

跟踪评级公告

联合[2018]1273 号

重庆协信远创实业有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

重庆协信远创实业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

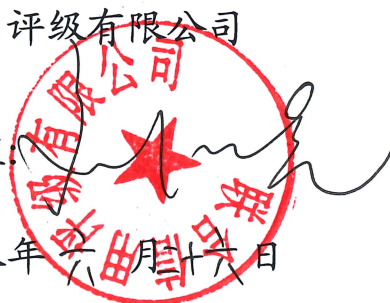
重庆协信远创实业有限公司公开发行的“16 协信 03”、“16 协信 05”、“16 协信 06”和“16 协信 08”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十八日



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>

重庆协信远创实业有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 协信 03	20 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2017 年 6 月 21 日
16 协信 05	12.6 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2017 年 6 月 21 日
16 协信 06	10 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2017 年 6 月 21 日
16 协信 08	5.4 亿元	5 年(3+2)	AA	AA	2017 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项 目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	629.62	748.04
所有者权益（亿元）	130.53	168.81
长期债务（亿元）	277.57	267.66
全部债务（亿元）	339.01	389.24
营业收入（亿元）	119.24	94.48
净利润（亿元）	7.37	2.31
EBITDA（亿元）	18.11	14.74
经营性净现金流（亿元）	-16.02	6.27
营业利润率（%）	14.86	11.89
净资产收益率（%）	5.31	1.54
资产负债率（%）	79.27	77.43
全部债务资本化比率（%）	72.20	69.75
流动比率（倍）	2.34	1.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.52
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.31

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、其他应付款中部分有息债务计入短期债务。

评级观点

2017 年，重庆协信远创实业有限公司（以下简称“公司”或“协信远创”）加大了拿地力度，项目区域布局进一步优化；公司继续加快开工节奏，新开工面积和期末在建面积大幅增长；公司继续加快推盘速度，协议销售面积和金额保持增长。2017 年，绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”）以股权转让及增资的方式入股公司，在补充公司流动性的同时，有望给公司未来发展提供一定支持。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司项目区域集中度较高，在建项目未来资本支出压力大，债务负担仍属较重，对外担保规模较大，利润对公允价值变动收益较为依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好水平。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 协信 03”、“16 协信 05”、“16 协信 06”和“16 协信 08”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2017 年，公司加大了拿地力度，项目区域布局进一步优化；公司土地储备规模较大，土地储备大部分位于一、二线城市，项目所处地区经济发展水平较高，土地储备质量较好。

2. 2017 年，公司继续加快开工节奏和推盘速度，协议销售面积和金额保持增长。

3. 2017 年，绿地集团对公司投资入股完成，公司资本实力有所增强。

关注

1. 2017 年以来，全国楼市调控长期化，楼市调控政策可能会对公司经营发展形成一定影响。

2. 公司在建、拟建项目尚需投资金额较大，公司未来面临较大的资本支出压力；公司在建、拟建项目规划建筑面积和在售项目剩余可售面积近半位于重庆，区域集中度较高，若未来区域地产市场出现较大波动，或区域政策出现重大变化，可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响。

3. 2017 年，公司收入规模有所减少，毛利率水平有所降低；公司营业利润对公允价值变动收益依赖很高；整体盈利能力较为一般。

4. 公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用；公司短期债务规模较大，且应付债券集中于2018~2019年面临回售或到期，届时公司面临较大集中偿付压力。

5. 公司对外担保规模较大，若被担保企业经营不善，公司将面临一定或有负债风险。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

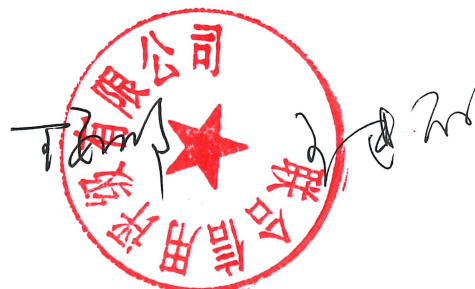
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



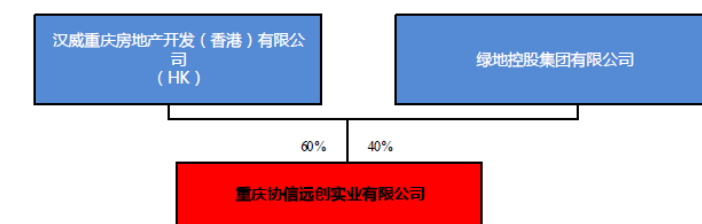
联合信用评级有限公司

一、主体概况

重庆协信远创实业有限公司（以下简称“公司”或“协信远创”）前身为重庆机动车交易市场有限公司，成立于1999年3月，由重庆协信控股（集团）有限公司（以下简称“协信集团”）、周涛与陈渝康共同出资设立，初始注册资本为500万元。2008年1月，协信集团与汉威重庆房地产开发（香港）有限公司（HCP Chongqing Property Development (HK) Co., Limited）（以下简称“汉威香港”）签署《股权转让协议》，汉威香港以人民币2.37亿元的等额美元价格购买协信集团所持有的公司100%的股权。2008年2月，经公司股东决定，公司更名为重庆协信远创房地产开发有限公司。2008年4月，重庆市对外贸易经济委员会作出渝外经贸发〔2008〕151号《重庆市外经贸委关于重庆协信远创房地产开发有限公司变更设立为外商投资企业的批复》，同意上述股权转让，协信远创变更为外资企业，注册资本增加至2.37亿元。2016年11月，公司及其控股股东汉威香港与绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”）订立了《关于重庆协信远创房地产开发有限公司股权转让、增资及相关资产重组之合作协议》，汉威香港向绿地集团转让公司20%股权（转让对价186,250万元）；绿地集团拟向公司增资310,410万元，最终取得增资后公司40%股权。2017年1月16日，经公司股东决定公司更名为现名。2017年4月25日，公司修改章程，将公司的投资总额变更为50.00亿元，注册资本变更为20.00亿元，其中汉威香港出资16.00亿元，出资比例为80%，绿地集团出资4.00亿元，出资比例为20%。2017年7月，绿地集团完成收购汉威香港持有的公司20%股权的相关审批手续及款项支付，公司完成了工商变更和收购款支付。2017年12月，公司修改章程，将公司的投资总额变为80.00亿元，注册资本变为26.67亿元，其中汉威香港出资16.00亿元，出资比例为60%，绿地集团出资10.67亿元，出资比例为40%。截至2017年12月底，绿地集团累计向公司增资合计31.04亿元，其中0.79亿元作为实收资本的增加，差额计入资本公积。此次增资完成后，绿地集团持有公司40%股权。公司于2017年12月完成了工商变更登记。

截至2017年底，公司注册资本为26.67亿元，公司控股股东为汉威重庆房地产开发（香港）有限公司，公司实际控制人为吴旭。

图 1 截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围和组织架构无重大变动；截至2017年底，公司纳入合并范围的控股子公司127家；在职员工4,883人。

截至2017年底，公司合并资产总额748.04亿元，负债合计579.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计168.81亿元，其中归属于母公司所有者权益154.38亿元。2017年，公司实现营业总收入94.48亿元，净利润（含少数股东损益）2.31亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.66亿元；经营活动现金流量净额6.27亿元，现金及现金等价物净增加额10.18亿元。

公司注册地址：重庆市南岸区南坪南路 18 号；法定代表人：吴旭。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2016〕234号文核准批复，公司获准发行面值不超过48亿元的公司债券。

2016年3月17日，公司发行了“重庆协信远创房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）”，发行规模20亿元，期限为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为6.5%；已于2016年4月6日上市（债券简称：16协信03，证券代码：136307.SH）。

2016年5月12日，公司发行了“重庆协信远创房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券（第二期）”，发行规模12.6亿元，期限为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为6.5%；已于2016年6月1日上市（债券简称：16协信05，证券代码：136432.SH）。

2016年7月14日，公司发行了“重庆协信远创房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券（第三期）”，发行规模10亿元，期限为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为6.5%；已于2016年8月9日上市（债券简称：16协信06，证券代码：136540.SH）。

2016年9月19日，公司发行了“重庆协信远创房地产开发有限公司2016年公开发行公司债券（第四期）”，发行规模5.4亿元，期限为5年期，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为6.5%；已于2016年10月20日上市（债券简称：16协信08，证券代码：136705.SH）。

“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券募集资金用于偿还金融机构借款和补充公司流动资金。截至2017年底，上述债券募集资金已全部使用完毕，募集资金用途符合募集说明书的约定。

2017年3月17日、2017年5月14日，2017年7月14日和2017年9月27日，公司分别支付了“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”上一计息年度的利息。

三、行业分析

1. 行业概况

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点。其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长7.2%；中部地区投资23,884亿元，同比增长11.6%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.5%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.0%。

（1）土地供给

2017年，全国300个城市成交面积95,036万平方米，同比增加8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增加38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增加24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

（2）开发资金来源

2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00

个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房地产融资手段和融资成本的控制越发重要。

（3）商品房市场供需

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，处于相对历史低位状态，其中住宅待售面积同比减少25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

（4）行业竞争

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

（5）行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产

企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策趋于长期化

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

（3）中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

3. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；同时，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

4. 重庆市房地产行业情况

公司房地产项目主要集中在重庆市，重庆房地产市场运行情况与公司销售业绩关联较大。

土地供应方面，据锐理数据统计，2017年重庆主城区范围内共成交土地127宗，其中通过拍卖成交71宗，挂牌成交55宗；成交面积18,706亩，同比上涨21.4%；全年土地成交1,200.25亿元，同比上涨69.29%；平均溢价率27.39%。

房地产开发投资方面，2017年，重庆市房地产开发投资3,980.08亿元，比上年增长6.8%。其中，住宅投资2,632.88亿元，增长13.5%；办公楼投资157.28亿元，下降5.3%；商业营业用房投资671.80亿元，下降4.6%。全年主城区建成公租房120.00万平方米，完成城市棚户区改造383.94万平方米，完成农村危旧房改造2.56万户。

房地产建设与销售方面，2017年，重庆市商品房新开工面积5,680.04万平方米，比上年增长16.50%，其中住宅新开工面积3,759.63万平方米，比上年增长25.4%；竣工面积5,055.73万平方米，比上年增长14.3%，其中住宅竣工面积3,316.37万平方米，比上年增长7.5%。2017年，重庆市住宅销售面积和销售额分别为5,452.65万平方米和3,601.56亿元，同比增长6.80%和36.60%。

房地产政策方面，2017年1月13日，重庆市政府决定将《重庆市关于开展对部分个人住房征收房产税改革试点的暂行办法》和《重庆市个人住房房产税征收管理实施细则》关于“征收对象”和“税率”中的“在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的第二套（含第二套）以上的普通住房”修改为“在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的个人新购的首套及以上的普通住房”，自1月14日起施行。2017年5月9日，重庆市住房公积金管理中心网站发布《关于优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求的通知》，明确优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求，暂停受理主城区范围内非首套住房公积金贷款申请。

2017年9月22日，重庆市国土房管局出台《关于加强主城区新购住房再交易管理的通知》，根据通知，从2017年9月23日起，重庆市主城区新购新建商品住房和二手住房须取得《不动产权证书》满两年后才能上市交易。2017年9月末，房地产调控措施再次升级，人民银行重庆营管部和重庆银监局下发两份文件，其一为人行重庆营管部货币信贷处下发的《关于报送消费贷相关材料的通知》，其二是人行同银监局下发的《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，上述两项政策分别针对

消费贷进入楼市的现象和多套住房所有者继续购房的行为。《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》规定，按照国家和重庆市房地产调控相关要求，经重庆市场利率自律定价机制专题会通过，实施差异化住房信贷政策。《关于报送消费贷相关材料的通知》要求，对消费贷款进行全面核查，核查内容包括贷款总笔数，被核查贷款投向分析，核查发现的违规用款情况和已采取的措施及下一阶段工作规划等。

总体看，2017年重庆市房地产投资与销售均有所增长，自2017年9月重庆房地产政策调控升级，在限售、差异化住房信贷和严控消费贷进入楼市等方面出台了相关政策。

四、管理分析

2017年，由于绿地控股集团有限公司拟投资入股公司，公司存在董事、监事及高级管理人员变动的情况，公司已及时在上海证券交易所网站公告相关变动情况。

截至2017年底，公司董事、监事及高级管理人合计11人；其中，董事会成员8人，监事1人，非董事高级管理人员2人。

表1 公司董事、监事和高级管理人员情况

姓名	担任的职务	性别	年龄	任期期间
吴旭	董事长、总经理	男	55	2017-2020
张泽林	董事、常务副总裁	男	44	2017-2020
曹志东	董事、副总经理	男	47	2017-2020
周强	董事	男	49	2017-2020
冯辉明	董事	男	46	2017-2020
李伟	董事	男	45	2017-2020
许晓军	董事	男	47	2017-2020
潘德寅	董事	男	56	2017-2020
邹淑媛	监事	女	54	2017-2020
张勇	副总经理	男	44	2011-至今
康宏	财务负责人	男	36	2017-至今

资料来源：公司提供

公司董事长兼总经理吴旭先生，1963年出生。1987年毕业于重庆建筑职工学院，2001年毕业于重庆大学工商管理硕士，2007年毕业于中欧国际工商学院CEO班，工程师职称。1982年1月至1991年12月，先后就职于重庆市建筑管理站、重庆市建筑定额站，任主任科员、工程师；1992年1月至1994年6月，就职于中国重庆国际经济技术合作建设开发公司，任副总经理；1994年6月至1999年4月就职于重庆协信控股（集团）有限公司，任董事长；1999年起至今，任公司董事长兼总经理。

公司财务负责人康宏先生，1982年出生，英国伯明翰大学工商管理硕士，英国特许公认会计师ACCA、国际注册会计师AIA。历任新加坡上市公司环球石油财务经理，全球500强公司罗尔斯-罗伊斯财务总监，新加坡盛恒房地产开发有限公司财务总监，万达商业地产公司财务副总经理，启迪协信集团财务部总经理。2017年起至今，任公司财务负责人。

总体看，公司董事、监事和高级管理人员行业和管理经验丰富，能够满足目前生产经营需要。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营房地产开发、物业管理和租赁业务。2017年，公司实现营业总收入94.48亿元，同比减少20.76%，主要系房产销售收入减少所致；实现主营业务收入93.07亿元，占营业总收入的98.50%，主营业务突出；实现净利润2.31亿元，同比减少68.73%，下降幅度较收入降幅大，主要系结转项目毛利率下滑及财务费用大幅增长所致。

表2 公司2016~2017年主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	111.49	94.19	19.91	85.05	91.38	15.24
物业管理	2.56	2.17	21.35	2.95	3.17	21.69
租赁	2.68	2.27	91.41	3.17	3.41	91.48
其他	1.63	1.37	48.61	1.90	2.04	46.32
合计	118.36	100.00	21.96	93.07	100.00	18.67

资料来源：公司提供

从收入构成看，2017年，公司主营业务收入仍主要来自于房产销售。2017年，公司房产销售收入85.05亿元，同比减少23.72%，主要系结转规模减小所致；房产销售收入占主营业务收入的91.38%。物业管理、租赁以及其他业务收入规模保持增长，但占主营业务收入比重较小，对公司整体收入影响不大。

从毛利率看，2017年，公司主营业务毛利率为18.67%，同比下降3.29个百分点，主要系房产销售业务毛利率下降所致。2017年，公司房产销售业务毛利率为15.24%，同比下降4.67个百分点，主要系2017年结转了部分毛利率较低的产业地产项目所致；物业管理和租赁业务毛利率水平整体变动不大，且收入占比较小，对公司毛利率影响不大。

总体看，2017年，受结转规模减小影响，公司营业收入规模有所下降；受结转项目毛利率较低影响，公司整体毛利率水平有所下降。

2. 土地储备

2017年，公司加大了拿地力度，为后续加快推盘速度做准备；在拿地策略上关注核心地块，所拿地主要位于一、二线城市。2017年，公司获取土地占地面积合计303.73万平方米，同比增长53.24倍；规划建筑面积714.82万平方米，同比增长19.31倍。从购地支出看，2017年公司购地支出合计206.72亿元，同比增长274.22%；新获取土地楼面均价同比减少81.57%，主要系2016年公司新增土地储备天津南开项目土地总价较高所致。

表3 2016~2017年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元）

年份	占地面积	建筑面积	购地支出
2016 年	5.60	35.20	55.24
2017 年	303.73	714.82	206.72

数据来源：公司提供

截至2017年底，公司土地储备占地面积合计442.02万平方米，较年初增长225.79万平方米；建

筑面积合计1,142.79万平方米，较年初增长642.86万平方米，土地规模较大。从公司土地储备的区域分布来看，2017年，公司项目区域布局进一步优化，进入城市数量进一步增多，公司在巩固重庆市场的同时，加大在无锡、成都、郑州、北京等一、二线城市土地获取力度，项目区域布局进一步优化，延续了以重庆为主同时向外拓展成都、江苏、上海和北京等重点区域的开发格局。公司土地储备大部分位于一、二线城市，其中建筑面积占比超过10%的区域分别为重庆（占比33.84%）、无锡（占比13.69%）和郑州（占比10.42%），公司项目所处地区经济发展水平较高，土地储备质量较好。从拿地成本来看，除公司2016年获取的天津南开项目楼面均价较高以外，整体拿地成本较低。

表4 截至2017年底公司土地储备区域分布统计情况（单位：万平方米、%、元/平方米、亿元）

项目所在地	占地面积	建筑面积	建筑面积占比	楼面均价	获取价格
重庆	183.92	386.67	33.84	2,346.70	90.74
镇江	29.89	79.07	6.92	3,672.70	29.04
长沙	6.21	28.12	2.46	2,112.38	5.94
上海	25.71	54.38	4.76	8,701.73	47.32
无锡	42.02	156.50	13.69	2,171.88	33.99
成都	39.34	102.62	8.98	2,922.73	29.99
昆明	5.83	9.90	0.87	2,363.64	2.34
北京	49.64	45.63	3.99	2,947.62	13.45
深圳	3.13	13.50	1.18	5,204.26	7.02
青岛	3.48	19.76	1.73	4,615.38	9.12
天津	2.86	17.95	1.57	15,693.59	28.17
烟台	7.65	10.01	0.88	2,847.15	2.85
湖州	20.16	52.22	4.57	3,108.00	16.23
郑州	11.59	119.06	10.42	1,817.57	21.64
广州	2.84	16.90	1.48	6,923.08	11.7
中山	7.75	30.50	2.67	8,754.10	26.7
合计	442.02	1,142.79	100.00	3,292.38	376.25

数据来源：公司提供

总体看，2017年，公司加大了拿地力度，项目区域布局进一步优化；公司土地储备规模较大，土地储备大部分位于一、二线城市，项目所处地区经济发展水平较高，土地储备质量较好。

3. 项目开发建设

从项目开发情况来看，2017年，公司进一步加快开工节奏，新开工面积同比增长53.28%至301.02万平方米；竣工面积146.54万平方米，同比增长19.23%。截至2017年底，公司在建面积489.31万平方米，较年初增长81.62%。

表5 2016~2017年公司项目开发情况

项目	2016年	2017年
新开工面积（万平方米）	196.39	301.02
竣工面积（万平方米）	122.91	146.54
在建面积（万平方米）	269.42	489.31

资料来源：公司提供

注：公司2017年部分政府代建回购面积已从上表中扣除

截至2017年底，公司在建、拟建项目达39个，主要分布于重庆、无锡、郑州、深圳等一、二线城市，其中公司在建、拟建项目近半数位于重庆（建筑面积占比45.98%），区域集中度较高，若未来重庆区域地产市场出现较大波动，或区域政策出现重大变化，可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定不利影响；在建、拟建项目计划总投资1,280.71亿元，已完成投资624.97亿元，尚需投资金额655.74亿元，尚需投资金额较大，公司未来面临较大的资本支出压力。

表6 截至2017年底公司在建、拟建项目投资情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	城市	预计/已完工时间	建筑面积	总投资	已投资	用途	状态
无锡阿卡迪亚东	无锡	2018/1/30	16.32	12.76	12.38	住宅	一期竣工，二期在建
无锡协信中心	无锡	2019/6/30	30.62	25.90	13.26	商业	一期竣工，二期在建
天骄名城	重庆	2019/12/30	67.12	35.42	27.52	住宅	一至三期竣工，四期在建
重庆星澜汇	重庆	2018/6/30	115.90	77.88	41.10	商住	一、二期竣工，三、四期在建
春山台	重庆	2018/12/30	29.70	27.80	26.39	住宅	一至三期竣工，四期在建
永川协信中心	重庆	2018/8/31	42.02	29.60	26.77	商住	在建
永川昌州古城	重庆	2017/10/31	54.10	33.81	23.73	住宅	一期竣工，二期在建
重庆总部城	重庆	2020/5/31	67.79	50.27	35.63	产业	一至四期竣工，五期在建
成都协信中心	成都	2018/5/30	23.06	26.45	17.92	商住	一期竣工，二期在建
长沙星澜汇	长沙	2018/12/30	30.16	22.85	22.5	住宅	一、二期竣工，三期在建
虹桥协信中心二期	上海	2017/12/30	7.99	12.16	11.20	商业	在建
青岛总部城	青岛	2021/9/30	42.99	13.10	8.26	产业	在建
深圳龙岗	深圳	2022/5/1	85.14	108.00	53.71	产业	在建
无锡科技城（天渝骏园、天渝骄园）	无锡	2021/9/30	88.01	57.68	33.97	住宅	一、二期竣工，三、四期在建
新华协信中心	重庆	2018/9/30	18.43	25.43	22.48	商业	一期竣工，二期在建
星麓原	重庆	2021/8/1	62.58	42.06	15.40	住宅	一期在建，二、三期拟建
天津科技城	天津	2020/9/30	36.04	104.38	68.51	商住	在建
长沙协信中心	长沙	2023/5/1	21.00	18.00	5.65	商业	一期在建
镇江太古城-宾馆地块	镇江	2019/1/31	37.28	39.38	22.62	住宅	在建
镇江太古城-B3 地块	镇江	2019/6/30	13.49	8.99	7.45	商业	在建
小水井悠然居	昆明	待定	--	--	2.28	旅游	拟建
天骄公园	重庆	2019/5/30	20.80	14.92	10.20	住宅	在建
无锡科技城（天渝尊园）	无锡	2022/5/31	41.20	44.08	17.25	住宅	在建
大竹林商社	重庆	2022/3/20	94.29	79.63	16.77	商住	在建
天骄溪悦	重庆	2019/6/30	20.19	13.43	6.24	住宅	在建
天骄星城	重庆	2020/6/9	27.65	20.42	9.34	住宅	在建
星澜汇五期	重庆	2020/9/30	35.99	27.79	8.30	住宅	在建
上海正泰启迪智电港	上海	2019/9/30	20.48	12.09	1.75	产业	在建
马山寨海景酒店二期	烟台	2019/3/30	2.20	4.03	1.62	商业	在建
江苏硅谷数字智慧科技城	句容	2019/10/31	17.77	23.40	7.90	科技园	在建

苏州港田项目	苏州	2018/3/20	7.81	2.31	1.71	产业	在建
苏州吴江信息产业基地项目	苏州	2019/12/30	25.76	11.37	0.90	产业	在建
镇江学府路项目	镇江	2021/3/30	15.95	18.07	0.96	住宅	拟建
宁波启迪科技城	宁波	2019/12/31	14.51	18.66	11.14	住宅	在建
宁波启迪科技园	宁波	2019/12/31	9.36	5.46	0.73	商办	在建
广州荔湾科技园	广州	2019/12/31	16.92	25.34	0.51	产业	在建
湖州 113 地块	湖州	2020/3/31	15.04	14.29	5.20	住宅	拟建
龙湖金融岛项目	郑州	2020/4/30	119.07	145.17	23.00	商业	在建
牧马山项目	成都	2020/11/1	33.20	28.33	2.73	住宅	在建
合计	--	--	1,427.93	1,280.71	624.97	--	--

资料来源：公司提供

注：小水井悠然居项目规划正在修改中，具体项目信息尚未确定

总体看，2017年，公司进一步加快开工节奏，目前公司在建、拟建项目区域集中度较高，且项目体量较大，尚需投资规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

4. 房产销售

从项目销售情况看，2017年，公司继续加快推盘速度，实现预售项目有所增多；实现协议销售面积133.63万平方米，同比增长54.08%；协议销售均价为10,426.55元/平方米，同比减少8.43%，主要系售价较低的商办物业占比上升所致；协议销售金额139.33亿元，同比增长41.02%。结转方面，2017年，公司房地产结转收入面积90.68万平方米，同比增长9.70%；结转收入85.05亿元，同比减少23.72%，主要系售价较低的产业地产占比上升所致。

表7 2016~2017年公司房地产业务运营情况（单位：个、万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年
实现预售项目	25	31
协议销售面积	86.73	133.63
协议销售均价	11,386.04	10,426.55
实现预售金额	98.73	139.33
结转收入面积	82.66	90.68
结转收入	111.49	85.05

资料来源：公司提供

从公司在售项目情况来看，截至2017年底，公司共有31个项目在售，可售面积合计928.88万平方米，已售面积524.43万平方米，剩余待售面积404.45万平方米，根据公司过往销售节奏，剩余待售规模可满足公司未来4~5年左右的销售需求。截至2017年底，公司在售项目已回笼资金515.56亿元。从公司可售项目的区域分布看，剩余可售面积中约一半集中于重庆，公司在售项目区域集中度较高，若未来区域地产市场出现较大波动，或区域政策出现重大变化，可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响。

表8 截至2017年底公司项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

备案名称	推广名称	项目地点	总投资	可售面积	已售面积	已回笼资金
协信嘉行中心	苹果汇壹号公馆	北京	7.54	4.45	3.24	12.51
启迪协信青岛科技城	启迪协信青岛科技城	青岛	11.45	42.99	6.46	7.49

成都协信中心	成都协信中心	成都	15.75	23.05	15.50	16.69
龙鼎财智中心	学府协信天地	昆明	12.29	12.09	9.58	8.83
无锡光电园	光电园	无锡	4.67	14.80	12.17	4.82
无锡阿卡迪亚	阿卡迪亚	无锡	20.54	25.82	17.06	15.48
无锡阿卡迪亚东	阿卡迪亚东	无锡	10.90	16.32	11.36	11.63
无锡协信中心	协信中心	无锡	16.74	24.57	3.87	3.79
太古城一区/太古城二区 (一期)	启迪协信太古城	镇江	47.24	58.74	7.59	7.82
协信大竹林组团 G3-1 项目	协信星都会	重庆	28.75	42.02	34.70	26.61
协信星都会南苑	协信春山台	重庆	26.58	29.70	26.59	26.63
天骄名城	协信城立方	重庆	28.53	67.12	42.16	27.20
协信星澜汇	协信星澜汇	重庆	37.59	115.90	47.11	32.79
协信阿卡迪亚	协信阿卡迪亚	重庆	23.51	51.86	42.94	32.21
公馆壹号	协信公馆	重庆	15.10	15.29	10.65	15.54
渝中总部经济园	重庆总部城	重庆	36.78	67.79	31.46	32.53
青澄花园	协信阿卡迪亚	苏州	36.46	56.89	42.73	45.01
星澜汇雅苑	协信星澜汇	长沙	22.85	30.16	19.33	15.74
永川协信中心	永川协信中心	永川	17.83	40.60	24.08	20.39
中环协信中心	中环协信天地	上海	34.78	26.28	14.05	31.70
虹桥协信中心	虹桥协信中心	上海	33.54	22.42	11.14	32.28
昌州古城	世外桃源	永川	25.52	54.09	29.58	18.31
嘉州协信中心	嘉州协信中心	重庆	3.30	11.50	6.59	8.57
无锡科技城	天渝骏园&天渝娇园	无锡	57.68	35.09	31.65	25.45
新华协信中心	新华协信中心	重庆	25.43	1.28	0.30	--
星麓原	星麓原	重庆	42.06	2.19	2.04	2.08
天骄公园	天骄公园	重庆	14.92	5.82	5.65	5.87
天骄溪悦	天骄溪悦	重庆	13.43	6.11	6.02	4.78
长沙协信中心	长沙协信中心	长沙	18.00	5.70	--	--
深圳龙岗	启迪协信深圳科技园	深圳	108.00	7.75	5.22	19.30
镇江太古城-B3 地块	启迪协信太古城	镇江	8.99	10.49	3.61	3.53
合计			806.75	928.88	524.43	515.56

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司继续加快推盘速度，协议销售面积和金额保持增长；公司在售项目规模较大，可满足未来销售需要；公司剩余可售面积中约一半位于重庆，区域集中度较高。

5. 重大事项

(1) 对外投资事项

2017年7月4日，公司通过签订股权转让协议持有苏州海融天投资有限公司（以下简称“海融天”）100%的股权，从而间接持有太原狮头水泥股份有限公司（以下简称“狮头股份”），持股比例为11.70%。公司收购海融天后，海融天及公司全资孙公司上海远涪企业管理有限公司（以下简称“上海远涪”）通过集中竞价交易、大宗交易、协议转让等方式对狮头股份进行增持。截至2017年9月底，公司通过海融天和上海远涪持有狮头股份25.27%股权，超过狮头股份第二大股东的持股比例一倍以上，对狮头股份2017年第一次临时股东大会决议产生重大影响，并通过2017年第一次临时股东大会决定了公司现任董事会半数以上成员的选任，符合《上市公司收购管理办法》第八

十四条规定的情形（三）和（四），对狮头股份拥有控制权，狮头股份纳入公司合并范围。截至2017年底，公司通过海融天和上海远涪持有狮头股份26.70%股权。

2017年，狮头股份所从事的主要业务为通过其控股子公司浙江龙净水业有限公司（以下简称“龙净水业”）经营净水龙头及配件的生产与销售。截至2017年底，狮头股份合并资产总额4.79亿元，负债合计0.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计4.28亿元，其中归属于母公司所有者权益4.20亿元。2017年，狮头股份实现营业总收入0.77亿元，净利润（含少数股东损益）-0.49亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-0.51亿元。狮头股份经营规模相对较小，对公司整体经营情况影响不大。

总体看，2017年，公司收购狮头股份部分股权，狮头股份纳入公司合并范围；狮头股份经营规模相对较小，对公司整体经营情况影响不大。

（2）绿地控股集团有限公司投资入股事项

2016年11月，公司及其控股股东汉威香港与绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”）订立了《关于重庆协信远创房地产开发有限公司股权转让、增资及相关资产重组之合作协议》，汉威香港向绿地集团转让公司20%股权（转让对价186,250万元）；绿地集团向公司增资310,410万元，最终取得增资后公司40%股权。2017年1月16日，经公司股东决定公司更名为现名。2017年4月25日，公司修改章程，将公司的投资总额变更为50.00亿元，注册资本变更为20.00亿元，其中汉威香港出资16.00亿元，出资比例为80%，绿地集团出资4.00亿元，出资比例为20%。2017年7月，绿地集团完成收购汉威香港持有的公司20%股权的相关审批手续及款项支付，公司完成了工商变更和收购款支付。2017年12月，公司修改章程，将公司的投资总额变为80.00亿元，注册资本变为26.67亿元，其中汉威香港出资16.00亿元，出资比例为60%，绿地集团出资10.67亿元，出资比例为40%。2017年12月，绿地集团向公司合计增资31.04亿元，其中0.79亿元作为实收资本的增加，差额计入资本公积。此次增资完成后，绿地集团持有公司40%股权。公司于2017年12月完成了工商变更登记。

总体看，绿地集团以股权转让及增资的方式入股公司，一方面给公司带来较大规模现金，补充了公司的流动性；另一方面，绿地集团在行业地位、资产规模、项目获取等方面具有较大的竞争优势，在一定程度上能给公司未来的发展提供支持。

6. 经营关注

（1）在建、拟建项目和在售项目区域集中度较高

公司在建、拟建项目规划建筑面积和在售项目剩余可售面积近半位于重庆，区域集中度较高，若未来区域地产市场出现较大波动，或区域政策出现重大变化，可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响。

（2）在建、拟建项目尚需投资规模较大

截至2017年底，公司在建、拟建项目计划总投资1,280.71亿元，已完成投资624.97亿元，尚需投资金额655.74亿元，尚需投资金额较大，公司未来面临较大的资本支出压力。

7. 未来发展

未来，公司将继续坚持商住产集成开发模式，培育完善商住产运营服务能力，通过“投资驱动，结合轻资产驱动”的发展模式，提升发展速度和业务规模。

公司将以西南区域、长三角区域、环渤海区域等为核心，实施区域聚焦的战略布局，因地制宜地调整优化产品线以满足不同区域、不同消费群体以及不同租户的需求。

公司未来将在把握开发节奏的基础上，抓住新型城镇化快速推进、城市功能布局演进与消费升级、以及科技地产进入快速发展时期等契机，以公司已形成的集成商业运营、产业服务、生活服务的核心竞争力，与各级地方政府合作或利用行业并购，继续适度增加相关土地或项目储备，为公司的后续发展奠定坚实的基础。

根据商住产集成发展的需要，从房地产空间营造转向商业、产业、生活功能的填充和实现，通过针对性引入金融类、商业类、科技服务类战略合作伙伴，成为股权合作伙伴，并进行业务协同和治理结构的优化，建立规范有效的管理系统，深度结合资本市场，提升经营规模和绩效。

总体看，公司未来发展思路较为清晰。

六、财务分析

公司2017年财务报表经信永和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。截至2017年底，公司纳入合并范围的控股子公司140家，较年初增加合并单位39家，其中非同一控制下企业合并8家，新设31家；被收购子公司规模不大且公司主营业务连续，财务数据可比性仍属较强。

截至2017年底，公司合并资产总额748.04亿元，负债合计579.23亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计168.81亿元，其中归属于母公司所有者权益154.38亿元。2017年，公司实现营业总收入94.48亿元，净利润（含少数股东损益）2.31亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.66亿元；经营活动现金流量净额6.27亿元，现金及现金等价物净增加额10.18亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司合并资产总额748.04亿元，较年初增长18.81%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中流动资产占比60.31%，非流动资产占比39.69%，资产结构仍以流动资产为主。

截至2017年底，公司流动资产451.16亿元，较年初增长7.89%，主要系其他应收款和存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占比13.17%）、其他应收款（占比22.03%）和存货（占比61.73%）构成。

截至2017年底，公司货币资金59.43亿元，较年初减少8.10%，主要系对外投资及并购新项目所支付的现金规模较大所致；货币资金主要由银行存款（占比85.03%）和其他货币资金（占比14.96%）构成；受到限制的货币资金9.57亿元，占比16.10%，主要为定期存单和保证金。

截至2017年底，公司其他应收款账面价值99.40亿元，较年初增长12.11%，主要系往来款增长所致；其他应收款以关联方往来款（占比93.96%）为主，主要系与联营合营企业的往来款及控股公司集团内部子公司之间资金调配形成的非经营性往来款；其他应收款金额前五位合计42.65亿元，占其他应收款总额的42.40%，集中度较高；公司对其他应收款累计计提坏账准备1.19亿元，计提比例1.19%，考虑到公司其他应收款以关联方款项为主，回收风险较小，计提较为充分；公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用，且关联方应收款占比较高，公司财务独立性可能受到一定影响。

截至2017年底，公司存货账面价值278.50亿元，较年初增长11.41%，主要系房地产开发投入增长所致；存货主要由开发成本（占比75.70%）和开发产品（占比24.24%）构成，累计计提跌价准备160.72万元，计提比例0.01%，其中49.99万元为狮头股份计提的存货跌价准备，开发产品中110.73万元主要为对云南龙鼎的学府-协信天地项目计提的跌价准备，主要系由于云南2017年的平均售价略低于未结转的存货账面余额。

截至2017年底，公司非流动资产296.88亿元，较年初增长40.40%，主要系长期股权投资、投资性房地产、在建工程和商誉增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占比10.25%）和投资性房地产（占比76.46%）构成。

截至2017年底，公司长期股权投资30.44亿元，较年初增长1,213.05%，主要系对外投资和合作开发项目增多所致；2017年，公司权益法下确认的长期股权投资收益1.07亿元。

截至2017年底，公司投资性房地产227.00亿元，较年初增长17.66%，主要系自用房地产存货转入和公允价值变动所致；2017年，投资性房地产公允价值变动收益11.43亿元，累计实现增值158.48亿元，累计增值率231.27%。

截至2016年底，公司无商誉。截至2017年底，公司商誉账面价值9.04亿元，主要为收购狮头股份部分股权产生的商誉（原值9.69亿元）；公司累计计提商誉减值准备1.68亿元，其中对收购狮头股份产生的商誉计提减值准备0.99亿元；公司因收购狮头股份股权，合并范围增加狮头股份收购龙净水务业股权形成的商誉1.03亿元，增加商誉减值准备0.69亿元。若未来狮头股份或龙净水务业后续经营和财务状况持续不及预期，公司将持续面临商誉减值风险。

截至2017年底，公司受限资产合计425.15亿元，占总资产规模的比例为56.84%；其中，投资性房地产227.00亿元，固定资产4.69亿元，货币资金9.57亿元，存货183.89亿元；公司资产受限程度较高。

总体看，公司资产规模有所增长，资产构成仍以流动资产为主，流动资产中存货和货币资金占比较高；其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用；公司资产受限程度较高。整体看，公司资产质量较为一般。

2. 负债及所有者权益

截至2017年底，公司负债合计579.23亿元，较年初增长16.06%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比45.74%，非流动负债占比54.26%，流动负债占比较年初有所增长。

截至2017年底，公司流动负债合计264.94亿元，较年初增长48.45%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致；流动负债主要由短期借款（占比11.46%）、应付账款（占比15.59%）、预收款项（占比24.48%）、其他应付款（占比16.87%）和一年内到期的非流动负债（占比24.64%）构成。

截至2017年底，公司短期借款30.36亿元，较年初减少0.80%，变动不大；短期借款主要由质押借款（占比63.43%）和信用借款（占比28.33%）构成。

截至2017年底，公司应付账款41.29亿元，较年初增长3.39%，变动不大；应付账款主要为建安工程款（占比91.36%）和应付营销费（占比4.58%）。

截至2017年底，公司预收款项64.86亿元，较年初增长28.92%，主要系预收购房款增长所致。

截至2017年底，公司其他应付款44.71亿元，较年初增长67.68%，主要系合作开发项目增多导致与联营企业的往来款增长所致；其他应付款由非金融机构借款（占比54.30%）、保证金、押金等（占比13.03%）、暂收款（占比1.32%）、代扣代缴费用（占比3.84%）和其他（占比27.51%）构成。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债65.29亿元，较年初增长322.05%，主要系一年内到期金融机构借款与部分公司债券即将到期转入所致。

截至2017年底，公司非流动负债314.29亿元，较年初减少1.97%，变动不大；非流动负债主要由长期借款（占比62.89%）、应付债券（占比22.28%）和递延所得税负债（占比14.83%）构成。

截至2017年底，公司长期借款197.65亿元，较年初增长1.77%，变动不大；长期借款主要由抵押借款（占比88.99%）和保证借款（占比10.93%）构成；从剩余期限结构来看，剩余期限在1~2年的占比27.14%，剩余期限在2~3年的占比31.87%，剩余期限在4~5年的占比1.63%，剩余期限在5年以上的占比39.37%，2019年和2020年到期金额较大，面临一定集中偿付压力。

截至2017年底，公司应付债券70.01亿元，较年初减少16.01%，主要系“15协信01”转入一年内到期的非流动负债所致；应付债券明细如下表所示，公司应付债券集中于2018~2019年面临回售或到期，若投资者选择行使回售权，届时公司面临较大集中偿付压力。

表9 截至2017年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	债券余额	起息日期	到期日期	回售行权日期
15协信01	13.50	13.50	2015-12-24	2018-12-24	2017-12-25
16协信01	10.00	10.00	2016-02-01	2019-02-01	2017-02-03, 2018-02-01
16协信03	20.00	20.00	2016-03-17	2021-03-17	2019-03-17
16协信04	5.00	5.00	2016-04-21	2019-04-21	2018-04-23
16协信05	12.60	12.60	2016-05-12	2021-05-12	2019-05-12
16协信06	10.00	10.00	2016-07-14	2021-07-14	2019-07-14
16协信07	7.20	7.20	2016-07-29	2019-07-29	2018-07-30
16协信08	5.40	5.40	2016-09-27	2021-09-27	2019-09-27
合计	83.70	83.70	--	--	--

资料来源：公司审计报告、公开资料，联合评级整理

截至2017年底，公司递延所得税负债46.62亿元，较年初增长8.34%，主要系投资性房地产计税基础与账面价值差异增长所致。

截至2017年底，公司全部债务合计389.24亿元，较年初增长14.82%，主要系短期债务增长所致；其中短期债务121.58亿元（占比31.24%），长期债务267.66亿元（占比68.76%），债务结构中短期债务占比较年初上升13.11个百分点。截至2017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77.43%、69.75%和61.32%，分别较年初减少1.84个百分点、2.45个百分点和6.69个百分点，债务负担有所减轻但仍属较重，短期债务占比提升，且规模较大。

截至2017年底，公司所有者权益合计168.81亿元，较年初增长29.33%，主要系绿地集团对公司增资31.04亿元（其中30.25亿元作为资本公积入账）致使资本公积增长1,411.24%所致；归属母公司所有者权益154.38亿元，占所有者权益合计的91.45%；归属母公司所有者权益中，实收资本占比2.05%，资本公积占比20.13%，其他综合收益占比21.83%，未分配利润占比55.88%，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性较为一般。

总体看，2017年，公司流动负债规模增长较快，负债结构中流动负债占比有所上升；公司债务负担有所减轻但仍属较重，短期债务规模较大，且应付债券集中于2018~2019年面临回售或到期，届时公司面临较大集中偿付压力。受益于绿地集团对公司增资，公司资本实力有所增强；所有者权益中未分配利润占比仍高，权益稳定性较为一般。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业总收入94.48亿元，同比减少20.76%，主要系房地产结转收入减少所致；实现净利润2.31亿元，同比减少68.73%，下降幅度较收入降幅大，主要系结转项目毛利率下滑及财务费用大幅增长所致。

期间费用方面，2017年，公司期间费用合计16.48亿元，同比增长47.39%，主要系财务费用大幅增长所致；公司费用构成中，销售费用占比25.90%、管理费用占比31.28%、财务费用占比42.83%，财务费用占比大幅提升。2017年，公司财务费用7.06亿元，同比增长188.59%，主要系利息支出增长和利息收入减少共同作用所致。2017年，公司公允价值变动收益11.43亿元，同比增长86.59%，系投资性房地产增值所致；公允价值变动收益占公司营业利润的202.49%，对公司盈利水平影响很大。2017年，公司投资收益1.11亿元，同比增长198.26%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致；投资收益占公司营业利润的19.74%，对公司盈利水平有一定影响。2017年，公司资产减值损失1.65亿元，同比增长75.36%，主要系商誉减值损失增多所致；资产减值损失占公司营业利润的7.80%，对公司盈利水平有一定影响。

从盈利指标看，2017年，公司营业利润率为11.89%，同比下降2.97个百分点，主要系结转项目毛利率下滑所致；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.20%、2.10%和1.54%，同比分别下降0.90个百分点、0.82个百分点和3.77个百分点，主要系利润下降所致；公司盈利能力有所弱化。

总体看，2017年，受房地产结转收入减少影响，公司营业收入有所下滑；公司盈利能力对投资性房地产公允价值变动收益依赖很高；公司整体盈利能力较为一般。

4. 现金流

从经营活动看，2017年，公司经营活动现金流入135.31亿元，同比增长25.25%，主要系销售回款和收到的往来款增长所致；经营活动现金流出129.04亿元，同比增长4.01%，主要系支付的项目工程款、土地款等增长所致。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额6.27亿元，由净流出变为净流入。

从投资活动看，2017年，公司投资活动现金流入2.54亿元，同比增长10,792.17%，其中收回投资收到的现金2.51亿元，主要系收回购买的理财产品等；投资活动现金流出57.84亿元，同比增长756.05%，主要系对外投资及并购新项目支出的现金增长所致。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额-55.30亿元，净流出规模同比扩大721.32%。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入221.62亿元，同比减少3.22%，变动不大；筹资活动现金流出162.42亿元，同比减少10.51%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额59.21亿元，净流入规模同比增长24.60%。

总体看，2017年，受益于销售回款增长，公司经营活动现金流变为净流入状态；由于对外投资及并购新项目支出的现金增长，投资活动现金流净流出规模大幅扩大；公司对筹资活动依赖度依然较高。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为1.70倍和0.65倍，均较年初下降，主要系一年内到期的非流动负债等增长较快所致；现金短期债务比为0.49倍，较年初的1.06倍大幅下降，主要系现金类资产减少和短期债务增长较快所致。整体看，公司短期偿债能力较为一般。

从长期偿债能力指标看，2017年，公司EBITDA为14.74亿元，同比减少18.64%，主要系利润总额减少所致；其中，折旧和摊销占比2.04%，计入财务费用的利息支出占比61.37%，利润总额占比36.60%。2017年，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比分别为0.52倍和0.04倍，较上年的0.69倍和0.05倍有所下滑，公司EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公

司长期偿债能力较弱。

截至2017年底，公司已经取得的银行综合授信额度为450.24亿元，其中已用授信额度216.37亿元，剩余额度233.87亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2017年底，公司对外担保总额56.01亿元，占归属于母公司所有者净资产的36.28%；被担保企业多为公司关联方或与公司有业务合作的企业，多从事房地产及相关投资、建材及施工等业务；被担保债务到期时间主要集中于2018年和2019年，若未来被担保企业经营不善，公司可能存在较大的代偿风险。

根据公司提供的人民银行征信报告（机构信用代码：G10500108003140003），截至2018年4月28日，公司未结清业务中无不良和关注类信贷信息记录；已结清业务中，有2笔不良/违约类贷款，1笔关注类贷款，3笔欠息，均已结清。

未决诉讼方面，公司子公司成都协信置业有限公司（以下简称“成都置业”）与四川帝道商贸有限公司（以下简称“四川帝道”）于2014年6月17日签订了《商品房买卖合同》，约定四川帝道购买原告位于成都市成华区写信中心写字楼22层2201-2212号共计12套房屋，因四川帝道未缴齐房款，相关房屋产权尚未过户。上述12套房屋合同销售价共计2,389.56万元，已收房款1,055.87万元，应收房款1,333.69万元。截至2017年底，公司仍将这12套房屋作为存货核算，已收房款作为一项负债在预收账款中反应。2015年1月，成都置业起诉四川帝道违约并追究房款，起诉过程中因四川帝道负责人涉嫌非法吸收公众存款被刑事立案侦查，上述合同涉及12套房屋被成都市公安局金牛分局作为被告名下资产采取强制措施予以查封。成都置业正与公安机关协调，争取收回房屋，将预收被告人的房款退还到公安机关账户，由公安机关解除查封。

总体看，2017年，公司短期债务增长较快，短期偿债能力有所下滑；利润总额有所减少，长期偿债能力指标有所下降；公司对外担保规模较大，面临一定或有负债风险。考虑到公司开发能力较强，随着未来在建项目的销售，公司收入及利润水平有望增长，公司偿债能力有望得到提升，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）59.59亿元，约为“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券本金（48亿元）的1.24倍，公司现金类资产对上述债券的覆盖程度较好；净资产168.81亿元，约为上述债券本金（48亿元）的3.52倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对上述债券本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为14.74亿元，约为上述债券本金（48亿元）的0.31倍，公司EBITDA对上述债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入135.31亿元，约为上述债券本金（48亿元）的2.82倍，公司经营活动现金流入量对上述债券本金的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司在品牌、开发能力、资产和权益规模等方面具有优势，公司对“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”债券的偿还能力很强。

八、综合评价

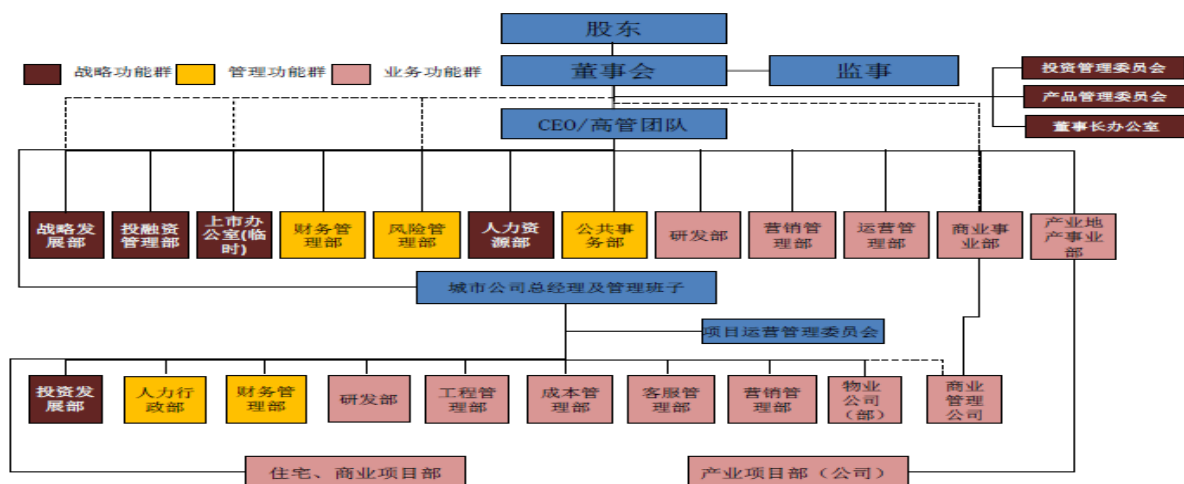
2017年，公司加大了拿地力度，项目区域布局进一步优化；公司继续加快开工节奏，新开工

面积和期末在建面积大幅增长；公司继续加快推盘速度，协议销售面积和金额保持增长。2017年，绿地控股集团有限公司（以下简称“绿地集团”）以股权转让及增资的方式入股公司，在补充公司流动性的同时，有望给公司未来发展提供一定支持。同时联合评级也关注到房地产行业受政策调控影响较大，公司项目区域集中度较高，在建项目未来资本支出压力大，债务负担仍属较重，对外担保规模较大，利润对公允价值变动收益较为依赖等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建房地产项目的开发完成和实现销售，公司经营状况有望保持良好水平。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“16协信03”、“16协信05”、“16协信06”和“16协信08”的债项信用等级为“AA”。

附件1 重庆协信远创实业有限公司 组织架构图



附件2 重庆协信远创实业有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	629.62	748.04
所有者权益（亿元）	130.53	168.81
短期债务（亿元）	61.44	121.58
长期债务（亿元）	277.57	267.66
全部债务（亿元）	339.01	389.24
营业收入（亿元）	119.24	94.48
净利润（亿元）	7.37	2.31
EBITDA（亿元）	18.11	14.74
经营性净现金流（亿元）	-16.02	6.27
流动资产周转次数（次）	0.29	0.22
存货周转次数（次）	0.35	0.29
总资产周转次数（次）	0.20	0.14
现金收入比率（%）	82.23	118.29
总资本收益率（%）	3.10	2.20
总资产报酬率（%）	2.91	2.10
净资产收益率（%）	5.31	1.54
营业利润率（%）	14.86	11.89
费用收入比（%）	9.38	17.44
资产负债率（%）	79.27	77.43
全部债务资本化比率（%）	72.20	69.75
长期债务资本化比率（%）	68.02	61.32
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.05	0.04
流动比率（倍）	2.34	1.70
速动比率（倍）	0.94	0.65
现金短期债务比（倍）	1.06	0.49
经营现金流动负债比率（%）	-8.98	2.37
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.38	0.31

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。
2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

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。