



大公国际资信评估有限公司  
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

## 跟踪评级公告

大公报 SD【2016】294 号

大公国际资信评估有限公司通过对中弘控股股份有限公司及“14 中弘债”、“16 中弘 01”、“16 弘债 01”的信用状况进行跟踪评级，确定中弘控股股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“14 中弘债”、“16 中弘 01”、“16 弘债 01”的信用等级维持 AA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一六年六月二十日



# 中弘控股股份有限公司主体与相关债项

## 2016 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2016】294 号

### 主体信用

跟踪评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**上次评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**

### 债项信用

债券简称	额度(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果
14 中弘债	9.5	3	AA	AA
16 中弘 01	2.5	5	AA	AA
16 弘债 01	5.0	3	AA	AA

### 主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2016.3	2015	2014	2013
总资产	269.73	200.55	178.20	116.09
所有者权益	98.35	58.84	56.68	26.14
营业收入	2.92	12.90	24.85	11.19
利润总额	0.21	4.82	4.62	2.95
经营性净现金流	-17.11	-4.31	-38.28	-14.34
资产负债率(%)	63.54	70.66	68.19	77.48
债务资本比率(%)	59.31	66.58	64.59	72.62
毛利率(%)	38.03	38.18	45.87	56.71
总资产报酬率(%)	0.13	2.78	2.97	4.18
净资产收益率(%)	0.22	4.97	5.19	8.06
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-3.35	-0.28	-3.05	-2.09
经营性净现金流/总负债(%)	-10.93	-3.28	-36.20	-18.97

注：2013 年财务数据为追溯调整数据，2016 年 3 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：刘 晨  
 评级小组成员：姜泰钰  
 联系电话：010-51087768  
 客服电话：4008-84-4008  
 传 真：010-84583355  
 Email：rating@dagongcredit.com

### 跟踪评级观点

中弘控股股份有限公司（以下简称“中弘股份”或“公司”）主要从事房地产开发业务。评级结果反映了我国宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业的整体平稳发展，区域布局和产品结构合理，认购海外上市公司股权有利于扩宽融资渠道，公司非公开发行股票资本实力提升等有利因素；同时也反映了公司营业收入大幅下降，面临一定资本支出压力，受限资产比例很高，经营性净现金流不利于对债务和利息的保障等不利因素。

综合分析，大公对公司“14 中弘债”、“16 中弘 01”、“16 弘债 01”信用等级维持 AA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。

### 有利因素

- 我国宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业保持整体平稳发展；
- 公司未来开发重点为旅游地产和商业地产，已基本形成较为合理的区域布局和产品结构；
- 公司近期不断认购海外上市公司的股权，有利于未来拓宽融资渠道，降低融资成本；
- 2016 年一季度，公司通过非公开发行股票事项，提升资本实力。

### 不利因素

- 受达到结转条件项目较少影响，公司营业收入大幅下降；
- 公司未来多个项目开工建设，在建和规划项目需要较多投资支出，面临一定的资金支出压力；
- 公司受限资产比例很高，对资产流动性产生较大的影响；
- 2015 年以来，公司经营性现金流仍为净流出状态，不利于对债务及利息的保障。

## 大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

## 跟踪评级说明

根据大公承做的中弘股份存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公司对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

## 发债主体

中弘股份原名安徽省科苑（集团）股份有限公司，是经安徽省人民政府皖府股字【1997】50号文批准，由安徽宿州科苑集团有限责任公司整体变更设立的股份有限公司，于1997年8月18日在安徽省工商行政管理局登记注册。经中国证监会证监发行字【2000】第53号文批准，公司发行的人民币普通股股票（A股）于2000年6月在深圳证券交易所挂牌交易，股票代码：000979。2010年1月，经中国证监会证监许可【2009】1449号文核准，公司实施了重大资产出售及发行股份购买资产的重大资产重组方案。重大资产重组完成后，公司主营业务由化学原料及化学制品制造业变更为房地产开发与经营业。2014年12月8日，公司非公开发行股票完成，新增股份958,466,453股，公司总股本增加至2,881,442,406股。2016年4月19日，公司非公开发行股票完成，新增股份1,382,978,722股，募集资金总额39.00亿元。截至2016年3月末，公司注册资本为59.93亿元，法人代表为王永红。公司第一大股东为中弘卓业集团有限公司（以下简称“卓业集团”），截至2016年4月末，卓业集团合计持有公司26.55%的股权，王永红为卓业集团实际控制人，持有其100.00%的股权，因此公司实际控制人为王永红。2016年5月18日，2015年度股东大会决议通过《关于公司非公开发行A股股票方案的议案》，本次非公开发行股票的数量不超过140,000万股，拟募集资金总额不超过36亿元，募集资金全部用于公司项目建设。公司于2016年6月2日收到中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（161326号），非公开发行股票方案尚需中国证监会核准。

公司仍以房地产开发为主营业务，主要从事住宅地产、旅游度假地产、文化创意地产、综合商业地产等的开发与运营。截至2016年3月末，公司拥有二级子公司62家。

2015年8月19日，公司间接持有的境外全资子公司GLORY EMPEROR TRADING LIMITED（以下简称“GET公司”）与NICCO WORLDWIDE INC.（以下简称“NICCO公司”）签署协议，拟以707,575,661港元价格收购NICCO公司持有的KEE HOLDINGS COMPANY LIMITED（以下简称“KEE公司”）已发行总股份的72.79%。截至2016年2月17日，上述股权过户已完成，但不符合香港联交所上市规则有关公众持股量不低于25%的规定。KEE公司已向联交所申请给予3个月的豁免期，并于2016年2月18日开始停牌。后经GET公司将部分股权配售给无关联关系的独

立第三方，KEE 公司股票已于 2016 年 4 月 19 日恢复交易。

公司于 2015 年 10 月 30 日第六届董事会 2015 年第九次临时会议审议批准公司间接持有的境外全资子公司 ZHURONG GLOBAL LIMITED(中文名称“著融环球有限公司”)以 458,516,312 港元价格收购香港上市公司 Chanco International Group Limited(中文名称“卓高国际集团有限公司”，以下简称“卓高国际”)股份 229,948,000 股，占卓高国际已发行总股份的 66.10%。2015 年 12 月 23 日，公司对卓高国际的全面要约收购完成。

公司于 2015 年 11 月 20 日第六届董事会 2015 年第十一次临时会议审议批准公司间接持有的境外全资子公司 Mingsheng Global Limited(中文名称“铭盛环球有限公司”)拟以现金方式出资 2,500 万美元对 DWA NOVA, LLC 公司(以下简称“NOVA 公司”)进行增资，占 NOVA 公司增资后 20%股权。

2015 年 11 月 26 日，公司间接持有的境外全资子公司 Zhong Hong New World International Limited(中文名称“中弘新奇世界国际有限公司”)与 Asiatravel.com Holdings Ltd(以下简称“Asiatravel”或“亚洲旅游”)签署了《股权及认股权证配售协议》，拟以现金方式认购亚洲旅游新发行的股份 50,000 万股，认购金额共计 10,000 万新元，中弘新奇世界国际有限公司在认购上述股份的同时，将有权获得亚洲旅游创设的认股权证。本次认购完成后，公司和新奇世界公司合计持有亚洲旅游 54,000 万股，占亚洲旅游 63.49%的股权(未包括亚洲旅游现有 10,646,000 股库存股)。2016 年 1 月 29 日，亚洲旅游收到新加坡 SECURITIES INDUSTRY COUNCIL(以下简称“SIC”)的核准文件，SIC 同意亚洲旅游上述新股发行和创设认股权证事项。公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

**表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况**

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
14 中弘债	9.5 亿元	2015.01.06~2018.01.06	补充流动资金、偿还银行借款	已按募集资金要求使用
16 中弘 01	2.5 亿元	2016.01.25~2021.01.25	补充运营资金、偿还银行贷款	已按募集资金要求使用
16 弘债 01	5.0 亿元	2016.01.28~2019.01.28	补充运营资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

## 宏观经济和政策环境

**2015 年以来，国民经济增速有所回落，但新常态下的新政策使主要经济指标运行在合理区间；短期内，经济下行压力仍较大，经济回稳基础还需进一步巩固；从长期来看，供给侧结构性改革和各项稳增长政策的推进，将使我国经济保持多元化的平稳增长**

2015 年，中国经济的特征表现为总体平稳、稳中有进、进中有创、创中提质。面对经济下行压力，宏观调控政策坚持实施“新常态下的新对策”，在潜在增长率下移、去产能、去杠杆的过程中，主要经济指标处于合理区间。2015 年，第一产业增加值 60,863 亿元，同比增长 3.9%；第二产业增加值 274,278 亿元，同比增长 6.0%；第三产业增加值 341,567 亿元，同比增长 8.3%。第一、二和第三产业增加值占国内生产总值的比重分别为 9.0%、40.5%和 50.5%，第三产业增加值比重首次突破 50%。第三产业对经济增长的拉动作用明显增强，我国经济发展由工业主导向服务业主导转变的趋势更加明显。2016 年第一季度，我国 GDP 和规模以上工业增加值同比增速分别为 6.7%和 5.8%，增速进一步下滑；同期，高技术产业增加值同比增长达到 9.2%，比规模以上工业增长速度快 3.4 个百分点。需求结构持续改善，消费需求对经济增长的贡献加强，2015 年社会消费品零售总额同比增长 10.7%，增速比上年提高 0.1 个百分点，最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 66.4%，比上年同期提高 15.4 个百分点；2016 年 1~4 月，社会消费品零售总额同比增长 10.3%，增速有所回落。

2015 年是我国全面深化改革的关键之年，为了推动“稳增长、促改革、调结构”的经济发展进程，我国进一步简政放权，加快审批效率；加大金融体制改革力度，优化金融结构，服务实体经济；促进结构优化、扩大内需和改善民生，助力我国经济的健康、稳健发展。在宏观经济下行压力持续存在的背景下，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，多策并举提高财政资金的使用效益、缓解地方偿债压力、促进投资。货币政策继续保持稳中偏松的导向，继续通过多种货币工具释放流动性，完善宏观审慎政策框架。

在 2015 年 12 月召开的中央经济工作会议中，国家强调推进供给侧结构性改革，战略上坚持稳中求进、把握好节奏和力度，战术上抓住关键点，做好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，以适应我国经济发展新常态的要求。在 2016 年 3 月召开的两会中，政府工作报告第一次提出了新经济的概念，指出要加快发展新经济，推动新技术、新产业、新业态加快成长，做大高技术产业、现代服务业等新兴产业集群；实施平稳的结构性改革，减少低端无效供给，增加高端供给；同时运用信息网络等现代技术，推动生产、管理和营销模式变革，重塑产业链、供应链、价值链，加快新旧动能转换。

综合来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，结构调

整的阵痛在继续释放，增速换挡的压力有所加大，新旧动力的转换也在进行之中，新动力还难以对冲传统动力下降的影响，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国经济仍处在一个加快发展的过程之中，十三五规划纲要中提出，要实施创新驱动发展战略，优化现代产业体系，支持新型制造业、战略新兴产业和现代服务业的发展，主要目标是经济保持中高速增长。我国正处在战略机遇期，从长期来看，仍然具有保持中高速增长的潜力，国家推进的供给侧结构性改革以及各项稳增长政策，将使我国经济保持多元化的平稳增长。

## 行业及区域经济环境

**房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，2015 年宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业保持整体平稳发展；央行下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率有助于缓解房地产企业资金成本压力**

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产行业发展产生一定的制约影响。

2011 年下半年起，中央政府先后颁布多项房地产限制政策，从而抑制了全国范围的住宅价格上涨，投资性购房需求随之下降，导致新房库存量逐渐增加。然而，随着住房供需关系的改变以及房价快速上涨趋势的结束，房地产行业调控政策也由抑制市场过热的单边调控转向因地制宜的双向调控。2014 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性。同年 5 月，中国人民银行（以下简称“央行”）强调合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，明确表示将保护合理的自住购房需求。2015 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续 2014 年以来的市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。

2016 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中提出全面实施营改增，从 5 月 1 日起，将试点范围扩大到建筑业、房地产业、金融业、生活服务业，并将所有企业新增不动产所含增值税纳入抵扣范围，确保所有行业税负只减不增。同时要建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。由此，2016 年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象，这有利于该行业的在市场化运作中将保持整体平稳发展。

从长期宏观经济来看，由于我国国民经济增速持续放缓，截至 2016 年 3 月，我国生产价格指数 PPI 同比下降 4.3%，环比上涨 0.5%，已连续 49 个月呈现负增长，宏观经济面临一定的“通缩”压力。由于实体经济的发展现状需要适度宽松的货币政策予以支持，特别是当经济面

临较大下行压力时，缓解企业融资问题，避免出现金融风险将变得尤为重要。基于多重因素考虑，2015年10月24日起，央行将一年期贷款基准利率下调25个基点至4.35%，一年期存款基准利率下调25个基点至1.50%，这是继2015年3月以来的第五次降息降准。2016年3月1日起，央行决定普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。降准降息有效降低了贷款定价基准，并带动债券等其他金融产品的定价下调，有利于引导金融机构降低房地产企业的融资成本，在一定程度上缓解资金压力。此外，国内债券市场融资渠道的适当放宽也将拓展房地产企业的融资途径，通过多元化融资调整债务结构，从而在一定程度上缓解房地产企业的资金成本压力。

**表 2 2011~2016 年我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）**

项目	2016.03	2015.10	2015.05	2015.02	2014.11	2012.07	2012.06	2011.07
≤1年 <sup>1</sup>	4.35	4.35	5.10	5.35	5.60	6.00	6.31	6.56
(1,5]年 <sup>2</sup>	4.75	4.75	5.50	5.75	6.00	6.40	6.65	6.90
>5年	4.90	4.90	5.65	5.90	6.15	6.55	6.80	7.05

数据来源：中国人民银行

总体来看，央行降息配合首套房认定标准的修订，在降低购房者月供负担的同时，也在一定程度上增强了住宅类商品房的交易预期，从而有助于开发商加速消化库存，缓解资金压力。然而，由于降息调整的动机源于房地产市场供过于求，因此住宅市场调整的趋势不会发生改变。根据目前市场情况看，一线城市的房价涨跌，其关键因素在于各城市的去库存状况和后续金融政策的变化，去库存较快的城市，其房价回升的速度也将相对较快。

2016年一季度，央行公开市场净投放约为1,200亿元，同期SLO净投放为1,050亿元，结构性工具(含SLF、MLF、PSL)合计投放2,395.9亿元。预计2016年全年，央行将在稳健的货币政策基础上，由稳健偏松向稳健偏中性过渡。同时，住建部在全国住房公积金管理会议中明确要提高资金使用效率，进一步降低门槛，增加公积金贷款额度，以刺激自住、改善性需求积极入市。预计通过多种的货币政策逐步宽松金融信贷组合效应，将推动房地产市场平稳发展。

<sup>1</sup> 2014年11月22日，中国人民银行宣布降息并简化合并存贷款基准利率的期限档次，将贷款基准利率简并为一年以内(含一年)、一至五年(含五年)和五年以上三个档次。以后不再公布六个月以内(含六个月)、六个月至一年(含一年)、一至三年(含三年)和三至五年(含五年)四个期限档次的贷款基准利率。2010年10月~2012年7月，一年以内(含一年)贷款基准利率取自调整前“六个月至一年(含一年)”的短期贷款基准利率。

<sup>2</sup> 2010年10月~2012年7月，“一至五年(含五年)”贷款基准利率取自调整前“三至五年(含五年)”的中长期贷款基准利率。



### **旅游业的发展和传统地产市场的饱和，为旅游地产的发展创造了机会；国内涉足旅游地产的企业众多，旅游地产产品层出不穷，市场竞争较为激烈**

随着人们生活水平的提高和生活方式及消费观念的转变，旅游业逐渐成为国民经济发展的重要产业。2009年起，政府出台多项政策，包括提高旅游业在国民经济发展中的地位，扶持细化旅游相关产业，为旅游企业创造有利的金融环境，为旅游涉房企业再融资提供机会等。加之近年来传统房地产市场逐渐饱和，大量房地产企业开始转向旅游地产。

旅游地产是有别于传统地产，融旅游、休闲、度假、居住为一体的置业项目，与传统地产相比，旅游地产的优势在于其是旅游业和房地产业的结合，其产品拥有更好的自然景观和建筑景观。我国旅游地产最早出现于20世纪80~90年代，起步相对较晚。随着城市房地产开发重心逐渐偏移，房地产市场进入新一轮整合过渡期，市场投资和消费模式逐渐转变，旅游交换平台逐步形成，使旅游地产业进入了新一轮发展时期。众多旅游地产已由过去的产权式酒店、分时度假逐步发展延伸，以健身、滑雪、旅游、休闲、娱乐、健康为主题的旅游房地产项目逐步兴起，旅游房地产的运作方式逐渐综合化、多元化。

国内目前涉足旅游地产的公司超过两百家，除了国外投资集团以及国内老牌的地产企业，如华侨城、宋城股份以外，中弘股份、万达地产、首创置业、海航地产、中信地产、万科、金地集团、招商地产、恒大集团、绿城、龙湖地产、雅居乐等都已经尝试或大举进入旅游地产的开发领域。旅游地产产品供给充足，市场竞争较为激烈。我国旅游地产区域集中性特征明显，其中在海南、西南、环渤海、长三角及两广地区的旅游地产项目占全国总数的80%以上。

中弘股份规划的旅游地产项目主要是以大盘形式出现的综合性旅游房地产开发项目，该类项目是一个大型的综合体，涉及业态较多，其包括一些娱乐设施如大型游乐园、高尔夫球场、滑雪场、五星级酒店、产权度假公寓等，还包括一些社区配套设施，如中小学、医疗中心、购物中心，是兼具第一居所和第二居所功能的大型休闲度假区。

旅游房地产项目在全国层出不穷，取得较大市场反响，但同时也应关注到，相对于住宅地产，旅游地产在中国发展尚不成熟，作为一个高投入、培育周期长的行业，其对资金链和专业化运作能力要求很高，公司以往没有旅游地产的成功开发经验，未来仍面临一定挑战。

### **北京市经济稳步增长；京津冀协同发展将为北京及其周边地区带来更大的可持续发展空间**

北京市综合经济实力保持在全国前列。2015年，北京市实现地区生产总值22,968.60亿元，同比增长6.9%；人均地区生产总值10.6万元，居于全国前列。

2015年4月30日召开的中共中央政治局会议审议通过了《京津冀

协同发展规划纲要》，据财政部测算，京津冀一体化未来6年需要投入42万亿元。2015年11月3日，新华社发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》（以下简称“《十三五规划》”），提出以区域发展总体战略为基础，以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设为引领，形成沿海沿江沿线经济带为主的纵向横向经济轴带。《京津冀协同发展规划纲要》的审议通过及《十三五规划》的公布，表明京津冀一体化进程提速，将进入政策落地期，将为京津冀地区的基础设施、房地产及生态环保等领域的诸多企业带来更广阔的发展空间。

## 经营与竞争

**房地产销售仍是公司主要的收入和利润来源；2015年，受达到结转条件项目较少影响，公司营业收入同比大幅下降，毛利率有所下降**

公司主要从事房地产开发业务，房产销售仍是收入和利润的主要来源。公司其他业务包括租赁收入、物业管理收入和取暖收入等，占公司营业收入和毛利润比重仍较小。

2015年，公司营业收入同比下降48.08%，主要是本年达到结转条件的项目较少所致。随着公司营业收入大幅下降，毛利润也大幅下降。

从毛利率来看，2015年公司毛利率水平有所下降，主要是由山由谷一期项目以自住型商品房为主，销售价格相对较低，同时拿地时间不长，拿地价格较高所致。

**表3 2013~2015年及2016年1~3月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2016年1~3月		2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.92	100.00	12.90	100.00	24.85	100.00	11.19	100.00
房地产业	2.33	79.79	12.09	93.72	23.81	95.81	10.35	92.50
其他	0.59	20.21	0.81	6.28	1.04	4.19	0.84	7.50
毛利润	1.11	100.00	4.93	100.00	11.40	100.00	6.35	100.00
房地产业	1.00	90.09	4.89	99.19	11.18	98.07	6.18	97.30
其他	0.11	9.91	0.04	0.81	0.22	1.93	0.17	2.70
毛利率	38.03		38.18		45.87		56.71	
房地产业	42.92		40.45		46.96		59.71	
其他	18.64		4.94		20.85		20.24	

数据来源：根据公司提供资料整理

2016年1~3月，公司实现营业收入2.92亿元，同比增加2.41亿元，主要是由山由谷项目结转销售大幅增加所致；毛利率为38.03%，同比提高43.93个百分点，主要是2015年一季度公司支付的供暖成本和水电成本较多导致亏损所致；净利润0.22亿元，同比增长109.64%，

主要是公司本年所得税费用为负所致。

**表 4 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司房地产项目销售结转情况（单位：亿元）**

项目名称	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
北京像素	0.30	-	9.57	7.07
非中心	-	-	11.73	0.15
西岸首府一期	0.09	0.71	2.51	3.13
由山由谷一期	1.93	6.68	-	-
夏各庄新城土地开发	-	4.70	-	-
<b>合计</b>	<b>2.33</b>	<b>12.09</b>	<b>23.81</b>	<b>10.35</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

综合来看，受新项目开工及存量项目销售情况影响，公司营业收入波动幅度仍较大。

**公司广泛收集土地出让、合作信息，积极探索获取土地资源的新模式；公司土地储备进一步增加，为房地产业务的持续发展奠定基础**

公司广泛收集土地出让、合作信息，加强市场调研，积极探索新形势下获取土地资源的新模式，通过合作开发、债务重组、并购、竞买等多种方式，降低拿地成本。在未来旅游地产开发中，公司主要利用政府能够给予的政策优势逐步进行地产项目开发及配套设施建设。

**表 5 截至 2016 年 3 月末公司土地储备情况**

地点	项目名称	土地位置	土地储备 <sup>3</sup> (万平方米)	土地价格 (亿元)	权益 (%)
北京	东区国际中弘大厦	北京市朝阳区	8.82	7.20	100.00
	御马坊度假城	北京市平谷区	52.35	4.05	100.00
	由山由谷二期	北京市平谷区	28.69	8.41	100.00
	由山由谷三期	北京市平谷区	12.47	3.16	100.00
海南	西岸首府二期	海口市长流起步区	25.64	0.59	100.00
吉林	东参	长白山	14.69	0.69	100.00
	漫江	长白山	7.52	0.98	100.00
	池北长白水镇	长白山	5.80	1.12	100.00
山东	中弘广场	济南市	53.98	15.60	100.00
	鹊山龙湖	济南市	42.61	2.55	100.00
浙江	安吉一期	安吉县	18.30	1.55	100.00
	法门寺影视基地	安吉县	6.04	0.75	100.00
<b>合计</b>			<b>276.91</b>	<b>46.66</b>	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2016 年 3 月末，公司土地储备建筑面积 276.91 万平方米，

<sup>3</sup> 公司土地储备数据为建筑面积。

主要集中在北京和山东。北京以御马坊度假城和由山由谷为主，两者合计为 93.51 万平方米。另外，公司在海口市的如意岛项目有填海形成的土地储备，建筑面积为 320.59 万平方米，根据《中华人民共和国海域使用管理法》、《关于海域使用权证换发国有土地使用权证有关问题的复函》（国土资厅函【2005】455 号）、《关于加强围填海造地管理有关问题的通知》（国土资发【2010】219 号）、《海南省人民政府关于海域使用权证换发国有土地使用权证有关问题的批复》等相关法律法规及规范性文件的规定，以及《海口市东海岸如意岛项目权益挂牌交易合同》中的约定，如意岛项目填海形成的土地可直接换发国有土地使用权证书，土地取得方式一栏注明为出让，海域取得成本和填海成本视为缴纳土地出让金，不再另行收取土地出让金。公司土地储备进一步增加，为公司房地产业务的持续发展奠定基础。

### 2015 年，公司开工面积大幅增加，同时剩余可销售项目货值较高，未来销售收入有望提升

2013 年，受国土部门土地挂牌节奏控制，公司开工面积较少，2015 年以来，随着公司由山由谷和御马坊等项目开工，开工面积大幅增加，未来销售收入有望提升。2015 年，公司主要竣工项目为由山由谷项目。由于公司达到结转条件的项目较少，2015 年结算收入大幅下降。

**表 6 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司房地产项目经营情况**

指标	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
开工面积（万 m <sup>2</sup> ）	48.13	82.94	30.24	-
竣工面积（万 m <sup>2</sup> ）	-	7.35	10.02	7.28
销售面积（万 m <sup>2</sup> ）	3.39	10.94	19.32	5.57
销售金额（亿元）	3.76	14.23	22.78	9.07
结算面积（万 m <sup>2</sup> ）	2.15	7.27	19.87	5.27
结算收入（亿元）	2.33	7.39	23.81	10.35
结算均价（元/平方米）	10,833	10,165	11,983	16,876

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2016 年 3 月末，公司剩余可销售项目主要为御马坊、由山由谷二期、鹊山龙湖和济南中弘广场等，剩余可销售项目货值较高。御马坊集合了美猴王主题公园、五洲艺术温室植物园、大型室内水上乐园、儿童科学博物馆、度假养老社区、会议中心、度假酒店、生态办公、购物广场、演艺剧场以及室内滑雪场等多元业态，集休闲娱乐、旅游游乐、运动健身、商务会议、度假养生等多种功能，引领一站式生活度假新时尚。由山由谷项目总规划建筑面积 200 多万平方米。该项目 5A 地块规划建筑面积 12.83 万平方米已于 2014 年末竣工销售，该地块以自住型商品房为主；5B 地块已通过竞拍取得，规划总建筑面积 20 多万平方米，目前处于建设阶段。截至 2016 年 3 月末，由山由谷总房源数 1,712 套，已认购 1,122 套，其中已签约 940 套。鹊山龙

湖项目总占地规模约为 450 万平方米，总建筑面积约为 410 万平方米，是集主题公园、学校医院、购物中心、酒店和居住区于一体的“新奇世界国际度假区”项目。目前该项目可售部分主要是洋房和小高层等，公司采取“前 7 后 8 全渠道销售”的销售模式。截至 2016 年 3 月末，鹊山龙湖总房源 1,491 套，已认购 1,056 套，其中已签约 241 套。济南中弘广场项目是公司于 2014 年通过司法竞拍获得，项目规划总建筑面积 50 多万平方米，是集商务办公、购物、休闲、娱乐、餐饮、文化、运动、教育等功能为一体的金融商业综合体，已完成资产过户并恢复开工建设。截至 2016 年 3 月末，该项目的 16#地已经在售，17#地处于建设阶段。

**表 7 截至 2016 年 3 月末公司主要剩余可销售项目情况**

项目	总面积（地上）	剩余可售面积（地上）	预计可实现总销售（含地下车库）
	（万平方米）	（万平方米）	（亿元）
由山由谷二期	18.59	9.11	14.58
御马坊	25.39	25.39	35.54
西岸首府一期	11.05	3.87	6.80
漫江	4.69	4.68	5.20
东参	1.63	1.50	1.22
池北长白小镇	2.74	2.74	2.81
中弘广场 16#	3.08	2.25	3.43
鹊山龙湖	20.72	17.92	10.43
安吉	3.58	3.50	3.60
<b>合计</b>	<b>91.47</b>	<b>70.96</b>	<b>83.62</b>

数据来源：根据公司提供资料整理

### 公司加大营销力度，打造“新奇世界”旅游地产品牌，并推出 O2O 联动式渠道商业模式，有利于提高公司产品去化率

为进一步推广公司旅游地产品牌，2014 年，公司打造了国内首家文化旅游产品品牌——新奇世界。该品牌定位于旅游度假、康体养生、文化创意等经营性物业的运营服务，以“全家新趣处”为品牌主张，以家庭型消费群体为主要目标客群，规划业态超过 15 种，将主题公园、度假酒店、文化剧场、民俗特色、高档商超、儿童乐园、康体养老社区等传统业态异域化贯通，并将不同主题的运动俱乐部、博览馆等创意产品跨产业整合。“新奇世界”品牌旨在通过多元化产品业态，为消费者提供全新的旅游、休闲、度假生活方式。2015 年，公司重点研发特色的管家服务式度假公寓产品。

此外，公司还推出 O2O 联动式创新型渠道商业模式，该模式分为线上电商（Online）和线下服务（Offline），线上电商平台主要用于开发商、分销伙伴、客户的信息交互，线下平台主要通过实体店和多

元化的商家联盟服务，提升销售效率和客户体验度。线上电商平台以“房否”电商平台为主，“房否”是公司下游分销商提供的销售全流程化管理的服务平台，在充分考虑了分销商在拓展客户、引导客户看房、促成客户成交签约过程中涉及的一系列问题，协助分销商轻松完成流程销售管理工作。线下服务平台以店、分销商和商家联盟共同组成线下平台体系。未来5年，公司计划在全国范围内旅游地产置业客户高产城市建设多个体验中心和营销网点，同时招募渠道分销商，并与优质的商家形成联盟关系，为客户和业主提供多元化、个性化的服务，满足其生活、休闲、度假等需求。公司不断加大营销力度，有利于提高公司产品去化率，但同时也应关注到，该种营销模式仍处于探索阶段，未来面临一定的管理与执行风险。

**公司未来将开发重点放在旅游地产和商业地产领域，并已基本形成较为合理的区域布局和产品结构；公司在建和未来规划项目需要较多未来投资支出，面临一定资金支出压力**

公司未来将开发重点放在旅游地产和商业地产领域，有多个项目已签订合作开发协议，包括御马坊项目、上影影视文化（安吉）产业园项目、山东鹊山龙湖项目、海南如意岛项目等。

**表8 截至2016年3月末公司在建及拟建项目情况<sup>4</sup>**

所在省市	项目名称	(预计) 开工日期	(预计) 竣工日期	(预计) 销售日期
北京	东区国际中弘大厦	2016年01月	2017年11月	2016年06月
	御马坊度假城	2015年09月	2017年12月	2016年04月
	由山由谷二期	2015年12月	2016年09月	2016年03月
	由山由谷三期	2016年08月	2017年12月	2017年02月
海南	西岸首府二期	2016年09月	2019年09月	2017年04月
	如意岛一期	2014年05月	2018年07月	2017年09月
	如意岛二期	2017年01月	2019年07月	2018年09月
吉林	东参一期	2014年10月	2017年12月	2014年12月
	漫江	2014年04月	2017年12月	2014年09月
	池北长白水镇	2016年01月	2017年03月	2016年01月
山东	中弘广场	2014年09月	2018年12月	2014年12月
	鹊山龙湖一期	2015年07月	2016年06月	2015年08月
浙江	安吉一期	2015年03月	2017年06月	2015年07月
	法门寺影视基地	2016年10月	2017年12月	-

数据来源：根据公司提供资料整理

公司旅游地产主要集中在北京市、海南省等地区，均为全国有名的旅游胜地，能有效利用当地已经搭建好的旅游产业链和基础设施，

<sup>4</sup> 在建项目统计以取得土地使用权为准，不包括存货中处于规划或一级开发阶段的项目。

为公司开发的度假项目节约营销和宣传成本的同时更易获得当地政府的支持。公司旅游地产项目主要分布在城市周边地区，开发具有吸引力的高端度假产品，这些项目区域布局和产品结构较为合理，具备较高的经济价值。

公司在建和未来规划项目需要较多投资支出，其中：如意岛旅游度假区、济南中弘广场和由山由谷项目预计总投资分别为126.64亿元、26.98亿元和21.11亿元，面临一定资金压力，公司将分期建设，采用滚动开发方式进行。

## 公司治理与管理

### **公司非公开发行股票完成，资本实力有所提升；公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本**

截至2016年3月末，公司注册资本为59.93亿元，控股股东为卓业集团，截至2016年4月末，卓业集团合计持有公司26.55%的股权，法人代表为王永红。卓业集团主要从事对非上市企业股权投资、通过认购非公开发行股票或者受让股权等方式持有上市公司股份以及相关咨询服务。王永红为卓业集团实际控制人，持有100%的股权，因此公司实际控制人为王永红。

2016年4月19日，公司非公开发行股票完成，新增股份1,382,978,722股，募集资金总额39.00亿元。2015年8月份以来，公司通过间接持有的境外全资子公司认购香港上市公司KEE公司和卓高国际、新加坡上市公司亚洲旅游的股票，并对美国NOVA公司增资。公司将依托国际化市场，充分吸收国际先进品牌管理经验，招徕高端品牌管理人才，提升竞争力。公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。

公司严格按照《公司法》、《证券法》和中国证监会、深圳证券交易所所有规定指引及公司章程等文件要求，建立了健全的法人治理结构，有完善的股东大会、董事会、监事会和管理层的独立运行机制；制定了相应的议事规则及工作制度，规范公司运作；董事会、监事会以及董事会下设的专门委员会均认真履行职责，确保了公司规范运作和健康发展。

公司未来仍将以房地产开发为主要经营业务，一方面加快销售型物业的开发，一方面以一定规模开发旅游地产，争取实现较快增长速度。公司还实施了A+3战略布局，进一步完善文旅产业链，使得轻资产国际化格局基本成型。其中，公司在战略上所规划的“A+3”概念为：一家A股上市公司外加三家境外上市公司。在实施过程中，在A股的是一家全面开发旅游地产的企业，属重资产公司；而三家境外上市企业属于轻资产公司，一家围绕互联网金融做物业营销，一家是在线旅

游上市公司，另一家是品牌运营管理公司。

2015年，宏观调控政策的有限松绑有利于房地产行业保持整体平稳发展，央行下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率有助于缓解公司资金成本压力。公司完成了2015年度非公开发行股票事宜，有效改善了资本结构。公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。截至2016年3月末，公司土地储备建筑面积276.91万平方米，海口市的如意岛项目有填海形成的土地储备建筑面积为320.59万平方米，充足的土地储备为公司后续发展提供有力支撑。但同时，公司未来规划中旅游地产占比较大，国内涉足旅游地产企业众多，旅游地产市场竞争较为激烈。公司在建和规划项目需要较多未来投资支出，面临的资金压力大。综合分析，公司抗风险能力很强。

## 财务分析

公司提供了2015年及2016年1~3月财务报表。亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2015年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司在2012年和2013年上半年发生了同一控制下的企业合并事项<sup>5</sup>，另外，公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年制定的《企业会计准则第39号——公允价值计量》、《企业会计准则第40号——合营安排》、《企业会计准则第41号——在其他主体中权益的披露》，和经修订的《企业会计准则第2号——长期股权投资》、《企业会计准则第9号——职工薪酬》、《企业会计准则第30号——财务报表列报》、《企业会计准则第33号——合并财务报表》，同时采用财政部于2014年修订的《企业会计准则第37号——金融工具列报》。由于会计政策变更，公司对2013年财务数据进行追溯调整。财务分析中2013年财务数据来自企业提供的经追溯调整后数据。公司2016年1~3月财务报表未经审计。

公司2015年报表的合并范围在2014年基础上增加45家，包括天津弘明景有限公司、天津弘明安有限公司和天津弘明意有限公司等。

<sup>5</sup> 公司于2012年4月26日收购中弘矿业公司100%股权，由于公司和中弘矿业公司同受卓业集团最终控制且该项控制非暂时的，故该项合并为同一控制下企业合并，自2012年6月起将其纳入合并财务报表范围。公司于2013年2月6日以2,500万元受让卓业集团持有的文昌物业公司100%股权，由于公司和文昌物业公司同受卓业集团最终控制且该项控制非暂时的，故该项合并为同一控制下企业合并，自2013年3月起将其纳入合并财务报表范围，文昌物业公司下属全资子公司九泓龙翔公司因上述股权转让事项，同时纳入合并财务报表范围。由于同一控制下企业合并，公司追溯调整了2010~2012年的合并资产负债表、合并利润表、合并现金流量表及合并所有者权益变动表。



### 资产质量

2015 年末，公司经营规模进一步扩大，资产规模进一步增加；公司存货继续增加，仍以开发成本为主，存货周转效率偏低；公司受限资产比例很高，对资产流动性产生较大的影响

2015 年末，随着公司经营规模的扩大，资产规模继续增长，其中仍以流动资产为主，资产构成较为稳定。

公司流动资产主要由存货、货币资金和预付款项等构成。2015 年末，以上三项资产在流动资产中占比为 97.48%。

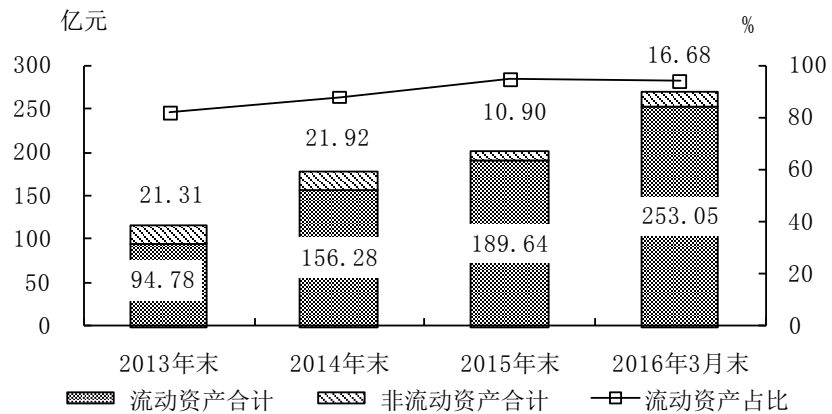


图 1 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司资产结构

2015 年末，公司存货进一步增加，为 138.00 亿元，同比增长 32.88%，其中开发成本和开发产品分别为 126.07 亿元和 11.92 亿元，主要是海南如意岛、由山由谷、御马坊和济南中弘广场等项目新增土地储备所致；公司存货中含有的借款费用资本化金额为 14.83 亿元。2015 年末，公司货币资金为 24.43 亿元，同比增长 22.77%，其中银行存款 24.19 亿元；公司预付款项为 22.44 亿元，同比大幅增长，主要是预付土地平整款、代垫征地款和预付土地款等；应收账款为 1.74 亿元，同比下降 91.00%，主要是公司收回北京像素和非中心项目的尾盘款所致。

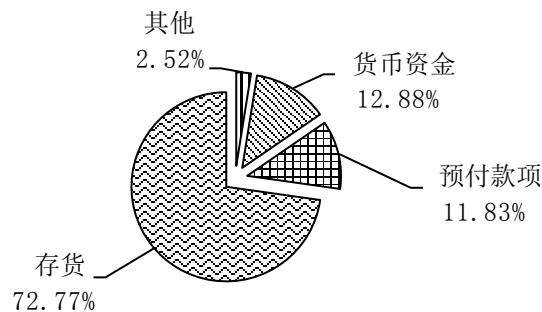


图 2 2015 年末公司流动资产构成情况

2016年3月末,公司存货为156.06亿元,较2015年末增长13.09%;货币资金为54.02亿元,较2015年末增加29.59亿元,主要是公司非公开发行股票所致;预付款项为35.49亿元,较2015年末增长58.18%,主要是公司预付的开发资金增加所致;应收账款为2.47亿元,较2015年末增长41.95%,主要是随着收入增加,公司应收账款有所增加。

公司非流动资产主要由固定资产、商誉和可供出售金融资产构成。2015年末,公司固定资产为3.87亿元,同比下降10.03%,主要是固定资产折旧所致;商誉为3.70亿元,同比增加3.61亿元,主要是2015年公司收购卓高国际合并成本大于所享有该公司净资产的差额所致;2015年末,公司可供出售金融资产为1.62亿元,同比增长8.14%,主要是对中信夹层(上海)投资中心(有限合伙)和对昆山歌斐鸿乾股权投资中心(有限合伙)的投资。

2016年3月末,公司固定资产为4.45亿元,较2015年末增长14.98%;商誉为8.82亿元,较2015年末增长138.61%,主要是公司收购KEE公司所致;可供出售金融资产为1.48亿元,较2015年末降低9.02%。

从资产受限情况看,截至2016年3月末,公司所有权受限制的资产账面价值合计136.22亿元,占期末公司总资产的50.50%,占期末净资产的138.50%,包括受限货币资金1.63亿元;用于借款抵押的存货109.28亿元、固定资产3.61亿元、投资性房地产0.52亿元以及可供出售金融资产1.00亿元。此外,公司以所持子公司股权20.20亿元作为质押获得部分质押借款。整体来看,公司受限资产比例很高,对资产流动性产生较大的影响。

2013~2015年,公司存货周转天数分别为3,985.85天、2,270.14天和5,458.68天,存货周转效率有所波动,与同行业相比周转效率很低<sup>6</sup>,主要是公司土地储备增长较快而项目未到结转期所致;同期,应收账款周转天数分别为38.82天、141.19天<sup>7</sup>和293.80天,应收账款周转效率不断下降。2016年1~3月,公司存货周转天数为7,313.25天,应收账款周转天数为64.85天,存货周转效率持续下降,应收账款周转效率均大幅提升。

截至2016年3月末,卓业集团持有公司股份1,591,183,865股,所持有公司股份累计被质押1,580,995,174股。

综合分析,公司资产规模不断扩大,资产结构比较稳定;公司存货周转天数和应收账款周转天数均有明显波动。

<sup>6</sup> Wind资讯:2013~2015年,房地产开发业的存货周转天数平均值分别为600.00天、600.00天和720.00天

<sup>7</sup> Wind资讯:2013~2015年,房地产开发业的应收账款周转天数平均值分别为47.37天、60.00天和72.00天。

### 资本结构

2015 年末，公司负债规模大幅上升；公司总有息债务进一步增加，面临较大的偿债压力；2016 年一季度，公司通过非公开发行股票方式，提升了资本实力

2015 年末，公司新增开发项目的增加带来较高的资本需求，进而导致公司负债大幅增加。

公司流动负债主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、其他流动负债、其他应付款、应付账款和预收账款等构成，2015 年末以上六项在流动负债中占比 91.79%。

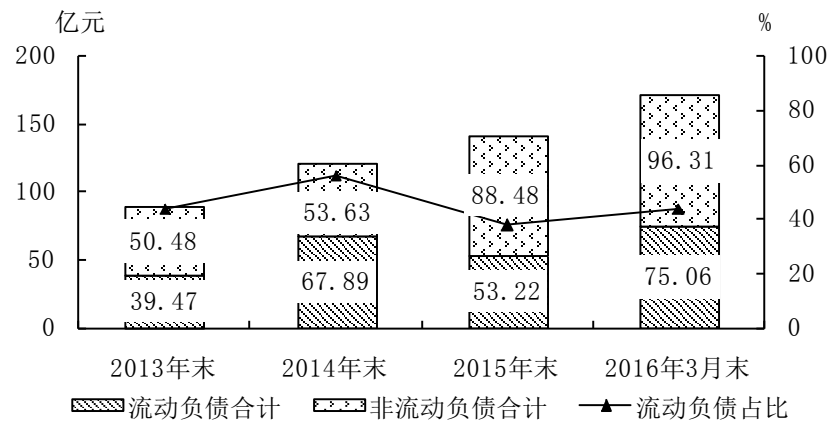


图 3 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司负债情况

2015 年末，公司短期借款为 17.01 亿元，包括质押借款 9.26 亿元、抵押借款 3.75 亿元和信用借款 4.00 亿元，同比增加 12.02 亿元，主要是公司项目建设需求导致借款增加；一年内到期的非流动负债为 11.64 亿元，同比下降 74.02%，主要是公司已偿还一年内到期的长期借款所致；其他流动负债为 7.77 亿元，同比下降 18.95%，主要是公司预提土地增值税减少所致；其他应付款为 6.08 亿元，同比增加 5.18 亿元，主要是新增往来款项 4 亿元和保证金 1.55 亿元所致，其中往来款项主要包括与吉林省长白山开发建设（集团）有限责任公司的往来款 0.60 亿元、与曹文浩往来款 0.60 亿元、与顾静琦往来款 0.60 亿元和与景洪市重点工程征地中心往来款 0.42 亿元等；应付账款为 4.32 亿元，同比增长 1.29%；预收账款为 2.04 亿元，同比增加 1.86 亿元，主要是新增预收售房款 1.76 亿元所致。

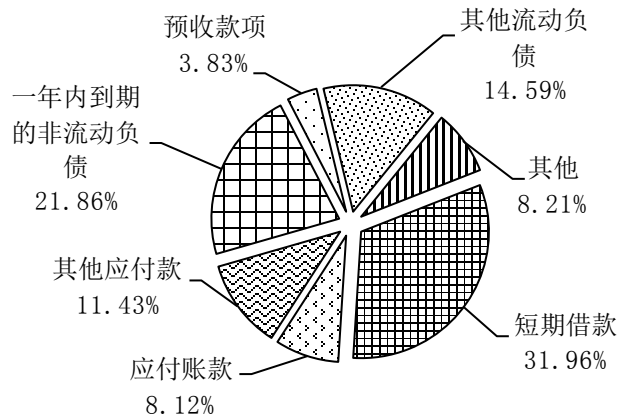


图4 2015年末公司流动负债构成情况

2016年3月末，公司短期借款为25.25亿元，较2015年末增长48.44%，主要是公司增加借款用于项目建设并补充一定的流动资金；一年内到期的非流动负债为21.78亿元，较2015年末增长87.16%，主要是一年内到期的长期借款转入所致；其他流动负债为7.80亿元，较2015年末基本持平；其他应付款为9.88亿元，较2015年末增长62.40%，主要是公司新增往来款2.47亿元和押金及保证金0.80亿元；应付账款为3.28亿元，较2015年末下降24.07%，主要是公司结算部分工程款和材料款所致。

公司非流动负债包括长期借款和应付债券。2015年末，公司长期借款为79.04亿元，包括质押借款45.40亿元和抵押借款33.64亿元，同比增长47.38%，主要是公司项目陆续进入开发建设阶段，对资金的需求上升所致；应付债券为9.43亿元，同比大幅增加，主要是公司发行“14中弘债”所致。2016年3月末，公司长期借款为79.37亿元，较2015年末基本持平；应付债券为16.94亿元，较2015年末增长79.58%，主要是公司于2016年一季度发行“16中弘01”和“16弘债01”所致。

2013年以来，受项目开发进度影响，公司总有息债务金额逐年上升，以长期有息债务为主。2016年3月末，公司总有息债务为143.35亿元，占总负债比重较高，面临较大偿债压力。

表9 2013~2015年末及2016年3月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016年3月末	2015年末	2014年末	2013年末
短期有息债务	47.04	28.74	49.77	18.86
长期有息债务	96.31	88.48	53.63	50.48
<b>总有息债务</b>	<b>143.35</b>	<b>117.22</b>	<b>103.40</b>	<b>69.34</b>
总有息债务占总负债比重	83.65	82.72	85.09	77.09

从债务期限结构来看，截至2016年3月末，公司债务主要集中在三年以内，未来1~3年偿付压力较大。

**表 10 截至 2016 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	47.04	46.05	33.44	4.38	2.50	10.00	143.40 <sup>8</sup>
占比	32.80	32.11	23.32	3.06	1.74	6.97	100.00

从未来一年内分季度债务期限结构看，公司 2016 年第四季度到期债务占比较大。

**表 11 截至 2016 年 3 月末公司未来一年内到期有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	小计	占比
2016 年第二季度	0.00	0.01	1.11	1.12	2.39
2016 年第三季度	12.00	0.00	0.44	12.44	26.45
2016 年第四季度	12.25	0.00	1.92	14.17	30.11
2017 年第一季度	1.00	0.00	18.31	19.31	41.05
合计	25.25	0.01	21.78	47.04	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2015 年末，公司资产负债率有所上升，2016 年 3 月末，由于公司非公开发行股票事项完成，资产负债率大幅下降；同期，公司流动比率和速动比率大幅上升。

**表 12 2013~2015 年末及 2016 年 3 月末公司部分财务指标**

指标	2016 年 3 月末	2015 年末	2014 年末	2013 年末
资产负债率（%）	63.54	70.66	68.19	77.48
债务资本比率（%）	59.31	66.58	64.59	72.62
长期资产适合率（%）	1,167.36	1,351.45	503.27	359.51
流动比率（倍）	3.37	3.56	2.30	2.40
速动比率（倍）	1.29	0.97	0.77	0.73

2015 年末，公司所有者权益为 58.84 亿元，同比增长 3.82%，主要来源于未分配利润的增加。2016 年 3 月末，公司所有者权益为 98.35 亿元，较 2015 年末增长 67.14%，主要是公司非公开发行股票，募集资金净额 38.78 亿元所致。

截至 2016 年 3 月末，公司无对外担保。

综合分析，2015 年末，公司负债规模大幅上升，公司总有息债务进一步增加，面临较大的偿债压力，2016 年一季度，公司通过非公开发行股票方式，提升了资本实力。

<sup>8</sup> 2016 年 3 月末的总有息债务 143.35 亿元与有息债务期限结构 143.40 亿元有所不同，是因为应付债券的还款按照发行金额来计算，但是财务报表中计算按照募集资金净值+溢折价摊销来计算债券期末余额，由于溢折价摊销存在于整个债券存续期内，本期摊销的数值比需要摊销的总数值要小。

## 盈利能力

2015年，受达到结转条件项目较少影响，公司营业收入大幅下降，总资产报酬率和净资产收益率均有所下降；公司期间费用占营业收入比重很高，费用控制能力有待进一步提升

2015年，公司营业收入为12.90亿元，同比大幅下降，主要是本年达到结转条件的项目较少所致，公司对单一项目依赖程度偏高。同期，公司毛利率持续下降，主要是由山由谷一期项目以自住型商品房为主，销售价格相对较低，同时拿地时间不长，拿地价格较高所致。

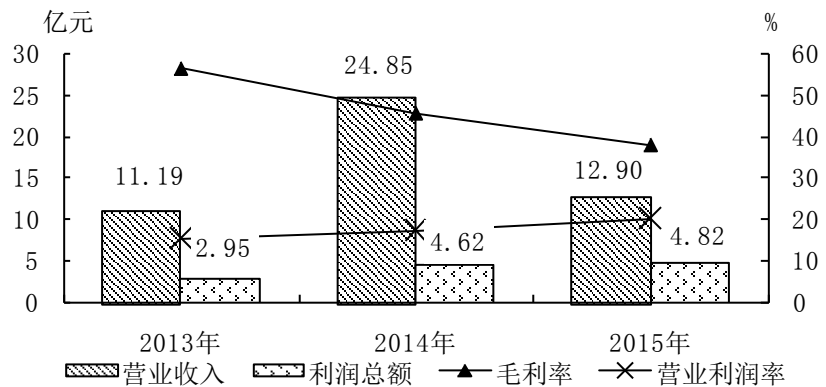


图5 2013~2015年公司收入和盈利情况

2015年，公司期间费用为7.35亿元，同比增长52.72%，占营业收入比重为56.92%。2015年，公司销售费用为2.47亿元，同比增长75.84%，主要是公司为加快项目销售，大幅增加销售人员所致。同期，公司管理费用为4.23亿元，同比增长52.50%，主要是公司收购境外子公司，导致办公费用及高管薪酬增加所致。公司期间费用占比很高，公司费用控制能力有待提高。

表13 2013~2015年及2016年1~3月公司期间费用占比情况（单位：亿元、%）

项目	2016年1~3月		2015年		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	0.24	8.15	2.47	19.11	1.40	5.64	0.45	3.98
管理费用	0.82	27.94	4.23	32.79	2.77	11.16	1.95	17.41
财务费用	0.08	2.66	0.65	5.02	0.63	2.55	1.87	16.73
期间费用合计	1.14	38.75	7.35	56.92	4.80	19.35	4.27	38.12

2015年，公司资产减值损失为-1.08亿元，主要是公司计提的应收账款坏账准备转回所致；投资收益为4.67亿元，同比大幅增长，主要是公司出售所持安源煤业集团股份有限公司股票所致。

2015年，公司营业外收入为2.25亿元，主要是公司收到北京市平谷马坊物流基地管理委员会财政奖励所致。2015年，公司利润总额同

比增长 4.38%，净利润同比下降 0.64%。

2015 年，公司总资产报酬率为 2.78%，净资产收益率为 4.97%，均继续下降。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.92 亿元，同比增加 2.41 亿元，主要是由山由谷项目结转销售大幅增加所致；毛利率为 38.03%，同比提高 43.93 个百分点，主要是 2015 年一季度公司支付的供暖成本和水电成本较多导致亏损所致；销售费用为 0.24 亿元，同比上升 7.22%；管理费用为 0.82 亿元，同比下降 2.63%；财务费用 0.08 亿元，同比增长 93.47%，主要是公司借款大幅上升所致；资产减值损失为 -0.46 亿元；利润总额为 0.21 亿元，同比下降 49.97%；实现净利润 0.22 亿元，同比增长 109.64%，主要是公司本年所得税费用为负所致。

综合来看，2015 年，公司营业收入大幅下降，总资产报酬率和净资产收益率均有所下降，公司期间费用占营业收入比重较高，费用控制能力有待进一步提升。

## 现金流

### 2015 年以来，公司经营性现金流仍为净流出状态，不利于对债务和利息的保障

2015 年，公司经营性现金流净流出量有所减少，但仍为负值，主要是公司收回北京像素和非中心项目款所致；投资性净现金流为 6.85 亿元，同比大幅增加，主要是公司投资收益大幅增加所致；筹资性净现金流大幅下降，主要是公司调整债务结构，偿还部分借款所致。

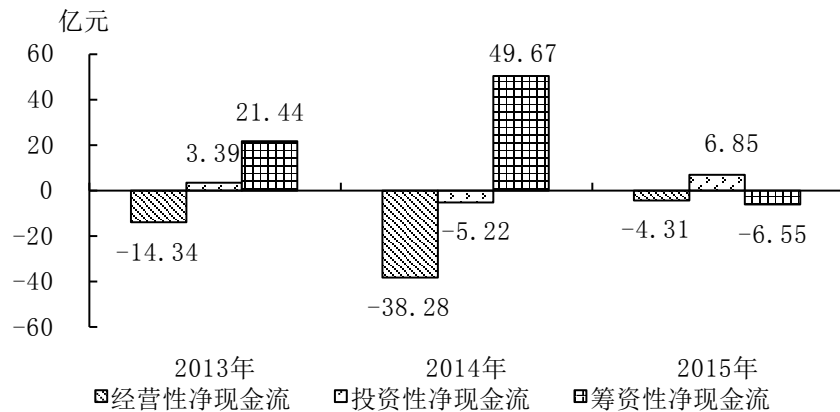


图 6 2013~2015 年公司现金流情况

2016 年 1~3 月，公司经营性净现金流为 -17.11 亿元，保持净流出状态，主要是公司在建项目较多，支付开发成本较多所致；投资性净现金流为 -6.60 亿元，转为净流出状态，主要是公司本期投资收到的现金较少所致；筹资性净现金流为 60.15 亿元，主要是公司完成非公开发行股票，发行两期公司债券，同时增加融资所致。

**表 14 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月公司主要债务保障指标情况**

项目	2016 年 1~3 月	2015 年	2014 年	2013 年
经营性净现金流/流动负债 (%)	-26.67	-7.12	-71.31	-39.39
经营性净现金流/总负债 (%)	-10.93	-3.28	-36.20	-18.97
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-3.35	-0.28	-3.05	-2.09
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.07	0.35	0.42	0.71
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.37	0.44	0.73

公司经营性净现金流对债务和利息的保障倍数持续为负，不利于对债务和利息提供保障。2015 年以来，公司 EBIT 利息保障倍数和 EBITDA 利息保障倍数持续下降。

综合来看，2015 年，公司经营性现金流仍为净流出状态，公司经营性净现金流对债务和利息的保障倍数持续为负，不利于对债务和利息的保障。

### 偿债能力

2013~2015 年，公司毛利率持续下降。2016 年 3 月末，公司所有权受限制的资产账面价值合计 136.22 亿元，占期末公司总资产的 50.50%，占期末净资产的 138.50%，受限资产比例很高，对资产流动性产生较大的影响；公司总有息债务逐年上升，占总负债比重较高，面临较大的偿债压力。2015 年，公司经营性净现金流对债务和利息的保障倍数持续为负，对债务的保障能力较弱。公司土地储备较为丰富，仍能够为公司未来房地产业务的持续发展奠定基础。综合分析，公司仍具有很强的债务偿还能力。

### 债务履约情况

根据公司提供由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2016 年 5 月 6 日，《企业信用报告》显示公司本部存在未结清不良贷款 9 笔合计 6,918.10 万元，欠息信息 2 笔合计 8,227 万元，垫款信息 60 笔合计 2,892 万元，已结清不良贷款 29 笔，已结清关注贷款 5 笔，该信息为重组前上市公司 ST 科苑的遗留问题。2009 年公司资产重组时，上述信息情况已经终止，并在重组相关文件中披露。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的“14 中弘债”尚未到还本日，到期利息均已按期支付，“16 中弘 01”、“16 弘债 01”尚未到还本付息日。

### 结论

随着我国人均 GDP 和休闲时间的增加，休闲度假需求正逐渐增加，公司未来将在加快销售型物业开发的同时，一定规模开发旅游地产，目前已基本形成区域布局和产品结构合理的战略规划；公司积极探索获取土地资源的新模式，拿地成本较低，后续开发中与政府相关部门

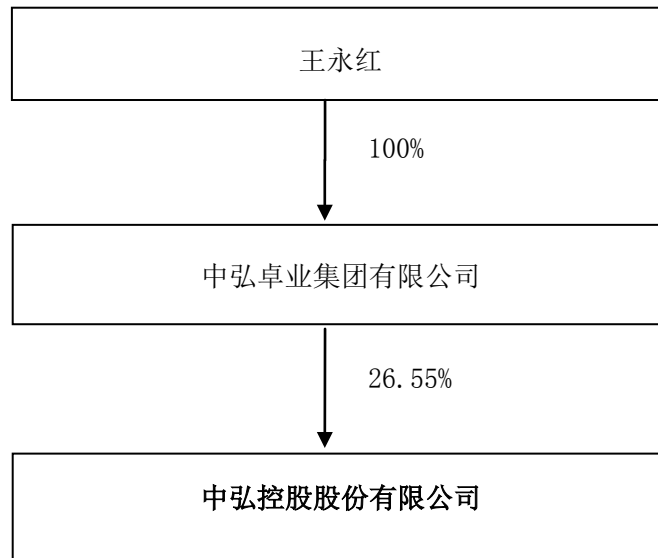




合作，利用政府能够给予的政策优惠，降低拿地成本，提高公司毛利率；公司非公开发行股票完成，有效改善资本结构，资本实力有所提升；公司近期不断认购海外上市公司的股权，未来将有利于公司拓宽融资渠道并降低融资成本。同时，公司经营性净现金流持续净流出，不利于对债务和利息的保障。预计未来1~2年，公司仍将以房地产开发为主业，随着各大项目陆续开竣工及销售，公司房地产开发业务将保持发展。

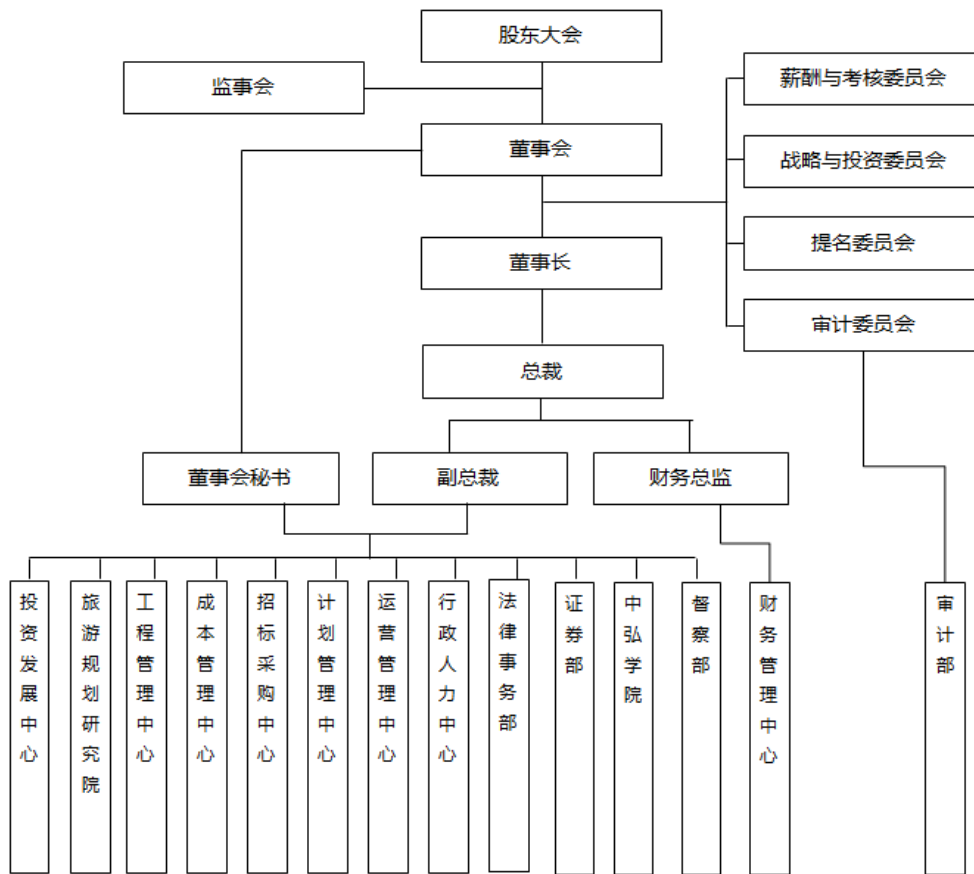
综合分析，大公对公司“14中弘债”、“16中弘01”、“16弘债01”信用等级维持AA，主体信用等级维持AA，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2016 年 4 月末中弘控股股份有限公司股权结构图<sup>9</sup>



<sup>9</sup> 由于公司非公开发行股票 1,382,978,722 股于 2016 年 4 月 19 日上市,故本股权结构图采用截至 2016 年 4 月末数据。

附件 2 截至 2016 年 3 月末中弘控股股份有限公司组织结构图





附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标<sup>10</sup>

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
资产类				
货币资金	540,160	244,282	198,975	137,927
应收账款	24,686	17,390	193,183	1,736
预付款项	354,925	224,380	103,739	136,268
其他应收款	42,513	27,222	27,549	11,441
存货	1,560,636	1,379,957	1,038,516	658,010
流动资产合计	2,530,513	1,896,450	1,562,809	947,811
可供出售金融资产	14,758	16,221	15,000	15,000
长期股权投资	5,520	5,533	110,815	118,200
固定资产	44,497	38,700	43,013	50,254
商誉	88,187	36,959	811	811
其他非流动资产	1,700	1,700	45,670	17,470
非流动资产合计	166,756	109,009	219,180	213,130
总资产	2,697,268	2,005,459	1,781,990	1,160,940
占资产总额比 (%)				
货币资金	20.03	12.18	11.17	11.88
应收账款	0.92	0.87	10.84	0.15
预付款项	13.16	11.19	5.82	11.74
其他应收款	1.58	1.36	1.55	0.99
存货	57.86	68.81	58.28	56.68
流动资产合计	93.82	94.56	87.70	81.64
可供出售金融资产	0.55	0.81	0.84	1.29
长期股权投资	0.20	0.28	6.22	10.18
固定资产	1.65	1.93	2.41	4.33
商誉	3.27	1.84	0.05	0.07
其他非流动资产	0.06	0.08	2.56	1.50
非流动资产合计	6.18	5.44	12.30	18.36

<sup>10</sup> 财务分析中 2013 年财务数据来自企业提供的经追溯调整后数据。

**附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标（续表 1）**

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
<b>负债类</b>				
短期借款	252,499	170,101	49,900	133,600
应付账款	32,817	43,223	42,674	65,878
应付利息	22,475	19,075	9,084	8,018
其他应付款	98,765	60,814	9,032	13,013
一年内到期的非流动负债	217,768	116,355	447,829	55,000
其他流动负债	78,020	77,681	95,848	99,514
流动负债合计	750,630	532,250	678,927	394,714
长期借款	793,686	790,420	536,300	504,837
应付债券	169,430	94,349	0	0
非流动负债合计	963,116	884,770	536,300	504,837
负债合计	1,713,746	1,417,019	1,215,227	899,551
<b>占负债总额比 (%)</b>				
短期借款	14.73	12.00	4.11	14.85
应付账款	1.91	3.05	3.51	7.32
应付利息	1.31	1.35	0.75	0.89
其他应付款	5.76	4.29	0.74	1.45
一年内到期的非流动负债	12.71	8.21	36.85	6.11
其他流动负债	4.55	5.48	7.89	11.06
流动负债合计	43.80	37.56	55.87	43.88
长期借款	46.31	55.78	44.13	56.12
应付债券	9.89	6.66	0.00	0.00
非流动负债合计	56.20	62.44	44.13	56.12
<b>权益类</b>				
股本	599,329	461,031	288,144	192,298
资本公积	275,291	25,802	200,089	0
盈余公积	9,066	9,066	9,066	9,066
未分配利润	90,470	89,700	64,171	36,017
归属于母公司所有者权益	974,005	584,937	561,471	237,381
少数股东权益	9,518	3,502	5,291	24,008
所有者权益合计	983,522	588,440	566,763	261,389

**附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标（续表 2）**

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
损益类				
营业收入	29,199	129,012	248,498	111,939
营业成本	18,094	79,749	134,518	48,460
营业税金及附加	2,217	7,135	14,745	7,944
销售费用	2,380	24,652	14,019	4,453
管理费用	8,158	42,305	27,741	19,487
财务费用	776	6,480	6,325	18,722
资产减值损失	-4,629	-10,829	13,204	-2,548
投资收益	-4	46,740	5,295	2,122
营业利润	2,200	26,261	43,240	17,543
营业外收支净额	-70	21,984	2,978	11,955
利润总额	2,130	48,245	46,219	29,498
所得税	-26	18,995	16,781	8,426
净利润	2,156	29,250	29,437	21,072
归属于母公司所有者的净利润	770	28,699	29,138	21,866
少数股东损益	1,386	551	299	-794
占营业收入比 (%)				
营业成本	61.97	61.82	54.13	43.29
营业税金及附加	7.59	5.53	5.93	7.10
销售费用	8.15	19.11	5.64	3.98
管理费用	27.94	32.79	11.16	17.41
财务费用	2.66	5.02	2.55	16.73
资产减值损失	-15.85	-8.39	5.31	-2.28
投资收益	-0.01	36.23	2.13	1.90
营业利润	7.54	20.36	17.40	15.67
营业外收支净额	-0.24	17.04	1.20	10.68
利润总额	7.30	37.40	18.60	26.35
所得税	-0.09	14.72	6.75	7.53
净利润	7.38	22.67	11.85	18.82
归属于母公司所有者的净利润	2.64	22.24	11.73	19.53
少数股东损益	4.75	0.43	0.12	-0.71

**附件 3 中弘控股股份有限公司主要财务指标（续表 3）**

单位：万元

年 份	2016 年 3 月 (未经审计)	2015 年	2014 年	2013 年
<b>现金流类</b>				
经营活动产生的现金流量净额	-171,095	-43,125	-382,780	-143,362
投资活动产生的现金流量净额	-65,999	68,549	-52,166	33,896
筹资活动产生的现金流量净额	601,532	-65,511	496,717	214,356
<b>财务指标</b>				
EBIT	3,523	55,789	52,850	48,484
EBITDA	-	58,581	55,662	50,192
总有息负债	1,433,503	1,172,165	1,034,029	693,437
毛利率 (%)	38.03	38.18	45.87	56.71
营业利润率 (%)	7.54	20.36	17.40	15.67
总资产报酬率 (%)	0.13	2.78	2.97	4.18
净资产收益率 (%)	0.22	4.97	5.19	8.06
资产负债率 (%)	63.54	70.66	68.19	77.48
债务资本比率 (%)	59.31	66.58	64.59	72.62
长期资产适合率 (%)	1,167.36	1,351.45	503.27	359.51
流动比率 (倍)	3.37	3.56	2.30	2.40
速动比率 (倍)	1.29	0.97	0.77	0.73
保守速动比率 (倍)	0.72	0.46	0.29	0.35
存货周转天数 (天)	7,313.25	5,458.68	2,270.14	3,985.85
应收账款周转天数 (天)	64.85	293.80	141.19	38.82
经营性净现金流/流动负债 (%)	-26.67	-7.12	-71.31	-39.39
经营性净现金流/总负债 (%)	-10.93	-3.28	-36.20	-18.97
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-3.35	-0.28	-3.05	-2.09
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.07	0.35	0.42	0.71
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.37	0.44	0.73
现金比率 (%)	72.42	45.90	29.31	34.94
现金回笼率 (%)	122.94	260.71	18.25	123.40
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

## 附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) =  $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) =  $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) =  $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) =  $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) =  $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) =  $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) =  $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 =  $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 =  $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 =  $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) =  $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数<sup>11</sup> =  $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数<sup>12</sup> =  $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) =  $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) =  $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

---

<sup>11</sup> 一季度取 90 天。

<sup>12</sup> 一季度取 90 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

## 附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

**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，有较高违约风险。

**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。

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。

### 大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。