

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 908 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
二零一四年六月二十五日



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- 2015/12/23	AAA	AAA

跟踪评级时间：2014 年 6 月 25 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	4.21	4.44	4.24
资产总额(亿元)	94.25	93.71	93.21
所有者权益合计(亿元)	44.44	46.96	48.60
长期债务(亿元)	41.76	38.26	36.00
全部债务(亿元)	41.76	38.26	36.00
营业收入(亿元)	16.78	19.80	20.50
利润总额(亿元)	2.61	5.12	4.35
EBITDA(亿元)	8.57	11.13	10.18
经营性净现金流(亿元)	8.49	9.80	10.97
营业利润率(%)	34.89	41.43	42.61
净资产收益率(%)	4.38	8.16	6.70
资产负债率(%)	52.85	49.89	47.86
全部债务资本化比率(%)	48.44	44.90	42.55
流动比率(%)	78.87	78.19	72.50
全部债务/EBITDA(倍)	4.87	3.44	3.53
EBITDA 利息倍数(倍)	3.35	4.30	3.97
经营现金流动负债比(%)	105.48	115.44	127.50

分析师

车 飞 董蓁洋
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，中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”）三期A阶段物业资产自投入使用以来运营稳定，核心商圈写字楼业务需求基本保持良好态势，但受北京市房地产政策及相关消费政策的影响，公司所涉及的高端零售及酒店等房产物业市场需求呈现一定下滑态势。国贸三期B阶段项目进展顺利，未来有望成为公司新的增长点，届时公司在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，北京市核心商圈写字楼供应量有限，公司写字楼业务受房地产政策调控影响小，整体需求基本保持良好态势。
2. 公司经营活动现金流入量对存续期内“05 国贸债”保护能力较强。
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. 受到房地产政策及相关消费政策的影响，公司所涉及的高端零售及酒店等房产物业市场需求呈现一定下滑态势。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与中国国际贸易中心股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中国国际贸易中心股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因中国国际贸易中心股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由中国国际贸易中心股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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“05 国贸债”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 2013 年底，公司股本 10.07 亿元，其中国贸有限公司持股 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 2013 年底，公司资产总计 93.21 亿元，所有者权益合计 48.60 亿元（其中包含少数股东权益 0.01 亿元）；2013 年，公司实现营业收入 20.50 亿元，利润总额 4.35 亿元。

公司注册地址：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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；

从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。

人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显。

2013年11月召开的中共十八届三中全会(以下简称“全会”),审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,内容涵盖15个领域、60项具体任务,改革总体目标清晰;其中经济体制改革方面,市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”,更加明确深化改革的发展方向,将进一步激发市场经济的活力。

总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标,将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

区域经济环境

根据《北京市2013年国民经济和社会发展统计公报》,经初步核算,北京市2013年实现地区生产总值19500.6亿元,比上年增长(下同)7.7%。其中,第一产业增加值161.8亿元,增长3%;第二产业增加值4352.3亿元,增长8.1%;第三产业增加值14986.5亿元,增长7.6%。

2013年全年北京市居民消费价格比上年上涨3.3%,涨幅与上年持平。其中,食品价格上

涨4.7%,非食品价格上涨2.7%;消费品价格上涨1.9%,服务项目价格上涨5.5%。2013年北京城镇居民人均可支配收入达到40321元,比上年增长10.6%;扣除价格因素后,实际增长7.1%。农村居民人均纯收入达到18337元,比上年增长11.3%;扣除价格因素后,实际增长7.7%。

固定资产投资及房产开发方面,2013年北京市完成全社会固定资产投资7032.2亿元,比上年增长8.8%。其中,国有控股单位完成投资4156.8亿元,比上年增长4.6%;民间投资完成2419.5亿元,比上年增长15.9%。全年完成房地产开发投资3483.4亿元,比上年增长10.5%。其中住宅投资1724.6亿元,增长5.9%;写字楼投资611.7亿元,增长59%;商业、非公益用房及其他投资1147.1亿元,增长0.6%。2013年北京商品房施工、竣工、销售、待售面积分别为13886.9万平方米、2666.4万平方米、1903.1万平方米、1861.4万平方米,分别较上年增长5.8%、11.5%、-2.1%、-2.6%。

总体看,北京作为一线城市及政治中心,经济体量庞大,经济增长稳定,由于房产调控、房产价格过高等因素,房地产市场增长放缓。

行业运行情况

从房地产行业整体看,2013年,北京市商品房施工面积为13886.9万平方米,比上年增长(下同)5.8%。其中,住宅施工面积为7406.9万平方米,下降1.4%;写字楼为2114.1万平方米,增长23.5%;商业、非公益用房及其他为4365.9万平方米,增长11.9%。2013年,北京市商品房新开工面积为3577.5万平方米,比上年增长11%。其中,住宅新开工面积为1736.5万平方米,增长6.7%;写字楼为671.4万平方米,增长25.1%;商业、非公益用房及其他为1169.6万平方米,增长10.4%。商品房竣工面积2666.4万平方米,增长11.5%。其中,住宅竣工面积为1692万平方米,增长11.1%;写字楼为273.1万平方米,增长20.4%;商业、非公益用房及其他为701.3万平方米,增长9.3%。

跟踪期内,北京写字楼市场分化明显,一方面写字楼销售市场由于持续的住宅市场限购政策,挤压出大量投资性需求,转投向不限购

的商业地产，促进销售类型写字楼量价齐升。另外一方面，写字楼租赁市场由于受经济疲软和企业搬迁等影响，租赁类型写字楼租金首次进入下降通道。北京写字楼租金经历了 2010 年 29%、2011 年 55% 和 2012 年 24% 的暴涨，2013 年北京甲级写字楼租金四年来首次出现下跌，标志着北京写字楼租金飙涨的时代正式结束。分析原因主要是写字楼市场持续的供应不足得到缓解，而过高的租金超过了实体经济的承受能力，随着 2013 年经济疲软，一些企业预算收紧开始搬离中心区域。根据中国写字楼研究中心（CORC）的最新统计数据，截止 2013 年 12 月，北京写字楼市场平均售价 38033 元/平方米（建筑面积报价），与 2012 年同比上涨 12.9%；平均租金 305 元人民币/平方米/月（建筑面积报价），与 2012 年同比下降 6.2%；平均空置率 11.6%，与 2012 年同比上升 18.3%。

从市场供给来看，据统计局数据，北京前十月的写字楼投资额高达 468.3 亿元，同比增长 45.2%。在 2013 年的前十月中，写字楼的施工面积为 1870.4 万平方米、新开工面积 445.5 万平方米、竣工面积 121.9 平方米，同比增长均超过 20%。中国写字楼研究中心（CORC）调查显示，2013 年写字楼市场新增供应达 142 万平方米，较 2012 年增长 13.6%。从供应结构上看，主要集中于非核心商圈，如丰台、大兴、朝阳、海淀的外延区等，土地供应的外围化也为将来写字楼外围化发展奠定了基础。

从市场供需来看，写字楼市场整体吸纳量为 162 万平方米，较 2012 年减少 9.5%。其中以金融保险、汽车、IT、传媒、制造业、医药生物和投资公司的需求最为强劲。从产品结构和分布来看，核心区高品质写字楼产品租售两旺。同时，由于核心区项目可租赁可销售面积有限，成本高企，投资租赁需求外迁至非核心商圈和新的商务中心的趋势得以延续，一些知名跨国公司和国内企业向非核心区域的搬迁或扩张，带动企业独栋、总部基地以及产业园区的独栋产品日趋活跃。从商圈分布来看，除

CBD、金融街、中关村三大商圈继续保持传统优势外，目前石景山、望京、总部基地也有不俗表现，同时新兴商圈也迎来写字楼投资建设热潮，亦庄、通州都在积极拓展新的市场。

零售业地产市场方面，受奢侈品销售放缓影响，奢侈品品牌继续收缩其扩张计划，导致其对高档购物中心的租赁需求有限；同时，快时尚品牌和中档品牌租户在租赁市场表现活跃，餐饮及娱乐业租户继续扩张，对优质零售物业仍有较强的需求。2013 年北京购物中心竣工面积非常有限，全年北京购物中心竣工面积为 208500 平方米，是 2006 年以来的最低点。核心零售物业市场的空置率也同时跌至十三年来新低，第四季度，核心零售物业市场的空置率环比再次降低 1.5 个百分点，跌至 4.0%，是自 2000 年一季度以来的第二最低点。但购物中心总体租金水平仍保持稳定。高端公寓租赁市场需求增长开始放缓，但受到普通住宅租金强势上涨的支持，租金水平保持稳定。

总体看，虽宏观经济环境有所企稳，但受到房地产政策及相关消费政策的影响，公司所涉及的高端零售及酒店等房产物业市场需求呈现一定下滑态势，同时，限购政策将部分投资需求转向商业地产、核心商圈写字楼供应量有限等因素导致核心商圈的写字楼等物业需求基本保持良好态势。

五、基础素质分析

国贸一期自 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，1999 年国贸二期建成后，中国国际贸易中心（由公司和控股股东国贸有限公司共同拥有，以下简称“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。国贸三期A阶段工程已于2010年8月30日建成并投入运营，主体“国贸大厦”建筑规模为29.7万平方米、高度为330米。国贸三期与国贸一期、二期自然组合，使国贸中心总体占地面积达到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，公司在管理体制、管理制度及高管情况方面无重大变化。

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。2013年，公司收入合计20.50亿元，同比增长3.55%，增速有所放缓。其中，受高端百货需求低迷，公司商场租赁业务收入增速放缓，酒店业务收入出现了一定程度的下滑，2013年同比下滑程度为4.99%；跟踪期内，公司拟对国贸展厅进行改建，自2013年3月1日起国贸展厅停止对外出租，展厅租金收入有所减少。2013年，写字楼、商场、酒店、公寓收入分别占营业收入48.07%、20.73%、18.29%、6.26%，其中酒店收入比重大幅下滑。

2013年，公司实现营业成本10.62亿元，折旧摊销、员工成本及能源费分别占比34.04%、21.18%、11.22%，由于人工成本增长迅速，2013年公司员工成本同比提升6.11%，其他成本项目基本保持稳定。

表1 公司营业收入构成

项目	收入(万元)		占比(%)	
	2012年	2013年	2012年	2013年
写字楼	87023.33	98546.00	43.95	48.07
商场	41996.69	42502.25	21.21	20.73
公寓	12206.71	12840.41	6.17	18.29
酒店	39468.25	37497.98	19.93	6.26
展览	4734.35	--	2.39	--
其他	12565.71	13628.26	6.35	6.65
合计	197995.04	205014.90	100.00	100.00

写字楼	87023.33	98546.00	43.95	48.07
商场	41996.69	42502.25	21.21	20.73
公寓	12206.71	12840.41	6.17	18.29
酒店	39468.25	37497.98	19.93	6.26
展览	4734.35	--	2.39	--
其他	12565.71	13628.26	6.35	6.65
合计	197995.04	205014.90	100.00	100.00

资料来源：公司2013年年报

注：2013年展览收入在其他项核算

写字楼租赁业务方面，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。受到北京市房地产市场的影响，公司写字楼业务发展保持三年持续上升后，出现了放缓迹象，但由于2013年北京市核心商圈高档写字楼供应量有限，跟踪期内写字楼业务需求状况基本保持良好态势。虽部分写字楼出租率下滑，但写字楼整体空置率进一步下降，租金也呈现不同程度的提升。2013年国贸一期、二期、三期租金分别为445元/平方米/月、464元/平方米/月、513元/平方米/月；其中一期租金涨幅程度最大，达到16.80%，二期及三期同比涨幅分别达到6.42%、9.38%。从全年平均出租率来看，跟踪期内，国贸一期及二期出租率同比略有下滑，而三期的出租率同比提升9.7个百分点，整体看，一、二期平均出租率始终保持较高水平，三期写字楼开业以来，出租率逐年快速提升，现已超过一、二期水平。

跟踪期内，受到高端消费需求减缓的制约，商场租赁业务增速放缓，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，建立商城会员管理系统等，提高国贸商城的吸引力并增加收入。国贸一期及三期商场平均出租率分别提升1.4个百分点、5个百分点；国贸一、二期的商场租金虽有增长，但增幅不大，三期租金下降5.33%。未来，随着国贸三期A段的持续运营及B段工程的投产运营，公司商场整体出租价格及收入有望实现进一步提升。

公寓及酒店方面，截至2013年底，国贸公

寓平均可出租面积 50092 平方米，平均已出租面积 45436 平方米，2013 年租金 229 元/平方米/月，同比提升 7.01%，出租率 90.7%，同比下滑 2.2 个百分点。国贸大酒店现有 278 间客房，客房面积均大于 55 平方米。2013 年平均价格

为 2095 元/间夜，同比下降 3.23%，入住率也由 2012 年 56.4% 下降为 53.7%。跟踪期内，国内倡导厉行节约的消费及差旅方式对国贸大酒店业务运营造成一定影响，价格及入住率均有所下降。

表 2 公司物业资产租金及出租率情况

		平均租金(元/平方米/月)			平均出租率 (%)		
		2012 年	2013 年	变动率	2012 年	2013 年	变动率
写字楼	一期	381	445	16.80	97.1	95.6	-1.5
	二期	436	464	6.42	98.5	95.2	-3.3
	三期	469	513	9.38	87.0	96.7	9.7
公寓		214	229	7.01	92.9	90.7	-2.2
商场	一期	1004	1085	8.07	97.0	98.4	1.4
	二期	900	968	7.56	99.7	99.7	0.0
	三期	582	551	-5.33	93.5	98.5	5.0
国贸大酒店 (元/间夜)		2165	2095	-3.23	56.4	53.7	-2.7

资料来源：公司 2013 年年报

下属子公司方面，跟踪期内，公司子公司国贸物业酒店管理有限公司（主要从事写字楼、高档公寓、高档综合物业项目及酒店项目的管理服务，以下简称“国贸物业”）及参股公司北京时代网星科技有限公司（主要为写字楼、公寓、高档商住楼宇的客户提供互联网接入及相关配套服务，以下简称“时代网星”）保持正常经营。截至 2013 年底，国贸物业拥有各类管理项目 57 个，其中物业项目 36 个，酒店管理及咨询服务类项目 21 个，但由于国贸写字楼、商城等租户相对稳定，国贸物业相关的有偿机电服务收入出现显著下滑。2013 年，国贸物业实现营业收入 12697 万元，同比降低 6.1%，实现净利润 1204 万元，同比下降 11.4%。

跟踪期内，时代网星继续通过挖掘现有客户潜在需求，提供增值服务，达到稳定收入的目标，同时通过优化带宽资源，提高复用比值，降低贷款成本。但受市场同类产品价格竞争的影响，收入增长趋势缓慢。跟踪期内，该公司实现营业收入 1919 万元，同比增长 0.9%；实现净利润 77.0 万元，同比增长 19.3%。

从经营效率来看，2013 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均同比有所提升，分别为 12.82 次、36.41 次及 0.22 次，整体经营效率良好。

公司当前主要在建项目为国贸三期 B 阶段工程。B 阶段项目位于国贸三期建设用地东侧，北到光华路，东临三环辅路，南至国贸二期用地，西边与已建成的国贸三期 A 阶段项目相邻，建设用地面积约 2 万平方米，建设规模约 23 万平方米，包括一座高度约 288 米的主塔楼和配楼以及商业裙楼，设计内容包括购物中心、写字楼、酒店、文化休闲娱乐设施等。B 阶段项目总投资额预算约为 47 亿元，预计 2016 年 7 月全面竣工开业。跟踪期内，国贸三期 B 阶段工程用于建安投资、拆迁补偿等支出共计 2.3 亿元。截至 2013 年底，国贸三期 B 阶段工程土地、建安投资、拆迁补偿等累计前期投入为 16.3 亿元。目前该项目已经完成基坑支护及土方工程，正在进行底板混凝土浇筑施工。

总体看，跟踪期内，房地产政策调控及抑制高端消费等因素，对公司高档酒店、商场等

物业经营业务产生一定程度的影响，部分物业资产租金及出租率等指标有所下降，但由于公司所处的北京核心商圈，写字楼等物业资产始终保持基本良好的市场需求状况，国贸三期 A 段开业以来整体运营情况向好，带动收入及利润规模提升。未来，国贸三期 B 阶段的投入运营将进一步提升公司整体竞争实力。

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，截至 2013 年底，国贸三期 B 阶段工程土地、建安投资、拆迁补偿等累计前期投入为 16.3 亿元。

九、财务分析

公司 2012 年及 2013 年财务报表经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见。2013 年，公司财务数据合并范围增加一家“北京国贸国际会展有限公司”，为 2013 年公司新设立的全资子公司。财务合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2013 年底，公司资产总计 93.21 亿元，所有者权益合计 48.60 亿元（其中包含少数股东权益 0.01 亿元）；2013 年，公司实现营业收入 20.50 亿元，利润总额 4.35 亿元。

1. 盈利能力

2013 年公司营业收入及营业成本分别为 20.50 亿元、10.62 亿元，分别同比提升 3.55%、及 1.29%。成本中比重较大的折旧摊销、员工成本分别同比提升 1.96%、6.11%。

跟踪期内，由于公司债务规模不断缩减，财务费用同比下滑 20.55%，2013 年三项期间费用合计占营业收入 14.23%。跟踪期内，公司成本、费用的控制情况较好。

非经常性损益方面，由于跟踪期内公司对其拥有的投资性房地产计提了 0.26 亿元的减值准备导致资产减值损失增加；2013 年营业外支出增至 1.38 亿元，主要系 2013 年度公司拟对国贸展厅、东写字楼等进行改建，对原国贸展厅地上部分、东写字楼进行拆除，相关投资性房地产和固定资产报废损失合计金额为 1.15 亿元。非流动资产处置损失的大幅增加导致公司利润总额同比有所下滑，2013 年公司实现利润总额 4.35 亿元，同比下降 15.08%。

盈利指标方面，2013 年公司营业利润率较 2012 年增加 1.18 个百分点，达到 42.61%。跟踪期内，由于利润水平有所下滑，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 6.39%、6.70%，分别同比下降 0.90 个百分点、1.46 个百分点。

总体看，公司收入水平增长，期间费用控制能力有所提升，非经常损失的增加导致利润有所下滑，但主营业务盈利能力始终保持较高水平。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持较大规模，2013 年为 20.78 亿元，现金收入比由 99.48%（2012 年）提升至 101.34%。2013 年公司经营活动产生现金流净额 10.97 亿元，同比增长 12.01%。

投资活动现金流方面，跟踪期内，公司进行短期银行理财产品投资，收回投资收到的现金及投资支付的现金各为 17.06 亿元，购建固

定资产、无形资产等支付的投资 5.29 亿元，同比增长 112.93%，为国贸三期 B 阶段投资。由于对 B 阶段项目投资支出的增加，公司投资活动产生的现金净额下降至-5.20 亿元。

公司筹资活动主要体现为偿还债务及利息、分配股利的现金流出，2013 年筹资活动产生现金流净额-5.98 亿元。

总体看，公司经营活动现金流保持较大规模，自有资金可以较好的支撑在建项目的资本支出，筹资压力较小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产（合并）总计 93.21 亿元，同比下降 0.53%。跟踪期内，公司资产结构保持稳定，其中流动资产占比 6.70%，非流动资产占比 93.30%。流动资产主要由货币资金及应收账款构成，2013 年底应收账款 1.52 亿元，同比下降 9.41%，其中一年以内款项占比 98.91%，欠款前五名金额集中度 6.04%，公司应收账款集中度较低，账龄较短，虽未计提坏账准备，但往来款整体风险较小。

公司非流动资产主要由投资性房地产、固定资产及无形资产构成。2013 年底，公司投资性房地产原值 79.18 亿元，主要构成为房屋及建筑物、机器设备，累计折旧 24.95 亿元，2013 年，公司对其拥有的投资性房地产计提了 0.26 亿元的减值准备，2013 年底账面价值 53.97 亿元¹。2013 年底，公司固定资产原值 17.73 亿元，房屋及建筑物为主要构成，累计计提折旧 4.44 亿元。在建工程主要为国贸三期 B 阶段工程。跟踪期内，公司无新增无形资产且对其持续进行摊销，导致无形资产有所下滑。

总体看，公司资产结构合理，流动资产整体流动性较好；跟踪期内，折旧、摊销等因素导致资产规模略有下降。未来随着国贸三期 B

阶段的持续投入及投产运营，公司资产规模有望实现增长。公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 48.60 亿元，同比增长 3.49%，增长主要来自未分配利润。2013 年底，实收资本、资本公积、未分配利润及盈余公积比重分别为 20.73%、38.53%、30.64%、10.07%。所有者权益稳定性好。

负债

截至 2013 年底，公司负债合计 44.61 亿元，同比下降 4.58%，其中非流动负债占 80.70%。流动负债主要由其他应付款构成，2013 年底其他应付款 6.95 亿元，主要系应付租户押金、应付工程及设备款等。

2013 年底，公司非流动负债同比下降 5.91%，系长期借款由 2012 年底的 28.26 亿元减少至 2013 年底的 26.00 亿元。应付债券 10.00 亿元，为“05 国贸债”（10 亿元，10 年，票面利率 4.60%）。

2013 年底有息债务规模 36.00 亿元，同比下降 5.91%，全部为长期债务。2013 年底，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 47.86%、42.55%，分别同比减少 2.03 个百分点、2.35 个百分点。

总体看，公司负债结构合理，跟踪期内债务规模有所下降，债务负担较轻。

4. 偿债能力

短期偿债指标方面，由于跟踪期内流动资产相对流动负债下滑较快，公司流动比率及速动比率分别下降 5.69 个百分点、4.93 个百分点，达到 72.50%、69.47%。经营现金流动负债比提升至 127.50%（2012 年为 115.44%）。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，跟踪期内，由于营业外支出影响了利润水平，进一步影响 EBITDA 规模，故 EBITDA 利息倍数下降至 3.97 倍（2012 年为 4.30 倍），全部债务/EBITDA 为 3.53 倍

¹ 2013 年公司按照国贸三期 B 阶段工程初步设计方案中预计出租部分建筑面积占项目总建筑面积的比例，将三期 B 阶段工程中预计将用于出租部分的相关成本由在建工程重分类至投资性房地产，总计 4.84 亿元。

(2012 年为 3.44 倍)。整体看, 公司 EBITDA 对利息及债务的覆盖程度较好, 公司长期偿债能力较强。整体偿债能力较强。

截至 2013 年底, 公司无对外担保。

5. 债权保护条款

“05 国贸债”由中国建设银行股份有限公司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。

6. 存续期内债券偿还能力分析

公司于 2005 年 12 月发行以期限为 10 年的企业债券“05 国贸债”, 额度为 10 亿元。2013 年, 公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营活动现金流入净额分别存续期内债券发行额度的 1.02 倍、2.18 倍、1.10 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券保护能力较强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告(机构信用代码: G1011010500373280E), 截至 2014 年 6 月 18 日, 公司无未结清及已结清不良信贷记录, 过往债务履约情况良好。

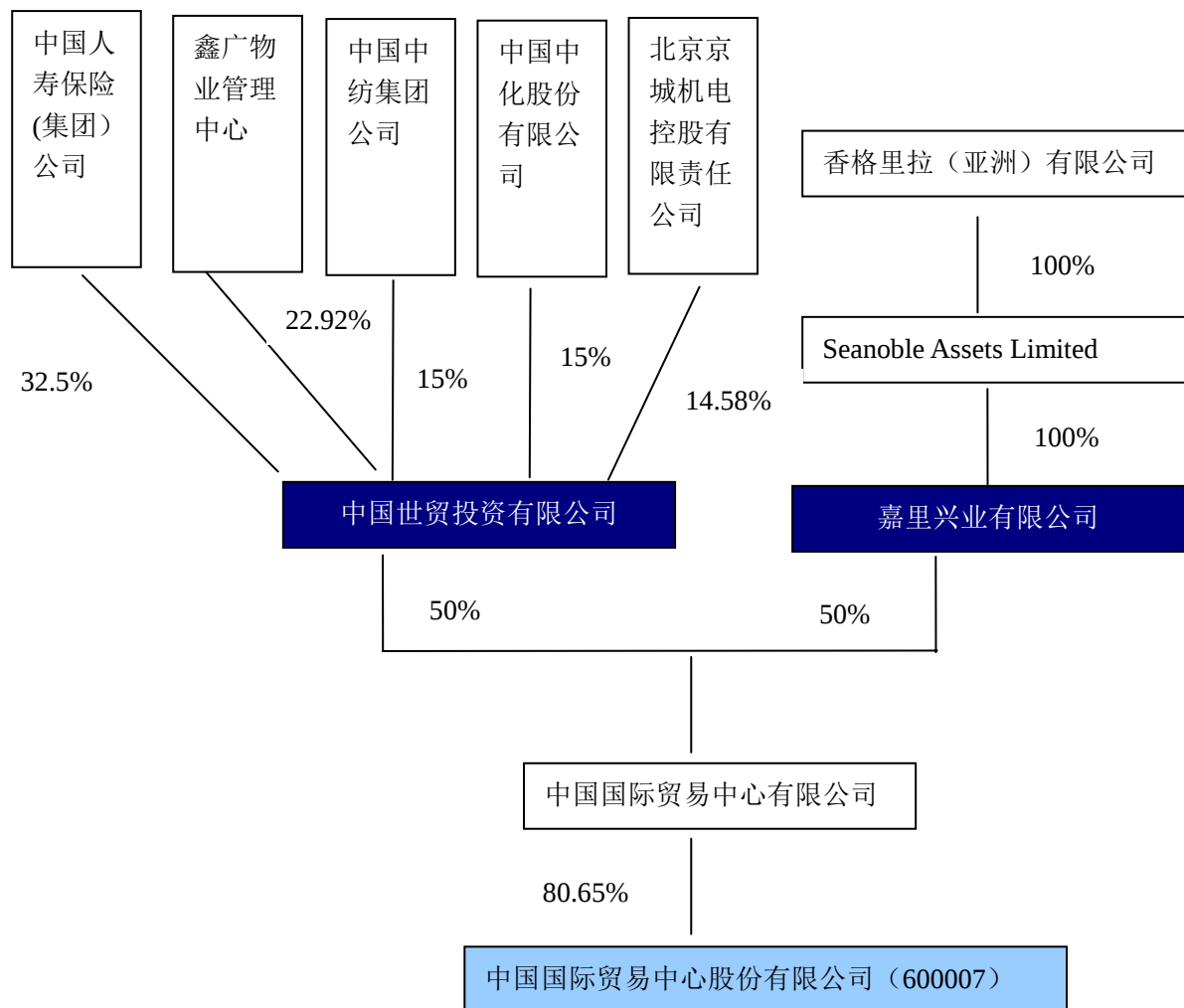
6. 抗风险能力

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, 写字楼等物业资产始终保持良好的市场需求状况, 基于对公司经营及财务风险的分析, 公司抗风险能力较强。

十一、结论

综合考虑, 联合资信维持“05 国贸债” AAA 的信用级别。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	4.21	4.44	4.24
资产总额(亿元)	94.25	93.71	93.21
所有者权益(亿元)	44.44	46.96	48.60
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	41.76	38.26	36.00
全部债务(亿元)	41.76	38.26	36.00
营业收入(亿元)	16.78	19.80	20.50
利润总额(亿元)	2.61	5.12	4.35
EBITDA(亿元)	8.57	11.13	10.18
经营性净现金流(亿元)	8.49	9.80	10.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	21.14	12.13	12.82
存货周转次数(次)	68.84	34.24	36.41
总资产周转次数(次)	0.36	0.21	0.22
现金收入比(%)	95.47	99.48	101.34
营业利润率(%)	34.89	41.43	42.61
总资本收益率(%)	4.98	7.29	6.39
净资产收益率(%)	4.38	8.16	6.70
长期债务资本化比率(%)	48.44	44.90	42.55
全部债务资本化比率(%)	48.44	44.90	42.55
资产负债率(%)	52.85	49.89	47.86
流动比率(%)	78.87	78.19	72.50
速动比率(%)	75.26	74.40	69.47
经营现金流动负债比(%)	105.48	115.44	127.50
EBITDA 利息倍数(倍)	3.35	4.30	3.97
全部债务/EBITDA(倍)	4.87	3.44	3.53

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	
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 4 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为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。