

中国国际贸易中心股份有限公司

2005 年 10 年期 10 亿元公司债券跟踪评级分析报告

(2007)

债项

05 国贸债

10 亿元人民币, 2005/12/23~2015/12/23

跟踪评级时间: 2007 年 6 月 26 日

主要数据

项 目	2004 年	2005 年	2006 年
资产总额(万元)	449624.10	569621.10	601950.27
股东权益(万元)	253612.80	256234.50	384660.91
主营业务收入(万元)	71142.40	77817.00	81733.40
利润总额(万元)	31803.60	37054.60	35800.65
负债比率(%)	43.59	55.02	36.10
全部资本化比率(%)	15.07	39.17	32.95
净资产收益率(%)	8.34	9.63	6.27
流动比率(%)	28.24	66.07	19.58
EBITDA 利息倍数(倍)	36.82	31.91	39.37
债务保护倍数(倍)	0.79	0.23	0.20

分析员

石雨欣

8610-85679696-8850

yuxinshi@lianheratings.com.cn

李志博

8610-85679696-8838

Lizhibo@lianheratings.com.cn

传真

8610-85679228

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 100022

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: www.lianheratings.com.cn

评级观点

1. 公司概况

中国国际贸易中心股份有限公司(以下简称“公司”)是经原国家体改委体改生[1997]第 161 号文批准,由中国国际贸易中心有限公司(以下简称“国贸有限公司”)独家发起设立的股份有限公司。2006 年 10 月,经中国证监会证监发行字[2006]91 号文核准,公司就 1.5 亿美元长期负债资本化事项向国贸有限公司进行非公开发行股票。根据公司董事会公告日前二十个交易日公司股票均价(5.84 元/股),国贸有限公司以其享有的对公司 1.5 亿美元债权全额认购公司非公开发行股票 207,282,534 股,非公开发行股票上市日期为 2009 年 10 月 30 日。此次非公开发行股票发行方案的实施,使公司股份总数由 800,000,000 股变为 1,007,282,534 股,境内法人持股比例由 75% 上升至 80.14%,人民币普通股持股比例由 25% 降至 19.86%。

2. 行业概况

公司主要从事商务服务设施的投资、经营与管理,其中以写字楼为主的物业租赁收入占公司主营业务收入比重较高。

根据仲量联行的统计,截至 2007 年第一季度末,北京优质商业地产的总供应达到了 619.22 万平方米,相对的总需求量为 519.24 万平方米,空置率为 16.15%。2007 年第一季度,北京甲级写字楼的需求创历史新高,净吸纳量已经超过 2006 年全年的 90%。2007 年第一季度,北京有 6 个写字楼项目相继完工,总面积超过 55 万平方米;第二季度,新增供应量在 65 万平方米左右。而 2007 年全年,计划投放市场的写字

楼面积有望超过150万平方米。

2006年底，中国政府进一步向外资银行开放金融服务业以来，跨国公司对北京等地写字楼的需求十分强劲。北京目前是众多国际知名企业的首选目标，新的高级写字楼供应为国际投资者创造了更多的机会。北京经济的持续发展和北京2008年奥运会的临近，将促使更多外资国外投资者进入北京市场。旺盛的市场需求对北京高档写字楼未来的租金走向将起到积极的稳定作用。

总体看，公司所处的商务高档写字楼行业发展前景良好。

3. 2006年经营情况

公司主要从事商务服务设施的投资、经营和管理，包括高档甲级写字楼、高档涉外公寓、商场等设施的出租及管理，大型展览及配套服务、停车设施服务等。2006年公司继续加大实施国贸品牌战略的力度，进一步调整客户结构，在稳定收入来源的同时，增强了国贸品牌的影响力。2006年公司物业出租实现收入81733.40万元，其中写字楼占52.94%，商场占25.10%，公寓占13.02%，展览及其他占8.94%。

公司写字楼部在出租率、租金名列北京同行业前茅的基础上，有计划并适时地调整客户结构，积极吸引实力雄厚的跨国公司入住。为保障写字楼硬件设施的先进性，公司对写字楼公共区域进行了翻新改造，以保持写字楼硬件设施的国际化水准，从硬件设施上为客户提供一流服务。2006年公司写字楼出租实现主营业务收入43267.08万元，较2005年增长4.36%；平均出租率98.87%，较2005年的99.52%略有降低。

公司商城部以“优化品牌、提高品质、创造个性，保持领先地位”为重点，在保持现有高端品牌客户的基础上，2006年公司引进近20家知名的国际品牌，客户结构的进一步调整，提高了商城相关领域的商业水准。在出租率保持较高的情况下，充分利用市场机会和自身优势，使平均租金水平有了进一步提升。2006年

商场部实现主营业务收入20515.84万元，较2005年增长17.54%；平均出租率99.03%，较2005年的97.05%有所上升。

公司公寓部在稳定原有客户的同时，开拓了办公地点距国贸近、发展潜力大的跨国公司等大客户资源，并努力改变现有户型以满足相关客户大户型的需求，吸引了大客户的入住。同时针对客户需求，完善了酒店短租服务，公寓部总体出租率较2005年略有增长，但平均租金水平略有下降。公寓部2006年实现主营业务收入10641.87万元，较2005年减少2.53%；平均出租率80.51%，较2005年的78.48%有所提高。

公司展览部2006年共举办各类国际、国内展会及活动60余场（次）。展览部在巩固以往服装展、医疗展、房展的同时，举办了“俄罗斯国家展”、“城市发展与地产交易会”等有影响力的展会。公司2006年展览收入5444.15万元，占主营业务收入的6.66%，较2005年有所降低。

总体看，公司2006年经营状况整体良好。

4. 募集资金使用情况及项目进展情况

本期债券于2005年12月23日发行，期限为10年，本期债券所募集资金主要用于国贸三期工程第一阶段的建设。截至2006年底，本期债券所募集资金10亿元已全部用于国贸三期工程第一阶段的建设之中。公司募集资金使用未发生改变。

2006年国贸三期工程第一阶段用于建安投资、拆迁补偿等费用78826.85万元，截至2006年底，国贸三期工程第一阶段投资已完成314519.35万元，为预算数的47.74%。预计国贸三期第一阶段主塔楼将于2008年1月完成结构封顶，2008年5月完成主塔楼外立面玻璃幕墙及裙房商场开业，大宴会厅将于2008年7月开业，写字楼将于2009年1月交付使用，酒店预计与2009年7月交付使用。

5. 财务状况

公司2006年度财务报表已经普华永道中天

会计师事务所有限责任公司审计，并出具标准无保留意见审计结论。

资产构成

截至2006年底，公司资产总额601950.27万元，较2005年增长5.68%。其中，流动资产和固定资产分别占3.82%和93.12%，长期投资 and 无形资产及其他资产占比很小，与2005年底相比，固定资产占比上升较快，主要由于国贸三期工程投资增加所致。

2006年底，公司流动资产合计22969.12万元，较2005年底减少62.35%。货币资金20510.02万元，占流动资产总额的89.29%，较2005年减少37972.20万元。公司流动资产以货币资金为主，应收款项净额和存货的占比很小。

截至2006年底，公司长期投资2165.13万元，是对国贸物业酒店管理有限公司和北京时代网星科技有限公司的投资。

截至2006年底，公司固定资产合计560507.52万元，其中固定资产净额占43.86%，在建工程占56.14%。2006年底，公司固定资产原值419091.29万元，累计折旧173278.38万元，固定资产成新率58.65%，公司固定资产主要以房屋及建筑物、机器设备为主，分别占66.31%和25.74%。从目前情况看，公司主体建筑结构良好，设施配备齐全，均处于北京核心商务地带，凭借北京地区经济发展速度和特殊地位推测，公司固定资产具有优良的保值性和升值潜力。2006年底，公司在建工程314694.61万元，主要为国贸三期工程（314519.35万元）。公司2006年的资产总额增长也是主要来自国贸三期工程投资的增加。

截至2006年底，公司无形资产及其他资产16308.50万元，全部为长期待摊费用，主要是装修费以及国贸二期拆迁费等。

总体看，公司资产规模较大，固定资产占比较高，整体质量较高。

负债及所有者权益

截至2006年底，公司所有者权益合计384660.91万元，较2005年底增长50.12%，主要

由于公司就1.5亿美元长期负债资本化事项向国贸有限公司进行非公开发行股票，使公司实收资本增加20728.25万元，资本公积增加100092.72万元，导致公司实收资本和资本公积均有大幅增加。截至2006年底，公司实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占所有者权益的26.19%、48.68%、7.69%和17.44%，公司所有者权益稳定性较好。

截至2006年底，公司负债合计217289.36万元，较2005年底减少30.66%，主要是1.5亿美元其他长期负债进行债转股，导致长期负债大幅度下降所致。公司负债中流动负债和长期负债分别占53.98%和46.02%。

截至2006年底，公司流动负债合计117289.36万元，较2005年底增长27.03%，主要是短期借款增加24000万元所致。2006年底，公司长期负债合计100000万元，为公司2005年发行的公司债券。

截至2006年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为36.10%和32.95%，较2005年底的55.02%和39.17%均有所下降，公司负债水平较低，债务负担正常。

盈利能力

2006年公司完成主营业务收入81733.40万元，较2005年增长5.03%；实现主营业务利润48352.34万元，较2005年增长7.68%；实现净利润24119.04万元，较2005年减少2.22%，主要由于公司向国贸有限公司支付1.5亿美元资金占用费5838.59万元，若剔除该因素的影响，公司实际实现净利润28030.89万元，较2005年增长13.63%。

2006年公司主营业务利润率59.16%，较2005年有所上升，公司主营业务利润水平高；2006年公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.43%和6.27%，均较2005年有所降低，主要由于公司就1.5亿美元长期负债资本化事项向国贸有限公司进行非公开发行股票导致所有者权益增长较快所致。整体看，公司主营业务利润率高，整体盈利能力正常。

现金流

经营活动现金流方面，2006 年公司销售商品、提供劳务收到的现金 80645.76 万元，较 2005 年增长 3.80%；经营活动产生的现金流量净额为 44420.06 万元，较 2005 年增长 7.40%。2006 年公司收入现金比率为 98.67%，较 2005 年略有提高，公司现金收入实现水平正常。

投资活动现金流方面，2004 年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 28280.10 万元，2005 年国贸三期工程开工后，2005 年和 2006 年投资增加较多，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 102904.20 万元和 76639.82 万元。近两年公司投资规模较大。

随着经营活动产生的现金流量净额的稳定增长，以及公司投资支出在波动中有较大增长，公司筹资活动前现金流量净额仍为负值，2006 年为 -31273.92 万元，其绝对值较 2005 年减少 48.88%。

筹资活动方面，随着公司国贸三期工程投资规模的大幅增加，公司加大对外筹资力度，2005 年和 2006 年筹资活动产生的现金流入量分别为 125000 万元（100000 万元公司债券）和 24000 万元，筹资活动产生的现金流量净额分别为 102903.70 万元和 -6774.74 万元。

总体看，公司经营现金流状况较好，近两年投资规模加大，对外融资规模较大。

偿债能力

截至 2006 年底，公司流动比率和速动比率分别为 19.58% 和 18.90%，较 2005 年大幅下降，主要是公司流动资产大幅度降低，同时短期借款增加导致公司流动负债增长较快所致。2006 年公司流动负债增长较快，经营现金流动负债比率较 2005 年有所下降，为 37.87%。

2006 年公司实现利润总额有所减少，总债务增加，但由于国贸三期工程利息资本化的增加，2006 年公司利息支出有所减少，因此，EBITDA 利息倍数有所增加，为 39.37 倍，债务保护倍数有所下降，为 0.20 倍。总体看，公司

对全部债务的保护能力较强。

2006 年公司不存在对外担保情况。

2007 年 1 月 10 日，公司与中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）签订了人民币 28.3 亿元和 2000 万美元的借款合同，贷款期限 15 年，自 2007 年至 2022 年，其中人民币贷款利率按中国人民银行规定的基准贷款利率下浮 10%，美元贷款利率为 3 个月 LIBOR + 利差 60 个基点，每三个月浮动一次；同时，公司将国贸三期 A、B、C 段土地使用权及第一阶段在建工程作为上述贷款的抵押担保。

由于公司国贸三期工程投资规模较大，因此，公司对外筹资需求较大，预计未来两年公司债务水平将有所上升。

6. 公司未来发展

北京 CBD 区域的许多高档物业近几年陆续竣工投入使用，高档物业的供应量会有较大的增长，市场竞争更加激烈，这对公司的租金水平和出租率都会产生一定影响。但随着我国经济持续健康发展，以及北京 2008 年奥运会的临近，对高档物业的需求预计也将维持高位水平。公司的国贸三期工程建成并投入运营后，在现有基础上，必将增强公司在高档物业市场的竞争力，并继续保持公司行业内的领先地位。国贸三期与现有一期、二期的组合，也将进一步提升国贸中心在全球世贸中心的地位。

7. 本期债券及担保情况

本期 10 亿元债券于 2005 年 12 月 23 日发行，期限为 10 年，债券利率为固定利率，票面利率 4.60%。由建设银行授权其北京市分行提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2006 年底建行总资产 54485.11 亿元，比 2005 年底增长 18.82%；贷款及垫款净额 27959.76 亿元，比 2005 年底增长 16.73%，但不良贷款额和不良贷款率 2006 年保持双下降，其中不良贷款额比 2005 年减少了 0.70 亿元，不良贷款率下降至 3.29%；存款余额 47212.56

亿元，比 2005 年底增长 17.85%；2006 年建行实现营业收入 1515.93 亿元，比 2005 年增长 17.78%，其中净利息收入 1403.68 亿元，较 2005 年增长 20.43%，占经营收入的 92.59%；净手续费及佣金收入增长 60.51%，占经营收入的 8.95%；2006 年建设银行实现净利润 463.19 亿元，剔除与重组相关的税收优惠政策影响后，比 2005 年增长 18.02%；建设银行通过股改上市，发行次级债券，资本金得到充实，2005 年底建设银行资本充足率为 13.59%，核心资本充足率为 11.08%。由于业务的快速发展，2006 年建行资本充足率比 2005 年有所下降，截至 2006 年底，建行资本充足率为 12.11%，核心资本充足率为 9.92%，仍处于较高水平。

综合看，建行各项业务稳健发展，经营效益稳步提高，资产规模、营业收入及利润稳步增长，资产质量持续提高，资本充足率较高。

经联合资信公开评级，建设银行 2007 年主体信用等级为 AAA。公司 2005 年 10 亿元公司债券的担保实力没有不利变化。

综合来看，公司是目前国内规模最大、档次高的综合商务设施服务企业，公司所属各项物业硬件设施优良，综合配套设施和服务完善，在国内外具有较高的知名度。公司资产规模大，资产质量较好，盈利能力正常，现金流状况较好，债务负担正常，整体偿债能力较强，建设银行对本期公司债券提供担保，有助于提升本期债券的偿还能力，本期公司债券不能按期偿还的风险很小。

积极因素

1. 公司地处北京中央商务区的核心地段，拥有优越的地理位置、浓厚的商务氛围及完善的商务配套设施，是众多跨国公司和商社进驻北京的首选之地。

2. 公司在高档物业市场上具有较高的品牌知名度，有利于公司保留并吸引有影响力的优质客户。

3. 国贸三期工程的建成将成为公司新的盈利增长点，将为公司扩大经营规模、巩固行业地位奠定基础，有利于公司的持续健康发展。

关注

1. 北京中央商务区区域及周边在建的高档商务设施规模较大，预计未来一段时间内高档物业的供应量会有较大增长，可能会对公司高档物业的经营产生一定影响。

2. 国贸三期工程第一阶段的投资额约 50 亿元，投资规模较大，公司需进一步增加外部融资。

附件 1 主要财务数据

(单位: 人民币万元)

项 目	2004 年	2005 年	2006 年	变动率(%)
货币资金	17089.30	58482.20	20510.00	9.55
应收款项净额	1242.30	672.90	891.46	-15.29
存货净额	916.20	749.20	803.44	-6.36
流动资产合计	20292.30	61004.00	22969.12	6.39
固定资产净值	269557.30	252852.90	245812.91	-4.51
在建工程	138573.40	235867.80	314694.61	50.70
固定资产合计	408130.70	488720.70	560507.52	17.19
资产总计	449624.10	569621.10	601950.27	15.71
短期借款	45000.00	65000.00	89000.00	40.63
应付帐款	158.10	236.40	463.06	71.14
预收帐款	4511.50	4206.70	3158.62	-16.33
其他应付款	16974.30	17002.80	18968.94	5.71
流动负债合计	71863.80	92333.60	117289.36	27.75
长期借款	--	--	--	--
应付债券	--	100000.00	100000.00	--
其他长期负债	124147.50	121053.00	--	--
负债合计	196011.30	313386.60	217289.36	5.29
少数股东权益	--	--	--	--
股东权益合计	253612.80	256234.50	384660.91	23.16
主营业务收入	71142.40	77817.00	81733.40	7.19
主营业务成本	28516.10	28939.40	29166.82	1.13
主营业务利润	38989.50	44905.80	48352.34	11.36
投资收益	583.50	638.60	818.79	18.46
利润总额	31803.60	37054.60	35800.65	6.10
净利润	21143.90	24667.90	24119.04	6.80
销售商品、提供劳务收到的现金	70763.30	77693.40	80645.76	6.75
经营活动产生的现金流量净额	38512.00	41360.70	44420.06	7.40
投资活动产生的现金流量净额	-28020.20	-102539.20	-75693.98	64.36
筹资活动前现金流量净额	10491.80	-61178.50	-31273.92	--
筹资活动产生的现金流量净额	-13687.90	102903.70	-6774.74	-29.65
现金及现金等价物净增加额	-3216.80	41392.90	-37972.18	243.57
EBITDA	47415.80	52366.00	49975.25	2.66
指 标	2004 年	2005 年	2006 年	加权平均值
销售债权周转次数 (次)	191.86	178.05	196.72	190.15
存货周转次数 (次)	32.86	34.75	37.57	35.78
总资产周转次数 (次)	0.16	0.15	0.14	0.15
主营业务利润率 (%)	54.80	57.71	59.16	57.85
现金收入比 (%)	99.47	99.84	98.67	99.18
现金利润比 (%)	121.09	111.62	124.08	119.74
总资本收益率 (%)	7.51	6.25	4.43	5.59
净资产收益率 (%)	8.34	9.63	6.27	7.69
长期债务资本化比率 (%)	0.00	28.07	20.63	18.74
全部债务资本化比率 (%)	15.07	39.17	32.95	31.24
资产负债率 (%)	43.59	55.02	36.10	43.27
流动比率 (%)	28.24	66.07	19.58	35.26
速动比率 (%)	26.96	65.26	18.90	34.42
经营现金流动负债比率 (%)	53.59	44.79	37.87	43.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	36.82	31.91	39.37	36.62
债务保护倍数 (倍)	0.79	0.23	0.20	0.33
筹资活动前现金流量净额债务利息偿还能力 (倍)	8.15	-37.29	-24.64	-21.88

筹资活动前现金流量净额债务保护倍数（倍）	0.23	-0.37	-0.17	-0.15
----------------------	------	-------	-------	-------

附件 2 相关指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前 } n \text{ 年}}^{\frac{1}{n-1}} - 1 \right] \times 100\%$
净资产年平均增长率	
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+少数股东损益+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
现金利润比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
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%
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/利息支出

注： 长期债务=长期借款+应付债券；短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务=长期债务+短期债务

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

新会计准则中，上述公式中：主营业务收入为营业收入；主营业务成本为营业成本；股东权益包括少数股东权益。

附件 3 长期债信用等级定义

长期债信用等级划分成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。