

跟踪评级公告

联合[2017]336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发行的“14 国贸 01”、“14 国贸 02”进行跟踪评级，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 AAA，评级展望为“稳定”

中国国际贸易中心股份有限公司发行的“14 国贸 01”、“14 国贸 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月三日

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>

中国国际贸易中心股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA 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
14 国贸 01	5 亿元	3+2 年	AA+	AAA	2016.4.13
14 国贸 02	4 亿元	3 年	AA+	AAA	2016.4.13

跟踪评级时间：2017 年 5 月 3 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	102.19	112.08
所有者权益（亿元）	56.52	61.37
长期债务（亿元）	28.94	25.01
全部债务（亿元）	33.27	34.99
营业收入（亿元）	22.71	23.49
净利润（亿元）	6.28	6.87
EBITDA（亿元）	12.69	12.87
经营性净现金流（亿元）	11.45	11.15
经营活动流入量（亿元）	24.09	25.51
营业利润率（%）	45.76	48.19
净资产收益率（%）	11.55	11.65
资产负债率（%）	44.69	45.25
全部债务资本化比率（%）	37.05	36.32
流动比率（倍）	0.40	0.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	6.60	7.99
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.41	1.43

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注明均为合并口径。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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”）的跟踪评级，反映了公司作为中国国际贸易中心的运营主体，受益于北京市商业物业市场的平稳发展，经营状况保持良好。2016 年，公司营业收入稳定增长、盈利能力保持较强水平、融资渠道畅通、公司债务负担略有下降。同时，联合评级也关注到北京商业租赁业务竞争加剧、需求放缓以及公司受限资产比例较高对公司信用水平带来的不利影响。

国贸三期 B 阶段于 2017 年 4 月 20 日取得竣工验收备案，其投入运营将进一步扩大公司的经营规模，提升公司的盈利能力，增强公司整体竞争实力。

综上，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”，同时上调“14 国贸 01”和“14 国贸 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2016 年，北京市经济发展态势良好，商业地产市场发展平稳，公司业务开展面临较好的外部环境。

2. 公司营业收入稳定增长，尤其是写字楼租赁业务经营持续增长，对公司未来盈利形成支撑。

3. 目前公司投资性房地产以成本法计价，均坐落在北京 CBD 核心区，未来升值潜力很大。

4. 国贸三期 B 阶段于 2017 年 4 月 20 日取得竣工验收备案，其投入运营后，将进一步扩大公司的经营规模，提升公司的盈利能力，增强公司整体竞争实力。

关注

1. 北京市商业地产发展较快，高端写字楼市场竞争加剧，公司未来市场需求存在一定不确定性。

2. 公司投资性房地产、在建工程 and 无形资产等受限比例较高，公司资产流动性一般。

3. 受公司债券“14 国贸 01”投资者可于 2017 年行使回售选择权及新增超短期融资券影响，公司短期债务负担略有加重。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

岳 俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@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:

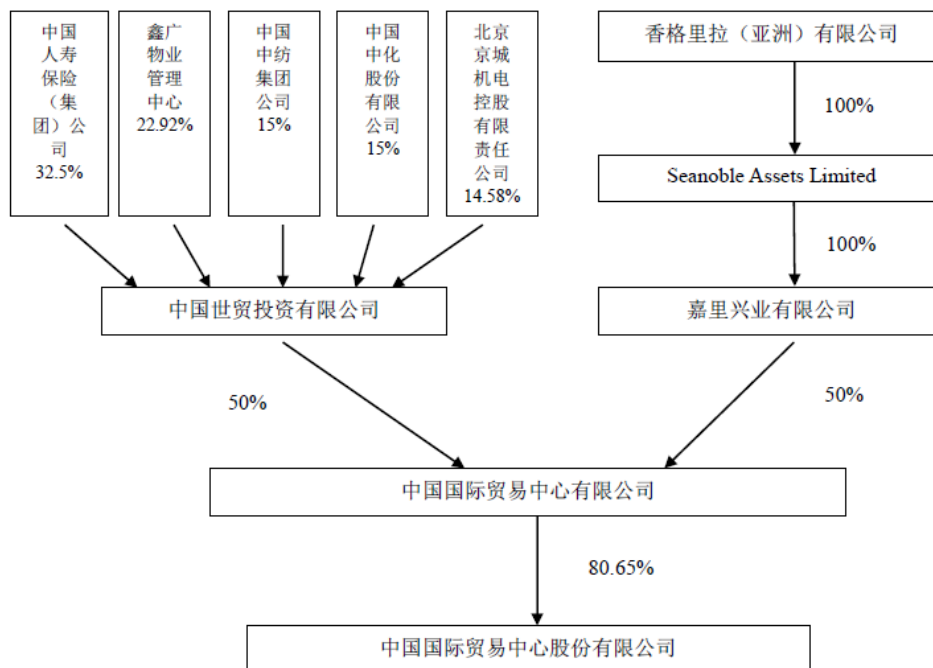

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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2016年底，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2016年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

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2016年底，公司下设国贸物业酒店管理有限公司（以下简称“国贸物业”）和北京国贸国际会展有限公司（以下简称“国贸会展”）2家控股子公司，北京时代网星科技有限公司（以下简称“时代网星”）1家联营企业，子公司及联营企业数量较上年无变化；下设人事行政部、财务部、写字楼部、公寓部、商城部等行政及业务部门，组织结构较上年无变化。截至2016年底，公司本部及主要子公司员工总数2,083人。

截至2016年底，公司合并资产总计112.08亿元，公司负债总计50.72亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计61.37亿元，其中归属于母公司所有者权益61.35亿元；2016年，公司实现营业收入23.49亿元，净利润（含少数股东损益）6.87亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.86亿元；公司经营活动产生的现金流量净额11.15亿元，现金及现金等价物净增加额-0.49亿元。

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、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 9 亿元公司债券获得中国证监会证监许可（2014）485 号文核准。公司分别于 2014 年 8 月 20 日和 2015 年 11 月 25 日发行两期公司债券，均已在上海证券交易所上市交易，具体情况见下表所示。其中，“14 国贸 01”（证券代码：122320）于 2014 年 9 月 4 日上市交易，发行总额为人民币 5 亿元，债券期限 5 年期，附第 3 年底发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 5.50%，每年付息一次；“14 国贸 02”（证券代码：136055）于 2015 年 12 月 24 日上市交易，发行总额为人民币 4 亿元，债券期限为 3 年期，票面利率为 3.88%，每年付息一次。

表 1 公司债券发行情况

名称	证券代码	金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）
14 国贸 01	122320	5	5（3+2）	5.50
14 国贸 02	136055	4	3	3.88

资料来源：公司年报

本次债券募集资金总额 9 亿元，资金在扣除发行费用后，全部用于补充公司流动资金。截至 2017 年 3 月 21 日，公司“14 国贸 01”和“14 国贸 02”两期债券募集资金已全部使用完毕，全部用于补充流动资金。

“14 国贸 01”于 2015 年 8 月 20 日支付了第一期利息 2,750 万元，于 2016 年 8 月 20 日支付了第二期利息 2,750 万元；“14 国贸 02”于 2016 年 11 月 25 日支付了第一期利息 1,552 万元。

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营业收入比重较高，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较大。

1. 行业概况

商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力不断增长的推动；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。由于受房地产调控政策影响相对较小，近年来我国商业地产发展速度较快。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在

一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

随着我国国民经济快速发展，人均消费水平逐年提升，商业地产投资增速也保持在较高水平。2005年以来，商业营业用房投资额增速保持了年均21.54%的较高增速，特别是2008年国家“四万亿”经济刺激政策导致流动性宽松，刺激了商业地产投资热情，商业营业用房投资额增速在2010年达到35.11%。随着我国经济增速逐步回落和货币政策向稳健方向转变，商业营业用房和办公楼投资增速明显回落，2014~2016年，全国商业营业用房投资完成额增速分别为20.10%、1.80%和8.40%，办公楼投资完成额增速分别为21.30%、10.10%和5.20%。2016年，商业营业用房和办公楼完成投资额分别为1.58万亿元和0.65万亿元，分别占当年全国房地产行业投资完成总额的15.44%和6.37%。

从商业地产供求情况看，2014~2016年，办公楼竣工面积增速分别为12.70%、8.80%和6.10%，商业营业用房竣工面积增速11.30%、-0.50%和4.10%，商业地产供应规模整体呈增长趋势。2014~2016年，办公楼销售面积增速分别为-13.40%、16.20%和31.40%，商业营业用房销售面积增速分别为7.20%、1.90%和16.80%，商业地产需求量有所增加，2016年需求增幅尤为明显。

总体看，商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动，近年商业地产规模持续增长，但投资增速有所下滑。

2. 竞争格局

商业地产企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。

从商业物业价值来看，依据2016年中国房地产企业商业物业价值Top100排行榜，前10名分别为万达集团、华润置地、九龙仓、恒隆地产、中粮集团、新鸿基、凯德集团、绿地集团、陆家嘴和世茂集团，物业价值分别为2,302亿元、1,120亿元、808亿元、807亿元、773亿元、699亿元、696亿元、668亿元、603亿元、468亿元，前10名企业的物业合计价值占Top100总价值的43.00%，商业地产规模分化明显。

总体看，商业地产企业规模优势明显，目前拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

3. 行业关注

行业集中度低，竞争激烈

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去几年相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，由于住宅地产限购政策和景气度下滑的因素的影响，传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如shopping mall、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈。

复合型人才短缺

商业地产规划设计难度大，开发周期长，后期管理复杂，需要熟悉各个环节的复合型人才参与开发建设和管理经营。目前我国商业地产市场成熟度不高，此类人才十分紧缺，对未来我国商业地

产行业的长期发展构成挑战。

4. 行业发展

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性是成为关键投入，技术性投入比重加大。

行业金融化、退出手段多样化

商业物业具有金融属性，对资本运作的要求非常高。商业地产在运营阶段将转向“资本和运营”，投资属性更加突出。未来的商业地产项目将更加关注运营阶段的投融资能力，具有较强投融资能力的商业地产项目才最具竞争实力。

目前商业地产的产业链尚不完善，还没有成熟的退出机制，特别是房地产金融包括 REITs 的发展，使众多的个人投资者、机构投资者都很难享受到商业地产所带来的投资红利。因为商业地产具有投资金额大、回报周期长、收益率高、运营管理难、退出方式少等特征，投资商业地产相对比较复杂，这需要做好完善的物业尽职调查，包括房地产评估、市场分析、投资测算、工程尽职调查等。未来中国核心商圈的商业地产项目将以持有型为主流，相信随着中国房地产金融进一步的完善，资产证券化将为商业地产带来更好的发展前景。

综合来看，未来几年，商业地产行业发展将更多于创新的金融产品相结合，充分体现其投资属性。

5. 北京市经济发展状况

2016年，北京市全年实现地区生产总值24,899.3亿元，较上年增长6.7%。其中，第一产业增加值129.6亿元，下降8.8%；第二产业增加值4,774.4亿元，增长5.6%；第三产业增加值19,995.3亿元，增长7.1%。第一、二、三产业构成为0.5%、19.2%和80.3%，占比较上年变动不大。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到11.5万元，较上年增长8.49%。

2016年，北京市全年实现工业增加值3,884.9亿元，较上年增长5.0%；其中，规模以上工业增加值增长5.1%。在规模以上工业中，国有控股企业增加值增长6.7%；股份合作企业、外商及港澳台企业增加值分别增长9.3%和8.5%；高技术制造业、现代制造业、战略性新兴产业增加值分别增长3.4%、11.9%和3.8%。

总体看，2016年，北京市经济发展状况良好。

6. 北京市商业物业出租概况

2016年，北京全市房屋施工面积12,976.00万平方米，同比下降0.13%。其中，办公楼施工面积2,447.26万平方米，同比增长1.56%；商业营业用房施工面积1,354.82万平方米，同比增长2.15%。2016年，北京全市房屋竣工面积2,369.95万平方米，同比下降9.94%。其中，办公楼竣工面积343.74万平方米，同比下降10.80%；商业营业用地竣工面积171.61万平方米，同比下降33.98%。2016年，北京全市房屋新开工面积2,795.57万平方米，同比增长3.28%。其中，办公楼新开工面积464.41万平方米，同比下降20.69%；商业营业用房新开工面积278.50，同比下降18.95%。

从北京写字楼市场情况来看，2016年，北京优质写字楼吸纳量26.77万平方米，同比增长2.23%；优质写字楼新增供应量41.66万平方米，同比增长5.02%；优质写字楼平均空置率7.40%，较上年上升了1.33个百分点；平均租金423.38元/平方米/月，与上年基本持平。2016年，北京甲级写字楼空

置率逐月增长，12月的甲级写字楼空置率达16.45%；甲级写字楼平均租金482.75元/平米/月，同比上涨10.74%。从北京CBD区域来看，2016年三季度，CBD甲级写字楼总存量286.59万平方米，同比增长32.98%；CBD甲级写字楼空置率3.60%，较上年同比提高1.10个百分点；CBD甲级写字楼租金371.60元/平方米/月，同比下降3.46%。

根据《2016年度商办地产白皮书》显示，CBD写字楼月均供应量居北京地区首位，月均可供租赁面积约103万平方米，市场供应量也有所增加，但短期内CBD区域超甲级写字楼和商业物业供应量有限。随着宏观经济增速下滑，CBD办公楼市场总体需求增长势头有所放缓，外资企业受租金上涨和内部预算有限等影响，续租时缩减租赁面积和外迁的情况增多。金融、IT/互联网、传媒/娱乐企业是CBD写字楼市场重要的需求来源，未来金融混业经营、科技行业增长与消费升级浪潮催生的新需求仍为CBD写字楼市场提供了一定的支撑。

总体看，北京办公楼及商业地产供给规模整体有所下降，北京优质及甲级写字楼吸纳量和供应量有所增长；CBD区域写字楼供给增长、需求有所放缓，但整体出租率与租金保持稳定。

四、管理分析

2016年11月，公司2名独立董事变更；2017年3月，公司原副董事长、原执行董事张彦飞先生因年龄原因离任，由陈延平先生接替担任公司副董事长、执行董事和薪酬委员会委员。

总体看，公司董事的变动未对公司经营及财务情况造成影响；目前，公司核心管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、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、公寓及酒店客房等租金收入。公司自有物业处于北京市中央商务区（CBD）的核心地段，地理位置优越。

2016年，公司营业收入23.49亿元，同比增长3.44%，主要系国贸写字楼平均租金提高、租金收入增加所致。从收入构成上看，写字楼、商场及酒店业务板块占比仍然较高，2016年，上述三大业务板块在营业收入的占比分别为51.46%、18.34%和16.65%。从各业务板块收入看，写字楼板块营业收入12.09亿元，同比增长7.82%，主要系国贸三期A写字楼租金和出租率上升所致；商场板块营业收入4.31亿元，同比下降6.06%，主要系公司因改造工程调整部分租户，导致租金和出租率有所下降所致；酒店板块营业收入3.91亿元，同比增长4.87%，主要系酒店入住率有所上升所致；公寓板块营业收入1.28亿元，同比增长3.63%。

表2 2015~2016年公司各板块营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	收入		占比		毛利率	
	2015年	2016年	2015年	2016年	2015年	2016年
写字楼	112,119.26	120,891.39	49.36	51.46	73.93	79.34
商场	45,874.82	43,097.03	20.20	18.34	69.97	67.97
公寓	12,340.03	12,788.26	5.43	5.44	61.22	64.88
酒店	37,292.47	39,109.85	16.42	16.65	-3.58	7.15

其他	19,501.26	19,053.26	8.59	8.11	-23.75	-32.79
合计	227,127.84	234,939.79	100.00	100.00	51.33	55.36

资料来源：公司提供

从营业毛利率看，2016年，公司营业综合毛利率55.36%，较上年提高4.03个百分点，主要系酒店板块经营回暖所致。从各业务板块来看，公司写字楼板块毛利率79.34%，较上年上升5.41个百分点；商场毛利率67.97%，较上年下降2.00个百分点，主要系公司因商城改造、调整商户给予租户一定租金优惠所致；公司公寓毛利率64.88%，较上年上升3.36个百分点；酒店经营毛利率由上年的-3.58%提高至7.15%，主要系国内旅游及商旅的需求增长、酒店业经营回暖所致。

总体看，随着部分物业单位租金的增长，公司主营业务收入有所增长，盈利水平较好。

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，业务集中在北京市CBD地区。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，国贸三期A阶段项目于2010年8月30日全部投入使用，国贸三期B商城部分于2016年10月开始陆续投入使用。

表3 截至2016年底公司主要自持物业基本情况（单位：平方米、房间、车位）

物业名称	建筑面积	营业面积	物业性质
国贸一座	80,366	49,151	写字楼
国贸东楼	6,367	--	--
国贸二座 70%	58,526	35,839	写字楼
国贸大厦（不含自用办公区）	139,483	82,629	写字楼
国贸一期商城	33,079	14,670	商场
国贸二期商城（含溜冰场）70%	11,231	4,090	商场
国贸三期A商城	45,851	18,192	商场
国贸三期B商城（含物业机房）	72,205	26,169	商场
国贸公寓	80,124	50,246	公寓
国贸展厅	15,337	--	--
国贸一期停车场及机房	47,196	610 Lots	停车场
国贸二期停车场及机房 70%	19,617	294 Lots	停车场
国贸三期停车场及机房	35,271	471 Lots	停车场
国贸三期B停车场	8,888	233 Lots	停车场
投资性房地产小计	653,539	--	--
国贸大酒店及对应的土地使用权	71,231	278 Rooms	酒店
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	728,375	--	--

资料来源：公司提供

注：原国贸展厅及东写字楼位于国贸写字楼2座南侧，于上世纪90年代初期建成并投入使用。该物业虽处于国贸中心黄金地段，但由于面积较小、场馆陈旧，同时局限于展览行业性质及市场环境等，平均租金及出租率均相对较低。为充分利用该区域的位置优势，进一步提高公司的经济效益，公司董事会于2014年2月19日召开五届二十三次董事会会议，审议同意将该区域原有物业及与之相连的国贸写字楼2座部分区域改建为商城，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。由于上述项目中的原国贸展厅和东写字楼由公司所有，所对应的土地使用权由国贸有限公司所有，政府相关部门一致未能批准以本公司名义办理土地预审和项目立项。因此，经与国贸有限公司协商，并征得政府相关部门原则同意，将原改建项目投资建设方案调整为由本公司与国贸有限公司分别投资、共同建设。2016年4月13日，本公司2015年度股东大会审议通过了关于变更原国贸展厅、东写字楼等区域改建项目投资方案的议案。

截至2016年底，公司自持物业面积72.84万平方米，较上年增加8.11万平方米。新增的物业项

目为国贸三期 B 商城（含物业机房），建筑面积 7.22 万平方米，国贸三期 B 停车场，建筑面积 0.89 万平方米。

表 4 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（%）	
		2015 年	2016 年	2015 年	2016 年
写字楼	一期	528	531	97.3	97.4
	二期	520	509	97.2	97.5
	三期 A	580	664	97.5	98.8
商城	一期	1,430	1,396	98.5	97.1
	二期	959	817	99.7	92.9
	三期 A	561	547	96.3	90.4
	三期 B	--	408	--	23.4
公寓		233	236	85.1	87.5
国贸大酒店（元/间夜）		1,713	1,633	59.3	63.1

资料来源：公司年报

注：公司与控股股东国贸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。

写字楼租赁业务

截至 2016 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 A 阶段），其建筑面积为 27.21 万平方米。

跟踪期内，公司投入运营的写字楼可出租面积约 16.69 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，实现了优质客户的扩租；另一方面，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。

公司写字楼在北京市高端写字楼市场保持较高的出租率和租金。2016 年，国贸写字楼出租面积较为平稳，国贸一期、二期和三期 A 阶段出租率分别为 97.4%、97.5% 和 98.8%，较上年均略有上升。出租价格方面，2016 年，一期、二期和三期 A 阶段平均租金分别为 531 元/平方米/月、509 元/平方米/月和 664 元/平方米/月，其中一期和三期 A 阶段较上年分别上升 0.57% 和 14.48%，二期下降 2.12%。

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、国贸三期 A 阶段商城和国贸三期 B 阶段商城四部分。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，商城引进了顶级品牌店，满足消费者对高品质的追求；国贸商城时尚消费区内具备时装、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，以满足消费者多方面、多层次的需要。

截至 2016 年底，随着国贸三期 B 阶段商业裙楼竣工，公司商城建筑面积 14.32 万平方米，可出租面积 6.30 万平方米。从出租率看，2016 年，公司商城出租率有所下降，一期、二期、三期 A 阶段商城出租率分别为 97.1%、92.9% 和 90.4%，较上年下降 1.4 个百分点、6.8 个百分点和 5.9 个百分点，主要系受国贸中心东楼改造、交通一体化工程影响，公司调整相关区域内的租户所致；三期 B 阶段商城于 2016 年 10 月投用，经营时间短、已出租面积较小，出租率为 23.4%。

从租金水平看，公司商城租金整体有所下降。2016 年，国贸一期、二期和三期 A 阶段租金分别为 1,396 元/平方米/月、817 元/平方米/月和 547 元/平方米/月，分别较上年下降 2.38%、14.81% 和 2.50%，主要系公司对因国贸中心东楼改造、交通一体化工程及国贸三期 B 阶段施工受影响的租户提供租金

折让等优惠所致；国贸三期 B 阶段开业时间较短，整体租金水平较低，为 408 元/平方米/月。未来，随着国贸三期 B 段工程、东写字楼改建项目的竣工投产，公司商场整体出租面积及出租价格有望进一步提升。

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。2016 年，公司公寓出租率和平均租金分别为 87.5% 和 236 元/平方米/月，较上年变化不大，保持较高水平。整体看，公司的公寓租赁保持较好的水平。

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。受宏观经济和限制“三公消费”政策影响，公司为了增加入驻率采用适当降价策略，2016 年，国贸大酒店平均租金为 1,633 元/间夜，较上年下降 4.67%，出租率为 63.1%，较上年上升 3.8 个百分点。整体看，尽管近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。

其他业务

公司其他业务主要包括会展业务、物业管理服务和电信增值业务。

国贸会展负责公司会展业务管理，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。国贸会展成功举办了服装展（春、秋展）、国际医疗设备展、城市轨道交通展、教育展等展会，并积极推动京津冀一体化重点项目之一的“世界商谷”的授权运营。截至 2016 年底，国贸会展资产规模 0.32 亿元，净资产 0.11 亿元。2016 年，实现营业收入 4,063.9 万元，较上年减少 14.1%；实现净利润 68.6 万元，较上年减少 51.1%。

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 2016 年底，国贸物业管理各类项目 65 个，其中物业项目 53 个，酒店管理及相关咨询服务类项目 8 个，工程服务类项目 4 个，分别较上年减少 2 个、6 个和 1 个。截至 2016 年底，国贸物业资产规模 1.77 亿元，净资产 0.37 亿元。2016 年，国贸物业实现营业收入 1.9 亿元，比上年增长 17.0%；实现净利润 1,149.0 万元，比上年降低 8.6%。

时代网星是公司的联营企业，是原中国网通（现中国联通）和公司合股成立的一家综合性电信增值业务服务商，在国贸中心建立先进完善的全电信综合网络平台和高品质的服务体系，为国贸社区内企业公司和个人家庭提供现代化的网络通信、电子商务信息及应用服务。时代网星通过深入挖掘客户的增值服务，强化服务优势拓宽市场范围，实现收入和效益的双增长。截至 2016 年底，时代网星资产规模 0.22 亿元，净资产 0.15 亿元。2016 年，时代网星实现营业收入 2,449 万元，比上年增长 18.0%；实现净利润 203 万元，比上年增长 64.2%。

总体看，公司写字楼、酒店和公寓业务经营稳定增长，商城租赁业务有所下滑，但出租率和租金仍保持较高水平，公司商业租赁整体运营平稳。

3. 在建及拟建项目

截至 2016 年底，公司在建项目主要有国贸三期 B 阶段项目和国贸中心东楼改造及交通一体化工程两个项目。

表 5 截至 2016 年底公司在建工程情况（单位：平方米、亿元）

项目	经营业态	规划建筑面积	已竣工面积	总投资额	实际已投资金额	资金来源
国贸三期 B 阶段	写字楼、商	232,903	80,815	47.00	42.30	自有资金及银行

项目	城、酒店等					借款
国贸中心东楼改造及交通一体化工程	商城	38,257	--	3.90	3.60	自有资金
合计	--	271,160	80,815	50.90	45.90	--

资料来源：公司年报

注：国贸中心东楼改造及交通一体化工程项目由公司与国贸有限公司分别出资、共同建设，总建筑面积约为 6.5 万平方米，其中归属于公司的房屋建筑面积为 3.8 万平方米。该项目总投资额预计约 6.2 亿元，其中公司投资额约为 3.9 亿元。

国贸三期 B 阶段项目于 2012 年 5 月启动，规划建筑面积 23.29 万平方米，包括一座高度 296 米的主塔楼和配楼以及商业裙楼。B 阶段现场施工顺利，2016 年 10 月 9 日完成商业裙楼竣工验收备案，主塔楼于 2017 年 4 月 20 日取得竣工验收备案。国贸三期 B 阶段主塔楼国贸大厦 B 座的 23~63 层为办公楼层，可出租面积 4 万平方米，其中 23~27 层为服务式办公楼层、30~63 层为标准写字楼办公层；国贸大厦 B 座的 1~22 层为新国贸饭店，包括 450 间客房和套房、全日制餐厅、精酿啤酒坊、多功能厅及 3,500 平方米的健身中心。

截至 2016 年底，国贸三期 B 阶段项目累计投入（按项目建设费用发生额统计，含应付工程款等）42.3 亿元，2016 年支出 12.2 亿元，2017 年预计建设资金需求约为 3.9 亿元。公司于 2016 年 1 月与由中国建设银行股份有限公司北京华贸支行作为牵头行组成的银团，签订了 28 亿元人民币的“银团贷款合同”，截至 2016 年底，该项借款尚未使用的信用额度约 21.5 亿元，可以满足公司国贸三期 B 阶段项目建设的资金需求。

原国贸展厅及东写字楼位于国贸写字楼 2 座南侧，于上世纪 90 年代初期建成并投入使用，由于面积较小、场馆陈旧，局限于展览行业性质及市场环境等，平均租金及出租率均相对较低。为利用该区域的位置优势，进一步提高公司的经济效益，公司将该区域原有物业及与之相连的国贸写字楼 2 座部分区域改建为商城，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。该项目规划建筑面积 3.83 万平方米，公司总投资额 3.9 亿元，截至 2016 年，公司已投资 3.6 亿元（按项目建设费用发生额统计，含应付工程款等），2016 年投入 1.0 亿元，2017 年所需建设资金约为 1.0 亿元。

总体看，公司在建项目有利于公司出租面积的扩大、营业收入的增长；由于国贸三期 B 阶段于 4 月竣工，未来所需资金投入规模不大，且公司资金来源充足，融资压力较小。

4. 经营效率

2016 年，公司应收账款周转率和总资产周转率分别为 16.44 次和 0.22 次，较上年变化不大；流动资产周转率 3.57 次，较上年的 1.78 次有所增长。从同行业比较来看，公司应收账款周转率低于其他大部分上市公司，但绝对值处于良好水平；流动资产周转率和总资产周转率较高。

表 6 2016 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	流动资产周转率	总资产周转率
阳光股份	12.32	0.17	0.06
陆家嘴	182.56	0.57	0.19
金融街	22.20	0.24	0.18
中国国贸	16.44	3.57	0.22

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，公司流动资产周转率和总资产周转率处于行业较好水平，整体经营效率较高。

5. 经营关注

市场需求存在一定不确定性

商业地产受房地产市场调控的影响较小，但北京市其他区域的商业地产发展较快，写字楼、商城、酒店的供应量增加，市场竞争加剧，写字楼和商城租赁的市场需求存在一定不确定性，可能对公司未来收入造成一定影响。

6. 未来发展

公司将进一步利用公司多年发展的区位、硬件、服务、品牌条件，不断提升公司的核心竞争力。目前，国贸三期 B 阶段项目已取得竣工备案，国贸中心东楼改造及交通一体化工程预计于 2017 年底投入使用，将进一步扩大公司的经营规模，丰富公司的经营内容，提高公司的市场竞争力，有利于公司的长远发展。同时，公司将进入资金净回笼阶段，投资支出的减少和租金回流的加大将发挥较强的双向改善作用，进一步改善公司的财务结构，提升盈利水平。

总体看，公司的工程建设规划、资金规划合理，将进一步扩大公司的经营规模、提高市场竞争力，有利于公司的长远发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2016年度财务报表已经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。截至2016年底，公司纳入合并范围的子公司为国贸物业和国贸会展，较2015年无变化，公司财务数据连续性好，可比性强。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》的披露规定编制。

截至2016年底，公司合并资产总计112.08亿元，负债合计50.71亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.37亿元，其中归属于母公司所有者权益61.35亿元；2016年，公司实现营业收入23.49亿元，净利润（含少数股东损益）6.87亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.86亿元；2016年，公司经营产生的现金流量净额11.15亿元，现金及现金等价物净增加额-0.49亿元。

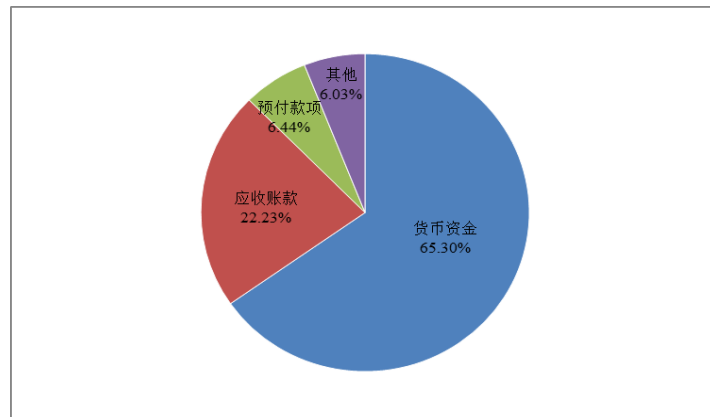
2. 资产质量

截至2016年底，公司资产总额112.08亿元，较年初增长9.68%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产和非流动资产分别占5.79%和94.21%，公司资产仍以非流动资产为主，符合商业物业企业特点。

流动资产

截至2016年底，公司流动资产6.49亿元，较年初下降2.69%，主要系货币资金减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占65.30%）、应收账款（占22.23%）和预付款项（占6.44%）构成。

图2 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2016年底，公司货币资金4.24亿元，较年初下降10.39%，主要系偿还银行贷款所致。公司货币资金以银行存款为主，并有少量库存现金，公司无受限货币资金。

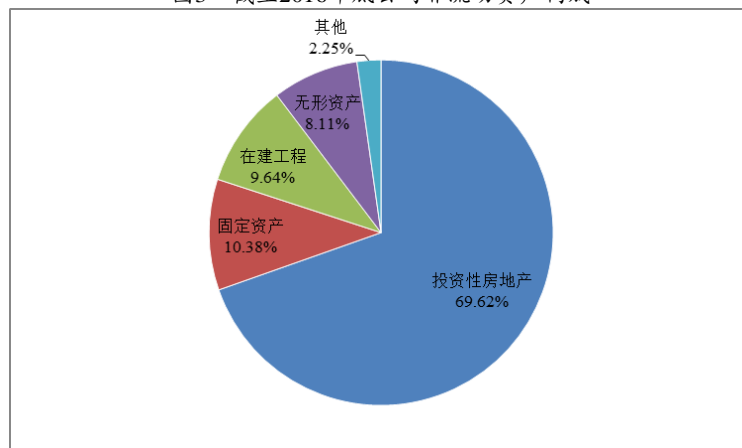
截至2016年底，公司应收账款1.44亿元，较年初增长1.94%，主要系公司租赁规模扩大导致应收租金增加所致。公司应收账款主要为应收免租期租金、酒店经营及子公司物业经营等形成的应收账款，账龄1年以内的占99.60%，1~2年的占0.40%，均未计提坏账准备。截至2016年底，应收账款中有0.3亿元已逾期，但公司基于客户财务状况及其信用记录，认为该笔款项可以收回，故未单独计提减值准备。

截至2016年底，公司预付款项0.42亿元，较年初增长97.75%，主要系酒店营运物资采购款增加所致；其中，账龄一年以内的占96%，1~2年的占4%。

非流动资产

截至2016年底，公司非流动资产105.60亿元，较年初增长10.54%，主要系投资性房地产和在建工程规模增长所致。公司非流动资产主要由投资性房地产（占69.62%）、固定资产（占10.38%）、在建工程（占9.64%）和无形资产（占8.11%）构成。

图3 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至2016年底，公司投资性房地产账面价值73.52亿元，较年初增长16.60%，主要系公司将国贸三期B阶段工程北区、原国贸展厅和东写字楼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。2016年，公司投资性房地产计提折旧1.89亿元；目前公司投资性房地产以

成本法计价，考虑公司项目在北京 CBD 核心区，未来升值潜力很大，潜在账面增值很大，故未计提减值准备。截至 2016 年底，公司因长期借款抵押受限的投资性房地产账面价值共计 55.36 亿元，占公司投资性房地产账面价值的 75.30%，受限比例高。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 10.96 亿元，较年初下降 4.38%，主要系折旧增加所致。公司固定资产以自用的房屋及建筑物（占 72.61%）、机器设备（占 16.17%）为主。截至 2016 年底，固定资产累计计提折旧 7.07 亿元，固定资产成新率 60.80%，成新率一般。公司因长期借款抵押受限的固定资产账面价值 8.95 亿元，占公司固定资产的 81.60%，受限比例高。

截至 2016 年底，公司在建工程 10.18 亿元，较年初增长 48.86%，主要系国贸三期 B 阶段工程项目推进所致。公司因长期借款抵押受限的在建工程 10.17 亿元，占公司在建工程的 99.87%，受限比例高。

截至 2016 年底，公司无形资产 8.56 亿元，较年初下降 27.21%，主要系转出至投资性房地产所致。公司无形资产主要为土地使用权，截至 2016 年底，因长期借款抵押的无形资产账面价值 7.94 亿元，占公司无形资产的 92.75%，受限比例高。

公司使用权或所有权受限资产账面价值 82.41 亿元，占公司总资产的 73.52%，均为长期借款资产抵押形成。整体看，公司受限资产比例高。

表 7 截至 2016 年底公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	账面价值
投资性房地产	55.36
固定资产	8.95
在建工程	10.17
无形资产	7.94
合计	82.41

资料来源：公司年报

总体看，2016 年，公司资产规模增长较快，以投资性房地产、在建工程和无形资产为主，因位于北京 CBD 核心区，未来升值空间较大，资产质量整体较好；但公司非流动资产受限比例高，流动性一般。

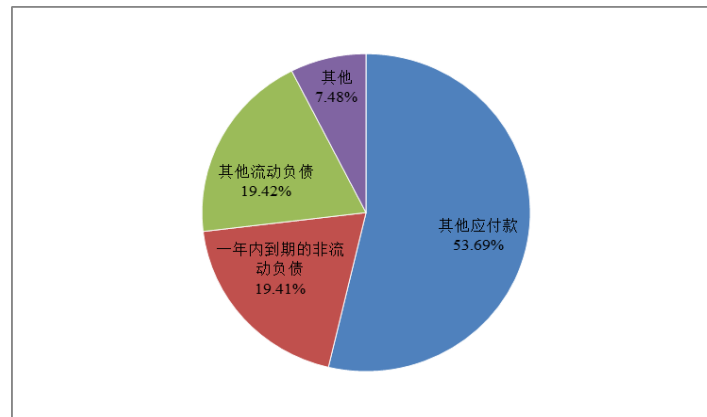
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债合计 50.72 亿元，较年初增长 11.04%，主要系公司流动负债增加所致。其中，流动负债和非流动负债分别占 50.68% 和 49.32%。

截至 2016 年底，公司流动负债 25.70 亿元，较年初增长 53.60%，主要系其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。公司流动负债主要由其他应付款（占 53.69%）、一年内到期的非流动资产（占 19.41%）和其他流动负债（占 19.42%）构成。

图4 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司其他应付款 13.80 亿元，较年初增长 30.73%，主要系应付国贸三期 B 阶段项目工程款增加所致。公司其他应付款主要为租户押金、应付工程设备款项、物业项目代收押金及能源费等，其中账龄超过一年的其他应付款为 4.14 亿元，主要为收取的租户押金，由于租赁期尚未结束，该款项尚未退还。

截至 2015 年底，公司无一年内到期的非流动负债；截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 4.99 亿元，主要系公司发行的“14 国贸 01”（发行规模 5 亿、期限 5 年、票面利率 5.5%）债券附有第三年末投资者回售选择权，由应付债券重分类为一年内到期的非流动负债所致。

截至 2015 年底，公司无其他流动负债；截至 2016 年底，公司其他流动负债 4.99 亿元，主要系公司发行 5 亿元的超短期融资券“16 中国国贸 SCP001”所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债 25.01 亿元，较年初下降 13.56%，主要系应付债券重分类所致。公司非流动负债由长期借款（占 84.10%）和应付债券（占 15.90%）构成。

截至 2016 年底，公司长期借款 21.04 亿元，较年初增长 5.19%，主要系公司扩大融资规模以满足在建工程资金需要所致。公司长期借款全部为抵押借款，公司以国贸三期 A 阶段的房屋建筑物、设备以及对应的土地使用权和国贸三期 B 阶段在建工程及对应的土地使用权作为抵押物，账面价值合计 82.41 亿元。2017~2022 年，公司长期借款分别计划归还 1.0 亿元、0.8 亿元、0.8 亿元、9.1 亿元、8.7 亿元和 4.95 亿元，存在一定集中偿付压力。

截至 2016 年底，公司应付债券 3.98 亿元，较年初下降 55.51%，主要系公司发行的“14 国贸 01”债券附有第三年末投资者回售选择权，由应付债券重分类为一年内到期的非流动负债所致。

截至 2016 年底，公司全部债务 34.99 亿元，较年初增长 5.19%，其中短期债务 9.98 亿元（占 28.52%），长期债务 25.01 亿元（占 71.48%），仍以长期债务为主。截至 2016 年底，公司资产负债率 45.25%，较年初上升 0.55 个百分点；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 36.32% 和 28.96%，分别较年初下降 0.74 个百分点和 4.91 个百分点。整体看，公司债务负担适中。

总体看，公司负债尤其是流动负债规模有所扩大，但整体债务水平适中。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 61.37 亿元，较年初增长 8.58%，主要系未分配利润增加所致。截至 2016 年底，归属于母公司所有者权益 61.35 亿元，占公司所有者权益的 99.97%；其中，股本占 16.42%、资本公积占 30.52%、盈余公积占 8.21%、未分配利润占 44.85%，公司所有者权益稳定性尚可。

总体看，公司所有者权益规模有所增长，未分配利润占比较高，稳定性尚可。

4. 盈利能力

2016年，公司实现营业收入23.49亿元，同比增长3.44%，主要系公司写字楼收入增加所致；营业成本10.49亿元，同比下降5.13%，主要系公司根据“营改增”相关政策规定，将2016年5月1日起发生的房产税、土地使用税等由营业成本科目列示改为“税金及附加”科目列示所致。公司营业利润率48.19%，较上年上升2.43个百分点。2016年，公司实现净利润6.87亿元，同比增长9.34%。

从期间费用来看，2016年公司期间费用总额2.15亿元，同比下降5.51%，主要系贷款利率降低以及偿还部分借款导致财务费用下降所致。其中，销售费用、管理费用和财务费用的占比分别为25.31%、38.26%和36.43%。2016年，公司销售费用0.54亿元，同比增长17.62%，主要系国贸三期B阶段广告宣传费增加所致；管理费用0.82亿元，同比增长11.69%，主要系劳务费及员工成本增加所致；财务费用0.78亿元，同比下降27.23%。2016年，公司费用收入比9.16%，较上年下降0.87个百分点，就商业物业租赁行业特征来看，公司费用控制能力较强。

2016年，公司营业外收入0.06亿元，同比下降64.41%，主要系北京市政策奖励款减少所致。公司营业外收入占利润总额的0.65%，营业外收入对公司利润贡献很小。

从盈利指标看，2016年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为8.23%、9.31%和11.65%，与上年基本持平，公司盈利能力较强。从同行业比较情况看，公司在同行业上市公司中处于较高水平。

表8 2016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	-0.79	-15.20	46.91
陆家嘴	7.33	19.87	47.20
金融街	4.65	10.54	30.03
中国国贸	9.28	11.65	55.36

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，2016年公司收入规模和利润规模进一步增长，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

经营活动方面，2016年，公司经营活动现金流入25.51亿元，同比增长5.89%，主要系公司租金增加带动销售商品、提供劳务收到的现金增加所致；经营活动现金流出14.36亿元，同比增长13.56%，主要系酒店营运物资采购款增加以及出租房产由从价计征改为从租计征导致房产税增加所致。2016年，公司经营活动净现金流11.15亿元，同比下降2.57%。从收入实现质量来看，2016年，公司现金收入比104.52%，较上年上升3.44个百分点，收入实现质量较高。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流入1.56亿元，同比下降90.72%，主要系银行理财产品规模较小导致收回投资收到的现金大幅减少所致；公司投资活动现金流出11.33亿元，同比下降54.26%，主要系公司用于银行理财的投资支出减少所致。2016年，公司投资活动现金流量净额-9.77亿元，净流出规模同比扩大22.37%。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入13.02亿元，同比增长57.06%，主要系公司发行超短期融资券所致；筹资活动现金流出14.89亿元，同比下降0.22%。2016年，公司筹资活动现金净流量-1.87

亿元，净流出规模同比下降 71.80%。

总体看，公司经营活动现金净流量规模较大且较为稳定，投资活动现金净流出规模较大，但随着国贸三期 B 阶段竣工，公司未来投资活动资金需求规模有望下降，融资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.25 倍和 0.24 倍，较年初均有下降，主要系流动负债大幅增加所致；受公司货币资金减少、短期债务增加影响，公司现金短期债务比由年初的 1.09 倍下降至 0.42 倍，公司现金类资产对短期债务覆盖程度仍属较高；公司经营现金流流动负债比为 43.38%，较上年下降 25.01 个百分点，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖程度一般。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2016 年，公司 EBITDA 为 12.87 亿元，同比增长 1.44%。公司 EBITDA 由折旧（占 20.20%）、摊销（占 2.31%）、计入财务费用的利息支出（占 6.13%）、利润总额（占 71.36%）构成。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 6.60 倍上升为 7.99 倍，EBITDA 对利息保障能力强；EBITDA 全部债务比为 0.37 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较强。

根据公司提供的企业信用报告（中征码：1101000001839387），截至 2017 年 3 月 20 日，公司无不良信用记录。

截至 2016 年底，公司无对外担保，不存在重大未决诉讼。

公司与多家银行保持着密切的合作关系，截至 2016 年底，公司共计获得银行授信额度约 28 亿元，其中尚未使用的授信额度约为 22 亿元，公司间接融资能力较强；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

总体看，公司短期偿债能力一般、长期偿债能力较强；考虑到公司营业收入规模较大、经营现金流充裕，以及投资性房地产以成本法计价、升值潜力很大等因素，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）4.24 亿元，约为“14 国贸 01”、“14 国贸 02”本金合计（9 亿元）的 0.47 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产 61.37 亿元，约为债券本金合计（9 亿元）的 6.82 倍，净资产对债券的覆盖程度较高，能够对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 12.87 亿元，约为债券本金合计（9 亿元）的 1.43 倍，对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 25.51 亿元，约为债券本金合计（9 亿元）的 2.83 倍，公司经营活动现金流入量对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”的覆盖程度较高。

总体看，公司财务情况良好，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，在区域环境、行业地位、经营实力、品牌知名度、升值潜力等方面具备较强的优势，国贸三期 B 阶段已取得竣工备案，其投入运营有利于公司收入规模和盈利能力的进一步提高，联合评级认为公司对“14 国贸 01”、“14 国贸 02”的偿还能力极强。

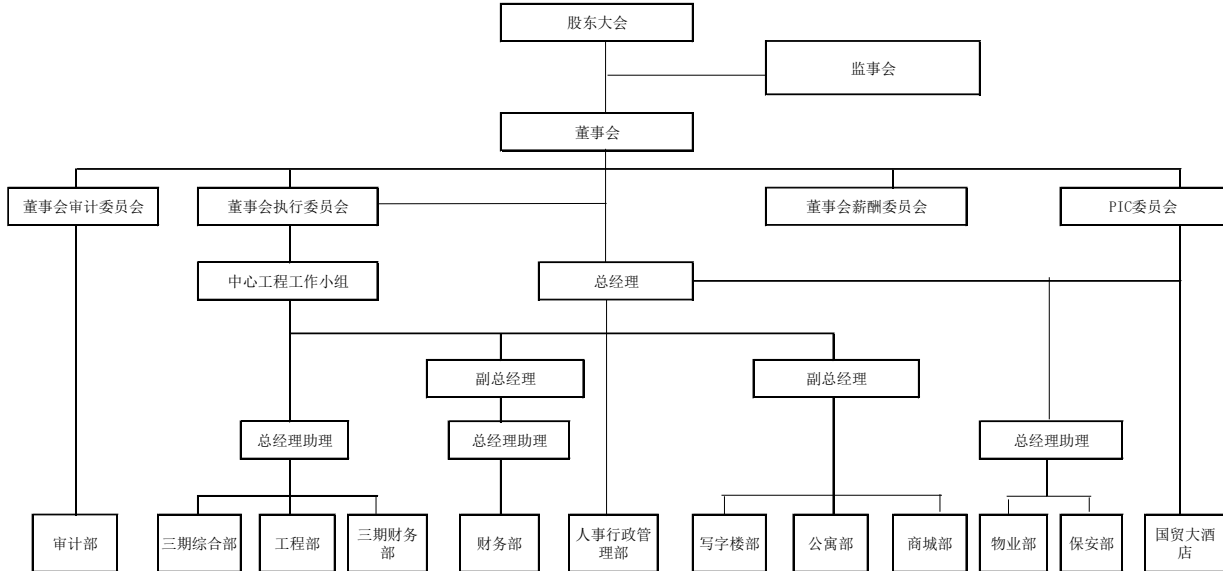
八、综合评价

跟踪期内，公司作为中国国际贸易中心的运营主体，受益于北京市商业物业市场的平稳发展，经营状况保持良好。2016年，公司营业收入稳定增长、盈利能力保持较强水平、融资渠道畅通、公司债务负担略有下降；目前公司投资性房地产以成本法计价，均坐落在北京 CBD 核心区，未来升值潜力很大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到北京商业租赁业务竞争加剧、需求放缓以及公司受限资产比例较高对公司信用水平带来的不利影响。

国贸三期 B 阶段于 2017 年 4 月 20 日取得竣工验收备案，其投入运营将进一步扩大公司的经营规模，提升公司的盈利能力，增强公司整体竞争实力。

综上，联合评级上调中国国贸的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”，同时上调“14 国贸 01”和“14 国贸 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 中国国际贸易中心股份有限公司 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	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	102.19	112.08
所有者权益（亿元）	56.52	61.37
短期债务（亿元）	4.33	9.98
长期债务（亿元）	28.94	25.01
全部债务（亿元）	33.27	34.99
营业收入（亿元）	22.71	23.49
净利润（亿元）	6.28	6.87
EBITDA（亿元）	12.69	12.87
经营性净现金流（亿元）	11.45	11.15
应收账款周转次数(次)	15.93	16.44
存货周转次数（次）	44.78	45.58
总资产周转次数（次）	0.23	0.22
现金收入比率（%）	101.08	104.52
总资本收益率（%）	8.30	8.23
总资产报酬率（%）	9.53	9.31
净资产收益率（%）	11.55	11.65
营业利润率（%）	45.76	48.19
费用收入比（%）	10.03	9.16
资产负债率（%）	44.69	45.25
全部债务资本化比率（%）	37.05	36.32
长期债务资本化比率（%）	33.86	28.96
EBITDA 利息倍数（倍）	6.60	7.99
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.37
流动比率（倍）	0.40	0.25
速动比率（倍）	0.38	0.24
现金短期债务比（倍）	1.09	0.42
经营现金流流动负债比率（%）	68.40	43.38
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.41	1.43

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。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+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
 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。