

正荣地产控股股份有限公司 2020 年公开发行公司 债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：石 焱 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 27 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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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）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。

■ 本次评级的信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为一年。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] 1698D 号

正荣地产控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“正荣地产控股股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十七日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
正荣地产控股股份有限公司	不超过(含)人民币10亿元,分为两个品种,其中品种一和品种二发行规模可互拨,无比例限制	品种一为4年期(附第2年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权),品种二为5年期(附第3年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权)	每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付	本期债券募集资金扣除发行费用后,拟用于偿还公司债券

评级观点: 中诚信国际评定正荣地产控股股份有限公司(以下简称“正荣地控”或“公司”)主体信用等级为AAA,评级展望为稳定;评定“正荣地产控股股份有限公司2020年公开发行公司债券(第一期)”的债项信用等级为AAA。中诚信国际肯定了正荣地控销售业绩快速增长,土地储备区域布局分散、均衡且较为优质,杠杆水平持续下降、债务期限结构优化,融资渠道改善等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时,中诚信国际关注到房地产行业政策、正荣地控可售资源不足、权益比例较低以及受限资产规模较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

正荣地控	2017	2018	2019
总资产(亿元)	1,073.83	1,359.77	1,539.27
所有者权益合计(亿元)	131.85	257.38	336.00
总负债(亿元)	941.97	1,102.39	1,203.26
总债务(亿元)	424.89	451.28	451.93
营业总收入(亿元)	205.54	264.83	320.43
净利润(亿元)	13.64	25.22	30.10
EBITDA(亿元)	24.89	34.01	45.41
经营活动净现金流(亿元)	-18.74	18.37	-122.20
营业毛利率(%)	23.60	25.04	21.51
净负债率(%)	173.33	78.29	69.34
总债务/EBITDA(X)	17.07	13.27	9.95
EBITDA利息倍数(X)	0.84	0.98	1.44

注:1、中诚信国际根据2017年~2019年审计报告整理;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;2019年财务数据为当期审计报告期末数。2、2018年末及2019年末长期应付款项的购房尾款资产证券化款项已调整至长期债务。

正面

■ **销售业绩快速增长。** 凭借丰富的经验和成熟的房地产开发能力,公司签约销售金额实现快速增长,2017~2019年签约销售金额年均复合增长率为36.50%。

■ **区域布局分散、均衡且较为优质的土地储备。** 截至2019年末,公司土地储备分布在六大经济区的31个城市,各主要布局城市占比相对均衡,且约72.75%的土地储备位于一、二线城市,整体区域布局较好。

■ **杠杆水平持续下降,债务期限结构优化。** 近年来,正荣地控债务规模增速有所放缓,并通过增资及增加少数股东权益方式提升所有者权益水平,净负债率明显下降。同时,公司调节债务期限结构,短期债务在总债务中占比持续下降。

■ **融资渠道改善。** 随着公司控股股东正荣地产集团有限公司于2018年在香港联交所上市,其境外资本市场融资渠道有所拓宽,同时其与境内主要金融机构的合作亦有所加深,整体融资渠道有

所改善。

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。

■ **可售资源不足。** 截至2019年末,公司土地储备中可售面积与其目前销售情况相比规模略显不足,其苏州、南京及合肥等优势区域亦面临较大的补货需求,未来新增土地储备需求或将加大其资本支出压力。

■ **权益比例较低。** 近年来公司通过合联营方式获取项目方式逐渐增多,销售权益比例下降至较低水平,同时与合联营企业的往来款及少数股东权益增长较快,销售商品提供劳务收到的现金与销售金额的比例较低,非并表项目的经营情况将对公司信用水平产生影响。

■ **受限资产规模较大。** 截至2019年末,受限资产合计占当期末总资产的40.60%,受限比例较高,整体资产流动性欠佳。

评级展望

中诚信国际认为,正荣地产控股股份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。** 签约销售金额的增长趋势发生显著不利变化,土地储备政策激进,杠杆水平显著上升,非并表项目经营情况显著恶化,盈利能力明显下滑,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)
世茂房地产	4,715	2,601	1,115.17	59.7	14.68	1.62	0.36	-
新城控股	4,621	2,708	858.47	31.1	15.53	1.61	0.31	0.50
旭辉控股	3,227	2,006	547.66	68.5	16.51	2.72	0.36	-
融信中国	2,142	1,413	514.63	69.9	11.45	1.83	0.31	-
正荣地产	1,692	1,307	325.58	75.2	9.50	1.76	0.31	-
正荣地控	1,539	1,307	320.43	69.3	9.39	1.19	0.30	1.60

注：“世茂房地产”为“世茂房地产控股有限公司”简称，证券代码 00813.HK；“新城控股”为“新城控股集团股份有限公司”简称，证券代码 601155.SH；“旭辉控股”为“旭辉控股（集团）有限公司”简称，证券代码 00884.HK；“融信中国”为“融信中国控股有限公司”简称，证券代码 03301.HK；“正荣地产”为“正荣地产集团有限公司”简称，证券代码 06158.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

发行主体概况

公司原名正荣地产控股有限公司，成立于 2015 年 7 月，初始注册资本为 10 亿元，股东为正荣集团有限公司（以下简称“正荣集团”），后股东变更为正荣地产集团有限公司（以下简称“正荣地产”）。正荣地产于 2014 年在开曼群岛注册成立，于 2018 年 1 月 16 日在香港联交所成功上市，股票代码 6158.HK。公司是正荣地产在境内的业务运营主体，主营业务为房地产开发及销售，并辅以租赁业务、物业管理服务等。

产权结构：截至 2019 年末，公司注册资本为 82.00 亿元，正荣地产间接持有公司 100% 股权，自然人欧宗荣、欧国强和欧国伟分别间接持有正荣地产 54.60%、4.99% 和 4.97% 的股份，且欧国伟、欧国强均为欧宗荣之子，三人为一致行动人，是公司的实际控制人。

本期债券概况

本次债券批文额度为 31 亿元，已完成发行 11 亿元，本期拟发行金额不超过 10 亿元（含 10 亿元），分为两个品种，其中品种一和品种二发行规模可互拨，无比例限制。本期债券品种一为 4 年期（附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），本期债券品种二为 5 年期（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）。本期债券为固定利率债券，不超过同期银行贷款利率的 3 倍，在此前提下最终的票面利率由公司和承销商通过市场询价协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段

性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运

转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

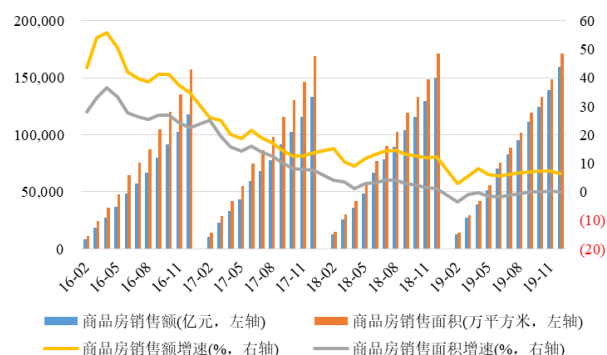
行业

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。

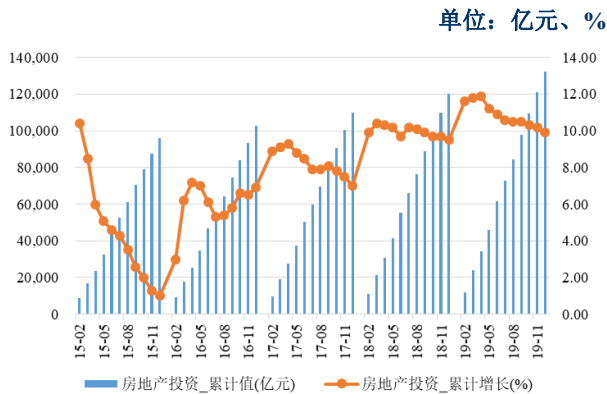
中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

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。

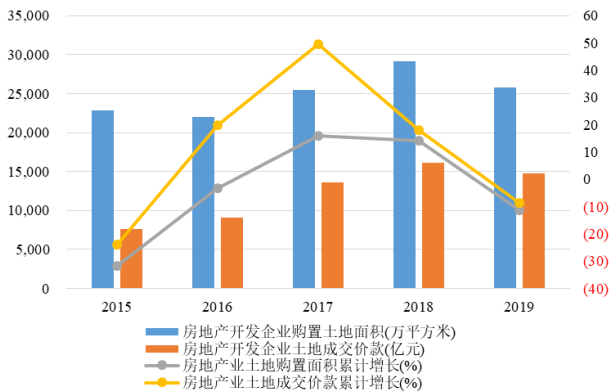
图 2: 近年来全国房地产开发投资情况



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



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¹, 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

¹ 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

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	9.40%	9.80%	9.50%
TOP 10	19.50%	21.30%	21.40%
TOP 30	31.00%	35.10%	35.70%
TOP 50	37.30%	43.40%	43.50%
TOP 100	46.10%	53.70%	53.00%

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

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。

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。

业务运营

公司为正荣地产境内房地产业务的唯一平台，主营业务以房地产开发为主，并辅以租赁业务、物业管理服务等。近年来公司销售商品房收入占营业总收入的比重保持在98%以上，是公司最主要的收入来源。

表2：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
销售商品房	204.34	261.98	316.55
租赁业务	0.78	1.14	1.48
物业管理服务	0.39	0.57	0.86
管理服务	0.03	1.13	1.54

合计	205.54	264.83	320.43
占比	2017	2018	2019
销售商品房	99.42	98.92	98.79
租赁业务	0.38	0.43	0.46
物业管理服务	0.19	0.22	0.27
管理服务	0.01	0.43	0.48
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着城市深耕及销售区域的拓宽，公司签约销售金额增长较快，但同时由于城市能级的下沉和合作项目的增多，公司销售均价和权益占比均呈下降趋势

正荣地产自成立以来持续深耕海峡西岸经济区，在福州市（尤其在闽侯地区）及江西区域积累了较为丰富的项目开发经验。同时，正荣地产秉持“聚焦城市群发展、坚持城市深耕”的战略，形成以长三角经济区和海西经济区为主，中西部经济区、环渤海经济圈和珠三角经济圈为辅的区域布局。公司作为正荣地产境内唯一的房地产业务平台，继承了正荣地产丰富的经验和成熟的房地产开发能力。

项目开发方面，公司根据房地产市场环境变化和自身经营情况调整开发节奏。2018年公司房地产开发业务规模处于高速扩张期，公司新开工面积大幅提升；2019年公司实施高质量发展战略，新开工节奏明显放缓。近三年公司新开工面积始终大于当期竣工面积，2019年公司竣工项目较多，当期竣工面积同比大幅增长。不断扩充的在建项目为公司的持续经营提供有力支撑的同时，亦对其后续资金投入提出更高要求。

表3：2017~2019年公司房地产开发情况

单位：个、万平方米

指标	2017	2018	2019
项目数量	91.00	145.00	182.00
新开工面积	404.00	1,368.18	575.69
竣工面积	199.02	150.25	467.64
期末在建面积	631.89	1,849.83	1,957.88

注：上表为全口径数据

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来，公司处于扩张期，公司销售业绩呈现增长态势，2017~2019年全口径签约销售金额年均复合

增长率达 36.50%；虽然公司全口径销售业绩实现快速增长，但是由于公司 2019 年以前在进入新城市时首选与当地开发商、品牌开发商形成合作，故近年来公司推盘销售及在手项目权益占比较低且持续下降；同期公司权益销售占比（权益销售金额/全口径签约销售金额）分别为 67.00%、51.98%和 51.52%。销售价格方面，受销售区域来源拓宽及销售能级下沉的影响，近年来公司销售均价呈逐年下降趋势。受疫情影响，2020 年 1~3 月，公司全口径签约销售金额和面积分别同比下降 28.54%和 29.62%至 178.98 亿元和 116.09 万平方米，中诚信国际将持续关注疫情对公司销售情况的影响。

结算方面，近年来公司结算面积及结算金额总体呈增长态势，受历年结算区域和产品结构变化影响，公司结算均价有所波动。此外，截至 2019 年末，公司预收账款余额为 380.18 亿元，占当年营业收入的比重为 118.65%，已售待结转资源较为丰富。

表 4：2017~2019 年公司销售及结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2017	2018	2019
----	------	------	------

销售面积	379.54	644.30	843.95
销售金额	701.53	1,080.17	1,307.08
销售均价	18,484	16,765	15,488
结算面积	151.59	150.07	214.07
结算金额	204.34	261.98	316.55
结算均价	13,480	17,458	14,787

注：表中销售面积、销售金额为全口径数据；结算面积、结算金额为并表口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从签约销售区域分布来看，公司销售主要分布在长三角经济区和海西经济区，2019 年公司在长三角经济区和海西经济区销售金额占比分别为 55.20%和 24.3%；此外，公司在中西部经济区、环渤海经济圈和珠三角的销售占比分别为 13.00%、7.2%和 0.30%。从各城市的销售情况来看，随着公司对于所布局的城市群内城市的拓展，近三年签约销售城市不断增加，由 2017 年的 13 个增加至 2019 年的 30 个。2019 年公司在苏州、南京、福州和合肥的销售金额占比较大，分别为 21.4%、15.7%、12.7%和 7.9%，其中 2019 年在苏州销售面积排名位居当地前十，具有较强的区域竞争实力。

表 5：2019 年公司房地产业务销售区域分布情况

单位：个、万平方米、元/平方米、亿元

	区域/城市	项目数量	签约销售面积	均价	签约销售金额	签约销售金额占比
长三角经济区	上海	5	11.68	43,995	51.41	3.90%
	南京	13	75.41	27,247	205.47	15.70%
	苏州	26	162.9	17,143	279.26	21.40%
	嘉兴	8	24.73	15,275	37.78	2.90%
	徐州	4	14.29	14,460	20.66	1.60%
	合肥	8	78.06	13,267	103.56	7.90%
	无锡	2	4.35	12,303	5.35	0.40%
	滁州	4	5.2	9,804	5.1	0.40%
	六安	2	19.31	6,739	13.01	1.00%
中西部经济区	武汉	6	35.95	14,937	53.7	4.10%
	西安	3	16.87	14,568	24.57	1.90%
	重庆	3	12.77	11,175	14.27	1.10%
	襄阳	2	8.83	10,873	9.6	0.70%
	郑州	3	14.86	9,337	13.88	1.10%
	长沙	7	45.64	8,956	40.87	3.10%
	岳阳	2	6.1	7,182	4.38	0.30%

环渤海经济区	许昌	1	4.04	7,016	2.84	0.20%
	成都	1	9.94	6,693	6.65	0.50%
	天津	8	26.87	20,238	54.38	4.20%
	济南	8	29.8	13,265	39.53	3.00%
海西经济区	福州	19	101	16,379	165.42	12.70%
	莆田	11	28.84	16,332	47.1	3.60%
	漳州	1	10.1	14,277	14.42	1.10%
	南昌	8	17.87	13,167	23.53	1.80%
	泉州	2	7.84	12,243	9.59	0.70%
	吉安	3	23.43	9,791	22.94	1.80%
	赣州	3	24.01	8,523	20.47	1.60%
	宜春	4	8.51	7,628	6.49	0.50%
	南平	2	12.32	5,515	6.79	0.50%
珠三角	佛山	1	2.43	16,673	4.05	0.30%
合计		170	843.95	15,488	1,307.08	100.00%

注：上表中部分合计数据的尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2017~2018 年公司拿地力度较大，2019 年公司提高新增项目权益占比并放缓拿地节奏，土地投资力度同比大幅下降；2019 年末公司土地储备区域分布较好，但剩余可售面积不足，其优势区域面临较大补货压力，未来新增土储需求或加大其资本支出压力

项目获取方面，公司主要拿地方式为公开市场招拍挂，同时辅以收并购手段获取少量项目。2017~2018 年，公司保持较大的拿地力度且多以联合拿地方式获取土地资源，其中 2017 年在一、二线城市或具有高增长潜力城市获取 41 个项目，新进入的城市包括郑州、合肥、济南、嘉兴和滁州；2018 年，公司在苏州、济南、天津、南京、嘉兴、徐州、福州、南昌等城市新拓展项目 57 个。2019 年公司加大自主拿地力度，新增土地储备面积权益占比由 2018 年的 35.07% 提升至 72.65%，同时放缓拿地节奏，新增土地储备面积及新增土地储备金额分别同比下降 49.77% 和 37.92%。从权益口径来看，2019 年权益口径新增土地储备建筑面积同比增长 4.04% 至 406.58 万平方米。公司近年新增土地楼面地价有所增加，但与同期销售均价相比，拿地成本仍处于适中水平。

² 土地储备建筑面积=已竣工项目未交付面积+在建项目未交付面积+拟建项目面积。

表 6：2017~2019 年公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

指标	2017	2018	2019
新拓展项目	41	57	41
新增土地储备面积	727.65	1,114.20	559.65
新增土地储备单价	4,468	4,829	5,968
新增土地储备金额	325.10	538.02	334.00
期末土地储备面积	1,526.00	2,456.00	2,615.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司土地储备总建筑面积²同比增长 6.47% 至 2,615 万平方米，其中剩余可售面积³为 1,891.14 万平方米；权益后土地储备总建筑面积为 1,446.45 万平方米，其中权益后剩余可售面积为 1,084.66 万平方米。与目前销售情况相比，公司土地储备规模不足，特别是其传统优势区域，如苏州、南京、合肥等城市面临较大的补货需求，未来新增土地储备需求及储备项目后续建设投入，或进一步加大其资本支出压力。

从公司拥有项目的区域分布来看，公司土地储备分布在六大经济区的 31 个城市，其中，2019 年末公司在长三角经济区、海西经济区、中部经济区和环

³ 可售面积=已竣工项目未售面积+在建项目未售面积+拟建项目面积。

渤海经济圈的土地储备可售面积占比分别为 32.66%、28.36%、14.94%和 13.70%，分布的城市范围较广且各主要布局城市分布相对均衡，并且约有 72.75%的土地位于一、二线城市，土地储备相对优质。

表 7：截至 2019 年末公司项目剩余可售部分区域分布情况

单位：万平方米

	城市	土地储备可售面积	占比
长三角经济区	苏州	162.59	8.60%
	南京	102.48	5.42%
	合肥	78.25	4.14%
	上海	73.44	3.88%
	六安	81.01	4.28%
	徐州	52.04	2.75%
	嘉兴	31.30	1.66%
	滁州	17.51	0.93%
	常熟	11.95	0.63%
	无锡	7.04	0.37%
中部经济区	武汉	99.87	5.28%
	长沙	80.11	4.24%
	郑州	80.00	4.23%
	襄阳	19.47	1.03%
	许昌	3.17	0.17%
西部经济区	重庆	64.20	3.39%
	西安	61.64	3.26%
	成都	19.74	1.04%
环渤海经济区	天津	144.79	7.66%
	济南	114.23	6.04%

海西经济区	福州	226.13	11.96%
	莆田	71.30	3.77%
	南昌	68.40	3.62%
	南平	26.13	1.38%
	泉州	46.83	2.48%
	赣州	28.43	1.50%
	宜春	20.85	1.10%
	吉安	23.77	1.26%
	漳州	17.51	0.93%
	厦门	6.93	0.37%
珠三角经济区	佛山	50.03	2.65%
总计		1,891.14	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司租赁、物业管理服务及管理服务业务收入规模呈上升态势

经营性物业方面，截至 2019 年末，公司已经投入使用的经营性房地产共有 7 个，包括莆田时代广场、莆田正荣财富中心、南昌大湖之都超市、福州财富中心、长沙财富中心、景恒广场和福州马尾财富中心，其中马尾财富中心于 2019 年 11 月底开业，当年末仍处于免租期，尚未取得租金收入。出租率方面，除景恒广场和马尾财富中心外，其余项目出租率均维持在 90%以上，运营情况良好。租金收入方面，2017~2019 年公司经营性物业租金收入分别为 0.78 亿元、1.14 亿元和 1.48 亿元，呈逐年上升趋势。

表 8：2017~2019 年公司已投入使用的投资性房地产经营情况

单位：平方米、万元

区域	项目名称	开业时间	2017			2018			2019		
			可供出租的建筑面积	出租率	租金收入	可供出租的建筑面积	出租率	租金收入	可供出租的建筑面积	出租率	租金收入
莆田	莆田正荣·时代广场	2012 年	32,681	100%	997.95	32,681	100%	1,191.63	35,904	100%	1,146.21
南昌	大湖之都项目超市	2014 年	15,972	100%	489.80	15,972	100%	556.30	15,972	100%	765.17
莆田	莆田正荣·财富中	2015 年	107,140	95%	4,124.92	107,140	96%	5,331.97	176,247	92.2%	5,293.51

	心											
福州	福州财富中心	2016年	40,787	97%	1,303.82	40,787	98%	1,921.57	77,199	99%	2,188.58	
长沙	长沙财富中心	2017年	47,244	92%	836.35	47,244	92%	1,518.44	61,814	94.5%	1,293.87	
西安	景恒广场	2017年	76,700	69%	0.00	76,700	81%	577.81	103,575	86%	1,604.20	
福州	马尾财富中心	2019年	-	-	-	-	-	-	26,218	67%	-	
合计	-	-	320,524	-	7,753	320,524	-	11,098	496,929	-	12,292	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司对其开发的住宅、商业地产及其他地产项目提供物业管理服务，并收取相应的物业管理费用。同时，公司提供装修管理、货物进出等管理服务。近年来上述两项业务收入规模持续增长，但目前在营业收入中占比较小。

战略规划及管理

未来公司将更加注重增长的质量，加强在现有市场的领先地位，同时战略进军中国其他具有潜力的市场

为实现“聚焦城市群发展、坚持城市深耕”的战略，公司目前正扩大在该区域及城市的经济规模 and 市场份额。公司基于现有的地理位置和对房地产市场的增长潜力的判断，以其深耕战略、品牌效益、成熟经验有选择性地进军新城市。

从主营业务的发展来看，公司将利用平衡及有条理的方式发展房地产项目，并同时关注增长的质量。公司将继续推行“逆周期土地收购策略”，以具有竞争力的成本取得更多优质地块；同时改进内部土地收购与评估程序，并进一步改善目标市场研究分析能力。公司将根据严格的内部审核程序开展全面深入的市场研究、可行性研究和预测后，方可作出土地收购决定。同时，公司将通过合营企业与其他第三方开发商合作或通过收购拥有土地使用权公司的股权向第三方收购土地，寻求增长机会。此外，公司拟进一步扩大商业及多功能房地产开发，并由选择地增加投资物业组合，以维持均衡全面的业务组合。

从财务政策来看，公司将继续致力于审慎的财务政策及优化资本结构。公司计划继续坚持本身及

行业财务政策以及审慎的财务及成本管理措施，致力于更有效地利用公司运营资金。公司已采纳并致力于改善各项措施，以控制成本并监控现金流量。公司将坚持营运方面所建立的动态可实现市场价值的库存管理办法，通过检讨资本负债比例及杠杆比率，更加密切地检查公司资本及负债水平。

法人治理结构完善，内部控制制度较为健全

作为正荣地产境内房地产业务的唯一平台，正荣地控已根据《公司法》、《公司章程》等相关规定，设立了股东大会、董事会、监事会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系；选举了公司董事并聘请了总经理、财务总监等高级管理人员，形成了有效制衡、独立运作的现代公司治理结构。

公司股东大会由全体股东组成，是正荣地控的权力机构，决议以股东决定的形式出具。根据《公司章程》，公司设立董事会，对股东大会负责，董事会由5名董事组成，董事会设董事长1人；公司设总经理1人，由董事会聘任或解聘；公司在董事会下设总裁和三个委员会，分别为审计委员会、提名委员会和薪酬委员会。公司设置监事会，由3名监事组成，监事会设主席1人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

经过多年的发展和经验积累，公司已经形成了比较健全、有效的内部控制制度体系。公司在工程管理、财务管理、投资管理、运营等方面制订了详细而规范的管理制度文件，形成了规范的管理体系。

财务分析

以下财务分析基于经安永华明会计师事务所

(特殊普通合伙) 审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告。2017 年及 2018 年财务数据分别为 2018 年及 2019 年审计报告期初数；2019 年财务数据为当期审计报告期末数。

盈利能力

近年来公司营业毛利率水平不高，但期间费用控制能力较好，且合联营项目投资收益对利润形成较好补充，整体盈利能力尚可

公司房地产销售业务毛利率水平不高，且受市场因素及不同毛利率项目结转时点差异等因素影响呈波动态势，受此影响，公司营业毛利率亦有所波动。其中，2019 年，由于结算项目中有部分项目为融资成本较高的旧存货，加之限价政策影响，导致当年毛利率水平有所下降。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
销售商品房	23.26	24.46	20.80
租赁业务	72.28	95.60	89.02
物业管理服务	96.63	34.40	57.07
管理服务	100.00	83.55	82.46
合计	23.60	25.04	21.51

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着公司业务规模的扩大，近年来管理费用和销售费用均呈增长态势；此外由于利息支出大部分实现资本化，因此公司财务费用较低。综合来看公司期间费用把控能力处于较好水平。

近年来公司经营性业务利润有所波动，其中得益于收入规模的扩大和良好的期间费用控制能力，2018 年公司经营性业务利润大幅增长，同时 2019 年公司经营性业务利润受当期毛利率下降及期间费用增长的影响有所下降；投资收益主要为权益法核算的长期股权投资产生的投资收益，其中 2017~2018 年公司合联营项目处于前期投入阶段，当期投资收益均为负，2019 年随着合作项目的陆续结转，公司投资收益有较大幅度提升；公允价值变动收益主要为投资性房地产公允价值变动收益，近年呈增长态势，但总体来看金额不大。

随着利润总额的持续提升，公司 EBITDA 呈现增长态势，EBITDA 利润率亦有所提升；净利润率受毛利率和期间费用率综合影响有所波动；但同时随着近年来所有者权益快速增长，公司所有者权益收益率波动下降。整体来看，公司盈利能力尚可。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019
销售费用	6.41	8.77	9.72
管理费用	5.80	8.53	10.88
财务费用	4.21	-2.40	1.49
期间费用率	7.99	5.62	6.90
经营性业务利润	20.03	36.58	33.69
资产减值损失	-0.74	2.83	0.66
公允价值变动收益	0.88	1.25	1.91
投资收益	-0.76	-1.42	6.01
营业外损益	-0.27	-0.18	-0.34
利润总额	19.13	33.40	40.61
EBITDA	24.89	34.01	45.41
净利润	13.64	25.22	30.10
EBITDA 利润率	12.11	12.84	14.17
净资产收益率	12.32	12.96	10.14
净利润率	7.36	9.52	9.39

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本结构

近年来公司总资产规模呈增长态势，同时在股东增资及少数股东权益快速增长的带动下，财务杠杆水平持续降低；但合联营企业往来款及少数股东权益规模增长较快，对其项目运作及资金管理等方面提出更高要求

随着业务规模的扩张，公司资产持续增长。公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、长期股权投资和投资性房地产等构成。具体来看，货币资金主要为银行存款，其中 2019 年由于公司新增较多并表范围内的土地支出，年末货币资金余额有所下滑。其他应收款主要为应收关联方款项、应收少数股东款项和应收合作土地款，其中虽然 2019 年应收合作土地款大幅减少带动其他应收款有所下滑，但整体来看近年来其他应收款规模大幅增长。公司存货主要由开发成本构成，由于公司近年业务拓展较为迅速，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模持续增长。随着对合联营企业的新增投资增加，近年

来长期股权投资余额持续增长；投资性房地产主要由位于莆田、上海、西安等地的在建及完工持有型物业构成，采用公允价值模式计量，近年来出租率及租金收入稳定。

公司负债主要由应付账款、其他应付款和预收款项和有息负债等构成，近年来公司负债总额亦呈扩张态势。其中应付账款增长较快，主要系随着项目开发规模扩大，应付工程款增长所致；其他应付款有较大幅度提升，主要系合作项目增多，应付关联方款项和应付子公司少数股东增长较快所致；预收款项主要为预收购房款，其中受预售并表项目较少、合作项目增多的影响，2019年末预收款项有所下滑，但公司预收款项对未来收入结转的保障程度仍较强；此外，近年来公司有息债务规模增幅有所放缓。

公司所有者权益主要由未分配利润、实收资本、资本公积和少数股东权益等构成。具体来看，得益于公司房地产开发业务较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本；控股股东逐年增资，实收资本规模呈增长态势；此外，受公司合作项目增多的影响，近年来公司少数股东权益快速增长。

表 11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019
总资产	1,073.83	1,359.77	1,539.27
货币资金	196.34	249.78	218.96
其他应收款	118.12	184.50	159.31
存货	598.33	746.60	933.01
长期股权投资	16.12	34.36	52.31
投资性房地产	85.43	84.62	93.78
总负债	941.97	1,102.39	1,203.26
总债务	424.89	451.28	451.93
应付账款	51.15	73.52	155.36
其他应付款	50.91	83.08	174.60
预收款项	393.24	459.84	380.18
未分配利润	26.34	47.70	68.97
实收资本	34.50	66.00	82.00
资本公积	24.15	24.72	23.99
所有者权益	131.85	257.38	336.00
少数股东权益	10.71	79.64	146.90
资产负债率（%）	87.72	81.07	78.17
净负债率（%）	173.33	78.29	69.34

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于公司有息债务的增速放缓、自有资本实力的持续提升以及较为充裕的期末手持货币资金规模，其财务杠杆持续降低，2019年末资产负债率和净负债率处于较合理水平。

公司资产以流动资产为主，流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，存货及总资产周转表现较好

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升，占总资产的比重在 89%左右。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，其中存货和货币资金余额总和占流动资产的比重在 80%以上。

表 12：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	89.36	89.37	88.79
存货/流动资产	62.35	61.44	68.26
货币资金/流动资产	20.46	20.55	16.02
其他应收款/流动资产	12.31	15.18	11.66
（存货+货币资金）/流动资产	82.82	81.99	84.28
开发产品	161.82	116.98	76.94
开发产品/存货	26.97	15.61	8.24
开发成本	438.20	632.27	857.10
开发成本/存货	73.03	84.39	91.76

注：2017年开发成本含拟开发土地。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为银行存款，近年来受限比例较低，2019年末货币资金中受限货币资金占比仅为 8.23%，可动用资金较为充足。

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。截至 2019 年末，公司开发产品账面价值为 76.94 亿元，占存货的比重为 8.24%，占比逐年下降，存货去化情况不断改善。资产周转效率方面，近年来公司存货周转率和总资产周转率较为稳定，整体周转率水平较好。

表 13：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.28	0.30	0.30
总资产周转率（次/年）	0.21	0.22	0.22

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流呈现较大波动性, EBITDA 对债务本息的保障程度仍待继续提升, 但公司手持货币资金对短期债务可形成充分覆盖

经营活动净现金流波动较大, 其中公司销售商品、提供劳务收到的现金受当期推盘的并表项目占比影响有所波动, 销售商品、提供劳务收到的现金对债务的覆盖能力较弱。2019 年经营活动现金流净流出 122.20 亿元, 主要系公司并表范围内的销售回款减少, 同时并表范围内的土地支出以及工程款支出大幅增长所致, 公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较弱。

近年来公司有息债务规模增速放缓, 同时公司不断优化融资结构, 以银行借款、债券融资和资产证券化融资为主, 将非银金融机构融资比重降低至 2019 年末的 26.48%。此外, 公司主动调节债务期限结构, 短期债务在总债务中占比持续下滑, 2019 年末短期债务在总债务中占比为 40.75%。2019 年, 公司综合融资成本为 7.5%, 同比下降 30 个 BP。

从主要偿债指标来看, 近年来公司总债务/EBITDA 逐年降低, EBITDA 利息保障倍数和经调整 EBIT 利息保障倍数逐年升高, 但仍需进一步改善。同时, 受益于公司对于债务期限结构的优化, 公司手持货币资金对短期债务的覆盖能力逐渐增强, 2019 年末货币资金可完全覆盖短期债务。

表 14: 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	-18.74	18.37	-122.20
销售商品、提供劳务收到的现金	279.53	339.37	282.70
货币资金/短期债务	0.84	1.07	1.19
总债务	424.89	451.28	451.93
短期债务/总债务	55.10	51.56	40.75
总债务/EBITDA	17.07	13.27	9.95
经营活动净现金流/总债务	-0.04	0.04	-0.27
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.52	1.33	1.60
EBITDA 利息保障倍数	0.84	0.98	1.44
经营活动净现金/利息支出	-0.64	0.53	-3.89
经调整 EBIT 利息保障倍数	1.65	1.96	2.29

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

公司融资渠道逐渐改善, 备用流动性充足, 但受限资产占比较高

截至 2019 年末, 公司与多家商业银行保持良好合作关系, 获得银行授信额度合计人民币 953.49 亿元, 已使用额度为 428.08 亿元, 未使用额度 508.31 亿元。另外, 公司境外间接控股股东正荣地产的成功上市亦有助于其进一步拓宽融资渠道。

截至 2019 年末, 公司受限资产合计为 624.89 亿元, 其中因监管及抵押而受限货币资金 18.01 亿元, 因借款而被抵押的存货 558.61 亿元, 受限的投资性房地产 43.15 亿元, 受限资产合计占当期末总资产的 40.60%。

或有事项方面, 截至 2019 年末, 公司对外担保余额 47.74 亿元, 对外担保金额占期末净资产比重为 14.21%。此外, 公司为银行向购房客户发放的抵押贷款提供的阶段性担保余额为 365.17 亿元。截至 2019 年末, 公司无重大诉讼。

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, 2017~2020 年 1 月 6 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。

评级结论

综上所述, 中诚信国际评定正荣地产控股股份有限公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“正荣地产控股股份有限公司 2020 年公开发行公司债券 (第一期)”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于正荣地产控股股份有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起6个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

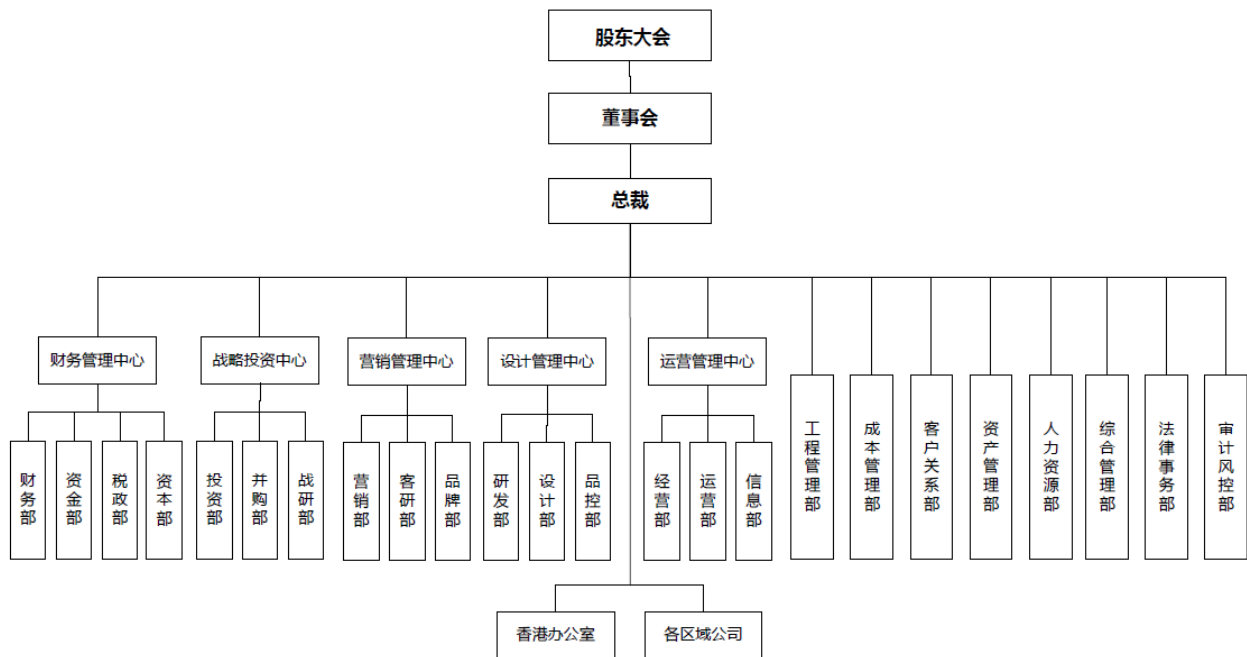
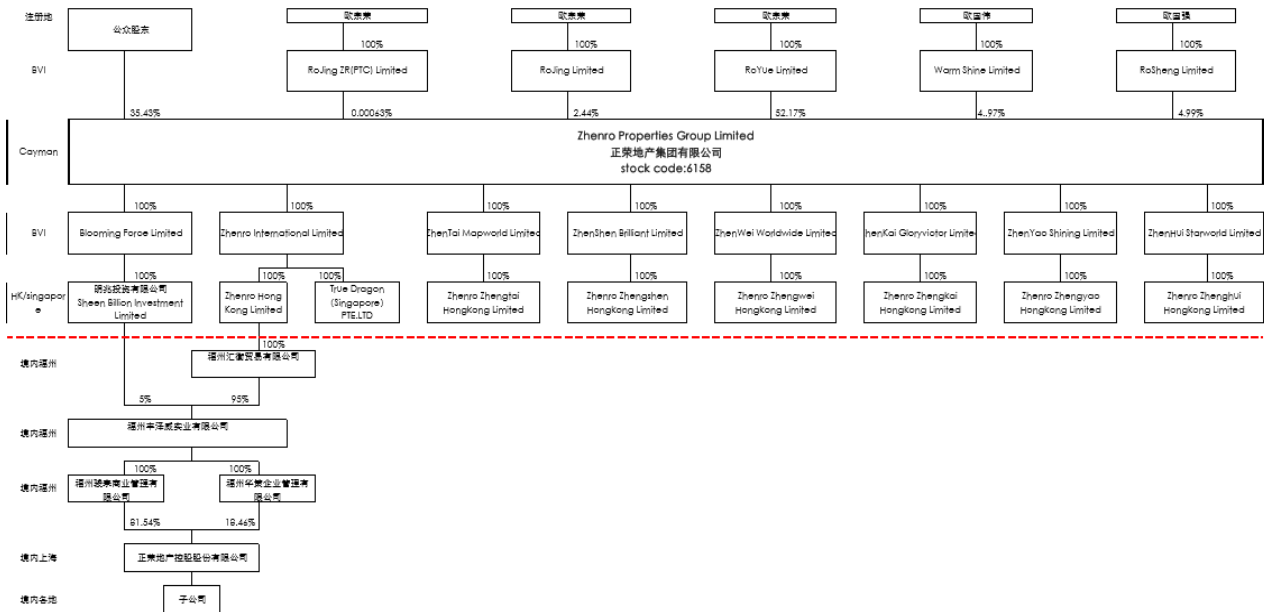
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020年5月27日

附一：正荣地产控股股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：正荣地产控股股份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	1,963,441.59	2,497,808.49	2,189,570.24
其他应收款	1,181,219.44	1,844,964.10	1,593,138.05
存货净额	5,983,290.94	7,466,038.43	9,330,057.12
长期投资	161,695.73	343,629.73	523,062.92
固定资产	3,981.66	81,483.13	78,950.03
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	712.97	993.97	684.26
投资性房地产	854,270.00	846,190.00	937,780.00
总资产	10,738,250.85	13,597,700.20	15,392,690.90
预收款项	3,932,414.28	4,598,352.29	3,801,761.71
其他应付款	509,072.80	830,750.36	1,745,962.48
短期债务	2,340,944.08	2,326,656.71	1,841,712.75
长期债务	1,907,942.19	2,186,143.96	2,677,590.67
总债务	4,248,886.27	4,512,800.67	4,519,303.42
净债务	2,285,444.67	2,014,992.17	2,329,733.18
总负债	9,419,726.63	11,023,859.41	12,032,649.72
费用化利息支出	55,153.93	2,426.75	40,556.90
资本化利息支出	239,680.57	344,082.49	273,922.01
所有者权益合计（含非控股股东权益）	1,318,524.22	2,573,840.79	3,360,041.18
营业总收入	2,055,355.62	2,648,322.56	3,204,279.05
经营性业务利润	200,128.82	365,840.45	336,947.83
投资收益	-7,611.80	-14,221.73	60,073.49
净利润	136,449.60	252,200.57	300,964.74
EBIT	246,497.26	336,468.87	446,637.62
EBITDA	248,938.43	340,143.34	454,087.58
销售商品、提供劳务收到的现金	2,795,287.35	3,393,654.12	2,827,026.40
经营活动产生现金净流量	-187,391.94	183,726.36	-1,221,958.96
投资活动产生现金净流量	-367,386.09	-305,899.82	-111,498.33
筹资活动产生现金净流量	484,885.80	614,427.12	1,053,183.11
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	23.60	25.04	21.51
期间费用率（%）	7.99	5.62	6.90
EBITDA 利润率（%）	12.11	12.84	14.17
净利润率（%）	6.64	9.52	9.39
净资产收益率（%）	12.32	12.96	10.14
存货周转率(X)	0.28	0.30	0.30
资产负债率（%）	87.72	81.07	78.17
总资本化比率（%）	76.32	63.68	57.36
净负债率（%）	173.33	78.29	69.34
短期债务/总债务（%）	55.10	51.56	40.75
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.04	0.04	-0.27
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.08	0.08	-0.66
经营活动净现金流/利息支出（X）	-0.64	0.53	-3.89
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.52	1.33	1.60
总债务/EBITDA（X）	17.07	13.27	9.95
EBITDA/短期债务（X）	0.11	0.15	0.25
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.84	0.98	1.44
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	1.65	1.96	2.29

注：1、所有者权益包含非控股股东权益，净利润包含非控股股东损益；2、2018 年末及 2019 年末长期应付款中的购房尾款资产证券化款项已调整至长期债务。

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
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	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
	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。