

2012 年鄂尔多斯市华研投资集团有限责任公司

公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【1263】号 01

债券简称：
12鄂华研 / 12鄂华研债

增信方式：
保证担保和股权质押

担保主体：
鄂尔多斯市城市建设投
资集团有限公司

债券剩余规模：
5,620.30 万元

债券到期日期：
2018 年 12 月 17 日

债券偿还方式：
到期一次还本，并附债
券存续期第 3 年末发行
人上调票面利率选择权
和投资者回售选择权

分析师

姓名：
李君臣 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
lijch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司房地产行业
企业主体长期信用评级
方法，该评级方法已
披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

2012 年鄂尔多斯市华研投资集团有限责任公司 公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	B-	B-
评级展望	负面	负面
评级日期	2017 年 12 月 19 日	2016 年 12 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对鄂尔多斯市华研投资集团有限责任公司（以下简称“华研集团”或“公司”）及其 2012 年 12 月 17 日发行的 12 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 B-，评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到鄂尔多斯市城市建设投资集团有限公司（以下简称“鄂尔多斯城建”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券提供有效保障。同时我们也关注到，负责公司审计工作的会计师事务所缺乏证券、期货相关业务许可资质；鄂尔多斯市房地产市场去库存压力仍较大，商品房及土地变现困难；公司投资性物业经营情况较差且存在减值风险；公司负债高企，当前欠息金额较大，受限资产较多，偿债压力极大；公司及鄂尔多斯城建对外担保金额较大，面临较大的代偿风险；鄂尔多斯市华研房地产开发有限责任公司（以下简称“华研房地产”）股权质押担保对本期债券的保障程度较弱等风险因素。

正面：

- 鄂尔多斯城建提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券本息偿付提供有效保障。截至 2016 年底，鄂尔多斯城建总资产为 209.19 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 73.38 亿元。2016 年鄂尔多斯城建实现营业收入 140,023.93 万元，同比增长 12.65%；利润总额 18,631.72 万元，同比增长 24.55%；获得政府补助 53,217.77 万元。鄂尔多斯城建提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券还本付息的保障程度。

关注：

- **负责公司审计工作的会计师事务所缺乏证券、期货相关业务许可资质，且公司 2016 年审计报告存在部分明显低级错误。**经鹏元查询，鄂尔多斯市晨光联合会计师事务所（以下简称“晨光事务所”）不具备证券、期货相关业务许可资质，晨光事务所审计公司投资性房地产时以公允价值计量，但在确认租金收入时却结转折旧成本，审计报告中公司经营活动现金流量净额主表与附表金额存在差异，营业总成本统计错误，同时根据公司提供的于 2017 年 11 月 16 日经中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》，2016 年末公司应存在一笔 2.5 亿元中信银行股份有限公司鄂尔多斯分行的借款，但审计报告相应处未作披露。
- **2016 年以来鄂尔多斯市房地产市场仍旧低迷，短期内仍面临较大去库存压力。**2017 年 1-8 月，鄂尔多斯市化解商品房库存 235 万平方米，同比下降 25.63%。供给方面，2016 年鄂尔多斯市全年房地产开发施工面积 1,585.3 万平方米，同比增长 1.2%，前期停建房地产项目复工导致房地产供给仍在增加，同时考虑到鄂尔多斯市人口吸附能力较弱、房地产需求不足、2017 年 1-8 月房地产去化速度放缓等因素，鄂尔多斯市房地产市场仍旧低迷，短期内仍面临较大去库存压力。
- **公司商品房库存规模较大，销售困难，对公司资金形成较大占用。**截至 2016 年底，公司主要商品房项目投入成本已超过 30 亿元，集中在鄂尔多斯市东胜区的华研物流园区，商品房可售面积 88.65 万平方米，但累计已售面积仅 20.23 万平方米（2016 年仅销售 0.39 万平方米），剩余可售面积 68.42 万平方米。鄂尔多斯市房地产市场持续低迷，公司房地产项目后续销售压力较大，库存房产对公司资金形成较大占用。
- **公司投资性物业规模较大，但经营情况较差，存在进一步减值风险。**2017 年公司未对投资性物业进行最新评估，根据 2016 年评估结果，公司投资性物业中房产评估面积为 26.33 万平方米，宗地评估面积为 24.82 万平方米，评估总值为 622,380.38 万元。2016 年公司租金收入继续减少，仅 1,315.16 万元，公司投资性物业经营情况较差，需关注投资性物业减值风险。
- **公司受限资产规模大，资产流动性较差。**截至 2016 年末，公司存货及投资性房地产账面价值合计 109.60 亿元，占总资产的比重为 93.27%，已全部对外抵押。
- **公司负债规模大，利润持续亏损，现金流表现较差，且存在大额欠息，偿债压力极大。**截至 2016 年底，公司有息债务规模达 36.11 亿元，其中 2017 年需偿还 29.55 亿元，但公司账面非受限货币资金仅 1,138.05 万元。根据公司提供的于 2017 年 11

月 16 日经中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》，公司本部当年已结清欠息 5,674.76 万元，当前仍有 3 笔欠息，欠息金额合计 3,477.35 万元；公司重要子公司华研房地产共发生 2 笔历史欠息，历史欠息金额合计 1,103.87 万元，华研房地产最后一笔欠息于 2017 年 2 月 11 日结清。同时，2016 年公司营业收入仅 1,315.16 万元，经营活动现金净流出 4,548.50 万元，利润总额亏损 4,428.74 万元。公司有息债务规模较大，账面货币资金规模较小，现金流表现较差，利润持续亏损，EBITDA 为负，EBITDA 对有息债务的保障程度较差，且存在大额欠息，公司面临极大的偿债压力。

- **公司及鄂尔多斯城建对外担保金额较大，面临较大的代偿风险。**截至 2016 年末，公司对外提供担保余额为 12.61 亿元，占公司所有者权益的比重为 28.22%，被担保对象主要为民营企业，且均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险；截至 2016 年末，鄂尔多斯城建对外担保金额高达 21.06 亿元，占鄂尔多斯城建净资产的比重为 28.65%，其中 15.00 亿元为对联营公司鄂尔多斯市城投机场高速建设有限责任公司的担保，此外还包含对区域内民营企业的担保，若被担保方出现财务困难，则鄂尔多斯城建面临代偿风险。
- **股权质押担保对本期债券的保障程度较弱。**公司以其合法持有的华研房地产 100% 股权为本期债券的本息偿付提供质押担保。按照协议约定，华研房地产所有权未受到限制资产的账面价值不得低于 15,157.95 万元，公司尚未提供子公司华研房地产 2016 年审计报告及其资产抵质押情况，但根据公司提供的华研房地产 2015 年及 2016 年未经审计财务数据，华研房地产连续两年亏损且净资产为负，同时公司合并范围内的主要资产--存货及投资性房地产均已对外抵押，鹏元认为华研房地产股权质押担保对本期债券的保障程度较弱。

公司主要财务指标：

项目	2017 年 6 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	1,177,156.91	1,175,087.16	1,157,702.54	1,119,930.67
所有者权益合计（万元）	446,638.31	446,980.22	451,408.96	450,831.05
有息债务（万元）	341,120.48	361,123.52	355,131.80	365,065.00
资产负债率	62.06%	61.96%	61.01%	59.74%
流动比率	1.22	1.28	1.30	1.74
速动比率	0.17	0.18	0.18	0.30
营业收入（万元）	671.17	1,315.16	9,159.33	19,912.88
投资收益（万元）	-496.63	795.26	1,625.00	1,233.52

公允价值变动收益（万元）	0.00	0.00	-829.48	-125,985.19
营业利润（万元）	-361.94	-4,309.58	-252.01	-120,900.32
扣除公允价值变动损益及投资收益后的营业利润（万元）	134.69	-5,104.84	-1,047.53	3,851.35
利润总额（万元）	-341.92	-4,428.74	515.41	-103,795.49
综合毛利率	100.00%	-91.10%	6.28%	45.13%
总资产回报率	-	-0.12%	0.05%	-8.86%
EBITDA（万元）	-	-1,273.30	849.11	-103,121.42
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.10	0.04	-2.64
经营活动现金流净额（万元）	20,879.96	-4,548.50	1,419.65	53,657.39

资料来源：公司2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，鹏元整理

鄂尔多斯城建主要财务指标：

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	2,091,945.77	2,367,746.51	2,309,524.43
归属于母公司所有者权益（万元）	733,840.29	717,828.42	700,980.85
资产负债率	64.86%	69.56%	69.47%
营业收入（万元）	140,023.93	124,294.89	130,207.23
净利润（万元）	16,643.86	16,096.99	16,960.55
经营活动现金流净额（万元）	1,271.54	6,546.25	-145,928.14

资料来源：鄂尔多斯城建2015年及2016年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年12月发行6年期120,000万元公司债券，债券票面年利率为7.88%，本期债券募集资金100,000万元用于鄂尔多斯市华研国际商业中心建设项目，剩余20,000万元用于补充公司营运资金，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年，公司注册资本、子公司、控股股东以及控股股东持股比例均未发生变化。公司控股股东及实际控制人仍为自然人股东席子义，截至2017年10月底，席子义持有公司股权比例仍为76.24%。鹏元关注到，经“全国法院被执行人信息查询”网站查询，2016年席子义先生涉及两宗立案，执行标的金额合计24,101.19万元，执行标的金额较大，将对公司经营产生一定不利影响。

截至2016年末，公司资产总额为1,175,087.16万元，所有者权益合计446,980.22万元，资产负债率为61.96%。2016年度，公司实现营业收入1,315.16万元，利润总额亏损4,428.74万元，经营活动产生的现金净流出4,548.50万元。

三、运营环境

2016年房地产市场需求旺盛，量价齐升，但随着调控政策收紧，2016年4季度以来商品房销售价格趋于稳定

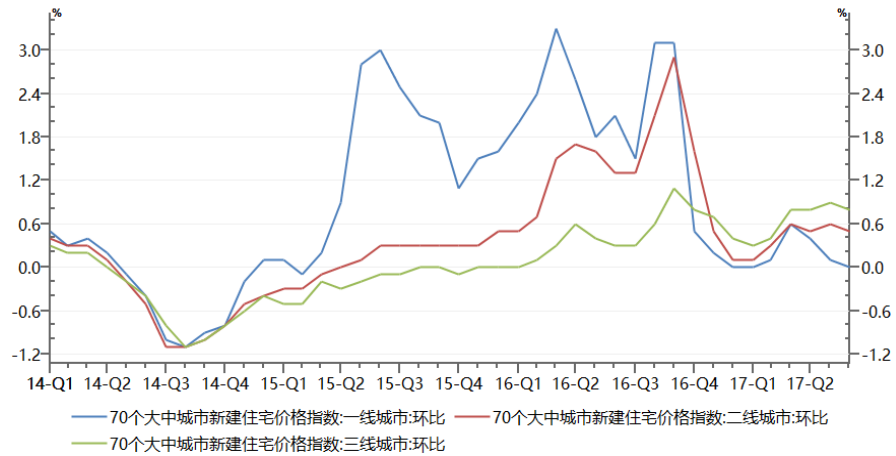
为了抑制房价过快上涨，2016年9月底以来，国内主要一、二线城市均收紧或推出了住房限购限贷政策。如图1所示，调控收紧使房价环比增速快速下降，其中一线城市调控政策最严厉，房价增速的降幅最大，二线城市次之，三线城市降幅相对较小。根据国家统计局数据¹，国内70大中城市一线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的3.10%下降到2016年12月的0.00%，70大中城市二线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的2.90%下降到2016年12月的0.10%，70大中城市三线城市新建住宅价格指数月环比增速从2016年9月的1.10%下降到2016年12月的0.40%。

2017年2月开始，随着部分城市房价的再次抬升，房地产限购标准进一步收紧，限购范

¹ 一线城市包括北、上、广、深，二线城市包括直辖市、省会城市和计划单列市，其余城市划为三线城市。

围进一步扩大，涿州、赣州、廊坊、嘉善等三、四线城市也加入了限购行列。限购政策的收紧在短期内直接压缩了购房需求，同时体现了政府调控房地产市场的决心。

图1 2014年以来70大中城市新建住宅价格指数变化



另一方面，近年全国房地产行业的土地供应面积逐年减少，限制房屋供给量的同时使土地购置价格持续上涨。根据国家统计局公布数据，全国土地购置面积从2013年的3.88亿平方米下降到2016年的2.20亿平方米。从库存来看，2016年末全国商品房待售面积6.95亿平方米，同比增长-3.22%，全国商品房施工面积75.90亿平方米，同比增长3.16%。全国商品房广义库存²增速下降，库存去化周期³自2014年以来连续下降，从2014年的6.54年下降到2016年的5.27年。调控政策抑制了房价的上涨动力，土地供应的减少和库存去化周期的缩短则对商品房价格形成支撑，因此未来几年内国内商品房价格维持相对稳定的概率较大。

图2 商品房广义库存及去化周期变化

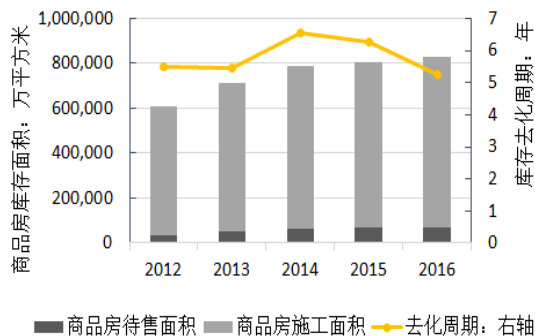
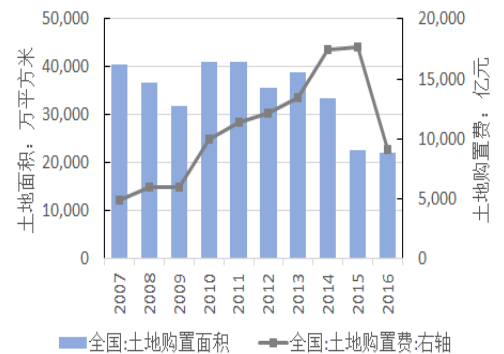


图3 土地供应面积及金额变化



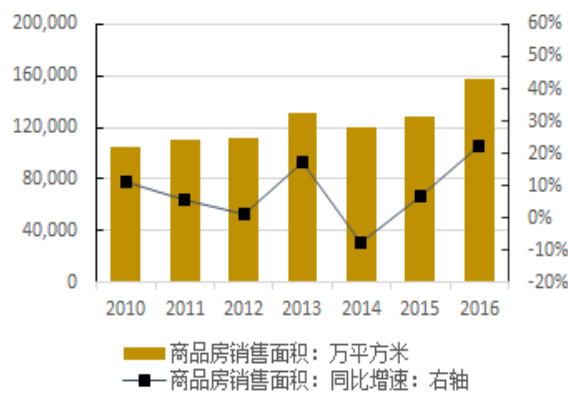
房地产调控政策使得房屋销量显著下滑，行业的库存去化能力受到较大影响

² 商品房广义库存指年末的商品房待售面积和商品房施工面积。

³ 库存去化周期是指年末的商品房广义库存与当年商品房销售面积的比值。

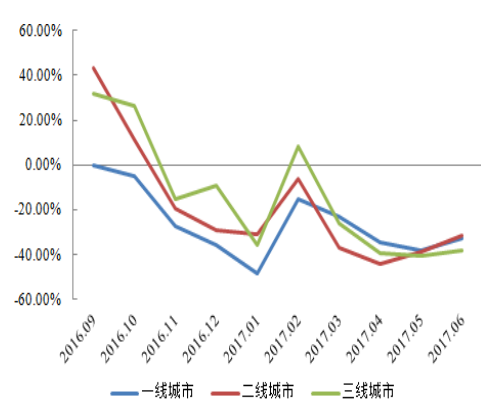
伴随商品房价格上涨的是销量的增加，2016年全国商品房销售面积达到15.73亿平方米，同比增长22.46%，全国商品房销售额11.76万亿元，同比增长34.77%。商品房销量的增长使得房地产企业的经营业绩和资金实力进一步提升，增强了其整体抗风险能力。另一方面，2016年第四季度开始的房地产限购限贷调控对市场成交量形成了直接的抑制，国内一、二、三线城市的商品房成交量均出现了下滑。根据Wind资讯的统计，除三线城市2017年2月成交面积同比增长8.55%外，2016年11月-2017年6月国内30大中城市商品房月度成交面积均呈下降趋势。分城市来看，一线城市限购政策最为严厉，成交量下滑幅度最大，其次是二线城市，三线城市的成交量下滑相对较少。商品房销量的下降影响房地产企业的库存去化速度，使其面临资金回笼压力。

图4 全国商品房销售面积变化



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

图5 30大中城市商品房成交面积：当月同比

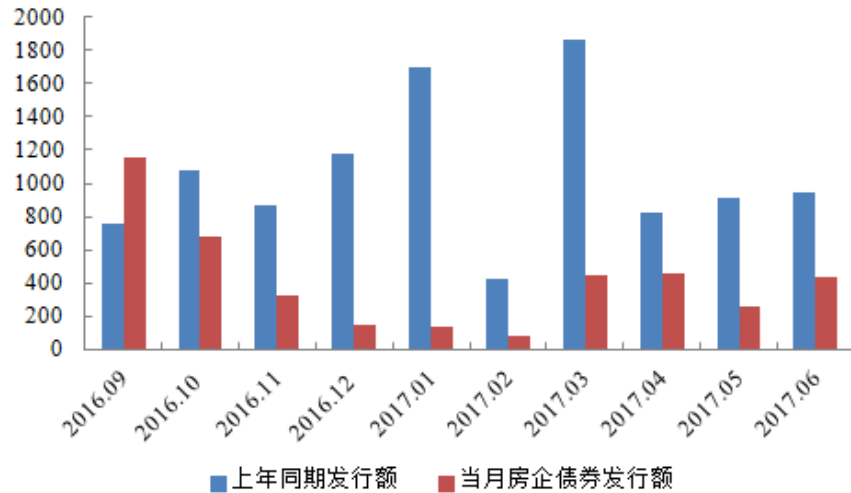


资料来源：Wind资讯，鹏元整理

融资政策的收紧限制房地产企业的资金来源，再融资压力加大

除限购、限贷以外，2016年四季度以来的调控政策还包括对房地产企业融资的限制。2016年10月28日，上海证券交易所向债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房企发债分为正常类、关注类和风险类，对关注类和风险类房地产企业的公司债发行进行了限制。2016年四季度以来，各地商业银行对房地产企业的信贷发放也逐步收紧，防止过多资金进入楼市。融资政策的收紧影响房地产企业的再融资，房地产企业的资金周转压力加大。公开市场融资渠道的收缩使房地产企业需要更多依赖于其他渠道，加之当前市场利率处于上升阶段，房地产企业面临的融资成本将上升。

图6 2016年9月以来房地产企业债券发行额与上年同期对比（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

整体来看，2016年国内商品房的销售价格和销售量均有较大幅度的增长，房地产市场需求保持强劲，但从2016年四季度开始政府收紧房地产政策，同时收紧了限购、限贷以及限制融资等政策，房地产行业面临销量下滑和融资渠道收缩的冲击。虽然商品房价格有望保持稳定，但销量的下降和融资的收缩使房地产企业的经营性现金流和筹资性现金流同时面临限制，融资成本上升，资金周转压力加大。

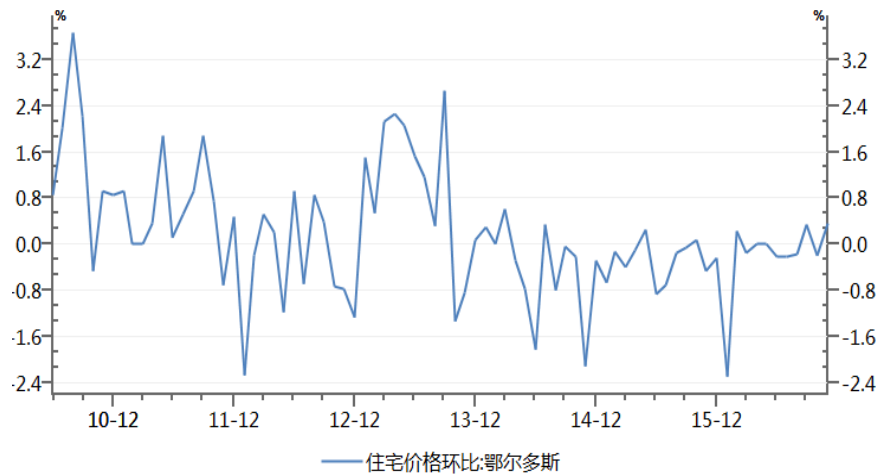
2016年鄂尔多斯市房地产库存得到消化，但房地产市场仍旧低迷，短期内仍面临较大去库存压力

鄂尔多斯市住房保障和房屋管理局数据显示，2016年初鄂尔多斯市住宅库存9.4万套、1,414万平方米，商业库存1,365万平方米。为加快消化房地产库存，2016年3月29日鄂尔多斯东胜区公布了《东胜区国有土地上房屋征收与补偿实施方案》（以下简称“征收补偿方案”），除了对拆迁户进行部分现金补贴外，拆迁房评估金额全部以“房票”或“地票”的形式发放给棚改户（如果拆迁房是院落，则房子折成“房票”，空地折成“地票”）。凭借房票、地票，拆迁户可到政府已经回购的商品房小区房源中，自行选购安置房。不同于传统的棚户区改造拆迁“原址回迁”和“货币化安置”，“房票制”是一种旨在楼市“去库存”的新的拆迁补偿方式。

随着“去库存”政策的推进，2016年以来鄂尔多斯市房地产得到消化。据鄂尔多斯市住房保障和房屋管理局数据，2016年，鄂尔多斯市化解商品房库存589.79万平方米，同比上涨100.61%。其中住宅35,982套、444.54万平方米，同比上涨184.81%和146.81%；商业用房124.61万平方米，同比上涨63.02%；办公及其他用房20.64万平方米，同比下降45.09%；住宅成交均价为3,807.46元/平方米，同比下降7.76%。2017年1-8月，鄂尔多斯市化解商品

房库存235万平方米，同比下降25.63%；其中住宅14,089套、170.61万平方米，同比下降35.21%和33.46%；商业用房55.6万平方米，同比上涨7.58%；办公及其他用房8.79万平方米，同比上涨11.55%；住宅成交均价为4,153.91元/平方米，同比上涨6.79%。供给方面，2016年鄂尔多斯市全年房地产开发施工面积1,585.3万平方米，同比增长1.2%；房屋竣工面积81.5万平方米，同比下降14.1%。

图7 2010年以来鄂尔多斯市住宅价格环比情况



资料来源：wind资讯，鹏元整理

整体来看，鄂尔多斯市房地产库存得到消化，但前期停建房地产项目复工导致房地产供给仍在增加，同时考虑到鄂尔多斯市人口吸附能力较弱、房地产需求不足、2017年1-8月房地产去化速度放缓等因素，鄂尔多斯市房地产市场仍旧低迷，短期内仍面临较大去库存压力。

四、经营与竞争

2016年公司未确认商品房销售收入，当年实现的1,315.16万元营业收入全部源自物业出租，由于部分商户因经营困难无法按约定金额支付租金，公司豁免商户部分租金，导致2016年租金收入同比下降16.49%。毛利率方面，2016年鄂尔多斯市晨光联合会计师事务所审计公司投资性房地产时以公允价值计量，但在确认租金收入时却结转折旧成本，导致租赁业务账面毛利率为-91.10%。

表1 2015-2016年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

产品类别	2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房收入	-	-	7,584.56	-13.18%

租金收入	1,315.16	-91.10%	1,574.77	100.00%
合计	1,315.16	-91.10%	9,159.33	6.28%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司房屋销售情况欠佳，但仍在推进部分项目建设，商品房库存规模较大，后续房屋销售存在较大困难

2016年公司房屋销售面积及金额较小，房屋销售进度较慢，当年公司完成商品房销售面积0.39万平方米，同比减少0.94万平方米；当年实现销售金额2,515.00万元，房屋销售均价为6,448.72元/平方米，销售均价同比增长13.09%。但公司2016年度未确认房屋销售收入，年末账面预收房款金额为6,115.72万元。

表 2 2015-2016 年公司商品房销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	销售面积		销售金额	
	2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
A2	0.64	0.12	4,264.00	981.00
别墅区	0.03	0.04	332.00	302.00
B2	0.58	0.10	2,735.00	502.00
A4	0.08	0.13	253.00	730.00
合计	1.33	0.39	7,584.00	2,515.00

资料来源：公司提供

从公司主要在售房地产项目来看，除别墅区为住宅项目以外，A2区、B2区、A4区、B4区以及CBD项目均包含商业和住宅两种类型，其中住宅面积较大。截至2016年底，公司在这些项目上的投入成本已超过30亿元，可售面积88.65万平方米，但已售面积仅20.23万平方米，剩余可售面积较多，去库存压力大。2016年公司继续推进部分项目建设，存货科目开发成本当年增加金额13,958.27万元。考虑到鄂尔多斯市房地产仍处于依靠“房票制”去库存阶段，公司房产库存规模较大，后续房屋销售仍存在较大困难。

表 3 截至 2016 年底公司主要在售房地产情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	规划建筑面积	总投资	已投资	建设周期	物业类型	可售面积	已售面积
B2 区	22.64	80,000.00	78,401.02	2010-2016	住宅、商业	22.64	1.08
A4 区	7.40	24,000.00	24,440.96	2010-2014	住宅、商业	7.40	0.71
A2 区	17.64	60,268.00	71,346.00	2010-2014	住宅、商业	17.64	17.64
CBD	15.60	100,000.00	61,270.69	2010-2015	住宅、商业	15.60	0.18
别墅区	5.50	55,000.00	60,691.64	2010-2015	住宅	5.50	0.62
B4 区	19.87	38,323.87	10,798.72	2010-2017	住宅、商业	19.87	0.00
合计	88.65	357,591.87	306,949.03	-	-	88.65	20.23

资料来源：公司提供

截至2016年底，公司土地储备面积仍为1,621.27亩，账面价值9.08亿元，由于公司土地储备主要分布在华研物流园区，公司面临项目区域过于集中的风险，且大额土地对公司资金形成较大占用。

表 4 截至 2016 年底公司土地储备情况（单位：亩、万元）

地块名称	面积	期末余额	地块名称	面积	期末余额
A1	24.05	3,850.00	铁路西	558.71	22,207.50
B 地块	31.23	312.29	B3	7.55	1,210.00
B6 地块	348.97	16,017.50	C 地块	132.29	14,160.00
W1 北	60.72	7,290.00	A 地块	29.00	790.16
CR1	117.50	8,813.35	三台基地块	22.00	686.70
B1	39.85	1,209.17	蒙泰	95.38	7,070.00
红太阳	28.00	1,045.46	CR2	48.46	1,883.64
W2	42.89	2,494.79	W3	34.67	1,768.54

资料来源：公司提供

公司投资性物业规模较大，但经营情况较差，需关注减值风险

公司出租物业主要为居然之家和依恋之家购物广场，居然之家主要经营家居销售。2016年公司物业出租率较上年有所改善，2017年公司将居然之家西侧地下一层面积19,618.5平方米的物业出租给鄂尔多斯市金宝汇商业管理有限公司，公司与鄂尔多斯市金宝汇商业管理有限公司签订的租赁期限暂为1年（2017年1月至2017年12月），约定年租金30万元。根据鹏元2017年8月现场查看，公司居然之家出租情况尚可，依恋之家购物广场部分物业尚处于空置状态，但由于居然之家和依恋之家购物广场位于天骄南路华研物流中心，该地段人口较少，且鄂尔多斯市人民政府搬迁至康巴什区以后，东胜区人口流量减少，商业气息减弱，消费动力不足，导致部分商户经营存在一定困难，租金难以承担，2016年公司豁免部分商户租金，导致公司租金收入同比下降16.49%，仅为1,315.16万元，同时需注意的是公司租金收入基本形成了应收账款，现金流入甚少。毛利率方面，2016年租赁业务毛利率为-91.10%，公司解释称：对于投资性房地产公司内部财务以成本模式计量，晨光事务所审计时以公允价值计量，但晨光事务所2016年在确认租金收入时却结转折旧成本导致租赁业务毛利率为负。

截至2016年末，公司投资性房地产账面价值为622,380.38万元，投资性物业2015年末及2016年末评估价值均依据2016年经鄂尔多斯市东审资产评估有限责任公司评估数确定，所以公司投资性物业账面价值2015年末数及2016年末数保持一致。公司投资性物业中房产评估面积为26.33万平方米，宗地评估面积为24.82万平方米，评估总值为622,380.38万元。值得注意的是，公司投资性物业经营情况较差，租金收入金额较小且持续减少，因而需关注

投资性物业减值风险。

表5 截至2016年底公司投资性物业情况（单位：万平方米、亿元）

地号	位置	评估面积		评估价值	
		2016年	2015年	2016年	2015年
1、房产					
W1 房产	鄂尔多斯市东胜区华研物流园区1号街坊	14.42	14.42	34.62	34.62
W9 房产	鄂尔多斯市郝家圪卜村1号楼、2号楼、3号楼	6.45	6.45	11.11	11.11
B2 区 16#17#	乌审西街南、郝家圪卜路东、纺织街北的综合用房	5.46	5.46	6.55	6.55
合计	-	26.33	26.33	52.28	52.28
2、宗地					
B4 地块	郝家圪卜路东、滨河路西、K3街南	3.83	3.83	1.53	1.53
A2 地块	郝家圪卜路西、纺织街北	1.87	1.87	0.76	0.76
B1 地块	乌审街南、郝家圪卜路东	1.59	1.59	0.63	0.63
B2 地块	郝家圪卜路东、滨河路西、纺织街北	0.89	0.89	0.37	0.37
W2 地块	物流一街南、物流二街北、物流二路东	6.54	6.54	2.61	2.61
W3 地块	物流二街南、物流三街北、物流二路东	9.24	9.24	3.70	3.70
A4 地块	K3街南、K3路东、郝家圪卜路西	0.86	0.86	0.35	0.35
合计	-	24.82	24.82	9.95	9.95

资料来源：鄂尔多斯市东审资产评估有限责任公司出具的土地和房产评估报告，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下财务分析基于公司提供的经晨光事务所（不具备证券、期货相关业务许可资质）审计并出具标准无保留意见的2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，公司报表均按照新会计准则编制，2016年纳入公司报表合并范围的子公司未发生变化。

资产结构与质量

公司资产仍以房产和土地为主，且存货及投资性房地产已全部对外抵押，土地及房产变现困难，对公司资金形成较大占用，公司资产流动性较差，大额房产及土地存在较大的减值风险

截至2016年底，公司资产总额为1,175,087.16万元，同比增长1.50%。

表 6 公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年6月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3,075.81	0.26%	2,573.23	0.22%	2,345.17	0.20%
应收账款	67,522.58	5.74%	67,889.66	5.78%	63,903.30	5.52%
其他应收款	2,949.14	0.25%	3,829.71	0.33%	6,225.69	0.54%
存货	477,466.30	40.56%	473,612.94	40.30%	459,645.09	39.70%
流动资产合计	552,506.92	46.94%	550,136.95	46.82%	532,549.88	46.00%
投资性房地产	622,380.38	52.87%	622,380.38	52.96%	622,380.38	53.76%
非流动资产合计	624,649.99	53.06%	624,950.20	53.18%	625,152.65	54.00%
资产总计	1,177,156.91	100.00%	1,175,087.16	100.00%	1,157,702.54	100.00%

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。截至2016年底，公司货币资金账面金额为2,573.23万元，账面资金较少，其中受限资金占比55.77%，公司资金周转较为紧张。截至2016年底，公司应收账款为67,889.66万元，主要为应收建筑施工业务回购款、业务往来款和项目开发拆迁费；公司应收账款中欠款金额前五名合计占比为73.23%，其中应收鄂尔多斯市建设局建设业务回购款32,793.95万元，占公司应收账款总额的48.30%，该部分应收账款账龄已超过2年，回收时间仍不确定，公司应收账款回款情况较差。截至2016年底，公司其他应收款为3,829.71万元，主要为往来借款，2016年由于鄂尔多斯市东胜区大德搅拌站有限责任公司欠款的偿还，使得公司其他应收款规模同比减少2,395.98万元；公司其他应收款中前三名欠款对象合计占其他应收款期末余额的比重达93.76%，其他应收款应收对象主要为民营企业，回收时间较不确定。截至2016年底，公司存货金额为473,612.94万元，占总资产的比重为40.30%，其中开发成本455,970.71万元，开发产品16,999.15万元，公司存货主要为相关在建房产项目及土地储备，其中1,621.27亩土地储备账面价值为90,809.10万元；2016年末公司存货金额同比增长3.04%，主要系B2（水岸欧尚）、CBD（中央CBD商业区）和三台基（别墅区）投入增加所致。值得注意的是，公司存货已全部对外抵押，房屋解押后方可对外销售，一定程度上影响了公司销售进度，同时东胜区房屋库存较多，房屋供给远大于市场需求，公司房屋及土地变现困难，对公司资金形成较大占用，需关注公司房产及土地减值风险。

公司非流动资产主要由投资性房地产构成。截至2016年末，投资性房地产账面价值为622,380.38万元，占总资产的比重为52.96%，主要为公司自持物业，2016年末公司投资性房地产已全部对外抵押，且经营情况较差，产生收益甚少。

综合而言，公司房产及土地规模较大，且均已全部对外抵押，变现存在较大困难，资产流动性较差，未来需关注公司房产及土地减值风险。

资产运营效率

2016年公司营业收入规模较小，资产运营情况较差

2016年公司房屋销售规模较小且未确认收入，同时租金收入减少，导致公司2016年营业收入由上年的9,159.33万元下降至1,315.16万元，同比下滑85.64%。公司营业收入大幅减少，但应收账款及存货账面金额相对较大且同比增长，导致应收账款及存货周转效率下降，周转天数大幅增加。公司营业成本随营业收入的大幅减少而减少，但应付账款账面金额同比降幅较小，导致应付账款周转天数也大幅增加。整体来看，公司大规模存货和应收账款对公司资金形成较大占用，且收入实现情况较差，公司资产运营能力较弱，2016年净营业周期由上年的17,792.90天增加至73,248.02天，总资产周转天数由上年的44,760.24天增加至319,278.25天。

表 7 公司资产运营效率情况（单位：天）

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	18,037.90	2,578.90
存货周转天数	66,840.78	17,985.15
应付账款周转天数	11,630.66	2,771.14
净营业周期	73,248.02	17,792.90
流动资产周转天数	148,182.39	19,955.81
固定资产周转天数	534.68	84.05
总资产周转天数	319,278.25	44,760.24

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入大幅下滑，营业利润亏损扩大

截至2016年底，公司账面预收购房款金额合计6,115.72万元，但该部分销售公司尚未确认收入。2016年公司营业收入全部源自物业出租，当年物业出租实现租金收入1,315.16万元，因居然之家及依恋之家购物广场经营欠佳，公司豁免部分商家租金，导致租金收入同比减少16.49%。

毛利率方面，公司投资性房地产以公允价值计量，但晨光事务所2016年在确认租金收入时却结转了折旧成本，导致租赁业务2016年毛利率为-91.10%。

2016年公司利润总额及净利润均为亏损，亏损金额为4,428.74万元。2016年因理财产品

到期及收到内蒙古银行股份有限公司2015年的股权分红款，公司分别确认投资收益198.00万元和597.26万元，2016年公司扣除投资收益后的营业利润亏损5,104.84万元，总资产回报率及净资产收益率均为负数。公司经营情况较差，在当地房地产市场持续供过于求的背景下，公司房产销售压力仍很大，预计短期内盈利难以大幅改善。

表 8 公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年
营业收入	671.17	1,315.16	9,159.33
扣除公允价值变动损益及投资收益后的营业利润	134.69	-5,104.84	-1,047.53
营业利润	-361.94	-4,309.58	-252.01
营业外收入	37.38	-115.17	885.83
利润总额	-341.92	-4,428.74	515.41
净利润	-341.92	-4,428.74	577.92
综合毛利率	100.00%	-91.10%	6.28%
期间费用率	85.17%	282.24%	16.80%
总资产回报率	-	-0.12%	0.05%
净资产收益率	-	-0.99%	0.13%
营业收入增长率	-	-85.64%	-54.00%
净利润增长率	-	-866.33%	-100.80%

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，房产销售困难，物业经营较差，难以产生较大规模现金流入

2016年公司物业出租产生收入1,315.16万元，房屋销售形成预收款2,515.00万元，但物业租金基本形成了应收账款，现金流入较少，销售商品、提供劳务收到的现金2,239.77万元主要源自房屋销售。2016年公司应收账款增加3,986.36万元，剔除物业租金后，其中因前期道路修建应收政府款项增加902万元，剩余部分为应收其他单位和个人往来款项。2016年公司经营活动现金流出6,788.27万元，主要系项目建设支出所致。整体来看，2016年公司经营活动现金流入规模较小，同时仍在推进部分房产项目建设工作，导致2016年经营活动现金净流出4,548.50万元。

投资活动方面，2016年公司未发生投资活动现金流出，投资活动现金流入826.57万元，主要系公司2016年理财产品回本198.00万元，收到内蒙古银行股份有限公司先前年度的股权分红597.26万元，投资活动现金流入合计795.26万元。

公司筹资活动现金流入源自取得的银行借款，2016年公司取得借款收到的现金为

6,000.00万元，因公司经营情况较差，且受限资产较多，融资弹性不足，公司融资能力较弱。公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。由于公司资产变现困难，且受限资产较多，需偿还的借款及利息规模较大，公司未来资金压力极大。

表 9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	24,416.85	2,239.77	12,580.31
收到其他与经营活动有关的现金	37.38	0.00	9,420.61
经营活动现金流入小计	24,454.23	2,239.77	22,000.92
购买商品、接受劳务支付的现金	3,798.04	5,166.22	18,966.89
支付其他与经营活动有关的现金	-249.93	1,183.01	415.14
经营活动现金流出小计	3,574.26	6,788.27	20,581.26
经营活动产生的现金流量净额	20,879.96	-4,548.50	1,419.65
投资活动的现金流量净额	-373.43	826.57	12,334.41
筹资活动产生的现金流量净额	-20,003.95	3,949.98	-13,541.91
现金及现金等价物净增加额	502.59	228.05	212.16

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

资本结构与财务安全性

公司有息债务高企，存在极大的偿债压力

截至2016年底，公司负债总额达728,106.93万元，同比增长3.09%，因经营亏损，所有者权益同比减少0.98%，公司负债与所有者权益比率高达162.89%，所有者权益对负债的覆盖能力较弱。

表 10 公司资本结构情况（单位：万元）

资本构成	2017年6月	2016年	2015年
负债总额	730,518.61	728,106.93	706,293.57
其中：流动负债	453,527.52	431,319.39	409,498.55
非流动负债	276,991.08	296,787.55	296,795.03
所有者权益	446,638.31	446,980.22	451,408.96
负债与所有者权益比率	163.56%	162.89%	156.46%

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

截至2016年底，公司流动负债为431,319.39万元，主要为短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债。截至2016年底，公司短期借款为155,711.70万元，占负债总额的比重为21.39%，其中抵押借款136,834.90万元，质押借款10,000.00万元，需要注意的是，公司上述抵押借款已逾期33,000.00万元。截至2016年底，公司应付账款为72,520.59万元，同比减少17,350.78万元，主要系公司将应付账款中涉及的个人往来款调入其他应付款科目

所致；公司应付账款主要为子公司华研房地产应付的工程款、土地款等。截至2016年底，公司其他应付款为137,332.72万元，同比增加30,466.43万元；公司其他应付款主要为与鄂尔多斯市华研经贸集团有限责任公司、鄂尔多斯市购物中心有限责任公司及鄂尔多斯市华研建安有限公司等单位及个人的往来借款，2016年末公司与鄂尔多斯市华研经贸有限责任公司的往来借款规模为79,128.41万元，占公司其他应付款总额的比重为57.62%，鄂尔多斯市华研经贸有限责任公司的实际控制人与公司实际控制人系兄弟关系，公司与其往来借款根据合同约定为无利息借款。公司一年内到期的非流动负债全部为抵押借款，其中4,000.00万元源自华融资产管理公司（借款利率15.00%）。

公司非流动负债主要为长期借款、应付债券和递延所得税负债。截至2016年底，公司长期借款为162,391.52万元，其中抵押借款117,399.00万元，其余部分为保证借款。应付债券为公司发行的本期债券，2016年末本期债券本金余额为5,620.30万元。公司递延所得税负债主要由投资性房地产公允价值变动形成。

表 11 公司负债结构（单位：万元）

项目	2017年6月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	155,712.49	21.32%	155,711.70	21.39%	149,712.50	21.20%
应付账款	71,660.57	9.81%	72,520.59	9.96%	89,871.37	12.72%
其他应付款	137,067.96	18.76%	137,332.72	18.86%	106,866.30	15.13%
一年内到期的非流动负债	37,400.00	5.12%	37,400.00	5.14%	37,400.00	5.30%
流动负债合计	453,527.52	62.08%	431,319.39	59.24%	409,498.55	57.98%
长期借款	142,387.69	19.49%	162,391.52	22.30%	162,399.00	22.99%
应付债券	5,620.30	0.77%	5,620.30	0.77%	5,620.30	0.80%
递延所得税负债	128,983.10	17.66%	128,775.73	17.69%	128,775.73	18.23%
非流动负债合计	276,991.08	37.92%	296,787.55	40.76%	296,795.03	42.02%
负债合计	730,518.61	100.00%	728,106.93	100.00%	706,293.57	100.00%
其中：有息债务	341,120.48	46.70%	361,123.52	49.60%	355,131.80	50.28%

资料来源：公司2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，鹏元整理

截至2016年底，公司包括短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券在内的有息债务规模达361,123.52万元，其中2017年需偿还295,504.22万元，但2017年需偿还的绝大部分已展期。根据公司提供的于2017年11月16日经中国人民银行征信中心查询的《企业信用报告》，公司本部当年已结清欠息5,674.76万元，当前仍有3笔欠息，欠息金额合计3,477.35万元；公司重要子公司华研房地产共发生2笔历史欠息，历史欠息金额合计1,103.87万元，华研房地产最后一笔欠息于2017年2月11日结清。

表 12 截至 2016 年底公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年及以后
短期借款	155,711.70	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	37,400.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	102,392.52	20,000.00	0.00	39,999.00
应付债券	0.00	5,620.30	0.00	0.00
合计	295,504.22	25,620.30	0.00	39,999.00

资料来源：公司提供

偿债能力方面，截至2016年底，公司资产负债率攀升至61.96%，处于较高水平。2016年末公司流动比率和速动比率同比变化不大，但数值较低，公司短期偿债能力有限。因公司利润亏损较多，EBITDA为负，EBITDA对有息债务的保障程度较差。

整体而言，公司账面货币资金规模较小，有息债务规模较大，短期待偿还债务较多，公司收入及经营活动现金流入甚少，已展期及欠息规模较大。同时，在鄂尔多斯市房地产市场仍旧低迷、短期内仍面临较大去库存压力的情况下，公司未来房地产项目难以变现，且投资性房地产存在贬值的可能；公司存货和投资性房地产已全部用于抵押，未来融资空间有限，公司存在极大的偿债压力。

表 13 公司偿债能力指标

项目	2017 年 6 月	2016 年	2015 年
资产负债率	62.06%	61.96%	61.01%
流动比率	1.22	1.28	1.30
速动比率	0.17	0.18	0.18
EBITDA（万元）	-	-1,273.30	849.11
EBITDA 利息保障倍数	-	-0.10	0.04
有息债务/EBITDA	-	-283.61	418.24
债务总额/EBITDA	-	-571.83	831.81
经营性净现金流/流动负债	4.60%	-1.05%	0.35%
经营性净现金流/负债总额	2.86%	-0.62%	0.20%

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

（一）保证担保

鄂尔多斯城建为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能对本期债券形成有效保障

1.担保条款

本期债券由鄂尔多斯城建提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保的范围

包括本期债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实施债权的费用和其他应支付的费用。

2. 担保人情况

鄂尔多斯城建是由内蒙古自治区鄂尔多斯市人民政府批准，由鄂尔多斯市人民政府出资，于2001年5月成立的国有独资公司。鄂尔多斯城建主营业务为城市市政基础设施建设、土地收储等，经营范围包括：一、二级土地开发、出让、租赁；城市基础设施配套建设投资与经营；房地产开发；产业项目开发。

截至2016年12月31日，鄂尔多斯城建总资产为2,091,945.77万元，同比下降11.65%，其中归属于母公司所有者权益为733,840.29万元，同比增长2.23%；2016年鄂尔多斯城建实现营业收入140,023.93万元，同比增长12.65%；利润总额18,631.72万元，同比增长24.55%。此外，2016年鄂尔多斯城建得到当地政府的支持力度较大，获得政府补助53,217.77万元，鄂尔多斯城建利润总额完全来源于政府补助。2015-2016年鄂尔多斯城建主要财务指标如下所示。

表 14 鄂尔多斯城建主要财务指标

项目	2016年	2015年
总资产（万元）	2,091,945.77	2,367,746.51
归属于母公司所有者权益（万元）	733,840.29	717,828.42
有息债务（万元）	602,717.67	968,826.67
资产负债率	64.86%	69.56%
流动比率	2.72	2.54
速动比率	1.75	1.67
营业收入（万元）	140,023.93	124,294.89
营业利润（万元）	-34,457.63	-35,983.04
利润总额（万元）	18,631.72	14,959.74
综合毛利率	8.01%	-1.67%
EBITDA（万元）	63,800.56	47,806.58
经营活动现金流净额（万元）	1,271.54	6,546.25

资料来源：鄂尔多斯城建 2015 年及 2016 年年报、wind

根据《鄂尔多斯市2016年国民经济和社会发展统计公报》显示，2016年鄂尔多斯市全市完成一般公共预算收入451亿元，同比增长3.8%；但在房地产市场不景气的情况下，2016年鄂尔多斯市实现政府性基金收入13.6亿元，同比下降35.24%，对地方综合财力造成一定不利影响。由于鄂尔多斯城建现金流和偿债能力对于当地财政依赖程度非常高，地方综合财力变化将影响鄂尔多斯城建的偿债能力。

同时我们也关注到，截至2016年底，鄂尔多斯城建对外担保余额为21.06亿元，占鄂尔多斯城建净资产的比重为28.65%，占比较高，其中15.00亿元为对联营公司鄂尔多斯市城投机场高速建设有限责任公司的担保，此外还包含对区域内民营企业的担保。若被担保方出现财务困难，则鄂尔多斯城建面临代偿风险。

（二）股权质押担保

公司以其合法持有的华研房地产100%股权为本期债券的本息偿付提供质押担保，但华研房地产持续亏损，净资产为负，华研房地产质押资产是否仍满足本期债券质押监管协议较不确定，整体而言华研房地产股权质押的保障效果较弱

为保证本期债券按时足额还本付息，公司以其合法持有的华研房地产100%股权（以下简称“质押标的”）为本期债券的本息偿付提供质押担保。质押标的的价值以华研房地产经审计的合并资产负债表中“归属于母公司的所有者权益合计”为准。本期债券质押监管协议中规定，在质权存续期间内，华研房地产所有权未受到限制的资产的账面价值不得低于本期债券未偿本金及当年应付利息的2.5倍。截至2017年10月底，公司本期债券本金余额5,620.30万元，按照协议约定，华研房地产所有权未受到限制资产的账面价值不得低于15,157.95万元，但公司尚未提供子公司华研房地产2016年审计报告及其资产抵质押情况，但根据公司提供的华研房地产2015年及2016年未经审计财务数据，华研房地产连续两年亏损且净资产为负，同时公司合并范围内的主要资产--存货及投资性房地产均已对外抵押，鹏元认为华研房地产股权质押担保对本期债券的保障程度较弱。

表 15 2015-2016 年华研房地产财务数据（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
总资产	181,451.47	202,240.95
所有者权益合计	-26,805.69	-23,368.82
营业收入	2,099.00	41,537.00
营业利润	-3,310.07	-5,467.00
利润总额	-3,436.87	-4,671.00
净利润	-3,436.87	-4,671.00

资料来源：华研房地产 2016 年财务报表，2015 年部分数据由公司提供

总体来看，我们认为，鄂尔多斯城建为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能对本期债券形成有效保障，但华研房地产股权质押的保障效果较弱。

七、或有事项分析

截至2016年底，公司对外提供担保金额为126,148.73万元，占公司所有者权益的比重为

28.22%，被担保对象主要为民营企业，且均未设置反担保措施，公司存在较大的或有负债风险。

表 16 截至 2016 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保类型	是否有反担保
鄂尔多斯市华研建安有限责任公司	20,000.00	抵押担保	否
鄂尔多斯市泰胜工贸有限公司	3,000.00	抵押担保	否
鄂尔多斯市购物中心有限责任公司	32,101.44	抵押担保	否
鄂尔多斯市购物中心有限责任公司	3,500.00	抵押担保	否
鄂尔多斯市购物中心有限责任公司	1,195.91	抵押担保	否
鄂尔多斯市华研经贸集团有限责任公司	21,076.80	抵押担保	否
鄂尔多斯市华研经贸集团有限责任公司	20,000.00	抵押担保	否
鄂尔多斯市华研经贸集团有限责任公司	7,011.00	抵押担保	否
鄂尔多斯市万达建筑有限责任公司	16,103.58	抵押担保	否
鄂尔多斯市吉乐庆生态开发有限公司	2,160.00	连带责任担保	否
合计	126,148.73	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

鄂尔多斯城建提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能为本期债券提供有效保障。同时我们也关注到，负责公司审计工作的会计师事务所缺乏证券、期货相关业务许可资质；鄂尔多斯市经济增速放缓，房地产市场持续低迷，商品房库存及投资性物业规模较大，均已全部用于抵押，资产流动性较差，公司房产销售困难，物业出租较差，存货和投资性房地产未来价值存在减值风险；公司负债高企，账面货币资金规模较小，且存在大额欠息，债务压力极大；公司及鄂尔多斯城建对外担保金额较大，存在较大的代偿风险；华研房地产持续亏损，其股权质押担保对本期债券的保障程度较弱。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为B-，维持本期债券信用等级为AA，评级展望维持为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
货币资金	3,075.81	2,573.23	2,345.17	2,133.02
应收账款	67,522.58	67,889.66	63,903.30	67,324.27
预付款项	1,493.09	2,231.42	430.63	430.63
其他应收款	2,949.14	3,829.71	6,225.69	14,950.76
存货	477,466.30	473,612.94	459,645.09	398,066.75
流动资产合计	552,506.92	550,136.95	532,549.88	482,905.43
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	10,875.00
持有至到期投资	2.00	200.00	200.00	200.00
长期股权投资	97.52	97.52	97.52	97.52
投资性房地产	622,380.38	622,380.38	622,380.38	623,209.86
固定资产	1,749.85	1,852.06	2,054.52	2,222.62
无形资产	160.80	160.80	160.80	160.80
递延所得税资产	259.43	259.43	259.43	259.43
非流动资产合计	624,649.99	624,950.20	625,152.65	637,025.24
资产总计	1,177,156.91	1,175,087.16	1,157,702.54	1,119,930.67
短期借款	155,712.49	155,711.70	149,712.50	55,876.80
应付票据	0.00	0.00	0.00	9,989.20
应付账款	71,660.57	72,520.59	89,871.37	42,284.33
预收款项	29,494.31	6,115.72	3,600.72	3,600.72
应付职工薪酬	66.00	66.00	66.00	56.76
应交税费	22,126.19	22,172.65	21,981.65	22,171.54
其他应付款	137,067.96	137,332.72	106,866.30	106,938.18
一年内到期的非流动负债	37,400.00	37,400.00	37,400.00	37,400.00
流动负债合计	453,527.52	431,319.39	409,498.55	278,317.52
长期借款	142,387.69	162,391.52	162,399.00	141,799.00
应付债券	5,620.30	5,620.30	5,620.30	120,000.00
递延所得税负债	128,983.10	128,775.73	128,775.73	128,983.10
非流动负债合计	276,991.08	296,787.55	296,795.03	390,782.10
负债合计	730,518.61	728,106.93	706,293.57	669,099.62
实收资本	5,050.00	5,050.00	5,050.00	5,050.00
资本公积	94,479.70	94,479.70	94,479.70	94,479.70
盈余公积	781.75	781.75	781.75	781.75
未分配利润	346,326.86	346,668.77	351,097.51	350,519.60
所有者权益合计	446,638.31	446,980.22	451,408.96	450,831.05

负债和所有者权益总计	1,177,156.91	1,175,087.16	1,157,702.54	1,119,930.67
------------	--------------	--------------	--------------	--------------

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	671.17	1,315.16	9,159.33	19,912.88
其中：营业收入	671.17	1,315.16	9,159.33	19,912.88
二、营业总成本	536.48	6,420.00	10,206.86	16,061.53
其中：营业成本	-	2,513.23	8,584.20	10,925.70
营业税金及附加	-35.14	194.82	83.63	1,232.34
销售费用	3.15	10.97	17.51	37.46
管理费用	567.57	1,659.24	1,521.41	2,796.13
财务费用	0.90	2,041.74	0.11	1,027.30
资产减值损失	-	0.00	0.00	42.60
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-	0.00	-829.48	-125,985.19
投资收益（损失以“-”号填列）	-496.63	795.26	1,625.00	1,233.52
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-361.94	-4,309.58	-252.01	-120,900.32
加：营业外收入	37.38	-115.17	885.83	17,332.28
减：营业外支出	17.35	3.99	118.41	227.45
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-341.92	-4,428.74	515.41	-103,795.49
减：所得税费用	-	0.00	-62.50	-31,183.42
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-341.92	-4,428.74	577.92	-72,612.07

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

附录三 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
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	24,416.85	2,239.77	12,580.31	29,728.91
收到其他与经营活动有关的现金	37.38	0.00	9,420.61	150,415.30
经营活动现金流入小计	24,454.23	2,239.77	22,000.92	180,144.21
购买商品、接收劳务支付的现金	3,798.04	5,166.22	18,966.89	77,639.81
支付给职工以及为职工支付的现金	222.20	435.22	780.86	1,065.29
支付的各项税费	-196.05	3.82	418.38	3,611.31
支付其他与经营活动有关的现金	-249.93	1,183.01	415.14	44,170.40
经营活动现金流出小计	3,574.26	6,788.27	20,581.26	126,486.81
经营活动产生的现金流量净额	20,879.96	-4,548.50	1,419.65	53,657.39
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	0.00	10,875.00	0.00
取得投资收益收到的现金	-496.63	795.26	1,625.00	1,235.00
处置固定、无形资产和其他长期资产收到的现金净额	-496.63	31.31	66.00	0.00
投资活动现金流入小计	74.80	826.57	12,566.00	1,235.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	-198.00	0.00	231.59	37.55
投资活动现金流出小计	-123.20	0.00	231.59	37.55
投资活动产生的现金流量净额	-373.43	826.57	12,334.41	1,197.45
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款所收到的现金	-20,003.04	6,000.00	144,435.70	27,319.11
筹资活动现金流入小计	-20,003.04	6,000.00	144,435.70	27,319.11
偿还债务所支付的现金	0.00	8.28	144,379.70	58,384.17
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	0.90	2,041.74	13,597.91	30,766.54
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	10.00
筹资活动现金流出小计	0.90	2,050.02	157,977.61	89,160.71
筹资活动产生的现金流量净额	-20,003.95	3,949.98	-13,541.91	-61,841.60
四、现金及现金等价物净增加额	502.59	228.05	212.16	-6,986.76

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年半年报

附录四 主要财务指标表

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	62.06%	61.96%	61.01%	59.74%
有息债务(万元)	341,120.48	361,123.52	355,131.80	365,065.00
流动比率	1.22	1.28	1.30	1.74
速动比率	0.17	0.18	0.18	0.30
期间费用率	85.17%	282.24%	16.80%	19.39%
应收账款周转天数	-	18,037.90	2,578.90	1,320.53
存货周转天数	-	66,840.78	17,985.15	12,060.77
应付账款周转天数	-	11,630.66	2,771.14	1,436.86
净营业周期	-	73,248.02	17,792.90	11,944.45
流动资产周转天数	-	148,182.39	19,955.81	8,514.62
固定资产周转天数	-	534.68	84.05	45.61
总资产周转天数	-	319,278.25	44,760.24	21,175.69
综合毛利率	100.00%	-91.10%	6.28%	45.13%
总资产回报率	-	-0.12%	0.05%	-8.86%
EBITDA(万元)	-	-1,273.30	849.11	-103,121.42
EBITDA利息保障倍数	-	-0.10	0.04	-2.64
有息债务/EBITDA	-	-283.61	418.24	-3.54
营业收入增长率	-	-85.64%	-54.00%	-70.82%
净利润增长率	-	-866.33%	-100.80%	-253.67%

资料来源：公司2015年、2016年审计报告及未经审计的2017年半年报，鹏元整理

附录五 截至2016年末纳入公司合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	实收资本	主营业务范围
鄂尔多斯市物流配送中心有限公司	100%	70,888	70,888	建材销售、货物储存、日用百货、家电、家居、服装、鞋帽等
鄂尔多斯市华研房地产开发有限责任公司	100%	10,000	10,000	房地产开发、混凝土生产与销售
鄂尔多斯市华研依恋之家商贸有限公司	100%	7,100	-	家居、家具、建材等销售

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
固定资产周转天数	$360 * [(本年固定资产总额 + 上年固定资产总额) / 2] / 营业收入$
应收账款周转天数	$360 * [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2] / 营业收入$
存货周转天数	$360 * [(期初存货 + 期末存货) / 2] / 营业成本$
应付账款周转天数	$360 * [(期初应付账款余额 + 期末应付账款余额) / 2] / 营业成本$
净营业周期 (天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 * [(本年流动资产总额 + 上年流动资产总额) / 2] / 营业收入$
总资产周转天数	$360 * [(本年资产总额 + 上年资产总额) / 2] / 营业收入$
综合毛利率	$(营业收入 - 营业成本) / 营业收入 \times 100\%$
总资产回报率	$(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / ((本年资产总额 + 上年资产总额) / 2) \times 100\%$
营业收入增长率	$(本年营业收入 - 上年营业收入) / 上年营业收入 \times 100\%$
净利润增长率	$(本年净利润 - 上年净利润) / 上年净利润 \times 100\%$
期间费用率	$(营业费用 + 管理费用 + 财务费用) / 营业收入 \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)$
资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期借款 + 长期借款 + 应付债券

资料来源：公司提供

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。