

跟踪评级公告

联合[2012] 1155 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中国国际贸易中心股份有限公司“05国贸债”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中国国际贸易中心股份有限公司跟踪评级报告

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
05 国贸债	10 亿元	2005/12/23-2015/12/22	AAA	AAA

跟踪评级时间：2012 年 12 月 26 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	1.84	2.42	4.21	1.17
资产总额(亿元)	89.66	94.09	94.25	93.86
所有者权益(亿元)	43.61	43.41	44.44	46.02
短期债务(亿元)	2.50	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	39.20	42.76	41.76	38.76
营业收入(亿元)	8.71	10.36	16.78	14.60
利润总额(亿元)	3.87	1.62	2.61	3.86
EBITDA(亿元)	5.04	4.47	8.36	--
经营性净现金流(亿元)	3.54	4.39	8.49	7.68
营业利润率(%)	56.36	38.81	34.89	41.72
净资产收益率(%)	6.65	2.80	4.38	--
资产负债率(%)	51.36	53.86	52.85	50.97
全部债务资本化比率(%)	47.34	49.62	48.44	45.72
流动比率(%)	27.54	49.18	78.87	72.10
全部债务/EBITDA(倍)	7.77	9.56	4.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.65	2.08	3.56	--
经营现金流流动负债比(%)	37.83	55.48	105.48	--

注：2012 年三季度数据未经审计。

分析师

李娟娟

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

Http://www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，受益于北京市高档物业租金水平及出租率的提升，公司2010年8月份以后陆续投入使用的国贸三期（A阶段）写字楼、商城出租率及租金水平稳步提升，同期，国贸大酒店客房及餐饮收入增加，公司营业收入及利润均有较大幅度提高。国贸三期B阶段目前已正式启动，未来有望成为公司新的增长点，公司在CBD核心区域的经营规模和整体竞争实力将得以提升。

“05国贸债”由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）授权其北京分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，建设银行主体长期信用等级为AAA，其担保实力很强，有效提升“05国贸债”本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司“05国贸债”的信用等级为AAA。

优势

1. 跟踪期内，国贸三期 A 阶段写字楼及商城出租率及租金水平稳定提升，写字楼及商城板块租金收入增幅明显。
2. 国贸大酒店客房及餐饮收入增加，成为公司收入新的增长点。
3. “05 国贸债”由建设银行担保，建设银行担保实力很强，有效提升了债券本息偿还的安全性。

关注

1. 租金的快速上涨以及国内经济增速放缓致使高端写字楼及商城租赁需求下降，公司未来租金及出租率面临一定不确定性。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于中国国际贸易中心股份有限公司存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。经中国证券监督管理委员会批准，公司于1999年1月向社会公众发行股票，并于1999年3月在上海证券交易所上市交易，股票简称“中国国贸”，股票代码“600007”。2006年4月，公司完成股权分置改革，并于2006年10月向国贸有限公司完成了非公开发行股票。2009年2月27日，国贸有限公司通过上海证券交易所证券交易系统首次进行增持。截至2011年底，国贸有限公司累计增持232.54万股，公司股本为10.07亿股，国贸有限公司持股80.65%。

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、商城、公寓等设施的出租及管理，高档酒店经营，大型展览及配套服务、停车设施服务等。

截至2011年底，公司资产总额为94.25亿元，所有者权益（含少数股东权益0.01亿元）44.44亿元；2011年度公司实现营业收入16.78亿元，利润总额2.61亿元。

截至2012年9月底，公司资产总额为93.86亿元，所有者权益46.02亿元（含少数股东权益0.01亿元）；2012年前三季度公司实现营业收入14.60亿元，利润总额3.86亿元。

公司地址：北京市建国门外大街1号；法定代表人：洪敬南。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在2011年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。根据《中华人民共和国2011年国民经济和社会发展统计公报》，2011年国内生产总值471564亿元，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值47712亿元，增长4.5%；第二产业增加值220592亿元，增长10.6%；第三产业增加值203260亿元，增长8.9%。第一产业增加值占国内生产总值的比重为10.1%，第二产业增加值比重为46.8%，第三产业增加值比重为43.1%。

2011年，中国全社会固定资产投资311022亿元，比上年增长23.6%，扣除价格因素，实际增长15.9%。其中，固定资产投资（不含农户）301933亿元，增长23.8%；农户投资9089亿元，增长15.3%。东部地区投资130319亿元，比上年增长20.1%；中部地区投资70783亿元，增长27.5%；西部地区投资71849亿元，增长28.7%；东北地区投资32687亿元，增长30.4%。

2012年前三季度，中国国民经济运行总体平稳，实现国内生产总值353480亿元，同比增长7.7%，增幅比上年同期回落1.4个百分点。其中，一季度增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，环比增速持续回落。根据国家统计局发布的统计数据，2012年1-9月，固定资产投资（不含农户）256933亿元，扣除价格因素同比增长18.8%。其中，东部地区投资同比增长18.4%，中部地区增长25.8%，西部地区增长24.1%。

2. 政策环境

财政政策方面, 2011 年全年公共财政收入 103740 亿元, 比上年增加 20639 亿元, 增长 24.8%; 其中税收收入 89720 亿元, 增加 16510 亿元, 增长 22.6%。2011 年, 中国财政政策主要措施包括: 重启价格调节基金, 加大对农业的财政补贴力度, 抑制物价上涨幅度; 支持自主创新和战略性新兴产业发展, 有序启动“十二五”规划重大项目建设, 促进产业结构优化升级; 继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策, 分步实施个人所得税制度改革, 促进企业发展和引导居民消费。2012 年 3 月召开的“两会”上, 明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 根据形势变化适时适度预调微调, 以维持经济的稳定增长。2012 年中国将财政工作的重点放在保障和改善民生各项工作方面。2012 年中央财政用在与人民群众生活直接相关的教育、医疗卫生、社会保障和就业、住房保障、文化方面的民生支出安排合计 1.38 万亿元, 同比增长 19.8%; 用在农业水利、公共交通运输、节能环保、城乡社区事务等方面与民生密切相关的支出安排合计 1.51 万亿元。2012 年前三季度, 中国财政收入累计 90588 亿元, 同比增长 10.9%, 增幅比上年同期回落 18.8 个百分点, 增幅明显回落的主要原因为经济增长放缓及企业效益下滑、价格涨幅回落、结构性减税政策力度较大等; 前三季度, 中国财政累计支出 84119 亿元, 同比增长 21.1%。

货币政策方面, 2011 年, 央行货币政策较为频繁, 年度内 6 次上调存款准备金率, 3 次上调存贷款基准利率。根据 2011 年第四季度《中国货币政策执行报告》, 2011 年年末, 中国广义货币供应量 M2 余额为 85.2 万亿元, 同比增长 13.6%, 增速比上年低 6.1 个百分点。人民币贷款余额同比增长 15.8%, 增速比上年低 4.1 个百分点, 比年初增加 7.47 万亿元。2011 年社会融资规模为 12.83 万亿元, 其中债券融资明显增多。金融机构贷款利率总体稳步上行, 12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利

率为 8.01%, 比年初上升 1.82 个百分点。2012 年 1~7 月, 央行 3 次下调存款准备金率, 并于 7 月非对称得下调金融机构人民币存贷款基准利率, 通过此类货币政策工具向实体经济释放流动性。根据 2012 年第三季度《中国货币政策执行报告》, 截至 2012 年 9 月底, 中国广义货币供应量 M2 余额为 94.4 万亿元, 同比增长 14.8%。人民币贷款余额同比增长 16.3%, 比年初增加 6.72 万亿元, 同比多增 1.04 万亿元。前三季度社会融资规模为 11.73 万亿元。金融机构贷款利率继续下行, 9 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.97%, 比 6 月份下降 0.09 个百分点。

产业政策方面, 调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2011 年 3 月 16 日, 国务院正式发布了《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》; 2011 年 9 月 7 日, 国务院发布《“十二五”节能减排综合性工作方案》; 2011 年中央政府继续加强房地产调控, “国八条”、房产税试点改革先后落地, “限购”、“限价”、“限贷”等政策全面升级, 房地产业固定资产投资和信贷增速继续回落。2012 年 5 月国务院常务会议通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》, 提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台, 对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

2011 年, 受益于政府经济刺激政策的后续效应和北京经济的稳健增长, 众多跨国企业和内资公司为实现在京的人员扩张计划, 对写字楼面积表现出旺盛的需求。现有空置面积及绝大多数新增供应在短时间内被强劲的市场需求迅速消化, 尽管数个新项目入市, 但市场情形依旧有利于业主方。因此, 大多数业主获得丰厚的租金收益, 平均租金在连续四个季度的上

涨后达到历史峰值。

受到市场需求旺盛的影响，北京写字楼租金不断攀升，空置率持续下滑，2011年10月份租金水平一度达到顶峰，但这种租金攀升的势头在11月份有所遏制，2011年第四季度，北京甲级写字楼的平均租金达到每月每平方米336.1元，环比增长2.77%。2011年全年，北京市甲级写字楼平均租金262元/平方米/月（建筑面积报价），与上年同期相比上涨55%，整体租金累计上涨超过50%。

2011年，北京市甲级写字楼的空置率在低位徘徊，2011年四季度达到6.1%，环比下调1.2个百分点。甲级写字楼吸纳量为15.4万平方米，环比下降4.9%。另外，除东二环区域外，主要商务区空置率均低于10%。金融街区域空置率为北京市最低值，仅为0.5%。

2011年全年，北京甲级写字楼市场呈现以下几个特点：租金大幅上涨，但速度逐步放缓；写字楼整售市场活跃，内资买家占主导；需求来源更为广泛，且公司选址由于租金成本的上升而日趋分散化。同时，由于核心区域空置面积短缺且租金剧涨，许多大型跨国企业已经选择到非核心区域或更分散地区。

五、基础素质分析

国贸中心自1990年8月30日开业以来，云集了多家国际知名跨国公司、国际顶级零售店，并承接多项国际、国内会议及大型商务活动，接待了许多国家的国家元首、政府首脑、重要国际组织及其常设机构的负责人以及各国商业巨头和社会知名人士等，并取得了良好的经济效益和社会效益。

1999年国贸二期建成后，国贸中心总建筑面积已达到56万平方米。2005年6月，随着国贸三期工程的动工，国贸中心又步入了新的发展阶段。国贸三期工程的建设规模为54万平方米，分两个阶段实施。主体“国贸大厦”建筑规模为28万平方米、高度为330米，是目前北京市最高建筑。国贸三期与国贸一期、

二期自然组合，使国贸总体占地面积达到17公顷，总建筑面积达110万平方米。国贸三期A阶段陆续投入使用，聚集了众多国际国内知名公司、全球500强企业进驻，公司在CBD核心区域的经营规模和整体竞争实力得以进一步提升。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理无重大变动。

七、经营分析

公司营业收入主要来自写字楼、商场、公寓及酒店客房等的租金收入。2011年，公司实现营业收入16.78亿元，同比增长62.00%，主要是2010年8月份以后陆续投入使用的国贸三期（A阶段）写字楼、商城出租率及租金水平稳步提升，以及国贸大酒店客房及餐饮收入增加所致。2011年，公司写字楼、商场、公寓、酒店及展览收入分别占营业收入的41.09%、22.08%、6.55%、20.95%和2.41%。与2010年相比，公司酒店收入占比大幅提高，同比提高11.63个百分点，其他业务占比均有所下降。

表1 公司营业收入构成

项目	收入(万元)		占比(%)	
	2010年	2011年	2010年	2011年
写字楼	44855.27	68954.46	43.30	41.09
商场	25424.32	37048.96	24.54	22.08
公寓	9811.49	10990.38	9.47	6.55
酒店	9654.25	35156.39	9.32	20.95
展览	4277.44	4045.58	4.13	2.41
其他	9571.71	11630.11	9.24	6.93
合计	103594.48	167825.89	100.00	100.00

资料来源：公司年报

表2 公司出租相关情况表（单位：元/平方米/月）

项目	平均租金		平均出租率(%)	
	2010年	2011年	2010年	2011年
写字楼	352.13	382.07	82.83	83.31
商城	852.84	791.98	80.11	90.09
公寓	186.09	192.50	85.61	93.13

资料来源：公司年报。

写字楼方面，国贸大厦的投入运营直接增加公司写字楼可出租面积 8 万多平方米，为保证以合理的租金价格、高效有序地实现空置面积的顺利出租，公司一方面以现有客户资源为立足点，通过内部挖潜，成功实现了众多优质客户的扩租；另一方面，敏锐把握市场变化趋势，及时调整销售重点，吸引了一批实力雄厚的企业入驻国贸大厦。公司写字楼继续以较高的租金水平和优质的服务领先北京市高端写字楼市场。2011 年公司写字楼租赁收入为 6.90 亿元，同比增长 53.73%，主要由于国贸三期写字楼于 2011 年全面开业，公司写字楼实际出租面积增加，同时租金有所上涨所致。2011 年，公司写字楼平均租金为 382.07 元/平方米/月，同比上涨 8.50%；平均出租率为 83.31%，较 2010 年的 82.83% 有所上涨。

在商场租赁业务上，国贸三期 A 阶段商城的全面开业及一期商城部分区域的大面积更新改造，为公司商城租赁业务带来较大挑战。为了提升国贸三期商场的市场关注度和客流量，公司加大宣传力度，并通过对商城公共区域及部分商铺的改造，引进更多经营餐饮、食品的租户，营造更加丰富的商业氛围，从而增加客流量。2011 年公司商场租赁实现收入 3.70 亿元，同比增长 45.72%；平均出租率上升至 90.09%，同比上涨 9.98 个百分点；但受国贸三期 A 阶段开业初期平均租金偏低影响，公司商城全年平均租金为 791.98 元/平方米/月，同比下降 7.14%。

公寓方面，跟踪期内，公司在根据市场情况逐步上调租金的同时，出租率也达公司成立以来最高水平。此外，公司进一步完善服务流程，实现了国贸公寓服务质量的提升。2011 年，公司公寓板块实现营业收入 1.10 亿元，同比增长 12.02%，平均出租率 93.13%，同比上涨 7.52 个百分点，平均租金 192.50 元/平方米/月，同比上涨 3.44%。

国贸大酒店于 2010 年 8 月开业以来，总体经营基本平稳且逐月上升，在客房房价和出租率保持较高水平的同时，还凭借品牌效应及特

色服务，成功举办 800 余场次大型会议及活动，并获得“2011 年世界旅游行业大奖——最佳会展酒店”、“时尚旅游中国旅游金奖——最佳商务酒店”、“第八届中国酒店‘金枕头’奖——2011 年度中国十大最受欢迎新开业酒店”等 13 个奖项。2011 年全年，公司酒店业务实现营业收入 3.52 亿元，同比增长 264.15%，全年平均出租率为 50.87%，平均租金为 2116.29 元/间夜。

2011 年，展览业务市场竞争较为激烈，公司全年实现收入 0.40 亿元，同比下降 5.42%，平均出租率为 49.76%。

2012 年前三季度，公司实现营业收入、利润总额、净利润分别为 14.60 亿元、3.86 亿元和 2.89 亿元，分别同比增长 22.07%、133.94%、133.06%，主要因国贸三期写字楼、商城出租率及公司各投资性物业租金水平稳步提升，以及国贸大酒店客房及餐饮收入增加所致。

综合看，公司的写字楼、商场及公寓租赁区位优势和品牌优势明显；展览租赁市场有待改善。跟踪期内，国贸三期 A 阶段的全面开业，促使写字楼、商场及酒店收入大幅增长，带动公司营业规模及利润增幅明显。

八、募集资金使用情况

公司于 2005 年 12 月发行 10 亿元 10 年期公司债券（05 国贸债），筹集资金全部用于国贸三期工程的建设。国贸三期工程的建设分为 A、B 两个阶段，A 阶段总建筑面积为 29.7 万平方米，由主塔楼和裙楼组成，设有高档写字楼、超五星级酒店、商业、餐饮、影院和大宴会厅等，已于 2010 年 8 月完成竣工验收备案；募集资金已使用完毕。

国贸三期 B 阶段项目是公司继 2010 年 8 月 30 日正式投入使用的三期 A 阶段之后的又一重要建设发展项目，设计内容包括购物中心、写字楼、酒店、文化休闲娱乐设施等。国贸三期 B 阶段工程建设已于 2012 年 5 月 9 日举行启动仪式，目前正在进行场地平整及土方施工工

作，但具体方案及总投资情况尚未明确。

九、财务分析

公司 2009~2011 年度财务报表经普华永道中天会计师事务所有限公司审计，并出具标准无保留意见的审计结论。2012 年三季度财务数据未经审计。

截至 2011 年底，公司资产总额为 94.25 亿元，负债总额 49.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益 0.01 亿元）44.44 亿元；2011 年度公司实现营业收入 16.78 亿元，利润总额 2.61 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 93.86 亿元，负债总额 47.84 亿元，所有者权益 46.02 亿元（含少数股东权益 0.01 亿元）；2012 年前三季度公司实现营业收入 14.60 亿元，利润总额 3.86 亿元。

1. 盈利能力

2011 年公司实现营业收入 16.78 亿元，同比增长 62.00%，实现利润总额和净利润分别为 2.61 亿元和 1.95 亿元，分别同比增长 60.83%、60.51%，主要是国贸三期 A 阶段在 2011 年全面运营后带来的销售收入增加所致。2011 年公司营业利润率由 38.81% 降至 34.89%。2011 年公司期间费用同比增长 34.28%，其中管理费用同比下降 49.86%，主要因上年同期管理费用包括国贸三期 A 阶段项目开业前费用；财务费用同比增长 164.87%，国贸三期 A 阶段项目达到可使用状态后，发生的相应借款费用停止资本化，计入当期费用，从而使财务费用大幅增长。2011 年，公司期间费用占营业收入由上年的 23.18% 降至 19.21%。从盈利指标分析，2011 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.91% 和 2.80% 上升为 4.98% 和 4.38%。

受益于国贸三期写字楼、商城出租率及公司各投资性物业租金水平稳步提升，以及国贸大酒店客房及餐饮收入增加，公司 2012 年前三季度营业收入同比增长 22.07%，营业利润率增

至 41.72%；期间费用同比增长 18.51%，占营业收入的比重降至 17.04%。2012 年前三季度，公司投资收益及营业外收入均有较大增幅，主要来自理财产品投资收益以及收到的违约罚款收入、政府补助等，投资收益及营业外收入合计 0.28 亿元，占同期利润总额的 7.14%。2012 年前三季度，公司实现利润总额及净利润分别为 3.86 亿元和 2.89 亿元，分别同比增长 133.94% 和 133.06%。

总体分析，跟踪期内，随着国贸三期 A 阶段进入稳定运营，其写字楼、商城出租率稳步提升，同期，国贸大酒店客房及餐饮收入不断增加，公司营业收入及净利润均实现大幅增长，公司盈利能力有所增强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2011 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 16.02 亿元，同比上升 59.83%。公司现金收入比变动较小，2011 年为 95.47%。2011 年，公司收到其他与经营活动有关的现金同比增长 88.38%，至 1.43 亿元，主要来自国贸三期租赁押金及意向金的增长。公司 2011 年经营活动现金流入合计 17.45 亿元，同比增长 61.83%。2011 年公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 52.47%，占主营业务成本的比例由 27.99% 降至 24.76%；同期，公司支付其他与经营活动有关的现金同比增长 39.08%，主要为水电采暖费及广告费的现金流出增加所致。公司 2011 年经营活动现金流出合计 8.96 亿元，现金流量净额 8.49 亿元，同比分别增长 40.27% 和 93.19%。

投资活动方面，2011 年，公司将闲置资金用于购买理财产品，从而使投资支付的现金及收回投资收到的现金大幅增长。随着国贸三期工程的完工，公司固定资产投入减少，2011 年用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 2.46 亿元，同比下降 35.64%。2011 年，公司投资活动产生的现金仍表现为净流出，净流出金额为 2.43 亿元。公司筹资活动

前现金流量净额为 6.06 亿元，短期内，公司对外融资需求下降。

筹资活动方面，2011 年，公司经营活动获得现金增加，而投资活动现金净流出规模减少，公司对外融资需求下降，公司筹资活动现金流入规模同比下降 85.15%，现金流出同比下降 14.85%，筹资活动现金净流出 4.26 亿元，净流出规模同比大幅增加。

2012 年前三季度，公司租金及酒店餐饮收入增加，且现金收入质量有所提高（现金收入比升至 100.61%），公司经营活动现金流入量同比增长 26.04%，为 15.49 亿元，净流量为 7.68 亿元，同比增长 22.29%。投资方面，公司 2012 年前三季度，公司将闲置资金投资于理财产品，由于公司对理财产品买入及卖出操作较为频繁，从而使公司投资支付的现金及收回投资收到的现金金额较大，分别为 17.90 亿元和 14.75 亿元（截至 2012 年 9 月底，理财产品余额 3.15 亿元，计入其他流动资产），公司投资活动现金净流量为 -4.94 亿元，净流出规模为 2011 年全年的 203.44%。公司筹资活动前现金净流量为 2.74 亿元。2012 年前三季度，公司未增加新的借款，筹资活动现金表现为净流出，金额为 5.78 亿元，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

总体分析，跟踪期内，公司经营性现金流大幅增长，投资活动现金净流出减少，公司现金较充裕，短期内对外融资需求下降。

3. 资本及债务结构

截至 2011 年底，公司合并资产总额 94.25 亿元，同比增长 0.17%，其中流动资产 6.35 亿元（在资产总额中占 6.73%），同比增长 62.97%；非流动资产 87.90 亿元（在资产总额中占 93.27%），同比下降 2.54%。

公司流动资产以货币资金（占 66.34%）及应收账款（25.02%）为主。受益于租金及酒店餐饮等收入增加，公司货币资金同比大幅增长 74.23%，截至 2011 年底，公司货币资金为 4.21

亿元，其中银行存款占 99.81%，现金占 0.19%。截至 2011 年底，公司应收账款为 1.59 亿元，同比增长 95.18%，主要因国贸三期 A 阶段物业出租率提高从而使应收租金增加所致。公司应收账款账龄全部为一年以内，账龄短，回收风险较小，公司未计提坏账准备；公司应收账款集中度较低，2011 年底前五名欠款客户欠款金额合计占比为 3.51%。随着国贸三期 A 阶段工程完工，公司预付工程款及材料采购款等减少，截至 2011 年底，公司预付款项为 0.18 亿元，同比下降 45.54%。受公司经营性质影响，公司存货余额较少，2011 年底为 0.29 亿元，主要为维修材料及酒店营业物料。

公司非流动资产以投资性房地产（占 61.51%）、固定资产（占 16.54%）、无形资产（占 14.82%）及在建工程（占 3.74%）为主。公司以写字楼、商场及公寓等的出租为主业，投资性房地产为公司主要资产构成。截至 2011 年底，公司投资性房地产原值 76.31 亿元，主要为房屋及建筑物和机器设备，截至 2011 年底，公司投资性房地产累计折旧 22.34 亿元，账面价值为 54.07 亿元。截至 2011 年底，公司固定资产原值 16.97 亿元，累计折旧 2.43 亿元，固定资产净额 14.54 亿元。公司在建工程主要为国贸三期 B 阶段工程以及国贸三期 A 阶段装修工程，截至 2011 年底为 3.29 亿元，同比增长 31.22%，主要因国贸三期 B 阶段工程投入增加所致。公司无形资产主要为土地使用权，截至 2011 年底为 13.03 亿元，同比变动较小。

截至 2012 年 9 月底，公司资产仍以非流动资产为主，占资产总额 93.03%。除公司以货币资金购买理财产品（计入其他流动资产）及国贸三期 B 阶段投入继续增加从而使在建工程余额大幅增加外，公司其他资产余额较 2011 年底变动均较小。

截至 2011 年底，公司流动负债 8.05 亿元，同比增长 1.62%，在负债总额中占比为 16.15%；非流动负债 41.76 亿元，同比下降 2.34%，占比为 83.85%，公司负债结构较 2010 年变动较小。

公司对外融资目前以长期借款为主，截至 2011 年底，公司短期借款余额为零，流动负债构成以其他应付款为主。截至 2011 年底，其他应付款余额为 6.50 亿元，主要为应付工程及设备款、应付租户押金及意向款；从金额看，随着国贸三期 A 阶段的完工投入使用，公司应付工程款及设备款同比下降 40.39%，至 1.98 亿元，应付租户押金及意向款同比增长 38.11%，至 3.37 亿元。公司非流动负债主要为长期借款及应付债券，截至 2011 年底分别为 31.76 亿元和 10.00 亿元；2011 年，公司经营活动获得现金大幅增长，公司偿还部分借款，从而使长期借款同比下降 3.05%。

截至 2011 年底，公司所有者权益 44.44 亿元，较上年增长 2.39%，归属于母公司所有者权益合计 44.43 亿元，其中股本占 22.67%、资本公积占 42.15%、盈余公积占 9.42%、未分配利润占 25.76%。所有者权益构成变动不大，权益稳定性较好。

从债务指标分析，截至 2011 年底，公司债务总额为 41.76 亿元，全部为长期债务。2011 年底公司资产负债率由 2010 年底的 53.86% 降至 52.85%；公司全部债务资本化比率由 2010 年底的 49.62% 降至 48.44%，公司债务负担有所下降。

截至 2012 年 9 月底，公司债务总额为 38.76 亿元，较 2011 年底下降 7.18%，全部为长期债务。公司资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降，分别为 50.97% 和 45.72%。

总体分析，公司资产质量较好，以非流动资产为主，流动性一般；公司负债结构与资产构成相匹配；跟踪期内，公司债务负担有所下降。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2011 年底，公司流动比率与速动比率分别为由 2010 年底的 49.18% 和 45.91% 上升至 78.87% 和 75.26%，2012 年 9 月底为 72.10% 和 68.59%。2011 年公

司经营活动现金流入增长较快，经营现金流动负债比由 2010 年底的 55.48% 上升至 105.48%。总体看，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债指标看，2011 年公司 EBITDA 为 8.36 亿元，同比增长 86.97%。EBITDA 利息倍数由 2010 年的 2.08 倍上升至 3.56 倍，全部债务/EBITDA 由 2010 年底的 9.56 倍降至 4.99 倍。跟踪期内，公司长期偿债能力有所提升。

2011 年公司经营活动现金流入量为 17.45 亿元，为“05 国贸债”的 1.74 倍；经营活动现金流量净额为 8.49 亿元，为“05 国贸债”的 0.85 倍。2011 年公司 EBITDA 为 8.36 亿元，为“05 国贸债”的 0.84 倍。公司经营活动现金流量对“05 国贸债”的保障能力较好。

截至 2012 年 9 月底，公司无对外担保。

“05 国贸债”由中国建设银行股份有限公司（以下简称“建设银行”）授权建行北京分行提供担保，本期债券实际担保人为建设银行。经联合资信对建设银行的评级，建设银行主体长期信用等级为 AAA，担保实力强，有效提升债券本息偿付的安全性，“05 国贸债”到期不能还本付息的风险极低。

5. 抗风险能力

公司主要从事高档甲级写字楼、商城、公寓等设施的出租及管理，公司写字楼及商城等品牌及区域优势明显，租金及出租率不断上升，酒店及餐饮业的稳定经营成为公司新的增长点，基于对公司经营及财务风险的分析，公司抗风险能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司“05 国贸债”的信用等级为 AAA。

附件 1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	18394.39	24163.82	42099.59	51.29	11665.13
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	1652.59	8133.72	15875.73	209.94	16073.45
预付款项	2968.10	3270.79	1781.43	-22.53	2021.59
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1474.85	780.41	797.33	-26.47	1010.14
存货	1265.69	2590.22	2904.11	51.48	3187.89
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					31500.00
流动资产合计	25755.61	38938.96	63458.17	56.97	65458.19
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	396.92	421.32	450.16	6.50	484.88
投资性房地产	203510.67	563171.98	540736.60	63.00	529324.10
固定资产	4929.36	150187.91	145433.22	443.17	141417.11
在建工程	423782.85	25084.28	32916.53	-72.13	46498.22
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	224716.85	131791.76	130250.17	-23.87	127861.48
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	12175.49	29051.93	26782.22	48.31	25085.66
递延所得税资产	1347.99	2207.45	2467.98	35.31	2490.06
其他非流动资产					
非流动资产合计	870860.14	901916.63	879036.88	0.47	873161.51
资产总计	896615.75	940855.59	942495.06	2.53	938619.70

附件 2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	25000.00			-100.00	
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	2079.40	2432.94	1906.99	-4.24	1236.34
预收款项	2466.02	4896.73	5029.23	42.81	5325.91
应付职工薪酬	2422.45	3819.93	4441.80	35.41	3483.69
应交税费	1646.53	1626.26	3585.76	47.57	4309.52
应付利息	475.08	523.67	508.77	3.48	3956.90
应付股利					
其他应付款	59432.79	65875.30	64986.09	4.57	72478.13
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	93522.27	79174.83	80458.65	-7.25	90790.50
非流动负债：					
长期借款	267000.00	327603.00	317603.00	9.07	287603.00
应付债券	100000.00	100000.00	100000.00		100000.00
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计	367000.00	427603.00	417603.00	6.67	387603.00
负债合计	460522.27	506777.83	498061.65	4.00	478393.50
所有者权益：					
实收资本(或股本)	100728.25	100728.25	100728.25		100728.25
资本公积	187251.86	187251.86	187251.86		187251.86
减：库存股					
盈余公积	38747.74	39939.56	41870.61	3.95	41870.61
未分配利润	109240.93	106024.99	114444.05	2.35	130251.11
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	435968.78	433944.66	444294.77	0.95	460101.83
少数股东权益	124.70	133.10	138.63	5.44	124.37
所有者权益合计	436093.48	434077.76	444433.41	0.95	460226.20
负债和所有者权益总计	896615.75	940855.59	942495.06	2.53	938619.70

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	87118.78	103594.48	167825.89	38.79	146008.64
减: 营业成本	33577.68	58005.65	99954.68	72.53	76863.45
营业税金及附加	4441.59	5382.67	9320.81	44.86	8234.07
销售费用	1727.91	3416.43	4512.13	61.60	3335.53
管理费用	9170.12	12490.48	6262.25	-17.36	4807.08
财务费用	-107.54	8105.23	21468.25		16734.44
资产减值损失	-2.00		80.00		
加: 公允价值变动收益					
投资收益	28.58	24.40	276.41	210.99	900.12
其中: 对合营企业投资收益	28.58	24.40	28.84	0.46	34.72
汇兑收益					
二、营业利润	38339.61	16218.43	26504.18	-16.86	36934.18
加: 营业外收入	976.00	259.98	250.57	-49.33	1853.22
减: 营业外支出	591.75	257.15	666.07	6.09	202.35
其中: 非流动资产处置损失	556.88	172.81	404.51	-14.77	171.10
三、利润总额	38723.85	16221.26	26088.68	-17.92	38585.05
减: 所得税费用	9720.81	4087.52	6612.49	-17.52	9637.58
四、净利润	29003.04	12133.74	19476.19	-18.05	28947.47
其中: 归属于母公司的净利润	28955.20	12077.83	19415.66	-18.11	28901.73
少数股东损益	47.84	55.90	60.53	12.48	45.74

附件 4 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	85892.32	100243.87	160216.38	36.58	146899.88
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	1686.92	7579.83	14279.02	190.94	8029.74
经营活动现金流入小计	87579.24	107823.70	174495.41	41.15	154929.63
购买商品、接受劳务支付的现金	9551.02	16235.01	24753.23	60.99	19263.61
支付给职工以及为职工支付的现金	10864.17	16947.48	20663.39	37.91	18350.73
支付的各项税费	20966.26	14926.33	22254.96	3.03	23422.10
支付其他与经营活动有关的现金	10820.39	15784.87	21954.23	42.44	17085.20
经营活动现金流出小计	52201.84	63893.69	89625.81	31.03	78121.64
经营活动产生的现金流量净额	35377.40	43930.01	84869.60	54.89	76807.99
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金			48000.00		147500.00
取得投资收益收到的现金					
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	11.35	20.70	13.26	8.06	7.22
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金			247.57		841.84
投资活动现金流入小计	11.35	20.70	48260.82	6420.55	148349.07
购建固定资产、无形资产等支付的现金	63036.53	38153.43	24555.43	-37.59	18774.27
投资支付的现金			48000.00		179000.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	63036.53	38153.43	72555.43	7.28	197774.27
投资活动产生的现金流量净额	-63025.18	-38132.73	-24294.60	-37.91	-49425.20
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	86000.00	60603.00	9000.00	-67.65	
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	86000.00	60603.00	9000.00	-67.65	
偿还债务支付的现金	25000.00	25000.00	19000.00	-12.82	30000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	34213.49	35616.37	32616.21	-2.36	27821.73
支付其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流出小计	59213.49	60616.37	51616.21	-6.64	57821.73
筹资活动产生的现金流量净额	26786.51	-13.37	-42616.21		-57821.73
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-21.01	-14.48	-23.03	4.71	4.48
五、现金及现金等价物净增加额	-882.27	5769.43	17935.76		-30434.46
加: 期初现金及现金等价物余额	19276.66	18394.39	24163.82	11.96	42099.59
六、期末现金及现金等价物余额	18394.39	24163.82	42099.59	51.29	11665.13

附件 5 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年
1、将净利润调为经营活动现金流量：			
净利润	29003.04	12133.74	19476.19
加：资产减值准备	-2.00		80.00
固定资产折旧及其他	11306.02	18904.91	33104.11
无形资产摊销		469.92	784.03
长期待摊费用摊销	407.47	1023.84	2246.43
处置固定资产、无形资产等损失	552.59	163.39	401.50
固定资产报废损失			
公允价值变动损失			
财务费用	21.01	8125.89	21433.33
投资损失	-28.58	-24.40	-276.41
递延所得税资产减少	-703.20	-859.45	-260.54
递延所得税负债增加			
待摊费用减少			
预提费用增加			
存货的减少	-387.61	-1324.54	-313.89
经营性应收项目的减少	-1710.07	-7749.60	-6676.64
经营性应付项目的增加	-3081.27	13066.31	14871.47
其他			
经营活动产生的现金流量净额	35377.40	43930.01	84869.60
2、无现金收支的重大投资筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净变动情况：			
现金的期末余额	18394.39	24163.82	42099.59
减：现金的期初余额	19276.66	18394.39	24163.82
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	-882.27	5769.43	17935.76

附件 6 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	52.72	12.74	10.57	19.65	--
存货周转次数(次)	26.53	22.39	34.42	29.23	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.11	0.18	0.14	--
现金收入比(%)	98.59	96.77	95.47	96.48	100.61
盈利能力					
营业利润率(%)	56.36	38.81	34.89	40.36	41.72
总资本收益率(%)	5.80	3.91	4.98	4.82	--
净资产收益率(%)	6.65	2.80	4.38	4.36	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	45.70	49.62	48.44	48.25	45.72
全部债务资本化比率(%)	47.34	49.62	48.44	48.58	45.72
资产负债率(%)	51.36	53.86	52.85	52.85	50.97
偿债能力					
流动比率(%)	27.54	49.18	78.87	59.70	72.10
速动比率(%)	26.19	45.91	75.26	56.64	68.59
经营现金流动负债比(%)	37.83	55.48	105.48	76.95	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.65	2.08	3.56	2.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.77	9.56	4.99	6.92	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.07	0.01	0.15	0.06	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	--	0.71	2.83	--	--

附件 7 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 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%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 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	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
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

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

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 8 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务