

信用等级通知书

联合评字[2015]600号

中国国际贸易中心股份有限公司：

受贵公司委托，联合信用评级有限公司对贵公司及贵公司拟发行的 2014 年公司债券（第二期）的信用状况进行了综合分析和评估，经本公司信用评级委员会审定，贵公司企业主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；贵公司拟发行的 2014 年公司债券（第二期）信用等级为 AA+。

特此通知

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十月十九日

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.unitedratings.com.cn>

信用等级公告

联合[2015]600号

中国国际贸易中心股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中国国际贸易中心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（第二期）进行综合分析和评估，确定：

中国国际贸易中心股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中国国际贸易中心股份有限公司拟发行的 2014 年公司债券（第二期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年十月二十九日

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.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）与中国国际贸易中心股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与中国国际贸易中心股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估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，未因中国国际贸易中心股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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国国际贸易中心股份有限公司提供，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。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

中国国际贸易中心股份有限公司

2014年公司债券（第二期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过9亿元

本期发行规模：4亿元

债券期限：3年

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2015年10月29日

财务数据

项目	2012年	2013年	2014年	2015年6月
资产总额(亿元)	93.71	93.21	97.06	98.30
所有者权益(亿元)	46.96	48.60	52.25	53.29
长期债务(亿元)	38.26	36.00	25.96	24.97
全部债务(亿元)	38.26	36.00	35.96	34.98
营业收入(亿元)	19.80	20.50	22.34	10.95
净利润(亿元)	3.83	3.26	5.37	3.05
EBITDA(亿元)	10.93	9.77	12.04	--
经营性净现金流(亿元)	9.80	10.97	10.89	5.67
经营活动流入量(亿元)	20.58	21.78	23.29	11.59
营业利润率(%)	41.43	42.61	44.07	46.80
净资产收益率(%)	8.39	6.82	10.65	5.79
资产负债率(%)	49.89	47.86	46.16	45.79
全部债务资本化比率(%)	44.90	42.55	40.76	39.63
流动比率	0.78	0.73	0.52	0.43
EBITDA全部债务比	0.29	0.27	0.33	--
EBITDA利息倍数(倍)	4.59	4.54	5.89	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.73	2.44	3.01	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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。

②本报告中数据如无特别说明均为合并口径。

③2015年上半年数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”或“中国国贸”）的评级反映了公司作为一家国际知名的大规模综合性高档商业物业服务企业，在行业地位、经营实力、品牌知名度、区域环境等方面的优势，北京市商业地产景气度较高，公司自有物业资产规模较大，位置优越，存在较大的升值潜力，公司物业租金水平不断提升、出租率维持在较高水平等因素也对公司经营发展带来积极影响。同时，联合评级也关注到，房地产行业受政策调控影响，未来市场需求存在一定的不确定性；公司自有物业建设规模不断扩张，未来有一定的资本支出压力等可能对公司信用水平带来的不利影响。

目前，国贸三期A阶段已实现正常运转，国贸三期B阶段正处于建设期，预计建成后，将进一步扩大公司的经营规模，公司在北京中央商务区（CBD）核心区域的整体竞争实力也将得以提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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付的风险很小。

优势

1. 近年来北京市经济发展态势良好，商业地产市场景气度较高，公司业务开展面临较好的外部环境。

2. 公司自有物业处于北京市中央商务区的核心地段，地理位置优越，作为地标性建筑市场知名度较高，随着周边商业配套的不断完善，升值潜力较大。

3. 公司资产规模较大，资产质量良好，国贸一期及国贸二期等物业资产投建运营时间较早，资产增值幅度较大。

4. 近年来，公司各类业务发展态势良好，租金收益保持增长，出租率处于较高水平，整体竞争实力稳步提升。

关注

1. 商业地产受房地产市场调控的影响较小，但近年来公司写字楼租金增速放缓，未来市场需求存在一定不确定性。

2. 公司投资建设规模较大，随着国贸三期 B 阶段的投入，有一定的资本支出压力。

3. 公司持有的商业地产以高层建筑为主，安全风险值得关注。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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）与中国国际贸易中心股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与中国国际贸易中心股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估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，未因中国国际贸易中心股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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国国际贸易中心股份有限公司提供，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。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

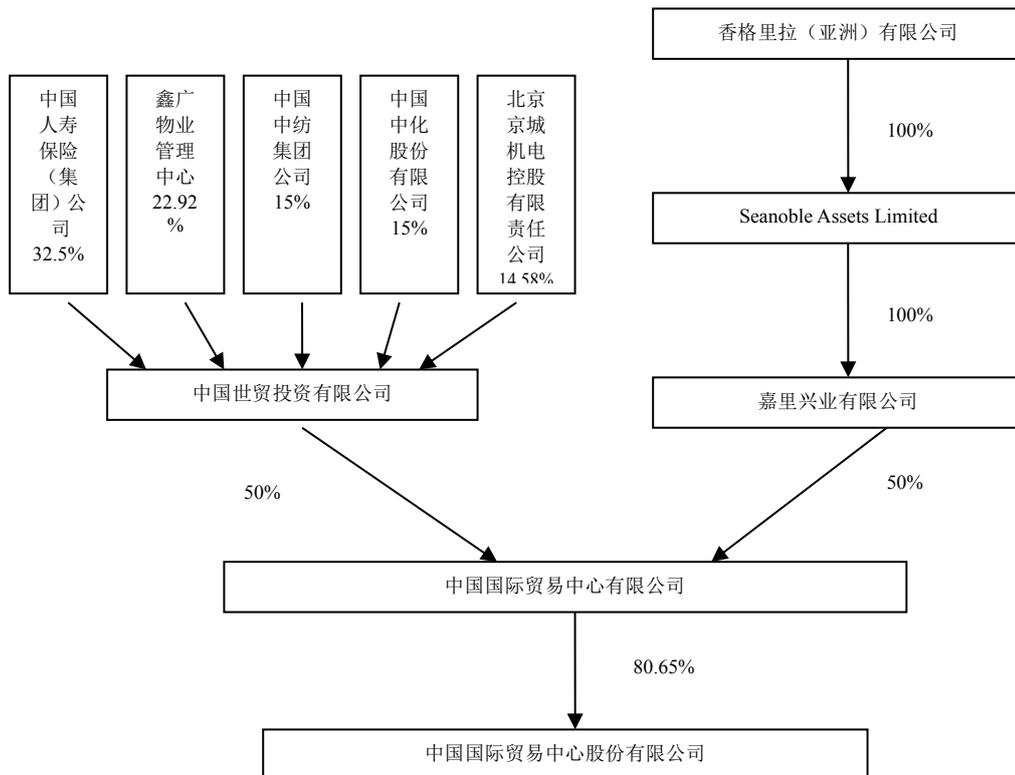


联合信用评级有限公司

一、主体概况

中国国际贸易中心股份有限公司（以下简称“公司”或“中国国贸”）是经原国家体改委体改生【1997】第161号文批准，由中国国际贸易中心有限公司（以下简称“国贸有限公司”）独家发起设立的股份有限公司。经中国证券监督管理委员会批准，公司于1999年1月向社会公众发行股票，并于1999年3月在上海证券交易所上市交易，股票简称“中国国贸”，股票代码“600007”。2006年4月，公司完成股权分置改革，并于2006年10月向国贸有限公司完成了非公开发行股票。截至2015年6月底，公司总股本为10.07亿元，控股股东国贸有限公司持股比例为80.65%，公司实际控制人为中国世贸投资有限公司和嘉里兴业有限公司。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2015年6月底公司股权结构和实际控制关系图



资料来源：公司提供

公司主要从事商务服务设施的投资、经营和管理，包括高档甲级写字楼、商城、公寓等设施的出租及管理，高档酒店经营，大型展览及配套服务、停车设施服务等。

截至2015年6月底，公司设有审计部、工程部、财务部、人事行政管理部、写字楼部、公寓部、商城部、物业部等10余个职能部门（附件1），下设控股子公司2家（国贸物业酒店管理有限公司和北京国贸国际会展有限公司），联营企业1家（北京时代网星科技有限公司）。截至2015年6月底，公司本部及主要子公司员工总数2,184人。

截至2014年底，公司合并资产总计97.06亿元，公司负债总计44.80亿元，所有者权益合计52.25亿元（含少数股东权益）；2014年，公司实现营业收入22.34亿元，实现净利润5.37亿元；2014年，公司经营活动产生的现金流量净额10.89亿元，现金及现金等价物净增加额3.66亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总计98.30亿元，公司负债总计45.01亿元，所有者权益

合计 53.29 亿元（含少数股东权益）；2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 10.95 亿元，实现净利润 3.05 亿元；2015 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额 5.67 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.17 亿元。

公司注册地址：北京市建国门外大街 1 号；法定代表人：洪敬南。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“中国国际贸易中心股份有限公司 2014 年公司债券（第二期）”，本次债券发行规模为 9 亿元，其中第一期 5 亿元已于 2014 年 8 月 22 日完成发行，并于 2014 年 9 月 4 日在上交所挂牌交易；本期债券发行规模 4 亿元，本期债券期限为 3 年。本期债券采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式发行。本期债券为固定利率债券，票面利率将根据发行时网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集的资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。

三、行业分析

公司主要从事商务服务设施的投资、经营与管理，其中以写字楼为主的物业租赁收入占公司主营业务收入比重较高，属于房地产行业，同时属于房地产行业细分行业中的商业地产行业，受房地产行业整体运行情况、行业政策影响较大。公司业务主要分布在北京市内，受北京市商业租赁市场整体环境影响也较大。

1. 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。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地

产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，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。随着危机的深化，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，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。受2011年行业低迷影响，2012年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16.2%，增速较2011年放缓11.7个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度明显回升，2013年全国房地产开发投资86,013亿元，同比增长19.8%，增速较2012年提高3.6个百分点。2014年以来，中国经济增长继续放缓，中国房地产行业也进入一个调整期，尤其是在上半年整体市场都面临较大的压力。下半年开始，随着政府对市场流动性的注入以及大部分城市限购政策的取消，需求的回升使得房地产市场保持了稳定增长，但增速放缓。从国家统计局发布的数据来看，2014年，全国房地产开发投资95,036亿元，比上年名义增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），比2013年回落9.3个百分点。

2015年1~6月份，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%（扣除价格因素实际增长5.7%）。房地产开发企业房屋施工面积637,563万平方米，同比增长4.3%。房屋新开工面积67,479万平方米，较上年同期下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点。房屋竣工面积32,941万平方米，较上年同期下降13.8%，降幅扩大0.5个百分点。

（2）市场供需

土地供应状况

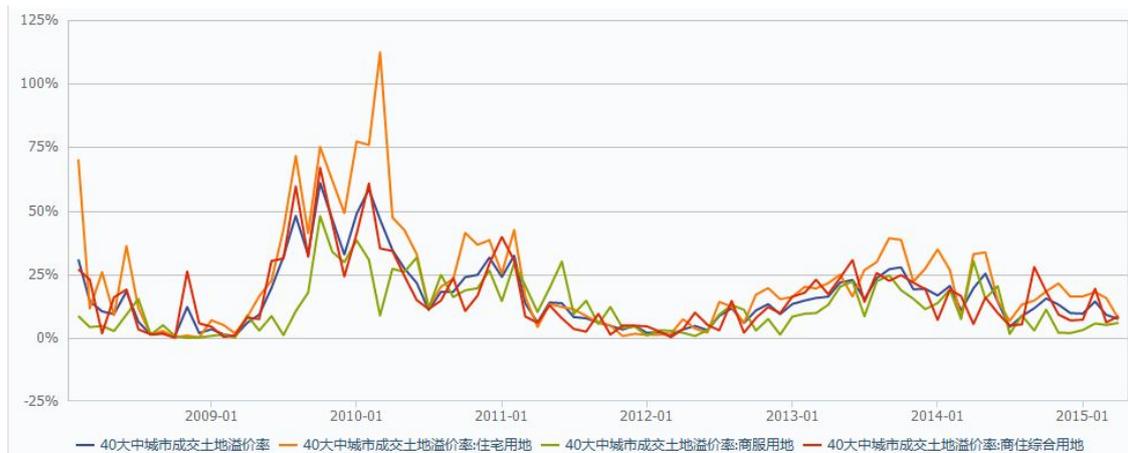
土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

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，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势。全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年下降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。受供应量增加影响，2013年土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

2013年重点城市地价升高，带动楼面均价整体水平明显高于上年。全国300个城市土地成交楼面均价1,174元/平方米，同比上涨27%。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，楼面均价领涨。2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

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12月末，全国40个大中城市土地出让溢价率为9.55%，较上年末（为16.71%）下降近7.16个百分点；主要城市楼面地价3,522元/平方米，较上年末（为3,349元/平方米）增长了5.17%。

图2 2009年以来全国40个大中城市土地成交溢价率（单位：%）



资料来源：wind资讯

值得关注的是，2014年，在全国土地市场低迷，供需矛盾突出的背景下，房企为避险纷纷自三四线城市向一线城市回归，从而结构性的推高一线城市地价。根据国家统计局公布的数据显示，一线城市的住宅地块的出让金额高达3,438亿元，主要原因是楼面地价的上涨。相比2013年，2014年一线城市土地推出面积和成交均下降，同比分别减少26%、27%；与此同时，楼面均价却高达7,705元/平方米，同比上涨41%。一线城市土地市场的这一特征在北京表现得尤其突出。2014年北京土地市场供需下降，其中推地面积同比减少44%；成交面积同比减少42%，但2014年北京土地出让金总额达1,917亿元，创历史新高，其中宅地出让金额为1,311亿元，占总额的68%。

相比一线城市和三四线城市，二线城市供求量跌幅相对最小，土地出让金同比减少28%，土地溢价率仅为8%，同比下降8个百分点。而三四线城市供求量和土地出让金均领跌，其中推出土地面积同比减少26%；土地成交面积同比减少36%；土地出让金仅为7,538亿元，同比减少37%。

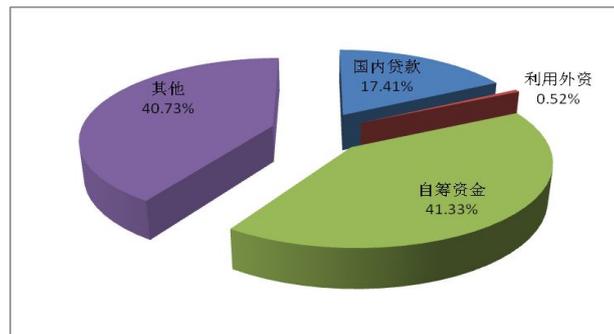
2015年1~6月，全国300个城市土地平均溢价率10%，较去年同期下降2个百分点；2015年6月，全国300个城市土地平均溢价率13%，较上月上升7个百分点，较去年同期上升8个百分点，平均溢价率有所回升。

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年以来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。

开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，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增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，较2013年增长26.5%。其中，国内贷款21,243亿元，同比增长8.0%；利用外资639亿元，同比增长19.7%；自筹资金50,420亿元，同比增长6.3%；其他资金49,690亿元，同比下降8.8%。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，同比下降12.4%；按揭贷款13,665亿元，同比下降2.6%。

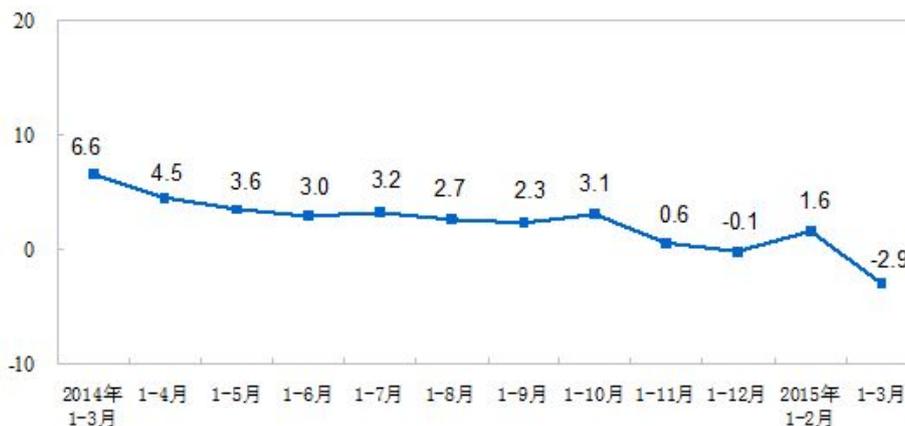
图3 2014年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

2015年1~6月份，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%。其中，国内贷款10,831亿元，较上年同期下降4.1%；利用外资179亿元，较上年同期下降3.9%；自筹资金23,844亿元，较上年同期增长0.1%；其他资金24,095亿元，较上年同期增长2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,120亿元，较上年同期下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，较上年同期增长10.0%。

图4 2014年以来全国房地产开发企业资金到位增速（单位：%）



资料来源：国家统计局

总体看，偏紧的货币供应，使房地产业的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

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。2012年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积9.94亿平方米，较2011年增长

7.3%；商品房销售面积 11.13 亿平方米，较 2011 年增长 1.8%。2013 年房地产市场稳中有升，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。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致 2013 年房屋竣工面积增速回落 5.3 个百分点；但商品房销售面积同比增长 17.3%，也显示出了 2013 年房地产市场需求依然旺盛。

图 5 2006~2015 年 6 月全国商品住宅供求情况

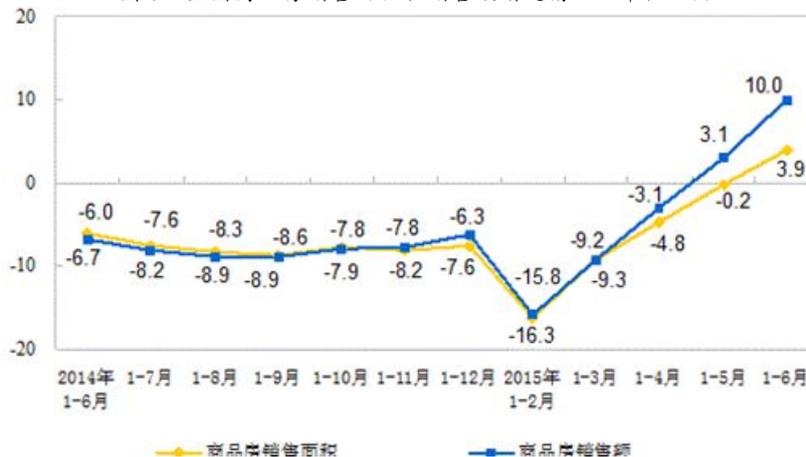


资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：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。

2014 年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积 12.06 亿平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 7.63 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积 10.75 亿平方米，其中住宅竣工面积 8.09 亿平方米，同比增长 2.7%。

图 6 全国商品房销售面积和销售额增速情况 单位：%



资料来源：国家统计局

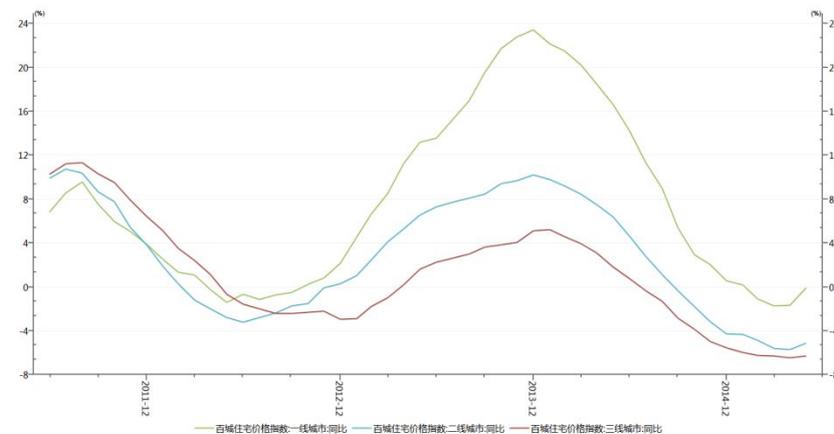
2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。上半年，商品房销售面积 5.03 亿平方米，同比增长 3.9%，增速有负转正，环比提高 4.1 个百分点。商品房销售额 34,259 亿元，比 1~5 月增长 10.0%，增速环比提高 6.9 个百分点。从供给方面看，2015 年上半年房地产竣工面积 2.66 亿平方米，同比下降 13.3%，其中住宅竣工面积 1.96 亿平方米，下降 16.2%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

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、天津、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12月百城住宅均价为10,542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 7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象。2015 年以来百城住宅价格延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，表现较为平稳。

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，预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

(3) 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，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 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 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 17.49%和 23.49%，分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26%和 13.51%，分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点(详见下表)。

表1 2010~2014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	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

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，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态势已经趋于固化，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，领先规模进一步扩大。

表2 2015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	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

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方面。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。

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 2012年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
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》
2014年	央行多次降息，多地取消限购
2015年2月	央行降息
2015年3月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

与住宅类地产的政策频出相比，国家产业地产的相关政策调整相对较少，一直没有重大变动。直到 2013 年 1 月份，国土资源部表示针对供地规模和存量庞大的工业用地，推进工业用地弹性出让和租赁制度，探索存量工业用地退出机制。2013 年产业地产一系列政策陆续出台。从对工业用地弹性出让的探索，到严格控制物流园圈地，再到减少工业用地供给，相关的政策改革促进了行业可持续发展。

为应对工业用地弹性出让机制，2013 年 7 月 15 日，北京经济技术开发区管理委员会发布《北京经济技术开发区加强工业用地管理提高土地节约集约利用水平的实施意见》，其中提出了北京经济技术开发区工业用地出让年限由 50 年改为原则上不超过 20 年。

2013 年 10 月，出台的《全国物流园区发展规划》提出，将物流园区分为综合服务型、货运枢纽型、商贸服务型、生产服务型和口岸服务型等五类，并从选址位置和所具功能等方面对不同类型的物流园区提出了不同的具体要求。

2014 年 5 月，国土资源部颁布《节约集约利用土地规定》，提出要优化土地利用布局，禁止在土地利用总体规划和城乡规划确定的城镇建设用地范围之外设立各类城市新区、开发区和工业园区。该规定同时提出供应工业用地时应将项目投资强度、容积率、绿地率、非生产设施占比等纳入土地使用条件。对于现有用地，在一定条件下可以适当提高土地利用率和增加容积率的，不再增收土地价款。

2014 年 11 月份，国务院办公厅发布《关于促进国家级经济技术开发区转型升级创新发展的若干意见》，明确指出，促进国家级经开区转变发展方式。《意见》提出，鼓励国家级经开区由政府主导向市场主导转变，鼓励有条件的国家级经开区同社会资本共办“区中园”。《意见》提出：在发展理念、兴办模式、管理方式等方面加快转型，努力实现由追求速度向追求质量转变，由政府主导向市场主导转变，由同质化竞争向差异化发展转变，由硬环境见长向软环境取胜转变。

2014 年 12 月，国务院出台《国务院关于清理规范税收等优惠政策的通知》明确指出未经国务院批准，各部门起草其他法律、法规、规章、发展规划和区域政策都不得规定具体税收优惠政策。未经国务院批准，各地区、各部门不得对企业规定财政优惠政策。

总体看，中国正面临从制造大国向制造强国的角色转换，更可持续的产业发展需要一个更加透明有序的市场环境。中国政府指导产业园区健康发展的态度日渐明朗，工业用地节约集约力度进一步加大，不合理的税收优惠政策正被清理，同时政府又鼓励探索新的融资模式和经营模式，鼓励产业园区发展。

（5）行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与

温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

（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积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府要保持房地产行业健康发展，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产企业融资渠道转变

由于近年来连续不断的房地产宏观调控，目前房地产企业的传统融资渠道受到极大的限制，房地产企业原有通过融资获得跨越式增长的情况将很难再现。房地产开发企业整体上融资成本将会高于以往，这将迫使其拓展新融资方式，并将深刻影响房地产开发企业的运作模式和经营策略。

房地产开发企业盈利模式发生转变

由于国家对住宅类地产的调控，房价逐步回归理性，房地产企业利润率逐步走低，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产和产业地产领域，城市综合体的开发和产业园区的运营理念逐步代替单纯的房屋建造商业模式，尤其是产业地产逐渐朝“去地产化”发展，资本运作将成为产业地产的重要内容，

发展集约节约用地

土地作为稀缺资源，在产业升级的带动下，在国家严控土地使用，发展集约节约用地的大势下，产业地产的价值越来越凸现出来。从产业地产角度来说，客户对象决定经营基础，即产业结构必须不断地调整以符合产业升级要求。从现实意义讲，工业用地需要升级为符合新经济和新型工业化发展的产业升级需要，符合产业布局和城市规划要求的产业用地。

总体看，在未来一段时期，房地产行业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。产业地产龙头企业将逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小地产企业也会获得比较大的生存空间。

2. 北京市商业物业出租概况

2014 年，北京市完成房地产开发投资 3,911.3 亿元，比 2013 年增长 12.3%。其中，住宅投资完成 1,962 亿元，增长 13.8%；写字楼投资完成 750.2 亿元，增长 22.6%；商业、非公益用房及其他投资完成 1,199.1 亿元，增长 4.5%。

从供给情况来看，截至 2014 年末，全市商品房施工面积为 13,641.5 万平方米，比 2013 年末下降 1.8%。其中，住宅施工面积为 6,999.7 万平方米，下降 5.5%；写字楼为 2,277.1 万平方米，增长 7.7%；商业、非公益用房及其他为 4,364.7 万平方米，与 2013 年持平。

2014 年，全市商品房新开工面积为 2,502.8 万平方米，比 2013 年下降 30%。其中，住宅新开工面积为 1,304 万平方米，下降 24.9%；写字楼为 444.4 万平方米，下降 33.8%；商业、非公益用房及其他为 754.4 万平方米，下降 35.5%。2014 年，全市商品房竣工面积为 3,054.1 万平方米，比

2013 年增长 14.5%。其中，住宅竣工面积为 1,804.3 万平方米，增长 6.6%；写字楼为 387.5 万平方米，增长 41.9%；商业、非公益用房及其他为 862.3 万平方米，增长 23%。

从房地产市场销售情况来看，2014 年，全市商品房销售面积为 1,459 万平方米，比 2013 年下降 23.3%，但呈降幅收窄态势，比 1 季度收窄 11 个百分点。其中，住宅销售面积为 1,141.3 万平方米，下降 16.3%，降幅比 1 季度收窄 26.9 个百分点；写字楼为 136.8 万平方米，下降 57%；商业、非公益用房及其他为 180.9 万平方米，下降 18.3%。

整体市场写字楼开发仍然过剩。与一线城市较高的吸纳量来比，多数二三线城市写字楼的过度开发已导致产能过剩状态，不少城市的现有写字楼空置率已高达 30% 以上。对于已进入这些存量城市的开发商来说，在提高警惕的同时差异化经营管理模式成为最重要竞争手段。

从北京写字楼市场情况看，2014 年北京甲级写字楼市场平稳发展。空置率保持低位盘旋，截至 2014 年底为 5%，尽管租金略微调整，但仍为全国最高。来源于内资私营企业的租赁需求旺盛，超过跨国企业和国企，占据市场主要部分。

相较疲软的 2013 年，2014 年租赁需求有所反弹，市场净吸纳量同比上涨近 90% 至约 15.9 万平方米。年内主要需求驱动力为内资企业，特别是来自金融、IT 以及服务行业。内资企业相较管理控制严格和租赁预算紧缩的跨国企业，租赁标准更为灵活，审批流程较为精简。

截至 2014 年底，北京甲级写字楼租金达 309.4 元/月/平方米，同比下降 0.5%，主要原因是业主提供优惠措施和租金折扣以期保留优质租户。CBD 区域出现了最大的租金降幅，同比下降 2.1%，在一定程度上被新入市项目低于市场平均水平的租金所拉低。相反，金融街子市场可供租赁面积有限以及金融企业租赁需求增长的作用下，租金同比增长 2.1%。尽管北京写字楼市场租金自 2013 年一季度出现 327.9 元/月/平方米的最高点之后，已历经连续七个季度的调整，但仍为全国最高。

根据戴德梁行的研究报告，截至 2015 年第三季度末，北京市甲级写字楼成交总量仍然过半，达 57.1%，乙级写字楼成交占比同比上涨 5 个百分点，成交总量排名前三名的行业为金融业、高科技业及专业服务业；核心商圈成交占比同比下降 5.7 个百分点，核心商圈仍以小面积签约为主，占总成交的 87.7%，非核心商圈大面积成交占比同比下降 15.4 个百分点。

截至 2015 年第三季度末，北京写字楼总存量 1,189 万平方米，其中，顶级写字楼存量 113 万平方米、甲级写字楼存量 522 万平方米以及乙级写字楼存量 554 万平方米。截至 2015 年 9 月末北京写字楼的区域市场情况如下表所示。

表 4 截至 2015 年 9 月末北京写字楼的区域市场情况

商圈	存量 (万平方米)	成交租金 (元/平方米/月)	空置率 (%)
CBD	215.52	384.9	2.5
东二环	45.29	340.0	3.0
东长安街	56.85	345.0	1.2
金融街	93.01	565.7	1.0
燕莎	47.37	340.6	3.8
中关村	55.28	333.0	4.0
亚奥	44.29	340.0	1.0
其他	6.80	260.0	0.6
非核心区	70.37	241.7	43.3
合计	634.78	381.9	6.8

资料来源：戴德梁行，联合评级搜集整理。

总体看，北京房地产市场和北京甲级写字楼市场发展较为平稳。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是以自有物业资产租赁及酒店经营为主业的上市公司，核心物业资产位于北京市中央商务区内，地理位置优越，升值潜力较大。

地理位置优越明显，市场知名度较高，自有资产升值空间大

公司自有物业资产的核心是中国国际贸易中心主体建筑群（分别由公司和控股股东国贸有限公司共同拥有），该建筑群位于北京中央商务区的核心地段，由写字楼、商城、酒店、公寓等高档商业建筑组成，是北京的地标性建筑群，市场知名度较高，是众多跨国公司和国际商社进驻北京的首选之地，是目前中国乃至全球规模最大、功能最齐全的高档商务服务综合体之一。公司核心物业资产集中于北京市中央商务区，其中国贸一期、国贸二期投建运营时间较早，资产增值幅度较大，目前市场价值远高于公司入账成本。随着北京市中央商务区整体价值的提升，公司自有物业资产将有较大的升值空间。

主要项目经营状况良好，经营规模进一步扩大

国贸一期、国贸二期及国贸三期 A 阶段工程分别于 1990 年、1999 年和 2010 年投入运营。国贸一期自 1990 年 8 月 30 日开业以来，云集了多家国际知名跨国公司、商社和国际顶级零售店，并承接多项国际、国内重大会议及大型商务活动，接待了许多国家的国家元首、政府首脑、重要国际组织负责人以及国内外商界领导人和社会知名人士等，取得了良好的经济效益和社会效益。

1999 年国贸二期建成后，国贸中心主体总建筑面积已达到 56 万平方米。2005 年 6 月，国贸三期工程动工，其建设规模为 54 万平方米，分 A、B 两个阶段实施。国贸三期 A 阶段工程已于 2010 年 8 月 30 日建成并投入运营，建筑规模为 29.7 万平方米、其主体“国贸大厦”高度为 330 米，是目前北京市最高建筑。未来随着国贸三期 B 阶段工程的完成，国贸三期将与国贸一期、二期自然组合，使国贸中心主体建筑群占地面积达到 17 公顷，总建筑面积超 110 万平方米。目前，国贸三期 A 阶段吸引众多国际国内知名公司、全球 500 强企业进驻，公司在 CBD 核心区域的经营规模和整体竞争实力得以进一步提升。

高端物业租赁门类齐全，提升公司整体竞争实力

目前，公司经营物业可分为写字楼、商场、酒店、公寓四大类。国贸写字楼作为北京市顶尖的甲级写字楼，集合了众多具有金融、保险、能源、制造、法律、贸易、通讯、航空及运输等行业领导地位的知名跨国企业和其它优质企业，拥有优越的办公环境和浓厚的商务氛围；国贸商城是北京首家引进品牌专卖店从事零售业务的高档综合购物中心之一，可为消费者提供全面而广泛的消费选择；国贸大酒店是一家高档豪华五星级酒店，坐落在高 330 米的国贸大厦上层部分，集住宿、餐饮、购物、娱乐等于一体，可接待各种规格、各种类型的宴会与活动，聘请世界知名的香格里拉酒店管理集团进行管理；国贸公寓由南、北两座 30 层高的公寓楼组成，共有一居到四居及顶层豪华套房 406 套，其套房装修豪华、设施全面并配备全套厨房用具。近年来，公司主业发展态势良好，旗下各类物业资产的平均租金均呈增长趋势，出租率保持在较高水平，未来随着国贸三期 B 阶段工程的完成，公司整体竞争力有望进一步提升。

总体看，公司自有物业资产规模较大，且位于北京市中心商务区内，地理位置优越，市场知名度较高，升值潜力较大。近年来，公司各类业务发展态势良好，租金收益保持增长，出租率处于较高水平，整体竞争实力稳步提升。

2. 人员素质

公司现有高级管理人员包括总经理、副总经理、财务负责人及董事会秘书共 4 名，公司高管人员均具有相关行业从业经验或管理经验，部分高管人员在公司任职时间较长，整体行业或管理经验丰富。

公司董事长、执行董事洪敬南先生，1947 年生，曾获西澳洲大学土木工程学士学位、多伦多大学工商管理硕士学位并修读美国哈佛商学院国际高级管理课程。洪敬南先生自 1976 年起出任郭氏集团高级行政人员，一直担任该集团地产业务和工业发展方面的工作，历任董事、总经理等要职；现任嘉里控股有限公司董事、嘉里兴业有限公司董事及 Allgreen Properties Limited 公司董事；中国国际贸易中心有限公司执行董事、常务董事、饭店政策执行委员会委员；公司第六届董事会执行董事、董事长。

公司总经理唐炜先生，1959 年生，大学本科学历，经济学学士。曾任对外经济贸易部进出口局干部、副处长，对外贸易经济合作部贸管司处长，西藏自治区外经贸厅副厅长，中央人民政府驻港联络办经济部副部长、贸易处负责人，商务部台港澳司副司长、司长；现任北京 CBD 物业管理及地产开发企业协会监事长、中国国际贸易中心党委副书记、北京国贸国际会展有限公司董事长、国贸物业酒店管理有限公司董事长、公司总经理。

截至 2015 年 6 月底，公司本部及主要子公司员工总数为 2,184 人。从学历构成看，公司本科及以上学历 655 人，占比 29.99%；专科学历 713 人，占比 32.65%；高中及以下学历 816 人，占比 37.36%。从专业构成看，公司员工中客服人员占比 27.66%，技术人员占比 41.76%，销售人员、财务人员、行政人员和其他人员分别占 2.52%、4.58%、10.07%和 13.42%，公司中高层管理人员学历相对较高，但以客服人员、物业人员为主的员工整体学历偏低，从专业人员配置情况看，员工专业结构基本可以满足公司目前发展需要。从年龄构成看，公司 30 岁以下员工 435 人，占比 19.92%；30~50 岁员工 1,442 人，占比 66.03%；50 岁以上员工 307 人，占比 14.06%；公司以中青年为主。

总体看，公司主要高层管理人员管理经验丰富，管理能力突出；员工专业构成相对合理，符合公司发展需要。

3. 股东背景

公司的控股股东为国贸有限公司，目前持有公司 80.65%的股份，其股东为中国世贸投资有限公司（持股 50%）和嘉里兴业有限公司（持股 50%）。

中国世贸投资有限公司经营范围包括实业项目的投资；资产受托管理；物业管理；会议服务；承办国内展览；投资、酒店管理、企业管理和其他经济信息的咨询；市场调查、市场研究；网络技术开发、技术交流、技术服务、技术培训。中国人寿保险（集团）公司、鑫广物业管理中心、中国中纺集团公司、中国中化股份有限公司和北京京城机电控股有限责任公司通过签署《联合投资协议》的方式，共同出资中国世贸投资有限公司，并通过其持有国贸有限公司 50%的股权。

嘉里兴业有限公司是香格里拉（亚洲）有限公司的间接控股子公司，香格里拉（亚洲）有限公司主要从事酒店、物业的投资控股业务，目前在东南亚多个国家拥有多处顶级酒店和物业，具有丰富的行业投资、管理和经营经验，是亚洲最大的酒店、物业投资经营集团之一。

总体看，公司股东在所属行业中均具有较高知名度，具有高端物业投资和管理经验，整体实力较强。

4. 外部环境

公司主营业务集中于北京市商务中心区（以下简称“北京 CBD”），受北京市整体经济环境影响明显。近年来，北京市经济保持快速发展，地区生产总值不断增长，固定资产投资稳步推进，人均可支配收入显著提升。作为首都，北京的中央部委及中央企业高度集中，同时多家跨国公司的总部、研发机构、大型企业、外省级办事处均落户北京，从而形成了一定规模的总部经济，产生了一定的集群效应。

2014年北京实现地区生产总值 21,330.8 亿元，比上年增长 7.3%，增幅较上年下降 0.4 个百分点。分产业看，第一产业下降 0.1%，第二产业增长 6.9%，第三产业增长 7.5%。三产业增速均有不同程度放缓，三次产业结构由上年的 0.8:21.7:77.5 变为 0.7:21.4:77.9。

2014年，北京市全年完成全社会固定资产投资 7,562.3 亿元，比上年增长 7.5%。其中，民间投资 2,620.7 亿元，增长 8.3%，占全社会投资比重为 34.65%，成为带动投资增长的主要因素。基础设施投资规模较上年大幅增长。2014年，北京市基础设施投资完成 2,018.1 亿元，比上年增长 12.3%，占全社会投资比重为 26.7%，同比上升 1.3 个百分点。

2014年，北京市全年完成房地产开发投资 3,911.3 亿元，比上年增长 12.3%。其中，住宅投资 1,962 亿元，增长 13.8%；写字楼投资 750.2 亿元，增长 22.6%；商业、非公益用房及其他投资 1,199.1 亿元，增长 4.5%。

2014年，北京市城镇居民人均可支配收入达到 43,910 元，比上年增长 8.9%；扣除价格因素后，实际增长 7.2%。农村居民人均纯收入 20,226 元，比上年增长 10.3%；扣除价格因素后，实际增长 8.6%。全市城镇居民人均住房建筑面积 31.54 平方米，农村居民人均住房面积 52.42 平方米。

北京 CBD 规划

北京 CBD 规划主要归纳为“两个标志项目”、“三条商业走廊”和“三个生活区商业组团”等，具体来看，“两个标志项目”，即展示商务中心区商务形象的商务中心区会展中心，展现商务中心区财富品位的顶级消费中心。“三条商业走廊”，即 Z 形时尚商业景观走廊，东三环地下商业走廊，中轴线文化商业走廊。“三个生活区商业组团”，即三个主要公寓集中地带的社区生活商业服务系统。此外，朝阳路南侧东大桥至规划的东大桥东侧路地段交通便利，与朝外市级商业中心联为一体，其商业具体安排应与朝外大街整体开发统筹考虑。

从北京 CBD 规划的具体执行来看，主要体现为以下几点：

一是加大招商引资力度，增强商务服务功能。积极创造条件，广泛吸引国内外知名企业，特别是跨国公司、世界 500 强企业在商务中心区内设立管理总部，使商务中心区成为亚太地区乃至世界范围内的经济运行控制中枢之一。

二是重点发展银行、保险、证券、信托、基金等金融服务业。广泛吸引和发展国内外各类金融机构，建立和完善与商务中心区功能相适应的多层次、多类型的金融体系，提高金融现代服务水平，使金融产业成为商务区重要的经济增长点。

三是发展和健全各类中介服务体系。根据商务活动对社会中介服务的需求，在继续发展会计、审计、评估、法律等中介服务业的基础上，积极鼓励社会各界发展多层次的创新服务机构，广泛开展评估评价、教育培训、信息咨询、知识产权等各类专业中介服务。

四是建立高标准、现代化的配套服务业，逐步形成商业、影视文化、广告传媒、现代运输协调发展的现代服务体系。

北京 CBD 现状

目前 CBD 中心区建设项目、基础设施、绿化均已完成规划的 80%，建筑总规模 1,050 万平方米，约合 260 万平方米/平方公里，集中了北京市 50% 以上的甲级写字楼和星级酒店；规划城市道路 45 条，总长度 41.5 公里，道路路面占 CBD 开发总面积的 39%；CBD 将陆续在东南、东北、西南以及西北四个不同方位，建成 4 块总面积达 10 万平方米的大型绿地，免费向市民开放，使 CBD 形成一个比较完整的环形绿化系统，有效拓展地区绿色空间，提升生活品质。

产业聚集情况

随着 CBD 的建设发展，高端产业聚集效应日益明显，目前入驻企业达 19,000 家，规模以上企业 8,900 家，年均增长 27%；注册资本过亿元企业 184 家；已形成以国际金融为龙头、高端商务为主导、国际传媒聚集发展的产业格局。

高端生产性服务业聚集，CBD 拥有普华永道、麦肯锡等 200 余家世界级高端服务业企业，聚集了惠普、三星等近百家跨国公司研发机构，是最大的服务外包承接区和需求提供区域；区域内聚集了壳牌、丰田、通用等近 50 家跨国公司地区总部，占全市的 80% 以上，总部经济特征突出。

区域内共有文化传媒企业 1,800 余家，包括中央电视台、北京电视台、凤凰卫视等大型传媒企业，入驻阳狮集团、电通广告、WPP 集团等全球知名传媒集团，聚集华尔街日报、VOA、CNN、BBC 等 169 家国际传媒机构，占全市 90% 以上。

国际要素聚集情况

CBD 最突出的特征是国际化。区域内国际化资源聚集，集中了北京市约 90% 的国际传媒机构 169 家，约 80% 的国际组织、国际商会 110 家，约 80% 的跨国公司地区总部 50 家，约 70% 的世界 500 强企业 160 家，约 70% 的国际金融机构 252 家，约 30% 的五星级酒店 17 家。国际交流频繁，多元文化交融，区内登记外籍人口近 4.4 万人，约占北京市的 50%。北京市约 50% 以上的国际性会议、90% 的国际商务展览在这里举办。

总体看，北京市经济规模大，增长速度快，受外部经济回落造成的波动影响较小；加之公司所处北京 CBD 核心区，集合了重要的各类企业资源，其发展程度和未来规划均为公司业务拓展提供了良好的发展环境。

五、管理体制

1. 治理结构

根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求，公司建立了较为完善的公司治理结构和治理制度。公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引等有关法律和法规的规定，建立健全以股东大会、董事会、监事会“三会”议事规则等为基础的基本管理制度，以及涵盖公司各层面和各业务环节、关注重要业务事项和高风险领域的内部控制制度，并随着公司经营环境的变化及时加以完善，使之得到有效的实施。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由 12 名董事组成，其中 4 名执行董事，负责处理董事会日常事务，8 名非执行董事，包括 4 名独立非执行董事，设董事长 1 人，副董事长 1 人，董事长和副董事长人选以全体董事的 2/3 以上选举产生和罢免。公司董事会下设董事会薪酬委员会、董事会审计委员会、董事会执行委员会和 PIC 委员会（主要负责国贸大酒店的管理工作）等四个专门委员会，各委员会依照其职责分工，规范有序的开展工作，运行情况良好。公司监事会由 3 名成员组成，监事会设主席 1 名，可以设副主席；监事会主席和副主席以全体监事过半数选举产生。公司设总经理 1 名，由董事会聘任和解聘，

总经理在任职期间对董事会负责，并按照公司章程行使总经理职权。

近年来，公司在原有内部规范制度的基础上，新制定了《风险管理办法》、《反舞弊及举报制度》、《内部控制自我评价办法》，不断健全和完善了内部控制建设。在内部组织机构及权责分配方面，按照管理和经营的需要，建立了一整套组织机构，各部门职责分工明确，保证了各项业务的授权、执行、复核、记录及资产的维护与保管分别由不同的部门完成并互相牵制。

总体来看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司设有审计部、工程部、财务部、人事行政管理部、写字楼部、公寓部、商城部、物业部等 10 余个职能部门（附件 1）。公司部门设置简单清晰，对所属物业按类型划分管理，符合自身经营特点。目前，公司各业务管理部门与职能部门合作紧密，分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

公司较早引入了先进的国际物业管理模式和理念，所属各类物业部门管理制度健全，下属部门人员按管理规范对物业资产进行经营管理，写字楼、公寓、商城、酒店等商业物业专业管理水平较高。

在内部机构权责分配方面，公司各部门职责分工明确，保证了各项业务的授权、执行、复核、记录及资产的维护与保管分别由不同的部门完成并互相牵制。公司制订了《审批权限手册》，明确了各项业务的各个层级的授权范围、审批程序和批准金额等事项。

在风险管理方面，公司对经营风险、财务风险、市场风险、管理风险等进行持续的监控，制定了《风险管理办法》，明确了公司风险管理的责任，完善了识别、分析和评估风险要素的程序。另外，还定期召开风险管理讨论会，及时分析经营及财务等方面的情况，采取针对性的措施进行风险预警管理。同时，通过内部控制制度，根据市场变化及公司经营的需要及时补充健全内控措施，防范出现重大风险，将风险控制措施自上至下逐一落实。

在信息与沟通方面，公司制定了《信息披露事务管理制度》，明确了重大信息的内部传递、审核及披露等流程；制定了《内幕信息知情人登记制度》，明确了公司内幕信息范围、内幕信息知情人范围及内幕信息知情人的登记和管理流程等；制定了《外部信息报送和使用管理制度》，明确了外部信息的报送和使用等。从而在各个环节、各个层面防范了违规信息披露的风险，并确保公司披露信息的真实、准确、完整、及时和公平。

在财务管理方面，公司设立了独立的财务部门，有关岗位的职责和权限符合内部牵制原则。在财务管理方面，公司按照国家有关会计政策和法规，制定有财务工作流程以及财务收支审批、预算管理、固定资产管理、成本核算、财务专用章使用审批制度以及货币资金、收款、付款、存货、成本费用等多项财务内部控制制度，从而保证了有关授权、签章等内部控制环节的有效执行，确保了会计核算的质量和会计职能作用的发挥。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是以自有物业出租和酒店经营管理为主业的上市公司，营业收入主要来自写字楼、商场、公寓及酒店客房等的租金收入。公司自有物业处于北京市中央商务区的核心地段，地理位置优越，

升值潜力较大。

近年来，受北京市商业物业租赁市场租金普遍增长影响，公司主要板块业务的收入和利润水平有所提升。2012~2014年，公司营业收入保持稳定增长，复合增长率6.23%。从收入构成上看，公司写字楼、商场及酒店业务板块在营业收入中占比较大，2014年上述三大板块在营业收入中占比分别为48.38%、20.95%和17.37%，公寓、展览及以停车场出租为主的其他业务也在主营业务收入中占有一定比例。写字楼和商场收入均保持平稳增长；受宏观经济下行影响，酒店收入减少，但降幅小。

表5 2012~2015年6月公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	收入				占比			
	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
写字楼	87,023.33	98,546.00	108,088.38	54,865.85	43.95	48.07	48.38	50.10
商场	41,996.69	42,502.25	46,800.03	22,750.58	21.21	20.73	20.95	20.77
公寓	12,206.71	12,840.41	12,622.80	6,135.77	6.17	6.26	5.65	5.60
酒店	39,468.25	37,497.98	38,811.53	18,163.76	19.93	18.29	17.37	16.59
其他	17,300.07	13,628.26	17,103.91	7,598.61	8.74	6.65	7.66	6.94
合计	197,995.04	205,014.90	223,426.66	109,514.58	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

从主营业务毛利率看，受各类物业单位租金价格增长及出租率小幅提升影响，公司主营业务毛利率持续上涨，2014年公司主营业务毛利率为49.67%，较2013年增长1.45个百分点。其中物业租赁及管理板块毛利率呈逐年增长态势，且始终维持在较高水平，2014年该板块毛利率为60.07%；受宏观经济和限制“三公消费”政策影响，酒店经营板块毛利率波动较大，2013年为-1.37%，2014年回升至0.18%。

表6 2012~2015年6月公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	主营业务收入				毛利率			
	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
物业租赁及管理	158,526.80	167,516.92	184,615.13	91,350.82	57.81%	59.32%	60.07%	63.82%
酒店经营	39,468.25	37,497.98	38,811.53	18,163.76	3.91%	-1.37%	0.18%	-4.59%
合计	197,995.04	205,014.90	223,426.66	109,514.58	47.07%	48.22%	49.67%	52.47%

资料来源：公司提供

2015年1~6月，公司营业收入结构变动较小，写字楼、商场和酒店仍为公司营业收入主要来源。毛利率方面，公司物业租赁及管理的毛利率维持在较高水平，酒店经营业务毛利率较低并有所波动，2015年上半年受国家限制“三公消费”政策等原因影响毛利率降低至-4.59%。

总体看，随着单位租金及出租率的增长，公司主营业务收入保持快速增长，毛利率维持在较高水平。

2. 业务运营

公司主营业务以写字楼、商场、酒店、公寓出租为主，业务主要集中在北京市。公司自持物业是开展租赁业务的基础，国贸一期及国贸二期等物业资产投建运营时间较早，近年来随着北京地区商业地产价格的不断攀升，公司资产的市场价值增长幅度较大。

表 7 截至 2014 年底公司主要自持物业基本情况 (单位: 平方米、房间、车位)

序号	物业名称	建筑面积	营业面积	物业性质
1	国贸一座	80,366	49,164	写字楼
2	国贸东楼 注 1	6,367	0	--
3	国贸二座 70%	58,526	37,907	写字楼
4	国贸大厦(不含自用办公区)	139,483	82,615	写字楼
5	国贸一期商城	33,079	17,366	商场
6	国贸二期商城(含溜冰场) 70%	11,231	4,449	商场
7	国贸三期商城	45,851	17,961	商场
8	国贸公寓	80,124	50,246	公寓
9	国贸展厅 注 2	15,337	0	--
10	国贸一期停车场及机房	47,196	610 Lots	停车场
11	国贸二期停车场及机房 70%	19,617	294 Lots	停车场
12	国贸三期停车场及机房	35,271	471 Lots	停车场
	投资性房地产 小计	572,446	--	--
13	国贸大酒店及对应的土地使用权	71,231	278 Rooms	酒店
14	国贸大厦-自用办公区及对应的土地使用权	3,605	2,495	写字楼
	总计	647,282	--	--

资料来源: 公司提供

注 1: 国贸展厅、东写字楼物业于 2013 年底开始拆除改建, 公司计划在上述区域内建设一栋包括精品区、百货区、零售及餐饮区域的商业物业, 并对与其相连的国贸写字楼 2 座(地下 1 层至地上 4 层)进行改造, 同时配合北京市政府实施国贸展厅及东写字楼区域地下国贸站轨道交通、公交、步行等一体化项目建设工作。改建项目预计于 2015 年 12 月完工投入使用, 总建筑面积约 7 万平方米, 可出租面积约 3 万平方米, 其经营收益预计远高于国贸展厅、东写字楼的收益。该项目规划意见书于 2014 年 9 月中旬取得北京市规委批复。

注 2: 因历史原因, 原国贸展厅和东写字楼由公司所有, 其所对应的土地使用权由中国国际贸易中心有限公司所有, 这在公司设立时获得有关政府部门的认可。因此, 上述项目改建方案是维持房地权属不变, 由公司进行投资建设。现由于该项目房地权属不一致的问题, 有关政府部门一直未能批准以公司名义办理土地预审和项目立项, 公司正积极与政府有关部门进行沟通。

从商业物业出租成本构成上看, 公司固定资产折旧摊销、管理成本及其他(以财务费用为主)占出租业务总成本的较大比例。2014 年, 公司旗下物业出租类业务成本构成中, 固定资产折旧摊销、管理成本及财务费用分别占营业成本的 32.23%、55.41%和 12.36%。

自 2013 年以来, 受宏观经济环境与政策带来的影响, 以及公司物业周边配套不断完善, 除“商城三期”和公寓外, 公司持有的各类物业平均租金普遍呈增长趋势, 各类租赁业务的平均出租率也逐年走高(见下表)。

表 8 公司物业出租相关情况表

项 目	平均租金(元/平方米/月)			平均出租率(%)			
	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月	2013 年	2014 年	2015 年 1-6 月	
写 字 楼	一期	445	497	519	95.6	96.2	97.6
	二期	464	494	517	95.2	96.1	96.8
	三期	513	554	567	96.7	98.9	97.2
商 城	一期	1,085	1,219	1,387	98.4	99.5	98.6
	二期	968	1,026	957	99.7	99.9	99.9
	三期	551	546	560	98.5	98.4	98.6
公 寓	229	233	232	90.7	87.1	85.1	
国贸大酒店(元/间夜)	2,095	1,906	1,772	53.7	58.2	54.9	

资料来源: 公司提供

注: 公司与控股股东中国国际贸易中心有限公司共同投资建设及经营国贸二期, 双方的投资分别占该共同控制资产投资总额的 70% 及 30%, 上表中写字楼、商城二期平均可出租面积是按照出资比例确认的共同控制资产中公司享有的资产份额。

2014年以来,受外资企业进入北京的势头减弱、裁员和预算缩紧的影响,外籍人士的租住需求保持低迷态势,加上市场竞争等因素影响,北京市高端住宅租赁市场的平均出租率及租金水平面临一定的下行风险。

写字楼租赁业务

截至2014年底,公司写字楼物业主要包括国贸一座(属国贸一期部分)、国贸二座(属国贸二期部分)以及国贸大厦(属国贸三期部分),其营业面积合计约为16.97万平方米。

国贸大厦的投入运营直接增加公司写字楼可出租面积约8.26万平方米,为保证以合理的租金价格、高效有序地实现空置面积的顺利出租,公司一方面以现有客户资源为立足点,通过内部挖潜,成功实现了众多优质客户的扩租;另一方面,敏锐把握市场变化趋势,及时调整销售重点,吸引了一批实力雄厚的企业入驻国贸大厦。

公司写字楼以较高的租金水平和优质的服务领先北京市高端写字楼市场。出租率方面,随着国贸三期写字楼全面开业,公司写字楼出租面积有所增长,2013年,国贸写字楼保持了95%以上的高出租率,尤其是国贸三期,2013年平均出租率达到96.7%,比2012年的87%提升9.7个百分点;2014年,国贸写字楼保持了96%以上的高出租率,其中国贸三期平均出租率达98.9%;2015年1~6月,公司写字楼仍保持在96%以上的高出租率,国贸一期和二期出租率较2014年均有所提高。

出租价格方面,国贸写字楼平均出租价格均呈现上涨态势,2013年国贸一期、国贸二期、国贸三期平均租金分别为445元/平方米/月、464元/平方米/月、513元/平方米/月,同比分别增长16.8%、6.42%、9.38%,公司2013年实现写字楼租赁收入9.85亿元,同比增长13.24%。2014年国贸一期、国贸二期、国贸三期平均租金分别为497元/平方米/月、494元/平方米/月、554元/平方米/月,同比分别增长11.69%、6.47%、7.99%,在高出租率及价格上涨的共同作用下,公司2014年实现写字楼租赁收入10.81亿元,同比增长9.68%。2015年1~6月,写字楼平均租价继续上涨,国贸一期、国贸二期、国贸三期平均租金分别为519元/平方米/月、517元/平方米/月、567元/平方米/月,较2014年分别增长4.43%、4.66%、2.35%,但涨幅有所减小。

商场租赁业务

公司商场租赁主要集中在国贸一期商城、国贸二期商城及国贸三期A阶段商城三部分。国贸商城是北京首家引进品牌专卖店从事零售业务的高档综合购物中心之一,可为消费者提供全面而广泛的消费选择。目前,国贸商城云集了多家顶级品牌店,汇聚世界名品,满足各界人士对高品质的追求;国贸商城时尚消费区内时装、休闲装、童装、珠宝、化妆品、音像、礼品、图书、家居和个人用品等各类消费品一应俱全,能满足消费者多方面、多层次的需要。

截至2014年底,国贸一期商城建筑面积3.31万平方米,出租面积1.74万平方米;国贸二期商城建筑面积1.12万平方米,出租面积0.44万平方米。国贸三期A阶段商城的全面开业为公司商场租赁业务注入新鲜资源,新增公司商场物业出租面积1.80万平方米。为了提升国贸三期商城的市场关注度和客流量,公司加大宣传力度,并通过对商城公共区域及部分商铺的改造,引进更多经营餐饮、食品的租户,营造更加丰富的商业氛围,从而增加客流量。

2014年,国贸一期、二期商场租赁价格分别为1,219元/平方米/月、1,026元/平方米/月,分别同比增长12.35%、5.99%。国贸三期商场物业开业时间相对较短,人流量偏少,整体租金水平较低,2014年国贸三期商场租赁价格为546元/平方米/月,比2013年下降0.91%,三期平均出租率为98.4%,与上年基本持平。2014年公司商场租赁完成收入4.68亿元,同比增长10.11%。2015年1~6月,国贸一期、三期商场租赁价格较2014年均有所上升,二期租赁价格下跌,出租率仍保

持在较高水平。未来，随着国贸三期 A 段的持续运营及 B 段工程、展厅、东写字楼改建项目的投产运营，公司商场整体出租价格及收入有望实现进一步提升。

公寓租赁业务

公司现有的国贸公寓由南、北两座 30 层高的公寓楼组成，总建筑面积 8.01 万平方米，共有一居到四居及顶层豪华套房 406 套。2013 年，公司进一步完善服务流程，实现了国贸公寓服务质量的提升。公司在根据市场情况主动上调租金的同时，出租率保持较高水平；公司公寓平均租金 229 元/平方米/天，同比增长 7.01%，出租率 90.7%，较 2012 年略有降低，但仍保持较高水平；2013 年公司公寓租赁实现收入 1.28 亿元，同比增长 5.19%。

2014 年，公司公寓平均租金 233 元/平方米/月，同比增长 1.75%，出租率 87.1%，较 2013 年略有降低；2014 年公司公寓租赁实现收入 1.26 亿元，同比减少 1.69%，收入降幅收窄。2015 年 1~6 月，公寓租赁经营情况仍未出现好转，平均租金和出租率均有所下降。

酒店业务

公司酒店业务全部集中于国贸大酒店。国贸大酒店为超 5 星级酒店，现有 278 间客房，客房面积均大于 55 平方米，尽管 2013 年的宏观经济环境与政策给酒店业经营带来一些影响，但国贸大酒店的总体经营基本平稳，2013 年国贸大酒店均价 2,095 元/间夜，较 2012 年平均价格下降 70 元。2013 年入住率 53.7%，同比下降 2.7 个百分点。2013 年，公司实现酒店收入 3.75 亿元，同比下降 4.99%。

2014 年公司酒店经营板块均价进一步下滑，但入住率有所提高，受入住率提高影响，酒店收入小幅增长。2014 年国贸大酒店均价 1,906 元/间夜，较 2013 年平均价格下降 189 元。2014 年入住率 58.2%，同比提高 4.5 个百分点。2014 年，公司实现酒店收入 3.88 亿元，同比增长 3.50%。2015 年 1~6 月，酒店平均租金和出租率双双下跌。

会展业务

为更充分利用原国贸展厅区域的位置优势，公司已于 2013 年底开始对展厅及东写字楼区域进行拆除改建，并于 2013 年 9 月注册设立了全资专业会展子公司——北京国贸国际会展有限公司（以下简称“国贸会展”），以进一步增强公司会展业务的市场竞争力以及实现外向型发展。

2014 年，国贸会展顺利完成了由国贸展览部改制为独立法人公司的各项工作，为公司未来的发展奠定了基础。国贸会展在合理配置人员的同时，严格控制成本支出，加强自办会展业务管理，所主办的会展业务和授权经营管理的展厅项目运营情况正常。2014 年，国贸会展实现营业收入 3,394.1 万元，实现税后净利润 137.4 万元。

其他业务

公司子公司国贸物业酒店管理有限公司（以下简称“国贸物业”）主要从事写字楼、高档公寓、高档综合物业项目及酒店项目的管理服务。截至 2014 年底，国贸物业管理各类项目 66 个，其中，物业项目 51 个，酒店管理及咨询服务类项目 15 个。2014 年国贸物业实现营业收入 14,929.3 万元，比上年同期增加 17.6%，实现净利润 1,184.6 万元，比上年同期降低 1.6%。

公司目前有多栋高层建筑，由于高层建筑物本身的特点决定了其火灾危险性大于一般建筑物，因此公司物业不断强化内部义务消防队灭火救援和实战能力的训练，着力提高消防突发事件的应变及处置能力。

总体看，公司写字楼和商场租赁业务经营稳定增长，且为公司营业收入的主要来源，随着经营租赁面积的扩大、平均租金及出租率的提升，公司收入和营业利润水平稳步增长；公司酒店和公寓租赁业务受经济环境影响较大，经营情况有所波动。

3. 经营效率

2012~2014年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为1.77%和5.49%，变化幅度不大；受公司经营发展良好，平均租金和出租率均呈增长态势影响，公司营业收入保持增长，复合增长率为6.23%。

2012~2014年，随着公司营业收入和总资产规模的扩大，应收账款周转次数及总资产周转次数均呈逐年上升趋势，2014年底分别为15.12次和0.23次；公司存货周转率维持在较高水平，且呈上升趋势，2014年底为43.17次。公司从同行业比较看（表9），公司存货周转率和总资产周转率均维持在较好水平。应收账款周转率虽然相对于其他上市公司较低，但是绝对值仍处于良好水平。

表9 2014年商业地产租赁主要上市公司经营效率指标对比（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
阳光股份	40.10	0.22	0.14
陆家嘴	145.43	0.12	0.12
浦东金桥	16.12	0.39	0.17
中国国贸	15.12	43.17	0.23

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。

总体看，公司存货周转率和总资产周转率处于行业较好水平，整体经营效率逐年提高，且呈上升趋势。

4. 经营关注

市场需求不确定性风险

商业地产受房地产市场调控的影响较小，但近年来写字楼和商场租金增速放缓，公司公寓和酒店收入波动大，未来市场需求存在一定不确定性。

资金需求大

公司有息债务规模较大，未来随着国贸三期 B 阶段的投入，公司有一定的资本支出压力。

安全风险

公司持有的商业地产以高层建筑为主，高层建筑火灾危害性大于一般建筑物，容易造成重大财产损失和人员伤亡事故，其安全风险值得关注。

5. 未来发展

经过二十多年的发展，中国国际贸易中心已成为国际一流水准的现代化商务中心，是展示中国对外开放政策和从事国际交流活动的重要窗口。以中国国际贸易中心为中心的 CBD 地区，已经形成了一个极具活力的经济商圈，辐射带动了周边经济的快速发展。独具特色的国贸发展模式和品牌成长经历，已经成为中国大型商务服务企业成功的典范。

未来公司将继续秉承“争中国第一、创世界一流、铸国贸辉煌”的发展理念，锐意进取，铸就非凡，继承公司多年发展塑造的好的硬件、高的服务、优的品牌、强的创新，不断提升公司的核心竞争力。

目前，公司正在进行国贸三期 B 阶段项目及原国贸展厅和东写字楼改建项目的建设，这两项工程是公司继 2010 年 8 月 30 日正式投入使用的国贸三期 A 阶段项目之后的重要建设发展项目，

也是公司近年及未来几年的重要发展规划内容之一。两项工程建设完成后，将进一步扩大公司的经营规模，丰富公司的经营内容，进一步提高公司的市场竞争力，有利于公司的长远发展。

总体看，公司制定的长期发展战略，长期策略和发展理念符合企业自身发展需求，目前公司正积极进行国贸三期 B 阶段工程建设，预计国贸三期 B 阶段工程建设完成后，将进一步扩大公司的经营规模，进一步提高公司的市场竞争力，有利于公司的长远发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司2012~2014年度财务报表已分别经普华永道中天会计师事务所有限公司和普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年均出具了标准无保留审计意见。截至2014年底，公司纳入合并范围的子公司为国贸物业酒店管理有限公司和北京国贸国际会展有限公司，较2013年无变化，公司财务数据连续性好，可比性强。公司财务报表依据财务部2006年颁布的《企业会计准则》编制。

截至2014年底，公司合并资产总计97.06亿元，公司负债总计44.80亿元，所有者权益合计52.25亿元（含少数股东权益）；2014年，公司实现营业收入22.34亿元，实现净利润5.37亿元；2014年，公司经营活动产生的现金流量净额10.89亿元，现金及现金等价物净增加额3.66亿元。

截至2015年6月底，公司合并资产总计98.30亿元，公司负债总计45.01亿元，所有者权益合计53.29亿元（含少数股东权益）；2015年1~6月，公司实现营业收入10.95亿元，实现净利润3.05亿元；2015年1~6月，公司经营活动产生的现金流量净额5.67亿元，现金及现金等价物净增加额-1.17亿元。

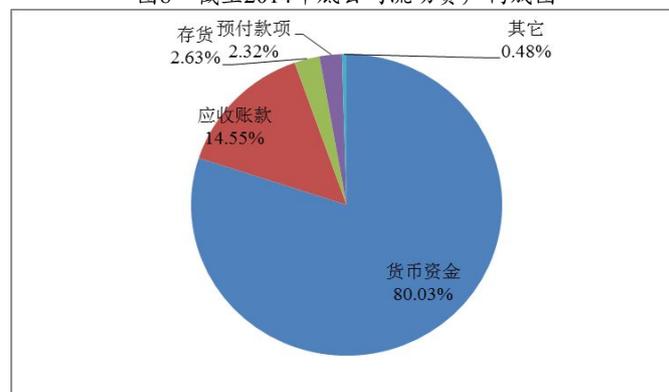
2. 资产质量

近三年公司资产规模变化不大，三年复合增长1.77%。截至2014年底，公司资产总额97.06亿元，其中流动资产和非流动资产占比分别为10.18%和89.82%，非流动资产占比很高，符合商业物业租赁企业特征。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产波动增长，三年复合增长率为22.00%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。截至2014年底，公司流动资产合计9.88亿元，其中货币资金和应收账款是流动资产的主要构成内容，占比分别为80.03%和14.55%（如下图所示）。

图8 截至2014年底公司流动资产构成图



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司货币资金波动增长，三年复合增长率为33.43%。截至2014年底，公司货币资金余额为7.90亿元，较2013年底大幅增长86.45%，主要系公司发行“14国贸01”债券募集资金到账所致。除发行债券募集资金外，公司货币资金主要来源于收取的租金及子公司物业及酒店管理项目实现的现金收入，公司货币资金主要以银行存款为主，并有少量库存现金。

2012~2014年，公司应收账款呈逐年减少态势，三年复合减少7.46%。截至2014年底，公司应收账款金额为1.44亿元，较2013年底下降5.47%，主要系公司加强应收账款催收所致。公司的应收账款主要是按照直线法确认的应收免租期租金、酒店经营及子公司物业和酒店管理项目等形成的应收账款，截至2014年底的应收账款中，账龄一年以内的占99.37%；公司应收账款不存在潜在的坏账情形，故未计提坏账准备。

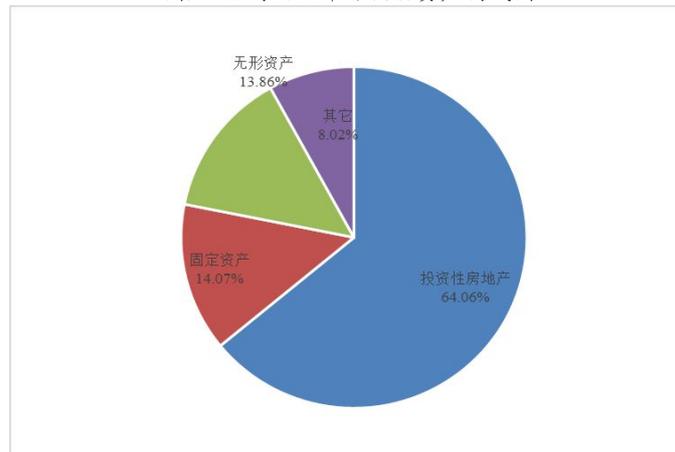
2012~2014年，公司存货呈逐年减少态势，三年复合减少10.20%。截至2014年底，公司存货0.26亿元，主要由维修材料和酒店营业物料构成，两者所占比例分别为52.15%和45.97%。

2012~2014年，公司预付款项呈逐年增长态势，三年复合增长18.72%。截至2014年底，公司预付款项0.23亿元，账龄全部为一年以内，公司预付款项账龄短。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产规模变动不大，三年复合增长率为0.06%。截至2014年底，公司非流动资产合计87.18亿元，其中投资性房地产（占比64.06%）、固定资产（14.07%）和无形资产（占比13.86%）构成，截至2014年底公司非流动资产构成情况如下图所示。

图9 公司2014年非流动资产构成图



资料来源：公司年报

2012~2014年，公司的投资性房地产余额占非流动资产总额的比例分别达到了60.69%、62.06%和64.06%，且按历史成本计量，由于公司主营业务是物业租赁和酒店经营管理，因此投资性房地产在非流动资产中所占比重较高。截至2014年底，公司投资性房地产账面价值为55.84亿元，较上年末小幅增加3.47%，主要是公司按照国贸三期B阶段工程初步设计方案中预计出租部分建筑面积占项目总建筑面积的比例，将三期B阶段工程中预计将用于出租部分的相关成本由在建工程重分类至投资性房地产所致。

2012~2014年，公司固定资产呈逐年减少态势，三年复合减少6.27%，主要系计提折旧所致。截至2014年底，公司固定资产账面净值合计12.26亿元，较上年下降7.73%。由于公司主要从事高档物业租赁业务，其固定资产中房屋及建筑物占比较高，所占比例为68.09%；其他为房屋及建筑物装修、机器设备和其他设备等，在固定资产中占比分别为9.86%、17.27%、4.78%，主要与公司从事高档写字楼经营与管理的业务性质有关。截至2014年底，公司固定资产累计折旧5.49亿

元，固定资产成新 69.06%，成新率尚可。

2012~2014 年，公司无形资产变动不大，三年复合减少 2.50%。近三年公司无新增的无形资产，受摊销影响，公司的无形资产余额呈逐年递减的趋势。截至 2014 年底，公司无形资产 12.08 亿元，主要为土地使用权等。

截至 2015 年 6 月底，公司资产总额 98.30 亿元，较年初增长 1.28%，主要系非流动资产的增长。其中流动资产占比 8.75%，非流动资产占比 91.25%，非流动资产占比较年初小幅上升，公司资产仍以非流动资产为主。截至 2015 年 6 月底，公司流动资产 8.60 亿元，较年初减少 12.93%，主要系货币资金减少所致；公司非流动资产 89.70 亿元，较年初增长 2.89%，主要系投资性房地产和在建工程增长所致。

总体看，公司近三年资产规模相对稳定，资产构成以非流动资产为主，符合公司所在行业特征。由于公司主营高档物业租赁，目前投资性房地产、固定资产和无形资产规模较大。公司资产中自持物业占比较大，且其公允价值远大于账面价值，整体资产质量较好。

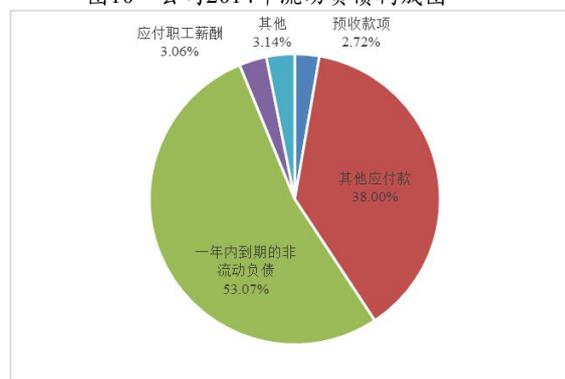
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债规模变动不大，三年复合减少 2.10%。截至 2014 年底，公司负债总额为 44.80 亿元，其中流动负债占比 44.53%，非流动负债占比 57.94%。

2012~2014 年，公司流动负债规模快速扩大，三年复合增长 49.00%，主要系 2014 年公司一年内到期的非流动负债增加 10 亿元所致。截至 2014 年底，公司流动负债合计 18.84 亿元，主要由其他应付款（占比 38.00%）和一年内到期的非流动负债（占比 49.89%）构成，截至 2014 年底，公司流动负债构成情况如下图所示。

图10 公司2014年流动负债构成图



资料来源：公司年报

公司其他应付款主要为租户押金、应付工程设备款项、应付物业管理项目代收款等，2012~2014 年，公司其他应付款变化不大，三年复合增长 1.05%。截至 2014 年底，公司其他应付款余额为 7.16 亿元。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债为 10 亿元，全部为当年新增，主要系 10 亿元“05 国债债”将于 2015 年 12 月 22 日到期，划分至一年内到期的非流动负债所致。

公司预收款项主要为预收租金及定金、预收场租及展位费等，2012~2014 年，公司预收款项小幅增长，三年复合增长 3.37%。截至 2014 年底，公司预收款项 0.51 亿元。随着人工成本的上涨，公司应付职工薪酬逐年增长，三年复合增长率为 7.17%。截至 2014 年底，公司应付职工薪酬 0.58 亿元。

2012~2014年，公司非流动负债呈逐年减少态势，三年复合减少17.63%，主要系公司10亿元“05 国贸债”将于2015年12月22日到期，转入一年内到期的非流动负债所致。截至2014年底，公司非流动负债25.96亿元，公司非流动负债由长期借款（占比80.89%）和应付债券（占比19.11%）构成。

2012~2014年公司长期借款逐年减少，三年复合减少13.80%。截至2014年底，公司长期借款为21.00亿元，主要系公司提前偿还了于2022年到期的建行北京国贸支行部分抵押借款（5亿元）所致。长期借款全部为2022年到期的抵押借款，公司以国贸三期A段的房屋建筑物、设备以及A、B、C段土地使用权作为29.7亿元长期借款授信额度的抵押物。

截至2014年底，公司应付债券4.96亿元，较2013年底减少50.40%，主要系公司10亿元“05 国贸债”即将到期划分至一年内到期的非流动负债，并新增“14 国贸 01”债券募集净额所致。。

2012~2014年，随着公司资产规模的小幅扩张及公司负债规模的逐年减小，公司负债水平逐年降低。截至2014年底，公司全部债务35.96亿元，其中短期债务10.00亿元，占比27.81%；长期债务25.96亿元，占比72.19%，较上年末减少17.63%，主要系10亿元“05 国贸债”转入一年内到期非流动负债所致。截至2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为46.16%、40.76%、33.19%，均处于适中水平，公司整体债务负担不重。

截至2015年6月底，公司负债合计45.01亿元，较年初微幅增长0.47%。其中流动负债20.04亿元，较年初增长6.38%，主要系预收款项和其他应付款增长所致；非流动负债24.97亿元，较年初减少3.82%，主要系长期借款减少所致。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益呈逐年增长态势，三年复合增长5.49%，主要系未分配利润的增长。截至2014年底，公司所有者权益合计52.25亿元，其中归属于母公司所有者权益占比99.97%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占19.28%，资本公积占38.85%，盈余公积占9.64%，未分配利润占35.23%。公司所有者权益中资本公积占比较高，主要是由于股本溢价所致。公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。截至2015年6月底，公司53.29亿元，较年初增长1.98%，主要系未分配利润留存所致，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司目前负债水平适中，债务负担不重；负债中非流动负债占比较高，负债构成与其以长期资产为主的资产结构相匹配；公司所有者权益中资本公积和未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014年，公司营业收入保持稳定增长，三年复合增长率为6.23%，同期营业成本增长3.58%，保持了较好的发展态势。公司国贸一、二期、三期出租率继续保持较高水平，各项物业租金水平也有较大幅度的提高，带动公司2014年收入和营业利润水平实现较快增长，分别较2013年增长8.98%和27.65%。2014年，公司实现营业收入和营业利润分别为22.34亿元和7.20亿元，公司盈利规模较大。

从期间费用方面来看，2012~2014年，公司费用总额分别为3.38亿元、2.92亿元和2.81亿元，呈逐年降低态势，三年复合减少8.83%。2012~2014年，公司费用收入比分别为17.08%、14.23%和12.58%，费用收入比逐年下降，就商业物业租赁行业特征来看，公司对费用的控制能力较强。三项费用中，财务费用占比较高，主要是公司长期借款保持较大规模所致。

利润构成方面，2012~2014年公司利润总额主要来自于主营业务产生的经营性利润，营业外

收入占利润总额的比重很小。由于公司对国贸展厅、东写字楼等进行改建，对原国贸展厅地上部分、东写字楼进行拆除以及国贸三期 B 阶段建设缴纳土地滞纳金，使得公司 2013~2014 年营业外支出分别达 1.38 亿元和 0.12 亿元。

从营业利润率来看，2012~2014 年，公司营业利润率分别为 41.43%、42.61%和 44.07%，呈逐年上升趋势，且处于较高水平。截至 2014 年底，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.96%、9.11%和 10.65%，近三年呈现波动上升的趋势，公司总体盈利能力较强。

从同行业比较情况来看（表 10），公司 2014 年总资产报酬率、净资产收益率分别为 9.07%和 10.46%（来源：wind 资讯），在同行业上市公司中处于正常水平。与同行业企业相比，公司主营业务中缺少利润率较高的房地产销售板块，故公司销售毛利率在同行业中相对较低。但公司自持的商业物业处于北京 CBD 核心区域，随着区域商业物业开发及配套的不断完善，未来仍有较强的资产保值增值特性。

表 10 2014 年商业地产租赁主要上市公司相关指标比较（单位：%）

证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
阳光股份	-2.87	-18.78	45.95
陆家嘴	6.11	14.05	60.76
浦东金桥	7.17	8.24	55.22
中国国贸	9.07	10.64	49.67

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。

总体看，北京市以高端写字楼为主的商业物业需求强劲，高端商业物业空置率较低，出租价格维持在较高水平，因此近三年公司收入和利润规模增长幅度较快，整体盈利能力较强。未来，随着国贸三期 B 阶段投入运营，公司盈利能力有望进一步提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营活动现金流入分别为 20.58 亿元、21.78 亿元和 23.29 亿元，三年复合增长 6.40%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；公司经营活动现金流出分别为 10.78 亿元、10.80 亿元和 12.41 亿元，三年复合增长 7.28%，公司购买商品、接受劳务、支付给职工、支付其他与经营活动有关的现金和支付的各项税费均呈逐年稳定增长趋势。2012~2014 年，公司经营活动现金流量净额分别为 9.80 亿元、10.97 亿元和 10.89 亿元，三年复合增长 5.42%。公司的经营活动现金流规模较大，在满足公司正常经营活动资金需要的同时，还可以为公司的资本性支出提供支持。从收入实现质量来看，2012~2014 年公司的现金收入比分别为 99.48%、101.34%和 100.19%，收入实现质量处于正常水平。

从投资活动看，近三年公司自有物业建设规模不断扩张，因此公司投资性现金流连续呈现净流出状况。2012~2014 年，公司投资活动现金净流出额分别为 2.36 亿元、5.20 亿元和 3.52 亿元。随着投资建设规模的扩大，公司的资本性支出增加，经营性现金净流量已不能完全满足投资活动的资金需要，有一定的外部融资需求，但随着国贸三期 B 阶段将于 2016 年末投入运营，公司的资本支出压力可以得到一定的缓解。

近三年，由于公司经营活动获得的现金净流入量规模较大，缓解了公司对外筹资的压力，2012 年和 2013 年公司未发生筹资性现金流入，2014 年公司筹资活动现金流入 4.96 亿元，主要系公司发行“14 国贸 01”筹集资金；筹资活动现金流主要表现为偿还银行借款本息、支付债券利息以及

分配股利支付的现金等现金流出。2012~2014年，公司筹资活动现金净流出额分别为7.20亿元、5.98亿元和3.71亿元。

总体看，公司经营现金流规模较大，收入实现质量处于正常水平；随着投资建设规模的扩大，公司投资支出相应加大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率和速动比率均呈逐年下降趋势，截至2014年底，公司流动比率和速动比率分别为0.52倍和0.51倍，受10亿元“05国贸债”转入一年内到期的非流动负债影响，公司流动负债大幅增长，导致公司流动比率和速动比率较2013年大幅下降。同时，受此影响，2014年公司经营现金流流动负债比由127.50%大幅下降至57.79%。2012~2013年，公司无短期债务；2014年底，公司现金短期债务比为0.79倍，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。考虑到公司经营活动现金流状况良好，短期债务负担不重，公司短期支付压力不大，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2012~2014年，公司EBITDA呈波动上升趋势，2014年为12.04亿元，公司EBITDA规模较大。2014年公司EBITDA利息倍数为5.89倍，EBITDA对利息保障能力较强；2014年公司EBITDA全部债务比为0.33倍，EBITDA对全部债务的保护能力尚可。公司长期偿债能力较强。

根据公司提供的企业信用报告，截至2015年9月24日，公司无不良信用记录。

截至2015年6月底，公司无对外担保（合并口径），不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

公司与多家银行保持着密切的合作关系。截至2015年6月底，公司共计获得银行授信额度约12.99亿元，其中已使用的授信额度约为0.01亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，公司目前负债水平不高、债务负担不重，主业盈利能力较强，经营活动现金净流量规模较大，整体偿债能力强。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至2015年6月底，公司债务总额为34.98亿元，本次债券拟发行额度为9亿元，本期债券拟发行额度为4亿元，发债额度相对于公司债务规模不大，对公司整体债务负担影响一般。

以2015年6月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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35.22%、42.24%和47.91%，分别提高了3.31个百分点、2.62个百分点和2.12个百分点。负债水平有所上升，债务负担将有所加重，但整体仍处于合理水平。

2. 本期公司债偿债能力分析

以2014年底相关财务数据为基础，公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期债券发行4亿元公司债的保护倍数分别为3.01倍、5.82倍和2.72倍，上述三项指标对本期债券的覆盖程度较高。

随着国贸三期B阶段工程项目能顺利建成并投入运营，公司盈利能力有望进一步增强，自有经营现金流有望顺利偿还本期债券，对本期债券的偿还能力也会有所提高。同时，考虑到公司自

有的商业物业具有很高的市场价值，其对本期债券的本息偿付具有较强的保障能力。

综合来看，考虑到公司作为北京市中央商务区的大规模综合性高档商业物业服务企业，在行业地位、经营实力、品牌知名度、区域环境等方面的竞争优势，加之公司自有物业资产规模较大，地理位置优越，存在较大的升值潜力，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、综合评价

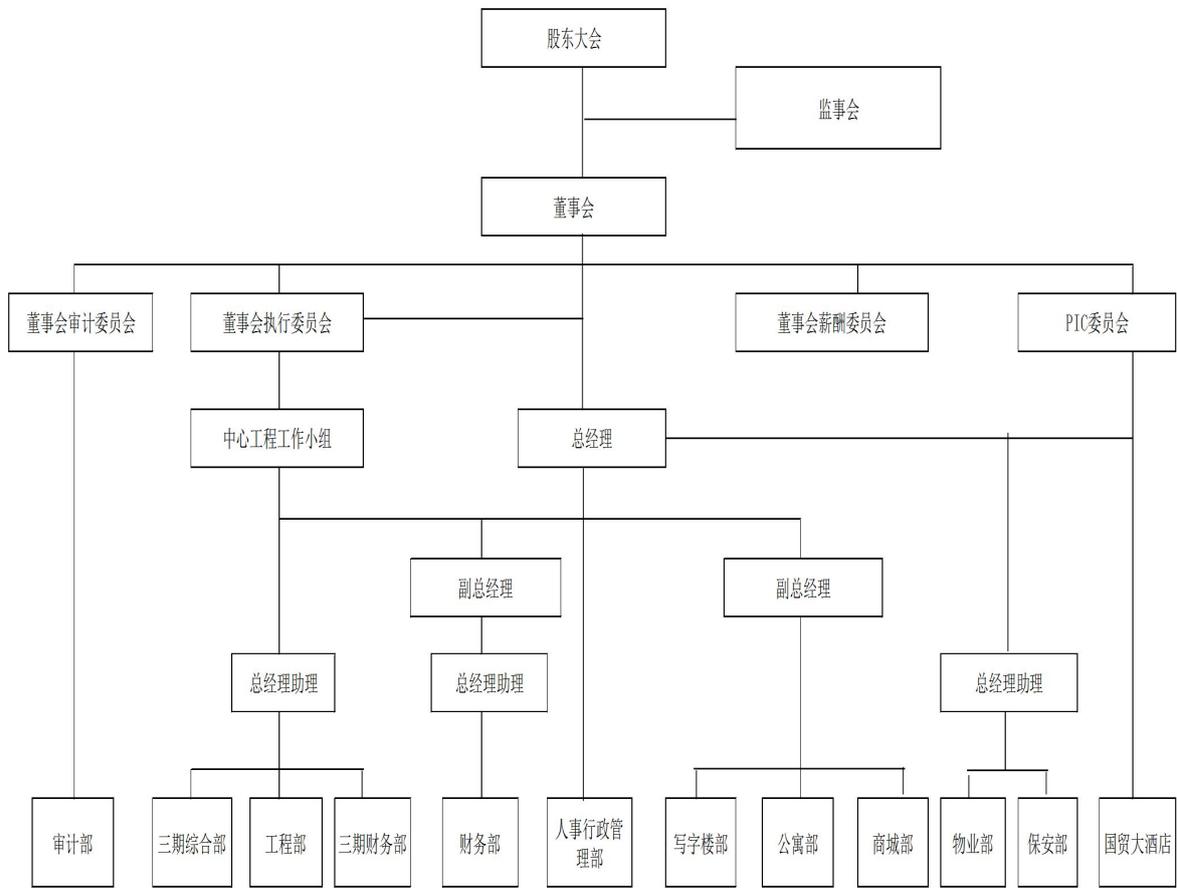
近年来，北京市经济发展态势良好，商业地产市场景气度较高，公司主营的高端商业物业租赁业务面临较好的外部发展环境。

中国国贸自有物业资产规模较大，位置优越，存在较大的升值潜力，同时公司物业租金水平不断提升，出租率维持在较高水平，公司经营发展前景广阔。国贸一期、二期等物业资产投建运营时间较早，资产增值幅度较大，国贸三期 A 阶段投入运营带动公司收入及利润水平大幅提升。

目前，公司资产规模较大，资产质量良好，负债水平适中、债务结构合理，盈利能力较好，偿债能力较强。未来随着国贸三期 B 阶段项目的投入运营，公司盈利水平有望进一步提升，企业竞争力有望进一步增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

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，中国国贸拟发行的公司债券到期不能偿付本息的风险很低。

附件 1 截至 2015 年 6 月末公司组织结构图



附件 2 中国国际贸易中心股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	93.71	93.21	97.06	98.30
所有者权益 (亿元)	46.96	48.60	52.25	53.29
短期债务 (亿元)	0.00	0.00	10.00	10.01
长期债务 (亿元)	38.26	36.00	25.96	24.97
全部债务 (亿元)	38.26	36.00	35.96	34.98
营业收入 (亿元)	19.80	20.50	22.34	10.95
净利润 (亿元)	3.83	3.26	5.37	3.05
EBITDA (亿元)	10.93	9.77	12.04	--
经营性净现金流 (亿元)	9.80	10.97	10.89	5.67
应收账款周转次数 (次)	12.13	12.82	15.12	--
存货周转次数 (次)	34.24	36.41	43.17	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.22	0.23	0.11
现金收入比率 (%)	99.48	101.34	100.19	102.77
总资产收益率 (%)	7.01	5.89	7.96	3.46
总资产报酬率 (%)	7.76	6.51	9.11	4.17
净资产收益率 (%)	8.39	6.82	10.65	5.79
营业利润率 (%)	41.43	42.61	44.07	46.80
费用收入比 (%)	17.08	14.23	12.58	10.78
资产负债率 (%)	49.89	47.86	46.16	45.79
全部债务资本化比率 (%)	44.90	42.55	40.76	39.63
长期债务资本化比率 (%)	44.90	42.55	33.19	31.90
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.59	4.54	5.89	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.29	0.27	0.33	--
流动比率 (倍)	0.78	0.73	0.52	0.43
速动比率 (倍)	0.74	0.69	0.51	0.42
现金短期债务比 (倍)	--	--	0.79	0.67
经营现金流流动负债比率 (%)	115.44	127.50	57.79	--

注：2015 年半年度财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(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
短期偿债能力指标	
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)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
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 4 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 中国国际贸易中心股份有限公司 2015 年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，联合评级将在本期债券存续期内，每年中国国际贸易中心股份有限公司年度报告出具后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中国国际贸易中心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。中国国际贸易中心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国国际贸易中心股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现中国国际贸易中心股份有限公司或本期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，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如中国国际贸易中心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，可宣布信用等级暂时失效，直至中国国际贸易中心股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送中国国际贸易中心股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十月二十九日

