

跟踪评级公告

联合评字[2016]547 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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发行的“16 协信 03”债券信用等级为 AA

特此公告



二零一六年 六月 七 日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

重庆协信远创房地产开发有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 协信 03	20 亿元	5 年	AA	AA	2015 年 12 月 18 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 7 日

财务数据

项 目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	515.41	560.52
所有者权益 (亿元)	146.65	147.84
长期债务 (亿元)	155.36	159.33
全部债务 (亿元)	197.16	241.48
营业收入 (亿元)	79.35	74.67
净利润 (亿元)	13.40	7.72
EBITDA (亿元)	20.56	12.72
经营性净现金流 (亿元)	-12.26	-10.85
营业利润率 (%)	19.22	18.23
净资产收益率 (%)	10.57	5.24
资产负债率 (%)	71.55	73.62
全部债务资本化比率 (%)	57.35	62.03
流动比率 (倍)	1.87	1.68
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.05
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.99	0.62
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.03	0.64

注：1、公司 2015 年度审计报告对 2014 年度资产负债表进行了追溯调整，故 2014 年度财务数据取自 2015 年度审计报告的期初数据。

2、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

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

评级观点

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”）作为区域房地产行业的龙头企业，2015 年在上海和深圳拿地，继续优化项目区域布局，同时加大了开发力度，新开工面积大幅增长。受投资性房地产公允价值变动收益大幅下降影响，公司营业利润和净利润水平降幅较大，但公司营业利润率较为稳定。同时公司也面临房地产市场波动、公司业务区域相对集中、开发资金需求量较大等不利因素。

跟踪期内，公司继续推行“商住产一体化”战略，未来随着公司在建项目逐步竣工，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。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 协信 03”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 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。跟踪期内，公司在深圳和上海购地，继续优化项目区域布局。

2. 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。跟踪期内，公司租赁业务收入继续增长。

3. 跟踪期内，公司物业管理业务随着规模的扩大开始显现规模效应，物业管理业务毛利率水平大幅上升。

关注

1. 公司主营房地产开发业务，业务较为单一；且 2015 年公司预期房市将回暖，加大了开工力度，但目前经济下行压力加大，房地产去库存压力较大，未来若房地产市场出现

波动，公司将面临较大的经营风险。

2. 公司在建项目规模较大，在建项目需要持续的资金投入，公司外部融资需求较大。

3. 2015 年公司项目销售面积和销售收入同比有所下降，需关注公司项目去化情况。

4. 2015 年公司负债水平进一步提高，且未来面临一定集中偿付压力。

5. 公司存在较大规模对外担保，被担保企业多为房地产企业，公司存在一定或有负债风险。

6. 公司利润水平受投资性房地产公允价值变动影响较大，盈利能力较不稳定。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



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》，汉威香港以人民币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，注册资本增加至2.37亿元。

截至2015年底，公司注册资本2.37亿元，实收资本2.37亿元，如下图所示，公司实际控制人为吴旭。

图1 截至2015年底公司股权结构图



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5个职能部门；下辖68家子公司，共有在职员工4,320人。

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）合计147.84亿元，其中归属于母公司的所有者权益138.66亿元。2015年，公司实现合并营业收入74.67亿元，净利润（含少数股东损益）7.72亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为7.44

亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.85亿元，现金及现金等价物净增加额为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、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可[2016]234号文核准批复，公司“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”）于2016年3月17日发行，募集资金20亿元，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，发行利率为6.5%。本期债券已于2016年4月6日上市（债券简称：16协信03，上市代码：136307.SH）。

截至2016年6月6日，本期债券募集资金已经使用10.90亿元，目前尚未到达第一个付息日。

三、行业分析

1. 行业概况

2015年，我国房地产行业增速明显放缓。受经济持续下行影响，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%），比上年增速大幅下滑9.5个百分点。2015年全年房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，增幅同比下降7.9个百分点；新开工面积154,454万平方米，比上年下降14.0%，继续维持下降趋势。

土地价格方面，2015年，随着利好刺激政策的不断推出，房地产市场逐步转暖，土地市场溢价率也有所好转，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。具体来看，一线城市呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；二线城市较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较去年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。

开发资金来源方面，根据国家统计局数据，2015年房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%，增速较上年上升2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%，增速较上年降低12.8个百分点；利用外资297亿元，下降53.6%，增速较上年大幅下滑73.3个百分点；自筹资金49,038亿元，下降2.7%，增速较上年回落9.0个百分点；其他资金55,655亿元，增长12.0%，增速较上年大幅上涨20.8个百分点。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%。

综上，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年来受宏观政策和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降态势。2015年，在去库存压力下，房企拿地速度明显放缓，土地供求量出现较大下滑；但另一方面，受“二孩政策”、“公积金异地贷款全面推行”等宏观政策利好影响，房企对于重点城市优质地块的争夺较为激烈，使得一、二线城市土地溢价率及楼面均价均有所上升；受偏紧的信贷支持影响，房企的资金来源较为紧张，但2015年以来，受益于政府在需求端多手段“促需求”举措，房企通过“定金及预收款”和“个人按揭贷款”进行融资的规模有所上升。

2. 行业供需

土地供应方面，2015年，“去库存”是房地产政策主基调，中央及各级政府在供应端实施“有

供有限”，2015 年全年房地产开发企业的土地购置面积增速均处于负增长态势。根据国家统计局数据，2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%，降幅收窄 2.1 个百分点。

从商品房市场供求情况看，2015 年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，全年商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015 年，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%，商业营业用房销售面积增长 1.9%；商品房销售额 87,281 亿元，增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。从供给看，2015 年土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，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%。

从销售价格看，2015 年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交价格小幅回升，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。

总体看，在宏观经济持续下行压力下，“去库存”成为 2015 年楼市的基调，随着需求端利好政策的逐步落地实施，房价走势有所回暖，但依然面临较大的库存压力。

3. 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。2015 年以来，与房地产行业相关的调控政策频出，对房地产市场的发展有较大的影响。2015 年以来的房地产调控政策如下表所示。

表 1 2015 年以来房地产行业调控政策

年份	调控政策
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工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《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	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

资料来源：联合评级收集整理

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8月，住建部、商务部、发改委、央行、工商总局和外汇局等六部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，文件在一定程度上放宽了外资投资房地产和购房的限制。

2015年10月，住建部、财政部和央行联合发布《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》，提出了全面推行异地贷款业务的要求，对于缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地住房公积金个人住房贷款政策向购房地住房公积金管理中心申请个人贷款。

2015年11月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，促进房地产持续健康发展，是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态，预计楼市的政策态度将会更加宽松。

2016年2月，央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。其中，首次购买普通住房的商业性贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点；对拥有1套住房且购房贷款未结清的，为改善居住条件再次贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于30%。

2016年2月，国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》，（i）对个人购买家庭唯一住房，面积为90平米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平米以上的，减按1.5%的税率征收契税；（ii）对个人购买家庭第二套改善性住房，面积为90平米以下的，减按1%的税率征收契税，面积为90平米以上的，减按2%的税率征收契税；（iii）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。其中以上第二、三条政策不在北京、上海、广州和深圳实施。

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，2015年中央及地方相继出台多重利好政策，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年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

4. 行业关注

（1）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。受近两年销售放缓影响，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。

（2）发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

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，同比暴涨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。

（3）房企利润率回归正常水平

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。

（4）中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

5. 行业发展

（1）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。近年来，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，地产金融属性加速释放。

（2）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。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。

（3）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

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，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。

6. 重庆市房地产行业情况

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2 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，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，两个区成交占比接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%。

从商品房供应情况看：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3 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。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队以及管理制度均未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营房地产开发、物业管理和租赁业务。2015年，公司上海地产项目多数未能达到收入确认条件而未实现收入结转，受此影响，公司房产销售收入有所回落，带动公司主营业务收入有所下降，2015年公司主营业务收入为74.35亿元，较上年下降6.00%。

表2 公司2014~2015年主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年			2015 年			2015 年收入较上年增长
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
房产销售	74.10	93.67	25.44	68.58	92.23	25.51	-7.45

物业管理	2.00	2.53	12.44	2.56	3.44	24.52	27.93
租赁	1.86	2.35	93.03	2.20	2.96	94.96	18.58
其他	1.15	1.45	35.62	1.02	1.37	53.43	-11.31
合计	79.10	100.00	26.84	74.35	100.00	27.92	-6.00

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，2015 年，公司主营业务收入仍主要来自于房产销售。2015 年，公司房产销售收入 68.58 亿元（占主营业务收入比重为 92.23%），同比下降 7.45%；物业管理收入 2.56 亿元，较上年大幅增长 27.93%，主要系业务拓展导致本年物业管理面积增加以及所提供社区服务的毛利率增加所致；公司物业租赁收入 2.20 亿元，较上年大幅增长 18.58%，主要系持有物业租金水平上升所致；公司其他业务收入 1.37 亿元，较上年下降 11.31%。

从毛利率看，公司房产销售业务毛利率较为稳定，2015 年为 25.51%，较上年变化不大；2015 年，物业管理业务毛利率为 24.52%，较上年大幅增长 12.08 个百分点，主要系物业管理业务随着规模的扩大开始显现规模效应以及公司加强成本控制所致；物业租赁业务毛利率为 94.96%，较上年小幅上升 1.93 个百分点；其他业务毛利率 53.43%，较上年大幅上升 17.81 个百分点。2015 年，公司整体毛利率水平为 27.92%，较上年变化不大。

总体看，跟踪期内，受房地产结转收入规模下降影响，公司房产销售收入下降导致公司主营业务收入有所回落。公司物业管理和租赁业务收入有所上升，但其收入占主营业务收入比重较小，对公司主营业务收入影响较小。公司整体毛利率水平较为稳定。

2. 房地产开发与销售

（1）土地储备

2015 年，出于公司战略发展及业务发展规划需要，公司分别购入深圳龙岗科技城、青岛科技城、上海虹桥 15 号地和协信中心二期共 4 块土地，总占地面积 6.01 万平方米。2015 年，公司购地支出 6.87 亿元，较上年下降 46.33%。根据公司发展规划以及对房地产市场未来发展的预期，公司未来仍会有节奏的购置土地。

表3 2014~2018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
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

注：上表中 2016~2018 年土地获取情况系公司的计划，具体实施结果可能与计划有所差异

截至 2015 年底，公司土地储备建筑面积 540.95 万平方米，仍然主要以商业和住宅用地为主，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。

表4 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

注：表中数据为按公司所占权益面积统计
数据来源：公司提供，联合评级整理。

从公司土地储备的区域分布看，公司在巩固重庆市场的同时，积极向上海、江苏等沿海地区以及北京等一线地区开拓业务。2015年，公司在深圳市和青岛市购置了3.50万平方米的土地，公司的项目区域布局进一步优化。目前公司形成了以重庆为主同时向外拓展，并以成都、江苏、上海、北京和深圳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。

表5 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，跟踪期内公司在深圳和青岛购地，继续优化项目区域布局，公司土地储备较为丰富，区域分布较为合理，土地价值升值空间大。

（2）项目建设情况

2015年，基于对未来市场好转的预期，公司加大了开发力度，公司新开工项目数和新开工面积较上年均有所增加。2015年，公司新开工项目数8个，新开工面积125.79万平方米，较上年大幅增长48.81%；新开工面积中，商业项目占比36%、住宅项目占比64%。2015年，公司竣工面积189.22万平方米，较上年增长56.25%，主要系公司基于对市场预期好转的判断，加大了开发力度所致；竣工面积中，商业项目占比38%、住宅项目占比62%。截至2015年底，公司在建项目16个，在建面积195.94万平方米，较上年下降24.46%，在建规模大幅下降，主要系竣工面积大幅增长所致。

表6 2014~2015年公司项目开发情况

项目	2014 年	2015 年
新开工项目数（个）	6	8
新开工面积（万平方米）	84.53	125.79
竣工项目数（个）	11	10
竣工面积（万平方米）	121.1	189.22

在建项目数（个）	17	16
在建面积（万平方米）	259.37	195.94

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，基于对未来房地产市场好转的预期，公司加大了项目开发力度，新开工项目和新开工面积均有所增加，未来公司项目储备较为充裕。

（3）项目销售情况

2015年公司房地产协议销售面积较上年大幅下降23.11%至73.98万平方米，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；协议销售均价方面，由于商业地产销售占比增加的原因，较上年小幅上升6.43%至11,358.79元/平方米。由于协议销售面积的大幅下降，2015年，公司房地产协议销售收入大幅下降18.16%至84.03亿元。

表7 公司近两年销售概况

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

资料来源：公司提供

结转方面，2015年公司房地产结转面积74.16万平方米，较上年小幅增加；结转收入68.58亿元，较上年小幅下降，主要系结转面积主要以单价较低的住宅为主所致。

截至2015年底，公司在售项目总建筑面积799.45万平方米，已竣工面积498.28万平方米，已销售面积合计345.58万平方米，待售面积101.88万平方米，分布于22个项目，如下表所示。

表8 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	区域	规划用途	工程进度	总建筑面积	已竣工面积	已销售面积	待售面积
无锡阿卡迪亚	2011/8/5	无锡	住宅	100%	25.82	25.82	15.48	8.24
无锡阿卡迪亚（东）	2014/6/15	无锡	住宅	52%	16.32	8.49	4.44	3.35
无锡协信中心	2012/4/30	无锡	商办	48%	24.57	11.89	3.10	8.01
无锡光电园	2012/12/25	无锡	工业	71%	14.80	10.47	8.49	6.28
苏州阿卡迪亚	2010/4/10	苏州	住宅	100%	56.89	56.89	39.47	4.52
镇江太古山	2015/7/1	镇江	住宅	41%	46.71	19.20	0.28	2.71
重庆阿卡迪亚	2006/7/1	重庆	住宅	95%	51.86	49.45	37.64	1.99
城立方东	2009/10/1	重庆	住宅	79%	67.12	53.05	39.57	4.83
星澜汇	2012/12/9	重庆	住宅商办	25%	115.90	29.02	28.05	5.29
协信公馆	2009/10/1	重庆	住宅	100%	15.29	15.29	6.51	8.15
嘉州协信中心	2014/1/30	重庆	商办	100%	11.50	11.50	5.46	0.78
星都会	2012/8/16	重庆	住宅	67%	42.02	28.01	23.36	4.21
春山台	2012/1/10	重庆	住宅	73%	29.70	21.57	19.26	2.18
永川协信中心	2013/9/1	重庆	住宅商办	54%	40.60	21.89	19.25	4.38
世外桃源	2014/5/15	重庆	住宅	16%	54.10	8.85	16.41	5.77
总部城	2011/7/1	重庆	商办	48%	67.79	32.23	29.79	5.90
虹桥·协信中心	2013/4/30	上海	商办	100%	22.42	22.42	9.01	1.69

中环·协信天地	2013/5/30	上海	商办	100%	26.28	26.28	7.63	5.53
成都协信中心	2011/11/1	成都	住宅商办	87%	23.06	20.10	14.87	4.75
昆明协信天地	2013/4/30	昆明	住宅商办	99%	12.09	12.00	5.92	5.66
长沙协信星澜汇	2013/11/20	长沙	住宅	31%	30.16	9.46	9.70	6.29
北京苹果园	2014/3/11	北京	商办	99%	4.45	4.40	1.89	1.37
合计	--	--	--	--	799.45	498.28	345.58	101.88

数据来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司侧重现有项目去化，新增可售项目较少，公司房地产销售面积和金额有所下降。

3. 在建及拟建项目

截至 2015 年底，公司在建及拟建项目总建筑面积 954.92 万平方米，已完工面积 452.85 万平方米，预计总投资 535.58 亿元，已投资 414.53 亿元，尚需投资 121.05 亿元。在建和拟建项目主要位于重庆和无锡，项目明细如下表所示：

表 9 截至 2015 年底公司在建和拟建项目情况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	所在地区	项目类型	建筑面积	已完工面积	预计总投资	已投入资金	尚需投资
无锡阿卡迪亚	无锡	住宅地产/物业管理	25.82	25.82	20.54	20.54	--
无锡阿卡迪亚东	无锡	住宅地产/物业管理	16.32	--	10.90	7.48	3.42
无锡协信中心	无锡	商业地产/物业管理	24.57	11.89	16.74	10.54	6.20
无锡光电园	无锡	产业地产/物业管理	14.80	10.47	3.93	2.80	1.13
苏州阿卡迪亚	苏州	住宅地产/物业管理	56.89	56.89	35.65	35.65	--
镇江太古镇	镇江	住宅地产/物业管理	46.71	--	32.17	12.46	19.71
重庆阿卡迪亚	重庆	住宅地产/物业管理	51.86	49.45	23.51	23.51	--
天骄名城	重庆	住宅地产/物业管理	67.12	53.05	28.53	27.31	1.22
重庆星澜汇	重庆	住宅地产/商业地产/商业运营/物业管理	115.90	29.02	37.59	29.89	7.70
协信公馆	重庆	住宅地产/物业管理	15.29	15.29	15.10	15.10	--
嘉州协信中心	重庆	商业地产/物业管理	11.50	11.50	3.30	2.75	0.55
星都会	重庆	住宅地产/物业管理	42.02	28.01	24.75	22.99	1.76
春山台	重庆	住宅地产/物业管理	29.70	21.57	24.58	22.29	2.29
永川协信中心	重庆	住宅地产/商业地产/商业运营/物业管理	40.60	21.89	17.83	13.86	3.97
永川昌州古城	重庆	住宅地产/物业管理	54.10	8.85	25.52	13.98	11.54
重庆总部城	重庆	产业地产/物业管理	67.79	32.23	36.78	29.68	7.10
上海虹桥协信中心	上海	商业地产/商业运营/物业管理	22.42	22.42	33.54	33.54	--
中环协信中心	上海	商业地产/商业运营/物业管理	26.28	26.28	34.78	34.78	--
成都协信中心	成都	住宅地产/商业地产/物业管理	23.06	20.10	15.75	15.23	0.52
龙鼎财智中心	昆明	住宅地产/商业地产/商业运营/物业管理	12.09	--	9.43	8.13	1.30
长沙星澜汇	长沙	住宅地产/物业管理	30.16	6.53	12.85	12.30	0.55
协信嘉行中心	北京	商业地产/物业管理	4.45	--	7.54	6.11	1.44
虹桥北	上海	商业地产/商业运营/物业管理	6.04	1.57	11.95	3.60	8.35
青岛总部城	青岛	产业地产/物业管理	42.99	--	11.42	3.69	7.73
深圳龙岗	深圳	产业地产/物业管理	--	--	5.37	--	5.37

未来城（配套）	无锡	住宅地产/物业管理	88.01	--	22.70	6.01	16.69
协信中心二期	重庆	商业地产/商业运营/物业管理	18.43	--	12.83	0.32	12.52
合计	--	--	954.92	452.85	535.58	414.53	121.05

资料来源：公司提供

总体看，公司在建和拟建项目规模较大，尚需投资金额较大，公司存在较大资金压力。

4. 自持物业

2015 年，公司新增了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。截至 2015 年底，公司自持物业情况如下表所示。

表 10 截至 2015 年底公司在运营的自持物业经营情况

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)	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。

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。

总体看，跟踪期内公司新增了两个自持物业项目，但由于开业时间较短，尚未统计相关收入数据。公司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，自持物业收入贡献较少。

5. 经营效率

2015 年，受流动资产规模增长以及营业收入下降影响，公司流动资产周转次数由 2014 年的 0.26 次下降至 0.21 次；受营业成本的下降以及存货规模的上升双重影响，2015 年公司存货周转次数由上年的 0.25 次下降至 0.21 次；受营业收入的下降以及资产规模的上升双重影响，2015 年公司总资产周转次数由上年的 0.17 次下降至 0.14 次。

总体看，跟踪期内，公司经营效率有所下降。

6. 经营关注

(1) 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。

(2) 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。

(3) 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。

(4) 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。

7. 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。

(1) 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。

(2) 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。

(3) 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。

(4) 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。

(5) 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。

8. 重大事项

经上海证券交易所上证函[2015]2511号文核准批复，公司于2015年12月24日非公开发行“重庆协信远创房地产开发有限公司2015年非公开发行公司债券（第一期）”，募集资金13.5亿元，期限为3年期，发行利率为7.5%，已于2016年1月14日上市（债券简称：15协信01，上市代码：125628.SH）；于2016年2月1日非公开发行“重庆协信远创房地产开发有限公司2016年非公开发行公司债券（第一期）（品种一）”，募集资金10亿元，期限为3年期，发行利率为7.5%，已于2016年3月2日上市（债券简称：16协信01，上市代码：135222.SH）；于2016年4月21日非公开发行“重庆协信远创房地产开发有限公司2016年非公开发行公司债券（第二期）”，募集资金5亿元，期限为3年，发行利率7.5%，已于2016年5月12日上市（债券简称：16协信04，上市代码：135426.SH）。

公司于2016年5月12日公开发行“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）”，募集资金12.6亿元，期限为5年，发行利率为6.5%，已于2016年6月1日上市（债券简称：16协信05，上市代码：136432.SH）。

六、财务分析

公司2015年财务报表经信永和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015年公司新增合并单位8家，其中同一控制下企业合并3家，分别是重庆协信商厦物业管理有限公司、青岛协信远滨置业有限公司和富民小水井新农村产业开发经营有限公司；新设立子公司5家，分别是重庆远津企业管理咨询有限公司、重庆协信远派企业管理咨询有限公司、重庆天骄宏宇汽车服务有限公司、重庆渝信保安服务有限公司和重庆进浩企业管理咨询有限公司。2015年审计报告对2014年财务数据进行了追溯调整，年初数较2014年审计报告年末数有所不同。

截至2015年底，公司合并资产总额560.52亿元，负债合计412.68元，所有者权益（含少数股东权益9.19亿元）合计147.84亿元。2015年，公司实现合并营业收入74.67亿元，净利润（含少数股东损益0.28亿元）7.72亿元；经营活动产生的现金流量净额-10.85亿元，现金及现金等价物净增加额为5.91亿元。

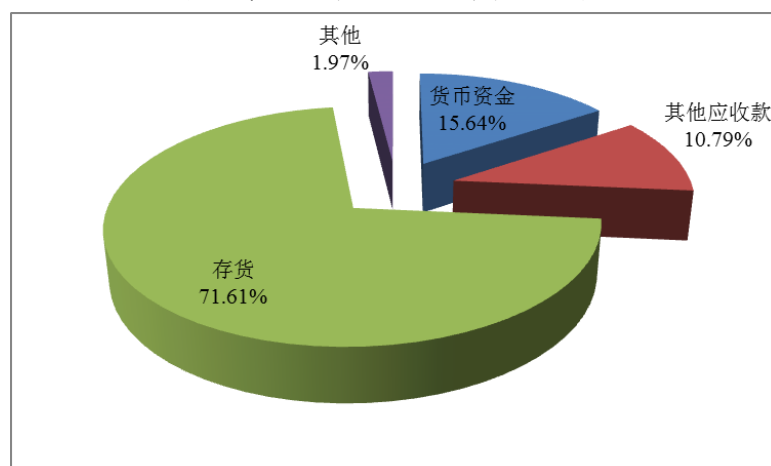
1. 资产及负债结构

资产

截至2015年底，公司合并资产总额560.52亿元，较年初增长8.75%。资产构成中，流动资产占比65.63%，非流动资产占比34.37%，公司资产构成较上年变化不大，仍以流动资产为主。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产合计367.85亿元，较年初增长8.91%，占比较大的项目为货币资金（占比15.64%）、其他应收款（占比10.79%）和存货（占比71.61%）。

图4 截至2015年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金57.52亿元，较年初小幅增长2.57%；公司货币资金中，定期存单质押以及各类保证金等受限货币资金43.28亿元，占比75.24%，受限资金占比较高。

截至2015年底，公司其他应收款账面余额40.05亿元，计提坏账准备0.37亿元，计提比例0.91%，其他应收款账面价值39.69亿元，较年初大幅增长34.22%，主要系与关联方之间由于业务资金统一调拨而发生的往来款增加所致。其中按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额40.03亿元，占比99.94%，计提坏账准备0.34亿元，计提比例0.85%；单项金额不重大但单项计提坏账准备的其他应收款账面余额0.03亿元，计提比例100%。按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款中，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额14.01亿元，计提坏账准备0.34亿元，计提比例2.43%。从账龄看，以1年以内的其他应收款为主（占比88.11%）。公司其他应收款金额较大，对公司资金形成了一定占用。

截至2015年底，存货账面价值263.41亿元，未计提跌价准备，较年初增长6.12%，主要系重庆总部城项目等开发产品增长所致。截至2015年底，公司存货中开发成本182.92亿元，占比69.44%；开发产品80.15亿元，占比30.43%。公司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。

截至2015年底，公司应收账款账面余额3.17亿元，计提坏账准备0.05亿元，计提比例1.42%，应收账款账面价值3.12亿元，较年初大幅增长222.35%。从账龄看，公司应收账款主要集中在1年以内，1年以内应收账款账面余额2.97亿元，占比93.76%，计提坏账准备0.04亿元，计提比例1.36%。从集中度看，应收账款余额前五大单位合计欠款1.92亿元，占比60.57%，集中度较高，账龄均在一年以内。

截至2015年底，公司非流动资产192.67亿元，较年初增长8.45%，主要系投资性房地产增长所致。截至2015年底，公司非流动资产主要由投资性房地产（占比95.45%）构成。

截至2015年底，公司投资性房地产183.98亿元，较年初增长13.70亿元，其中新增投资性房地产6.51亿元，原有投资性房地产项目当期公允价值增长7.19亿元。截至2015年底，公司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 11 截至 2015 年底公司投资性房地产明细（单位：万平方米，亿元）

	项目名称	建筑面积	评估价值
已建成投入使用	协信星光 68 广场	6.32	27.09
	协信星光时代广场	17.26	58.86
	协信星光天地	5.50	11.28
	中环协信天地	9.22	35.73
	永川星光广场	7.12	7.28
	大坪协信星光天地	5.79	10.16
在建房地产项目	虹桥·协信中心	7.21	28.11
	项目名称	土地面积	评估价值
土地储备	大学城协信星光天地	1.33	1.21
	巴南协信星光天地	1.85	1.30
	协信·太古城	2.12	2.96
合计			183.98

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司固定资产账面原值6.38亿元，累计折旧0.92亿元，账面价值5.46亿元。截至2015年底，公司固定资产账面价值较年初小幅减少3.49%，固定资产成新率85.59%，成新率较高。

截至2015年底，公司所有权或使用权受限的资产情况如下表所示。截至2015年底，公司受限资产总额388.99亿元，占总资产的比重为69.40%，受限资产占比较高。

表 12 截至2015年底公司所有权或使用权受限的资产情况（单位：亿元）

项目	2015 年末账面价值	受限原因
货币资金	43.28	保证金、存单
投资性房地产	173.82	用于担保的资产
存货	166.70	用于担保的资产
固定资产	5.20	用于担保的资产
合计	388.99	--

资料来源：公司提供

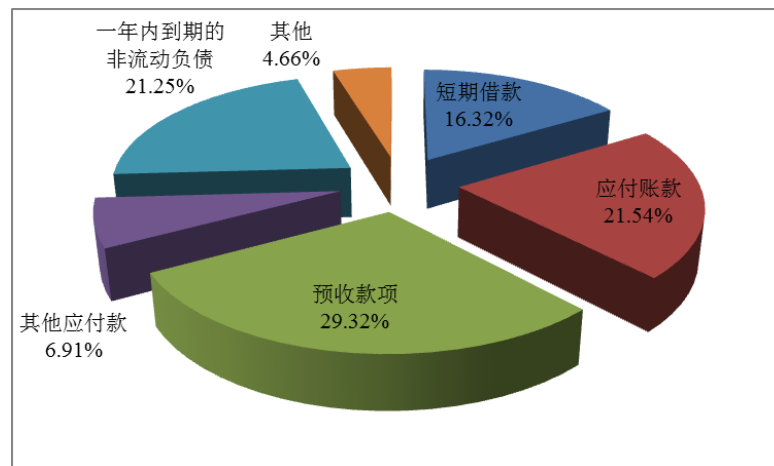
总体看，公司资产规模较大，资产构成以流动资产为主，公司流动资产中存货和货币资金占比较大；公司非流动资产主要由投资性房地产构成，其价值易受投资性房地产公允价值变动影响；公司资产中受限资产占比较高，资产流动性较差。整体看，公司资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债总额412.68亿元，较年初大幅增长11.91%，主要系流动负债大幅增长所致。截至2015年底，公司负债结构中，流动负债占比52.92%，非流动负债占比47.08%，流动负债占比略有提高。

截至2015年底，公司流动负债218.40亿元，较年初大幅增长21.16%，主要系短期借款大幅增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占比16.32%）、应付账款（占比21.54%）、预收款项（占比29.32%）、其他应付款（占比6.91%）和一年内到期的非流动负债（占比21.25%）构成。

图5 截至2015年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司短期借款35.65亿元，较年初大幅增长24.12倍，主要系公司在建项目所需投资较大，公司大幅增加银行借款所致。公司短期借款中，质押借款为18.34亿元、抵押借款为17.31亿元。

截至2015年底，公司应付账款47.04亿元，较年初小幅增长5.06%。从账龄看，1年以内占比74.00%；1~2年占比19.36%；2~3年占比5.25%；3年以上占比1.40%。截至2015年底，公司应付账款前五大单位金额合计3.05亿元，占应付账款总额比重为6.48%，公司应付账款单位分布较为分散。公司应付账款主要系应付工程款和材料款。

截至2015年底，公司预收款项64.04亿元，较年初增长8.62%，主要系上海虹桥协信中心和上海中环协信中心2015年预收购房款增加所致。截至2015年底，公司预收款项主要由预收购房款（占比99.71%）构成。

截至2015年底，公司其他应付款15.08亿元，较年初大幅减少46.26%，主要系公司偿还了一部分经营性往来欠款所致。公司其他应付款主要是关联方往来款和工程保证金等。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债46.41亿元，较年初大幅增长18.58%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至2015年底，公司非流动负债194.28亿元，较年初小幅增长3.06%。公司非流动负债主要由长期借款（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。

截至2015年底，公司长期借款145.97亿元，较年初小幅下降6.05%，主要系部分长期借款临近到期转入一年内到期的非流动负债所致。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 13 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	--
2020 年	--
2021 年及以后	263,759.00
合计	1,459,673.50

数据来源：公司提供

截至2015年底，公司应付债券13.37亿元，主要为2015年公司发行的“15协信01”债券。

截至2015年底，公司递延所得税负债34.94亿元，较年初增长5.42%。

截至2015年底，公司全部债务合计241.48亿元，较年初大幅增长22.48%，主要系短期借款大幅增加所致。其中短期债务82.15亿元（占比34.02%），长期债务159.33亿元（占比65.98%）。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%；公司债务水平较年初有所上升。

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。

截至2015年底，公司所有者权益合计（含少数股东权益9.19亿元）147.84亿元，较年初微幅增长0.82%。截至2015年底，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比1.71%、资本公积占比1.64%、其他权益工具-永续债占比17.31%、其他综合收益占比22.59%、未分配利润占比56.62%。公司所有者权益中，其他综合收益和未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性偏低。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增加，债务水平有所上升，公司面临一定集中偿付压力；公司所有者权益稳定性偏低。

2. 盈利能力

2015年，受房地产结转收入下降的影响，公司营业收入同比下降5.90%至74.67亿元；同期，公司营业成本同比下降7.48%至53.68亿元；由于营业成本下降幅度大于营业收入下降幅度，使得2015年公司营业利润率较上年小幅下降0.99个百分点至18.23%。

期间费用方面，2015年，公司费用总额小幅增长1.75%至9.28亿元。其中，销售费用小幅下降1.44%至3.99亿元；管理费用小幅增长2.69%至4.23亿元；财务费用由于债务规模的扩张而增长11.36%至1.05亿元。2015年，公司费用收入比为12.42%，较上年小幅增长0.93个百分点，费用控制能力尚可。

2014~2015年，公司公允价值变动收益分别为13.08亿元和7.19亿元，占营业利润的比重分别为68.49%和63.08%，占比较大，公允价值变动收益对公司盈利水平影响较大。

2015年，受公允价值变动收益大幅下降所致，公司营业利润、利润总额和净利润分别较上年大幅下降40.31%、41.46%和42.38%至11.40亿元、11.18亿元和7.72亿元。

从盈利指标看，受净利润大幅下降和债务水平大幅上升影响，公司总资本收益率由上年的4.55%下降至2.28%，公司总资产报酬率由上年的4.29%下降至2.30%，公司净资产收益率由上年的10.57%回落至5.24%。

总体看，2015年，受房地产结转收入下降影响，公司营业收入有所下降；公司利润水平对投资性房地产公允价值变动收益依赖较大，2015年由于房地产评估增值下降影响，公司投资性房地产公允价值变动收益减少带动公司利润水平大幅下降，公司盈利能力一般。

3. 现金流

从经营活动看，2015年，公司经营活动现金流量净额为-10.85亿元，延续上年净流出状态。经营活动现金流入84.59亿元，较上年大幅下降25.95%，主要系收回的保证金及关联方资金大幅下降所致；经营活动现金流出95.44亿元，较上年下降24.55%，主要系公司支付的保证金及关联方资金大幅下降所致。公司2015年现金收入比为104.09%，较上年变化不大，现金收入实现质量尚可。

从投资活动看，2015年，公司投资活动现金流量净额为-6.75亿元，较上年增长7.78%。2015

年，公司投资活动流入现金150.63万元；公司投资活动流出现金6.76亿元，较上年增长8.01%，主要为构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金（占比97.39%）。

从筹资活动看，2015年公司筹资活动现金流量净额为23.50亿元，较上年大幅增长2.38倍，主要系公司向银行借款大幅增长所致。2015年，公司筹资活动流入现金105.50亿元，较上年大幅增长24.63%，其中借款取得的现金92.13亿元（占比87.33%）、发行债券取得的现金13.37亿元（占比12.67%）；公司筹资活动流出现金82.00亿元，较上年增长5.53%，主要系偿还债务支付的现金（占比73.21%）。

总体看，2015年，公司经营活动现金流规模有所减小，经营活动现金仍为净流出状态；公司在建项目较多，投资活动现金呈净流出状态，且规模有所增加；公司对筹资依赖较大，受银行借款规模的增加，公司筹资活动现金净流入量有所上升。整体看，公司现金流状况一般。

4. 偿债能力

伴随公司短期借款规模的上升，2015年底公司流动比率较上年有所下降，为1.68倍；公司存货规模较大，2015年公司速动比率由2014年的0.50倍下降至0.48倍，变化幅度较小。受短期借款迅速增长的影响，2015年公司现金短期债务比由上年的1.34倍大幅回落至0.70倍，对短期债务的覆盖程度有所下降。整体看，随着短期债务规模的快速扩张，且考虑到公司受限资产占比较大，变现能力较弱，公司整体短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015年，受利润总额大幅下降影响，公司 EBITDA 较上年大幅下降38.15%至12.72亿元；EBITDA 构成中，折旧占比2.11%、摊销占比0.75%、计入财务费用的利息支出占比9.24%、利润总额占比87.91%。2015年，公司 EBITDA 利息倍数为0.62倍，较上年小幅下降；公司 EBITDA 全部债务比由上年的0.09倍下降至0.05倍。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度一般，对全部债务的覆盖程度较弱。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，公司获得各银行授信额度合计272.56亿元，已使用额度231.60亿元，尚未使用额度40.96亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司对外担保余额29.28亿元，占公司净资产的19.80%。公司对外担保情况如下表所示。公司对外担保余额较大，存在一定代偿风险。

表14 截至2015年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保余额	担保到期日
重庆轩烽建材有限公司	4,000.00	2016/3/8
上海协信进瀚投资有限公司	104,000.00	2018/12/3
重庆瑞孚和房地产开发有限公司	90,000.00	2016/12/1
重庆盛业科技发展有限公司	4,000.00	2016/7/26
重庆轩烽建材有限公司	4,000.00	2016/8/20
重庆市助友建筑高新技术开发有限公司	3,400.00	2016/2/10
重庆品冠商贸发展有限公司	1,800.00	2016/4/30
重庆盛业科技发展有限公司	1,800.00	2016/4/30
重庆亿金铝业有限公司	1,800.00	2025/6/4
重庆亿金铝业有限公司	14,600.00	2016/2/4

重庆市助友建筑高新技术开发有限公司	1,400.00	2016/2/14
重庆塑美建材有限公司	1,400.00	2016/2/14
重庆轩烽建材有限公司	600.00	2016/2/14
重庆协信远涪房地产开发有限公司	10,000.00	2017/1/29
重庆协信远涪房地产开发有限公司	50,000.00	2017/5/28
合计	292,800.00	--

资料来源：公司提供

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G10500108003140003），截至2016年3月22日，公司未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录；已结清业务中，有2笔不良/违约类记录，1笔关注类记录，合计金额5,500.00万元，此三笔贷款均在到期年度正常收回。

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。

总体看，随着公司债务规模的扩张以及利润水平的下降，公司偿债能力有所下降。但考虑到公司开发能力较强，在一二线城市持有较大规模商业地产，随着未来在建项目的销售，公司收入及利润水平有望增长，公司偿债能力有望得到提升，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达57.53亿元，约为“16协信03”债券本金（20亿元）的2.88倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很好；净资产达147.84亿元，约为债券本金（20亿元）的7.39倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16协信03”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为12.72亿元，约为债券本金（20亿元）的0.64倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入84.59亿元，约为债券本金（20亿元）的4.23倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度很好。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发企业，在品牌、开发能力、资产和权益规模等方面具有优势，公司对“16协信03”债券的偿还能力很强。

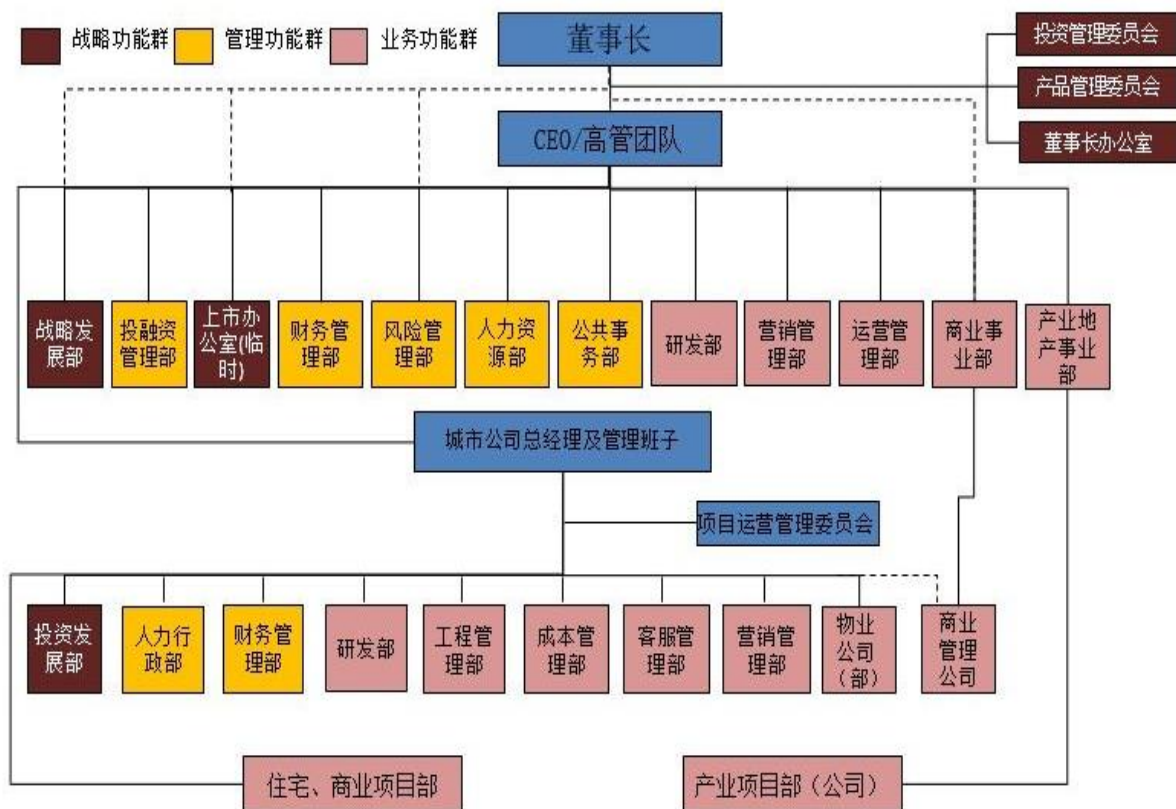
八、综合评价

作为作为区域房地产行业的龙头企业，区域内品牌影响力较大，公司土地储备较充足。跟踪期内，公司继续优化项目区域布局，加大开发力度。尽管受投资性房地产公允价值变动收益大幅下降影响，公司营业利润和净利润水平降幅较大，但公司整体营业利润率较为稳定。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。

跟踪期内，公司继续推行“商住产一体化”战略，未来随着公司在建项目逐步竣工，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。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16协信03”的债项信用等级为“AA”。

附件1 重庆协信远创房地产开发有限公司 组织结构图



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	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	515.41	560.52
所有者权益（亿元）	146.65	147.84
短期债务（亿元）	41.80	82.15
长期债务（亿元）	179.36	183.33
全部债务（亿元）	221.16	265.48
营业收入（亿元）	79.35	74.67
净利润（亿元）	13.40	7.72
EBITDA（亿元）	20.56	12.72
经营性净现金流（亿元）	-12.26	-10.85
应收账款周转次数(次)	93.30	35.93
存货周转次数（次）	0.25	0.21
总资产周转次数（次）	0.17	0.14
现金收入比率（%）	105.57	104.09
总资本收益率（%）	4.55	2.28
总资产报酬率（%）	4.29	2.30
净资产收益率（%）	10.57	5.24
营业利润率（%）	19.22	18.23
费用收入比（%）	11.49	12.42
资产负债率（%）	71.55	73.62
全部债务资本化比率（%）	60.13	64.23
长期债务资本化比率（%）	55.02	55.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.99	0.62
EBITDA 全部债务比（倍）	0.09	0.05
流动比率（倍）	1.87	1.68
速动比率（倍）	0.50	0.48
现金短期债务比（倍）	1.34	0.70
经营现金流动负债比率（%）	-6.80	-4.97
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	0.64

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

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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。