

中国铁建房地产集团有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人： 田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员： 王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 24 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 and 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评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 1093 号

中国铁建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审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“18 铁建房产 MTN001”、“20 铁建房产 MTN001”、“20 铁建房产 MTN002”、“21 铁建房产 MTN001”、“19 中铁 04”、“20 中铁 01”、“21 中铁 01”、“21 中铁 02”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

二零二一年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持中国铁建房地产集团有限公司（以下简称“铁建地产”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 铁建房产 MTN001”、“20 铁建房产 MTN001”、“20 铁建房产 MTN002”、“21 铁建房产 MTN001”、“19 中铁 04”、“20 中铁 01”、“21 中铁 01”和“21 中铁 02”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了雄厚的股东背景、极强的股东支持及畅通的融资渠道等方面优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也将关注房地产调控政策、关联方资金往来规模较大及债务规模上升较快等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

铁建地产（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,422.79	1,542.73	1,756.45	1,789.90
所有者权益合计（亿元）	244.50	269.43	286.57	282.13
总负债（亿元）	1,178.29	1,273.30	1,469.88	1,507.77
总债务（亿元）	708.85	817.39	840.85	815.46
营业总收入（亿元）	278.99	307.05	265.50	26.42
净利润（亿元）	38.57	37.03	29.25	3.60
EBITDA（亿元）	61.78	59.92	52.27	--
经营活动净现金流（亿元）	-159.78	-25.78	27.14	78.82
营业毛利率(%)	25.12	19.73	18.33	22.93
净负债率(%)	263.33	280.57	272.88	254.40
总债务/EBITDA(X)	11.47	13.64	16.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.82	1.33	0.96	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：房地产住宅开发(C200100_2019_04)

中国铁建房地产集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(40%)	总资产(亿元)	1,756.45	8
	合同销售金额	8	8
	项目储备	8	8
盈利能力与效率(24%)	预收款项/营业收入(X)	1.12	8
	净利润率(%)*	12.30	8
	存货周转率(X)*	0.23	8
偿债能力(36%)	净负债率(%)	272.88	6
	货币资金/短期债务(X)	0.36	3
	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	2.30	7
	经调整 EBIT 利息倍数(X)	1.68	7
打分结果			a ⁺
BCA			aa ⁻
支持评级调整			3
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa ⁻)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、财务政策、租赁及其他多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正 面

■ **雄厚的股东背景。**跟踪期内公司控股股东仍为中国铁建股份有限公司（以下简称“中国铁建”），股东背景雄厚、行业地位突出；同时中国铁建是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）首批确定的 16 家央企房地产企业之一。

■ **持续获得极强的股东支持。**公司作为中国铁建旗下房地产开发运营的龙头企业，能持续获得极强的股东支持。中国铁建旗下房地产项目由公司优先开发运营，公司亦能通过中国铁建系统内部获取优质项目资源；资金支持层面，2020 年 3 月末公司股东借款规模为 225.15 亿元，占当期末总债务的比重为 27.61%。

■ **继续保持畅通的融资渠道。**公司与金融机构保持良好合作关系，跟踪期内备用流动性较充裕，继续保持通畅的融资渠道。

关 注

■ **房地产调控政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **关联方资金往来规模较大。**近年来随着公司加大合作开发力度，合营企业及项目明显增多，关联方往来款持续增长；中诚信国际将持续关注关联方之间资金占用和回收情况以及其他应付款来源的稳定性或对公司的信用质量产生影响。

■ **债务规模上升较快。**跟踪期内，公司部分项目去化依然偏慢，使得其对外部融资依赖度较高，随着公司业务规模扩大，资金需求不断提升，债务规模同比增长，财务杠杆同比上升。

评级展望

中诚信国际认为，中国铁建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。**股东背景及支持力度发生显著不利变化、销售回款等经营性现金流对土地储备等支出覆盖持续偏弱导致杠杆比例显著上升，融资渠道严重受阻，盈利能力大幅弱化。

评级历史关键信息

中国铁建房地产集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 铁建房产 MTN001 (AAA)	2021/02/09	白茹、李佳荫	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	二
AAA/稳定	18 铁建房产 MTN001 (AAA) 20 铁建房产 MTN001 (AAA) 20 铁建房产 MTN002 (AAA)	2020/06/04	白茹、战宇迪	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 铁建房产 MTN002 (AAA)	2020/03/13	白茹、战宇迪	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 铁建房产 MTN001 (AAA)	2020/02/28	白茹、李博伦	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	18 铁建房产 MTN001 (AAA)	2017/06/12	陈言一、白茹	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100_2017_03	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约 销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短 期债务(X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)	总债务/销售 商品提供劳 务收到的现 金(X)
首开股份	1,075	3,278.43	178.56	1.21	442.26	9.46	0.17	2.77
首创置业	709	2,105.50	212.48	1.13	212.48	5.99	0.16	3.35
铁建地产	945	1,756.45	272.88	0.36	265.50	11.02	0.19	2.30

注：“首开股份”为“北京首都开发股份有限公司”简称；“首创置业”为“首创置业股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 铁建房产 MTN001	AAA	AAA	2020/6/4	22	22	2018/01/19~2023/01/19	回售、交叉违约、票面 利率选择权
20 铁建房产 MTN001	AAA	AAA	2020/6/4	21	21	2020/03/12~2025/03/12	回售、交叉违约、票面 利率选择权
20 铁建房产 MTN002	AAA	AAA	2020/6/4	9	9	2020/03/23~2025/03/23	回售、交叉违约、票面 利率选择权
21 铁建房产 MTN001	AAA	AAA	2021/2/9	20	20	2021/03/02~2026/03/02	回售、票面利率选择权
19 中铁 04	AAA	AAA	2020/6/4	27	27	2019/3/15~2024/3/15	回售、票面利率选择权
20 中铁 01	AAA	AAA	2020/8/28	35.90	35.90	2020/9/15~2025/9/15	回售、票面利率选择 权、赎回
21 中铁 01	AAA	AAA	2021/1/13	13	13	2021/1/22~2026/1/22	回售、票面利率选择 权、赎回
21 中铁 02	AAA	AAA	2021/1/27	13	13	2021/2/3~2026/2/3	回售、票面利率选择 权、赎回

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

中国铁建房地产集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）于 2019 年 3 月 15 日起息。（债券简称：“19 中铁 04”、债券代码：“155252”）实际发行规模为人民币 27 亿元，票面利率 4.25%，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，回售日为 2022 年 3 月 15 日，到期日为 2024 年 3 月 15 日。截至 2020 年末，19 中铁 04 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用。

中国铁建房地产集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）于 2020 年 9 月 15 日起息（债券简称：“20 中铁 01”、债券代码：“175138”），实际发行规模为人民币 35.90 亿元，票面利率 4.05%，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，回售日为 2023 年 9 月 15 日，到期日为 2025 年 9 月 15 日。截至 2020 年末，20 中铁 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用。

中国铁建房地产集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）于 2021 年 1 月 22 日起息（债券简称：“21 中铁 01”、债券代码：“175676”），实际发行规模为人民币 13 亿元，票面利率 3.78%，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，回售日为 2024 年 1 月 22 日，到期日为 2026 年 1 月 22 日。截至 2020 年末，21 中铁 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用。

中国铁建房地产集团有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）于 2021 年 2

月 3 日起息（债券简称：“21 中铁 02”、债券代码：“175733”），实际发行规模为人民币 13 亿元，票面利率 3.95%，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，回售日为 2024 年 2 月 3 日，到期日为 2026 年 2 月 3 日。截至 2020 年末，21 中铁 02 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不

稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

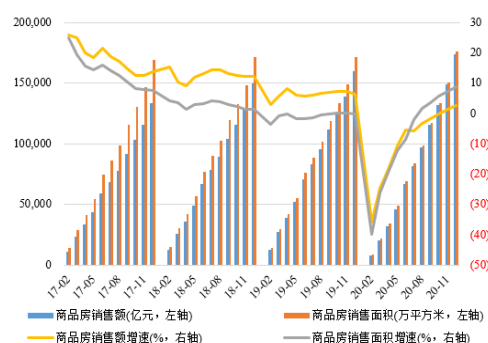
近期关注

2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

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

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明

显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。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。

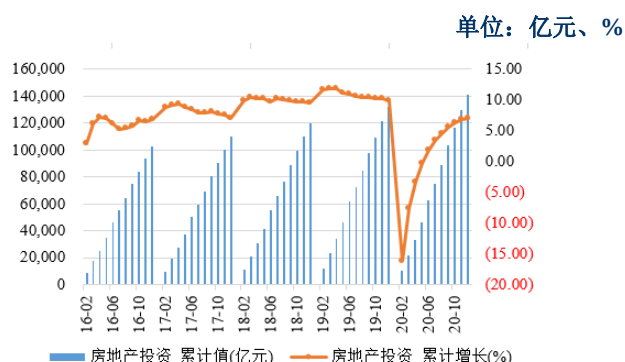
中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

图 3：近年来全国房地产开发投资情况

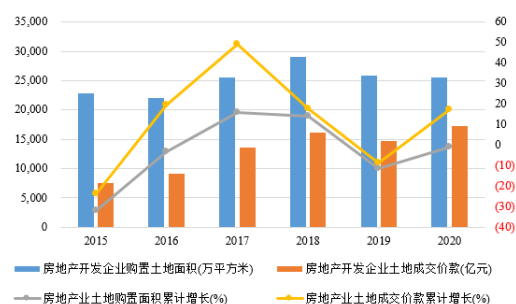


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地

供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 2：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额
(万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，行业环境及政策的变化使公司经营及再融资压力加大

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环

¹2020年8月20日，住房和城乡建设部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小

于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。行业环境及政策的变化使公司经营及再融资压力加大。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

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。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在

目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

受疫情延缓推盘进程影响，2020 年公司销售规模略有下降；得益于销售布局城市能级的提升，公司签约销售均价持续增长

跟踪期内，公司作为中国铁建旗下房地产开发的龙头企业定位保持不变，依然保持“以住宅开发为主，以配套商业为辅”的开发运营模式。截至2020年底，公司在北京、上海、广州、天津、成都、杭州、合肥、南宁、武汉等40个城市、4个国家级新区（南沙新区、贵安新区、雄安新区、西咸新区）以及海外（莫斯科）布局共计186个项目。

项目建设方面，近年来公司开发速度不断加快。2020年，疫情虽延缓了公司上半年的开工进度，但随着下半年疫情防控形势向好，开发速度加快，全年新开工面积同比增长15.64%。2021年一季度，公司新开工及竣工面积同比大幅增长。

表 2：近年来公司房地产开发项目建设情况（万平方米）

	2018	2019	2020	2021.1~3
新开工面积	310.23	777.97	899.66	122.37
竣工面积	318.13	493.56	338.94	25.49

注：2018 年采用合并口径，2019 年、2020 年及 2021 年一季度采用全口径数据。

资料来源：公司提供

2020年，受疫情延缓供货节奏影响，公司销售业绩同比小幅下降，全年公司全口径签约销售面积和签约销售金额分别同比减少14.03%和5.76%；主要受产品结构、区域环境等因素影响，公司部分区域项目销售进度较慢，面临一定去化压力。2021年一季度，公司加大供货推盘力度，签约销售金额和面积同比大幅增长。

表 3：近年来公司房地产开发及结算情况（亿元、万平方米）

	2018	2019	2020	2021.1~3
签约销售面积（全口径）	465.56	597.54	513.69	83.93
签约销售金额（全口径）	751.09	1,003.28	945.46	173.61
销售均价（全口径）	16,133	16,790	18,405	20,685
签约销售面积（权益口径）	345.37	399.38	317.10	44.68
签约销售金额（权益口径）	526.47	640.77	556.52	90.99
结算面积	203.77	213.71	184.27	7.28
结算金额	261.76	289.68	233.75	22.14

资料来源：公司提供

从销售区域看，公司深耕环渤海，长三角和珠三角区域，近年来北京、成都等地对公司销售贡献较大。2020年公司在38个城市实现销售，项目区域较为分散，销售金额占比排名前五的城市分别为成都、南京、北京、广州和杭州，前五大城市合计占比45.47%。从分布城市能级来看，2020年公司在二、三线城市²实现的全口径签约销售金额占比为72.86%，同比大幅上升，城市能级有明显提升，当年签约销售均价随之上涨9.62%至18,405元/平方米。

结算方面，受项目开发及结算周期的影响，近年来公司结算面积和结算金额有所波动，2020年结算面积和结算金额分别为184.27万平方米和233.75亿元，分别同比减少13.78%和19.31%。

表 4：2020 年公司全口径销售分布情况（亿元）

城市	签约销售金额	占比
成 都	159.37	16.86%

² 北京、上海、深圳、广州为一二线城市，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、福州为三线城市。

南 京	90.85	9.61%
北 京	86.19	9.12%
广 州	48.62	5.14%
杭 州	44.88	4.75%
贵 阳	44.77	4.74%
昆 明	42.99	4.55%
宁 波	42.72	4.52%
南 沙	41.38	4.38%
苏 州	39.53	4.18%
绍 兴	38.24	4.04%
重 庆	32.59	3.45%
西 安	31.04	3.28%
常 州	26.12	2.76%
天 津	22.14	2.34%
上 海	15.88	1.68%
佛 山	15.46	1.63%
长 沙	14.80	1.57%
石 家 庄	10.98	1.16%
其 他	96.91	10.25%
合 计	945.46	100.00%

注：其他城市包括福州、长春、沈阳、合肥和遵义等18个城市

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2020年公司推盘进度受到疫情冲击，销售业绩小幅下滑，且权益比例较低；同时公司部分区域项目开发周期偏长、项目去化有待关注；另一方面，公司推盘项目保持良好的区域布局，一线及重点二线城市对销售金额贡献较高，签约销售均价保持在高位。

2020 年公司拿地力度有所放缓，目前土地储备较为充沛，区域集中度低

近年来公司拿地力度有所减缓，新增土地投资额呈下降态势，2020年公司新增权益土地投资额146.31亿元，同比减少32.74%，处于近年来低点。从项目获取区位来看，2020年公司在贵阳、江门、南京和武汉等城市获取15个项目，由于新增土地中位于一、二线城市的的项目建筑面积占比较低，2020年公司新增土地均价较上年有较大幅度下降。

表 5：近年来公司土地储备和新增项目情况

单位：个、元/平方米、亿元、万平方米

	2018	2019	2020
新增土地储备面积（全口径）	452.56	407.96	561.70
新增土地储备金额（全口径）	341.05	355.76	303.13
新增楼面均价（全口径）	7,536.02	8,720.46	5,396.62
新增土地储备面积（权益口径）	373.66	252.03	262.67
新增土地储备金额（权益口径）	281.30	217.54	146.31
新增楼面均价（权益口径）	7,528.23	8,631.51	5,570.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从土地储备³情况来看，截至 2020 年末公司在全国 37 个城市及地区拥有全口径土地储备总面积 1,718.54 万平方米，权益口径土地储备面积为 1,113.49 万平方米，为 2020 年权益签约销售面积的 3.51 倍，土地储备规模较为充沛；区域分布来看，公司土地储备区域集中度较低，面积占比排名靠前的城市分别为贵阳、成都、重庆、北京、天津和南京。整体来看，公司土地储备充沛且分布较为均衡，可满足未来三年以上的开发需求，为其未来业务持续发展提供有力的支撑。2021 年一季度，公司无新增土地支出。

表 6：2020 年末公司全口径土地储备按城市分布

单位：万平方米

城市	可售面积	占比
贵阳	264.84	15.41%
成都	180.15	10.48%
重庆	127.44	7.42%
北京	114.01	6.63%
天津	106.83	6.22%
南京	74.12	4.31%
武汉	59.13	3.44%
广州	55.97	3.26%
江门	53.11	3.09%
昆明	52.08	3.03%

³ 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可售建筑面积。

西安	46.12	2.68%
杭州	45.30	2.64%
石家庄	41.38	2.41%
长春	40.69	2.37%
遵义	39.76	2.31%
佛山	38.44	2.24%
宁波	36.91	2.15%
福州	34.98	2.04%
苏州	33.71	1.96%
张家口	31.89	1.86%
南宁	29.50	1.72%
沈阳	28.31	1.65%
常州	24.57	1.43%
南沙	24.15	1.41%
上海	21.93	1.28%
其他	113.22	6.59%
合计	1,718.54	100.00%

注：其他城市包武汉、福州、毕节、唐山、三亚、湖州、徐州、贵安和嘉兴

资料来源：公司提供

总体来看，2020 年公司以合作方式获取土地有所增多，且通过与控股股东发挥系统内协同合作开发项目；此外，公司拥有充沛的土地储备且土地储备分布均衡，对单一市场的依赖度较低，能较好的分散投资风险。

财务分析

以下财务分析基于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 2018~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 年一季报。财务报表均依据新会计准则编制，均为合并口径期末数。为计算有息债务，中诚信国际已将其他流动负债和其他非流动负债中有息债务调至短期债务和长期债务。

受可结算资源减少影响，2020 年公司房地产销售业绩收入同比下降，营业毛利率小幅下滑

2020 年因疫情延缓结算进度，公司房屋销售板

块带来的营业收入同比减少 19.31%，营业总收入随之下滑。近年来物业板块随着在管规模的扩大，收入规模逐年上升。近年来以设计采购施工为主的其它业务带来的收入逐年上升，对营业总收入形成一定补充。

盈利能力方面，2020 年房屋销售板块毛利率较上年小幅下滑，物业出租板块受新增物业处于培育期且折旧规模较大影响，至今仍处于亏损状态。截至 2020 年末，公司预收款项为 298.54 亿元，为当期营业收入的 1.12 倍，对未来收入结转提供了一定保障。2021 年一季度，得益于达到可结转条件的项目增多，公司营业收入同比上升 27.72%。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
房屋销售	261.76	289.68	233.75	22.14
物业收入	4.15	5.43	7.20	1.55
物业出租	1.25	1.19	1.52	0.40
其他	11.83	10.74	23.03	2.33
合计	278.99	307.05	265.50	26.42
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
房屋销售	26.42	20.85	20.01	26.19
物业收入	9.45	11.09	8.15	16.45
物业出租	-11.57	-49.95	-27.94	-10.12
其他	5.92	1.72	7.51	1.86
合计	25.12	19.73	18.33	22.93

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，2020 年公司费用规模总体保持稳定。公司利息支出随总债务水平保持在一定规模，但由于公司将大部分利息资本化，且银行理财以及向关联企业拆借资金能带来稳定的利息收入，公司财务费用仍处于较低水平。主要受营业收入下滑影响，当期期间费用率小幅提升，但仍然处于较低水平，费用管控能力较好。2021 年一季度，期间费用率受加大营销、管理开支影响快速攀升。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
--	------	------	------	----------

⁴ 2019 年公司投资收益中权益法下确认的投资损益为 18.50 亿元，宣告发放现金股利或利润为 4.29 亿元。

销售费用	5.29	6.03	6.01	1.37
管理费用	5.87	7.52	7.41	1.98
财务费用	-2.05	0.38	0.59	-0.31
期间费用合计	9.11	13.93	14.01	3.04
期间费用率(%)	3.26	4.54	5.28	11.50
经营性业务利润	39.79	26.48	27.74	2.56
资产减值损失	-2.56	2.42	3.66	0.04
投资收益	8.78	20.12	12.69	1.77
利润总额	50.37	44.29	37.12	4.39
净利润	38.57	37.03	29.25	3.60
净利润率(%)	13.83	12.06	11.02	13.64

注：将研发费用纳入管理费用

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司营业收入虽有所下降，但得益于税收支出的减少，公司经营性业务利润同比小幅增长。受合、联营项目结算周期波动影响，公司投资收益⁴同比减少。2020 年公司对部分项目计提跌价准备，使得当年产生一定规模减值损失。主要受投资收益减少及存货减值影响，2020 年公司利润总额及净利润分别同比下滑 16.19%和 21.01%，净利润率随之小幅下滑。

2020 年以来，随着公司业务规模的扩大，公司资产和负债规模同比增长；公司杠杆水平小幅下降但仍处于高位

随着业务规模扩大，2020 年公司资产规模小幅上升。从资产构成来看，公司以流动资产为主，2020 年流动资产占比有所下降，但仍保持在 90%之上。由于长期应收款有所增加，公司非流动资产规模有所上升。

流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。公司存货主要由开发成本构成，随着土地储备增加及项目陆续投入呈上升态势。近年来公司货币资金保有量不高且有所波动，但受限货币资金占比较低。2021 年一季度，得益于销售业绩增长，经营性现金流流入规模扩大，3 月末公司货币资金余额有较大幅度增长。公司其他应收款呈波动下降态势，随合作方资金往来规模波动，前五大单位分别为天津万和置业有限公司、北京欣达置业有限公司、

广州新铁鑫建投资有限公司、贵州中广文创城置业有限公司和武汉招瑞置业有限公司，合计占比37.33%。

非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和长期应收款构成。公司投资性房地产以成本法计量，近年来随着商铺广场等陆续竣工，投资性房地产呈上升态势；公司的长期股权投资主要为对合联营企业的投资，随着合作开发项目增多呈上升态势。2019年以来，公司参与一级开发产生一定规模的长期应收款，2020年末公司长期应收款规模较上年末大幅增长。

2020年公司负债总额亦呈上升态势，主要由预收款项⁵、其他应付款和有息债务构成。受结算进度及销售节奏的影响，近年来公司预收款项有较大波动，2020年末预收账款规模同比增长42.32%。随着合联营企业的增加以及项目业务往来的增加，其他应付款规模也有所提升，其中对中铁建设集团有限公司，中铁城建集团有限公司，中国土木工程集团有限公司等铁建系统内公司应付款占比较大。

2020年得益于利润的累积，公司所有者权益有所上升；细分来看公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，近年来公司实收资本未发生改变，2020年末公司实收资本为70.00亿元；未分配利润占所有者权益的比重于2020年末达到66.14%。少数股东权益方面，公司并表项目持股比例较高，近年来少数股东权益规模处于较低水平，2020年末公司少数股东权益占比仅为2.94%。

财务杠杆方面，近年来公司资产负债率趋于稳定，2020年末为83.68%。净负债率方面，主要得益于所有者权益的持续增长，公司净负债率同比小幅下降，但仍处于较高水平。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	64.99	61.44	58.84	97.73
其他应收款	306.97	265.32	273.79	235.01
存货	923.25	1,057.76	1,196.38	1,217.40
长期股权投资	34.43	49.86	56.23	59.80
投资性房地产	37.66	34.73	36.66	36.14

⁵2019年及2020年3月合同负债纳入预收款项进行分析。

长期应收款	-	16.44	39.70	38.60
总资产	1,422.79	1,542.73	1,756.45	1,789.90
预收款项	230.68	209.77	298.54	354.19
其他应付款	134.56	126.63	162.04	189.29
总负债	1,178.29	1,273.30	1,469.88	1,507.77
少数股东权益	9.12	8.65	8.42	7.99
所有者权益	244.50	269.43	286.57	282.13
资产负债率	82.82	82.54	83.68	84.24
净负债率	263.33	280.57	272.88	254.40

注：2018~2020年末合同负债纳入预收款项分析

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年公司存货结构有所改善，但整体资产周转效率同比弱化，部分项目去化情况值得关注

公司资产主要由流动资产构成，随总资产呈增加趋势，近年来长期股权投资及投资性房地产有所增加，流动资产占总资产比重呈下降态势，但仍保持在90%以上。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
流动资产/总资产	93.64	91.81	90.83	90.86
存货/流动资产	69.3	74.68	74.99	74.86
货币资金/流动资产	4.88	4.34	3.69	6.01
其他应收款/流动资产	23.04	18.73	17.16	14.45
（存货+货币资金）/流动资产	74.18	79.02	78.68	80.87
开发产品	172.92	249.47	245.64	--
开发产品/存货	18.73	23.58	20.55	--
开发成本	749.68	806.28	949.35	--
开发成本/存货	81.20	76.23	79.44	--

注：因缺乏相关数据，2021年3月末部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

存货方面，受业务规模扩大影响，存货规模不断上升，占流动资产比重逐年增加。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，近年来公司开发成本不断增加，但占存货的比重有所波动，2020年上升至79.44%。2020年末，随着公司加大对竣工项目的去化力度，开发产品占存货的比重较上年同期有所下降。

资产周转效率方面，受结算进度延缓影响，结转成本较少，加之存货上升较快，2020年公司存货周转率和总资产周转率均有所下降。

表 11：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.25	0.25	0.19
总资产周转率（次/年）	0.22	0.21	0.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年公司债务规模有所增长，但股东借款占比较高，偿债压力不大；受债务上升影响，EBITDA 对债务的覆盖能力持续弱化

近年来，公司并表范围内的销售回款较为稳定，得益于回款管理能力的增强，2020 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 17.57%，同时受拿地支出减少和关联方往来款波动影响，当年经营活动净现金流转为大幅净流入状态。主要得益于销售活动的良好表现，加之公司收缩土地投资支出，2021 年一季度公司经营活动净现金流同比大幅增长。近年来公司投资活动净现金流持续保持净流出状态，2020 年因追加合联营项目支付的现金增多，投资活动净现金流出幅度加大。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	-159.78	-25.78	27.14	78.82
销售商品、提供劳务收到的现金	312.39	311.50	366.23	85.34
投资活动净现金流	-6.59	-5.59	-16.68	-3.73
筹资活动净现金流	126.47	28.01	-12.86	-36.20
货币资金/短期债务	0.30	0.24	0.36	0.90
总债务	708.85	817.39	840.85	815.46
短期债务	220.17	251.85	162.16	108.30
EBITDA	61.78	59.92	52.27	--
总债务/EBITDA	11.47	13.64	16.09	--
EBITDA 利息倍数	1.82	1.33	0.96	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	2.27	2.62	2.30	2.39*
经调整的 EBIT 利息保障倍数	2.48	1.98	1.68	--

注：带*指标已经过年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着公司新获取项目力度加大以及在建项目的持续推进，2020 年公司总债务规模上升至 840.85 亿元，随着短期债务的到期偿还，短期债务占总债务的比重由 2019 年末的 30.81%降低至 2020 年末

的 19.28%，债务结构有所优化。从债务构成看，公司以股东借款、银行借款、债券融资和银行间产品融资为主，信托和资管融资规模较小，债务构成合理。2021 年 3 月末公司股东借款规模为 225.15 亿元，占当期末总债务的比重为 27.61%，其中一年内到期的股东借款为金额约为 30 亿元，占同期末短期债务的比重约为 27.78%。公司股东借款成本低、兑付压力较小，还款期限弹性大，体现了极强的股东支持。截至 2020 年末，公司应付债券金额 167.78 亿元，公司综合融资成本较低。

受收入结算波动影响，公司经调整的 EBIT 利息保障倍数持续降低；公司货币资金保有量不高，对短期债务的覆盖能力较弱，近年来呈下降态势，但考虑到短期债务中有较大规模的股东借款，还款期限弹性较大，短期内偿债压力尚可。由于总债务增长较快，公司销售回款对债务的覆盖能力持续弱化。

公司融资渠道畅通，备用流动性充足，或有负债代偿风险较小

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 369.01 亿元，约占同期末总资产的 21.00%，其中包括受限制存货 366.99 亿元和受限应收账款 1.95 亿元。

对外担保方面，公司执行严格的对外担保制度，截至 2020 年末，公司对外担保余额 172.02 亿元，其中对购房客户银行按揭贷款提供的阶段性担保为 169.27 亿元，代偿风险小。未决诉讼方面，截至 2020 年末，公司不存在重大未决诉讼。

融资渠道方面，公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，截至 2020 年末，公司获得银行授信额度 933.54 亿元，未使用的授信额度 611.45 亿元。此外，公司控股股东中国铁建是 A 股和 H 股上市公司，股权融资渠道通畅，资本实力雄厚，将持续给予公司资金支持。总体看，公司具备畅通的融资渠道。

过往债务履约情况：截至 2021 年 5 月 24 日，

公司本部及下属子公司无逾期借款或其他不良信用记录。公司本部及其子公司近年来未发生债务（含债务融资工具）违约情形。

外部支持

公司股东中国铁建实力雄厚，能为其提供有力的支持

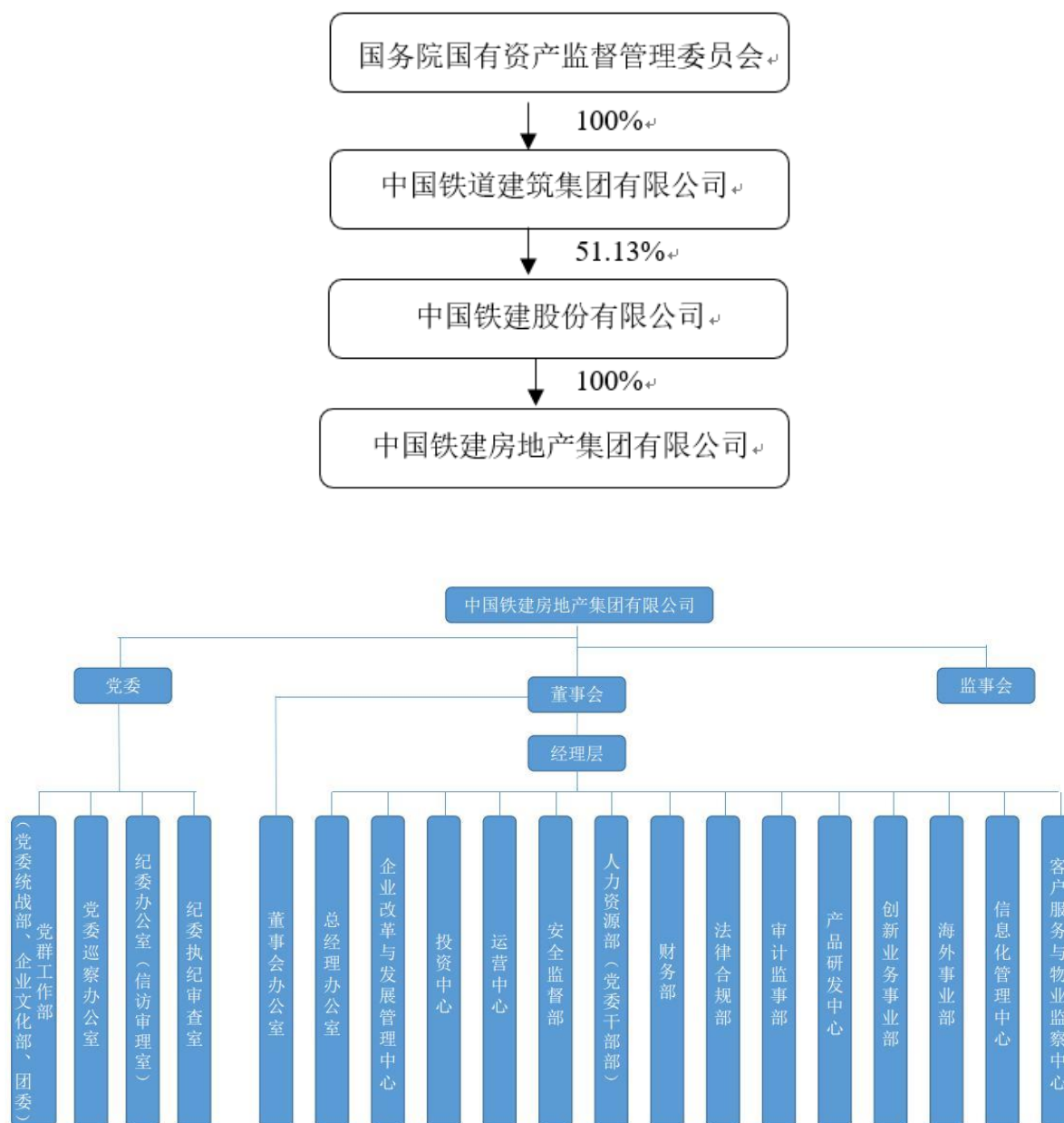
公司控股股东中国铁建是 A+H 股上市公司，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。中国铁建是国务院国资委首批确定的 16 家央企房地产企业之一，公司作为中国铁建旗下龙头房地产开发平台，在项目开发、土地获取和资金支持等方面得到支持。

作为中国铁建旗下房地产开发的龙头企业，公司可依托于中国铁建工程施工业务的协同互动，多渠道的补充优质的土地资源。2018 年以来，公司通过中国铁建系统内协同获取多处地块，项目主要分布在北京、苏州及太原等城市，项目类型以住宅和配套商业为主，规划建筑面积超过 70 万平方米。项目开发方面，公司合作开发的单位除了主流房企外，中国铁建系统内部工程局亦为其合作开发的主要单位。资金支持方面，中国铁建是 A 股和 H 股上市公司，股权融资渠道通畅，资本实力雄厚，作为其全资子公司，公司可在资金方面得到中国铁建极强的支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国铁建房地产集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 铁建房产 MTN001”、“20 铁建房产 MTN001”、“20 铁建房产 MTN002”、“21 铁建房产 MTN001”、“19 中铁 04”、“20 中铁 01”、“21 中铁 01”和“21 中铁 02”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国铁建房地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 5 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国铁建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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	649,915.00	614,443.86	588,382.52	977,269.58
其他应收款	3,069,731.54	2,653,205.35	2,737,889.53	2,350,061.50
存货净额	9,232,487.21	10,577,623.14	11,963,824.52	12,173,994.66
长期投资	344,270.38	501,572.53	565,337.92	601,040.40
固定资产	4,525.05	5,556.45	6,080.39	6,057.43
在建工程	--	--	--	--
无形资产	736.08	1,237.31	31,034.32	292.37
投资性房地产	376,554.89	347,303.80	366,626.77	361,445.53
总资产	14,227,915.51	15,427,297.54	17,564,517.94	17,898,973.49
预收款项	2,306,756.86	2,097,673.54	2,985,435.36	3,541,881.55
其他应付款	1,345,589.57	1,266,334.37	1,620,410.48	1,892,926.13
短期债务	2,201,747.81	2,518,527.61	1,621,564.20	1,083,017.94
长期债务	4,886,734.78	5,655,336.28	6,786,905.40	7,071,547.12
总债务	7,088,482.59	8,173,863.89	8,408,469.60	8,154,565.06
净债务	6,438,567.59	7,559,420.03	7,820,087.08	7,177,295.48
总负债	11,782,899.49	12,732,981.88	14,698,773.05	15,077,670.37
费用化利息支出	111,571.55	137,621.13	131,358.45	--
资本化利息支出	228,769.18	313,902.55	415,632.92	--
所有者权益合计	2,445,016.01	2,694,315.66	2,865,744.89	2,821,303.12
营业总收入	2,789,864.79	3,070,528.95	2,655,035.21	264,174.65
经营性业务利润	397,871.75	264,756.47	277,387.45	25,633.76
投资收益	87,761.95	201,224.09	126,923.97	17,698.97
净利润	385,712.30	370,290.23	292,453.38	36,045.40
EBIT	615,296.38	580,490.71	502,518.32	--
EBITDA	617,848.65	599,218.75	522,725.38	--
销售商品、提供劳务收到的现金	3,123,855.82	3,115,018.32	3,662,254.17	853,397.83
经营活动产生现金净流量	-1,597,766.23	-257,830.73	271,441.20	788,221.43
投资活动产生现金净流量	-65,949.12	-55,902.92	-166,835.15	-37,304.16
筹资活动产生现金净流量	1,264,677.21	280,113.33	-128,566.83	-362,030.73
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	25.12	19.73	18.33	22.93
期间费用率(%)	3.26	4.54	5.28	11.50
EBITDA 利润率(%)	22.15	19.52	19.69	--
净利润率(%)	13.83	12.06	11.02	13.64
总资产收益率(%)	4.78	3.91	3.05	--
存货周转率(X)	0.25	0.25	0.19	0.07*
资产负债率(%)	82.82	82.54	83.68	84.24
总资本化比率(%)	74.35	75.21	74.58	74.30
净负债率(%)	263.33	280.57	272.88	254.40
短期债务/总债务(%)	31.06	30.81	19.28	13.28
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.23	-0.03	0.03	0.39*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.73	-0.10	0.17	2.91*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-4.69	-0.57	0.50	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	2.27	2.62	2.30	2.39*
总债务/EBITDA(X)	11.47	13.64	16.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.24	0.32	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.82	1.33	0.96	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.48	1.98	1.68	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将其它非流动负债中融资租赁款调整至长期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带*指标已经年化处理。

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	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：信用等级的符号及定义

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。