

# 信用等级公告

联合[2014]307号

中房地产股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中房地产股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**中房地产股份有限公司主体长期信用等级为 AA**

**中房地产股份有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年十一月二十五日

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.lianhecreditrating.com.cn>

# 中房地产股份有限公司

## 2014 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债信用等级：AAA  
 公司主体信用等级：AA  
 评级展望：稳定  
 本次发行规模：不超过7亿元  
 本次债券期限：不超过5年  
 担保方：中国交通建设集团有限公司  
 担保方式：不可撤销连带责任保证担保  
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本  
 评级时间：2014年11月25日

### 财务数据：

发行人

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	25.25	28.35	46.45	59.03
所有者权益(亿元)	15.50	16.93	28.08	29.72
长期债务(亿元)	2.83	3.25	8.95	18.31
全部债务(亿元)	4.20	4.21	9.14	20.01
营业收入(亿元)	5.05	6.40	8.55	5.12
净利润(亿元)	0.71	1.22	0.47	0.92
EBITDA(亿元)	1.10	1.60	0.84	--
经营性净现金流(亿元)	-1.14	2.98	-15.89	-10.73
营业利润率(%)	22.15	22.65	24.14	22.79
净资产收益率(%)	4.71	7.52	2.09	3.17
资产负债率(%)	38.59	40.26	39.54	49.66
全部债务资本化比率(%)	21.31	19.89	24.55	40.23
流动比率	3.08	3.20	4.59	5.24
EBITDA 全部债务比	0.26	0.38	0.09	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	4.00	2.51	--
EBITDA/本期发债额(倍)	0.16	0.23	0.12	--

担保方

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额 (亿元)	3,724.52	4,484.98	5,383.79
所有者权益合计 (亿元)	896.29	1,061.59	1,159.84
营业收入 (亿元)	2,971.24	2,986.92	3,357.64
净利润 (亿元)	116.20	115.76	123.62
经营性净现金流 (亿元)	8.16	109.91	14.64
资产负债率 (%)	75.94	76.33	78.46

注：1、主体和担保方2014年9月份财务报告未经审计，相关指标未年化。

2、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

3、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中房地产股份有限公司（以下简称“公司”或“中房地产”）的评级反映了公司作为国有上市房地产开发企业，具有较丰富的房地产开发经验，尽管公司开发项目规模偏小，但公司开发的地产项目品质较好，公司土地储备规模相对适中，经营比较稳健。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长等因素对公司经营产生的不利影响。

公司现有在建项目地理位置相对较好，未来随着项目的陆续竣工和新拓展项目的增加，公司的盈利能力有望提升，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由公司最终控制人中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中交集团作为大型央企，在国内甚至全球的基建建设等多个领域均占据领先地位。其对本期债券的担保反映出中交集团对中房地产的信心和支持，对本期债券的信用状况有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。近期国内房地产政策有所放松，公司发展的行业环境逐步改善。

2. 公司具有多年的房地产开发经验，在重庆和长沙地区有较高的知名度。

3. 公司经营较为稳健，购地谨慎，取得的

土地价格较为合理，资产负债率在行业中也处于较低水平。

4. 中交集团作为大型央企，综合竞争优势突出，资产规模很大、盈利能力强，其对本期公司债券的担保对本期债券的信用状况有明显的提升作用。

### 关注

1. 公司所处房地产行业受到限购、限贷、房产税试点和国家加大保障房建设等宏观调控的多重因素影响，同时房地产项目开发时间较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 受土地出让金规模较大影响，公司2011年和2013年的经营现金流量净额为负值，若经营现金流量持续为负，对偿债能力可能产生一定的不利影响。

3. 近三年公司整体土地储备规模不大，由此对公司房地产开发业务持续发展产生的影响需持续关注。

### 分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与中房地产股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与中房地产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。

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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因中房地产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。

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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由中房地产股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

中房地产股份有限公司公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。



## 一、主体概况

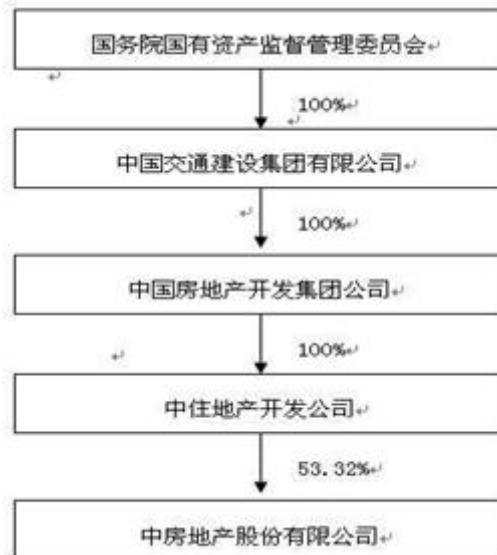
中房地产股份有限公司（以下简称“公司”或“中房地产”）前身为重庆国际实业投资股份有限公司，系经重庆市经济体制改革委员会渝改革[1992]148号文批准，由中国重庆国际经济技术合作公司联合重庆市建设投资公司等单位共同发起，采用定向募集方式设立的股份有限公司。公司成立于1993年2月3日，设立时公司股本为人民币5,000.00万元。1997年4月经中国证监会证监发字[1997]119号文和证监发字[1997]120号文批准，公司在深圳证券交易所发行普通股1,000万股，发行后股本总额人民币6,000.00万元。

后经一系列股权转让、配售等，2008年5月5日，经证监会证监许可字[2008]637号文批准，公司向中住地产开发公司（以下简称“中住地产”）、湖南华夏科技投资发展有限公司（现更名为湖南华夏投资集团有限公司）、中国高新投资集团公司等合计发行220,624,755股购买相关资产，公司的股本变更为人民币28,662.48万元。重组后，公司成为中住地产的控股子公司，中国房地产开发集团公司（以下简称“中房集团”）拥有公司的控制权。2008年12月5日，公司实施股权分置改革方案，以资本公积金转增股本，公司的股本变更为29,719.39万元。

2010年，中房集团与中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）重组。重组后公司的最终控制人变更为中交集团。2012年12月，公司名称由重庆国际实业投资股份有限公司变更为中房重地产股份有限公司；2013年12月，公司名称由中房重地产股份有限公司变更为中房地产股份有限公司。

截至2014年9月末，公司股权结构如下图所示。

图1 截至2014年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要业务为商品房开发与销售、工业厂房租赁等，属于房地产行业。

截至2014年9月末，公司本部下设投资发展部、产品营销部、成本管理部、工程管理部、资金财务部、风险控制部、资本证券部、办公室及人力资源部9个职能部门，拥有直接或间接控股子公司9家，参股公司1家。截至2014年9月底，公司拥有在职员工245人。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 46.45 亿元，负债合计 18.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.08 亿元。2013 年公司实现营业收入 8.55 亿元，净利润（含少数股东损益）0.47 亿元，2013 年公司经营活动现金流量净额为-15.89 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额 59.03 亿元，负债合计 29.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.72 亿元。2014 年 1~9 月公司实现营业收入 5.12 亿元，净利润（含少数股东损益）0.92 亿元，2014 年 1~9 月公司经营活动现金流量净额为-10.73 亿元。

公司注册地址：重庆市江北区观音桥建新北路 86 号；法定代表人：沈东进。

## 二、本期债券概况

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“中房地产股份有限公司 2014 年公司债券”，预计发行规模为不超过人民币 7 亿元。本期债券的期限为固定期限 5 年期。本期债券采取网上与网下相结合的发行方式，票面年利率将由公司与保荐人（主承销商）按照国家有关规定共同协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

中国交通建设集团有限公司为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金拟用于偿还公司借款、调整债务结构和补充流动资金。

## 三、行业分析

公司以房地产开发业务为主，收入来源几乎完全为房地产业务，属于房地产行业。

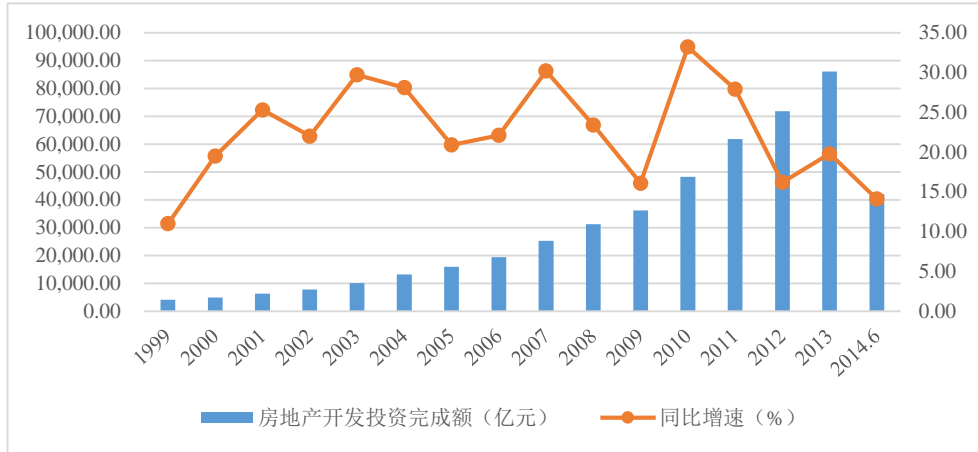
### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011 年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年 9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012 年，受 2011 年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。全年房地产开发投资 71,804 亿元，比上年增长 16.19%，增速较 2011 年放缓 11.86 个百分点；商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增加 13.2%，增幅同比减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅同比减小 23.5 个百分点。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014 年上半年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 42,019 亿

元，名义同比增长 14.1%，较 2013 年同期增速大幅下滑 6.2 个百分点，房地产开发企业住宅施工面积 43.72 亿平方米，同比增长 8.3%，房屋新开工面积 8.01 亿平方米，同比下降 16.4%。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的下降回调态势。

图 2 1997~2013 年我国房地产开发投资(左轴)及其同比增速(右轴)



资料来源: wind 资讯

## 2. 市场供需

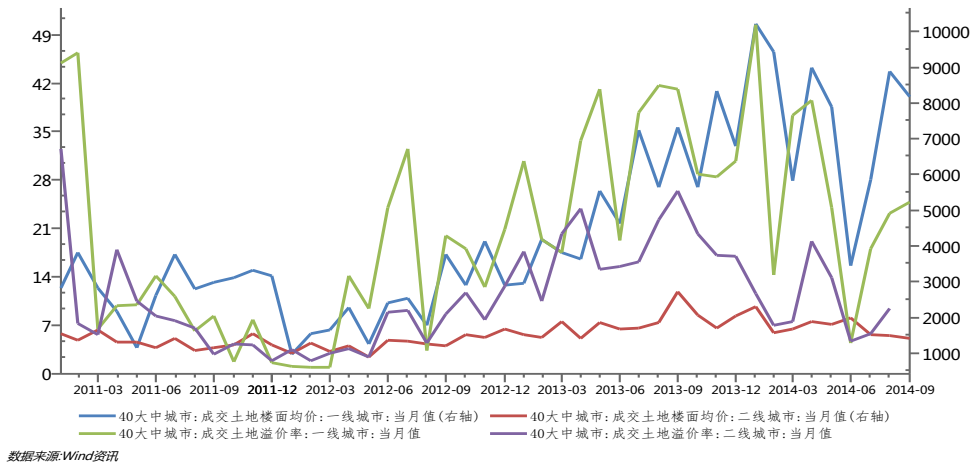
### (1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，主要受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011 年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势。2012 年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国 300 个城市共推出 15.8 亿平方米，同比下降 8.2%，其中住宅用地推出 5.4 亿平方米，同比下降 17.3%；土地共成交近 12 亿平方米，较上年同期下降 14.6%，其中，住宅用地成交 3.8 亿平方米，同比下降 23.1%。同时，随着三四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一二线城市。2012 年下半年以来，一线城市土地溢价率持续走高，也带动了住宅楼面均价结构性上涨。2012 年全国 300 个城市住宅用地楼面均价为 1,347 元/平方米，同比上涨 7.4%，其中 12 月达 1,675 元/平方米，为 2010 年 4 月调控以来最高值。2013 年，房地产企业拿地策略发生转变，一二线城市相较三四线城市需求更为明显，加之中小开发商调整策略，进入一二线城市争夺土地资源，导致一二线城市土地溢价率明显提高。

进入 2014 年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地出让溢价率和楼面地价明显回落，如下图所示。截至 2014 年 9 月，全国一线城市土地出让溢价率为 24.76%，较上年末下降近 10 个百分点；一线城市楼面地价 8,171.30 元/平方米，较上年末下降 19.94%。

图3 2011年以来全国40个大中城市用地楼面均价及平均溢价率(单位:元/平方米、%)

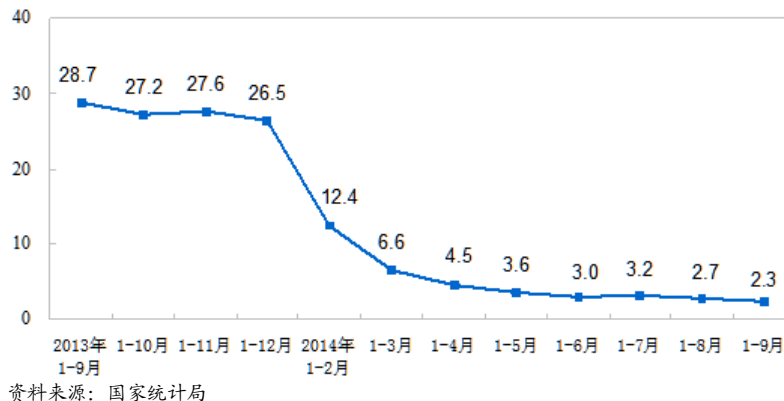


总体看,土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素,近年受宏观调控和市场供需影响,土地价格有所波动,但整体保持在较高水平。值得注意的是,2013年由于土地供应量较大,土地成本较高,未来可能会造成大量房源同阶段上市,给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

#### (2) 开发资金来源状况

2008年以来,由于需求面观望情绪浓厚,商品房成交量大幅下降,订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降,而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。从房地产资金来源情况看,房地产开发企业资金来源总体增速下降。据国家统计局数据显示,2014年1~9月份,房地产开发企业到位资金89,869亿元,同比增长2.3%,增速较上年同期明显下滑,如下图所示。其中,国内贷款16,288亿元,增长11.8%;利用外资430亿元,增长9.9%;自筹资金37,535亿元,增长11.5%;其他资金35,616亿元,下降9.1%。在其他资金中,定金及预收款21,582亿元,下降11.1%;个人按揭贷款9,794亿元,下降4.9%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速(单位:%)



总的来看,偏紧的货币供应,使房地产开发投资资金来源增速大幅下降,作为资金密集型企业,房地产企业的资金压力已经显现。

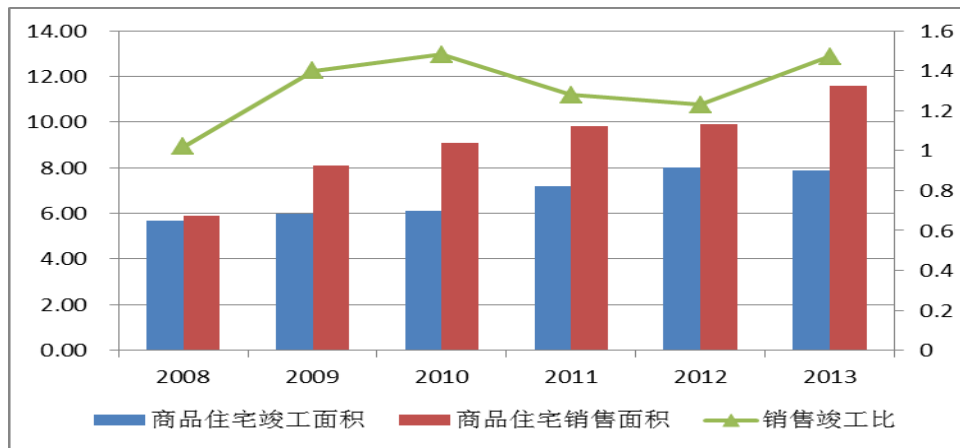


### (3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房屋竣工面积10.14亿平方米，增长2.02%；其中，住宅竣工面积7.87亿平方米，同比下降0.38%。2013年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%；其中，住宅销售面积11.57亿平方米，同比增长17.46%。

2014年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。1~9月份，商品房销售面积7.7亿平方米，同比下降8.6%，其中住宅销售面积下降10.3%；商品房销售额4.9万亿元，同比下降8.9%，其中住宅销售额下降10.8%。从供给方面看，2014年上半年商品房竣工面积仍保持增长，1~9月份，住宅竣工面积4.33亿平方米，同比增长5.1%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图5 2008~2013年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



资料来源：wind、联合评级整理。

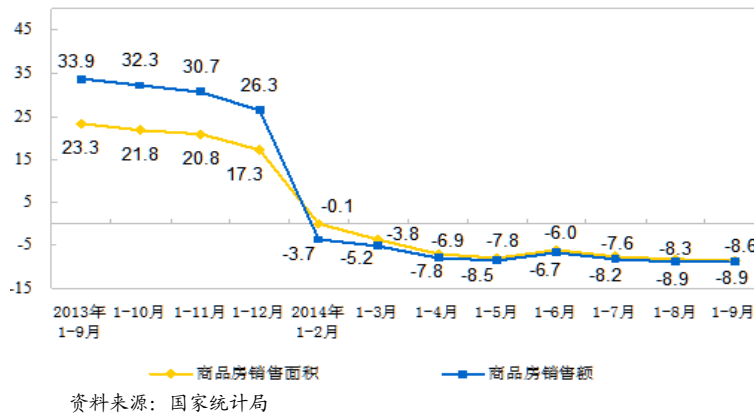
销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于1说明供不应求，小于1说明供大于求。

### (4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。

2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年9月百城住宅均价为10,672元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 (单位: %)

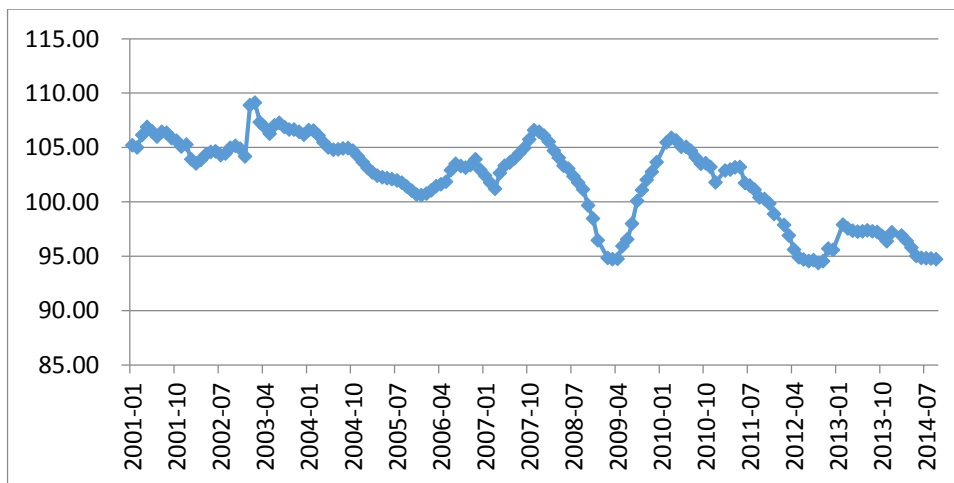


总的来看, 从 2008 年开始, 全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势, 2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势, 但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转, 未来房价走势仍待进一步观察。

### (5) 国房景气指数

2014 年 9 月份, 全国房地产开发景气指数 (简称“国房景气指数”) 为 94.72, 比去年 12 月底回落了 2.49 点。通常情况下, 国房景气指数 100 点是最合适的水平, 95 至 105 点之间为适度水平, 95 以下为较低水平, 105 以上为偏高水平。国房景气指数显示中国房地产市场的景气度连续运行于景气偏低区间, 市场呈现下滑趋势。

图 7 2001~2014 年 9 月底全国房地产开发景气指数



### 3. 竞争格局

从 2003 年至今, 房地产市场已经走过了黄金 10 年, 随着近年来调控政策的逐渐加码, 房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长, 企业分化加剧, 行业集中度不断提高的发展态势。

进入 2013 年，行业集中度进一步提升。2013 年上半年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 15.21% 和 21.14%，提高了 2.45 个和 3.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比达到 9.85% 和 13.09%，分别提高 2.13 和 2.71 个百分点（详见下表）。

表 1 2010~2013 年上半年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年上半年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.21%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.14%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.85%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.09%

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势，原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，稳定的现金流提高其信用等级，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先优势进一步扩大。

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产（集团）股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 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。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009 年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12 月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010 年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于 40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011 年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011 年 1 月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1 月 26 日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容

包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年 1,000 万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011 年 1 月 27 日，中国财政部表示，自 2011 年 1 月 28 日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012 年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。据统计 2012 年中央强调调控不动摇 60 次；4 次提及“决不让房价反弹”；房价合理回归被提到 156 次；2 次提及问责。限购、限价、限贷继续严格执行。五大政策显得最为重要，它们分别是公积金贷款政策、个人住房信息联网、查处小产权房、禁墅令政策以及经济领域内的央行降息政策。

进入 2013 年，房地产调控进一步升级。2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表 3 2009 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009 年 5 月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009 年 12 月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010 年 1 月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010 年 4 月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》

资料来源：联合评级搜集整理

2014 年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014 年 4 月至 5 月间，无锡、天津、宁波、武汉、郑州等城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展。截至 2014 年 8 月末，全国 46 个实行限购的城市中已有超过 37 个城市对当地的限购政策进行了调整。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐向长效的经济手段转变。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望继续保持和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

## 5. 行业关注

### 资金成本上升，人民币贬值导致热钱流出，房地产企业融资困难，房地产行业风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。房地产企业往往通过增加外部融资扩大开发规模，这是国内房地产市场一直以来的基本模式。如果遇到加息、人民币贬值将导致热钱流出，上调存款准备金等因素导致市场资金面趋紧，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

近几年来部分城市市场快速扩张，需求有过度释放迹象。部分城市的房地产市场风险已经充分暴露。例如，鄂尔多斯市、温州、杭州和青岛等。展望未来，如果中国经济在转型压力下低速



增长，很可能有更多的城市出现住宅供求失衡、房地产泡沫破裂的现象。最近浙江兴润置业 35 亿巨额债务事件进一步发酵，这起房地产贷款违约案例，无疑将促使房地产融资收紧，包括银行贷款和其他渠道的融资。

### 我国人口向老龄化发展，不利于房地产行业的长期发展

由于计划生育制度和医疗卫生水平提高，随之而来的是老年人的比例不断上升，全国将进入老年型社会。二十世纪八十年代以后出生的独生子女在二十一世纪初对住房的刚性需求较强，引起了房价的大幅上涨，到二十一世纪二十年代后，我国的人口增速将大幅降低，这些独生子女的孩子们将可能继承多套房产，到那时房地产会严重供大于需；同时，由于人口红利的丧失，我国宏观经济的增速将进一步放缓，也在一定程度上影响了居民对住房的购买力，房地产的价格也将大幅下跌，这将不利于房地产行业的长期发展。

## 6. 行业发展

### 调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

### 地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。在热点城市仍然面临较大房价上涨压力的前提下，多数一、二线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他限购城市来说，政策调整空间将有所扩大，针对限购进行调整也不无可能。

### 供需转变、库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014 年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致城市房价下行压力较大。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司作为一家中型国有上市房地产开发公司，具有较丰富的开发运营经验。经过多年积累，公司在北京、上海、深圳、长沙、西安等城市相继开发一批住宅、写字楼和工业地产项目，逐步建立了以重庆、长沙等地为依托的房地产开发布局。截至 2014 年 9 月末，公司累计开发总建筑面积（包括在开发项目）达到 294.97 万平方米，拥有占地 11.97 万平米的工业物业、19.82 万平米自

有物业管理服务。公司已开发的项目有西安紫薇希望城、长沙华夏城、中房 F 联邦和中房千寻等。截至 2014 年 9 月底，公司具有房地产开发二级资质。

作为中房集团旗下唯一上市公司，公司具有较好的平台作用。中房集团意图做大、做强上市公司，打造公司的平台效应，因此，在资金和项目等方面给予公司多重支持。近三年，公司经营稳健，专注开发中房 F 联邦、中房千寻和中房瑞致国际等项目，打造中房品牌美誉度。其中，中房千寻项目 1 号和 6 号楼分别获得 2013 年“重庆市三峡杯优质结构奖”和 2014 年中国交建“品牌团队”等奖项；中房瑞致国际项目获得“2012 年长沙房地产十大名盘”、2012 年度长沙市房地产开发企业诚信等级评定“金牌单位”、2013 年“长沙市结构优良工程”；此外项目公司也获得“长沙市芙蓉区房地产开发企业统计工作先进单位”等荣誉。“中房”系列品牌的知名度不断提升。

总体看，公司作为一家中型国有上市的房地产开发企业，房地产开发经验较丰富；公司开发规模一般，具备一定的竞争力。

## 2. 人员素质

公司现有高层管理人员 5 名，并设副总经理 2 名、财务总监 1 人和董事会秘书 1 人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长沈东进先生，1958 年出生，研究生学历，高级工程师。沈先生自 1990 年起在中国房地产开发集团公司（以下简称“中房集团”）工作，历任中房集团办公室主任；深圳公司总经理、党支部书记；中房集团总经理助理，中住房公司常务副总、党支部书记；中房集团副总经理、常务副总经理。现任中房集团董事长、总经理、党委副书记；中住地产总经理；中房地产股份有限公司董事长。

公司总经理孙卫东先生，1969 年生，经济学硕士学位，助理研究员。历任中国住房投资建设公司资产部负责人、办公室负责人；中房集团总经理办公室副主任、办公厅副主任；中房集团企业发展部部长；华通置业有限公司副总经理；中住地产副总经理；中房重地产股份有限公司副总经理、董事会秘书；中房集团总经理助理、中房地产股份有限公司董事、公司控股子公司苏州公司董事长；并于 2014 年 1 月担任中房地产董事兼总经理职务。

截至 2014 年 9 月底，公司拥有在职员工 245 人，其中财务人员占 14.29%，行政人员占 25.71%，专业业务人员占 60%。从人员学历结构看，硕士以上学历人员占 9.39%，本科学历人员占 32.24%，其余人员学历为本科以下。

总体来看，公司管理团队从业时间较长，具有丰富的从业经验，员工素质能够满足目前经营需要。

## 3. 股东实力

2008 年底，公司完成重大资产重组定向增发工作，成为中房集团所属的国有控股房地产上市公司。作为中房集团旗下唯一上市公司，公司具有较好的平台作用。同时，中房集团给予公司较大支持，包括给予公司的拆借资金支持（2013 年为 15 亿元）以及合作参与项目投资等。

2010 年，中房集团与中交集团重组，公司最终控制人变更为中交集团。中交集团为国资委控股企业，资产规模达到五千亿元以上，为交通基建类世界领先企业，连续多年入选世界五百强企业。作为最终控制人，中交集团对公司的支持力度较大，主要表现在下属公司与公司合作参与项目投资、对公司发行债券融资的担保等；同时，相关支持措施也反映了中交集团对公司的信心。

总体上看，公司股东资产规模大，整体实力雄厚，对公司的支持力度大。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

目前，中住地产开发公司持有公司 53.32% 的股权，为公司控股股东，公司最终控制人为中交集团。公司在业务、人员、资产、机构和财务等方面建立了独立的运作体系，公司董事会、监事会和高级管理层能按照各自的职责独立运作。

根据《公司法》等相关法律、法规的要求，公司建立了相对完善的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，董事会是公司的常设决策机构，董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议。目前公司董事会由 9 名董事组成，其中包括 3 名独立董事，董事任期 3 年；监事会由 3 名监事组成，包括 2 名股东代表与 1 名职工代表，任期 3 年。股东会、董事会议事规则符合相关的法律、法规和规范性文件的规定；公司实行董事会领导下的总经理负责制，并采取总经理办公会议的方式，对重大经营管理活动进行科学决策，以降低决策风险。

2014 年上半年，因管理层工作变动，公司更换总经理和副总经理，该事项对公司经营运作影响不大。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

### 2. 管理体制

公司本部下设投资发展部、产品营销部、成本管理部、工程管理部、资金财务部、风险控制部、资本证券部、办公室及人力资源部 9 个职能部门；截至 2014 年 9 月底，公司拥有直接或间接控股子公司 9 家，参股公司 1 家。公司通过成立项目公司从事房地产项目开发，并在项目地设立子公司。各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。作为上市公司，公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

在预算管理方面，公司制定了《中房地产股份有限公司全面预算制度》。公司通过编制月度、季度和年度的生产经营、资本及财务预算等实施预算管理控制；公司在年末对上一年度的经营计划执行结果进行考核，并制定下一年度的经营计划，将主要经营指标分解至各项目公司。

重大投资方面，公司制订了《中房地产股份有限公司投资项目论证管理办法》（“投资管理制度”），明确了公司对外投资相关岗位的职责分离、投资的基本策略、可行性分析的研究方法、决策权限与程序。公司在选择投资项目时，重点关注项目的预期收益及经营风险，通过严谨的市场调研、销售预测、成本测算，把控项目中的可能风险点。投资管理制度规定，公司总经理办公会为项目的决策机构，公司董事会为项目的批准机构。

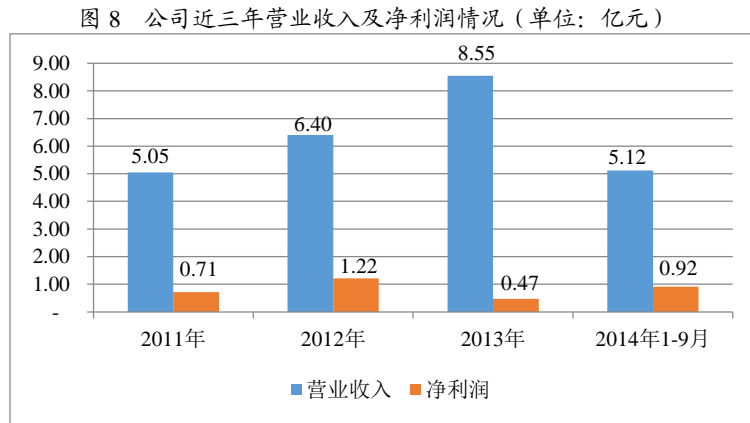
对子公司的管理方面，公司制订了《中房地产股份有限公司对外投资管理办法》对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制。对于超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内审批程序外，还需报公司董事会审议或股东大会通过后方可加以实施；对于董事会授权公司管理层决策的法人事项则在管理层履行决策后，报董事会备案。重大事项报告与审议方面，公司建立了统一规范的报告渠道和方式，建立包括经营管理例会等在内的定期、不定期专题办公会议制度，以及时把握公司的整体经营状况，决策重大经营管理事项。子公司定期向总部上报各类经营信息，对临时重大事项，即时向相关职能部门专项报告。总部对各职能部门统一制订制度，对子公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、项目巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

总体看，公司管理制度较完备，在子公司管理、对外投资等重要方面均有相应制度予以规范，公司的管理体制能够支持自身正常经营并防范相关风险。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营住宅开发和销售及工业厂房租赁、管理，属于房地产开发企业。近三年公司房地产销售状况良好，公司经营规模整体持续扩大，营业收入呈较快增长趋势，年均复合增长率为 30.07%。受 2013 年公司诉讼赔偿金额较大影响（诉讼详细情况参见财务分析偿债能力部分），近三年公司净利润呈波动下降态势，复合增长率为-18.92%。2013 年，公司实现营业收入 8.55 亿元，实现净利润 0.47 亿元。公司近三年营业收入全部为房地产开发以及相关厂房租赁收入，主营业务非常突出。公司近三年营业收入及净利润情况如下图所示。



从业务构成情况来看，住宅开发和销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅地产。2011 年以来，公司住宅销售收入均占主营业务收入 92% 以上，是公司主要收入来源；公司厂房租赁及管理业务主要为深圳百门前工业区厂房租赁管理，该收入比较稳定。从主营业务的区域分布来看，公司主要收入来自于重庆和长沙地区，2013 年公司重庆地区收入占主营业务收入的 56.99%。

从毛利率情况来看，受中交集团对毛利率要求较高的影响，近三年公司主营业务毛利率水平稳定提高，2013 年为 30.52%。2013 年公司房地产销售毛利率较 2011 年提升 2.08 个百分点，主要是当年交付结转的楼盘毛利率较高所致。

表 4 2011 年~2013 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项 目	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产销售	46,318.23	92.49	26.05	59,713.76	94.00	26.44	80,572.72	94.78	28.13
工业厂房租赁、管理	3,762.01	7.51	71.67	3,811.47	6.00	71.42	4,440.13	5.22	73.97
合 计	50,080.24	100.00	29.48	63,525.23	100.00	29.14	85,012.85	100.00	30.52

资料来源：公司年报，联合评级整理。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 5.12 亿元、净利润 0.92 亿元，营业收入较去年同期下降 28.63%，主要系本期房产交付结转减少所致。



总体看，近三年公司经营规模呈现上升态势，2013年公司结转项目规模较大，销售收入呈现较快增长。

## 2. 土地储备情况

公司通过“招、拍、挂”流程获得土地，公司中房F联邦等项目土地由于拿地时间较早，因此成本相对较低（如下表所示）。从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本（土地出让金、土地转让费、土地征用和拆迁补偿费、异地造林费、土地相关规费、土地使用税等）、前期成本（建设用地测量及地质勘探费、规划设计费、环境评估费、三通一平费、建设单位临时设施费、建安相关规费等）、基础设施成本（大、小市政工程费用）、建筑安装工程费（“建安成本”，包括土建工程费用、装饰工程费用、安装工程费用、白蚁防治工程费用、监理费用等）、公共配套设施成本（公共工程费用、配套设施工程费用）等。土地出让金的支付一般在“招、拍、挂”前先期支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。由于公司项目数量有限，各项目所处城市土地成本差异大，建筑安装工程费用也伴随项目定位有一定差异，故土地成本和建筑安装工程费占开发成本的比例不一。

表5 公司项目土地成本情况（单位：万平方米，万元）

项目名称	所在城市及区域	占地面积	建筑面积	土地总价
中房F联邦	长沙岳麓区	18.09	44.2	16,964
中房瑞致国际	长沙芙蓉区	55.26	116.35	59,412
中房千寻	重庆沙坪坝区	2.83	15.71	20,709
中房颐园	苏州吴江区	10.45	31.59	83,742
中房那里	重庆九龙坡区	3.98	21.00	70,000
茶园项目	重庆南岸区	24.44	43.97	95,129
天津宝坻	天津宝坻区	9.90	21.88	28,220
合计		124.92	294.70	374,176

资料来源：公司提供

鉴于土地购置对项目盈利的重要影响，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，详细分析项目未来盈利预期，并不盲目囤积。目前公司投资发展部负责土地购置工作的具体开展。通常由各项目公司发现新项目后，投资发展部针对拟购置对象，会同财务部、成本管理部等部门做出土地开发测算，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等；并经中房集团和中交集团各级投资决策委员会批准确认后，实施土地购置。近三年，公司土地购置情况如下表所示。

表6 2011~2014年9月公司土地购置情况（单位：万平方米，万元）

	项目名称	土地位置	土地面积	用途	土地价格
2011年		--	--	--	--
2012年		--	--	--	--
2013年	中房颐园	苏州吴江区	10.45	住宅用地	83,742
	中房那里	重庆九龙坡区	3.98	住宅用地	70,000
	茶园项目	重庆南岸区	24.44	住宅用地	95,129
2014年1~9月	天津宝坻	天津宝坻区	9.90	住宅用地	26,580

资料来源：公司提供

从土地储备的具体情况来看，截至 2014 年 9 月底，公司土地储备（见上表）总面积合计为 48.77 万平方米。从土地储备的区域来看，公司土地储备比较分散，分别处于重庆、长沙、苏州和天津，集中度较低，有利于分散经营风险。

截至 2014 年 9 月底，公司可售面积为 16.18 万平方米，可售面积总量尚可。其中，中房 F 联邦和中房千寻项目进入尾盘销售阶段，中房瑞致国际为分期开发，中房颐园处于新建阶段，其他项目均未进入销售阶段。

表 7 截至 2014 年 9 月底公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目名称	位置	类型	占地面积	进度	建筑面积	已售面积	可售面积
中房 F 联邦	长沙	住宅/商业	18.09	竣工，尾盘销售	44.2	37.04	5.97
中房瑞致国际	长沙	住宅	55.26	在建/在售	116.35	13.54	6.03
中房千寻	重庆	住宅	2.83	竣工，尾盘销售	15.71	13.03	2.40
中房颐园	苏州	住宅	10.45	在建/在售	31.59	0.42	1.78
中房那里	重庆	住宅	3.98	在建/未售	21.00	-	-
茶园项目	重庆	住宅	24.44	前期策划阶段	43.97	-	-
天津宝坻项目	天津	住宅	9.87	方案设计阶段	21.88	-	-
合计			124.92		294.70	64.03	16.18

资料来源：公司提供。

总体看，公司土地储备规模尚可，能够满足未来一段时期内项目开发需要。联合评级也关注到公司近三年获取土地具有一定的波动性，可能给公司未来经营带来的一定的不稳定因素。

### 3. 项目建设开发情况

公司开发的项目主要为普通住宅，客户群体以刚需人群为主。公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2013 年，公司新开工项目 1 个，新开工面积 14.49 万平方米，较 2012 年新开工面积有所减少，主要是 2013 年公司开发节奏放缓，仅中房瑞致国际项目分期开工所致。2013 年公司合计竣工建筑面积 3.43 万平米，较 2012 年大幅减少，主要系公司调节项目开发进度所致。2014 年 1~9 月，公司着手开发中房颐园和“中房那里”两项目，新开工面积为 52.84 万平方米。具体开发情况如下表所示。

表 8 2011~2014 年 9 月底公司主要开发数据情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
新开工面积（万平方米）	15.71	20.84	14.49	52.84
竣工面积（万平方米）	13.48	26.11	3.43	6.62
期末在建面积（万平方米） <sup>1</sup>	28.23	23.40	34.40	81.07

资料来源：公司提供

从项目开发资金情况来看，截至 2013 年末公司已投资金额 69.14 亿元，尚需资金投入 106.10 亿元。随着新项目的陆续开发，今明两年公司需投入资金规模仍较高，考虑公司楼盘销售的现金回笼，可以满足公司部分资金需求，但仍有一定的外部融资需求。

<sup>1</sup> 期末在建面积指该时点公司在建项目面积，可能会与公司定期报告中披露的当期全部在建面积存在差异。

表9 截至2013年末公司在开发项目投资金额情况(单位:亿元)

序号	项目名称	开工时间	竣工时间	预计总投资	已完成投资	2014年预计投资
1	中房F联邦	2007.02	2013.12	14.31	14.46	0.50
2	中房瑞致国际	2012.05	2018.09	54.87	15.34	5.00
3	中房千寻	2011.05	2013.04	7.93	8.22	0.52
4	中房颐园	2014.04	2017.09	28.07	9.93	6.42
5	中房那里	2014.07	2016.06	16.10	8.21	2.30
6	重庆茶园项目	未定	未定	42.33	10.11	11.95
7	天津宝坻项目	未定	未定	11.63	2.87	3.35
	合计			175.24	69.14	30.04

资料来源:公司提供,联合评级整理。

总体看,近三年公司结合自身资金状况和市场环境,对项目建设和销售进度进行调节,总体开发进度基本正常;公司目前在建项目仍需较大投资,公司存在较大的融资需求。

#### 4. 房产销售情况

2013年公司实现签约销售面积14.49万平方米,签约销售金额8.80亿元。2013年公司结算面积约13.34万平方米,结算收入8.06亿元;截至2013年底,本年及以前年度尚有已售未结算面积13.81万平方米,签约金额约8.29亿元。2014年1~9月,公司实现签约销售面积2.3万平方米,实现销售金额1.62亿元;截至2015年9月底,尚有已售未结算面积7.97万平方米,签约金额约5.10亿元。从销售项目来看,2013年中房瑞致项目实现销售面积和销售收入占当年签约销售总面积和签约销售金额的57.35%和58.63%,对公司销售收入贡献较大。

表10 公司2011~2014年9月底房产销售情况

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1-9月
签约销售面积(万平方米)	10.08	17.82	14.49	2.3
签约销售金额(亿元)	5.14	10.38	8.80	1.62
签约销售均价(元/平方米)	5,099.21	5,824.92	6,073.15	7,043.48
结转收入面积(万平方米)	10.3	11.01	13.34	8.14
结转收入(亿元)	4.63	5.97	8.06	4.77

资料来源:公司提供,联合评级整理

从房产销售价格来看,2011年~2013年,公司房产销售价格稳重有升。一方面是因为随着市场行情变化,公司调整策略,对销售价格进行调整;另一方面是因为不同年份公司销售房产类型不同,产品单价有所差异所致。

公司房产销售全部采取直销方式。公司主要通过自身销售管理人员和外聘第三方销售公司来销售房产。公司主要面对分散的购房客户,客户集中度不高。

总体看,近年公司房产销售情况受政策影响有所波动,2013年随着可售资源的增加,公司房产销售呈增长态势。联合评级也关注到,公司2014年受市场影响较大,项目销售明显下降,由市场带来的经营风险仍需持续关注。

#### 5. 工业厂房租赁、管理板块

公司工业厂房租赁、管理板块主要系公司持有的深圳百门前工业区物业。该物业出租对象为工业厂商,租金收入比较稳定。该物业可租面积为18.99万平方米,出租率为97.45%,可为公司带来稳定的经营现金流。具体情况见下表。

表11 截至2014年9月底公司物业对外出租情况（单位：万平方米、万元）

物业名称	物业性质	可租面积 (万平方米)	出租率	租金收入	
				2013年	2014年1~9月
百门前工业区	工业园区	18.99	97.45%	4,400.13	3,561.55
合计		18.99	97.45%	4,400.13	3,561.55

资料来源：公司提供

## 6. 经营效率

2011~2013年，由于公司营业收入不断增长，同时由于2011年公司收回车位款项442万元，导致应收账款规模大幅减少，公司应收账款周转率处于较高水平，分别为185.05次、1,356.82次和3,092.29次；随着公司项目结转规模变化，公司成本有所增加，公司存货周转率亦呈波动上升态势，分别为0.22次、0.25次和0.23次；总资产周转率分别为0.22次、0.24次和0.23次，呈现波动下降，主要是营业收入增长以及存货增加较快带动总资产上升所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率和总资产周转率处于行业正常水平；由于公司应收账款占营业收入比例很小，应收账款周转率很高，但对公司经营效率的影响不大。整体看公司经营效率尚可。

表12 2013年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
万科A	54.54	0.32	0.32
招商地产	272.58	0.25	0.27
保利地产	43.85	0.29	0.33
世茂股份	17.43	0.33	0.23
荣盛发展	167.53	0.38	0.38
东华实业	9.78	0.12	0.14
绿景控股	12.35	0.09	0.10
<b>中房地产</b>	<b>14,848.79</b>	<b>0.23</b>	<b>0.23</b>

资料来源：Wind 资讯；

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

## 7. 关联交易

公司股东及关联方在资金方面给予公司较大的支持，因此关联交易主要体现为共同出资及获得资金的支持方面。

共同出资方面，公司与中国路桥工程有限责任公司、中房集团共同出资成立了中房（苏州）地产有限公司、重庆中房嘉汇房地产开发有限公司等。

资金支持方面，为保证公司土地竞拍及项目建设所需资金，公司通过了《关于向关联方借款的议案》，公司向中房集团借款不超过15亿元人民币，利息为同期银行基准利率上浮40%，借款期限为1~3年。截至2013年底，公司实际借入款项累计3.9亿元。

整体看，公司与关联方的资金往来为公司正常经营提供了一定的资金支持，有利于公司的经营发展。

## 8. 未来发展

未来几年，公司将继续以房地产开发为主业，依托各类资源，大力推进主业发展；以普通商品房项目开发为主，构建以珠三角、长三角、环渤海及以重庆为中心的周边地区等作为公司重点



发展区域的业务布局；发挥央企优势，严格执行品牌规范，塑造中房品牌；增强企业整体盈利能力，迅速扩大主业经营规模和提高经营效益。

从具体措施来看，一、公司着力有效推进在建项目。2014年中，中房F联邦、中房千寻项目即将完成项目收尾和清算工作；中房瑞致、中房颐园项目将承担较大的销售任务，嘉汇项目和茶园项目也将进入开发重要阶段。公司力图做好现有在建项目管理、收尾工作，确保公司业绩稳定，并逐步积累业主口碑，树立中房品牌良好的形象。二、公司将继续拓展新项目，根据公司实际运营情况，在2014年内继续新增房地产项目。三、公司计划完善资金筹划工作，拓宽市场融资渠道，加大拿地阶段的融资力度，加快已投资项目资本金回收周期，确保现有项目和2014年度新增项目的资金需求。四、公司将继续提升管理水平，进一步完善制度，引入先进管理方法，提升科学化管理水平。

总体看，公司将稳健经营现有房地产开发业务，同时积极拓展新的项目，公司未来发展规划明确，有利于公司未来发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2011~2012年度合并财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，2013年年报经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，3年出具的均为标准无保留审计意见。公司经审计的财务报表按照财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》编制。公司提供的2014年9月份的合并财务报表未经审计。

2012年，公司清算注销江苏汇智房地产开发有限公司；2013年公司合资新设立中房（苏州）地产有限公司和重庆中房嘉汇房地产开发有限公司，虽持股比例均为40%，但对两公司拥有实际控制权，故纳入合并范围；此外，2013年公司合资设立中房海门地产有限公司（以下简称“中房海门”），由于未取得相关地块，已于2013年完成税务注销。由于公司主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至2013年底，公司合并资产总额46.45亿元，负债合计18.37亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.08亿元。2013年公司实现营业收入8.55亿元，净利润（含少数股东损益）0.47亿元，2013年公司经营活动现金流量净额为-15.89亿元。

截至2014年9月底，公司合并资产总额59.03亿元，负债合计29.31亿元，所有者权益（含少数股东权益）29.72亿元。2014年1~9月公司实现营业收入5.12亿元，净利润（含少数股东损益）0.92亿元，2014年1~9月公司经营活动现金流量净额为-10.73亿元。

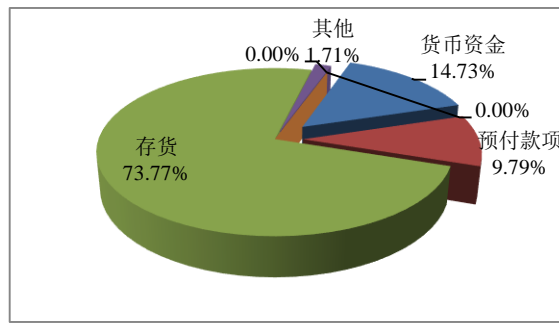
### 2. 资产质量

2011~2013年公司资产规模以较快速度增长，年均复合增长率为35.65%，资产构成以流动资产为主，近三年占比均在90%左右，流动资产高占比符合房地产开发企业特征。截至2013年底，公司合并资产规模达46.45亿元，其中流动资产占比93.12%，非流动资产占比6.88%。

#### 流动资产

2011~2013年，公司流动资产呈迅速增长态势，年均复合增长率达到42.65%，主要系公司业务规模不断扩大，以存货为主的流动资产相应大幅增长所致。截至2013年底，公司流动资产为43.25亿元，以货币资金（占14.73%）、预付款项（占9.79%）和存货（占73.77%）为主（如下图所示）。

图 9 截至 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013 年，公司货币资金总额呈波动增长态势，年均复合增长率为 28.55%。截至 2013 年底，公司货币资金为 6.37 亿元，较年初减少 8.88%。货币资金呈加快增长态势主要系 2012 年公司房地产销售收入、预收房款增加以及收回处置瑞斯康达科技发展股份有限公司股权转让余款所致。货币资金中使用受限金额 0.26 亿元，占比 4.08%，主要为银行贷款保证金和未结按揭贷款余额保证金。

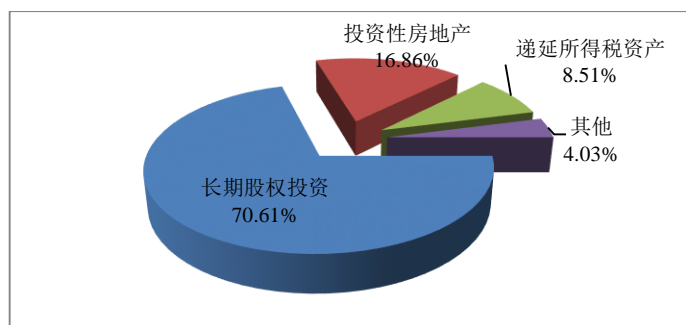
2011~2013 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率为 36.52%。公司存货构成主要为在产品和库存商品，2013 年底两者占比分别为 93.24% 和 6.76%。截至 2013 年底，公司存货账面价值为 31.91 亿元，较年初增长 71.90%，主要来源于 2013 年新开发的中房颐园支付土地出让金及前期开发成本共计 8.75 亿元和重庆茶园项目支付土地出让金及前期开发成本共计 7.01 亿元。公司相关房地产开发项目主要分布在重庆、苏州及长沙等地，房地产开发项目保值的能力较强，公司未对存货计提跌价准备。

近三年，公司预付款项增长迅速，从 2011 年的 33.44 万元迅速增长至 2013 年底的 4.24 亿元，主要系 2013 年公司预付重庆市土地和矿业权交易中心（重庆市南岸区茶园地块）土地出让金 4.00 亿元所致。从账龄上看，预付款项均为一年以内。2013 年底，前五大预付款项分别为重庆市土地和矿业权交易中心、国网湖南省电力公司长沙供电分公司、江苏南通三建集团有限公司（湖南）三十一分公司、湖南东方建设股份有限公司和深圳市明源软件股份有限公司。其中，除预付土地出让金外，主要为尚未交付的预付工程款项等。

#### 非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产规模呈波动下降趋势，近三年年均复合增长率为-10.47%。截至 2013 年底，公司非流动资产总额为 3.20 亿元，以长期股权投资（占 70.61%）、投资性房地产（占 16.86%）和递延所得税资产（占 8.51%）为主（如下图所示）。

图 10 截至 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2011~2013年，公司长期股权投资规模呈波动下降趋势，年均复合增长率为-15.33%，主要系2012年公司处置持有的瑞斯康达科技发展股份有限公司（以下简称“瑞斯康达”）18%的股权1.67亿元所致。截至2013年底，公司长期股权投资余额为3.45亿元，主要包括对瑞斯康达（0.97亿元，持股比例为10.25%）、中房海门（0.77亿元，持股比例为31%）、江苏汇智房地产开发有限公司（0.24亿元，持股比例为100%，目前已进入清算程序）以及北京盛世新业房地产有限公司（0.39亿元，持股比例为30%）的股权投资。截至2013年底，公司累计对长期股权投资计提了1.20亿元的减值准备，主要包括对东方人寿保险股份有限公司、重庆证券经纪有限责任公司（德恒证券）等长期股权投资全部计提减值准备，计提原因主要系其为历史遗留股权，投资对象亏损所致。

公司投资性房地产按成本计量，2011~2013年，公司投资性房地产变化不大，年均复合增长率为-6.16%，主要系正常累计摊销折旧所致。截至2013年底，公司投资性房地产账面余额为1.80亿元，累计摊销1.25亿元，账面价值为0.54亿元，主要系深圳百门前工业区厂房等。

2011~2013年，伴随正常摊销、折旧，公司固定资产呈下降趋势，年均复合增长率为-8.23%，截至2013年底，公司固定资产账面价值为0.12亿元，主要为房屋建筑物（占43.25%）、运输设备（占40.62%）及办公设备（占13.84%）等。公司固定资产成新率为38.67%，成新率较差。

截至2014年9月底，公司合并资产总额59.03亿元，较年初增长27.08%。公司流动资产57.62亿元，较年初增长33.20%，主要源于货币资金和存货的增加；公司非流动资产1.41亿元，较年初减少了55.74%，主要来源于长期股权投资和递延所得税资产的减少。截至2014年9月底，公司流动资产和非流动资产占比分别为97.60%和2.40%，流动资产占比有所上升。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主；流动资产中，房地产开发项目为主的存货占比较大，公司存在较大去库存压力；非流动资产以长期股权投资为主，长期股权投资部分存在减值现象；公司整体资产质量一般。

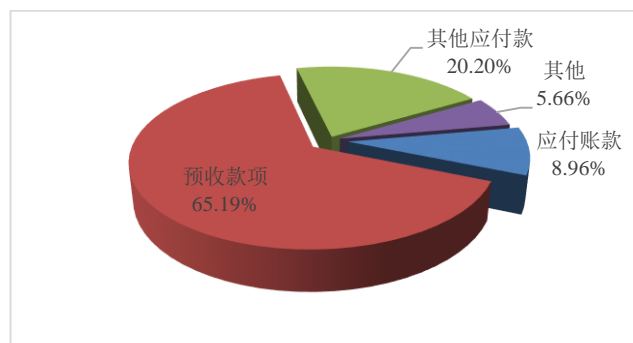
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，近三年年均复合增长率为37.33%。截至2013年底，公司负债合计18.37亿元，较年初增长60.94%，主要系2013年公司增加对控股股东中房集团长期应付款所致。公司负债以流动负债为主，截至2013年底，公司流动负债和非流动负债分别占51.28%和48.72%。

2011~2013年，公司流动负债规模呈增长趋势，年均复合增长率为16.75%。截至2013年底，公司流动负债合计9.42亿元，以应付账款（占8.96%）、预收款项（占65.19%）和其他应付款（占20.20%）为主（如下图所示）。

图11 2013年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2011~2013年，公司应付账款金额波动增长，年均复合增长72.27%，主要系2013年湖南中房F联邦和重庆中房千寻项目已经完工，进入结算阶段，应付工程款相应增多所致。截至2013年底，公司应付账款余额为0.84亿元，主要为应付建筑工程款（占比94.86%）以及质量保证金和其它款等。

公司预收款项主要系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。2011~2013年，公司房产开发项目预售情况较好，预收房款逐年增加，使得公司预收款项年均复合增长率达到69.94%。截至2013年底，公司预收款项合计6.14亿元，由于这部分负债届时将结转为收入，因此公司不存在实际偿付压力。

公司其他应付款主要为应付关联方拆借资金、诉讼损失、代收水电费和押金保证金等，近三年年均增长-18.29%，主要系2011年公司出售持有的瑞斯康达股权尚未办理完工商变更手续所致。截至2013年底，公司其他应付款为1.90亿元，其中包括应付关联方拆借资金0.89亿元和诉讼损失0.55亿元。

近三年，公司非流动负债增长迅速，年均复合增长率为77.82%，主要系公司为增加土地储备及项目开发而增加对中房集团借款所致。截至2013年底，公司非流动负债合计8.95亿元，主要由长期借款（占比29.87%）和长期应付款（占70.13%）构成。

近三年，公司长期借款规模总体增长较快，年均复合增长率为28.56%。截至2013年底，公司共有6笔长期借款，金额合计2.67亿元，较年初增长29.05%，按目前每笔借款的终止日期来估算，2015年将偿还1.89亿元、2017年将偿还0.36亿元、2020年将偿还0.42亿元。从借款期限分布来看，2015年公司长期借款到期金额比较集中，但金额不大，集中兑付压力较小。

公司长期应付款主要系公司对控股股东中房集团借款以用于房地产开发项目投资以及弥补流动资金不足。2011~2013年，长期应付款分别为1.21亿元、1.18亿元和6.28亿元，2013年长期应付款增长较多主要系当年公司对中房集团借款较多用以开发项目所致。

截至2014年9月底，公司负债合计29.31亿元，较年初增长59.57%，主要系伴随公司开发项目增多，公司增加长期应付款和长期借款所致。公司流动负债和非流动负债分别占比37.54%和62.46%，负债构成以非流动负债为主，流动负债占比有所下降。

近三年，公司有息债务规模不大，整体呈上升趋势，三年复合增长率为47.51%。截至2013年底，公司全部债务为9.14亿元，其中短期债务和长期债务分别占比2.06%和97.94%，主要融资需求通过对控股公司中房集团借款实现。2013年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为39.54%、24.55%和24.17%，加之由于预收房款无实际兑付压力，剔除预收账款后的资产负债率为26.33%，整体债务水平较低。整体看，公司有息债务处于较低水平；公司总体债务负担较小。

截至2014年9月底，公司加大了借款力度，有息债务规模较年初大幅增长，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49.66%、40.23%和38.12%，以上指标较年初均有所提高，但公司债务水平在行业中仍属较低。

总体看，2013年公司整体负债规模增长较快，公司负债结构以非流动负债为主，但整体负债水平仍属较低。剔除预收房款因素的影响，公司实际负债水平会相应减小。

### 所有者权益

近三年公司所有者权益的年均复合增长率为34.59%，主要系公司少数股东权益增加所致。截至2013年底，公司所有者权益28.08亿元，其中归属于母公司所有者权益为16.16亿元。归属于



母公司所有者权益中，股本占 18.39%，资本公积占 31.44%，盈余公积占 2.79%，未分配利润占 47.38%，公司权益稳定性一般。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益 29.72 亿元，较年初增加 5.82%，主要系公司未分配利润增加所致，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

近三年，伴随公司开发项目中房 F 联邦和中房千寻两项目收入结转，公司营业收入呈增长趋势，年均复合增长 30.07%，2013 年达到 8.55 亿元；受人工成本、管理费用及销售费用增加，公司营业利润年均复合增长率为 14.41%，2013 年为 1.17 亿元；2013 年子公司败诉赔偿 0.55 亿元导致营业外支出大幅增长，导致公司净利润年均复合增长率为-18.92%，2013 年为 0.47 亿元。

从利润构成看，2013 年公司实现利润总额 0.65 亿元，其中来自主营业务产生的经营性利润为 1.17 亿元，营业外收入为 0.03 亿元，营业外支出为 0.55 亿元，公司经营性利润主要来自于房地产销售和工业厂房租赁等主营业务。公司营业外收入系子公司兆嘉公司败诉产生的相关赔偿支出，公司已于 2014 年 1 月支付该笔款项。

从期间费用来看，2011~2013 年，公司费用收入比分别为 14.41%、14.49%和 11.55%，公司费用收入比呈波动下降态势，费用控制能力较好。近三年，公司的销售费用、管理费用和财务费用分别年均复合增长了 32.77%、20.86%和-71.77%。由于公司加强对管理费用的控制，整体增长幅度小于营业收入增幅；同时公司近年销售回款增加，相关存款利息增长较快，导致财务费用有所减少。

从各项盈利指标来看，2011~2013 年，公司营业利润率不断上升，三年分别为 22.15%、22.65%和 24.14%。2013 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.00%、2.03%和 2.09%，较上年有所下降，主要系公司营业外支出较大，公司净利润受到影响所致。与同行业上市公司相比，当期公司各项盈利指标处于一般水平（表 15）。考虑 2013 年公司盈利状况受诉讼事件影响较大，2013 年公司盈利指标处于非常态状态；同时 2013 年末公司实现预收款项 6.14 亿元，将逐步实现收入结转，盈利预期较好，届时公司整体盈利能力有望得到提升。

表 13 2013 年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	中房地产	万科 A	招商地产	保利地产	世茂股份	香江控股	中江地产
净资产收益率(%)	<b>3.80</b>	21.49	16.77	22.81	12.28	12.57	3.19
总资产报酬率(%)	<b>1.73</b>	5.84	7.14	5.96	5.65	5.09	1.15
毛利率(%)	<b>30.86</b>	31.47	41.52	32.16	41.80	51.27	18.17
销售期间费用率(%)	<b>11.55</b>	5.73	5.96	5.14	11.01	17.88	6.81

资料来源：Wind 资讯；

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

受 2014 年公司项目结转收入减少影响，2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 5.12 亿元，较上年同期减少 28.63%；实现净利润 0.92 亿元，较上年同期增长 73.15%，主要系上年同期公司支付诉讼赔偿所致。2014 年 9 月末，公司预收账款为 4.49 亿元。2013 年以来，公司新增天津宝坻等项目，未来随着项目陆续建设和销售，公司的盈利状况将有所保障。

总体看，公司近年营业收入规模呈上升趋势，但盈利规模受 2013 年诉讼事件影响较大；随着公司不断取得新项目，在建项目陆续销售，未来盈利水平有所保障。



## 5. 现金流

从经营活动情况来看, 2011~2013年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.14亿元、2.98亿元和-15.89亿元, 2013年经营活动产生的现金流为净流出状态, 主要系当年公司增大了获取土地的力度, 支付土地土地征用、拆迁补偿费及支付重庆茶园项目预付土地出让金所致。此外, 公司收到和支付的其他与经营活动有关的现金较大, 主要系公司与中房集团的资金往来及购地保证金往来较大所致。从收入实现质量来看, 近三年公司现金收入比分别为111.10%、144.95%和112.40%, 收入实现质量处于较高水平。

从投资活动来看, 2011~2013年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为2.25亿元、0.51亿元和-1.71亿元。2011年投资活动产生的现金流量净流入较大主要是由于当年处置对瑞斯康达的长期股权投资收到现金2.02亿元; 2012年主要为当年收回转让瑞斯康达18%股权余款0.51亿元; 2013年投资活动产生的现金流量净流出主要系合并范围减少现金所致。

从筹资活动情况来看, 2011~2013年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为0.47亿元、-0.42亿元和16.99亿元。公司筹资活动现金流出主要系偿还银行贷款及支付利息, 筹资活动现金流入主要系取得银行借款和吸收少数股东投资。2013年, 公司成立苏州地产公司和重庆嘉汇公司收到少数股东中房集团和中国路桥的投资款12.39亿元, 导致筹资活动现金净流入规模增大。

2014年1~9月, 受本期公司支付天津等地块土地款和房产项目销售回笼款项减少的影响, 公司经营活动现金净流出了10.73亿元; 公司投资活动净流入1.59亿元, 主要系公司处置对瑞斯康达长期股权投资收到投资收益和股权转让款等1.64亿元所致; 同时, 公司继续加大融资力度, 并受到少数股东投资款, 导致筹资活动现金净流入9.26亿元。

总体看, 2013年公司支付较大规模土地出让金, 使得经营活动现金流呈大规模净流出的状态; 投资活动现金流量有所波动; 由于经营活动现金流为净流出状态, 公司对融资的需求较大, 筹资活动现金净流入的规模较大。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2011~2013年, 公司流动比率呈上升趋势, 分别为3.08、3.20和4.59; 而速动比率也呈上升趋势, 分别0.60、0.93和1.20, 主要系公司流动资产不断增加所致; 2013年现金短期债务比为33.91, 现金对短期债务的保护程度很强, 主要系公司短期借款较少所致。整体看, 短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标来看, 2013年公司EBITDA为0.84亿元, 由于公司每年存在较大利息收入, 导致EBITDA利息倍数为2.51倍, 而EBITDA全部债务比为0.09倍, EBITDA对全部债务的保障程度较低。考虑公司2013年由于营业外支出导致当年EBITDA处于较低水平, 加之公司的预收账款规模随着收入的陆续结转, 公司盈利有望维持在较好水平, EBITDA水平得到提升, 未来其对利息和全部债务的覆盖程度有望提升。同时, 公司拥有一定规模的土地储备和在建项目, 一定程度上有利于提升公司对全部债务的保障能力。此外, 公司较大部分的债务来自于控股股东提供的资金支持, 相对于银行借款等刚性债务, 其偿债压力比较小。

公司与中国银行、建设银行等多家商业银行建立了良好的合作关系, 截至2014年9月底, 公司获得的银行授信总额为人民币9.40亿元, 其中尚未使用的授信额度为人民币4.51亿元。

对外担保方面, 截至2014年9月底, 公司无对外担保事项。

未决诉讼方面, 公司子公司兆嘉公司与湖南华夏科技投资发展有限公司(以下简称“华夏科技”)之间尚存一项未决诉讼。2007年, 两公司签订《华夏科技与兆嘉公司关于协助拆迁的协议》, 华

夏科技承诺以 2.5 亿元的包干费确保华夏项目拆迁工作，并承诺在 2007 年 12 月 20 日前完成项目土地的征地补偿、安置及房屋拆迁的 90% 以上的工作，同时约定如因自身原因导致拆迁进度的延迟，除应在原包干费用范围内完成拆迁工作外，还应按照造成的实际损失的 2 倍向兆嘉公司支付违约金。华夏科技未在期限内完成拆迁工作；2008 年初，长沙市实施了《长沙市征地补偿安置条例》，该条例增加了征地补偿标准，导致拆迁补偿款总额增加。兆嘉公司为避免损失，与项目所在地拆迁部门签订了拆迁工作补充协议并垫付了上述新增拆迁补偿资金。2010 年，兆嘉公司对华夏科技提起诉讼，要求赔偿损失。2012 年，华夏科技以兆嘉公司未完全履行 2008 年 10 月 24 日其与中住地产开发有限公司签订的《补充协议》为由提出反诉，要求赔偿相关损失。2013 年 8 月 27 日，案件得以宣判，判决兆嘉公司支付华夏科技违约赔偿 5,291.03 万元并支付欠款 2,381.2 万元。此后，兆嘉公司向湖南省高级人民法院提出要求重审，判决书已于 2013 年 12 月 24 日送达，判决兆嘉公司支付华夏科技欠款 2,381.20 万元、投资违约金 5,540.58 万元。2014 年，兆嘉公司向最高人民法院提起再审诉讼程序，并于 2014 年 7 月 14 日收到最高人民法院（2014）民申字第 1089 号民事申请再审案件受理通知书。联合评级将继续关注诉讼进展，由于 2013 年公司已将违约赔偿款项计入营业外支出，对公司未来盈利状况不再产生影响，或有风险不大。

总体看，公司现金资产规模相对较大，短期偿债能力较好；因诉讼事件及项目开发结转等因素影响，导致公司盈利规模不大，长期偿债能力还有待提升。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2014 年 9 月底，公司债务总额为 20.01 亿元，本次拟发行债券规模为 7.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定的影响。

以 2014 年 9 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 7.00 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 45.99%、47.61% 和 54.99%，债务负担有所增加，整体仍处于行业适宜水平。考虑到本期债券募集资金将部分偿还银行贷款，实际最终增加的负债水平应不大，本期债券发行后，公司的债务结构将得到进一步优化。

### 2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2013 年底的相关财务数据为基础，公司 2013 年 EBITDA 为 0.84 亿元，为本次公司债券发行额度（7.00 亿元）的 0.12 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般，考虑 2013 年营业外支出影响较大，剔除该因素，EBITDA 对债券的覆盖程度将有所提升；2013 年经营活动产生的现金流入 24.38 亿元，为本次公司债券发行额度（7.00 亿元）的 3.48 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司作为国有背景的房地产开发企业，在股东实力与支持、业务规模、地域品牌及财务结构等方面具有一定的竞争优势。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

## 九、债权保护条款分析

### 1. 担保条款

本期债券由中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。针对本次担保事宜，中交集团已经出具了《担保函》，签署《担保协议》。

担保方中交集团为公司发行的不超过 7.00 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人提供保证的范围包括本期债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用及其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券到期日起六个月止。

在保证期间内，如公司不能在募集说明书规定的期限内按约定偿付本期债券本金和/或利息，公司债券持有人可以直接要求担保人承担担保责任。

## 2. 担保人信用分析

### （1）企业概况

中交集团是根据国务院国资委《关于中国港湾建设（集团）总公司与中国路桥（集团）总公司重组的通知》（国资改革[2005]703 号），由中国港湾建设（集团）总公司与中国路桥（集团）总公司通过新设合并而成立。2006 年 10 月 8 日，根据《关于中国交通建设集团公司整体重组并境内外上市的批复》（国资改革[2006]1063 号），中交集团经过整体重组改制，以其及其下属的全资企业、控股公司、合营、联营公司与主营业务相关的资产和股权出资，独家发起设立了中国交通建设股份有限公司（以下简称“中国交建”），中交集团的核心业务都已经进入中国交建。2006 年 12 月 15 日，中国交建首次公开发行的 H 股在香港联合交易所主板挂牌上市（股份代号：1800.HK），成为中国首家实现整体海外资本市场上市的特大型国有基建企业。2012 年 3 月 9 日，中国交建首次公开发行的 A 股在上海证券交易所上市挂牌上市（股份代号：601800.SS）。

中交集团作为一家国有独资公司，由国务院国资委全资及直接拥有，主要作为中间控股公司持有中国交建的股份，本身不从事任何实际的业务活动，只设立董事会，不设经营管理层和业务职能部门，不再直接从事生产经营业务。中交集团实行董事会领导下的总经理负责制，所属 3 级（含）以上子公司 82 家。

中交集团的经营范围为：承包境外工程和境内国际招标工程；各种专业船舶总承包建造；专业船舶、施工机械的租赁及维修；海上拖带、海洋工程有关专业服务；船舶及港口配套设备的技术咨询服务；承担国内外港口、航道、公路、桥梁建设项目的总承包（包括工程技术经济咨询、可行性研究、勘察、设计、施工、监理以及相关成套设备、材料的采购和供应、设备安装）；承担工业与民用建筑、铁路、冶金、石化、隧道、电力、矿山、水利、市政建设工程的承包；进出口业务；房地产开发及物业管理；运输业、酒店业、旅游业的投资与管理。

截至 2013 年底，中交集团在岗员工 10 万余人，其中经营管理人员 37,584 人，专业技术人员 40,097 人，技能人员 16,971 人，其他人员 9,043 人；从文化程度看，大专及以上学历 78,222 人，中专学历 7,281 人，高中及以下学历 18,192 人。

截至 2013 年底，中交集团合并总资产总额 5,383.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 1,159.84 亿元；2013 年，中交集团实现营业收入合计 3,357.64 亿元，净利润（含少数股东损益）123.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 147.42 亿元。

中交集团注册地址：北京市西城区德胜门外大街 85 号；法定代表人：刘起涛。

### （2）规模与竞争力

由于中交集团不直接从事生产经营业务，其核心业务则主要由中国交建承担，故在经营方面主要以中国交建为分析对象。

中国交建经营范围涉及公路、桥梁、港口、码头、航道、铁路、隧道、市政等基础设施的建设、设计、疏浚、港口机械制造以及交通基础设施投资等，其中基础设施建设业务占比最高，为其支柱产业。作为中国领先的交通基建企业，中国交建四项核心业务领域——基建建设、基建设计、疏浚业务和装备制造业务均为业内领导者。凭借其六十年来在多个领域的各类项目中积累的丰富营运经验、专业知识及技能，中国交建能为客户提供涵盖基建项目各阶段的综合解决方案。中国交建共拥有 35 家主要全资、控股子公司，业务足迹遍及中国所有省、市、自治区及港澳特区和世界 120 余个国家和地区。

#### **经营规模大，具有全球竞争力**

中国交建是世界 500 强企业，在《财富》杂志最新公布的 2014 年世界 500 强排行榜中，其以 546.1 亿美元的营业收入位列第 187 位，比 2013 年提升了 26 位，继续保持在世界 500 强企业的中前列位置；在入选的中国企业（包括香港、台湾）中排名第 34 位，在国务院国资委监管的中央企业中排名第 20 位。

中国交建位居 ENR<sup>2</sup>国际最大 225 家承包商第 10 位，连续 7 年位居中国上榜企业第 1 名；在全球最大 150 家设计企业排名中位列第 12 位，位居中国上榜企业第 1 名；在国资委监管的 113 家中央企业中，营业收入位列第 17 位，净利润位列第 14 位，连续 8 年获评国资委经营业绩考核 A 级企业。中国交建被国资委确定为“国际化经营战略 10 家重点联系企业”和“培育世界一流企业 10 家重点联系企业”，是中央企业中仅有的 3 家“双十”企业之一。

#### **建筑经验丰富，建筑水平高**

中国交建是中国最大的港口设计及建设企业（设计承建了建国以来绝大多数沿海大中型港口码头）；世界领先的公路、桥梁设计及建设企业；世界第一疏浚企业（以耙吸船总舱容量和绞吸船总装机功率计）；全球最大的集装箱起重机制造商；中国最大的国际工程承包商；中国第三大高速公路投资运营商。中国交建创造了诸多世界“之最”工程，包括设计承建全球 10 大集装箱码头中的 5 个、世界 10 大斜拉桥中的 5 座、世界 10 大悬索桥中的 4 座、世界 10 大跨海大桥中的 5 座、上海洋山深水港、苏通长江大桥、杭州湾跨海大桥以及正在实施的港珠澳大桥等工程，这些工程均代表了世界最高水平。

2013 年，中国交建获省部级以上科技奖 109 项，国家科学技术进步一等奖 1 项，国家优质工程奖 17 项，鲁班奖 4 项，詹天佑奖 7 项，国际咨询工程师联合会（FIDIC）百年重大土木工程奖 3 项。其中，重大科研攻关专项“离岸深水港建设关键技术与工程应用”项目荣获国家科技进步一等奖。

#### **创新能力强，重视科研开发**

中国交建重视科研开发，形成了“26 心、16 室、15 所”（即 8 个国家级技术中心，18 个省级技术中心，8 个省、部级重点实验室，8 个集团重点实验室，15 个以科技研发为主的科研院所）为核心的研发集群，在相关科研开发领域处于领先地位。同时，中国交建拥有一支由中国工程院院士、全国勘察设计大师以及具有国家领先水平的国家级专家和高级工程师组成的高水平科研队伍，并拥有 8 个博士后科研工作站。

总体上看，中交集团以基础设施建筑为主业，经营规模大；建设项目众多，包括世界级标志建筑，在全球范围具有竞争力；重视科研开发，具有较强的创新能力；整体实力很强。

### **（3）经营分析**

<sup>2</sup> ENR，全称 Engineering News-Record，中文译作《工程新闻记录》，是全球工程建设领域最权威的学术杂志。



凭借中交集团在基础设施建设领域的竞争力和规模优势，近三年，中交集团盈利保持在高水平，并持续增长。2013年，中交集团实现营业收入合计3,357.64亿元，实现净利润123.62亿元，近三年年均复合增长率分别为6.30%和3.14%。从营业收入的构成上看，近三年，基建业务在合并营业收入中占比达到75%以上（均未考虑内部抵销因素），为其核心收入来源；设计、疏浚和装备制造业务也是中交集团的重要收入来源，三项业务收入占比保持在22%左右；此外，其他板块则主要包括房地产开发、物流和运输等。

从毛利率水平上看，近三年，中交集团综合营业毛利率呈波动上升态势，反映出中交集团较强的盈利能力。受基建业务毛利率由2011年的11.04%上升至2013年的11.53%的拉动，加之该板块收入占比达到75%以上，导致综合毛利率从2011年的12.59%上升至2013年的13.21%。

表14 2011~2013年中交集团营业收入情况（单位：亿元、%）

项 目	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
<b>主营业务</b>									
基建业务	2,267.67	76.32	11.04	2,288.31	76.61	12.46	2,632.79	78.41	11.53
设计业务	154.08	5.19	27.26	172.35	5.77	28.03	203.65	6.07	25.50
疏浚业务	323.16	10.88	17.04	320.18	10.72	17.03	327.85	9.76	16.32
装备制造业务	201.36	6.78	6.07	192.89	6.46	7.00	241.46	7.19	9.05
房地产开发	19.16	0.64	44.21	22.02	0.74	33.13	36.72	1.09	37.70
物流和运输	53.01	1.78	10.99	47.65	1.60	9.89	3.77	0.11	8.98
其他	14.95	0.50	9.09	11.51	0.39	-14.93	18.81	0.56	-9.09
内部抵销	-69.63	-2.34	--	-83.69	-2.80	--	-124.57	-3.71	--
<b>其他业务</b>	7.48	0.25	17.49	15.71	0.53	27.70	17.14	0.51	26.33
<b>合 计</b>	<b>2,971.24</b>	<b>100.00</b>	<b>12.59</b>	<b>2,986.92</b>	<b>100.00</b>	<b>13.95</b>	<b>3,357.64</b>	<b>100.00</b>	<b>13.21</b>

资料来源：联合评级根据中交集团审计报告整理。

总体看，中交集团主业十分突出，基建业务为主要收入来源；其对成本的控制能力较强，综合毛利率呈现波动上升态势；整体盈利能力强。

由于中交集团的核心资产业务均由中国交建承担，以2013年的财务数据为据，截至2013年底，中国交建的资产规模合计5,179.92亿元，占中交集团总资产的96.21%；2013年，中国交建分别实现营业收入和净利润3,324.87亿元和118.68亿元，在中交集团中占比分别为99.02%和96.01%，故以下主要对中国交建的经营情况进行分析。

### 基建业务

#### ①行业分析

基建业属于建筑业范畴。建筑业是国民经济的重要物质生产部门，其发展速度与固定资产投资增速密切相关，近年来全社会固定资产投资的高速增长推动了建筑业的快速发展。2009~2013年，中国全社会固定资产投资年复合增长率达18.78%；同期，中国建筑业总产值年复合增长率达20.01%。2013年，全国建筑业总产值达15.93万亿元，同比增长16.1%，较2012年下降1.70个百分点；占GDP的比重为28.01%，较上年增加1.6个百分点。总体上看，建筑业增速有所下滑，但仍保持较快发展，在国民经济中的地位较为稳固。

从经营模式上看，受单纯建设施工利润较低的内在驱动，建筑行业的经营模式逐渐由施工承包、施工总承包到设计施工总承包、BT、BOT项目运营承包方式演变，建筑行业的横向分割被打



破,综合性的EPC<sup>3</sup>、BOT<sup>4</sup>、BT<sup>5</sup>、BOOT<sup>6</sup>、PPP<sup>7</sup>等模式在建筑业市场的比重逐步上升,利润重心向前端的项目开发和后端的运营转移。目前,建筑工程项目日益大型化、复杂化,EPC成为国际通行的一种工程项目建设实施模式。这些特点也导致建筑企业往往资产负债率处于高位。由于建筑企业承接项目后往往需要投入大量的流动资金,因此承包商融资能力已经成为决定其竞争力的重要因素。

从建筑业产值结构上看,房屋工程和基建工程是构成建筑行业的主体部分,房屋工程占比约61%,土木工程(主要指铁路、隧道、公路、桥梁等基础设施建设项目)占比超过26%,装修装饰占比约未5.6%,其余为线路、管道和设备安装工程。

从行业竞争格局来看,建筑行业下有多个细分子行业,不同子行业的竞争格局差异甚大。普通房屋建筑工程市场集中度最低,竞争极其激烈;公共建筑及高层、超高层建筑工程市场,整体集中度适中,存在一定区域性垄断;矿山建筑工程市场,集中度较高,存在部门垄断;铁路、公路、隧道、桥梁工程、大坝、电厂和港口工程,集中度高,存在部门和寡头垄断;而建筑安装工程与装饰装修工程,市场集中度较低,竞争较为激烈。具体从行业参与者情况来看,中国建筑市场的竞争格局存在四类参与者:“五大”央企(中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国中冶、中国交通建设集团)、区域龙头、外资巨头以及众多中小建筑公司。截至2013年底,建筑行业企业个数为7.95万家,较上年增长5.64%。

从未来发展看,建筑行业作为典型的投资驱动型行业,经济稳步增长与城镇化持续推进是建筑行业发展的两大核心驱动力。根据《中央关于加大统筹城乡发展的力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》,国家将把推进城镇化建设、加大统筹城乡的力度作为未来农村发展的新战略,城镇化和小城镇建设将成为城乡统筹工作的重点。2013年10月,国务院印发了《关于加强城市基础设施建设的意见》,明确了当前加快城市基础设施升级改造的重点任务:一是加强城市供水、污水、雨水、燃气、供热、通信等各类地下管网建设和改造。二是加强城市排水防涝防洪设施建设,解决城市积水内涝问题。三是加强城市污水和生活垃圾处理设施建设。四是加强城市道路交通基础设施建设。五是加强城市电网建设。六是加强生态园林建设。该《意见》对未来城市基础设施建筑行业的发展具有重大的促进作用。

总体看,尽管受宏观经济增长放缓、行业竞争比较激烈及资金压力较大等不利因素影响,但城镇化和城市基础设施建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间,建筑行业仍将伴随着中国城镇化发展需求,保持良好的发展前景。

## ②经营分析

中国交建的核心业务为基建建设,其市场竞争力强,在手合同量大,处于国内乃至全球行业领先地位。近三年,基建类新签合同金额逐年增长,其中,道路与桥梁建设、海外工程增长迅速,占2013年新签订基建建设类合同的50%以上。

表15 2011~2013年度中国交建新签、在建基建建设合同情况(单位:亿元)

	2011年		2012年		2013年	
	新签合同	在建合同	新签合同	在建合同	新签合同	在建合同
<b>基建建设类</b>	<b>3,646.71</b>	<b>5,120.00</b>	<b>4,230.55</b>	<b>6,198.00</b>	<b>4,505.51</b>	<b>6,537.06</b>
其中:港口建设	593.66		620.51		424.56	

<sup>3</sup> “设计-采购-施工总承包模式”(Engineer-Procure-Construct)

<sup>4</sup> “建设-经营-转让”(Build-Operate-Transfer)

<sup>5</sup> “建设-转让模式”(Build-Transfer)

<sup>6</sup> “建设-拥有-经营-转让模式”(Build-Own-Operate-Transfer)

<sup>7</sup> “公私合营模式”(Public-Private partnership)

道路与桥梁建设	1,262.37		989.32		1,535.45	
铁路建设	-		97.53		155.70	
投资业务	668.00		1,250.21		585.35	
海外工程	808.28		754.17		1,042.40	
其他项目	314.40		518.81		762.05	

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

如上表所示，2011~2013年，中国交建基建类新签合同额分别为3,646.71亿元、4,230.55亿元和4,505.51亿元，新签基建合同额规模大，并保持稳定增长，其中，2013年新承接基建类工程造价金额同比增长6.50%。在建项目方面，截至2013年底，中国交建基建类在建项目合同总造价合计6,537.06亿元，同比增长5.47%，是中国交建2013年基建业务收入的2.48倍，可为其业务收入的持续增长提供有力的保障。

表16 2013年中国交建签订的重大基建项目情况（单位：亿元）

类别	项目名称	项目金额
港口建设	大连市长兴岛葫芦山湾南防波堤工程及南岸临时围堰项目	16.90
	宁波市舟山港鼠浪湖矿石中转码头工程项目	16.49
	大连市太平湾207、208泊位项目	11.62
	宁波市北仑区梅山水道渔业避风锚地工程项目	7.89
	天津港大沽口港区重装基地码头工程项目	7.22
道路与桥梁建设	吉林省敦化至通化高速公路的敦化至抚松段HD01合同段项目	101.31
	湖北省麻城至竹溪高速公路的宜城至保康4标段项目	41.00
	成都市天府新区货运通道项目	34.05
	广西省梧州至柳州高速公路工程1、2、5、8标段项目	32.79
	湖北省麻城至武穴高速公路的mwjtj-1标段项目	21.51
铁路建设	成都至贵阳铁路的乐山至贵阳段站前工程4标段项目	29.03
	连云港至盐城铁路站前工程2标段项目	25.95
	九景衢铁路江西段JQJXZQ-5标段项目	24.16
	成昆铁路米易至攀枝花段扩能改造站前工程2标段项目	18.73
	成昆铁路永仁至广通段扩能改造站前工程1标段项目	15.33
投资业务	贵州省江口至瓮安高速公路BOT项目	140.61
	贵州省贵阳至黔西高速公路BOT项目	84.19
	海南省三亚地产开发项目	67.42
	江苏省南京至高淳新通道BT项目	59.19
	珠海市横琴总部基地项目	30.00
海外工程	肯尼亚蒙巴萨至内罗毕铁路土建项目	26.57（亿美元）
	卡塔尔东部走廊项目	6.11（亿美元）
	沙特阿拉伯吉达防洪项目	5.06（亿美元）
	埃塞俄比亚AA高速二期项目	5.04（亿美元）
	哥斯达黎加32号路利蒙港至4号路扩建项目	4.66（亿美元）

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

从2013年中国交建签订的重大项目地域分布情况来看，项目地域分布广泛，分散在中国各地及非洲部分区域，工程的区域集中度不高；从金额上看，中国交建新签订重大工程造价基本都在100亿元以内，相较于2013年的基建业务营业收入，单个工程造价均处于一般水平，项目集中度一般，有利于分散单个项目金额过大导致的经营风险。

原材料采购方面，中国交建基建施工所需原材料主要包括钢铁、水泥、燃料、沙石料及沥青

等，原材料占生产成本的 60% 左右。中国交建在采购原材料时，通常不与有关供应商订立长期供应合同或保证，而是按特定项目与供应商订立采购合同，合同期从一年到五年不等。原材料结算一般按照工程收款情况安排支付，不同合同存在较大差异。

在道路及桥梁建设业务方面，中国交建是世界领先的公路、桥梁、隧道设计及建设企业，也是国内重要的铁路建设企业。我国沿海及内河的大中型港口和航道、高等级主干线公路、大型特大型桥梁隧道等交通基础工程绝大部分都是由中国交建主持设计、施工。

在港口建设方面，中国交建是中国最大的港口设计及建设企业，持有政府批授有关进行港口建设工程仅有的三项特级资质证书，建国以来参与设计了中国几乎所有的主要沿海港口。

在海外工程方面，中国交建积极实施国际化战略，在 120 多个国家和地区开展业务，其中非洲、中东和美洲是公司海外业务的重点市场；从项目类型上看，公路与桥梁、铁路工程占比合计 65%。联合评级也关注到，非洲及中东等部分地区由于各种原因，其政治及经济状况通常存在一定的不稳定因素，可能会给中国交建在相关国家或地区的海外业务带来一定的风险。

### 基建设计、疏浚及装备制造业

除基建业务外，中国交建核心业务还包括基建设计、疏浚及装备制造业，2013 年，三项业务收入在中国交建的营业收入中的占比约为 22%。同时，三项业务均处于国内乃至全球领先地位。

2011~2013 年，中国交建基建设计、疏浚及装备制造业新签合同总额分别为 931.77 亿元、918.65 亿元和 927.10 亿元，新签合同金额规模大，总体保持稳定。在执行项目方面，截至 2013 年底，其基建设计、疏浚及装备制造业等在执行项目合同总造价合计 843.49 亿元，可有力支持相关业务收入的持续增长。

表 17 2011~2013 年度中国交建新签和在执行基建设计、疏浚及装备制造合同情况（单位：亿元）

类别	2011 年		2012 年		2013 年	
	新签合同	在执行合同	新签合同	在执行合同	新签合同	在执行合同
基建设计	229.43	319.70	235.70	340.00	251.91	355.45
疏浚工程	375.39	279.52	386.48	288.80	393.36	297.60
装备制造	266.68	278.10	246.15	162.55	278.50	190.26
其他业务	60.27	21.80	50.32	15.90	3.33	0.18
<b>合计</b>	<b>931.77</b>	<b>899.12</b>	<b>918.65</b>	<b>807.25</b>	<b>927.10</b>	<b>843.49</b>

资料来源：联合评级根据中国交建年报整理

基建设计方面，中国交建是我国主要的道路及桥梁设计服务供应商，拥有多项工程勘察综合类甲级资质、工程设计综合类甲级资质以及公路行业设计甲级资质。中国交建负责制定高等级公路的设计与管理标准，几乎承担了所有国道主干线高等级公路、跨江跨海特大型桥梁的规划和勘察设计。近年来中国交建承担了环渤海、长江三角洲、珠江三角洲等沿海地区及长江干线流域的大中型综合型港区和物流园区的规划和勘察设计等。

疏浚工程方面，中国交建为世界第一大的疏浚企业（以耙吸船总舱容量和绞吸船总装机功率计算），截至 2013 年底，其拥有的疏浚产能按照标准工况条件下约为 7.2 亿立方米；其在该领域的市场占有率约为 80%。从资质上看，中国交建拥有全国仅有的 7 项港口与航道工程施工总承包特级资质中的 6 项，具有明显的竞争优势。

装备制造方面，中国交建是全球最大的集装箱起重机制造商，其 80% 以上产品出口海外市场，占据世界岸桥市场 75% 以上的份额。2013 年，中国交建积极抢占高端、高附加值海洋工程装备市场，自主设计、建造的 300 英尺自升式钻井平台“振海 1 号”完成重大结构件安装，铺管船实现了系列化、标准化的制造与销售，国内风电安装平台、美国最大浮船坞钢构项目、世界最大的港

口闸门钢结构项目稳步推进，确保了港口机械产品在行业中的世界绝对领先地位。

总体来看，中国交建以基建建设为核心业务，收入规模大，竞争力极强，该板块收入平稳增长，在手合同金额较大，未来有望继续保持增长；同时，中国交建在基建设计、疏浚和装备制造方面也极具竞争力；其产品板块丰富，多产业协同发展，有利于综合竞争力的进一步增强。

#### （4）财务状况

中交集团提供的 2011~2012 年财务报表经中瑞岳华会计师事务所审计，2013 年财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>8</sup>审计，均出具了标准无保留审计意见。

截至 2013 年底，中交集团合并总资产总额 5,383.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 1,159.84 亿元；2013 年，中交集团实现营业收入合计 3,357.64 亿元，净利润（含少数股东损益）123.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 147.42 亿元。

#### 资产质量

近三年，中交集团资产规模持续较快增长，年均复合增长 20.23%。截至 2013 年底，中交集团资产规模合计 5,383.79 亿元，其中流动资产合计占 62.48%，非流动资产合计占比 37.52%，资产构成以流动资产为主。

截至 2013 年底，中交集团流动资产合计 3,363.64 亿元，其中以货币资金、应收账款、其他应收款和存货为主，分别占流动资产的 27.00%、17.50%、9.30%和 32.39%。截至 2013 年底，中交集团货币资金合计 908.13 亿元，以银行存款为主，占比为 94.06%，现金类资产充足；此外使用受限的货币资金为 52.31 亿元，主要系银行本票存款、汇票存款等。截至 2013 年底，中交集团应收账款账面价值为 588.63 亿元，主要系应收工程款，其按合同约定的条款根据项目进度收取项目工程款，按照完成的约定工程进度确认收入，并在约定的条件下发出账单，确认应收款项；中交集团使用单项测试和账龄分析相结合的方式共计计提坏账准备 43.88 亿元。截至 2013 年底，中交集团其他应收款合计 312.80 亿元，主要系押金、代垫款、履约保证金及投标保证金等，其他应收款伴随业务规模的增长而增长。截至 2013 年底，中交集团存货账面价值为 1,089.38 亿元，作为工程建设企业，其存货主要以原材料（占 11.05%）、在产品（占 23.46%）和已完工未结算款（占 60.49%）为主；中交集团共计提存货跌价准备 9.56 亿元，主要系工程成本高于预期收入所致。

截至 2013 年底，中交集团非流动资产 2,020.15 亿元，主要由长期应收款、固定资产、无形资产和可供出售金融资产为主，分别占非流动资产的 27.42%、25.35%、30.95%和 6.18%。截至 2013 年底，中交集团长期应收款账面价值合计 554.03 亿元，主要系应收工程保证金、BT 合同等应收款以及部分工程款等。截至 2013 年底，中交集团固定资产合计 512.04 亿元，其中以施工船舶（占 36.21%）、房屋建筑物（占 28.33%）、机器设备（占 19.98%）及运输设备为主；固定资产成新率为 56.69%，成新率一般。截至 2013 年底，中交集团无形资产为 625.27 亿元，主要为 BOT 特许经营权（546.87 亿元）以及土地使用权（79.69 亿元）等。截至 2013 年底，中交集团可供出售金融资产为 124.75 亿元，主要为中交集团以战略投资者身份投资的在证券交易所上市的股票资产，被投资方主要为中交集团的战略合作伙伴。

总体看，伴随中交集团业务规模扩大，近三年资产增长较快，整体规模大；货币资金充足，存货占比较高；整体看，资产结构稳定，资产质量较好。

#### 负债与所有者权益

伴随中交集团资产规模的扩大，负债规模也相应增长，近三年年均复合增长 22.21%。截至 2013

<sup>8</sup>2013 年，中瑞岳华会计师事务所与国富浩华会计师事务所合并为瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）



年底，中交集团负债合计 4,223.95 亿元，其中流动负债合计占比为 73.17%，非流动负债合计占比为 26.83%，与资产结构较匹配。

截至 2013 年底，中交集团流动负债 3,090.62 亿元，其中短期借款、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债占比较大，分别为 21.37%、38.06%、19.63% 和 6.17%。截至 2013 年底，中交集团短期借款合计 660.48 亿元，三年复合增长率为 23.83%，主要系根据生产经营对流动资金的需要增加短期借款所致；其中主要为信用借款、保证借款及质押借款等。伴随中交集团业务规模的扩大，应付工程、应付材料等款项也相应增长，截至 2013 年底，中交集团应付账款为 1,176.43 亿元。截至 2013 年底，中交集团预收账款合计 606.83 亿元，主要包括预收工程款和已结算未完工款项；近三年复合增长率为 11.33%，主要系中交集团业务不断增长，加之竞争实力的持续提升，谈判能力不断增强，在签订合同时获得了更有利的资金收支条款所致。此外，截至 2013 年底，中交集团一年内到期的非流动负债为 190.74 亿元。

截至 2013 年底，中交集团的非流动负债合计 1,133.34 亿元，其中主要为长期借款（占 63.97%）、应付债券（占 24.64%）和长期应付款（占 6.14%）。截至 2013 年底，中交集团长期借款为 725.02 亿元，复合增长率为 47.61%，增长较快，主要系随着中交集团承揽大型项目数量的增加，以及对装备制造、BOT/BT 及资源型项目的开发力度增大，中交集团对长期资金的需求逐渐增加所致。截至 2013 年底，中交集团的应付债券合计 279.25 亿元，主要系子公司发行公司债券、短期融资券及中期票据所致。截至 2013 年底，中交集团的长期应付款合计 69.63 亿元，主要系应付离退休及内退人员福利费以及融资租入固定资产所产生的应付融资租赁款等。

从负债水平来看，中交集团 2013 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.46%、62.71% 和 46.41%；资产负债水平较高，符合中交集团所处行业特征，整体债务负担较重，但仍处可控水平。

截至 2013 年底，中交集团所有者权益合计 1,159.84 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 705.69 亿元，占比为 60.84%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 8.30%，资本公积占 32.79%，盈余公积占 5.17%，未分配利润占 52.47%。整体看，中交集团所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

### 盈利能力

近三年，中交集团营业收入保持较快增长，年均复合增长率为 6.30%；而受所得税费用上升以及财务费用增长等因素影响，净利润增长率低于营业收入增长率，年均复合增长率为 3.14%。2013 年，中交集团实现营业收入 3,357.64 亿元，实现净利润 123.62 亿元。

从期间费用来看，2013 年中交集团期间费用总额 199.25 亿元，年均复合增长率为 10.76%，其中，受有息债务规模增长影响，财务费用年均复合增长 24.16%。2013 年期间费用中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 3.06%、76.11% 和 20.83%。2013 年费用收入比为 5.93%，较上年下降 0.16 个百分点，整体费用控制能力较好。

2013 年，中交集团公允价值变动收益为 0.82 亿元，主要来自所持交易性金融资产的升值；此外，中交集团 2013 年实现投资收益 21.56 亿元，年均复合增长 39.82%，主要系处置振华物流集团有限公司的长期股权投资、可供出售金融资产等取得的投资收益。

2013 年中交集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率指标分别为 6.40%、4.47% 和 11.13%，分别较上年小幅减少 0.76、0.47 和 0.70 个百分点。

整体看，中交集团盈利规模大并保持持续增长，整体盈利能力比较稳定。

### 现金流



受工程建设支出和回款资金波动影响，中交集团经营活动现金流量整体有所波动，但均为净流入状态。2011~2013年，中交集团经营活动产生的现金流量净额分别为8.16亿元、109.91亿元和14.64亿元。2013年，经营活动产生的现金流入量为3,112.93亿元。近三年，中交集团现金收入比分别为89.95%、96.82%和90.98%，考虑到其工程项目结算周期长，收入实现质量尚可。

近三年，中交集团投资活动产生的现金流量净额分别为-145.62亿元、-195.87亿元和-258.76亿元。2013年，中交集团的投资活动现金流净流出有所增加，主要系其购建BOT项目及增加固定资产较多所致。

筹资活动主要系中交集团取得的借款、偿还借款及利息，2011~2013年，筹资活动产生的现金流量净额分别为209.34亿元、298.41亿元和393.67亿元。由于中交集团投资需求较大，经营现金流不能满足，故存在较大的筹资需求。

总的来看，中交集团经营活动现金流均为净流入状态；但中交集团基建业务等项目建设投入规模较大，存在较大的对外融资需求。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013年底中交集团流动比率和速动比率分别为1.09倍和0.74倍，流动资产对流动负债的保障程度尚可；现金短期债务比为0.99，现金类资产充足，对短期债务的保障程度高；由于经营净现金流规模较小，经营现金流动负债比为0.47%，对流动负债的保障程度较低。总体上看，中交集团现金资产充足，短期偿债能力良好。

从长期偿债能力指标看，2013年中交集团EBITDA为302.61亿元，同期，EBITDA利息倍数为3.46倍，EBITDA全部债务比为0.16倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般，长期偿债能力尚可。

对外担保方面，截至2013年底，中交集团主要为天津北方港航石化码头有限公司、重庆万利万达高速公路有限公司等提供担保合计2.62亿元，担保金额较小，或有风险不大。

考虑到中交集团资产和盈利规模大，基建等业务板块竞争力极强；加之其大型央企背景、领先的市场地位和规模优势，各板块产业协同发展态势良好，有利于进一步提升中交集团的综合竞争力。总体上看，中交集团整体偿债能力极强。

### 3. 债权保护效果

以2013年底财务数据测算（假设本期发行规模为7.00亿元），本期债券发行规模占担保方中交集团资产总额的0.13%和所有者权益总额的0.60%，整体占比很低，中交集团的担保对债券的保护程度高。

总体看，中交集团资产和盈利规模大，本期债券发行规模占其资产的比重很低，其担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

## 十、综合评价

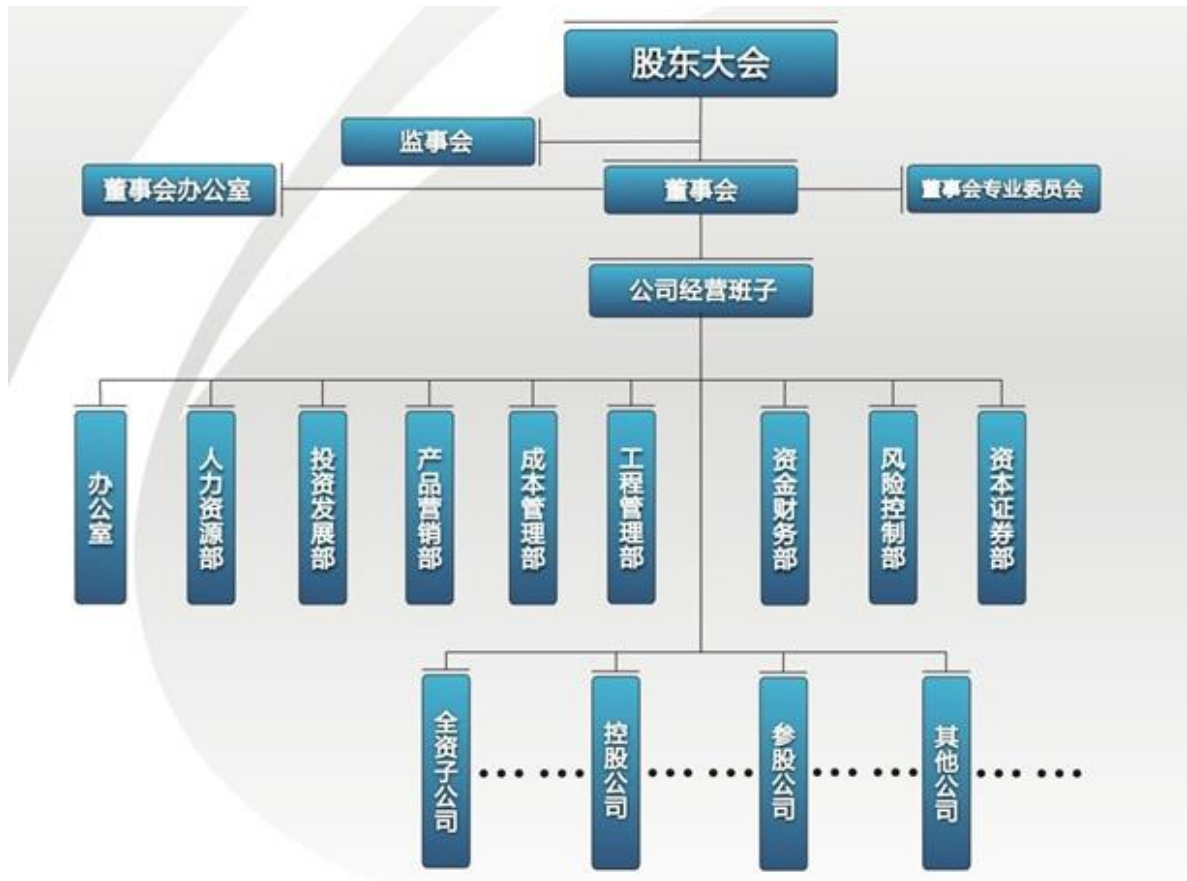
中房地产股份有限公司作为国有上市房地产开发企业，具有较丰富的房地产开发经验，尽管公司开发项目规模偏小，但公司开发的地产项目品质较好，公司土地储备规模相对适中，经营比较稳健。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受国家宏观经济政策影响较大、项目开发周期较长等因素对公司经营产生的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续竣工，公司的盈利能力有望提升，公司整体信用状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

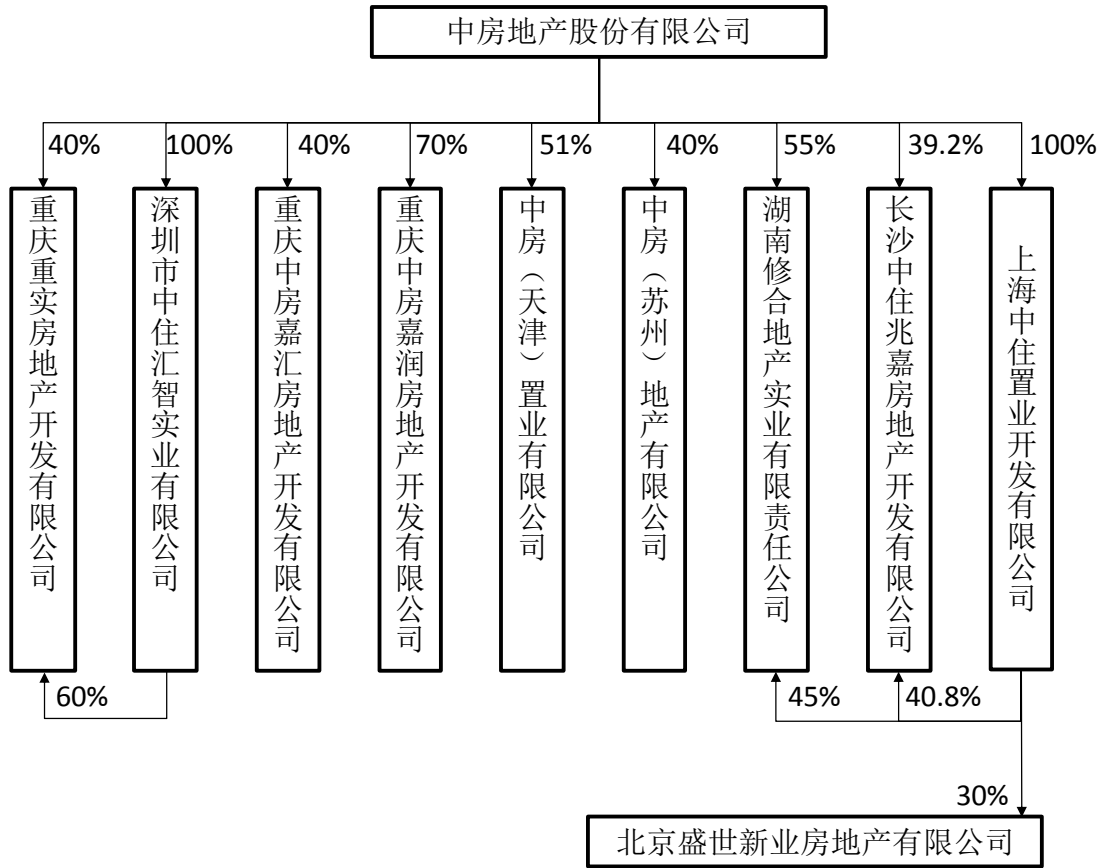
本期债券由中国交通建设集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中交集团作为大型央企，在国内甚至全球的基建建设等多个领域均占据领先地位。其对本期债券的担保反映出中交集团对中房地产的信心和支持，对本期债券的信用状况有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1 中房地产股份有限公司 组织结构图



附件 2 中房地产股份有限公司股权结构图



**附件 3-1 中房地产股份有限公司**  
**2011 年~2014 年 9 月合并资产负债表（资产）**  
 （单位：人民币万元）

资 产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 9 月末
<b>流动资产：</b>					
货币资金	38,549.66	69,913.49	63,708.27	28.55	74,203.46
交易性金融资产	38.81	38.81	38.81	0.00	0.00
应收票据					
应收账款	41.85	8.77	2.74	-74.41	134.51
预付款项	33.44	1,280.14	42,357.64	3,459.28	1,584.43
应收利息					
应收股利					
其他应收款	1,147.59	1,171.24	1,347.85	8.37	1,823.45
存货	171,230.18	185,650.88	319,133.42	36.52	492,411.48
一年内到期的非流动资产	750.57	745.66	0.00	182.69	0.00
其他流动资产	795.40	2,682.85	5,998.20	2,232.09	6,031.43
<b>流动资产合计</b>	<b>212,587.48</b>	<b>261,491.83</b>	<b>432,586.92</b>	<b>42.65</b>	<b>576,188.76</b>
<b>非流动资产：</b>					
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	31,473.69	14,017.42	22,562.55	-15.33	5,187.09
投资性房地产	6,117.03	5,738.42	5,386.85	-6.16	5,114.04
固定资产	1,367.27	1,293.08	1,151.42	-8.23	1,214.46
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程					
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	1.35	14.62	13.74	218.49	84.27
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	326.39	171.38	121.46	-39.00	137.24
递延所得税资产	580.63	765.43	2,719.37	116.41	2,407.12
其他非流动资产					
<b>非流动资产合计</b>	<b>39,866.35</b>	<b>22,000.35</b>	<b>31,955.39</b>	<b>-10.47</b>	<b>14,144.21</b>
<b>资产总计</b>	<b>252,453.83</b>	<b>283,492.18</b>	<b>464,542.31</b>	<b>35.65</b>	<b>590,332.98</b>



附件 3-2 中房地产股份有限公司  
2011 年~2014 年 9 月合并资产负债表（负债及股东权益）  
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 9 月末
<b>流动负债：</b>					
短期借款	12,052.00	0.00	0.00	-100.00	15,000.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	2,843.46	13,198.32	8,438.05	72.27	37,005.36
预收款项	21,262.59	50,137.81	61,403.12	69.94	44,902.76
应付职工薪酬	209.95	229.17	249.98	9.12	265.72
应交税费	1,656.59	2,442.02	2,895.18	32.20	728.52
应付利息	657.29	20.78	17.32	-83.77	4,966.44
应付股利	287.48	287.48	287.48	0.00	287.48
其他应付款	28,494.50	5,777.45	19,022.80	-18.29	4,931.49
一年内到期的非流动负债	1,640.00	9,549.50	1,880.00	7.07	1,960.00
其他流动负债					
<b>流动负债合计</b>	<b>69,103.85</b>	<b>81,642.52</b>	<b>94,193.94</b>	<b>16.75</b>	<b>110,047.77</b>
<b>非流动负债：</b>					
长期借款	16,180.00	20,720.00	26,740.00	28.56	96,370.00
应付债券					
长期应付款	12,127.28	11,782.63	62,767.20	127.50	86,720.42
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00		
其他非流动负债					
<b>非流动负债合计</b>	<b>28,307.28</b>	<b>32,502.63</b>	<b>89,507.20</b>	<b>77.82</b>	<b>183,090.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>97,411.13</b>	<b>114,145.14</b>	<b>183,701.13</b>	<b>37.33</b>	<b>293,138.19</b>
<b>所有者权益：</b>					
股本	29,719.39	29,719.39	29,719.39	0.00	29,719.39
资本公积	51,090.09	50,804.92	50,804.92	-0.28	50,677.61
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	3,245.22	3,629.16	4,504.48	17.81	4,504.48
未分配利润	59,291.52	71,410.76	76,562.18	13.63	85,580.19
外币报表折算差额					
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>143,346.22</b>	<b>155,564.24</b>	<b>161,590.98</b>	<b>6.17</b>	<b>170,481.68</b>
少数股东权益	11,696.49	13,782.80	119,250.20	219.30	126,713.11
<b>所有者权益合计</b>	<b>155,042.71</b>	<b>169,347.03</b>	<b>280,841.18</b>	<b>34.59</b>	<b>297,194.79</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>252,453.83</b>	<b>283,492.18</b>	<b>464,542.31</b>	<b>35.65</b>	<b>590,332.98</b>

附件 4 中房地产股份有限公司  
2011 年~2014 年 9 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1-9 月
<b>一、营业收入</b>	<b>50,515.04</b>	<b>64,029.67</b>	<b>85,465.62</b>	30.07	<b>51,169.24</b>
减: 营业成本	35,385.18	45,062.06	59,092.62	29.23	36,147.21
营业税金及附加	3,940.73	4,463.49	5,739.27	20.68	3,361.03
销售费用	1,913.21	4,150.37	3,372.61	32.77	2,462.30
管理费用	4,392.93	4,935.39	6,417.30	20.86	5,034.44
财务费用	970.56	193.76	77.32	-71.77	-532.53
资产减值损失	-73.10	58.01	52.37		0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“-”号填列)					
投资收益 (损失以“-”号填列)	4,987.88	8,608.20	1,030.93	-54.54	6,845.26
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	4,987.88	-84.93	856.95	-58.55	89.34
汇兑收益 (损益以“-”号添列)					
<b>二、营业利润 (亏损以“-”号填列)</b>	<b>8,973.41</b>	<b>13,774.79</b>	<b>11,745.05</b>	14.41	<b>11,542.06</b>
加: 营业外收入	16.23	470.06	278.24	314.08	18.38
减: 营业外支出	0.30	7.45	5,547.75	13,432.37	74.31
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	3.17		0.94
<b>三、利润总额 (亏损总额以“-”号填列)</b>	<b>8,989.33</b>	<b>14,237.40</b>	<b>6,475.54</b>	-15.13	<b>11,486.13</b>
减: 所得税费用	1,847.86	2,047.90	1,780.99	-1.83	2,310.83
<b>四、净利润 (净亏损以“-”号填列)</b>	<b>7,141.47</b>	<b>12,189.49</b>	<b>4,694.55</b>	-18.92	<b>9,175.30</b>
其中: 归属于母公司所有者的净利润	7,229.23	6,026.74	12,503.18	31.51	9,612.40
少数股东损益	-87.76	-1,332.19	-313.69	89.06	-437.09
<b>五、每股收益:</b>					
(一) 基本每股收益	0.24	0.42	0.20	-8.71	0.32
(二) 稀释每股收益	0.24	0.42	0.20	-8.71	0.32
<b>六、其他综合收益</b>	<b>-28.61</b>	<b>-285.17</b>	<b>0.00</b>	-100.00	<b>-127.31</b>
<b>七、综合收益总额</b>	<b>7,112.86</b>	<b>11,904.33</b>	<b>4,694.55</b>	-18.76	<b>9,047.99</b>
归属于母公司所有者的综合收益总额	7,200.62	12,218.02	6,026.74	-8.51	9,485.09
归属于少数股东的综合收益总额	-87.76	-313.69	-1,332.19	289.61	-437.09

附件 5 中房地产股份有限公司  
2011 年~2014 年 9 月合并现金流量表  
(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)	2014 年 1~9 月
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	56,122.44	92,807.90	96,064.05	30.83	34,473.02
收到的税费返还	0.00	86.65	0.00	--	5.00
收到其他与经营活动有关的现金	8,318.33	31,939.31	147,698.09	321.38	72,427.73
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>64,440.77</b>	<b>124,833.85</b>	<b>243,762.14</b>	<b>94.49</b>	<b>106,905.75</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	53,330.21	45,320.45	233,634.36	109.31	110,524.43
支付给职工以及为职工支付的现金	3,207.88	3,680.41	4,802.00	22.35	4,015.96
支付的各项税费	6,772.07	8,255.93	13,213.53	39.68	8,016.73
支付其他与经营活动有关的现金	12,557.28	37,801.92	151,061.07	246.84	91,623.42
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>75,867.44</b>	<b>95,058.71</b>	<b>402,710.95</b>	<b>130.39</b>	<b>214,180.53</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-11,426.67</b>	<b>29,775.15</b>	<b>158,948.81</b>	<b>272.97</b>	<b>-107,274.78</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>					
收回投资收到的现金	20,240.00	5,071.33	0.00	-100.00	661.33
取得投资收益收到的现金	2,576.88	326.21	173.98		15,753.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3.46	3.11	165.62	591.60	3.06
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	7,678.70	--	0.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>22,820.34</b>	<b>5,400.65</b>	<b>8,018.30</b>	<b>-40.72</b>	<b>16,417.76</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	305.53	266.96	366.46	9.52	546.37
投资支付的现金					
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	64.78	24,800.59	--	1.82
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>305.53</b>	<b>331.73</b>	<b>25,167.05</b>	<b>807.59</b>	<b>548.18</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>22,514.81</b>	<b>5,068.91</b>	<b>-17,148.75</b>	<b>--</b>	<b>15,869.58</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>					
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	123,912.00	--	8,600.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	30,892.00	26,600.00	59,900.00	39.25	124,830.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.64
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>30,892.00</b>	<b>26,600.00</b>	<b>183,812.00</b>	<b>143.93</b>	<b>133,430.64</b>
偿还债务支付的现金	23,144.00	28,392.00	10,760.00	-31.82	33,290.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,627.35	2,079.52	3,064.33	8.00	4,696.60
支付其他与筹资活动有关的现金	400.25	298.00	98.00	-50.52	2,804.92
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>26,171.61</b>	<b>30,769.52</b>	<b>13,922.33</b>	<b>-27.06</b>	<b>40,791.52</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>4,720.39</b>	<b>-4,169.52</b>	<b>169,889.67</b>	<b>499.92</b>	<b>92,639.11</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>					
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>15,808.54</b>	<b>30,674.54</b>	<b>-6,207.88</b>		<b>1,233.91</b>
加: 期初现金及现金等价物余额	20,817.95	36,626.49	67,301.02	79.80	61,093.14
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>36,626.49</b>	<b>67,301.02</b>	<b>61,093.14</b>	<b>29.15</b>	<b>62,327.05</b>

附件 6 中房地产股份有限公司  
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料  
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
<b>1.将净利润调节为经营活动现金流量:</b>				
<b>净利润</b>	<b>7,141.47</b>	<b>12,189.49</b>	<b>4,694.55</b>	<b>-18.92</b>
加: 资产减值准备	-73.10	58.01	52.37	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	697.13	656.36	695.91	-0.09
投资性房地产摊销				
无形资产摊销	0.12	0.74	8.32	722.06
长期待摊费用摊销	219.09	200.95	97.42	-33.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	-3.46	-3.11	-159.14	577.93
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)				
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	1,204.15	860.24	1,126.91	-3.26
投资损失(收益以“-”号填列)	-4,987.88	-8,608.20	-1,030.93	-54.54
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-329.64	-184.81	-1,953.94	143.46
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	-18,579.25	-11,296.50	-131,256.36	165.79
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	223.34	-3,124.64	-40,525.37	
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	3,061.37	39,026.60	9,301.45	74.31
其他				
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-11,426.67</b>	<b>29,775.15</b>	<b>-158,948.81</b>	<b>272.97</b>
<b>2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b>				
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				
<b>3.现金及现金等价物净变动情况:</b>				
现金的期末余额	36,626.49	67,301.02	61,093.14	29.15
减: 现金的期初余额	20,817.95	36,626.49	67,301.02	79.80
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>15,808.54</b>	<b>30,674.54</b>	<b>-6,207.88</b>	<b>--</b>

## 附件 7 中房地产股份有限公司 主要财务指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
<b>经营效率</b>				
应收账款周转次数(次)	185.05	1,356.82	3,092.29	--
存货周转次数(次)	0.22	0.25	0.23	--
总资产周转次数(次)	0.22	0.24	0.23	--
现金收入比率(%)	111.10	144.95	112.40	67.37
<b>盈利能力</b>				
总资本收益率(%)	4.33	6.39	2.00	2.11
总资产报酬率(%)	4.34	5.63	2.03	2.18
净资产收益率(%)	4.71	7.52	2.09	3.17
主营业务毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	29.36
营业利润率(%)	22.15	22.65	24.14	22.79
费用收入比(%)	14.41	14.49	11.55	13.61
<b>财务构成</b>				
资产负债率(%)	38.59	40.26	39.54	49.66
全部债务资本化比率(%)	21.31	19.89	24.55	40.23
长期债务资本化比率(%)	15.44	16.10	24.17	38.12
<b>偿债能力</b>				
EBITDA 利息倍数(倍)	3.03	4.00	2.51	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.26	0.38	0.09	--
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.27	0.71	-1.74	-0.54
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.26	0.83	-1.93	-0.46
流动比率(倍)	3.08	3.20	4.59	5.24
速动比率(倍)	0.60	0.93	1.20	0.76
现金短期债务比(倍)	2.82	7.33	33.91	4.38
经营现金流动负债比率(%)	-16.54	36.47	-168.75	-97.48
经营现金利息偿还能力(倍)	-10.30	34.56	-140.94	-25.04
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	10.00	40.44	-156.15	-21.33
<b>本期公司债券偿债能力</b>				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.16	0.23	0.12	--

注：2014 年三季度指标未年化



附件8-1 中国交通建设集团有限公司  
2011年~2013年合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

资 产	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
<b>流动资产：</b>				
货币资金	5,118,884.79	7,663,404.06	9,081,318.04	33.19
交易性金融资产	11,086.16	8,584.12	31,234.63	67.85
应收票据	222,463.44	217,757.18	292,249.24	14.62
应收账款	5,062,914.39	5,233,581.73	5,886,299.80	7.83
预付款项	1,314,024.86	1,351,271.86	1,415,372.90	3.78
应收利息	941.20	3,426.98	1,675.36	33.42
应收股利	4,610.92	4,949.81	15,219.41	81.68
其他应收款	1,959,920.67	2,506,980.12	3,127,986.14	26.33
存货	8,075,731.91	9,067,396.40	10,893,753.52	16.14
一年内到期的非流动资产	1,522,512.14	1,865,844.64	2,405,777.25	25.70
其他流动资产	37,134.24	199,707.44	485,515.82	261.59
<b>流动资产合计</b>	<b>23,330,224.71</b>	<b>28,122,904.35</b>	<b>33,636,402.11</b>	<b>20.07</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产	1,114,695.42	1,308,516.67	1,247,532.68	5.79
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	
长期应收款	2,803,971.42	3,889,695.71	5,540,266.51	40.57
长期股权投资	696,492.87	713,646.59	837,554.01	9.66
投资性房地产	108,312.25	186,603.30	144,465.68	15.49
固定资产	4,699,717.49	5,108,554.67	5,120,438.81	4.38
在建工程	965,043.58	713,877.09	583,982.03	-22.21
工程物资				
固定资产清理	316.49	0.00	0.00	-100.00
无形资产	3,086,207.21	4,326,076.68	6,252,653.13	42.34
开发支出	588.36	476.07	291.41	-29.62
商誉	30,614.16	30,762.16	30,862.00	0.40
长期待摊费用	17,958.46	23,068.95	24,758.94	17.42
递延所得税资产	230,385.73	274,512.33	278,856.95	10.02
其他非流动资产	160,699.29	151,074.62	139,881.97	-6.70
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,915,002.72</b>	<b>16,726,864.83</b>	<b>20,201,544.13</b>	<b>20.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>37,245,227.43</b>	<b>44,849,769.18</b>	<b>53,837,946.23</b>	<b>20.23</b>

附件8-2 中国交通建设集团有限公司  
2011年~2013年合并资产负债表（负债及股东权益）  
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2011年	2012年	2013年	变动率 (%)
<b>流动负债：</b>				
短期借款	4,307,306.75	5,274,530.50	6,604,846.71	23.83
交易性金融负债	5,828.57	2,759.44	1,058.59	-57.38
应付票据	533,811.98	679,755.43	945,445.05	33.08
应付账款	9,062,976.08	9,994,047.10	11,764,261.64	13.93
预收款项	4,895,657.00	5,432,661.16	6,068,251.81	11.33
应付职工薪酬	115,911.42	125,148.27	132,939.78	7.09
应交税费	742,762.91	905,763.42	1,026,551.99	17.56
应付利息	93,861.22	120,802.37	141,640.49	22.84
应付股利	16,319.63	15,241.85	9,339.48	-24.35
其他应付款	1,321,723.95	1,367,569.75	1,602,494.92	10.11
一年内到期的非流动负债	928,783.79	1,157,759.26	1,907,352.07	43.30
其他流动负债	260,233.90	525,396.66	701,970.01	64.24
<b>流动负债合计</b>	<b>22,285,177.20</b>	<b>25,601,435.20</b>	<b>30,906,152.52</b>	<b>17.76</b>
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	3,327,625.74	4,204,330.06	7,250,214.05	47.61
应付债券	1,790,870.69	3,140,463.02	2,792,517.89	24.87
长期应付款	534,500.39	791,916.78	696,297.48	14.14
专项应付款	15,680.34	14,712.95	22,647.87	20.18
预计负债	42,829.53	75,974.18	94,707.29	48.70
递延所得税负债	238,919.45	315,071.92	295,520.56	11.22
其他非流动负债	46,725.35	89,987.77	181,474.15	97.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,997,151.50</b>	<b>8,632,456.68</b>	<b>11,333,379.29</b>	<b>37.47</b>
<b>负债合计</b>	<b>28,282,328.69</b>	<b>34,233,891.88</b>	<b>42,239,531.82</b>	<b>22.21</b>
<b>所有者权益：</b>				
实收资本	581,357.69	585,542.38	585,542.38	0.36
资本公积	2,342,072.00	2,390,198.91	2,313,899.24	-0.60
减：库存股				
专项储备	64,909.63	83,536.38	92,447.18	19.34
盈余公积	327,123.17	345,701.14	365,016.04	5.63
未分配利润	2,334,100.00	2,975,698.48	3,703,069.01	25.96
外币报表折算差额	880.20	5,450.08	-3,056.96	
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>5,650,442.68</b>	<b>6,386,127.37</b>	<b>7,056,916.90</b>	<b>11.75</b>
少数股东权益	3,312,456.06	4,229,749.93	4,541,497.52	17.09
<b>所有者权益合计</b>	<b>8,962,898.74</b>	<b>10,615,877.30</b>	<b>11,598,414.42</b>	<b>13.76</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>37,245,227.43</b>	<b>44,849,769.18</b>	<b>53,837,946.23</b>	<b>20.23</b>

附件 9 中国交通建设集团有限公司

2011 年~2013 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)
<b>一、营业收入</b>	<b>29,712,439.68</b>	<b>29,869,219.74</b>	<b>33,576,370.49</b>	6.30
减: 营业成本	25,970,626.16	25,703,837.18	29,142,158.61	5.93
营业税金及附加	838,133.45	790,125.10	882,906.74	2.64
销售费用	67,629.00	68,915.45	60,909.78	-5.10
管理费用	1,287,218.50	1,380,832.69	1,516,522.26	8.54
财务费用	269,273.15	371,311.95	415,083.18	24.16
资产减值损失	83,323.97	136,706.12	185,486.46	49.20
加: 公允价值变动收益	967.77	2,464.87	8,233.71	191.68
投资收益	110,301.05	91,726.31	215,640.42	39.82
其中: 对联营企业和合营企业的投 资收益				
汇兑收益				
<b>二、营业利润</b>	<b>1,307,504.28</b>	<b>1,511,682.43</b>	<b>1,597,177.60</b>	10.52
加: 营业外收入	188,956.04	67,046.31	69,349.36	-39.42
减: 营业外支出	24,038.45	40,859.15	38,197.39	26.06
其中: 非流动资产处置损失	3,642.71	5,317.82	9,944.68	65.23
<b>三、利润总额</b>	<b>1,472,421.87</b>	<b>1,537,869.59</b>	<b>1,628,329.57</b>	5.16
减: 所得税费用	310,461.64	380,259.01	392,178.56	12.39
<b>四、净利润</b>	<b>1,161,960.23</b>	<b>1,157,610.58</b>	<b>1,236,151.01</b>	3.14
其中: 归属于母公司所有者的净利润	789,095.27	779,984.42	821,275.52	2.02
少数股东损益	372,864.95	377,626.17	414,875.49	5.48

附件 10 中国交通建设集团有限公司

2011 年~2013 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率 (%)
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	26,726,894.88	28,919,130.94	30,546,297.31	6.91
收到的税费返还	103,835.86	76,735.85	66,219.08	-20.14
收到其他与经营活动有关的现金	332,777.71	344,579.79	516,795.67	24.62
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>27,163,508.45</b>	<b>29,340,446.58</b>	<b>31,129,312.06</b>	<b>7.05</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	22,412,340.77	23,135,979.83	25,493,897.66	6.65
支付给职工以及为职工支付的现金	2,377,223.97	2,393,730.54	2,697,698.86	6.53
支付的各项税费	996,362.95	1,151,255.12	1,190,192.43	9.29
支付其他与经营活动有关的现金	1,295,966.35	1,560,349.55	1,601,152.96	11.15
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>27,081,894.04</b>	<b>28,241,315.04</b>	<b>30,982,941.92</b>	<b>6.96</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>81,614.41</b>	<b>1,099,131.54</b>	<b>146,370.14</b>	<b>33.92</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>				
收回投资收到的现金	73,060.52	718,041.00	613,475.83	189.77
取得投资收益收到的现金	22,130.21	43,208.84	74,284.20	83.21
处置固定资产等长期资产收回的现金净额	126,694.08	62,112.88	121,581.61	-2.04
处置子公司等收到的现金净额	34,717.67	0.00	53,114.90	23.69
收到其他与投资活动有关的现金	50,385.82	67,654.93	212,384.16	105.31
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>306,988.30</b>	<b>891,017.65</b>	<b>1,074,840.70</b>	<b>87.12</b>
购建固定资产等长期资产支付的现金	1,614,058.02	1,969,136.41	2,523,398.07	25.04
投资支付的现金	28,295.56	880,572.72	987,308.22	490.70
取得子公司等支付的现金净额	32,714.76	0.00	128,691.93	98.34
支付其他与投资活动有关的现金	88,169.68	71.87	23,034.02	-48.89
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>1,763,238.02</b>	<b>2,849,781.01</b>	<b>3,662,432.25</b>	<b>44.12</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-1,456,249.72</b>	<b>-1,958,763.36</b>	<b>-2,587,591.55</b>	<b>33.30</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>				
吸收投资收到的现金	98,035.42	513,999.94	44,152.45	-32.89
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	7,510,196.19	11,923,140.55	13,004,786.21	31.59
收到其他与筹资活动有关的现金	3,589.01	486,675.20	293,947.23	805.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>7,611,820.62</b>	<b>12,923,815.68</b>	<b>13,342,885.90</b>	<b>32.40</b>
偿还债务支付的现金	4,866,819.10	8,308,142.81	8,262,329.63	30.30
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	552,697.03	842,149.93	1,033,679.06	36.76
支付其他与筹资活动有关的现金	98,876.30	789,445.65	110,161.52	5.55
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>5,518,392.42</b>	<b>9,939,738.40</b>	<b>9,406,170.21</b>	<b>30.56</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>2,093,428.20</b>	<b>2,984,077.28</b>	<b>3,936,715.69</b>	<b>37.13</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>-18,105.26</b>	<b>123.48</b>	<b>-21,321.23</b>	<b>8.52</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>700,687.63</b>	<b>2,124,568.94</b>	<b>1,474,173.06</b>	<b>45.05</b>
加: 期初现金及现金等价物余额	4,321,752.16	5,022,709.67	7,147,278.61	28.60
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>5,022,439.79</b>	<b>7,147,278.61</b>	<b>8,621,451.67</b>	<b>31.02</b>

附件 11 中国交通建设集团有限公司  
2011 年~2013 年合并现金流量表补充资料  
(单位: 人民币万元)

补充资料	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
<b>1. 将净利润调节为经营活动现金流量:</b>				
<b>净利润</b>	<b>1,161,960.23</b>	<b>1,157,610.58</b>	<b>1,236,151.01</b>	<i>3.14</i>
加: 资产减值准备	83,323.97	136,706.12	185,486.46	<i>49.20</i>
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	615,334.19	652,533.27	763,722.00	<i>11.41</i>
无形资产摊销	38,456.14	41,409.02	44,938.15	<i>8.10</i>
长期待摊费用摊销	7,887.34	17,716.49	9,587.66	<i>10.25</i>
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-40,270.48	-18,216.19	-12,180.98	<i>-45.00</i>
固定资产报废损失	-0.05	-0.45	0.00	<i>-100.00</i>
公允价值变动损失	-967.77	-2,464.87	-8,233.71	<i>191.68</i>
财务费用	239,167.73	264,301.16	452,922.23	<i>37.61</i>
投资损失	-110,301.05	-91,726.31	-215,640.42	<i>39.82</i>
递延所得税资产减少	-51,966.32	-22,140.96	-21,379.54	<i>-35.86</i>
递延所得税负债增加	33,911.73	10,778.03	24,673.50	<i>-14.70</i>
存货的减少	-1,529,643.02	-991,664.49	-1,629,416.08	<i>3.21</i>
经营性应收项目的减少	-1,959,928.84	-2,062,327.49	-3,903,644.41	<i>41.13</i>
经营性应付项目的增加	1,575,948.94	1,965,762.58	3,219,387.50	<i>42.93</i>
其他	18,701.68	40,855.04	-3.24	
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>81,614.41</b>	<b>1,099,131.54</b>	<b>146,370.14</b>	<i>33.92</i>
<b>2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动</b>				
债务转为资本	0.00	2,400.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	1,855.70	30,749.66	
<b>3. 现金及现金等价物净变动情况</b>				
现金的期末余额	5,022,439.79	7,097,278.61	8,621,451.67	<i>31.02</i>
减: 现金的期初余额	4,321,752.16	5,022,709.67	7,097,278.61	<i>28.15</i>
加: 现金等价物的期末余额	0.00	50,000.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	50,000.00	
<b>  现金及现金等价物净增加额</b>	<b>700,687.63</b>	<b>2,124,568.94</b>	<b>1,474,173.06</b>	<i>45.05</i>



**附件 12 中国交通建设集团有限公司**  
**主要财务指标**

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
<b>经营效率</b>			
应收账款周转次数(次)	--	5.47	5.64
存货周转次数 (次)	--	2.97	2.89
总资产周转次数 (次)	--	0.73	0.68
现金收入比率 (%)	89.95	96.82	90.98
<b>盈利能力</b>			
总资本收益率 (%)	--	7.17	6.40
总资产报酬率 (%)	--	4.94	4.47
净资产收益率 (%)	--	11.83	11.13
主营业务毛利率 (%)	12.58	13.87	13.14
营业利润率 (%)	9.77	11.30	10.58
费用收入比 (%)	5.47	6.10	5.93
<b>财务构成</b>			
资产负债率 (%)	75.94	76.33	78.46
全部债务资本化比率 (%)	56.05	58.53	62.71
长期债务资本化比率 (%)	38.68	40.89	46.41
<b>偿债能力</b>			
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.71	4.31	3.46
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.21	0.18	0.16
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.01	0.07	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.12	-0.06	-0.13
流动比率 (倍)	1.05	1.10	1.09
速动比率 (倍)	0.68	0.74	0.74
现金短期债务比 (倍)	0.93	1.03	0.99
经营现金流动负债比率 (%)	0.37	4.29	0.47
经营现金利息偿还能力 (倍)	0.16	1.73	0.17
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-2.64	-1.35	-2.79

### 附件 13 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

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 14 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。

## 联合信用评级有限公司关于 中房地产股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年中房地产股份有限公司公告年报后2个月内对中房地产股份有限公司2014年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中房地产股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中房地产股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中房地产股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中房地产股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如中房地产股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中房地产股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送中房地产股份有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一四年十一月二十五日