



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪097号

中华企业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中华企业股份有限公司2013年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本期债券信用等级维持为AA⁺，主体信用等级降为AA⁻，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月十八日

中华企业股份有限公司 2013 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	中华企业股份有限公司
担保主体	上海地产（集团）有限公司
发行规模	人民币 15.50 亿元
存续期限	5 年期（2014/10/14-2019/10/14），附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。
上次评级时间	2015/05/18
上次评级结果	债项级别 AA⁺ 主体级别 AA 列入信用评级观察名单
跟踪评级结果	债项级别 AA⁺ 主体级别 AA⁻ 评级展望 稳定

概况数据

中华企业	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	79.78	73.49	42.65	40.85
总资产（亿元）	363.85	408.14	366.18	369.60
总债务（亿元）	207.47	236.28	181.92	191.84
营业总收入（亿元）	67.58	44.15	46.54	11.67
营业毛利率（%）	41.01	22.18	21.37	22.04
EBITDA（亿元）	16.27	10.81	-12.39	-
所有者权益收益率（%）	5.93	-6.00	-65.67	-7.92
资产负债率（%）	78.07	81.99	88.35	88.95
总债务/EBITDA（X）	12.75	21.85	-14.68	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.81	0.51	-0.68	-
上海地产集团	2013	2014	2015	
所有者权益（亿元）	285.58	359.59	664.03	
总资产（亿元）	1,255.60	1,482.27	2,193.25	
总债务（亿元）	677.04	780.15	703.55	
营业总收入（亿元）	239.01	223.56	257.40	
营业毛利率（%）	35.26	31.35	28.30	
EBITDA（亿元）	50.78	49.87	39.09	
所有者权益收益率（%）	4.10	0.62	-3.06	
资产负债率（%）	77.26	75.74	69.72	
总债务/EBITDA（X）	13.33	15.64	18.00	
EBITDA 利息倍数（X）	2.05	1.69	1.11	

注：1、上述所有者权益含少数股东权益；

2、中华企业 2013 年财务数据经过重述，2016 年 1 季度所有者权益收益率已经年化处理；

3、地产集团 2013 年财务数据经过重述，2015 年财务数据未经审计（此处报表未经审计系因地产集团尚未完成审计报告盖章流程而无法提供完整版审计报告所致），地产集团利息支出未包含资本化利息。

基本观点

2015 年，中华企业股份有限公司（以下简称“中华企业”或“公司”）进一步加大销售力度，销售规模及资金回笼均有所回升；同时，公司调整发展战略，未来将逐步融入上海地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）城市更新平台战略，实现向城市更新平台综合服务商的转型。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）同时也关注到公司土地储备规模较小，结算毛利率持续下滑，加之当年计提大额存货跌价准备，盈利能力及自有资本实力均受到较大影响，以及财务杠杆水平仍处于高位等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评将中华企业主体信用等级降为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“中华企业股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。本次债券级别主要考虑了上海地产（集团）有限公司（以下简称“地产集团”）提供的全额不可撤销连带责任担保而对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 销售业绩提升，资金回笼增加。针对近年来较大的去化压力，2015 年以来公司持续加大销售力度，存量房销售及资金回笼均有一定提升，全年共实现合同销售面积 34.84 万平方米，合同销售金额 80.65 亿元，分别同比增长 56.73% 和 49.80%，同期经营性净现金流亦增至 43.58 亿元；另外 2015 年末公司预收账款余额 78.01 亿元，可为未来业绩增长提供一定保障。
- 地产集团综合实力雄厚。作为上海市国资委下属的大型企业，地产集团在上海市国资改革中定位为功能类企业，可获得政府较大力度支持，综合实力雄厚，其能够为本次债券本息的偿还提供有力的保障；同时，公司未来将逐步融入地产集团城市更新平台战略，可为其未来

发展提供一定支撑。

分析师

庞珊珊 sspang@ccxr.com.cn

龚天璇 txgong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年5月18日

关注

- 土地储备规模较小。2015 年以来公司仅通过参股新增上海世博片区 2 宗地块,年末除上述地块以外土地储备仅包括崇明滩涂用地,土地性质为农业用地,目前公司土地储备规模较小,对未来发展形成一定限制。
- 自身业务盈利下滑。公司开发周期较长易导致开发成本尤其是财务成本的上升,在当前市场环境下,公司销售毛利持续下滑,2015 年经营性业务利润呈现亏损状态。
- 公司计提大额存货跌价准备。2015 年公司对杭州中企御品湾、上海朱家角古北香堤艺墅、上海美兰湖铂珏公寓、上海松江誉品谷水湾豪庭一期、江阴中企上城、江阴誉品尚海荟共计提了 21.67 亿元的存货跌价准备,导致当年出现较大经营亏损,并导致其自有资本实力大幅下滑。
- 财务杠杆偏高。2015 年末公司总债务规模及融资成本尽管均有所下降,但受自有资本实力下滑的影响,其财务杠杆水平仍偏高,期末资产负债率和总资本化比率分别达到了 88.35% 和 81.01%,分别较上年增加了 6.36 和 4.73 个百分点,仍处于行业相对较高水平,财务稳健性仍有待提升。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

中华企业股份有限公司 2013 年公司债券（债券简称为“13 中企债”，债券代码为 122330，以下简称“本次债券”）于 2014 年 10 月 17 日完成发行，最终发行规模为 15.5 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次发行募集资金净额为 15.25 亿元，募集资金已于 2014 年 10 月 17 日全部到位，并已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

重大事项

鉴于公司 2014 年度、2015 年度连续两个会计年度经审计的归属于上市公司股东的净利润为负值，根据《上海证券交易所股票上市规则》、《上海证券交易所公司债券上市规则》的有关规定，公司根据上海证券交易所发来的《关于中华企业股份有限公司 2013 年公司债券实施暂停上市的决定》，公司“13 中企债”自 2016 年 3 月 28 日起暂停上市，债券简称由“13 中企债”更名为“中债暂停”，债券代码不变。在本次债券暂停上市期间，公司将继续履行有关法规及《上海证券交易所公司债券上市规则》规定的债券发行人有关义务。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，我国房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土

地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1,155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，房地产市场去化情况的区域差异值得关注。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金

贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

针对近年来较大的去化压力，2015 年以来公司持续加大销售力度，将业务重心集中于存量房销售及资金回笼，并相应放缓开发节奏，全年新开工面积及年末在建面积均有较大下降

公司主要立足于上海拓展长三角市场，项目主要集中在上海及周边二、三线城市，产品主要定位中高端，因前期房地产调控政策持续不放松，影响公司布局的上海、杭州及苏州等地市场不如预期，其项目销售面临较大的去化压力。针对于此，跟踪期内公司通过提升产品附加值，优化项目配套功能，加大促销力度等一系列措施推进项目去化，全年共实现合同销售面积 34.84 万平方米，同比增长 56.73%；合同销售金额 80.65 亿元，同比增长 49.80%。具体从项目来看，2015 年公司房地产销售主要来自于尚汇豪庭、无锡中城誉品、铂钰公馆、誉品谷水湾和江阴尚海荟等项目，当年上述项目分别实现合同销售金额 33.21 亿元、6.07 亿元、8.53 亿元、10.53 亿元和 4.60 亿元，占当年合同销售总

额的比重分别为 41.18%、7.53%、10.58%、13.06% 和 5.70%。

从结算情况来看，受益于待结算资源的增长，公司 2015 年房地产项目实现结算面积 20.96 万平方米，同比上年增长 11.08%；而受项目所处区域和产品类型以及价格不达预期的影响，公司当期结转项目的结算均价有所下降，2015 年共实现结算金额为 37.20 亿元，同比小幅下滑 0.91%。同时，公司近年来结算面积持续低于竣工面积，显示出公司销售进度仍滞后于项目开发进度，公司仍存在较大的项目去化压力。具体从结算产品来看，2015 年公司结算项目主要包括松江誉品谷水湾、铂钰公馆、江阴尚海荟、印象春城和朱家角香堤艺墅等项目，基本集中于上海市，上述项目结算金额分别为 10.00 亿元、7.71 亿元、5.11 亿元、4.77 亿元和 4.16 亿元，合计占当年结算总金额的比重达 85.35%。

表1：2013~2015年公司房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元

项目	2013	2014	2015
当年开工面积	23.20	60.00	3.72
当年竣工面积	33.40	86.84	31.98
销售面积	26.46	22.23	34.84
结算面积	25.87	18.87	20.96
当年销售金额	60.67	53.84	80.65
当年结算金额	61.29	37.54	37.20
租赁面积	29.83	29.83	15.37

注：公司 2013 年财务数据进行了追溯调整，但表中业务运营数据未经相应的追溯调整。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，针对去化压力以及平衡资金压力，2015 年公司大幅放缓房地产项目开发节奏，当年开工面积由上年的 60 万平方米大幅下降至 3.72 万平方米；竣工面积亦由上年的 86.84 万平方米下滑至 31.98 万平方米。截至 2015 年末，公司在建项目共有 6 个，规划建筑面积合计为 136.75 万平方米，计划总投资 216 亿元，累计已投资 171.36 亿元，尚需投资 44.64 亿元。2016 年公司预计在建面积为 120.24 万平方米，预计新开工面积 18.08 万平方米，竣工面积 93.29 万平方米。

表2：截至2015年末公司在建项目明细

单位：万平方米、亿元、%

地区	名称	类型	建筑面积	计划总投资	累计已投资	尚需投资	累计已售	持股比例
上海市嘉定区	安亭萃庭	商住	16.85	14	8.87	5.13	6.48	87.5
上海市徐汇区	尚汇豪庭	公寓	38.6	80	52.17	27.83	51.93	71
苏州平江区	苏州中华园	别墅	5.2	12	10.87	1.13	-	100
无锡市	无锡中城誉品	商住	38.6	30	23.97	6.03	8.93	71.6
杭州市江干区	杭州中企御品湾	公寓	22.3	55	49.93	5.07	-	100
上海市青浦区	古北香堤艺墅	别墅	15.2	25	25.55	5.13	6.52	87.5
合计	-	-	136.75	216	171.36	44.64	73.86	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司调整战略发展方向，未来将通过融入地产集团城市更新平台战略，逐步实现向城市更新平台综合服务商的转型；跟踪期内公司仅通过参股取得 2 宗地块，目前土地储备规模相对较小，或对未来发展形成一定限制

2015 年公司通过参股新增 2 宗地块，分别为上海世博会地区城市最佳实践区 E08-01A 地块(南楼)和上海世博会地区城市最佳实践区 E06-04A 地块(北楼)，土地储备面积分别为 1.29 万平方米和 1.14 万平方米，土地取得成本分别为 6.32 亿元和 5.18 亿元，公司占上述地块项目股权 25%。截至 2015 年末，除上述地块外，公司土地储备项目主要为上海崇明前哨农场地块和上海市崇明八亩水闸东侧地块，土地面积合计 310.33 万平方米，目前该地块用地性质为农业用地，短期内暂无开发规划。整体来看，目前公司土地储备规模较小，可能面临后续项目储备不足的情况，未来短期内公司需新增土地储备。同时，考虑到当前在建项目和未来进行土地储备的资金需求，公司仍存在一定的资金支出压力，其在售项目的销售进度及资金回笼周转情况以及可运用的融资渠道和融资规模，都将对其业务的可持续发展形成重要影响，中诚信证评将持续关注公司的项目开发进度及资金周转状况。

此外，2015 年公司明确融入地产集团城市更新平台的战略，未来将通过联合拿地、合作开发等方式积极增加土地储备，并转型为城市更新平台综合服务商，通过提供代建、提供城市更新服务等实现轻资产运作，但上述转型的成功与否仍待进一步关注。

受 2014 年以来公司转让部分商业及办公楼物业影响，2015 年公司持有型物业出租面积及出租收入均有较大下滑，短期内可为其带来稳定租金收入的物业主要为古北国际财富中心二期商业及办公楼物业

表3：2015年公司主要商业地产租赁情况

单位：平方米、万元

项目	业态	建筑面积	2015 年末出租率	2015 年租金收入
古北国际花园	商铺	1,763	100%	635.06
古北国际财富中心二期	购物中心	60,287	100%	6,161.37
古北国际财富中心二期	办公	65,260	99.50%	20,508.23
淮海公寓	住宅	6,404	76%	1,288.21
杭州锦华大酒店	酒店	21,100	-	350.00
上海零星物业	-	-	-	5,030.24
合计	-	154,814	-	33,973.11

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

持有型物业出租方面，2014 年公司通过转让股权的方式完成古北财富中心一期和华宁国际广场的去化等，同时 2015 年公司未新增持有型物业，截至 2015 年末公司出租物业主要为购物中心及商铺（古北财富中心二期和古北国际花园的购物中心及商铺）、办公楼（古北财富中心二期的办公物业部分）、住宅物业（淮海公寓）和酒店物业（杭州锦华大酒店），除零星物业以外建筑面积合计约 15.48 万平方米；当年实现租赁收入 3.40 亿元，同比下滑 19.54%。短期来看，可为公司带来较为稳定的租金收入的持有型物业主要为古北国际财富中心二期，其商业楼部分可租面积约 6 万平方米，通过定制型合作开发模式出租给日本高岛屋用于其经营百货店，租期为 20 年，2015 年公司对高岛屋

租金作出一定调整，当年确认租金收入 0.62 亿元；办公楼部分建筑面积约 6.53 万平方米，目前出租率约 99.50%，2015 年实现租金收入约 2.05 亿元，合计约 2.67 亿元。

整体来看，当前公司持有的优质物业在用作出租时可为公司贡献较为稳定的租赁收益和现金流，同时公司也可根据实际的资金需求状况对持有型物业进行选择出售，分享资产升值利润，可在一定程度上分散公司整体经营风险，能对公司长期发展起到一定的支撑。

财务分析

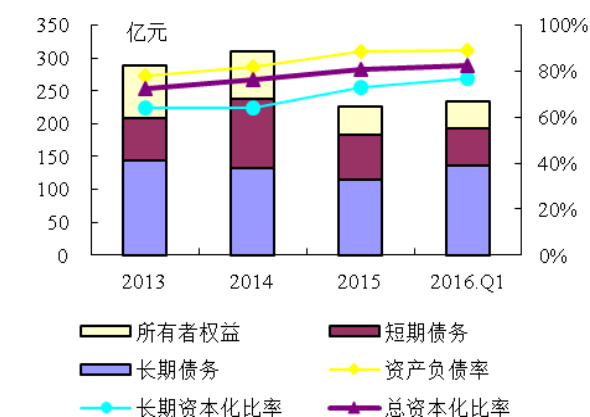
下列财务分析主要基于公司提供的经立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2013~2015 年合并财务报告，以及未经审计的 2016 年度 1 季报合并财务报表，其中 2013 年财务数据进行了重述。

资本结构

根据《企业会计准则》和公司会计政策、会计估计的相关规定，2015 年末公司对所有已售项目根据实际销售价格并结合年度销售计划确认资产减值准备，2015 年度公司共计提存货跌价准备 21.67 亿元，并由此导致公司大额亏损。受此影响，2015 年公司总资产及所有者权益规模均大幅下滑，截至 2015 年末，公司总资产为 366.18 亿元，同比下降 10.28%；年末所有者权益余额为 42.65 亿元，同比下降 41.96%。负债方面，公司 2015 年末负债总额为 323.53 亿元，同比下降 3.33%。

财务杠杆方面，受净资产规模大幅下降影响，2015 年末公司资产负债率、总资本化比率分别达到了 88.35% 和 81.01%，分别较上年增加了 6.36 和 4.73 个百分点；年末公司净负债率为 229.43%，较上年下降 29.02 个百分点。近三年公司资产负债率和总资本化比率呈现不断上升的趋势，公司杠杆比率仍处于高位，财务压力加大。从最近数据来看，2016 年 3 月 31 日公司资产负债率为 88.95%，与期初基本持平，总资本化比率则继续略增至 82.45%。

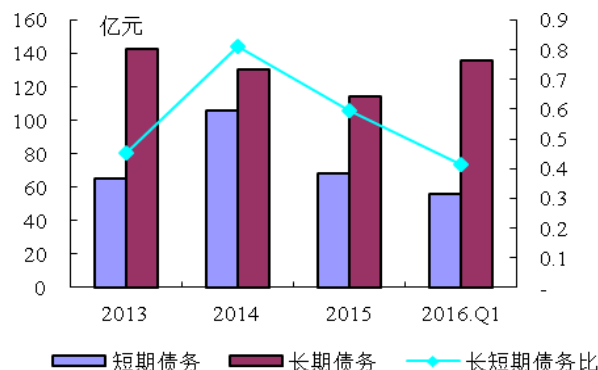
图1：2013~2016.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，2015 年以来公司逐步压缩计息负债，降低资金杠杆及减少财务成本，2015 年末公司总债务余额由上年的 236.28 亿元下降至 181.92 亿元。债务期限结构方面，同时，公司于 2015 年 3 月启动申请发行票面总额不超过 50 亿元公司债，截至 2015 年末已获批 38 亿元额度；同时，2015 年公司偿还约 14 亿元的信托贷款，其当年债务期限结构明显优化，期末公司短期债务和长期债务余额分别为 67.91 亿元和 114.00 亿元，长短期债务比亦由上年的 0.81 降至 0.60。

图2：2013~2016.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年以来公司逐步缩减负债规模，债务期限结构亦有所改善；但受大规模计提减值损失的影响，公司自有资本实力大幅下滑，财务杠杆比率仍未能得到有效改善，仍处于行业高位水平，中诚信证评对公司财务结构的稳健性及可能面临的债务压力给予持续关注。

流动性

如前所述，2015 年公司根据存货成本与可变现净值测算存货跌价准备后，对在开发项目共计提存货跌价准备 21.67 亿元，导致 2015 年末公司流动资

产规模合计为 312.40 亿元，同比下降 12.53%；期末流动资产占总资产的比重为 85.31%，较上年下降 2.19 个百分点。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2015 年末两项占流动资产的比重为 96.26%。

表4：2013~2015年末公司流动资产分析

指标	2013	2014	2015
流动资产/总资产	83.87%	87.50%	85.31%
存货/流动资产	90.62%	85.64%	82.22%
货币资金/流动资产	8.00%	12.98%	14.04%
(存货+货币资金)/流动资产	98.62%	98.62%	96.26%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015 年度公司转让上海国际汽车城置业有限公司 40%股权，并不再将其纳入合并范围，因此原上海国际汽车城置业有限公司所拥有的安亭新镇 12#地块等开发成本以及风苑小区等开发产品相应从合并报表中减少，公司 2015 年末存货账面余额为 286.90 亿元，同比下降 9.21%。同时如前所述，公司 2015 年对开发项目杭州中企御品湾、上海朱家角古北香堤艺墅、上海美兰湖铂珏公寓、上海松江誉品谷水湾豪庭一期、江阴中企上城、江阴誉品尚海荟共计提存货跌价准备 21.67 亿元，导致当年存货账面价值下降至 256.84 亿元，同比下降 16.02%。从年末存货构成来看，存货中开发成本占存货净额的 68.41%，开发成本占比同比减少了 7.11 个百分点，而开发产品占比则大幅提升至 31.58%。公司竣工待售存货的持续上升使其面临较大的销售压力。

表5：2013~2015年公司存货明细

单位：亿元

项 目	2013	2014	2015
开发成本	242.39	230.97	175.71
开发产品	34.10	74.85	81.11
开发成本/存货	87.66%	75.52%	68.41%
开发产品/存货	12.33%	24.47%	31.58%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司施行“稳健经营、持续发展”的经营理念，开发的安全性和项目品质得到保证，但因前期受房地产调控政策影响较大，公司存货去化速度放缓，2015 年存货周转率和总资产周转率分别为 0.13 次和 0.12 次，较上年度均有所下降，公司资产周转效率亟需得到改善。

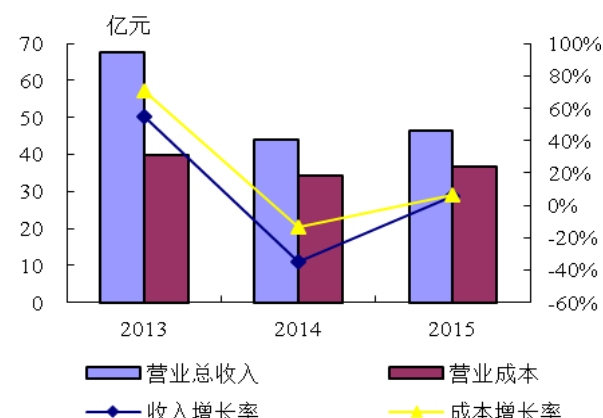
在经营性现金流方面，2015 年项目开发的资本支出规模有所下降，加之受益于当期项目销售资金回笼规模大幅增加，2015 年公司经营性现金流净额由负转正，为 49.28 亿元，较上年有较大好转。

货币资金方面，截至 2015 年末，公司的货币资金余额为 43.86 亿元，同比下降 5.37%，但受益于债务规模下降，同期末公司货币资金/短期债务为 0.65 倍，同比略有增加，对短期债务的保障有所改善。

总体来看，公司年内对开发项目计提大额减值准备，存货构成中开发产品规模及占比较上年仍有增长，或使其面临较大的销售压力。但随着公司销售力度加大以及销售资金回笼，公司 2015 年经营性现金流呈净流入状态，其整体资金压力有所缓解。

盈利能力

图3：2013~2015年公司收入及成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从收入规模看，受房地产调控和项目开发及销售进程的影响，公司营业收入表现出较为明显的波动性。2015 年公司结转收入规模扩大，全年实现营业收入 46.54 亿元，同比增长 5.42%。2014 年以来持续受开发周期较长导致成本（尤其是财务成本）上升以及部分高价地项目进入结算期影响，加上结转项目所处区域和产品类型的不同，公司毛利率水平持续下滑，2015 年下降至 21.37%，与行业内其他上市房地产企业相比处于低位。此外，我们也关注到，公司 2015 年末预收款项金额为 78.01 亿元，同比增长 151.69%，可为公司未来 1-2 年的经营业绩提供一定保障。

表6：2013~2015年公司期间费用分析

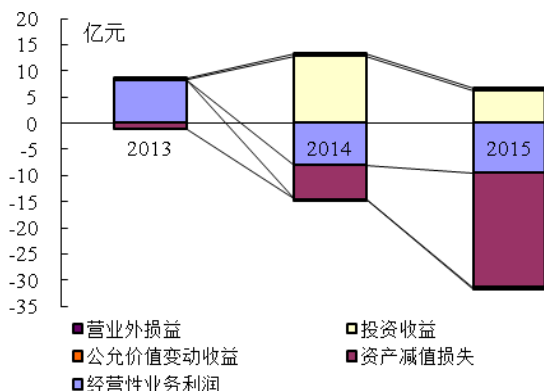
单位：亿元、%

项目	2013	2014	2015
销售费用	1.82	1.70	1.83
管理费用	2.77	2.65	2.84
财务费用	7.33	10.41	11.30
三费合计	11.92	14.76	15.98
营业总收入	67.58	44.15	46.54
三费收入占比	17.64	33.44	34.33

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

费用控制方面，2015 年公司期间费用整体仍呈现一定增长。其中，销售费用 1.83 亿元主要系销售佣金、展览费和广告费等，管理费用 2.84 亿元包括职工薪酬、租赁费、咨询及中介机构费用和办公费等，销售费用和管理费用与上年相比均有所增长；而受前期付息债务规模攀升和综合融资成本较高的影响，公司 2015 年利息支出水平继续增长，加上其中资本化利息的占比下降，导致公司当年财务费用同比增长了 8.54%至 11.30 亿元。2015 年公司期间费用合计 15.98 亿元，同比增长 8.23%；期间费用占收入比重较 2014 年增加了 0.89 个百分点，达到 34.33%，公司期间费用负担较重。

图4：2013~2015年公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2015 年公司利润总额为-25.04 亿元，继 2014 年以来连续两年出现亏损。其中，由于房屋销售结转毛利率水平下降明显，加上高企的期间费用，公司经营性业务利润持续亏损状态，为-9.50 亿元；另一方面，考虑到市场不及预期，2015 年公司对杭州中企御品湾、上海朱家角古北香堤艺墅、上海美兰湖铂珏公寓、上海松江誉品谷水湾豪庭一期、江阴中企上城、江阴誉品尚海荟共计提了 21.93 亿元的资产减值损失。尽管当年公司通过处置股权

及可供出售金融资产等取得了 6.25 亿元的投资收益，但最终仍未能实现盈利。

总体来看，因公司项目定位多为中高端，整体开发周期偏长易导致前期开发成本尤其是财务成本的上升，加上前期部分项目拿地成本较高，在当前市场价格不及预期的环境下，公司销售毛利持续下滑，整体盈利能力不佳。另一方面，公司近三年通过对部分高地价产品计提减值准备，相关部分风险已经释放，未来随着尚汇豪庭和安亭新镇等具有成本优势项目的销售结转，公司盈利能力将有望得到改善。

偿债能力

从债务规模来看，2015 年以来公司逐步压缩计息负债，2015 年末公司总债务规模 181.92 亿元，同比下降 23.07%；短期债务和长期债务分别为 67.92 亿元和 114.00 亿元，其中，短期债务较上年末下降 35.72%，而长期债务下降了 12.72%。

从主要偿债能力指标来看，受经营亏损的影响，2015 年公司 EBITDA 为-12.39 亿元，无法对到期债务形成有效保障。但受益于 2015 年以来公司销售资金回笼规模大幅提升，其经营性净现金流呈大额净流入状态，同期经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.27 倍和 2.71 倍，可对其债务偿还压力形成一定缓释。

表7：2013~2015年公司主要偿债能力指标

项目	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	64.81	105.66	67.92
长期债务（亿元）	142.66	130.62	114.00
长短期债务比	0.45	0.81	0.65
总债务（亿元）	207.47	236.28	181.92
经营性净现金流（亿元）	-5.36	-1.25	49.28
经营净现金流/短期债务（X）	-0.08	-0.01	0.73
经营净现金流/总债务（X）	-0.03	-0.01	0.27
EBITDA（亿元）	16.27	10.81	-12.39
总债务/EBITDA（X）	12.75	21.85	-14.68
EBITDA 利息倍数（X）	0.81	0.51	-0.68

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公司拥有的银行授信总额为 107.3 亿元，未使用授信余额为 25.12 亿元。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，公

司对外担保（不含对子公司的担保）余额为 8.64 亿元，占公司期末净资产（含少数股东权益）的比重为 20.25%。考虑到公司担保主要集中在为关联方提供的担保，公司能够及时了解被担保对象的经营状况，其或有负债风险相对可控。

整体来看，2015 年内公司销售规模有较大提升，经营性净现金流亦得以改善，同时较为充分的待结算资源可为短期内经营业绩提供一定保障。但考虑到公司自身业务盈利能力持续下滑，资产周转率偏慢，加之受计提大额资产减值损失影响，公司 2015 年出现较大经营亏损，并导致其自有资本实力大幅下降，财务杠杆比率居于行业高位水平，中诚信证评持续对公司可能面临的偿债压力予以关注。

担保实力

上海地产（集团）有限公司（以下简称“上海地产集团”或“地产集团”）成立于 2002 年 11 月，注册资本 42 亿元，目前由上海市国有资产监督管理委员会、上海国有资产经营有限公司和上海大盛资产有限公司分别持股 88.10%、9.52%和 2.38%，系上海市人民政府土地储备的运作载体。作为上海市排名前列的大型国有企业，自身实力雄厚，地产集团在创造经济效益的同时承担了部分政府及社会职能，其经营及发展规划在较大程度上取决于上海市政府的整体安排。同时，地产集团在上海市国企改革中被定位为功能类企业，其获得的政府支持力度将持续加大。2014 年 9 月，根据上海市国资委《关于同意上海建材（集团）有限公司 100%股权无偿划转的批复》，上海国盛（集团）有限公司将其持有的上海建材（集团）有限公司（简称“上海建材集团”）100%股权无偿划转至地产集团，地产集团资本实力进一步增强。

2015 年地产集团合并口径实现营业收入 257.40 亿元，较上年增长 7.80%；全年净亏损 20.35 亿元。其中，房地产开发方面，地产集团是上海市保障性住房的主要承担者之一，职能定位重要；当年公司呈净亏损状态主要系下属公司当年计提资产减值损失所致。

表8：上海地产集团2013~2015年部分财务指标

财务指标	2013	2014	2015
资产总额（亿元）	1,255.60	1,482.27	2,193.25
短期债务（亿元）	190.03	277.43	163.66
长期债务（亿元）	487.09	502.72	539.89
总债务（亿元）	677.04	780.15	703.55
净利润（亿元）	11.71	2.24	-20.35
资产负债率（%）	77.26	75.74	69.72
总资本化比率（%）	70.33	68.45	51.44
EBITDA（亿元）	50.78	49.87	39.09
总债务/EBITDA（X）	13.33	15.64	18.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.05	1.69	1.11

注：1、地产集团 2013 年主要财务数据经过重述，上述指标中利息支出未包括资本化利息；2、地产集团 2015 年财务数据未经审计。
资料来源：公司提供、中诚信证评整理

财务结构方面，截至 2015 年 12 月 31 日，上海地产集团合并后总资产为 1,482.27 亿元、总负债为 1,529.23 亿元，资产负债率为 69.72%，总资本化比率为 51.44%，债务水平处于较合理水平。由于地产集团下属房地产开发企业较多，截至 2015 年 12 月 31 日，地产集团预收款项余额为 303.04 亿元，剔除此因素影响后地产集团资产负债率为 64.87%，较上年的 73.40%减少了 8.53 个百分点。此外，2015 年地产集团短期债务/长期债务降至 0.30，债务结构亦有所优化。

偿债能力方面，近年来地产集团债务规模呈现一定波动，2015 年末总债务规模 703.55 亿元，同比下降 9.82%；受计提大额资产减值损失导致盈利能力下滑影响，当年总债务/EBITDA 之值由上年的 15.64 倍增加至 18.00 倍，地产集团债务压力有所加大。此外，2015 年地产集团 EBITDA 利息倍数由上年的 1.69 倍继续降至 1.11 倍，其可支配现金流对当期利息的保障能力仍显不足。另外，2015 年地产集团经营活动现金净流入 43.58 亿元，其经营活动净现金/短期债务为 0.27 倍。

或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，地产对外集团担保（不含对子公司担保）余额为 18 亿元，占其期末净资产（含少数股东权益）的比重为 2.71%，或有负债风险仍相对可控。

银行授信方面，截至 2015 年 12 月 31 日，地产集团拥有银行授信额度 429 亿元，未使用余额 163，备用流动性比较充裕，融资渠道相对比较通

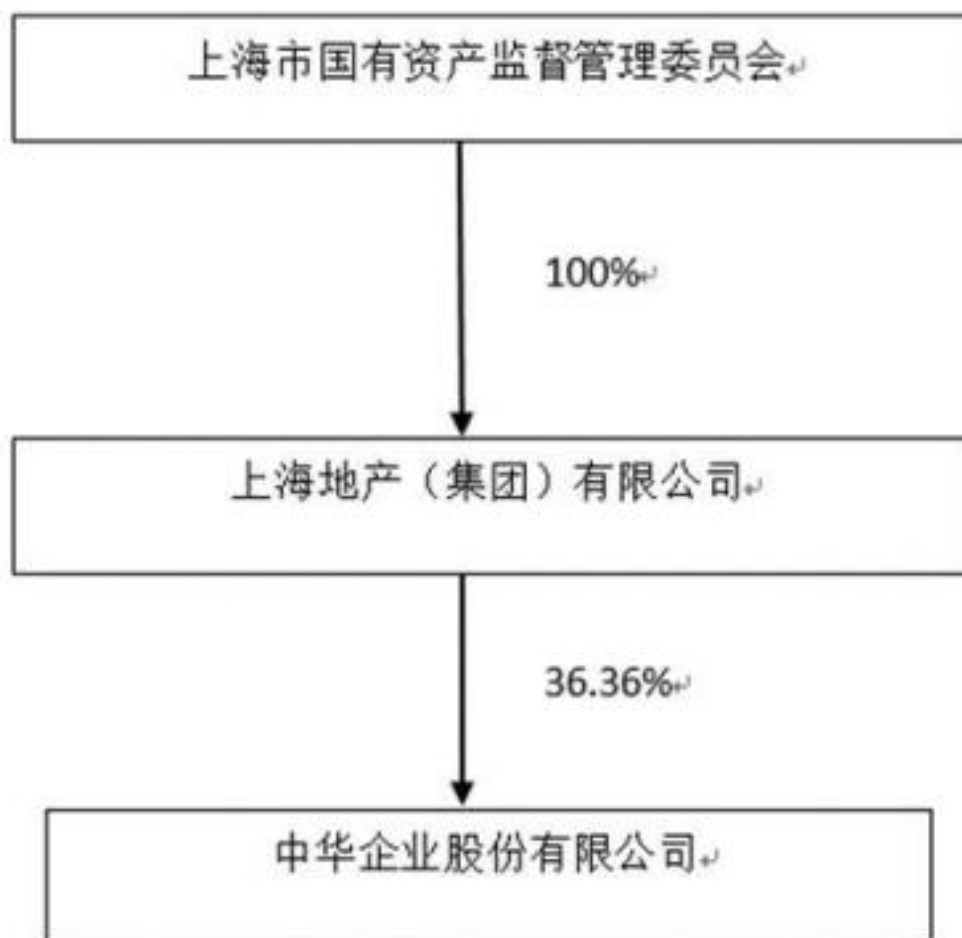
畅。

总体来看，尽管地产集团在 2015 年盈利能力有所弱化，但其资本实力较强，财务弹性也较好，同时中诚信证评着重考虑其承担了部分政府及社会职能，政府背景雄厚，在业务及政策层面上均得到上海市政府较大力度的支持，具备极强的整体抗风险能力，能够为本次债券本息的偿还提供有力的保障。

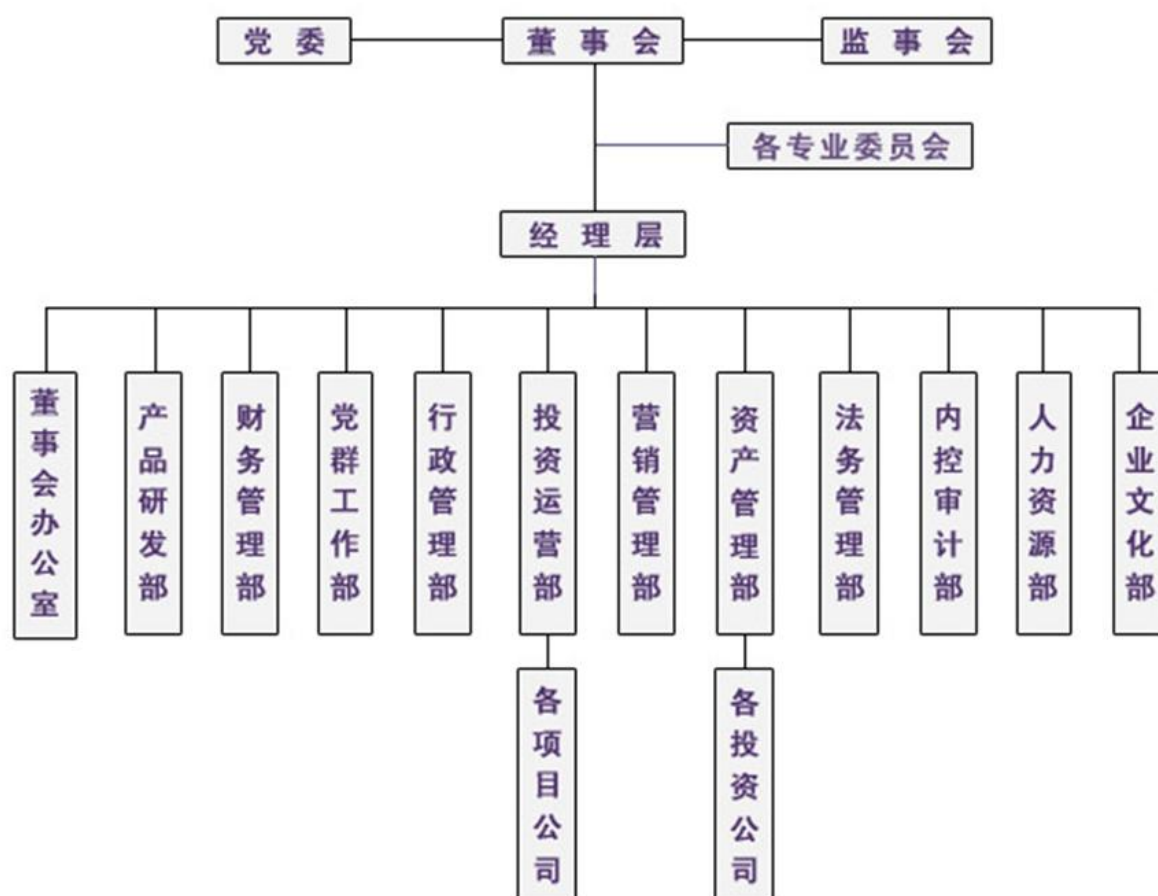
结 论

综上，中诚信证评将中华企业的主体信用等级降为 **AA⁻**，评级展望为稳定；维持“中华企业股份有限公司 2013 年公司债券”信用等级为 **AA⁺**。

附一：中华企业股份有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）



附二：中华企业股份有限公司组织结构图（截至2015年12月31日）



附三：中华企业股份有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	244,257.43	463,461.58	438,569.71	578,306.51
应收账款净额	3,586.02	400.87	504.68	930.91
存货净额	2,765,191.41	3,058,543.49	2,568,418.25	2,467,792.29
预收账款	227,606.06	309,957.39	780,145.61	857,092.38
流动资产	3,051,450.43	3,571,458.36	3,123,962.73	3,179,581.98
长期投资	168,789.32	194,101.49	210,940.49	194,823.88
固定资产合计	357,188.57	271,329.98	271,884.57	269,582.70
总资产	3,638,465.12	4,081,447.18	3,661,757.33	3,696,011.97
短期债务	648,092.80	1,056,638.65	679,194.69	560,897.41
长期债务	1,426,597.82	1,306,202.01	1,140,022.94	1,357,544.19
总债务（短期债务+长期债务）	2,074,690.61	2,362,840.66	1,819,217.63	1,918,441.59
总负债	2,840,655.88	3,346,543.46	3,235,254.85	3,287,556.37
所有者权益（含少数股东权益）	797,809.24	734,903.72	426,502.48	408,455.60
营业总收入	675,794.31	441,523.16	465,446.89	116,650.88
三费前利润	201,545.94	67,423.84	64,832.27	19,047.71
投资收益	2,024.87	129,241.20	62,514.19	2,012.90
净利润	47,295.41	-44,094.41	-280,081.41	-8,085.31
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	162,662.32	108,144.50	-123,910.50	-
经营活动产生现金净流量	-53,631.39	-12,499.66	492,787.44	47,573.05
投资活动产生现金净流量	-154,245.80	188,032.02	-9,267.57	13,121.75
筹资活动产生现金净流量	131,897.29	35,168.38	-532,014.47	79,041.99
现金及现金等价物净增加额	-75,980.56	210,700.82	-48,494.60	139,736.79
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	41.01	22.18	21.37	22.04
所有者权益收益率（%）	5.93	-6.00	-65.67	-7.92
EBITDA/营业总收入（%）	24.07	24.49	-26.62	-
速动比率（X）	0.20	0.25	0.27	0.37
经营活动净现金/总债务（X）	-0.03	-0.01	0.27	0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.08	-0.01	0.73	0.34
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.27	-0.06	2.71	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.81	0.51	-0.68	-
总债务/EBITDA（X）	12.75	21.85	-14.68	-
资产负债率（%）	78.07	81.99	88.35	88.95
总资本化比率（%）	72.23	76.28	81.01	82.45
长期资本化比率（%）	64.13	63.99	72.77	76.87

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2013 年财务数据经过重述；
3、2016 年 1 季度所有者权益收益率经年化处理。

附四：上海地产（集团）有限公司（合并报表）主要财务数据及财务指标

财务数据(单位：万元)	2013	2014	2015
货币资金	1,523,237.96	1,552,515.81	2,777,493.16
应收账款净额	92,094.07	133,752.41	156,721.01
存货净额	8,121,168.50	9,289,622.36	10,977,679.35
流动资产	10,377,887.59	11,639,898.17	15,194,371.29
长期投资	696,678.58	846,895.99	3,906,514.58
固定资产合计	1,073,881.97	1,715,849.66	2,187,241.16
总资产	12,556,008.47	14,822,721.42	21,932,531.20
短期债务	1,900,345.89	2,774,297.38	1,636,556.14
长期债务	4,870,087.44	5,027,167.15	5,398,935.89
总债务（短期债务+长期债务）	6,770,433.34	7,801,464.52	7,035,492.03
总负债	9,700,180.95	11,226,814.41	15,292,260.37
所有者权益（含少数股东权益）	2,855,827.53	3,595,907.01	6,640,270.83
营业总收入（主营业务收入）	2,390,109.65	2,235,577.85	2,573,969.26
三费前利润（主营业务利润）	620,182.47	539,917.76	-54,690.17
投资收益	52,271.33	241,830.88	460,232.43
净利润	117,064.09	22,359.33	-203,496.37
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	507,795.19	498,683.84	390,931.78
经营活动产生现金净流量	-346,442.59	-554,029.74	435,767.53
投资活动产生现金净流量	18,175.33	408,965.13	-38,812.02
筹资活动产生现金净流量	340,098.97	155,109.61	331,723.98
现金及现金等价物净增加额	11,815.67	10,108.35	728,034.78
财务指标	2013	2014	2015
毛利率（%）	35.26	31.35	28.30
所有者权益收益率（%）	4.10	0.62	-3.06
EBITDA/营业收入（%）	21.25	22.31	15.19
速动比率（X）	0.48	0.40	0.59
经营活动净现金/总债务（X）	-0.05	-0.07	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.18	-0.20	4.30
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.40	-1.87	1.23
EBITDA 利息倍数（X）	2.05	1.69	1.11
总债务/EBITDA（X）	13.33	15.64	18.00
资产负债率（%）	77.26	75.74	69.72
总资本化比率（%）	70.33	68.45	51.44
长期资本化比率（%）	63.04	58.30	44.84

注：1、上述所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、地产集团 2013 年财务数据经过重述，2015 年财务数据未经审计（此处报表未经审计系因地产集团尚未完成审计报告盖章流程而无法提供完整版审计报告所致）；

3、地产集团利息支出未含资本化利息。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。