重庆协信远创实业有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	当前余额	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	6.52 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2018 年 6 月 26 日
16 协信 05	5.61 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2018 年 6 月 26 日
16 协信 06	10.00 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2018 年 6 月 26 日
16 协信 08	5.40 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2018 年 6 月 26 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	629.62	752.22	825.27
所有者权益（亿元）	130.53	168.37	170.49
长期债务（亿元）	277.57	267.66	276.26
全部债务（亿元）	324.08	364.96	407.99
营业收入（亿元）	119.24	94.53	91.47
净利润（亿元）	7.37	1.80	8.13
EBITDA（亿元）	18.11	14.21	26.95
经营性净现金流（亿元）	-16.02	5.72	2.51
营业利润率（%）	14.86	11.87	19.51
净资产收益率（%）	5.31	1.21	4.80
资产负债率（%）	79.27	77.62	79.34
全部债务资本化比率（%）	71.29	68.43	70.53
流动比率（倍）	2.34	1.68	1.51
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.04	0.07
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.50	0.85
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.66	0.52	0.98

注：1、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。2、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

2018年，重庆协信远创实业有限公司（以下简称“公司”或“协信远创”）进一步加快推盘速度，协议销售面积和金额保持增长；公司待售项目规模较大，为未来销售目标的实现提供了保障；公司项目储备以二线城市为主，整体项目储备成本较低，土地储备质量较好。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司在建项目未来资本支出压力大，债务负担较重，对外担保规模较大，利润对公允价值变动收益较为依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好水平。

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”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司项目储备主要分布于二线城市，整体项目获取成本较低，土地储备质量较好。

2．2018 年，公司继续加快推盘速度，协议销售面积和金额保持增长；公司在售项目规模较大，为未来销售目标的实现提供了保障。

3．2018年，公司资产和所有者权益规模保持增长；受益于结转项目毛利率提高及投资收益大幅增多等因素，公司利润规模增长较快；经营活动现金流持续净流入。

关注

1．公司在建项目体量较大，尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。

2．公司存货中开发产品占比偏高，其他应收款规模较大且存在较大规模关联方资

金占用；非流动资产中投资性房地产占比较大，投资性房地产评估增值率较高，与租金收入匹配性弱；公司资产受限程度高。

3．2018年，公司流动负债规模增长较快，负债结构中流动负债占比有所上升；公司债务负担较重，短期债务规模较大；所有者权益中未分配利润占比仍高，权益稳定性较为一般；公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。

分析师

罗星驰
电话：010-85172818
邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

曹梦茹
电话：010-85172818
邮箱：caomr@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

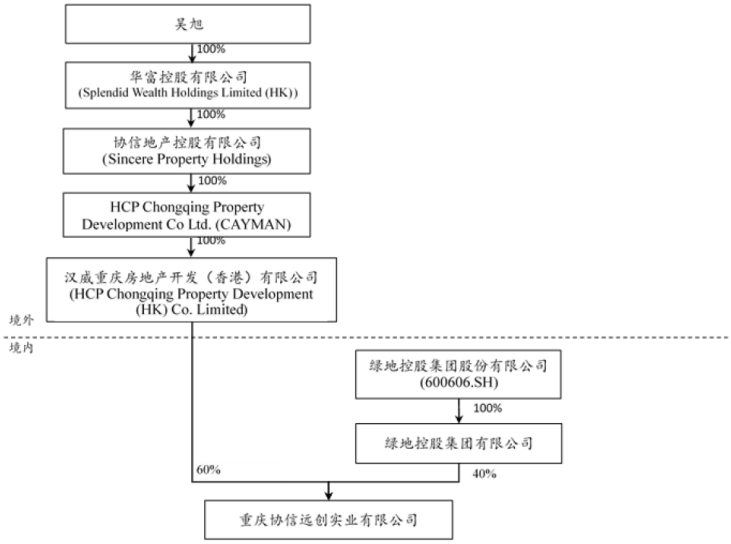
分析师：罗[illegible] 曹[illegible]

联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆协信远创实业有限公司（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。后历经多次增资、股权转让等，截至2018年底，公司注册资本为26.67亿元，公司控股股东为汉威重庆房地产开发（香港）有限公司，公司实际控制人为吴旭。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司债券年报

2018年，公司经营范围和组织架构无重大变动；截至2018年底，公司纳入合并范围的控股子公司180家；在职员工4,268人。

截至2018年底，公司合并资产总额825.27亿元，负债合计654.78亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计170.49亿元，其中归属于母公司所有者权益157.80亿元。2018年，公司实现营业总收入91.47亿元，净利润（含少数股东损益）8.13亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.23亿元；经营活动现金流量净额2.51亿元，现金及现金等价物净增加额-25.67亿元。

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，公司获准发行面值不超过48亿元的公司债券。

2016年3月17日，公司发行了“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）”，发行规模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%；已于2016年4月6日上市（债券简称：16协信03，证券代码：136307.SH）。公司于2019年2月18日发布关于“16协信03”票面利率调整的公告，“16协信03”后两年票面利率维持6.5%。公司于2019年3月1日发布关于“16协信03”回售实施结果的公告，“16协信03”回售金额为13.48亿元。

2016年5月12日，公司发行了“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）”，发行规模12.6亿元，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%；已于2016年6月1日上市（债券简称：16协信05，证券代码：136432.SH）。公司于2019年5月6日发布关于“16协信05”票面利率调整的更正公告，“16协信05”后两年票面利率上调200个基点至8.5%。公司于2019年5月6日发布关于“16协信05”回售实施结果的更正公告，“16协信05”回售金额为6.99亿元。

2016年7月14日，公司发行了“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（第三期）”，发行规模10亿元，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%；已于2016年8月9日上市（债券简称：16协信06，证券代码：136540.SH）。

2016年9月19日，公司发行了“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（第四期）”，发行规模5.4亿元，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%；已于2016年10月20日上市（债券简称：16协信08，证券代码：136705.SH）。

“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券募集资金用于偿还金融机构借款和补充公司流动资金。截至2018年底，上述债券募集资金已全部使用完毕，募集资金用途符合募集说明书的约定。

2019年3月18日、2019年5月13日、2018年7月16日和2018年9月27日，“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”分别完成支付了上一计息年度的利息。

三、行业分析

1. 行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降，2019年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业

房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

总体看，2018 年房地产开发投资增速维持高位，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低；2018 年房地产整体融资环境较紧张，但年末以来显著改善；全年商品房销售增速有所放缓，分化加剧，一、二线城市销售增速有企稳回升迹象，三、四线城市呈下滑趋势；行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

2019年4月19日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势，部署当前经济工作，会议再次提出，“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”，为未来的房地产市场定下了基调。

总体看，2018年“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，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，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2018年，公司存在董事、监事及高级管理人员变动的情况。截至2019年4月底，公司董事、监事及高级管理人合计9人，具体情况如下表所示：

表1　公司董事、监事和高级管理人员情况

姓名	担任的职务
吴旭	董事长兼总经理
周强	董事

麦勇作	董事
范军	董事
李伟	董事
陈小葵	董事
邹淑媛	监事
洪亚雷	董事兼财务部总经理
张勇	董事兼副总经理

资料来源：公司提供

公司董事长兼总经理吴旭先生，1963年出生。1987年毕业于重庆建筑职工学院，2001年毕业于重庆大学工商管理硕士，2007年毕业于中欧国际工商学院CEO班，工程师职称。1982年1月至1991年12月，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；1992年1月至1994年6月，就职于中国重庆国际经济技术合作建设开发公司，任副总经理；1994年6月至1999年4月就职于重庆协信控股（集团）有限公司，任董事长；1999年起至今，任公司董事长兼总经理。

公司董事兼财务部总经理洪亚雷先生，1977年出生。曾先后在上海保集（集团）有限公司担任浙江地区财务总监、复地（集团）股份有限公司担任财务经理、绿地香港控股有限公司担任集团财务部副总经理、上海中梁地产集团担任集团财务部常务副总经理；2018年7月加入公司，现担公司董事兼财务部总经理。

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，能够满足目前经营需要。

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。2018年，公司实现营业总收入91.47亿元，同比减少3.23%，主要系房产销售收入减少所致；实现主营业务收入88.69亿元，占营业总收入的96.96%，主营业务突出；实现净利润8.13亿元，同比增长350.74%，主要系结转项目毛利率提高及投资收益大幅增多所致。

表2　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年度			2017 年度			2018 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	111.49	94.19	19.91	85.19	91.49	15.38	76.61	86.38	18.25
物业管理	2.56	2.17	21.35	2.95	3.16	21.51	6.66	7.51	19.79
租赁	2.68	2.27	91.41	2.88	3.09	90.49	2.94	3.32	79.70
其他	1.63	1.37	48.61	2.10	2.26	48.28	2.48	2.79	42.07
合计	**118.36**	**100.00**	**21.96**	**93.12**	**100.00**	**18.64**	**88.69**	**100.00**	**21.07**

资料来源：公司审计报告

从主营业务收入构成看，2018 年，公司主营业务收入仍主要来自于房产销售。2018 年，公司房产销售收入 76.61 亿元，同比减少 10.07%，主要系结转规模减小所致；房产销售收入占主营业务收入的 86.38%。物业管理、租赁以及其他业务收入规模保持增长，但占主营业务收入比重较小，对公司整体收入影响不大。

从毛利率看，2018 年，公司主营业务毛利率为 21.07%，同比提高 2.43 个百分点，主要系房产销售业务毛利率提高所致。2018 年，公司房产销售业务毛利率为 18.25%，同比提高 2.87 个百

分点，受结转项目结构影响而有所提高；物业管理和租赁业务毛利率水平均有所回落，且收入占比较小，对公司毛利率影响不大。

总体看，2018 年，受结转规模减小影响，公司营业收入规模有所下降；公司整体毛利率水平有所提高，但仍处于较低水平。

2. 土地储备

2018年，公司拿地趋于谨慎，拿地规模有所收缩，新获取土地占地面积合计95.87万平方米，同比减少68.44%；新获取土地规划建筑面积合计216.26万平方米。项目获取方式上以“招拍挂”为主，大多采取合作拿地方式，新获取土地主要位于杭州江干区、重庆江北区、郑州郑东新区、宁波奉化区和青岛胶州，新获取土地楼面地价整体处于合理水平。

表 3　2018 年公司取得土地情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	取得时间	获取方式	占地面积	建筑面积	区域	楼面地价	权益占比	土地使用性质
启迪协信杭州科技城	2018.3.8	招拍挂	4.32	19.64	杭州江干区	5,788.00	32.94	商业商务用地
重庆港城	2018.4.24	招拍挂	18.96	60.15	重庆江北区	3,237.00	100.00	城镇住宅用地，其他商服用地，商务金融用地
郑东科技城	2018.5.31	招拍挂	6.77	31.52	郑州郑东新区	4,206.00	17.49	商业商务用地
宁波奉化住宅	2018.7.2	招拍挂	7.33	19.32	宁波奉化区	2,625.00	35.00	住宅用地
宁波奉化产业	2018.7.2	招拍挂	11.86	15.60	宁波奉化区	600.00	40.00	产业用地
胶州少海卫城&天骄观澜	2018.1.5	收购	35.00	40.70	青岛胶州	1,613.00	30.34	住宅用地
胶州航空城商业	2018.10.11	招拍挂	7.46	14.81	青岛胶州	2,400.00	38.00	商业用地
胶州航空城住宅	2018.10.11	招拍挂	4.17	14.52	青岛胶州	1,950.00	38.00	住宅用地
合计			**95.87**	**216.26**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司共有12个项目储备，总占地面积合计299.60万平方米，建筑面积合计820.84万平方米；其中，尚未开发的土地面积141.08万平方米，尚未开发的建筑面积327.41万平方米，从公司过往项目开发节奏来看，公司项目储备可满足未来约1年开发需求，未来仍面临一定补库存需求。公司项目储备主要分布于二线城市，其中重庆占比较高，整体项目储备成本较低。

表4　截至2018年底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平方米、%）

项目名称	区域	主要业态	占地面积	规划建面	楼面均价	尚未开发的土地面积	尚未开发的建筑面积	权益占比
胶州少海卫城&天骄观澜	青岛	住宅、商业	36.30	42.40	1,613.00	21.40	25.60	30.34
龙口协信天骄城	烟台	住宅、商业	50.38	101.74	837.00	28.66	57.13	51.00
无锡 AB 地块	无锡	住宅、商业	10.80	40.70	6,603.00	5.16	23.00	69.40
镇江太古城	镇江	住宅、商业、公寓、酒店、办公	7.27	46.31	3,270.00	0.83	9.83	100.00
成都青白江	成都	住宅、商业	7.71	39.80	2,926.00	3.08	18.30	100.00
成都牧马山	成都	住宅、商业、公寓	28.72	40.80	3,918.00	17.30	19.20	一期：90%；二、三期：100%
深圳启迪协信科技城	深圳	公寓、商业、办公	19.27	83.00	7,198.00	9.05	13.10	13.06
重庆港城	重庆	住宅、商业、办公	18.90	61.40	3,237.00	13.28	50.33	100.00

重庆星麓原	重庆	住宅、商业	18.13	62.05	2,386.00	4.36	16.18	100.00
重庆星澜汇	重庆	住宅、商业、办公	53.40	127.13	1,300.00	17.74	32.94	100.00
世外桃源	重庆	住宅、商业	36.77	53.89	1,010.00	18.13	41.00	100.00
郑州金融岛	郑州	公寓、商业、办公、酒店	11.95	121.62	2,781.00	2.09	20.80	40.00
合计			**299.60**	**820.84**	**--**	**141.08**	**327.41**	**--**

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司拿地规模收缩，项目获取方式上以“招拍挂”为主，新获取土地楼面地价整体处于合理水平；公司项目储备主要分布于二线城市，其中重庆占比较高，整体项目储备成本较低，土地储备质量较好。

3. 项目开发建设

从项目开发情况来看，2018年，公司进一步加快开工节奏，新开工面积同比增长13.05%至340.30万平方米；竣工面积137.91万平方米，同比回落5.89%。截至2018年底，公司期末在建面积691.64万平方米，较年初增长41.35%。

表5　2016~2018年公司项目开发情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	196.39	301.02	340.30
竣工面积（万平方米）	122.91	146.54	137.91
在建面积（万平方米）	269.42	489.31	691.64

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建、拟建项目数量合计36个，规划总开发建筑面积1,521.89万平方米；计划总投资约845.45亿元，已完成投资389.66亿元，尚需投资455.79亿元，公司在建、拟建项目尚需投资金额较大，面临一定资本支出压力。

表6　截至2018年底公司在建、拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	城市	预计完工时间	总建筑面积	计划总投资	已完成投资	权益占比	用途	状态
天津南开项目	天津	2021 年 11 月	34.32	70.95	59.68	41.96	住宅、商业、办公	在建
长沙协信中心	长沙	2021 年 8 月	21.38	11.26	6.05	80.00	商业、公寓、办公	在建
胶州航空城	青岛	2022 年 4 月	28.30	9.19	2.50	38.00	住宅、商业、公寓、办公	在建
胶州天骄观澜	青岛	2022 年 7 月	36.99	21.38	5.93	30.34	住宅、商业	B 地块在建、其它拟建
龙口协信天骄城	烟台	2022 年 6 月	101.33	35.37	4.08	51.00	住宅、商业	一、二期在建、三期拟建
奉化科技园	宁波	2021 年 3 月	17.91	5.35	0.75	40.00	办公、厂房、公寓	在建
奉化未来水岸	宁波	2021 年 2 月	15.88	12.39	4.67	35.00	住宅、商业	在建
吴江信息港	苏州	2022 年 7 月	24.65	9.42	2.11	59.20	办公、厂房、公寓	一期在建，二期拟建
无锡科技城开发	无锡	2021 年 5 月	89.92	21.14	20.98	100.00	住宅、商业	A 地块在建
无锡协信中心	无锡	2022 年 1 月	29.09	12.60	2.58	80.00	商业、公寓、办公	二期在建
无锡 AB 地块	无锡	2023 年 6 月	38.45	36.07	18.55	69.40	住宅、商业	一、二期在建、三四期拟建
镇江太古城	镇江	2022 年 6 月	58.72	41.03	11.39	100.00	住宅、商业、公寓、酒店、办公	二期在建、三期拟建

学府路地块	镇江	2021 年 1 月	17.02	15.17	8.41	64.30	住宅、商业	一期在建、二期拟建
上海智电港	上海	2019 年 12 月	20.06	10.06	2.63	33.94	办公、厂房、公寓	在建
113 项目	湖州	2022 年 6 月	16.55	11.31	5.81	100.00	住宅、商业	在建
189 项目	湖州	2022 年 6 月	36.57	24.06	10.49	100.00	住宅、商业	在建
启迪协信杭州科技城 6#&7#	杭州	2021 年 10 月	18.93	18.62	9.24	32.94	商业、公寓、办公	在建
成都青白江	成都	2022 年 12 月	42.09	13.46	1.64	100.00	住宅、商业	一二期在建、三期拟建
成都牧马山	成都	2022 年 9 月	54.28	27.00	9.27	一期：90%；二、三期：100%	住宅、商业、公寓	3 号地块在建、1、2 号地块拟建
广州荔湾科技园	广州	2020 年 12 月	16.60	10.59	2.90	64.30	持有商业、持有办公	在建
深圳启迪协信科技城	深圳	2021 年 5 月	48.04	58.20	31.98	13.06	商业、公寓、办公	二三期在建、四期拟建
重庆港城	重庆	2022 年 11 月	61.37	36.57	14.32	100.00	办公、商业、住宅	3、4、6 号地块在建，1、2、5、7、8 号地块拟建
敬澜山	重庆	2020 年 12 月	37.15	22.71	11.10	100.00	住宅、商业	在建
星麓原	重庆	2021 年 6 月	60.28	33.49	18.87	100.00	住宅、商业	一期在建、二期 3 号地块在建、2 号地块拟建，三期拟建
重庆天骄名城	重庆	2020 年 6 月	66.14	6.17	3.38	100.00	住宅、商业、公寓、酒店	四期在建，宾馆拟建
重庆星澜汇	重庆	2021 年 9 月	127.12	36.41	13.43	100.00	住宅、商业、办公	三、四期在建
重庆总部城	重庆	2019 年 6 月	66.90	9.42	6.74	65.00	住宅、商业、公寓、办公	六期在建
天骄公园	重庆	2020 年 6 月	20.80	13.08	7.42	80.00	住宅、商业	一期 1、4 号楼在建，；二期在建
协信天骄溪悦	重庆	2020 年 4 月	19.80	11.16	7.09	100.00	住宅、商业	三期在建
协信天骄星城	重庆	2020 年 12 月	27.77	17.58	11.47	100.00	住宅、商业、公寓	在建
世外桃源	重庆	2022 年 12 月	52.85	26.56	19.94	100.00	住宅、商业	二期在建
新华协信中心	重庆	2019 年 12 月	18.11	22.07	15.38	48.00	公寓、商业、办公	在建
郑州金融岛	郑州	2021 年 12 月	121.63	100.13	27.58	40.00	公寓、商业、办公、酒店	一二在建、三期拟建
郑东科技城	郑州	2024 年 8 月	32.36	25.86	9.56	17.49	公寓、商业、办公	B 1 地块在建
天津恒生科技园	天津	2021 年 10 月	16.70	3.81	0.69	39.64	办公	在建
无锡恒生科技园	无锡	2021 年 6 月	25.83	5.81	1.04	39.64	办公	在建
合计	--	--	**1,521.89**	**845.45**	**389.66**	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司进一步加快开工节奏，新开工面积和期末在建有所增长；公司在建项目体量较大，尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。

4. 房产销售

2018年，公司继续加快推盘速度，实现协议销售面积170.70万平方米，同比增长27.74%；协议销售均价为12,493.85元/平方米，同比增长19.83%，主要系销售产品结构调整及主要推盘地区行情上涨所致；受益于销售面积与均价增长，公司2018年实现协议销售金额213.27亿元，同比增长53.07%。

表7　2016~2018年公司房地产业务运营情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年

协议销售面积	86.73	133.63	170.70
协议销售均价	11,386.04	10,426.55	12,493.85
实现预售金额	98.73	139.33	213.27

注：签约销售包含代建项目，联营公司按100%计
资料来源：公司提供

从未来可售项目情况来看，截至2018年底，公司项目总可售面积合计1,901.06万平方米，已售面积849.89万平方米，待售面积1,051.17万平方米，待售面积充足，为公司实现未来销售目标提供了保障；但从过往公司销售情况来看，公司待售面积需通过6~8年去化，需关注公司未来销售目标完成情况。

表8　截至2018年底公司项目销售情况（单位：万平方米、%、万元/平方米）

序号	项目名称	城市	总可售面积	已售面积	剩余可售面积	权益占比	销售均价	业态
1	北京苹果汇	北京	3.27	3.25	0.02	100.00	3.36	公寓、商业
2	常州恒生科技园	常州	14.41	11.00	3.41	39.64	0.63	商业、办公
3	成都青白江	成都	41.53	3.08	38.45	100.00	0.92	住宅、商业
4	成都牧马山	成都	53.02	0.02	53.01	一期：90%；二、三期：100%	1.35	住宅、商业、公寓
5	成都协信中心	成都	16.73	15.96	0.77	100.00	1.12	住宅、商业、办公、酒店
6	江北协信中心	成都	11.84	5.62	6.22	100.00	1.30	公寓、商业、办公、酒店
7	启迪协信杭州科技城 6#	杭州	10.81	5.49	5.32	32.94	1.33	商业、办公、公寓
8	启迪协信杭州科技城 7#	杭州	7.32	3.72	3.60	32.94	1.32	商业、办公、公寓
9	杭州恒生科技园	杭州	18.03	16.19	1.84	27.57	1.24	商业、办公
10	189 项目	湖州	33.65	1.30	32.35	100.00	1.11	住宅、商业
11	113 项目	湖州	14.58	0.06	14.53	100.00	1.11	住宅、商业
12	昆明协信天地	昆明	11.57	9.92	1.66	60.00	1.05	公寓、商业、办公
13	昆明小水井	昆明	8.65	0.00	8.65	60.00	1.00	住宅
14	洛阳恒生科技园	洛阳	25.33	11.49	13.84	39.64	0.52	办公
15	奉化科技园	宁波	14.91	3.01	11.90	40.00	0.36	办公、厂房、公寓
16	奉化未来水岸	宁波	15.88	0.00	15.88	35.00	1.42	住宅、商业
17	青岛科技城	青岛	14.24	8.42	5.82	61.97	1.07	住宅、商业、公寓、办公
18	WFC	青岛	29.38	18.80	10.58	36.00	1.99	办公、公寓、商业
19	胶州少海卫城&天骄观澜	青岛	36.81	6.80	30.01	30.34	1.51	住宅、商业
20	胶州航空城	青岛	28.11	0.00	28.11	38.00	1.13	住宅、商业、公寓、办公
21	市北项目	上海	19.43	14.99	4.44	100.00	1.89	商业、办公
22	北 12 项目	上海	14.91	10.46	4.46	100.00	2.89	商业、办公
23	北 15 项目	上海	7.60	0.00	7.60	100.00	2.40	公寓、商业、办公
24	上海智电港	上海	7.75	6.00	1.75	33.94	1.11	公寓、办公、厂房
25	外高桥	上海	4.56	0.00	4.56	100.00	1.98	商业、公寓、办公
26	深圳启迪协信科技城	深圳	41.60	10.04	31.56	13.06	3.18	公寓、商业、办公
27	苏州阿卡迪亚	苏州	46.29	45.96	0.33	100.00	0.99	住宅、商业
28	吴江信息港	苏州	15.53	0.21	15.32	59.20	0.69	办公、公寓、厂房
29	天津恒生科技园	天津	14.65	5.95	8.70	39.64	0.70	办公
30	天津科技城	天津	27.05	0.00	27.05	41.96	2.55	住宅、商业、办公
31	无锡科技城厂房	无锡	14.95	13.22	1.73	100.00	0.39	其他

32	无锡协信中心	无锡	27.37	5.08	22.29	80.00	1.03	公寓、商业、办公
33	无锡阿卡	无锡	23.64	18.50	5.13	100.00	0.80	住宅
34	无锡阿卡东	无锡	14.93	11.52	3.41	100.00	0.89	住宅、商业
35	无锡科技城开发	无锡	76.59	48.23	28.37	100.00	0.92	住宅、商业
36	无锡 AB 地块	无锡	38.45	0.53	37.92	69.40	1.40	住宅、商业
37	无锡恒生科技园	无锡	22.80	4.77	18.03	39.64	0.57	办公
38	龙口协信天骄城	烟台	93.56	4.75	88.81	51.00	0.79	住宅、商业
39	长沙协信中心	长沙	16.75	10.39	6.35	80.00	1.26	公寓、商业、办公
40	长沙星澜汇	长沙	24.23	20.95	3.29	80.00	0.77	住宅、商业、办公
41	镇江太古城	镇江	46.03	18.34	27.69	100.00	1.01	住宅、商业、公寓、酒店、办公
42	学府路地块	镇江	16.95	0.00	16.95	64.30	1.18	住宅、商业
43	郑州金融岛	郑州	82.74	17.88	64.86	40.00	2.47	公寓、商业、办公、酒店
44	郑东科技城	郑州	26.47	0.00	26.47	17.49	1.61	公寓、商业、办公
45	重庆协信公馆	重庆	14.89	12.28	2.61	100.00	1.58	住宅、商业、公寓
46	重庆星都会	重庆	41.65	36.96	4.70	100.00	0.71	住宅、商业
47	重庆敬澜山	重庆	35.59	7.87	27.72	100.00	0.87	住宅、商业
48	重庆春山台	重庆	28.91	28.23	0.68	100.00	0.98	住宅、商业
49	重庆总部城	重庆	63.48	39.19	24.29	65.00	0.93	住宅、商业、公寓、办公
50	重庆星澜汇	重庆	119.27	59.81	59.46	100.00	0.69	住宅、商业、办公
51	重庆阿卡	重庆	66.44	64.39	2.05	100.00	0.62	住宅、商业、公寓
52	重庆星麓原	重庆	60.17	19.00	41.17	100.00	0.80	住宅、商业
53	重庆天骄名城	重庆	60.95	49.68	11.27	100.00	0.58	住宅、商业、公寓、酒店
54	新华协信中心	重庆	10.06	2.26	7.80	48.00	1.49	公寓、商业、办公
55	世外桃源	重庆	52.85	32.21	20.64	100.00	0.75	住宅、商业
56	协信天骄星城	重庆	26.89	14.08	12.80	100.00	0.85	住宅、商业、公寓
57	永川协信中心	重庆	32.47	24.51	7.96	100.00	0.78	住宅、商业、公寓
58	金开协信中心	重庆	9.15	6.48	2.66	100.00	0.86	商业、车位、办公
59	协信天骄溪悦	重庆	19.80	12.65	7.15	100.00	0.73	住宅、商业
60	天骄公园	重庆	20.12	13.87	6.25	80.00	0.98	住宅、商业
61	嘉州协信中心	重庆	7.32	7.11	0.20	70.00	1.30	商业、办公
62	协信城	重庆	27.55	27.42	0.13	100.00	0.86	住宅、商业
63	重庆港城	重庆	59.82	0.00	59.82	100.00	1.19	住宅、商业、办公
64	其他项目	重庆	8.78	0.00	8.78	100.00	1.30	
合计			**1,901.06**	**849.89**	**1,051.17**	--	--	--

注：剩余待售面积包括未开发部分，非现阶段已达预售条件但未售面积；公司部分项目开发周期长，以分期、分批开发为主
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司继续加快推盘速度，协议销售面积和金额保持增长；公司未来可售项目待售规模规模充足，为未来销售目标的实现提供了保障；但从过往公司销售情况来看，公司待售面积需通过 6~8 年去化，需关注公司未来销售目标完成情况。

5. 经营关注

（1）从过往公司销售情况来看，公司待售面积需通过 6~8 年去化，需关注公司未来销售目标完成情况。

（2）截至 2018 年底，公司在建、拟建项目数量合计 36 个，规划总开发建筑面积 1,521.89 万平方米；计划总投资约 845.45 亿元，已完成投资 389.66 亿元，尚需投资 455.79 亿元；公司在

建、拟建项目尚需投资规模较大。

6. 未来发展

未来，公司将继续坚持商住产集成开发模式，培育完善商住产运营服务能力，同时坚持现金流与规模并重，在提升发展速度与规模的同时保证企业财务生存能力。

公司将以西南区域为根基，以长三角区域、环渤海区域、粤港澳大湾区等为核心，实施立足根本、聚焦区域的战略布局，因地制宜地调整优化产品情况以满足不同区域、不同消费群体以及不同租户的需求。

公司将在把握开发节奏的基础上，与各级地方政府合作或利用行业并购，继续在现金流允许的情况下增加相关土地或项目储备，为公司的后续发展奠定坚实的基础。

公司根据商住产集成发展的需要，与意向开发合作伙伴一道从房地产空间营造转向商业、产业、生活功能的填充和实现，并且通过针对性引入金融类、商业类、科技服务类战略合作伙伴，进行业务协同和治理结构优化，建立规范有效的管理系统，深度结合资本市场，提升经营规模和绩效。

总体看，公司未来发展思路较为清晰。

六、财务分析

公司2018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报告。截至2018年底，公司纳入合并范围的控股子公司180家，较年初增加合并单位69家，减少合并单位16家；公司合并范围存在一定变动，但公司主营业务连续，财务数据可比性仍属较强。

截至2018年底，公司合并资产总额825.27亿元，负债合计654.78亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计170.49亿元，其中归属于母公司所有者权益157.80亿元。2018年，公司实现营业总收入91.47亿元，净利润（含少数股东损益）8.13亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.23亿元；经营活动现金流量净额2.51亿元，现金及现金等价物净增加额-25.67亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司合并资产总额825.27亿元，较年初增长9.71%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中流动资产占比60.03%，非流动资产占比39.97%，资产结构仍以流动资产为主。

截至2018年底，公司流动资产495.39亿元，较年初增长9.39%，主要系其他应收款和存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占比6.12%）、其他应收款（占比28.49%）和存货（占比62.73%）构成。

截至2018年底，公司货币资金30.29亿元，较年初减少49.42%，主要系对外投资及并购新项目所支付的现金规模较大所致；货币资金主要由银行存款（占比79.92%）和其他货币资金（占比20.06%）构成，其他货币资金主要系预售监管资金、证券户资金等；银行存款中5.65亿元定期存单用于银行贷款质押，占货币资金总额的18.65%。

截至2018年底，公司其他应收款账面价值141.13亿元，较年初增长39.93%，主要系向关联方转让重庆天骄爱生活服务股份有限公司和太原狮头股份股份有限公司股权所致；其他应收款以关联方往来（占比80.16%）为主，主要系与联营合营企业的往来款及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；按欠款方归集的期末余额前五名其他应收账款汇总金额53.31亿

元，占其他应收款期末余额合计数的比例37.45%，均为关联方，未计提坏账准备；公司对其他应收款累计计提坏账准备1.21亿元，计提比例0.85%，考虑到公司其他应收款以关联方款项为主，回收风险较小，计提较为充分；公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，且关联方应收款占比较高，公司财务独立性可能受到一定影响。

截至2018年底，公司存货账面价值310.74亿元，较年初增长11.58%，主要系房地产开发投入增长所致；存货主要由开发成本（占比68.79%）和开发产品（占比31.20%）构成，累计计提跌价准备110.73万元，计提比例极低；公司存货主要分布于重庆等二线城市，存货区域布局合理，但开发产品占比较高，需关注其去化情况和跌价风险。

截至2018年底，公司非流动资产329.87亿元，较年初增长10.20%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占比13.71%）和投资性房地产（占比74.99%）构成。

截至2018年底，公司长期股权投资45.23亿元，较年初增长37.59%，主要系对启迪协信科技城投资集团有限公司等企业增加投资以及权益法下确认投资收益所致。

截至2018年底，公司投资性房地产247.38亿元，较年初增长8.98%，主要系自用房地产转入和公允价值变动所致；投资性房地产累计实现增值165.72亿元，累计增值率202.92%，增值率很大；2018年，公司实现租赁收入2.94亿元，占期末公允价值的1.19%；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险。

表 9　截至 2018 年底公司投资性房地产明细（单位：万平方米、元/日/平方米、%、亿元）

项目名称	城市	业态	总可租面积	单位租金	出租率	2018 年租金收入	账面价值
协信星光 68 广场	重庆	商业购物中心+车库	2.26	16.63	95.16	1.31	29.06
南坪协信星光时代广场	重庆	商业购物中心+车库	8.63	4.48	96.89	1.35	64.29
渝北协信星光天地	重庆	商业购物中心+车库	2.47	2.83	97.59	0.25	12.16
上海协信星光天地（虹桥）	上海	商业购物中心+车库	2.26	1.16	43.57	0.00	35.85
上海协信星光广场（市北）	上海	商业购物中心+车库	3.27	3.99	83.09	0.35	37.44
大坪协信星光天地	重庆	商业购物中心+车库	2.10	1.14	85.00	0.06	10.77
永川协信星光广场	重庆	商业购物中心+车库	3.11	0.59	77.68	0.04	10.07
镇江协信星光广场（在建）	镇江	商业购物中心+车库	待开业	--	--	--	11.85
北十五	上海	商办	2.43	5.74	18.42	0.00	19.70
T6（6-9 层除外）	上海	T6 办公楼	0.36	5.53	91.33	0.07	2.78
长风公寓	上海	长租公寓	3.11	1.21	--	0.06	13.42
合计	--	--	**29.99**	--	--	**3.49**	**247.38**

注：租金收入为含税收入
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司受限资产合计460.49亿元；其中，投资性房地产247.38亿元，固定资产8.06亿元，货币资金5.65亿元，存货199.40亿元；受限资产占总资产的55.80%；此外公司子公司股权质押规模很大，公司资产受限程度高。

表 10　截至 2018 年底直接或间接持有的子公司股权受限情况（单位：亿元、%）

子公司名称	子公司报告期末资产总额	子公司报告期营业收入	母公司直接或间接持有的股权比例合计	母公司持有的股权中权利受限的比例	受限原因
重庆协信远创商业管理有限公司	70.76	5.24	100	100	股权质押融资
镇江协信房地产开发有限公司	29.01	12.30	100	100	股权质押融资
重庆远轩房地产开发有限公司	29.72	5.65	100	80	股权质押融资
无锡协信远信房地产开发有限公司	49.13	8.45	100	100	股权质押融资
重庆盈泽宏实业有限公司	19.28	0.02	100	100	股权质押融资
重庆协信远浩房地产开发有限公司	36.73	1.67	100	100	股权质押融资
重庆远友房地产开发有限公司	18.16	1.08	100	100	股权质押融资
重庆置尚实业有限公司	26.62	0.73	70	100	股权质押融资
无锡协信太科地产开发有限公司	12.66	0.33	80	100	股权质押融资
成都协信置业有限公司	9.49	0.42	100	100	股权质押融资
合计	**301.56**	**35.89**	--	--	--

资料来源：公司债券年报

总体看，2018年，公司资产规模有所增长，资产构成仍以流动资产为主；流动资产中存货和其他应收款占比较高；其他应收款规模较大，存在较大规模关联方资金占用；非流动资产中投资性房地产占比较大，投资性房地产评估增值率较高；公司资产受限程度高。整体看，公司资产质量较为一般。

2. 负债及所有者权益

截至2018年底，公司负债合计654.78亿元，较年初增长12.15%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比50.11%，非流动负债占比49.89%，流动负债占比较年初有所增长。

截至2018年底，公司流动负债合计328.08亿元，较年初增长21.71%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债增长所致；流动负债主要由短期借款（占比11.74%）、应付票据及应付账款（占比12.52%）、预收款项（占比30.70%）、其他应付款（占比12.88%）和一年内到期的非流动负债（占比27.75%）构成。

截至2018年底，公司短期借款38.53亿元，较年初增长26.93%；其中，质押借款占比42.07%，抵押借款占比23.75%，保证借款占比18.17%，信用借款占比16.01%。

截至2018年底，公司应付票据及应付账款41.07亿元，较年初减少4.41%，变动不大；其中，应付票据2.15亿元，应付账款38.92亿元。

截至2018年底，公司预收款项100.72亿元，较年初增长55.29%，主要系预收购房款增长所致。

截至2018年底，公司其他应付款42.24亿元，较年初减少21.75%，主要系偿还非金融机构借款所致；其中，应付利息4.19亿元，应付股利0.71亿元，非金融机构借款2.04亿元，保证金、押金等5.22亿元，暂收款0.61亿元，代扣代缴费用0.72亿元，其他28.74亿元。

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债91.05亿元，较年初增长39.47%，主要系一年内到期的应付债券转入所致。

截至2018年底，公司非流动负债326.70亿元，较年初增长3.95%，主要系长期借款增多所致；非流动负债主要由长期借款（占比67.59%）、应付债券（占比16.97%）和递延所得税负债（占比15.44%）构成。

截至2018年底，公司长期借款220.83亿元，较年初增长11.73%；其中，质押借款占比1.64%，抵押借款占比88.08%，保证借款占比8.25%，信用借款占比2.03%；从剩余期限结构来看，剩余期限在1~2年的长期借款75.97亿元，剩余期限在2~3年的长期借款38.98亿元，剩余期限在3~4年的长期借款13.46亿元，剩余期限在4~5年的长期借款3.00亿元，剩余期限在5年以上的长期借款89.41亿元，公司2020年面临一定长期借款集中到期压力。

截至2018年底，公司应付债券55.43亿元，较年初减少20.83%，主要系“16协信01”、部分“16协信03”、“16协信04”和“16协信07”转入一年内到期的非流动负债所致。截至2019年5月31日，公司存续债券明细如下表所示；假设公司债券全额回售，公司2019年6~12月面临债券到期22.00亿元，2020年面临债券到期21.10亿元，2021年面临债券到期12.13亿元；假实公司债券全部不回售，公司2019年6~12月面临债券到期6.60亿元，2020年面临债券到期14.00亿元，2021年面临债券到期34.65亿元。

表 11　截至 2019 年 5 月 31 日公司存续债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	当前余额	起息日期	到期日期	下一回售行权日
16协信03	20.00	6.519	2016-03-17	2021-03-17	--
16协信05	12.60	5.60886	2016-05-12	2021-05-12	--
16协信06	10.00	10.00	2016-07-14	2021-07-14	2019-07-14
16协信07	7.20	6.60	2016-07-29	2019-07-29	--
16协信08	5.40	5.40	2016-09-27	2021-09-27	2019-09-27
18协信01	7.10	7.10	2018-03-09	2021-03-09	2020-03-09
18协信03	14.00	14.00	2018-10-26	2020-10-26	--
合计	**76.30**	**55.22786**	--	--	--

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

截至2018年底，公司递延所得税负债50.43亿元，较年初增长8.18%，主要系投资性房地产、存货计税基础与账面价值差异增长所致。

截至2018年底，公司全部债务407.99亿元，较年初增长11.79%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务131.73亿元（占比32.29%），长期债务276.26亿元（占比67.71%），短期债务规模较大。截至2018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79.34%、70.53%和61.84%，分别较年初分别提高1.73个百分点、2.10个百分点和0.45个百分点，债务负担有所加重。

截至2018年底，公司所有者权益合计170.49亿元，较年初增长1.26%，变动不大；归属母公司所有者权益157.80亿元，占所有者权益合计的92.56%；归属母公司所有者权益中，实收资本占比2.00%，资本公积占比17.47%，其他综合收益占比21.56%，未分配利润占比58.85%，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性较为一般。

总体看，2018年，公司流动负债规模增长较快，负债结构中流动负债占比有所上升；公司债务负担较重，短期债务规模较大；所有者权益中未分配利润占比仍高，权益稳定性较为一般。

3. 盈利能力

2018年，公司实现营业总收入91.47亿元，同比减少3.23%，主要系房地产结转收入减少所致；实现净利润8.13亿元，同比增长350.74%，主要系结转项目毛利率提高及投资收益大幅增多所致。

期间费用方面，2018年，公司期间费用合计23.42亿元，同比增长41.63%，主要系财务费用大

幅增长所致；公司费用构成中，销售费用占比17.71%、管理费用占比27.08%、财务费用占比55.21%，财务费用占比大幅提升。2018年，公司财务费用12.93亿元，同比增长83.24%，主要系利息支出增长所致。

2018年，公司公允价值变动收益8.43亿元，同比减少26.22%，系按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动损益减少所致；公允价值变动收益占公司营业利润的82.33%，对公司营业利润影响很大。2018年，公司投资收益7.59亿元，同比增长1,042.47%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致；投资收益占公司营业利润的74.10%，对公司营业利润影响很大。

从盈利指标看，2018年，公司营业利润率为19.51%，同比提高7.64个百分点，主要系结转项目毛利率提高所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为4.16%、3.36%和4.80%，同比分别提高1.96个百分点、1.35个百分点和3.59个百分点，主要系利润增多所致。

总体看，2018年，受房地产结转收入减少影响，公司营业收入有所下滑；受益于结转项目毛利率提高及投资收益大幅增多等因素，公司利润规模增长较快，但公司利润对投资性房地产公允价值变动收益和投资收益依赖程度较高。

4. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入136.29亿元，同比增长0.35%，变动不大；其中，销售商品、提供劳务收到的现金131.66亿元。2018年，公司经营活动现金流出133.78亿元，同比增长2.83%，主要系支付其他与经营活动有关的现金增多所致；其中，购买商品、接受劳务支付的现金74.10亿元，支付其他与经营活动有关的现金42.11亿元。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额2.51亿元，同比减少56.10%。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入6.47亿元，同比增长155.08%，其中收回投资收到的现金6.24亿元，主要系赎回理财产品和信托产品以及注销联营公司收回投资；投资活动现金流出37.21亿元，同比减少35.66%，主要系对外投资及并购新项目支出的现金减少所致。2018年，公司投资活动产生的现金流量净额-30.74亿元，净流出规模同比减少44.42%。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入241.62亿元，同比增长8.53%，主要系为偿还到期债务融资需求增加所致；筹资活动现金流出239.07亿元，同比增长47.19%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额2.55亿元，同比减少95.76%。

总体看，2018年，公司经营活动现金流持续净流入但规模较小；由于对外投资及并购新项目支出的现金减少，投资活动现金流净流出规模所减少；筹资活动产生的现金流量净额大幅下降。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为1.51倍和0.56倍，均较年初有所下降，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债等增长较快所致；现金短期债务比为0.23倍，较年初的0.62倍大幅下降，主要系现金类资产大幅减少所致。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司 EBITDA 为26.95亿元，同比增长89.64%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；其中，折旧和摊销占比1.65%，计入财务费用的利息支出占比55.58%，利润总额占比42.78%。2018年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为0.85倍和0.07倍，较上年的0.50倍和0.04倍有所改善，但公司 EBITDA 对利息和全部债务的覆盖程度仍属较弱。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至2018年底，公司已经取得的金融机构综合授信额度530.24亿元，其中已用授信额度251.43

亿元，剩余额度278.81亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2018年底，公司对外担保总额86.99亿元，占净资产的51.02%；被担保企业多为公司关联方或与公司有业务合作的企业，多从事房地产及相关投资等业务；公司对外担保规模较大，若未来被担保企业经营不善，公司可能存在较大的代偿风险。

表 12　截至 2018 年底公司对外担保余额前五名单位情况（单位：亿元、%）

被担保方	与公司关系	担保类型	担保余额	被担保债务到期时间
启迪协信（天津南开）科技城开发有限公司	联营企业子公司	抵押担保	34.83	2019-11-07
青岛金恒力置业有限公司	联营企业子公司	连带责任保证	12.00	2021-04-26
重庆新远同实业有限公司	联营企业子公司	连带责任保证	10.60	2019-04-27
重庆瑞孚和房地产开发有限公司	实际控制人控制的其他企业	连带责任保证	9.11	2027-01-24
重庆富城资产管理有限公司	实际控制人控制的其他企业	连带责任保证	4.90	2019-04-01
合计	--	--	**71.44**	--

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2019年4月19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/违约类贷款，1笔关注类贷款，3笔欠息，均已结清。

未决诉讼方面，公司子公司成都协信置业有限公司（以下简称“成都置业”）与四川帝道商贸有限公司（以下简称“四川帝道”）于2014年6月17日签订了《商品房买卖合同》，约定四川帝道购买原告位于成都市成华区写信中心写字楼22层2201-2212号共计12套房屋，因四川帝道未缴齐房款，相关房屋产权尚未过户。上述12套房屋合同销售价共计2,389.56万元，已收房款1,055.87万元，应收房款1,333.69万元。2015年1月，成都置业起诉四川帝道违约并追究房款，起诉过程中因四川帝道负责人涉嫌非法吸收公众存款被刑事立案侦察，上述合同涉及12套房屋被成都市公安局金牛分局作为被告名下资产采取强制措施予以查封。2015年成华区人民法院立案并判决，其中12套案涉房屋的确权之诉均申请撤诉，转为继续履行之诉，（2015）成华民初字第4070号至第4081号案件已取得生效判决并申请了强制执行。2016年1月，成都置业强制执行立案。其后多轮与成华法院沟通交涉，因涉及到刑事案件，成华法院无法进行处理，终结本次执行（程序上可恢复）。成都置业将继续加大与公安机关的协调力度，争取收回房屋，将预收被告人的房款退还到公安机关账户，由公安机关解除查封。

总体看，2018年，公司短期偿债能力有所下滑，长期偿债能力指标有所改善，但偿债能力仍弱；此外，公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。考虑到公司开发能力较强，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，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产30.31亿元，约为“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额（27.53亿元）的1.10倍，现金类资产对“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度尚可；净资产170.49亿元，约

为“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额（27.53亿元）的6.19倍，净资产对“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度较好。

从盈利情况来看，2018年，公司 EBITDA 为26.95亿元，约为“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额（27.53亿元）的0.98倍， EBITDA 对“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入136.29亿元，约为“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额（27.53亿元）的4.95倍，经营活动现金流入量对“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券余额的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司在品牌、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”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券的偿还能力很强。

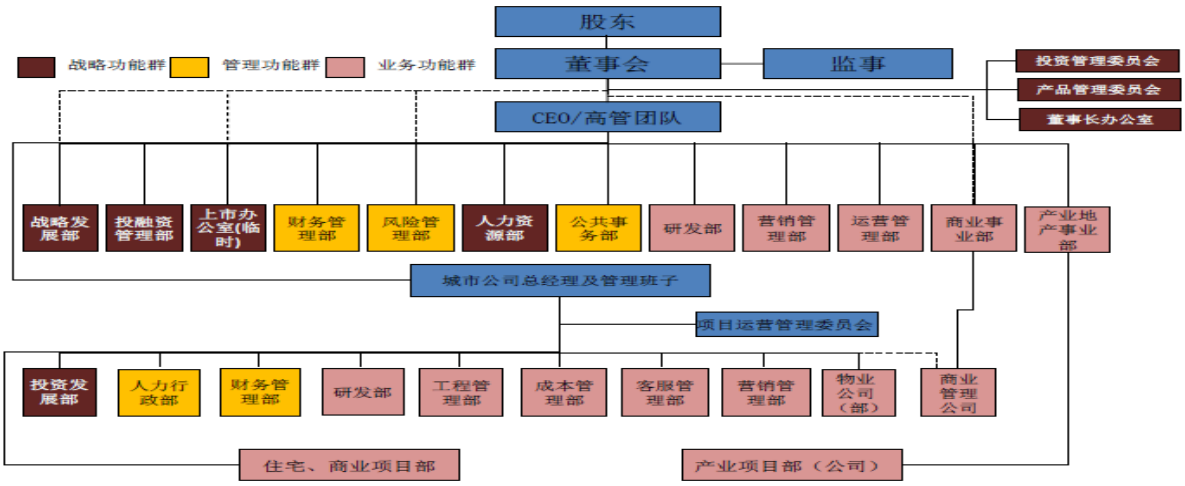
八、综合评价

2018年，公司进一步加快推盘速度，协议销售面积和金额保持增长；公司在售项目规模较大，为未来销售目标的实现提供了保障；公司项目储备以二线城市为主，整体项目储备成本较低，土地储备质量较好。同时联合评级也关注到公司项目区域集中度较高，在建项目未来资本支出压力大，债务负担较重，对外担保规模较大，利润对公允价值变动收益较为依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好水平。

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”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”的债项信用等级为“AA”。

附件1　重庆协信远创实业有限公司
组织架构图



附件2 重庆协信远创实业有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	629.62	752.22	825.27
所有者权益（亿元）	130.53	168.37	170.49
短期债务（亿元）	46.51	97.30	131.73
长期债务（亿元）	277.57	267.66	276.26
全部债务（亿元）	324.08	364.96	407.99
营业收入（亿元）	119.24	94.53	91.47
净利润（亿元）	7.37	1.80	8.13
EBITDA（亿元）	18.11	14.21	26.95
经营性净现金流（亿元）	-16.02	5.72	2.51
流动资产周转次数(次)	0.29	0.22	0.19
存货周转次数（次）	0.35	0.29	0.24
总资产周转次数（次）	0.20	0.14	0.12
现金收入比率（%）	82.23	118.26	143.94
总资本收益率（%）	3.16	2.20	4.16
总资产报酬率（%）	2.91	2.01	3.36
净资产收益率（%）	5.31	1.21	4.80
营业利润率（%）	14.86	11.87	19.51
费用收入比（%）	9.38	17.49	25.60
资产负债率（%）	79.27	77.62	79.34
全部债务资本化比率（%）	71.29	68.43	70.53
长期债务资本化比率（%）	68.02	61.39	61.84
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.50	0.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.04	0.07
流动比率（倍）	2.34	1.68	1.51
速动比率（倍）	0.94	0.65	0.56
现金短期债务比（倍）	1.40	0.62	0.23
经营现金流动负债比率（%）	-8.98	2.12	0.76
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.66	0.52	0.98

注：1、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。
2、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。