



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪484号

## 中国铁建房地产集团有限公司：

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“中国铁建房地产集团有限公司公开发行2015年公司债券（第一期）”、“中国铁建房地产集团有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”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，维持贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年六月十七日

# 中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）、 中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期） 跟踪评级报告（2019）

|        |   |     |         |
|--------|---|-----|---------|
| 发行主体   | 中国铁建房地产集团有限公司                             |     |         |
| 债券名称   | 中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）         |     |         |
| 债券简称   | 15 铁建 01                                  |     |         |
| 债券代码   | 122481                                    |     |         |
| 发行年限   | 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权         |     |         |
| 起息日    | 2015/9/25                                 |     |         |
| 发行规模   | 人民币 30 亿元，于 2018/9/25 回售 0 元，余额为人民币 30 亿元 |     |         |
| 上次评级时间 | 2018/6/26                                 |     |         |
| 上次评级结果 | 债项级别                                      | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                                      | AAA |         |
| 跟踪评级结果 | 债项级别                                      | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                                      | AAA |         |

|        |                                   |     |         |
|--------|-----------------------------------|-----|---------|
| 发行主体   | 中国铁建房地产集团有限公司                     |     |         |
| 债券名称   | 中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期） |     |         |
| 债券简称   | 16 中铁 01                          |     |         |
| 债券代码   | 136142                            |     |         |
| 发行年限   | 5 年期                              |     |         |
| 起息日    | 2016/1/11                         |     |         |
| 发行规模   | 人民币 28 亿元                         |     |         |
| 上次评级时间 | 2018/6/26                         |     |         |
| 上次评级结果 | 债项级别                              | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                              | AAA |         |
| 跟踪评级结果 | 债项级别                              | AAA | 评级展望 稳定 |
|        | 主体级别                              | AAA |         |

## 基本观点

作为中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）旗下房地产开发运营的主要平台，中国铁建房地产集团有限公司（以下简称“中铁建房产”或“公司”）持续获得股东的有力支持。跟踪期内，受益于良好的区域市场布局合理的产品定位，公司签约销售金额持续保持增长，项目储备充足且区域布局良好，加之顺畅的融资渠道，为其未来业务的增长和债务的偿还提供了有力支撑。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模不断上升，财务杠杆持续处于较高水平，以及关联方往来款规模较大等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持中铁建房产主体信用等级 AAA，评级展望为稳定；维持“中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）”、“中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级 AAA。

## 正面

- 股东持续有力的支持。作为中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”）旗下房地产开发运营的核心平台，公司在项目资源、资金等方面持续获得股东的大力支持。
- 销售业绩较快增长。得益于良好的区域市场布局合理的产品定位，2018 年公司实现签约销售面积 465.56 万平方米，同比增长 34.41%；实现签约销售金额 751.09 亿元，同比增长 31.77%，其中一、二线城市的签约销售金额合计占比达 88.75%。
- 充足且优质的项目储备资源。2018 年公司加大拿地力度，土地储备得到扩充且有较大比例的项目集中于一、二线城市，土地储备充足且区域布局良好，可为公司未来业绩的保持提供良好的支撑。

概况数据

| 中铁建房产         | 2016     | 2017     | 2018     | 2019.Q1  |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益(亿元)     | 198.83   | 211.38   | 244.50   | 248.39   |
| 总资产(亿元)       | 1,045.94 | 1,159.37 | 1,422.79 | 1,571.81 |
| 总债务(亿元)       | 507.31   | 555.40   | 708.85   | 803.89   |
| 营业总收入(亿元)     | 289.09   | 336.82   | 278.99   | 27.75    |
| 营业毛利率(%)      | 23.19    | 19.90    | 25.12    | 32.92    |
| EBITDA(亿元)    | 42.38    | 35.18    | 61.78    | 9.17     |
| 所有者权益收益率(%)   | 14.75    | 9.10     | 15.78    | 6.10     |
| 资产负债率(%)      | 80.99    | 81.77    | 82.82    | 84.20    |
| 净负债率(%)       | 216.39   | 213.35   | 263.33   | 275.03   |
| 总债务/EBITDA(X) | 11.97    | 15.79    | 11.47    | 21.92    |
| EBITDA利息倍数(X) | 1.43     | 1.07     | 1.82     | 0.81     |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、2018年和2019年第一季度其他流动负债中计息债务计入短期债务核算；  
3、2019年第一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA指标已经年化。

➤ 融资渠道顺畅。公司与多家银行建立了良好的合作关系，截至2019年3月末，其未使用的授信额度为177.06亿元；同时，公司股东方在融资方面给予公司较大支持。此外，公司在资本市场融资渠道亦较为顺畅，整体备用流动性较为充足。

关注

- 债务规模不断上升，财务杠杆持续处于较高水平。近年来随着公司业务规模的扩大，对外融资需求加大，债务规模增长较快，财务杠杆比率亦处于较高水平。
- 关联方往来款规模较大。近年来公司加大合作开发项目的比重，合营企业及项目明显增多，关联方往来款持续增长，其他应收款的回收情况、其他应付款来源的稳定性或对公司的信用质量产生影响。

分析师

樊睿裕 cyfan@ccxr.com.cn

张丽华 lh Zhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年6月17日

## 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委托方构成委托关系外，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和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](http://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发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 募集资金使用情况

中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2015 年公司债券（第一期）（债券简称：“15 铁建 01”、债券代码：“122481”）于 2015 年 9 月 25 日完成发行，发行规模为 30 亿元，票面利率为 4.02%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，到期日为 2020 年 9 月 25 日。“15 铁建 01”债券于 2018 年 9 月 25 日回售金额为 0，债券余额仍为 30 亿元，票面利率调整至 4.80%。截至 2018 年末，15 铁建 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

中国铁建房地产集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）（债券简称：“16 中铁 01”、债券代码：“136142”）于 2016 年 1 月 11 日完成发行，发行规模为 28 亿元，票面利率为 3.70%，发行年限为 5 年期，到期日为 2021 年 1 月 11 日。截至 2018 年末，16 中铁 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 行业分析

**2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。**

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立

也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

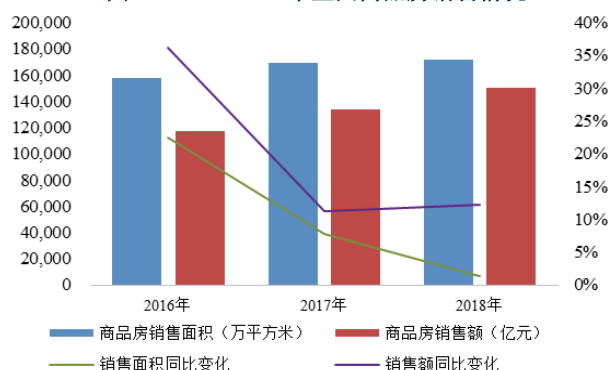
**在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。**

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点<sup>1</sup>。受房地产调控政策持续及“因城施策”影

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城

响，2018年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

**房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。**

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额

增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

## 业务运营

作为中国铁建股份有限公司（以下简称“中国

中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

铁建”)旗下房地产开发运营的核心平台,中国铁建房地产集团有限公司(以下简称“中铁建房产”或“公司”)持续在土地资源、资金等方面持续得到股东的大力支持。2018年,公司实现营业总收入278.99亿元,同比下降17.17%。其中,房产销售业务收入261.76亿元,较上年同比下降18.83%,占营业收入的比重为93.82%,为其收入的主要来源。

**表 1: 2016~2018 年公司营业总收入构成情况**

单位: 亿元

|              | 2016          | 2017          | 2018          | 2018 年<br>同比变化 |
|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 房产销售         | 286.61        | 322.50        | 261.76        | -18.83%        |
| 物业费          | 1.81          | 3.06          | 4.15          | 35.60%         |
| 物业出租         | 0.66          | 1.20          | 1.25          | 4.83%          |
| 其他           | -             | 10.07         | 11.83         | 17.50%         |
| <b>营业总收入</b> | <b>289.09</b> | <b>336.82</b> | <b>278.99</b> | <b>-17.17%</b> |

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

2018年, 受益于良好的区域市场布局合理的产品定位, 公司签约销售面积和金额均保持较快增长, 开竣工面积稳步增长; 但受公司项目开发结转周期影响, 公司当年结算面积和金额同比有所下降。

签约销售方面, 得益于良好的区域市场布局合理的产品定位, 2018年公司实现签约销售面积为465.56万平方米, 同比增长34.41%; 签约销售金额为751.09亿元, 同比增长31.77%; 签约销售均价为16,133.04元/平方米, 同比下降1.96%。从签约销售的区域分布来看, 2018年公司销售项目分布于全国25个主要城市及地区, 一、二线城市的签约销售金额合计占比达88.75%, 其中销售占比靠前的城市分别为成都、北京、杭州、上海、重庆和广州, 上述城市签约销售金额占比分别为16.96%、13.22%、9.51%、8.57%、8.10%和6.66%。2019年1~3月, 公司实现销售面积74.37万平方米, 较2018年同期增长12.82%; 实现签约销售金额107.43亿元, 较上年同期增长1.03%。

**表 2: 2016~2019.Q1 公司项目销售和结算情况**

单位: 万平方米、亿元

| 指标           | 2016   | 2017   | 2018   | 2019.Q1 |
|--------------|--------|--------|--------|---------|
| 签约销售面积(全口径)  | 287.86 | 346.38 | 465.56 | 74.37   |
| 签约销售金额(全口径)  | 388.06 | 570.01 | 751.09 | 107.43  |
| 签约销售面积(权益口径) | 252.72 | 206.43 | 345.37 | 60.48   |
| 签约销售金额(权益口径) | 337.93 | 272.14 | 526.47 | 83.45   |
| 结算面积(合并口径)   | 231.38 | 272.26 | 203.77 | 17.03   |
| 结算金额(合并口径)   | 286.61 | 322.50 | 261.76 | 26.02   |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

**表 3: 2018 年公司签约销售金额城市分布情况**

单位: 亿元

| 城市        | 签约销售金额        | 占比             |
|-----------|---------------|----------------|
| 成都        | 127.38        | 16.96%         |
| 北京        | 99.31         | 13.22%         |
| 杭州        | 71.43         | 9.51%          |
| 上海        | 64.40         | 8.57%          |
| 重庆        | 60.84         | 8.10%          |
| 广州        | 50.03         | 6.66%          |
| 宁波        | 36.02         | 4.80%          |
| 大连        | 31.38         | 4.18%          |
| 太原        | 23.75         | 3.16%          |
| 西安        | 22.42         | 2.98%          |
| 合肥        | 18.63         | 2.48%          |
| 贵安新区      | 18.60         | 2.48%          |
| 嘉兴        | 16.94         | 2.26%          |
| 南宁        | 16.75         | 2.23%          |
| 长沙        | 16.53         | 2.20%          |
| 长春        | 16.20         | 2.16%          |
| 天津        | 14.54         | 1.94%          |
| 贵阳        | 12.94         | 1.72%          |
| 昆明        | 12.17         | 1.62%          |
| 南沙新区      | 8.07          | 1.08%          |
| 佛山        | 6.93          | 0.92%          |
| 南京        | 2.52          | 0.33%          |
| 福州        | 1.82          | 0.24%          |
| 武汉        | 1.32          | 0.18%          |
| 徐州        | 0.18          | 0.02%          |
| <b>合计</b> | <b>751.09</b> | <b>100.00%</b> |

注: 以上数据为全口径

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

结算方面, 受项目开发及结转周期的影响, 2018年公司结算面积和结算金额分别为203.77万平方米和261.76亿元, 分别同比下降25.16%和18.83%。截至2019年3月末公司预收账款及合同

负债金额为 290.41 亿元，较大规模的待结算资源可为其未来经营业绩的增长提供一定的保障。

项目运营方面，2018 年公司项目开发节奏稳步提升，当年新开工面积 310.23 万平方米，同比增长 8.84%；当年竣工面积 318.13 万平方米，同比增长 14.69%。截至 2019 年 3 月末，公司在建面积为 600.09 万平方米，主要分布在成都、贵阳、天津、重庆、北京等城市。

表 4：2016~2019.Q1 公司房地产开发运营情况

单位：万平方米

| 指标     | 2016   | 2017   | 2018   | 2019.Q1 |
|--------|--------|--------|--------|---------|
| 新开工面积  | 209.54 | 285.03 | 310.23 | 60.93   |
| 竣工面积   | 329.00 | 277.38 | 318.13 | 0.00    |
| 期末在建面积 | 499.45 | 542.78 | 536.84 | 600.09  |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司加大拿地力度，新增土地储备面积及金额大幅增长，土地储备得到较好补充，公司整体项目储备丰富且区域布局良好，为其未来经营业绩增长提供保障。

公司积极践行控股股东的整体战略发展规划，落实以一、二线城市为重点，发展部分具有良好发展潜力的三、四线城市为补充的发展思路。2018 年公司在全国 13 个城市及地区新增土地共计 17 幅，新增土地储备建筑面积为 384.32 万平方米，同比大幅增长 410.52%，主要分布于南沙新区、北京、绍兴、张家口、长春和广州等区域，占比依次为 25.88%、12.17%、9.43%、9.24%、9.05% 和 7.08%。2018 年公司新增土地金额为 263.66 亿元，同比大幅增长 144.11%。2019 年 1~3 月，公司新增土地 3 幅，其中杭州 2 幅，太原 1 幅，新增土地储备面积为 55.20 万平方米。

表 5：2016~2019.Q1 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元

| 指标         | 2016   | 2017   | 2018     | 2019.Q1  |
|------------|--------|--------|----------|----------|
| 新增项目数量     | 12     | 7      | 17       | 3        |
| 新增土地储备建筑面积 | 276.88 | 75.28  | 384.32   | 55.20    |
| 新增土地金额     | 210.40 | 108.01 | 263.66   | 63.98    |
| 期末土地储备总面积  | -      | -      | 1,603.45 | 1,541.27 |

注：1、新增土地储备建筑面积为计容建筑面积。

2、期末土地储备总面积包括竣工未售建筑面积、在建项目未售建筑面积和拟建项目总建筑面积。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2018 年公司新增土地储备区域分布情况

单位：个、万平方米

| 城市        | 个数        | 规划计容建筑面积      | 占比             |
|-----------|-----------|---------------|----------------|
| 南沙新区      | 2         | 99.46         | 25.88%         |
| 北京        | 3         | 46.79         | 12.17%         |
| 绍兴        | 1         | 36.24         | 9.43%          |
| 张家口       | 1         | 35.50         | 9.24%          |
| 长春        | 1         | 34.78         | 9.05%          |
| 广州        | 2         | 27.20         | 7.08%          |
| 武汉        | 1         | 22.14         | 5.76%          |
| 佛山        | 1         | 21.44         | 5.58%          |
| 唐山        | 1         | 14.91         | 3.88%          |
| 天津        | 1         | 14.61         | 3.80%          |
| 南宁        | 1         | 12.90         | 3.36%          |
| 太原        | 1         | 11.69         | 3.04%          |
| 苏州        | 1         | 6.66          | 1.73%          |
| <b>总计</b> | <b>17</b> | <b>384.32</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备情况来看，截至 2019 年 3 月末，公司在全国 28 个城市及地区拥有土地储备总面积<sup>2</sup>1,541.27 万平方米。区域分布方面，公司土地储备前十大城市分别为北京、贵阳、成都、南沙新区、天津、重庆和合肥，其土地储备面积占比分别为 11.49%、10.96%、10.43%、6.67%、6.39%、4.52% 和 4.22%；城市能级分布方面，公司在一二线城市的土地储备面积合计占比为 72.59%。整体来看，公司区域布局以环渤海、长三角、珠三角和大西南等区域的一二线城市为主，以具有良好发展潜力的三四线城市为补充，土地储备整体区域布局良好，可为其未来业务持续发展提供有力的支撑。

<sup>2</sup> 土地储备总面积包括竣工未售建筑面积、在建项目未售建筑面积和拟建项目总建筑面积。



表 7: 截至 2019 年 3 月末公司土地储备区域分布情况

单位: 万平方米

| 城市        | 土地储备面积          | 占比             |
|-----------|-----------------|----------------|
| 北京        | 177.13          | 11.49%         |
| 贵阳        | 168.93          | 10.96%         |
| 成都        | 160.75          | 10.43%         |
| 南沙新区      | 102.84          | 6.67%          |
| 天津        | 98.53           | 6.39%          |
| 重庆        | 69.60           | 4.52%          |
| 合肥        | 65.08           | 4.22%          |
| 南宁        | 58.01           | 3.76%          |
| 佛山        | 57.78           | 3.75%          |
| 长沙        | 51.28           | 3.33%          |
| 长春        | 50.88           | 3.30%          |
| 杭州        | 50.27           | 3.26%          |
| 太原        | 49.05           | 3.18%          |
| 武汉        | 44.29           | 2.87%          |
| 广州        | 43.40           | 2.82%          |
| 绍兴        | 36.24           | 2.35%          |
| 张家口       | 35.50           | 2.30%          |
| 西安        | 32.99           | 2.14%          |
| 上海        | 29.44           | 1.91%          |
| 贵安新区      | 28.06           | 1.82%          |
| 大连        | 24.07           | 1.56%          |
| 福州        | 23.57           | 1.53%          |
| 南京        | 23.24           | 1.51%          |
| 宁波        | 15.80           | 1.03%          |
| 唐山        | 14.91           | 0.97%          |
| 徐州        | 14.86           | 0.96%          |
| 嘉兴        | 8.11            | 0.53%          |
| 苏州        | 6.66            | 0.43%          |
| <b>合计</b> | <b>1,541.27</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

此外, 公司物业管理业务主要由下属专业物业管理公司中铁建物业管理有限公司(以下简称“中铁建物业”)负责, 2018 年实现物业管理收入 4.15 亿元, 同比增长 35.60%; 截至 2019 年 3 月末, 中铁建物业在全国 22 个城市负责 90 个物业管理项目, 其中 88 个项目为公司自主开发的房地产项目。物业出租业务主要系公司持有的万通国际广场、水岸广场等商业地产的租金收入, 2018 年实现 1.25 亿元, 同比增长 4.83%。

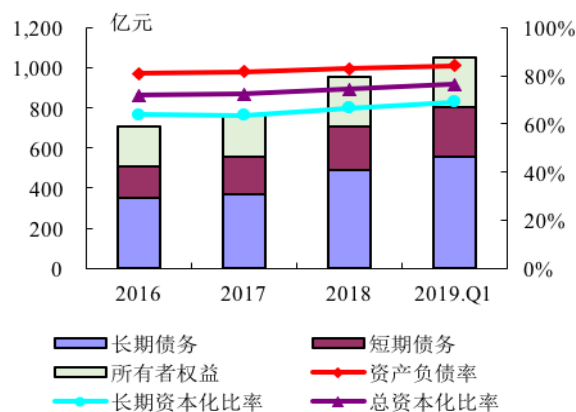
## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经立信会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告和未经审计的 2019 年一季度财务报表。

## 资本结构

随着业务规模的扩大, 公司资产规模保持稳步增长态势。截至 2018 年末, 公司总资产为 1,422.79 亿元, 同比增长 22.72%。同期, 受益于利润留存, 公司自有资本实力得以增强, 2018 年末公司所有者权益合计 244.50 亿元, 同比增长 15.67%。负债方面, 近年公司负债规模持续增长, 截至 2018 年末, 公司负债总额为 1,178.29 亿元, 同比增长 39.09%。财务杠杆方面, 公司财务杠杆水平维持在较高水平, 2018 年末公司资产负债率为 82.82%, 同比上升 1.82 个百分点; 净负债率为 263.33%, 同比上升 46.95 个百分点。此外, 截至 2019 年 3 月 31 日, 公司资产总额上升至 1,571.81 亿元, 负债规模升至 1,323.42 亿元, 资产负债率和净负债率分别为 84.20% 和 275.03%。

图 2: 2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

资产构成方面, 公司资产主要由流动资产构成, 截至 2018 年末, 公司流动资产为 1,332.25 亿元, 同比增长 20.24%, 占资产总额的比重为 93.64%, 较上年末下降 1.92 个百分点。公司的流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成, 2018 年末上述科目占流动资产的比重分别为 69.30%、23.04% 和 4.88%。截至 2018 年末, 公司存货余额 923.25 亿元, 同比增长 24.57%; 同期末, 公司其他应收款

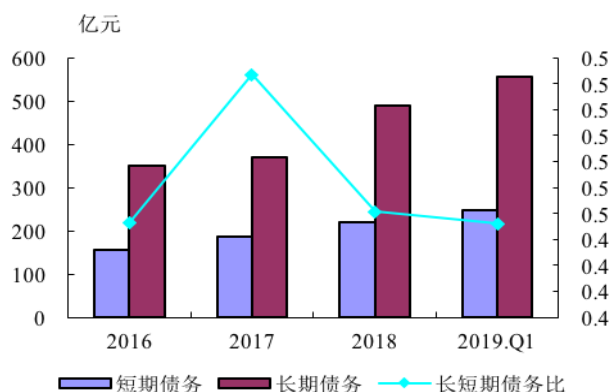
为 306.97 亿元，同比增长 34.90%，主要系与合营、联营公司往来款增加所致；同期末，公司货币资金同比下降 37.77% 至 64.99 亿元，主要系公司拿地支出及项目建设资金投入较多所致。另截至 2019 年 3 月末，公司存货为 972.88 亿元，其他应收款 340.63 亿元，货币资金增长至 120.74 亿元。

非流动资产方面，2018 年末公司非流动资产为 90.54 亿元，同比大幅增长 76.08%；公司的非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产构成。截至 2018 年末，公司长期股权投资为 34.43 亿元，同比增长 70.38%，主要系公司新增对合营公司的投资所致；同期末，公司投资性房地产余额 37.66 亿元，同比增长 110.96%，包括房屋、建筑物和土地使用权。另截至 2019 年 3 月末，公司长期股权投资为 36.84 亿元，投资性房地产为 36.60 亿元，递延所得税资产为 14.18 亿元。

负债构成方面，公司负债主要由预收款项及合同负债、应付账款、其他应付款和有息债务构成。截至 2018 年末，公司预收款项及合同负债合计 230.98 亿元，同比增长 7.92%，主要为商品房预售款；同期末，公司应付账款为 95.55 亿元，同比下降 1.56%，主要为工程款构成，应付账款账龄以 1 年以内为主，占比达 99.13%；同期末，公司其他应付款 126.03 亿元，同比大幅增长 90.50%，系公司与合联营企业之间的往来款以及预提土地增值税增加所致，其中关联方往来款 88.89 亿元，预提土地增值税 30.72 亿元。另截至 2019 年 3 月末，公司预收账款及合同负债合计 290.41 亿元，应付账款 76.35 亿元，其他应付款为 141.99 亿元。

债务方面，随着业务规模的扩大，公司总债务规模有所上升。截至 2018 年末，公司总债务为 708.85 亿元，同比增长 27.63%，其中短期债务 220.17 亿元，同比增长 18.40%；长期债务 488.67 亿元，同比增长 32.27%。2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.45 倍，较上年末下降 0.05 倍，债务期限结构有所优化。另截至 2019 年 3 月末，公司总债务进一步增至 803.89 亿元，长短期债务比保持在 0.45 倍。

图 3：2016~2019.Q1 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从所有者权益的构成来看，2018 年末公司的所有者权益为 244.50 亿元，同比增长 15.67%；所有者权益主要由未分配利润、实收资本和盈余公积构成，当期末上述科目分别占所有者权益的比重为 61.42%、28.63% 和 5.22%。其中，截至 2018 年末，得益于公司利润留存，公司未分配利润同比增长 24.03% 至 150.16 亿元；实收资本和盈余公积分别为 70.00 亿元和 12.77 亿元。

总体来看，随着公司业务规模的扩大，资产规模亦随之保持增长。与此同时，公司债务规模增长较快，财务杠杆比率处于较高水平。

### 流动性

公司资产主要由流动资产构成，2018 年末流动资产达 1,332.25 亿元，同比增长 20.24%，占总资产的比重维持在 95% 以上。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2018 年末上述三项资产占流动资产的比重合计为 97.22%，较上年末上升 0.36 个百分点。

表 8：2016~2019.Q1 公司流动资产分析

| 项目                   | 单位：%  |       |       |         |
|----------------------|-------|-------|-------|---------|
|                      | 2016  | 2017  | 2018  | 2019.Q1 |
| 流动资产/总资产             | 97.31 | 95.56 | 93.64 | 94.15   |
| 货币资金/流动资产            | 7.57  | 9.43  | 4.88  | 8.16    |
| 存货/流动资产              | 77.71 | 66.90 | 69.30 | 65.74   |
| 其他应收款/流动资产           | 13.49 | 20.54 | 23.04 | 23.02   |
| (存货+货币资金+其他应收款)/流动资产 | 98.77 | 96.86 | 97.22 | 96.92   |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，随着项目开发的推进和土地储备扩张，截至 2018 年末，公司存货账面价值为 923.25

亿元，同比增长 24.57%。从存货的构成来看，2018 年末房地产开发产品 173.47 亿元，同比下降 4.63%，占年末存货账面价值的比重为 18.79%，较 2017 年末下降 5.75 个百分点，其中竣工时间早于 2108 年的项目占比为 38.11%，主要系贵阳国际城项目、北京通州永顺项目、成都成华区项目和西派澜岸项目等，其后续去化值得关注；同期末，房地产开发成本为 749.68 亿元，同比上升 34.07%，占年末存货账面价值的 81.20%，同比上升 5.76 个百分点。较大规模的在建和拟建项目在为未来业绩增长提供一定支撑的同时，亦使公司面临一定的资本支出压力。此外，值得注意的是，2018 年末公司存货中累计计提了 11.50 亿元的存货跌价准备，主要系公司于 2017 年对北京、天津和重庆的部分商业地块项目计提了较大规模的存货跌价准备所致。

**表 9：2016~2018 年末公司存货结构分析**

单位：亿元

|         | 2016   | 2017   | 2018   |
|---------|--------|--------|--------|
| 存货      | 790.88 | 741.18 | 923.25 |
| 开发产品    | 139.3  | 181.9  | 173.47 |
| 开发产品/存货 | 17.61% | 24.54% | 18.79% |
| 开发成本    | 651.56 | 559.16 | 749.68 |
| 开发成本/存货 | 82.38% | 75.44% | 81.20% |

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

其他应收款方面，截至 2018 年末公司其他应收款为 306.97 亿元，同比增长 34.90%，主要系近年来公司加大合作开发项目的比重，合营企业及项目明显增多，关联方往来款持续增长所致。其中，前五大应收对象分别为北京欣达置业有限公司、天津万和置业有限公司、成都中铁华府置业有限公司、中铁房地产集团苏州置业有限公司和宁波京海投资管理有限公司，合计占其他应收款的比重为 45.12%。

从资产周转效率来看，2018 年公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.25 次和 0.22 次，分别较上年度下降 0.10 次和 0.09 次，受公司在建及新增项目规模的不断扩大影响，其整体资产运营效率有所下降。

**表 10：2016~2018 年公司周转率相关指标**

|             | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年）  | 0.30 | 0.35 | 0.25 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.55 | 0.31 | 0.22 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流获取能力方面，2018 年公司销售商品和提供劳务收到的现金为 312.39 亿元，同比增长 1.23%；但受公司在建工程及新增项目拿地支出、以及向合作项目支付的往来资金增加影响，2018 年公司经营性净现金流呈大额净流出的态势，为 -159.78 亿元，经营活动净现金流对其短期债务的保障力度较弱。2019 年 1~3 月，公司销售商品和提供劳务收到的现金为 89.61 亿元，较上年同期增长 81.65%，经营活动现金流净额为 -21.97 亿元。

货币资金方面，2018 年受公司在建项目建设投入及新增项目拿地支出较多影响，当年末公司货币资金余额同比下降 37.77% 至 64.99 亿元；加之公司年末短期债务规模持续上升，使得公司年末货币资金/短期债务下降至 0.30 倍，对短期债务的覆盖能力偏弱。另截至 2019 年 3 月末，公司货币资金余额增长至 120.74 亿元，货币资金/短期债务上升至 0.49 倍。

**表 11：2016~2019.Q1 公司部分流动性指标**

|                | 2016   | 2017   | 2018    | 2019.Q1 |
|----------------|--------|--------|---------|---------|
| 货币资金（亿元）       | 77.08  | 104.43 | 64.99   | 120.74  |
| 经营活动现金流净额（亿元）  | -14.83 | 0.28   | -159.78 | -21.97  |
| 经营净现金流/短期债务（X） | -0.09  | 0.00   | -0.73   | -0.35*  |
| 货币资金/短期债务（X）   | 0.49   | 0.56   | 0.30    | 0.49    |

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司资产中货币资金受限 0.46 亿元，存货受限 322.17 亿元，投资性房地产受限 2.44 亿元，固定资产受限 0.10 亿元，上述科目受限金额合计占当期末总资产的比例为 22.85%。

总体来看，2018 年公司经营性现金流呈大幅净流出状态，年末货币资金对短期债务覆盖偏弱，但考虑到公司拥有较大规模且区域布局较好的在建及拟建项目，可为其未来经营业绩及流动性的保持提供支撑。

## 盈利能力

受公司项目开发及结转周期影响，公司 2018 年实现营业收入 278.99 亿元，同比下降 17.17%，其中房屋销售收入 261.76 亿元，同比下降 18.83%。此外，2018 年末公司预收账款及合同负债金额为 230.98 亿元，占 2018 年营业收入的比重为 82.79%，可为公司未来经营业绩的增长提供一定的保障。毛利率方面，受益于结算区域分布变化以及公司成本管控能力提高，公司房屋销售毛利率得到提升，使得公司整体毛利率同比上升 5.22 个百分点至 25.12%。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.75 亿元，较上年同期增长 100.14%，毛利率为 32.92%，较上年同期增长 19.02 个百分点。

期间费用方面，2018 年公司销售费用为 5.29 亿元，同比上升 47.40%，系销售佣金和广告宣传费增加所致；管理费用为 5.87 亿元，同比上升 17.17%，主要系职工薪酬增长所致；同期，公司财务费用为 -2.05 亿元，由于公司借款费用资本化比率较高，使得当期产生的利息收入高于费用化的利息支出所致。综上，2018 年公司期间费用为 9.11 亿元，同比大幅增长 103.50%，期间费用占营业总收入的比重为 3.26%，较 2017 年上升 1.93 个百分点。公司整体期间费用管控能力较好。

表 12：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

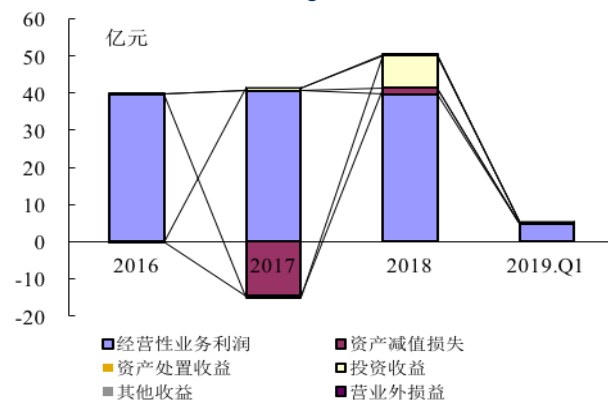
|        | 单位：亿元  |        |        |         |
|--------|--------|--------|--------|---------|
|        | 2016   | 2017   | 2018   | 2019.Q1 |
| 销售费用   | 3.54   | 3.59   | 5.29   | 0.82    |
| 管理费用   | 2.73   | 5.01   | 5.87   | 1.19    |
| 财务费用   | -1.07  | -4.12  | -2.05  | -0.63   |
| 三费合计   | 5.20   | 4.48   | 9.11   | 1.37    |
| 营业总收入  | 289.09 | 336.82 | 278.99 | 27.75   |
| 三费收入占比 | 1.80%  | 1.33%  | 3.26%  | 4.94%   |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，受营业收入规模下降影响，2018 年公司经营性业务利润为 39.73 亿元，同比小幅下降 2.34%。同期，公司资产减值损失-2.56 亿元，主要系当年公司转回部分以前年度计提的存货跌价准备所致；投资收益 8.78 亿元，主要来自于公司合作项目权益法核算的长期股权投资收益。综上，2018 年公司利润总额大幅增长 90.56%至 50.37 亿

元，净利润大幅增长 100.48%至 38.57 亿元。2018 年公司所有者权益收益率为 15.78%，同比上升 6.67 个百分点。2019 年 1~3 月，公司实现净利润 3.79 亿元，较上年同期增长 229.57%。

图 4：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受项目开发及结转周期和期间费用规模上升的影响，公司 2018 年营业收入和经营性业务利润有所下降，但合作项目产生的投资收益对其利润形成较好的补充。此外，较大规模的预售款亦为公司未来结算收入的增长提供一定支撑。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着业务规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2018 年末，公司总债务规模为 708.85 亿元，同比增长 27.63%；长短期债务比为 0.45 倍，较上年末下降 0.05 倍。截至 2019 年 3 月末，公司债务规模进一步上升至 803.89 亿元，长短期债务比为 0.45 倍。

表 13：2016~2019.Q1 公司部分偿债指标

| 指标                 | 2016   | 2017   | 2018   | 2019.Q1 |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|
| EBITDA (亿元)        | 42.38  | 35.18  | 61.78  | 9.17    |
| 总债务/EBITDA (X)     | 11.97  | 15.79  | 11.47  | 21.92*  |
| EBITDA 利息倍数 (X)    | 1.43   | 1.07   | 1.82   | 0.81    |
| 经营活动净现金流/总债务 (X)   | -0.03  | 0.00   | -0.23  | -0.11*  |
| 经营活动净现金流利息保障系数 (X) | -0.50  | 0.01   | -4.69  | -1.93   |
| 资产负债率 (%)          | 80.99  | 81.77  | 82.82  | 84.20   |
| 净负债率 (%)           | 216.39 | 213.35 | 263.33 | 275.03  |

注：带“\*”指标已经年化处理。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，2018 年公司 EBITDA 同比大幅增长 75.64%至 61.78 亿元，主要由利润总额构成。

受益于此，2018 年公司主要偿债能力指标有所优化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 11.47 倍和 1.82 倍，分别较上年度下降 4.32 倍和上升 0.75 倍。同期末，公司经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流利息保障系数分别为-0.23 倍和-4.69 倍，公司经营性净现金对债务本息的保障程度较弱。

财务弹性方面，公司作为中国铁建股份有限公司旗下房地产板块的运营主体，在融资方面持续得到母公司的大力支持。截至 2019 年 3 月末，公司股东借款余额 245.15 亿元。同时，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2019 年 3 月末，公司合并口径授信余额为 322.35 亿元，未使用的授信额度为 177.06 亿元。此外，公司在资本市场融资渠道亦较为顺畅，备用流动性较为充足。

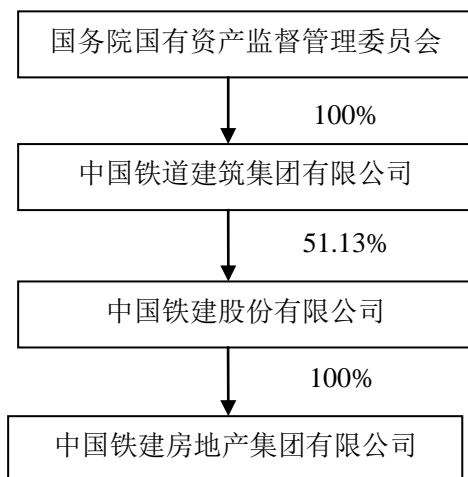
或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司除为购房客户银行按揭贷款提供的阶段性担保外，无其他对外担保。

整体来看，随着业务规模的扩大，近年来公司债务规模增长较快，财务杠杆持续处于较高水平。但考虑到公司持续增长的签约销售金额，充足且区域分布良好的项目储备，持续有力的股东支持，以及顺畅的融资渠道，可为其未来经营业绩的保持和债务的偿还提供很强的保障。

## 结 论

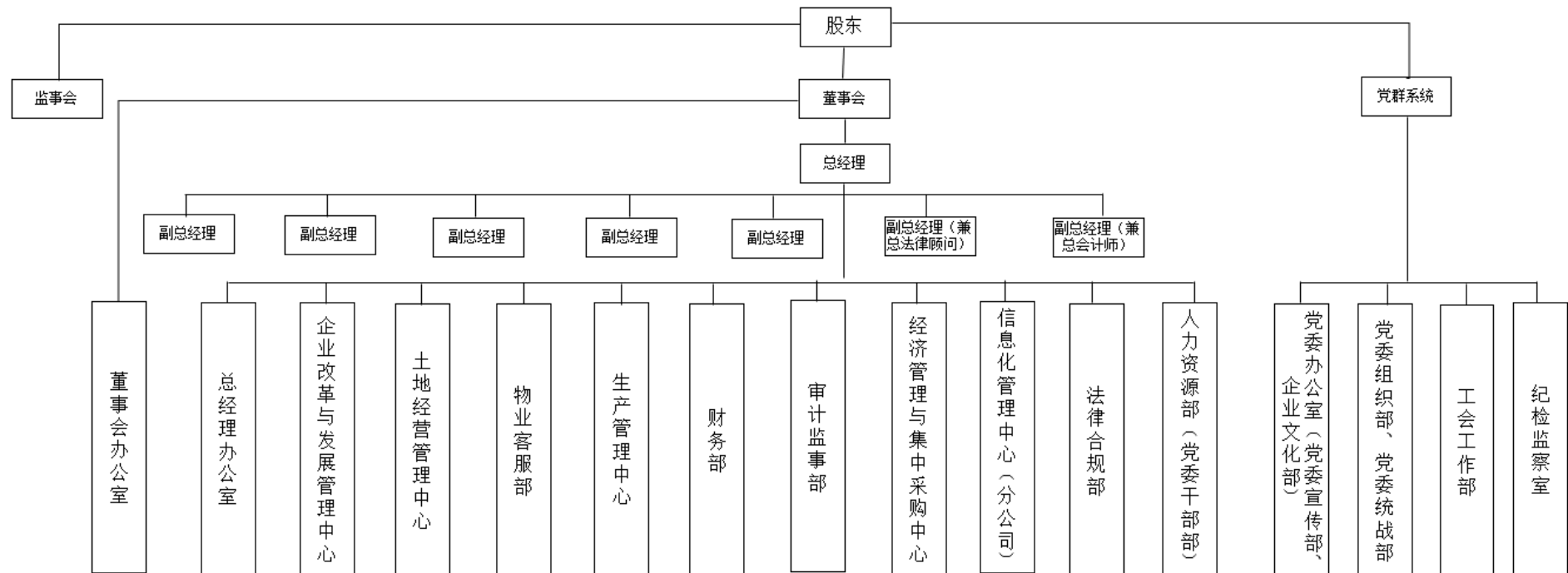
综上所述，中诚信证评维持中铁建房产主体信用等级**AAA**，评级展望为稳定；维持“中国铁建房地产集团有限公司公开发行2015年公司债券（第一期）”、“中国铁建房地产集团有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”信用级别为**AAA**。

附一：中国铁建房地产集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：中国铁建房地产集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

**附三：中国铁建房地产集团有限公司主要财务数据及指标**

| 财务数据（单位：万元）            | 2016          | 2017          | 2018          | 2019.Q1       |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金                   | 770,770.58    | 1,044,325.26  | 649,915.00    | 1,207,397.42  |
| 应收账款净额                 | 52,323.27     | 51,553.22     | 59,150.84     | 52,810.32     |
| 存货净额                   | 7,908,830.72  | 7,411,760.01  | 9,232,487.21  | 9,728,769.78  |
| 流动资产                   | 10,177,891.41 | 11,079,488.91 | 13,322,511.70 | 14,798,195.50 |
| 长期投资                   | 33,772.58     | 205,064.68    | 347,270.38    | 371,383.78    |
| 固定资产合计                 | 173,616.70    | 183,158.15    | 381,079.94    | 380,398.72    |
| 总资产                    | 10,459,427.96 | 11,593,695.26 | 14,227,915.51 | 15,718,120.64 |
| 短期债务                   | 1,565,511.85  | 1,859,629.52  | 2,201,747.81  | 2,479,177.06  |
| 长期债务                   | 3,507,564.24  | 3,694,397.59  | 4,886,734.78  | 5,559,720.89  |
| 总债务（短期债务+长期债务）         | 5,073,076.08  | 5,554,027.11  | 7,088,482.59  | 8,038,897.96  |
| 总负债                    | 8,471,168.49  | 9,479,922.47  | 11,782,899.49 | 13,234,189.87 |
| 所有者权益（含少数股东权益）         | 1,988,259.47  | 2,113,772.79  | 2,445,016.01  | 2,483,930.77  |
| 营业总收入                  | 2,890,862.34  | 3,368,178.90  | 2,789,864.79  | 277,495.84    |
| 三费前利润                  | 448,710.34    | 451,556.79    | 488,343.40    | 62,673.43     |
| 投资收益                   | -3,234.76     | 7,351.02      | 87,761.95     | 5,167.72      |
| 净利润                    | 293,328.46    | 192,397.72    | 385,712.30    | 37,875.61     |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA       | 423,774.09    | 351,764.46    | 617,848.65    | 91,671.47     |
| 经营活动产生现金净流量            | -148,279.50   | 2,786.93      | -1,597,766.23 | -219,702.22   |
| 投资活动产生现金净流量            | 8,532.89      | -94,049.14    | -65,949.12    | -20,509.98    |
| 筹资活动产生现金净流量            | -148,495.27   | 364,816.89    | 1,264,677.21  | 797,661.18    |
| 现金及现金等价物净增加额           | -288,241.88   | 273,554.68    | -399,038.13   | 557,448.98    |
| 财务指标                   | 2016          | 2017          | 2018          | 2019.Q1       |
| 营业毛利率（%）               | 23.19         | 19.90         | 25.12         | 32.92         |
| 所有者权益收益率（%）            | 14.75         | 9.10          | 15.78         | 6.10*         |
| EBITDA/营业总收入（%）        | 14.66         | 10.44         | 22.15         | 33.04*        |
| 速动比率（X）                | 0.46          | 0.63          | 0.59          | 0.66          |
| 经营活动净现金/总债务（X）         | -0.03         | 0.00          | -0.23         | -0.11*        |
| 经营活动净现金/短期债务（X）        | -0.09         | 0.00          | -0.73         | -0.35*        |
| 经营活动净现金/利息支出（X）        | -0.50         | 0.01          | -4.69         | -1.93         |
| EBITDA 利息倍数（X）         | 1.43          | 1.07          | 1.82          | 0.81          |
| 总债务/EBITDA（X）          | 11.97         | 15.79         | 11.47         | 21.92*        |
| 资产负债率（%）               | 80.99         | 81.77         | 82.82         | 84.20         |
| 总债务/总资本（%）<br>（总资本化比率） | 71.84         | 72.43         | 74.35         | 76.39         |
| 长期资本化比率（%）             | 63.82         | 63.61         | 66.65         | 69.12         |
| 净负债率（%）                | 216.39        | 213.35        | 263.33        | 275.03        |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018 年和 2019 年第一季度其他流动负债中计息债务计入短期债务核算；

3、2019 年一季度带“\*”指标均已经年化处理。



**附四：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

**附五：信用等级的符号及定义**
**主体信用评级等级符号及定义**

| 等级符号       | 含义                                 |
|------------|------------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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 |
| <b>AA</b>  | 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  |
| <b>A</b>   | 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  |
| <b>BBB</b> | 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   |
| <b>BB</b>  | 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>B</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    |
| <b>CCC</b> | 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     |
| <b>CC</b>  | 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     |
| <b>C</b>   | 受评主体不能偿还债务                         |

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

**评级展望的含义**

| 内容        | 含义              |
|-----------|-----------------|
| <b>正面</b> | 表示评级有上升趋势       |
| <b>负面</b> | 表示评级有下降趋势       |
| <b>稳定</b> | 表示评级大致不会改变      |
| <b>待决</b> | 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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

**长期债券信用评级等级符号及定义**

| 等级符号       | 含义                           |
|------------|------------------------------|
| <b>AAA</b> | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| <b>AA</b>  | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| <b>A</b>   | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| <b>BBB</b> | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| <b>BB</b>  | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| <b>B</b>   | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| <b>CCC</b> | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| <b>CC</b>  | 基本不能保证偿还债券                   |
| <b>C</b>   | 不能偿还债券                       |

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

## 短期债券信用评级等级符号及定义

| 等级         | 含义                        |
|------------|---------------------------|
| <b>A-1</b> | 为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。 |
| <b>A-2</b> | 还本付息能力较强，安全性较高。           |
| <b>A-3</b> | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。  |
| <b>B</b>   | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。        |
| <b>C</b>   | 还本付息能力很低，违约风险较高。          |
| <b>D</b>   | 不能按期还本付息。                 |

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。