司近三年材料采购金额增长较多，分别为9,896.24万元、24,538.92万元和22,037.47万元，主要受公司项目施工量增加影响。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，三年占当期同类采购金额比重分别为78.95%、76.92%和76.34%，较为稳定。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 2012~2014 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
2012 年	电梯	5,848.52	44.99
	入户门	567.73	4.37
	卫生洁具	465.64	3.58
	电线电缆	1,843.95	14.18
	配电箱	1,170.41	11.83
合计		9,896.24	78.95
2013 年	电梯	13,353.80	41.86
	入户门	1,967.60	6.17
	卫生洁具	1,237.28	3.88
	电线电缆	3,956.48	12.40
	配电箱	4,023.75	12.61
合计		24,538.92	76.92
2014 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门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，虽然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，公司年度新开工面积呈波动变化，2012~2014年新开工面积分别为114.96万平方米、195.67万平方米和84.53万平方米，公司新开工面积主要受在建项目规模影响。近三年，公司在建面积基本保持在200多万平方米的规模，相对较稳定，截至2014底，公司在建面积259.37万平方米，较2013年底减少27.53万平方米。近三年公司项目竣工面积波动较大，三年分别为49.75万平方米、130.75万平方米和121.1万平方米，其中2013年较2012年增长162.81%，主要系2011年、2012年建设项目较多，并于2013、2014年完工所致，具体数据如下表所示。

表12 2012~2014年公司项目开发情况

项目	2012 年底	2013 年底	2014 年底
新开工项目数（个）	7	12	6
新开工面积（万平方米）	114.96	195.67	84.53
竣工项目数（个）	6	7	11
竣工面积（万平方米）	49.75	130.75	121.1
在建项目数（个）	10	13	17
在建面积（万平方米）	221.98	286.9	259.37

资料来源：公司提供

2015年，受房地产市场回暖影响，公司新开工面积和在建面积有所增加，截至2015年9月底，截至2015年9月底公司在建地产项目14个，总建筑面积531.54万平方米，其中近三分之一已处于收尾或主体封顶阶段，部分工程已完工，完工面积143.64万平方米，截至2015年9月底，228.54万平方米已取得预售许可证，可预售面积较大。

总体看，公司开发建设有序进行，在建项目体量较大，对资金形成了一定占用，可预售面积较大，能够保证公司未来销售需求，同时在一定程度上可缓解公司资金压力。

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，2012~2014年，公司协议销售面积呈小幅波动增长态势，三年协议销售面积分别为87.02万平方米、81.47万平方米和96.21万平方米，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。从销售价格上看，近三年，协议销售均价逐年增长，三年分别为8,107.33元/平方米、9,119.92元/平方米和10,672.49元/平方米。2014年受益于项目销售量价齐升，公司实现销售收入102.68亿元，较2013年增长38.20%。2014年公司结转收入74.10亿元，较2013年增长0.49%，具体数据如下表所示。

表13 公司近三年销售概况

项目	2012年	2013年	2014年
协议销售面积（万平方米）	87.02	81.47	96.21
协议销售金额（亿元）	70.55	74.3	102.68
协议销售均价（元/平方米）	8,107.33	9,119.92	10,672.49
结转收入面积（万平方米）	41.05	80.86	69.43
结转收入（亿元）	33.28	73.74	74.10

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9月末在售项目合计426.75万平方米取得预售许可，其中，剩余可售面积107.07万平方米（占比25.09%）。公司多数项目规模较大，开发周期较长，其中重庆阿卡迪亚规划总建筑面积为49.45万平方米，为2006年开发。按照公司过去三年协议销售情况，未来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9月，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	23.59	8.55	15.04
无锡阿卡迪亚（东）	2014/6/15	7.77	4.08	3.68
无锡协信中心	2012/4/30	11.09	8.03	3.06
无锡光电园	2012/12/25	14.84	6.62	8.21
苏州阿卡迪亚	2010/4/10	44.36	5.99	38.37
镇江太古山	2015/7/1	2.99	2.99	-
重庆阿卡迪亚	2006/7/1	38.88	2.19	36.69
城立方东	2009/10/1	44.53	5.46	39.06
星澜汇	2012/12/9	30.73	5.03	25.70
协信公馆	2009/10/1	14.73	8.86	5.87
嘉州协信中心	2014/1/30	6.19	0.85	5.34
星都会	2012/8/16	24.06	2.28	21.78
春山台	2012/1/10	19.65	2.21	17.45
永川协信中心	2013/9/1	19.53	2.46	17.07
世外桃源	2014/5/15	20.80	6.61	14.19
总部城	2011/7/1	35.13	8.77	26.36
虹桥·协信中心	2013/4/30	9.39	0.81	8.58
中环·协信天地	2013/5/30	13.26	6.43	6.83
成都协信中心	2011/11/1	19.69	4.92	14.77

昆明协信天地	2013/4/30	11.57	7.08	4.50
长沙协信星澜汇	2013/11/20	10.72	4.44	6.29
北京苹果园	2014/3/11	3.24	2.40	0.84
合计		426.75	107.07	319.68

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. 自持物业情况

公司持有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。其中，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。

公司三个商业地产项目租金水平逐年提高，截至2014年底，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”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。物业账面价值90.95亿元，截至2014年底公允价值合计95.96亿元。2014年公司物业实现租金和物业管理收入3.81亿元，目前，公司物业经营状况稳定。同时，公司还有上海虹桥和上海市北两个位于上海的在建商业地产项目，建筑面积共计16.43万平方米，已完成主体工程、公共配套设施，正在完善配套设备工程。未来，随着公司自持物业经营不断成熟以及相关配套完善，收入有望进一步增加。

表 16 截至 2014 年底公司自持物业经营情况

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)	账面价值 (万元)	公允价值 (万元)
南坪星光时代	17.26	商业	97.23%	207.91	3.42	562,515.82	583,262.99
金开星光天地	5.5	商业	100.00%	54.34	2.22	99,845.95	110,386.49
星光 68	6.32	商业	94.51%	133.39	16.12	247,167.64	265,961.93
合计	29.08			395.63		909,529.41	959,611.41

数据来源：公司提供

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

公司存货规模较大，导致存货周转率较低，2014年为0.25次；受公司流动资产规模较大的影响，公司2014年总资产周转率为0.17次。从同行业主要上市公司比较情况看（详见下表），公司各项经营效率指标中，存货周转率略低于同行业主要上市公司及行业平均水平，公司存货规模较大；总资产周转率与同行业主要上市公司和行业平均水平相比较低，资产运行效率有待提升。

表17 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标（单位：次）

指标名称	总资产周转率	存货周转率
万科 A	0.30	0.32
招商地产	0.30	0.30
深深房 A	0.50	0.49
保利地产	0.32	0.29
香江控股	0.33	0.33
万通地产	0.15	0.17
金地集团	0.37	0.42
华远地产	0.36	0.36
格力地产	0.09	0.08
中江地产	0.30	0.25
协信远创	0.17	0.25
行业均值	0.26	0.27

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。

售楼价格波动因素

公司销售收入主要来自于房地产销售，未来楼面价格波动将对公司盈利水平带来一定的不确定性影响。

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2012~2014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。公司2015年前三季度财务报表未经审计。

2012~2014年，公司新纳入合并报表范围的子公司共57家，其中非同一控制下企业合并2家，同一控制下企业合并37家，设立投资取得18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。公司并表范围变动主要集中在2013年6月，主要系公司实际控制人和协信集团资产整合所致；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。

截至2014年底，公司合并资产总额512.92亿元，负债合计367.28亿元，所有者权益（含少数股东权益）145.64亿元。2014年，公司实现营业收入79.27亿元，净利润（含少数股东损益）13.40亿元；公司经营活动现金流量净额-12.30亿元，现金及现金等价物净增加额-11.60亿元。

截至2015年9月底，公司合并资产总额522.57亿元，负债合计374.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）147.58亿元。2015年1~9月，公司实现营业收入55.51亿元，净利润（含少数股东损益）2.75亿元；公司经营活动现金流量净额4.10亿元，现金及现金等价物净增加额0.18亿元。

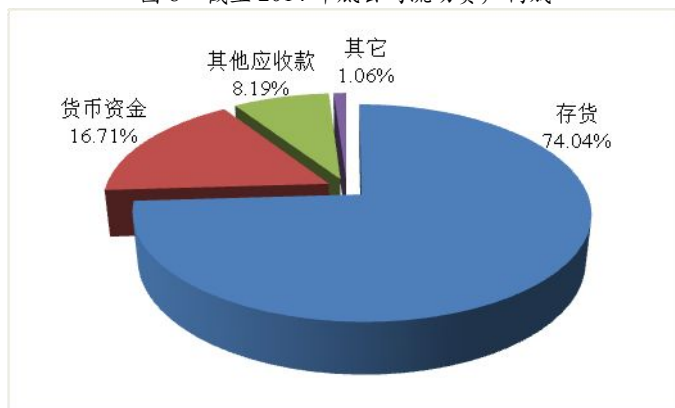
2. 资产质量

2012~2014年，公司资产规模较快增长，年均复合增长率为30.70%，截至2014年底，公司合并资产规模达512.92亿元，较上年末增长20.79%，其中流动资产占比65.36%，非流动资产占比34.64%。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，由于投资性房地产增长较快等原因，公司非流动资产占比波动中略有上升。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长27.49%，主要系货币资金、其他应收款和存货等增加所致。截至2014年底，公司流动资产为335.27亿元，以货币资金、其他应收款和存货为主（如下图所示）。

图8 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2012~2014年，公司货币资金呈逐年上涨趋势，年均复合增长45.31%，其中，公司2013年货币资金27.62亿元，较2012年小幅增加4.07%；截至2014年底，公司货币资金为56.04亿元，较上年末增加102.90%，主要系公司其他货币资金大幅增长所致。截至2014年底，公司货币资金以其他货币资金为主，系定期存单质押38.44亿元和各类保证金9.31亿元。

2012~2014年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长率为28.94%，其中，公司2013年其他应收款19.37亿元，较2012年增长17.27%，主要系关联方往来款增加所致；截至2014年底，公司其他应收款27.46亿元，较上年末增长41.77%，主要系关联方往来款、保证金增加所致。截至2014年底，公司其他应收款以关联方往来款、保证金为主，其中，关联方往来款主要系协信集团内子公司之间资金调配，产生的非经营性往来款原因形成；公司欠款单位前5名其他应收款合计18.67亿元，合计占比67.26%，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。

表18 2014年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	6.19	22.30	2年以内
汉威重庆房地产开发（香港）有限公司	5.20	18.75	1年以内
苏州圆融集团	4.11	14.80	1年以内
中国建筑第五工程局有限公司	2.50	9.01	1年以内
重庆协信控股（集团）有限公司	0.67	2.40	1年以内
合计	18.67	67.26	--

数据来源：公司提供

2012~2014年，公司存货持续增长，年均复合增长率为24.45%，存货几乎全部为开发成本和开发产品。截至2014年底，公司存货为248.22亿元，较上年末增加10.72%，主要系公司2014年永川古镇、嘉州项目等在建项目面积增加所致。截至2014年底，公司存货中开发成本和开发产品分别占比79.22%和20.58%，存货主要是集中在一线城市和重庆的房地产项目，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。存货中有175.17亿元为公司或子公司借款提供抵押，受限部分占比70.57%，受限占比较高。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长率为37.49%，主要系投资性房地产和固定资产等增长所致。截至2014年底，公司非流动资产总额为177.65亿元，以投资性房地产（占比95.85%）为主。

2012~2014年，公司投资性房地产呈逐年增长趋势，年均复合增长39.73%，其中，公司2013年投资性房地产142.49亿元，较2012年增长63.40%，系房屋、建筑物转入12.47亿元及公允价值变动42.81亿元所致；截至2014年底，公司投资性房地产为170.28亿元，较上年末增长19.50%，当期公允价值变动17.66亿元，累计实现公允价值变动132.59亿元。公司投资性房地产公允价值变动对公司资产总计增长有显著影响，并通过其他综合收益和受公允价值变动收益影响的未分配利润增加公司所有者权益。投资性房地产中有155.83亿元为公司或子公司借款提供抵押，受限部分占比91.52%，受限占比较高。

表19 截至2014年底，公司投资性房地产前五大大明细（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	24.72	26.60
协信城	重庆	17.26	已完工	56.25	58.33
金开协信中心	重庆	5.50	已完工	9.98	11.04
上海虹桥	上海	7.21	主体完工，待完善配套	20.72	23.79
上海市北	上海	9.22	主体完工，待完善配套	26.85	30.79
合计		45.50		138.52	150.54

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司固定资产呈波动增长趋势，年均复合增长180.17%，其中，公司2013年固定资产5.81亿元，较2012年大幅增长7.08倍，主要系重庆江北希尔顿逸林酒店资产从存货中转入所致；截至2014年底，公司固定资产净值5.65亿元，较上年末小幅减少2.85%。截至2014年底，公司固定资产累计折旧0.67亿元，累计计提较少系公司固定资产中占比较高的房屋及建筑物的折旧计提较少所致。

截至2015年9月底，公司资产总计522.57亿元，较2014年底增长1.88%，其中流动资产和非流

流动资产占比分别为65.16%和34.84%，资产结构及各科目占比较年初变动较小。

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，整体资产质量较好。

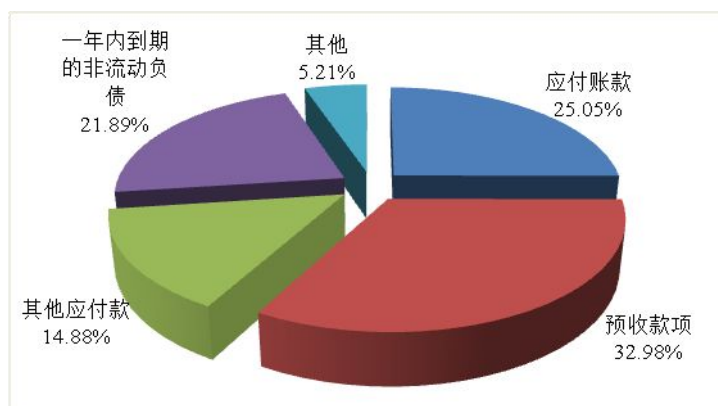
3. 负债及所有者权益

2012~2014年，公司负债规模逐年上涨，年均复合增长率为25.68%。截至2014年底，公司负债合计367.28亿元，较上年末增长15.59%，其中流动负债与非流动负债分别占比48.68%和51.32%。近三年，公司流动负债占比与非流动负债基本持平，期间占比变化很小。

流动负债

2012~2014年，公司流动负债规模逐年上涨，年均复合增长率为22.96%，主要系应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等增长所致。截至2014年底，公司流动负债合计178.78亿元，以应付账款、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9 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

2012~2014年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长率为39.77%，其中，公司2013年应付账款37.87亿元，较2012年增长了65.22%，主要系公司新开发上海虹桥、上海市北等项目产生应付账款新增所致；截至2014年底，公司应付账款44.78亿元，较上年末增长18.23%，主要系公司存货施工面积增加引起应付账款增长所致。截至2014年底，公司1年以内应付账款占比74.94%，1至2年应付账款占比14.43%，2至3年应付账款占比4.66%，其余为3年以上；公司应付账款单位前5名合计6.36亿元，占比14.20%，公司应付账款单位分布相对分散；公司应付账款以应付工程款、应付材料款为主。

2012~2014年，公司预收款项呈波动减少趋势，年均复合减少1.94%，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；公司2013年结转收入增长幅度显著高于签约销售金额增长，预收款项有所减少；公司2014年签约销售金额增长幅度显著高于结转收入增长，预收款项有所增加。截至2014年底，公司预收款项58.95亿元，较上年末增长8.83%，其中预收购房款占比为99.22%。

2012~2014年，公司其他应付款呈波动增长趋势，年均复合增长32.08%，其中，公司2013年其他应付款29.30亿元，较2012年增长了92.15%，主要系2013年新增项目较多，收取工程保证金较多所致；截至2014年底，公司其他应付款26.60亿元，较上年末减少9.21%，主要系关联方往来款减少所致。截至2014年底，公司其他应付款以关联方往来款和保证金为主。

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长率为144.84%。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，其中抵押借款占比较高。截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债39.14亿元，较上年末增长142.07%，其中，质押借款为9.23亿元，抵押借款为25.21亿元，保证借款为4.70亿元。

非流动负债

2012~2014年，公司非流动负债逐年有所上涨，年均复合增长率为28.44%，系长期借款和递延所得税负债增长所致。截至2014年底，公司非流动负债188.51亿元，由长期借款（占比82.42%）和递延所得税负债（占比17.58%）构成。

2012~2014年，公司长期借款分别为96.23亿元、127.26亿元和155.36亿元，年均复合增长率为27.06%，其中，公司2013年底长期借款较上年末增长32.25%，主要系2013年新增项目较多，融资需求增加所致；截至2014年底，公司长期借款较上年末增长22.08%，主要系业务规模增大，融资需求增加所致。截至2014年底，公司长期借款以抵押借款为主，金额相对较高的5笔合计45.66亿元，占比29.39%，如下表。公司2017年上半年有32.60亿元的长期借款到期，面临一定的集中偿付压力。

表20 2014年公司长期借款前五名情况（单位：亿元）

贷款机构	借款起始日	借款终止日	借款条件	利率	期末金额
重庆巴南浦发村镇银行	2014.5.5	2017.5.5	质押借款	8.13%	13.50
渤海国际信托有限公司	2014.4.30	2017.4.30	质押借款	7.00%	11.00
平安银行重庆分行	2012.6.18	2017.6.18	抵押借款	基准利率上浮 25%	8.10
平安银行重庆分行	2013.8.23	2023.8.23	抵押借款	7.90%	6.60
中国建设银行	2014.1.17	2019.1.17	抵押借款	6.00%	6.46
合计	--	--	--	--	45.66

数据来源：公司提供

公司投资性房地产以公允价值计量，按公允价值计提递延所得税负债。2012~2014年，公司递延所得税负债持续增长，年均复合增长率为35.60%，其中，公司2013年递延所得税负债28.73亿元，较2012年增长59.37%；截至2014年底，公司递延所得税负债33.15亿元，较上年末增长15.37%。

2012~2014年，公司有息债务年均复合增长35.57%，近三年分别为107.27亿元、162.05亿元和197.16亿元，规模增幅较大；公司有息债务结构也有所变动，截至2014年底，公司短期债务为41.80亿元，占有息债务比重21.20%，较2012上升10.91个百分点，较2013年下降0.27个百分点，主要系公司一年内到期的非流动负债逐年成倍增长所致。

截至2014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71.61%、57.51%和51.62%，分别较2013年底下降3.22个、2.74个和2.73个百分点，分别较2012年底下降5.83个、3.78个和7.07个百分点。近三年，公司不断扩大融资规模，负债不断上涨；但由于公司存货和投资性房地产等资产规模的大幅增长，公司资产增长和所有者权益增长速度快于负债增长和有息债务增长。近三年，公司债务规模逐年增加，偿债压力却有所减缓；截至2014年底，公司债务负担水平可控。

截至2015年9月底，公司负债合计374.99亿元，较2014年底增长2.10%，其中流动负债和非流动负债占比分别为58.50%和41.50%，公司流动负债占比较年初有所提高，主要系短期借款较年初增加22.12亿元，以及截至2015年9月底长期借款临近到期转入一年内到期的非流动负债较年初增加27.25亿元所致。

截至2015年9月底，公司有息债务212.57亿元，较2014年底上升7.82%，其中短期债务和长期

债务分别占比42.39%和57.61%，公司债务结构调整，短期债务占比大幅上升。截至2015年9月底，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71.76%、59.02%和45.35%，公司资产负债水平变化不大，债务规模较2014年底有所上升，主要是短期债务的大幅增长，公司负债水平属可控范围，但短期偿债压力有所上升。

截至2015年9月底，公司其他权益工具中有24.00亿元永续债，公司负有利息支付责任，将24.00亿元永续债调整至长期债务后，截至2015年9月底，公司有息债务增至236.57亿元，其中，长期债务占比增至61.91%。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为76.35%和65.69%，较调整前分别上升4.59个百分点和6.67个百分点；长期债务资本化比率增至54.24%，较调整前上升8.89个百分点，长期债务负担增加明显。

总体看，公司流动负债与非流动负债占比基本持平，近三年占比变动很小；因债务结构调整等原因，公司2015年9月底流动负债占比有所提高。公司融资规模逐年提升，有息债务在全部负债中占比较大，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

2012~2014年，公司所有者权益逐年较快增长，年均复合增长率为46.62%，主要系其他权益工具、其他综合收益和未分配利润增长所致；其中，公司2013年所有者权益（含少数所有者权益）106.89亿元，较上年末增长57.79%，主要系未分配利润和受投资性房地产公允价值变动影响较大的其他综合收益增长所致；截至2014年底，公司所有者权益（含少数所有者权益）145.64亿元，较上年末增长36.25%，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2014年底，公司归属母公司所有者权益占所有者权益合计比重为91.13%；公司归属母公司所有者权益中，股本为2.37亿元（占比1.79%），其他权益工具为24.00亿元（占比18.08%），资本公积为2.02亿元（占比1.52%），其他综合收益为31.16亿元（占比23.48%），盈余公积为0.12亿元（占比0.09%），未分配利润为73.05亿元（占比55.04%），公司所有者权益结构稳定性一般。

截至2015年9月底，公司所有者权益147.58亿元，较年初变化不大；归属于母公司的所有者权益中，股本占比1.76%，其他权益工具占比17.84%，资本公积占比1.94%，其他综合收益占比23.16%，盈余公积占比0.09%，未分配利润占比55.21%，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

2012~2014年，公司营业收入分别为36.77亿元、77.71亿元和79.27亿元，年均复合增长46.82%；公司营业利润分别为13.88亿元、10.80亿元和19.10亿元，年均复合增长17.31%；公司近三年营业外收支规模很小。

公司2013年营业利润较上年减少22.17%，主要系营业成本快速增长和公允价值变动收益大幅减少所致；公司2014年营业利润较上年大幅增长76.80%，主要系公允价值变动收益大幅增加所致。2012~2014年，公司公允价值变动收益分别为7.90亿元、3.75亿元和13.08亿元；公司营业成本分别为19.17亿元、57.54亿元和57.95亿元，年均复合增长率为73.89%，显著高于营业收入，主要系公司2012年销售的项目类型以毛利相对较高的商业地产为主所致。

从期间费用方面来看，2012~2014年，公司期间费用分别为6.16亿元、6.05亿元和9.10亿元，年均复合增长21.54%，波动中有所上涨，其中，销售费用和管理费用占比较高。2014年，公司销售费用和管理费用同比分别上涨70.66%和31.70%，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。2012~2014年，公司财务费用逐年有所上涨，其中，公司2014年财务费用同比增长69.74%，主要系2014年公司计入财务费用的利息支出增加所致。近三年，公司费用收入比分别为16.75%、7.78%和11.48%，呈波动下降趋势，公司费用控制能力尚可。

从盈利指标看，2012~2014年，公司营业利润率分别为33.12%、17.03%和19.22%，呈波动下降趋势。公司2014年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.73%、4.30%和10.61%，较上年分别上升1.28个、1.24个和2.69个百分点，主要系公司2014年投资性房地产公允价值变动增加导致利润总额增长所致。总体看，公司整体盈利能力尚可。

2015年1~9月，公司实现营业收入55.51亿元、净利润2.75亿元，分别占2014年全年比重的70.03%和20.52%，净利润水平较低，期间公司未核算公允价值变动收益。

总体看，公司公允价值变动收益规模较大，期间费用不高，但营业成本增长较快，公司整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-9.54亿元、-38.60亿元和-12.30亿元，年均复合减少13.53%。随着经营规模的迅速扩张，公司经营活动现金净流出呈现扩大趋势；公司2013年经营活动现金净流出规模较大，主要系公司2013年签署面积较少同时在建工程较多，销售商品、提供劳务收到的现金高于同期购买商品、接受劳务支付的现金等原因所致。2012~2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为57.25亿元、70.21亿元和83.78亿元，三年年均复合增长率为20.96%，呈平稳增长趋势；从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比分别为155.71%、90.34%和105.69%，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2012~2014年，公司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-13.58亿元、-10.12亿元和-6.26亿元，年均复合减少32.12%，呈现净流出规模逐步减小的趋势，主要系新购入投资性房地产成本金额总量减少所致。

从筹资活动来看，2012~2014年，公司筹资活动现金流净额分别为23.69亿元、44.77亿元和6.95亿元，年均复合减少45.83%，呈波动减少趋势，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，含新出现的永续债24.00亿元，其余为取得借款所收到的现金。

近三年，公司现金及现金等价物净增加额分别为0.57亿元、-3.94亿元和-11.60亿元，现金及现金等价物余额有所减少。

2015年1~9月，公司经营活动产生的现金流量净额为4.10亿元，投资活动产生的现金流量净额

为-4.61亿元，筹资活动产生的现金流量净额为0.70亿元，现金及现金等价物增加额0.18亿元。因经营性现金流量的改善，公司现金及现金等价物增加额转负为正。

总体看，公司经营活动回笼现金的能力较好，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，2012~2014年，公司流动比率分别为1.74倍、1.70倍和1.88倍，波动中略有上涨。2014年，受公司货币资金增速的大幅提升等因素的综合影响，公司速动比率波动中有所提升；2012~2014年，公司速动比率分别为0.39倍、0.31倍和0.49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；截至2014年底，公司现金短期债务比为1.34倍，对债务保护程度较好。整体看，截至2014年底，公司现金类资产规模较大，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014年公司EBITDA呈波动上升趋势，EBITDA分别为14.10亿元、11.39亿元和20.56亿元，三年EBITDA中利润总额占比分别为95.42%、90.96%和92.88%，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1.49倍、0.67倍和0.99倍，呈波动下降趋势，主要系2014年公司资本化利息逐年大幅增长所致；公司EBITDA全部债务比分别为0.13倍、0.07倍和0.10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；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，公司长期偿债能力尚可。

将公司24.00亿元永续债调至长期债务后，以公司2014年20.56亿元EBITDA计算，2014年EBITDA全部债务比由调整前0.10倍降至0.09倍，经营现金债务保护倍数-0.06倍，对全部债务的保障程度有待提高。总体看，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9月底，公司对外担保额度为12.26亿元，规模较大，大部分为2年内到期（占比98.53%），被担保企业主要为建材类公司，建材产品市场化程度较高，竞争激烈，如被担保主体经营不善，公司存在一定代偿风险。

截至2015年9月底，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9月底，公司已经取得的银行授信总额为174.52亿元，其中已用授信额度154.78亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》，截至2015年11月5日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

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

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9月末，公司债务总额为212.57亿元，本期债券拟发行规模不超过35亿元，其中基础发行规模为5亿元，可超额配售不超过30亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度较大。

以2015年9月末财务数据为基础，假设募集资金净额为35亿元，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73.53%、62.65%和51.62%，分别增加1.77个百分点、3.63个百分点和6.27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2014年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为114.24亿元，对本期债券发行额度（35亿元）的保护倍数为3.26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-12.30亿元，对本期发行额度（35亿元）的保护倍数为-0.35倍，经营活动产生的现金流量净额对本期债券保护程度有待提高；公司2014年EBITDA为20.56亿元，对本期债券发行额度（35亿元）的保护倍数为0.59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

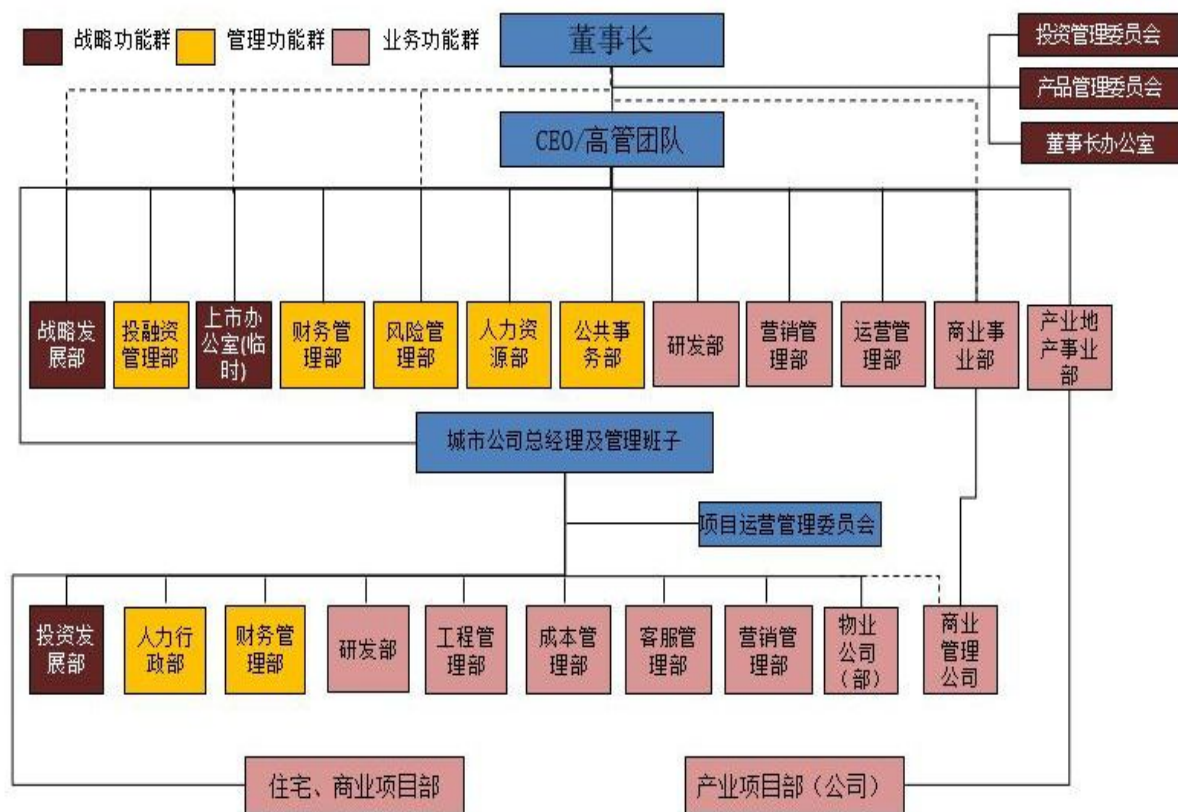
房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业结束了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，2014年下半年以来，限购限贷政策放宽、央行降息之后，提高了房地产市场活跃度。

作为区域房地产行业的龙头企业，近年来，公司营业收入持续稳健增长，区域内品牌影响力较大，公司土地储备较充足，自持物业质量较高，收入稳定增长。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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~9 月
资产总额（亿元）	300.26	424.64	512.92	522.57
所有者权益（亿元）	67.74	106.89	145.64	147.58
短期债务（亿元）	11.04	34.79	41.80	90.11
长期债务（亿元）	96.23	127.26	155.36	122.46
全部债务（亿元）	107.27	162.05	197.16	212.57
营业收入（亿元）	36.77	77.71	79.27	55.51
净利润（亿元）	9.69	6.91	13.40	2.75
EBITDA（亿元）	14.10	11.39	20.56	--
经营性净现金流（亿元）	-9.54	-38.60	-12.30	4.10
应收账款周转次数（次）	--	158.08	93.52	38.40
存货周转次数（次）	--	0.30	0.25	0.16
总资产周转次数（次）	--	0.21	0.17	0.11
现金收入比率（%）	155.71	90.34	105.69	106.52
总资本收益率（%）	--	3.45	4.73	0.99
总资产报酬率（%）	--	3.07	4.30	0.86
净资产收益率（%）	--	7.92	10.61	1.88
营业利润率（%）	33.12	17.03	19.22	18.27
费用收入比（%）	16.75	7.78	11.48	11.11
资产负债率（%）	77.44	74.83	71.61	71.76
全部债务资本化比率（%）	61.29	60.26	57.51	59.02
长期债务资本化比率（%）	58.69	54.35	51.62	45.35
EBITDA 利息倍数（倍）	1.49	0.67	0.99	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.07	0.10	--
流动比率（倍）	1.74	1.70	1.88	1.55
速动比率（倍）	0.39	0.31	0.49	0.45
现金短期债务比（倍）	2.41	0.79	1.34	0.64
经营现金流动负债比率（%）	-8.07	-23.86	-6.88	1.87
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.40	0.33	0.59	--

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

二零一五年十二月十八日