

# 绿城房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）、公开发行 2020 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2020）

---

项目负责人：周 鹏 pzhou@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 11 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0231 号

## 绿城房地产集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 绿城 02”、“19 绿城 03”、“20 绿城 01”、“20 绿城 03”、“20 绿城 04”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月十一日

**评级观点：**中诚信国际维持绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 绿城 02”、“19 绿城 03”、“20 绿城 01”、“20 绿城 03”、“20 绿城 04”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了雄厚的股东背景及有力的支持，领先的区域市场地位，销售业绩大幅增长，土地储备充足且较为优质等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策，合联营往来款以及对关联方担保规模较大，盈利水平有待提升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

绿城集团	2017	2018	2019
总资产（亿元）	2,108.39	2,569.64	3,179.29
所有者权益（亿元）	319.81	413.37	560.17
总负债（亿元）	1,788.58	2,156.26	2,620.12
总债务（亿元）	461.73	667.42	749.93
营业总收入（亿元）	349.65	496.69	515.02
净利润（亿元）	28.33	29.25	46.13
EBITDA（亿元）	55.55	54.46	77.35
经营活动净现金流（亿元）	-138.39	-213.61	-85.98
营业毛利率（%）	21.81	22.38	25.33
净负债率（%）	54.58	64.57	52.83
总债务/EBITDA（X）	8.31	12.26	9.70
EBITDA 利息倍数（X）	1.60	1.10	1.59

注：2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数；2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数。中诚信国际将 2018 年末“其他流动负债”中有息债务调入短期债务，2017 年末“长期应付款”以及 2017~2018 年末“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务。

#### 正面

■ **雄厚的股东背景及有力的支持。**截至 2019 年末，中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）持有公司股东绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）28.78%的股权，系绿城中国最大股东。中交集团在融资安排及资源整合方面给予绿城中国及公司较大力度支持。

■ **领先的区域市场地位。**凭借在高端住宅领域的品牌认可度以及持续领先的产品品质，绿城集团在以杭州为核心的浙江区域始终保持着领先的市场占有率。

■ **销售业绩大幅增长。**得益于“区域聚焦、城市深耕”的策略实施以及销售力度的提升，公司销售业绩实现大幅增长。2019 年公司实现合同销售金额 1,320.02 亿元，同比增长 38.19%。

■ **土地储备充足且较为优质。**2019 年公司继续重点布局一二线城市及优质三四线城市，区域布局持续优化，同时收并购力度的提高使得其获得较多项目，期末公司土地储备充足且较为优质。

#### 关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业竞争加剧，利润空间不断收窄，环境及政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **合联营往来款以及对关联方担保规模较大。**随着公司业务规模的扩张，合联营企业及项目明显增多，与其往来款规模持续增长，2019 年公司对其他应收款计提一定减值准备；此外，2019 年末公司对关联方担保余额较大，关联方的经营情况或其信用状况产生影响。

■ **盈利水平有待提升。**由于部分存货和其他应收款计提较大规模减值准备，对公司整体净利润影响较大，公司净利润率水平仍有待提升。

#### 评级展望

中诚信国际认为，绿城房地产集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**股东背景及定位发生显著不利变化，土地储备激进带来杠杆水平大幅上升，盈利能力及现金流平衡能力大幅弱化。

## 同行业比较

2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	全口径签约销 售金额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净负债率 (%)	净利润率 (%)	货币资金/短 期债务(X)	存货周 转率(X)	总债务/销售商 品提供劳务收 到的现金 (X)
绿城中国	3,370.92	2,018	615.93	63.17	6.39	1.49	0.28	-
中国金茂	3,261.49	1,608	433.56	72.76	19.90	1.26	0.45	-
远洋集团	2,436.99	1,300	509.26	76.73	8.18	3.61	0.53	-
绿城集团	3,179.29	1,320	515.02	52.83	8.96	1.81	0.23	0.97

注：“远洋集团”为“远洋集团控股有限公司”简称，证券代码 03377.HK；“中国金茂”为“中国金茂控股集团有限公司”简称，证券代码 00817.HK；“绿城中国”为“绿城中国控股有限公司”简称，证券代码 03900.HK。由于港股上市公司未披露销售商品提供劳务收到的现金，故表中相关指标无法计算。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债务融资工具情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	存续期
19 绿城 02	AAA	AAA	10	2019/11/29~2024/11/29
19 绿城 03	AAA	AAA	5	2019/11/29~2026/11/29
20 绿城 01	AAA	AAA	14.3	2020/3/6~2025/3/6
20 绿城 03	AAA	AAA	10	2020/3/31~2025/3/31
20 绿城 04	AAA	AAA	5	2020/3/31~2027/3/31

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

绿城房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）分为两个品种，其中品种一（债券简称：“19 绿城 02”、债券代码：“163045”）于 2019 年 11 月 29 日完成发行，发行规模为人民币 10 亿元，票面利率为 3.78%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2024 年 11 月 29 日；品种二（债券简称：“19 绿城 03”、债券代码：“163046”）于 2019 年 11 月 29 日完成发行，发行规模为人民币 5 亿元，票面利率为 4.34%，发行年限为 5+2 年期，到期日为 2026 年 11 月 29 日。截至 2020 年 4 月末，19 绿城 02 和 19 绿城 03 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（债券简称：“20 绿城 01”、债券代码：“163242”）于 2020 年 3 月 6 日完成发行，发行规模为人民币 14.3 亿元，票面利率为 3.19%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2025 年 3 月 6 日。截至 2020 年 4 月末，20 绿城 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

绿城房地产集团有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）分为两个品种，其中品种一（债券简称：“20 绿城 03”、债券代码：“163378”）于 2020 年 3 月 31 日完成发行，发行规模为人民币 10 亿元，票面利率为 3.26%，发行年限为 3+2 年期，到期日为 2025 年 3 月 31 日；品种二（债券简称：“20 绿城 04”、债券代码：“163379”）于 2020 年 3 月 31 日完成发行，发行规模为人民币 5 亿元，票面利率为 3.87%，发行年限为 5+2 年期，到期日为 2027 年 3 月 31 日。截至 2020 年 4 月末，20 绿城 03 和 20 绿城 04 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

**宏观风险：**在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

**宏观政策：**2019年12月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确2020年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

**宏观展望：**受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

**中诚信国际认为，**肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

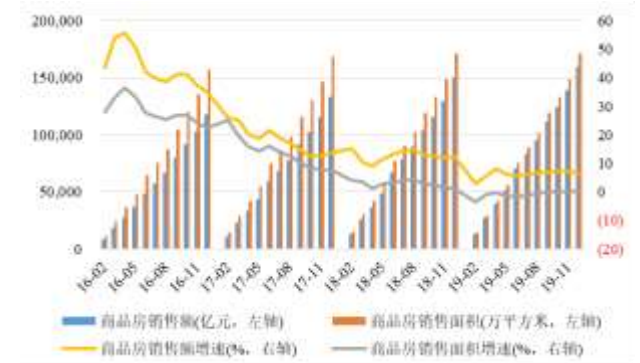
## 近期关注

**2019年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现。**

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019年，全国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.5%，增速下滑5.7个百分点。商品房销售价格方面，2019年，70个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米，同比下降4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

**中诚信国际认为，**2019年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

**受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善。**

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9%至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9%至 9.71 万亿元。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况

单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4%和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台<sup>1</sup>，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

**房地产行业梯队分化格局持续凸显，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。**

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并收购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019 年 TOP 3 房企销售规模增速放

<sup>1</sup> 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP 31~50 和 TOP 51~100 房企的集中度同比有所下降。

**表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度**

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，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。

### 新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间。

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销

售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但 2020 年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

### 绿城中国与新湖中宝订立股份认购协议，中诚信国际将关注该事项进展及其对绿城中国股权结构及公司治理的影响

2020 年 4 月 26 日，绿城中国控股有限公司发布公告，称与认购者新湖中宝股份有限公司（600208.SH）全资附属公司订立认购协议，认购者有条件同意按每股 9.5 港元认购公司 3.23 亿股份。该认购事项将于 2020 年 5 月 26 日或认购协议项下的先决条件达成后的第二个营业日（或订约方书面约定的其他日期）的较晚日期完成。假设公司股权结构保持不变，待发行股份完成后，中国交通建设集团有限公司及其一致行动人、九龙仓集团有限公司、新湖中宝股份有限公司全资附属公司、宋卫平分别持有绿城中国 25.06%、21.68%、12.95% 和 8.68%。此外，认购事项完成后，董事会将委任一名由新湖中宝股份有限公司（600208.SH）全资附属公司建议的人选成为非执行董事。中诚信国际将密切关注该认购事项的进展，并及时评估其对绿城中国股权结构及公司治理等方面的影响。

## 业务运营

### 坚持“区域聚焦、城市深耕”策略，且具有很强的品牌知名度及产品打造能力，2019 年公司保持较快项目开发节奏，同时得益于销售策略取得明显成效，全年公司销售业绩实现大幅增长

绿城集团是国内领先的住宅物业开发企业，在二十多年的发展中，已形成了以浙江省杭州市为主要基地，覆盖长三角经济圈、环渤海经济圈及其他省会城市的业务布局。作为一家专注于精品、优质产品开发的房地产企业，公司项目开发经验丰富，已在行业内树立了“中国高端物业营造专家”的品牌形象和“精品物业营造专家”的企业形象。长期

以来，公司深耕杭州及浙江省内其他城市，其在区域内具有深厚的客户基础和品牌认知度，市场占有率很高。

从项目运作情况看，2019年公司项目开发节奏有所提升，新开工面积继续保持增长态势。竣工方面，项目竣工节奏明显加快，2019年公司竣工项目体量同比增长33.00%。

**表 2：近年来公司开竣工情况（万平方米）**

科目	2017	2018	2019
新开工面积	472.41	897.97	926.42
竣工面积	553.87	404.24	537.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

得益于营销策略成效显著以及供货节奏优化，2019年公司全口径签约销售面积得以大幅提升；同期，公司房地产项目销售区域主要集中于一二线等高能级城市，使得其签约销售均价仍保持在较高水平，全年全口径签约销售金额同比增长38.19%。结转方面，2019年公司结算项目中北京、杭州等一二线城市占比较高，结算均价提升明显，结算金额与上年基本持平。2020年以来，受新冠肺炎疫情的影响，一季度绿城中国分别实现投资项目签约销售金额及签约销售面积170亿元和68万平方米，分别同比下降6.1%和增长19.3%，中诚信国际将持续关注新冠肺炎疫情对公司销售情况的影响。

**表 3：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）**

科目	2017	2018	2019
销售面积	372.79	364.12	500.35
销售金额	932.61	955.24	1,320.02
销售均价	25,017	26,234	26,382
结算面积	161.18	285.16	228.64
结算金额	314.69	461.27	458.17
结算均价	19,524	16,175	20,039

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布情况看，公司房地产项目销售区域主要集中于杭州、浙江（除杭州以外）、江苏及上海地区、环渤海等地区。分城市来看，2019年公司签约销售金额来自于全国39个城市，其中排名前五的城市分别为杭州、宁波、北京、南通及西安，

合计占比为51.23%，排名前十的城市合计占比为71.69%，区域布局逐渐分散。公司在杭州、宁波、南通等城市销售排名位于当地前列，保持明显的竞争优势。

**表 4：2019年公司房地产项目签约销售情况（万平方米、亿元）**

城市	销售面积	占比	销售金额	占比
杭州	76.56	15.30%	295.39	22.38%
宁波	45.49	9.09%	106.60	8.08%
北京	21.07	4.21%	106.37	8.06%
南通	35.83	7.16%	89.99	6.82%
西安	57.43	11.48%	77.75	5.89%
温州	16.29	3.26%	62.74	4.75%
湖州	25.17	5.03%	57.49	4.36%
青岛	20.75	4.15%	54.75	4.15%
天津	21.22	4.24%	52.38	3.97%
广州	9.50	1.90%	42.67	3.23%
无锡	12.78	2.55%	37.67	2.85%
佛山	18.75	3.75%	32.78	2.48%
济南	13.84	2.77%	26.70	2.02%
成都	10.93	2.18%	25.66	1.94%
上海	4.63	0.92%	24.41	1.85%
舟山	11.92	2.38%	23.86	1.81%
义乌	7.41	1.48%	23.69	1.79%
合肥	9.73	1.94%	21.94	1.66%
海南陵水	5.32	1.06%	21.05	1.59%
台州	11.19	2.24%	20.40	1.55%
重庆	12.27	2.45%	19.67	1.49%
福州	6.40	1.28%	17.71	1.34%
嘉兴	7.39	1.48%	16.29	1.23%
苏州	5.70	1.14%	11.82	0.90%
长沙	4.59	0.92%	9.43	0.71%
曲阜	7.07	1.41%	7.06	0.53%
武汉	3.11	0.62%	5.98	0.45%
新泰	5.79	1.16%	5.87	0.44%
乌鲁木齐	3.77	0.75%	4.87	0.37%
丽水	1.19	0.24%	3.22	0.24%
徐州	1.04	0.21%	3.10	0.23%
南京	0.70	0.14%	2.46	0.19%
绍兴	1.03	0.21%	1.96	0.15%

黄石	1.33	0.27%	1.81	0.14%
郑州	0.93	0.19%	1.67	0.13%
大庆	1.55	0.31%	1.04	0.08%
嵊州	0.38	0.08%	0.94	0.07%
天台	0.12	0.02%	0.51	0.04%
莱芜	0.16	0.03%	0.31	0.02%
<b>合计</b>	<b>500.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,320.02</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 重点布局一二线城市及优质三四线城市，2019年以来公司加大收并购力度，土地拓展节奏明显加快。期末公司土地储备规模持续增加，整体规模充足且较为优质

近年来公司坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资战略，重点布局一二线城市及优质三四线城市，区域布局持续优化。2019年，公司积极拓宽投资渠道，投资模式更加多元化，其中收并购力度的大幅提高使得其获取较多项目，期末土地储备规模继续保持增长。当年公司通过收并购形式新增土地储备面积516.64万平方米，同比增长347.50%，占当年新增土地储备面积42.47%。

表5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2017	2018	2019
新拓展项目	35	36	52
新增土地储备建筑面积（全口径）	779.98	717.46	1,216.55
新增土地储备金额（全口径）	642.39	516.58	681.76
年末土地储备建筑面积（全口径）	2,602.69	3,033.01	3,697.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2019年末，公司项目储备<sup>2</sup>总建筑面积为3,697.58万平方米，权益项目储备面积2,000.62万平方米，主要分布于以浙江为核心的长三角地区、环渤海地区、珠三角地区、成渝地区的41个城市。其中，项目储备总建筑面积中一二线城市<sup>3</sup>的比重达59.86%，公司土地储备充足且较为优质。分区域来看，2019年末公司总项目储备中长三角区域占比为

<sup>2</sup> 期末项目储备口径为规划建筑面积-已竣工备案面积。

<sup>3</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。

48.34%，其中浙江省占比为78.33%，为其区域竞争优势的保持提供了较好基础，但同时也面临一定集中度风险。具体分城市看，2019年末公司总项目储备建筑面积占比前五大城市分别为西安、杭州、宁波、天津和湖州，合计占比为37.55%。土地成本方面，截至2019年末公司土地储备的平均成本为6,332元/平方米，相较其近年销售均价，具有较明显的土地成本优势。

表6：截至2019年末公司项目储备区域分布情况（万平方米）

城市	项目储备总面积	占比	项目储备权益面积	占比
西安	445.07	12.04%	231.93	11.59%
杭州	364.11	9.85%	203.82	10.19%
宁波	260.24	7.04%	165.56	8.28%
天津	165.03	4.46%	109.64	5.48%
湖州	153.92	4.16%	95.07	4.75%
舟山	135.99	3.68%	72.71	3.63%
金华	130.71	3.53%	55.91	2.79%
温州	122.49	3.31%	50.72	2.54%
台州	121.80	3.29%	62.92	3.14%
北京	109.11	2.95%	54.82	2.74%
青岛	100.27	2.71%	39.04	1.95%
武汉	99.97	2.70%	26.97	1.35%
陵水县	95.78	2.59%	48.85	2.44%
佛山	89.24	2.41%	44.77	2.24%
重庆	88.98	2.41%	68.24	3.41%
唐山	88.81	2.40%	35.52	1.78%
南通	87.50	2.37%	58.40	2.92%
苏州	77.78	2.10%	48.63	2.43%
广州	77.67	2.10%	27.72	1.39%
合肥	75.29	2.04%	36.87	1.84%
东营	73.40	1.99%	35.97	1.80%
嘉兴	72.74	1.97%	25.83	1.29%
郑州	63.77	1.72%	43.94	2.20%
高安	61.70	1.67%	20.98	1.05%
济南	58.19	1.57%	44.64	2.23%
成都	56.52	1.53%	33.04	1.65%
上海	52.26	1.41%	17.82	0.89%
济宁	46.36	1.25%	28.26	1.41%
福州	42.05	1.14%	16.22	0.81%
大连	41.18	1.11%	16.31	0.82%

无锡	41.16	1.11%	40.23	2.01%
绍兴	38.00	1.03%	21.57	1.08%
大庆	27.37	0.74%	27.37	1.37%
徐州	22.61	0.61%	22.61	1.13%
长沙	20.67	0.56%	10.23	0.51%
乌鲁木齐	19.29	0.52%	9.65	0.48%
信阳	18.17	0.49%	3.63	0.18%
巢湖	15.67	0.42%	15.67	0.78%
南京	15.06	0.41%	11.41	0.57%
昆明	12.75	0.34%	12.75	0.64%
莱芜	8.90	0.24%	4.36	0.22%
<b>合计</b>	<b>3,697.58</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,000.62</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 设计及装饰、酒店等业务稳步发展，为公司业务收入提供一定补充

公司设计及装饰业务运营主体系公司子公司绿城装饰工程集团有限公司（以下简称“装饰集团”），装饰集团成立于1993年9月，拥有建筑装饰装修工程专业承包壹级、建筑装饰工程设计专项甲级等资质；装饰集团相继打造了千岛湖喜来登度假酒店、海南清水湾威斯汀度假酒店、北京青龙湖国际会展酒店、朱家尖绿城威斯汀度假酒店、嵊州市新医院等一系列项目。近年来装饰集团业务规模持续稳定扩张，2019年设计及装修业务实现营业收入26.40亿元，同比增长19.30%。

此外，绿城集团商管事业部负责管理公司酒店业务，目前已自持多家喜来登、威斯汀等酒店。近年来，酒店业务经营情况良好，为公司业务收入提供一定补充。2019年，酒店业务实现营业收入7.12亿元，同比增长14.10%。

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2019年度审计报告。其中，2017年财务数据为2018年审计报告期初数；2018年财务数据为2019年审计报告期初数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

## 2019年公司营业毛利率水平持续提升，同时合联营项目取得的投资收益亦对公司盈利形成重要补充，但整体盈利能力仍有提升空间

得益于房地产板块毛利率的持续提升，2019年公司整体毛利率水平保持增长，初始获利空间稳步向好。此外，截至2019年末，公司预收账款934.17亿元，同比增长30.06%，占当年营业收入的比重为181.39%，较丰富的待结算资源为公司未来收入增长提供保障。

表7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

收入	2017	2018	2019
主营业务	21.41	22.34	24.98
其中：商品房销售	19.63	21.98	25.78
商品销售	33.98	23.36	16.89
其他	38.73	27.32	18.03
其他业务	79.56	31.28	63.86
<b>合计</b>	<b>21.81</b>	<b>22.38</b>	<b>25.33</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

由于销售规模的提升，公司销售费用和管理费用呈持续增长态势；受利息支出资本化较多等因素影响，公司财务费用持续为负。总的来看，公司整体期间费用把控能力较好。

得益于毛利率水平以及费用管控能力的提升，2019年公司经营性业务盈利能力稳步增强；随着合联营项目的增多，公司投资收益保持着较大规模，为其利润提供一定支撑。2019年公司投资收益主要来自杭州龙昊房地产开发有限公司、杭州安景置业有限公司、北京绿城中稷投资管理咨询有限公司等联营企业。受部分存货项目、其他应收款项等计提减值准备因素影响，资产减值损失对公司利润侵蚀仍较大。

得益于公司盈利能力增强，2019年公司利润总额和EBITDA均同比大幅增加，同期EBITDA利润率和所有者权益收益率提升幅度较大，但整体盈利能力仍有提升空间。

**表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2017	2018	2019
销售费用	14.37	16.54	19.07
管理费用	19.61	27.39	29.75
财务费用	-0.60	-3.79	-7.79
期间费用率	9.55	8.08	7.97
经营性业务利润	15.87	30.98	50.13
资产减值损失	10.13	12.44	12.99
投资收益	35.75	17.90	17.78
营业外损益	-0.63	0.78	2.35
利润总额	40.90	37.28	57.35
EBITDA	55.55	54.46	77.35
EBITDA 利润率	15.89	10.96	15.02
净利润	28.33	29.25	46.13
净资产收益率	9.87	7.98	9.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 债务规模持续增长的同时，财务杠杆仍处于可控水平；此外，受合作项目增多的影响，公司其他往来款项和少数股东权益规模增长较快

随着业务规模持续扩张，2019 年末公司资产总额不断增长，受公司存货规模的增加及其他往来款的攀升影响，流动资产规模亦保持增长态势。其中，2019 年末公司手持货币资金同比增长 13.35%，主要为银行存款，期末公司货币资金受限比例为 11.65%；由于合作项目的增多，公司应收合联营企业拆借款及少数股东款项规模较大，2019 年末公司其他应收款同比大幅增长 49.57%；公司存货主要由开发成本构成，较大规模的拿地节奏以及在建项目进度的不断推进使得存货规模保持较快增长；由于公司对济宁城投绿城置业有限公司、上海新潮房地产开发有限公司、安徽绿隼置业有限公司等部分合联营企业追加投资较多，2019 年末公司长期股权投资账面价值同比增长 65.07%。

受有息债务规模及预收款项持续增长等因素影响，公司负债总额持续攀升。其中，随着项目建设进度的不断推进，公司应付工程款和材料款大幅增多；预收款项主要为预收购房款，在销售业绩的增长带动下，公司预收款项不断攀升，2019 年末预收款项同比增长 30.06%，对公司未来短期业绩形成较好支撑；受关联方暂借款的增多，2019 年末公司其他应付款增长明显，主要系对绿城商业保理（上海）

有限公司、杭州翡翠城房地产开发有限公司、浙江绿城材料设备有限公司、淄博绿城置业有限公司等关联方之间的往来款，期末关联方暂借款占比达 80.92%。

所有者权益构成方面，得益于利润积累、股东增资和永续债的发行，公司自有资本不断夯实，其中 2019 年公司及其下属公司发行永续债 76.14 亿元，占当期末所有者权益的比重为 13.59%；此外，受合作项目增多的影响，公司少数股东权益规模持续攀升，2019 年末少数股东权益占同期末所有者权益合计比重为 31.75%。

**表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2017	2018	2019
货币资金	287.18	400.51	453.99
其他应收款	352.38	341.83	511.29
存货	1,191.80	1,503.99	1,802.05
长期股权投资	83.65	86.93	143.50
投资性房地产	23.75	35.28	34.11
应付账款	103.93	182.95	269.66
其他应付款	476.59	475.53	534.06
预收账款	624.27	718.28	934.17
总债务	461.73	667.42	749.93
未分配利润	183.23	194.75	223.65
所有者权益	319.81	413.37	560.17
其他权益工具	0.00	33.90	109.88
少数股东权益	111.19	155.00	177.87

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于自有资本实力的持续提升，公司财务杠杆仍保持在可控水平。2019 年末公司资产负债率和净负债率分别为 82.38%和 52.83%，分别较上年末下降 1.53 个百分点和 11.74 个百分点。但若考虑将永续债调入有息债务，2019 年末公司财务杠杆水平有所上升。

### 公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，其中 2019 年末公司存货规模较快攀升，开发产品去化良好，但存货及资产周转表现有待提升

在项目开发进度及项目储备拓展的带动下，2019 年末公司流动资产规模持续上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

**表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）**

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	90.80	90.78	91.27
存货/流动资产	62.25	64.48	62.10
货币资产/流动资产	15.00	17.17	15.65
其他应收款/流动资产	18.41	14.65	17.62
（存货+货币资金）/流动资产	77.26	81.65	77.75
开发产品	187.34	85.45	113.75
开发产品/存货	15.72	5.68	6.31
开发成本	996.88	1,398.72	1,662.76
开发成本/存货	83.64	93.00	92.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成。其中，开发产品比重下降明显，2019年末公司开发产品账面价值为113.75亿元，占存货的比重为6.31%，项目去化情况较好。资产周转效率方面，受较大规模拿地节奏以及在建项目持续推进的影响，2019年末公司存货及总资产周转效率有所下滑。

**表 11：近年来公司周转率相关指标**

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.29	0.29	0.23
总资产周转率（次/年）	0.20	0.21	0.18

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

### 受较大规模拿地节奏影响，2019 年公司有息债务规模持续攀升，经营活动净现金流仍保持流出态势。但其债务期限结构合理，加之手持货币资金充裕，对短期债务覆盖程度较高

受公司保持较大规模拿地节奏及在建项目进度持续推进等因素影响，2019 年经营活动净现金流继续保持流出态势，但得益于签约销售金额大幅增长以及销售回款率的提升，公司经营活动净现金流流出规模明显减少。2019 年公司收到商品、提供劳务收到的现金为 771.80 亿元，同比增长 60.61%。

2019 年公司保持着较大对外融资需求，其有息债务规模持续增长，短期债务在总债务中比重仍保持较好水平。具体来看，银行贷款、公司债券、中期票据为公司主要债务构成项，融资渠道结构良好。从债务期限看，2019 年末公司短期债务占总债务的比重为 33.41%，占比有所提高，但考虑到公司货币

资金较充裕，对短期债务仍能形成良好覆盖。同时，得益于盈利能力的较大提升，2019 年公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所提高；但由于业务规模扩张以及保持较快拿地节奏，公司经营获现情况较弱，经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度有待提升。截至 2019 年末，绿城中国平均加权融资成本为 5.3%，同比下降 0.1 个百分点。

**表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-138.39	-213.61	-85.98
销售商品、提供劳务收到的现金	435.79	480.54	771.80
货币资金/短期债务	1.82	2.71	1.81
短期债务/总债务	34.17	22.16	33.41
总债务/EBITDA	8.31	12.26	9.70
经营活动净现金流/总债务	-0.30	-0.32	-0.11
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.06	1.39	0.97

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司具备较充足的外部授信以及顺畅的融资渠道，但或有负债风险需关注

公司共享控股股东绿城中国授信额度，截至 2019 年末，绿城中国获得各大金融机构授信总额为 2,384 亿元，未使用的授信额度为 1,457 亿元，备用流动性充裕。与此同时，绿城中国作为香港上市公司，股权融资渠道通畅，亦有助于进一步提升其财务弹性。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 913.63 亿元，其中存货受限规模 793.29 亿元，货币资金受限规模 52.88 亿元，受限资产合计占当期末总资产的 28.74%。

或有事项方面，截至 2019 年末，除对客户提供的按揭贷款担保外，公司对外担保余额 263.44 亿元，系为关联方提供的保证和质押担保，占所有者权益的比重为 47.02%，或面临一定或有负债风险。此外，截至 2019 年末，公司不存在对其构成重大不利影响的重大未决诉讼或未决仲裁。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2019 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟

支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 中交集团实力雄厚，且持续在融资安排及资源整合等方面给予绿城中国较大力度的支撑

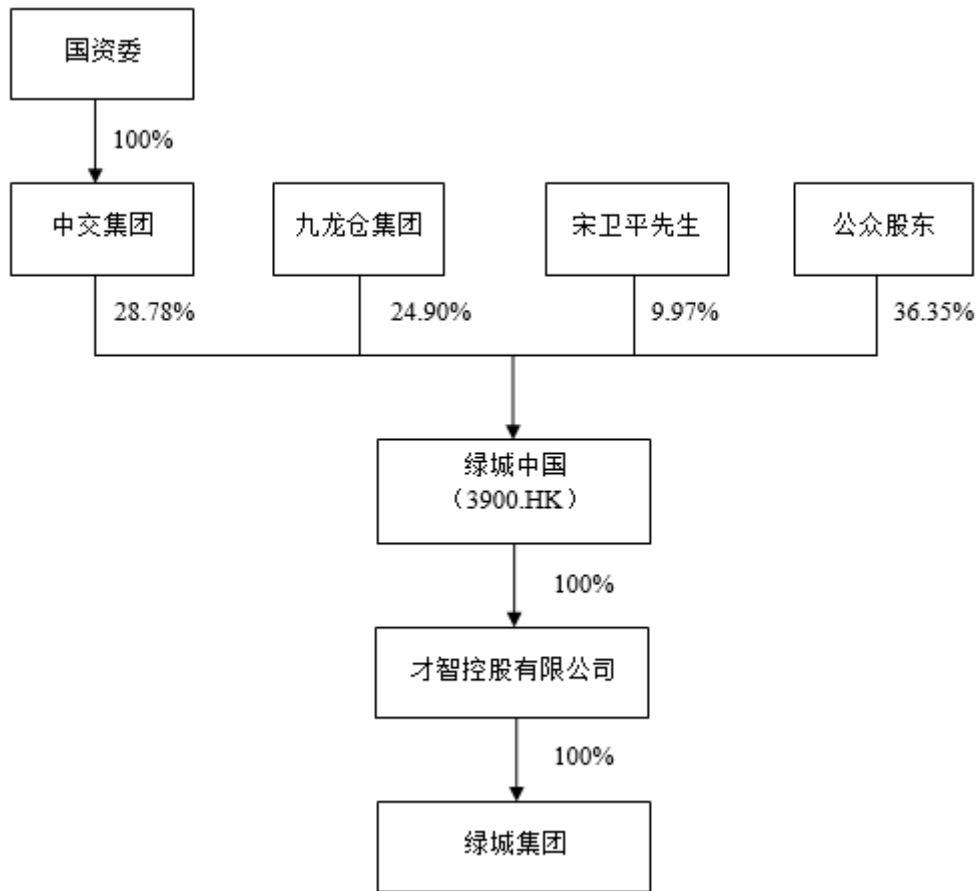
截至 2019 年末，中交集团持有绿城中国 28.78% 的股权，系绿城中国最大股东。中交集团已将绿城中国纳入合并报表范围，进行财务管理及日常运营的把控。中交集团是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，实力雄厚。中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）连续 11 年入选美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业，2019 年位列第 93 位。此外，中交集团自 1992 年起连续进入《美国工程新闻记录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，在 2019 年 ENR 公布的工程承包商排名中，公司的全球业务和国际业务分别排名第 4 位、第 3 位，其国际业务在上榜中国企业中排名首位。

中交集团在融资安排及资源整合方面给予绿城中国及公司较大力度支持。受益于中交集团的资信支持，绿城集团融资渠道较为畅通，融资成本处于较低水平；同时，2018 年绿城集团与中交集团签署战略合作协议，形成优势互补、整合协同效应，高效推进项目合作。目前，绿城集团与中交集团的合作不断深化，广州南沙、天津陈塘、成都川菜小镇等项目取得积极进展。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持绿城房地产集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 绿城 02”、“19 绿城 03”、“20 绿城 01”、“20 绿城 03”、“20 绿城 04”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：绿城房地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



## 附二：绿城房地产集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	2,871,779.17	4,005,136.44	4,539,920.02
其他应收款	3,523,848.51	3,418,273.17	5,112,873.64
存货净额	11,918,033.71	15,039,901.26	18,020,506.24
长期投资	859,867.07	892,573.56	1,458,638.95
固定资产	473,534.72	552,082.66	553,121.89
在建工程	59,554.55	5,368.94	55,884.29
无形资产	59,633.83	67,539.08	67,659.01
投资性房地产	237,504.08	352,815.17	341,125.64
总资产	21,083,917.19	25,696,351.93	31,792,862.99
预收款项	6,242,652.31	7,182,751.20	9,341,669.46
其他应付款	4,765,874.56	4,755,336.79	5,340,604.00
短期债务	1,577,588.72	1,479,274.21	2,505,706.55
长期债务	3,039,675.14	5,194,902.87	4,993,608.75
总债务	4,617,263.87	6,674,177.08	7,499,315.30
净债务	1,745,484.70	2,669,040.65	2,959,395.28
总负债	17,885,809.16	21,562,633.07	26,191,200.12
费用化利息支出	109,694.45	116,311.65	135,074.69
资本化利息支出	236,410.32	377,078.19	352,513.03
所有者权益合计（含非控股股东权益）	3,198,108.03	4,133,718.87	5,601,662.87
营业总收入	3,496,465.78	4,966,939.01	5,150,152.87
经营性业务利润	158,744.66	309,771.23	501,347.50
投资收益	357,468.27	179,006.77	177,770.99
净利润	283,320.71	292,517.46	461,270.65
EBIT	518,731.25	489,112.86	708,577.61
EBITDA	555,465.24	544,553.89	773,483.09
销售商品、提供劳务收到的现金	4,357,871.89	4,805,375.44	7,717,997.32
经营活动产生现金净流量	-1,383,919.87	-2,136,140.10	-859,791.32
投资活动产生现金净流量	-231,164.47	-1,084,907.32	-1,843,449.64
筹资活动产生现金净流量	2,055,266.05	4,446,008.80	3,101,000.63
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	21.81	22.38	25.33
期间费用率（%）	9.55	8.08	7.97
EBITDA 利润率（%）	15.89	10.96	15.02
净利润率（%）	8.10	5.89	8.96
净资产收益率（%）	9.87	7.98	9.48
存货周转率(X)	0.29	0.29	0.23
资产负债率（%）	84.83	83.91	82.38
总资本化比率（%）	59.08	61.75	57.24
净负债率（%）	54.58	64.57	52.83
短期债务/总债务（%）	34.17	22.16	33.41
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.30	-0.32	-0.11
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.88	-1.44	-0.34
经营活动净现金流/利息支出（X）	-4.00	-4.33	-1.76
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.06	1.39	0.97
总债务/EBITDA（X）	8.31	12.26	9.70
EBITDA/短期债务（X）	0.35	0.37	0.31
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.60	1.10	1.59
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	2.18	1.76	2.18

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资产化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
盈利能力	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	净利润率	=净利润/营业总收入
	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
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	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。
AA	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。
A	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。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	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	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。