

## 中交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）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：徐祯霆 zhtxu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 28 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](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 1884 号

## 中交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“21 交房 01”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持中交房地产集团有限公司（以下简称“中交房地产”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 交房 01”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司股东背景极强、2020 年签约销售业绩（含代建）继续快速增长、新增项目布局良好且储备充裕以及融资渠道畅通等优势。同时，中诚信国际将持续关注房地产行业政策、2020 年以来债务规模及净负债率进一步上升、盈利水平有待提高以及关联方资金往来及对外担保等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

中交房地产（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	3,439.86	4,072.99	5,409.47	5,970.01
所有者权益合计（亿元）	657.10	760.98	1,032.17	1,067.54
总负债（亿元）	2,782.77	3,312.00	4,377.30	4,902.48
总债务（亿元）	1,103.57	1,307.80	1,797.60	2,002.76
营业总收入（亿元）	744.72	776.92	811.91	132.42
净利润（亿元）	28.57	43.49	67.37	8.94
EBITDA（亿元）	77.45	100.46	134.21	--
经营活动净现金流（亿元）	-67.52	-147.73	-216.22	-171.15
营业毛利率(%)	24.03	25.69	24.00	24.28
净负债率(%)	78.72	90.29	96.40	109.61
总债务/EBITDA(X)	14.25	13.02	13.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.09	1.32	1.12	--
中交房地产（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	125.77	187.75	235.61	231.33
所有者权益合计（亿元）	86.65	90.33	114.64	114.65
总负债（亿元）	39.12	97.42	120.97	116.67
总债务（亿元）	37.91	95.21	95.26	91.08
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	0.78	0.10	0.10	0.40
经营活动净现金流（亿元）	-0.84	-0.65	-0.75	-0.38
净负债率(%)	32.46	99.02	73.74	45.77

注：2021 年一季度未经审计；为计算有息债务，将长期应付款和其他非流动负债中有息部分调整至长期债务；将其他流动负债中有息部分调整至短期债务；由于缺乏相关数据，2021 年 1~3 月部分指标无法计算。

#### 正面

■ **股东背景极强，公司持续获得来自股东的有力支持。**中国交通建设集团有限公司（以下简称“中交集团”）是 16 家以房地产为主业的央企之一，公司作为中交集团唯一的房地产开发运营平台，在经营管理、项目获取以及融资等多个方面得到中交集团的有力支持。

■ **2020 年签约销售业绩（含代建）继续快速增长。**公司保持积极的土地投资策略，并加快开发周转，加强存量去化，代建业务稳步发展，2020 年签约销售金额（含代建）继续保持较快增长。

■ **新增项目区域布局良好，项目储备充裕。**2020 年公司新增项目

主要位于一、二线城市，区域布局不断优化，年末土地储备面积大幅增长，项目储备资源充裕。

■ **融资渠道畅通。**公司保持着良好的银企关系。此外公司旗下主要房地产平台中交地产股份有限公司（以下简称“中交地产”，股票代码：SZ000736）和绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”，股票代码：HK.3900）分别为 A 股和 H 股上市公司，拥有畅通的融资渠道。

#### 关注

■ **房地产行业政策。**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。

■ **2020 年以来债务规模及净负债率进一步上升。**由于公司保持积极的投资策略，外部融资需求上升，2020 年以来债务规模保持快速增长态势，净负债率上升。

■ **盈利水平有待提升。**公司成本和费用管控情况有待加强，加之存货和其他应收款等资产计提较大规模减值准备，对利润形成一定侵蚀，2020 年公司净利润率有所提升但仍有一定的改善空间。同时，公司归属于母公司股东的净利润水平较低。

■ **关联方资金往来及对外担保。**近年来公司合联营项目增多，与其往来款规模持续增长，近年来公司对其他应收款计提一定减值准备；此外，2020 年末公司对关联方担保余额较大，关联方的经营情况或对其信用状况产生影响。

#### 评级展望

中诚信国际认为，中交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、对下属子公司控制权发生明显不利变化，杠杆比例大幅提升，融资渠道严重受阻，合联营项目经营情况显著恶化，盈利水平持续大幅下降，现金流平衡能力显著弱化。

#### 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）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）
绿城中国*	2,892	4,143	63.84	2.01	--	657.83	8.76	0.24
中国金茂*	2,311	3,877.56	44.68	1.72	--	600.54	10.32	0.30
中铁建房地产	930	1,756.45	272.88	0.36	2.30	265.50	11.02	0.19
中交房地产	3,455	5,409	96.40	1.81	1.33	811.91	8.30	0.22

注：带“\*”号为港股上市公司，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；“绿城中国”为“绿城中国控股有限公司”；“中国金茂”为“中国金茂控股集团有限公司”简称；“中铁建房地产”为“中国铁建房地产集团有限公司”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
21 交房 01	AAA	AAA	2021/03/19	16.90	16.90	2021/04/06~2026/04/06 (3+2)	本期中期票据期限为 (3+2) 年期, 附投资人回售选择权和票面利率选择权

## 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

中交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）（债券简称为“21 交房 01”，债券代码：“175944”）发行规模 16.90 亿元，期限为 5 年期，含第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，起息日为 2021 年 4 月 6 日，债券余额为 16.90 亿元。“21 交房 01”募集资金已按募集说明书的相关承诺使用完毕。

## 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在持续修复过程中，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 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

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 3：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，对其经营战略的实施提出更高的要求**

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”<sup>1</sup>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。

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

<sup>1</sup> 2020 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%。



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。

## 2020 年以来中交地产销售业绩继续快速增长，一二线城市的销售贡献度高，且土地获取力度较大，土地储备规模大幅扩充

公司旗下已形成中交地产<sup>2</sup>、绿城中国<sup>3</sup>、中房集团<sup>4</sup>等房地产业务发展平台。为减少和避免同业竞争

情况，2017 年公司将中交置业经营管理权交由中交地产管理，本报告中中交地产相关业务数据包括中交置业有限公司。业务划分上，绿城中国主要打造高品质住宅；中交地产以刚需和改善型商品住宅开发经营为主。2020 年公司合计实现全口径销售金额 3,455 亿元，其中中交地产占比 16.30%，绿城中国占比 83.70%。

从中交地产经营情况来看，随着项目拓展及开工力度加大，2020 年中交地产新开工面积上升，而当期竣工面积大幅下降。

从房地产项目销售来看，近年来中交地产加快发展步伐，销售规模逐年增长。2020 年权益口径签约销售金额同比增加约 74% 至 399 亿元。2020 年受销售区域结构变化影响，销售单价有所上升。2021 年 1~3 月，由于上年同期销售受到新冠疫情影响且本期可供销售的项目增加，中交地产销售金额同比大幅增长<sup>5</sup>。

表 2：近年来中交地产房地产开发运营情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2018	2019	2020
合并口径-新开工面积	173	220	477
合并口径-竣工面积	214	234	127
权益口径-签约销售面积	106	151	216
权益口径-签约销售金额	125	229	399
权益口径-签约销售均价	1.18	1.52	1.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从项目销售的城市分布来看，中交地产销售城市集中度很高，2020 年前五大城市销售占比 64.24%，前十大城市销售占比 87.80%。当期一线城市和二线城市销售占比分别为 37.91% 和 55.41%，一二线城市销售占比较高。2020 年，中交地产销售金额贡献较大的城市为北京、重庆、杭州、昆明和苏州等，当期北京上东郡、北京海淀幸福里（北）和苏州中交九雅花园等项目实现预售，对当期的销售贡献很大。

<sup>2</sup> 2021 年 3 月末，公司合计持有中交地产 53.32% 股份，无质押情况。

<sup>3</sup> 2020 年末，公司持有 H 股上市公司绿城中国 25.05% 股份，绿城中国为公司并表子公司。

<sup>4</sup> 2018 年 12 月中交置业股权无偿划转至中房集团。

<sup>5</sup> 2021 年 1~3 月中交地产（不含中交置业等主体数据）全口径签约销售金额 94.06 亿元，签约销售面积 34.7 万平方米。

**表 3：2020 年中交地产房地产签约销售区域情况**

单位：亿元

城市	全口径-销售金额	权益口径-销售金额
北京	176.83	101.93
重庆	53.62	53.62
杭州	47.95	38.18
昆明	45.07	38.56
苏州	38.23	38.23
深圳	36.62	10.61
长沙	31.16	26.85
天津	27.98	11.74
宁波	25.97	23.67
成都	10.88	4.78
舟山	10.22	10.02
厦门	10.00	3.41
南京	9.11	9.11
吉隆坡	6.99	0.00
惠州	6.25	6.25
如皋	5.34	4.01
武汉	4.49	4.49
宜兴	4.40	2.64
青岛	3.35	3.35
石家庄	1.77	1.77
巴中	1.74	1.74
合肥	1.59	1.59
郑州	1.55	0.94
西安	0.88	0.79
盘锦	0.62	0.30
呼和浩特	0.39	0.39
哈尔滨	0.01	0.01
合计	563.01	398.98

注：佛山市项目归入深圳城市公司统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中交地产作为中交集团旗下重要的房地产上市平台，通过市场化和中交集团产业链资源协同等形式获取土地。2020 年中交地产项目拓展力度大幅上升，主要通过合作进行招拍挂的方式拿地，新增土地储备建筑面积同比大幅增长，其中权益比例为 51%，土地投资额亦大幅上升。近年来土地投资主要集中在一二线城市及强三线城市，2020 年新增储备主要来自北京、贵阳、绍兴、武汉和厦门等地。

**表 4：近年来中交地产新增土地储备情况**

单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2018	2019	2020
新拓展项目	16	15	35

<sup>6</sup> 竣工未售、在建未售和拟建项目面积的合计数。

新增土地储备建筑面积	191.73	222.21	708.83
新增土地储备建筑面积（权益口径）	108.82	133.20	359.60
新增土地投资额	130.30	206.09	651.63
新增土地投资额（权益口径）	71.92	119.60	281.90
新增土地平均楼面价格	0.68	0.93	0.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，中交地产全口径土地储备面积<sup>6</sup>较年初大幅增长至 1,325.10 万平方米，其中权益占比 57.66%，可满足多年的开发和销售需求，土地储备充裕。从城市分布来看，重庆、贵阳、雄安、郑州等城市的土地储备占比较大，中交地产全口径土地储备前十大城市占比 68.82%。此外，昆明和天津等地多个项目为中交产业链资源协同项目。

**表 5：2020 年末中交地产土地储备前十大城市分布情况**

单位：万平方米

城市	全口径未售面积	权益口径未售面积
重庆	203.13	139.88
贵阳	168.79	59.08
雄安	96.14	38.46
郑州	90.70	40.88
昆明	79.01	48.37
长沙	71.71	59.02
天津	66.67	47.86
西安	64.36	64.36
北京	37.82	14.06
济南	33.56	20.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**绿城中国坚持“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；2020 年保持较快项目开发节奏，销售业绩实现较快增长，在杭州等城市保持明显竞争优势；代建板块已于 2020 年上市，在代建市场领域具有领先地位**

绿城中国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，绿城中国项目开发经验丰富，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，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。绿城中国的房地产开发运营的主要平台是绿城房地产集团有限公司。

从项目运作情况看，随着业务快速拓展以及运营效能的提升，绿城中国保持着较快的项目开发节奏，2020年绿城中国新开工面积规模和竣工面积规模均提升明显。

表 6：近年来绿城中国开竣工情况（万平方米）

科目	2018	2019	2020
新开工面积	926	934	1,320
竣工面积	492	579	760

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着绿城中国加大销售力度及供货节奏，2020年全口径签约销售面积和销售金额分别同比增加至34.86%和43.31%至1,385万平方米和2,892亿元，其中自投项目销售金额占比为74.24%；自投项目的权益销售金额为1,194亿元，同比增长55%。同时，得益于项目结构的优化，绿城中国销售均价保持在较高水平。2021年1~4月，绿城中国全口径销售面积<sup>7</sup>约408万平方米，全口径销售金额同比增长约136%至978亿元，为全年销售目标的32%。结转方面，2020年绿城中国结算面积同比略有减少，但结算均价进一步提高，导致结算金额有所提升。

表 7：近年来绿城中国房地产业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

科目	2018	2019	2020
销售面积（全口径）	812	1,027	1,385
销售金额（全口径）	1,564	2,018	2,892
销售均价（全口径）	19,261	19,649	20,881
自投项目销售面积（全口径）	398	522	825
自投项目销售金额（全口径）	1,012	1,354	2,147
自投项目销售均价（全口径）	25,455	25,936	26,012
结算面积	339.31	297.05	291.44
结算金额	552.74	544.33	573.34
结算均价	16,290	18,325	19,673

<sup>7</sup> 含代建，下同。

代建项目全年实现销售金额	552	664	745
新增代建项目合约建筑面积	2,239	1,600	1,869
新拓展代建项目代建费	55.4	47.5	58.1

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，绿城中国房地产自投资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。具体来看，2020年绿城中国房地产自投资项目签约销售来自于全国50个城市及海外地区，其中排名前五的城市分别为宁波、杭州、北京、西安及上海，合计占比为49.11%，排名前十的城市合计占比为63.60%。绿城中国在主要进入城市形成了较为明显的竞争优势，近年来在宁波、西安、杭州、北京和合肥等城市销售排名均位于当地市场前列。

绿城中国代建业务的运营主体为绿城管理控股有限公司（以下简称“绿城管理”，股票代码：03900.HK），绿城管理已于2020年7月在港交所主板上市<sup>8</sup>。近年来绿城管理的代建项目销售金额持续增长，新增代建项目合约建筑面积保持在较大规模。截至2020年末，绿城中国合约项目总建筑面积为7,610万平方米，在行业内具有领先地位，充足的项目储备为代建业务的发展提供一定的保障。截至2020年末，绿城管理总资产47.48亿元、净资产31.02亿元，2020年绿城管理实现营业收入18.13亿元、净利润4.12亿元、经营活动净现金流9.03亿元。

**绿城中国重点布局一二线城市及优质三四线城市，2020年拿地力度进一步加大，期末土地储备规模持续增加，整体规模充足且较为优质**

近年来绿城中国坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资战略，坚持布局一二线城市及优质三四线城市，区域布局持续优化。2020年，绿城中国保持较大的项目获取力度，全口径新增土地储备建筑面积为2,041万平方米，全口径新增土地储备金额为1,228亿元，

<sup>8</sup> 截至2020年末，绿城中国持有绿城管理73.17%股权。

分别同比增长 65.13% 和 77.71%。当期新增土储主要分布于南通、宁波、杭州、西安、沈阳、衢州、盐城、济南、北京和武汉等 41 个城市，其中一二线城市土地储备建筑面积占比为 51.78%。此外，2020 年绿城中国通过收并购形式新增土地储备建筑面积 926.49 万平方米，占当期新增土地储备建筑面积的 45.39%。

表 8：近年来绿城中国土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2018	2019	2020
新拓展项目	37	54	85
新增土地储备建筑面积（全口径）	719	1,236	2,041
新增土地储备金额（全口径）	517	691	1,228
年末土地储备建筑面积（全口径）	3,247	3,873	5,079

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，绿城中国项目储备<sup>9</sup>总建筑面积为 5,079 万平方米，权益项目储备面积 2,924 万平方米；项目储备面积中位于一二线城市的比重为 55.37%，其中前五大城市分别为西安、杭州、宁波、南通和北京，合计占比为 35.90%，土地储备充足且较为优质。分区域来看，绿城中国项目储备总建筑面积中长三角区域占比为 52.55%，其中浙江省占比为 69.78%，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。土地成本方面，截至 2020 年末公司土地储备的平均成本为 6,562 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 9：截至 2020 年末绿城中国项目储备区域分布情况

单位：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	444.01	8.74%	310.52	8.74%
杭州	437.70	8.62%	276.30	8.62%
宁波	391.85	7.72%	204.49	7.72%
南通	354.65	6.98%	191.99	6.98%
北京	195.14	3.84%	93.34	3.84%
武汉	171.99	3.39%	86.92	3.39%
济南	146.07	2.88%	84.65	2.88%
天津	142.22	2.80%	82.29	2.80%

沈阳	129.46	2.55%	48.69	2.55%
舟山	115.33	2.27%	108.05	2.27%
温州	114.41	2.25%	65.22	2.25%
台州	108.80	2.14%	58.13	2.14%
佛山	106.68	2.10%	42.75	2.10%
大连	106.03	2.09%	69.12	2.09%
衢州	103.84	2.04%	55.52	2.04%
盐城	96.83	1.91%	51.77	1.91%
德清	96.50	1.90%	64.26	1.90%
苏州	89.15	1.76%	51.68	1.76%
义乌	82.35	1.62%	24.51	1.62%
安吉	78.52	1.55%	39.37	1.55%
合肥	76.36	1.50%	37.41	1.50%
陵水	76.06	1.50%	38.79	1.50%
余姚	75.70	1.49%	51.95	1.49%
重庆	68.78	1.35%	58.71	1.35%
青岛	67.47	1.33%	44.77	1.33%
东营	67.39	1.33%	33.02	1.33%
广州	64.59	1.27%	18.25	1.27%
郑州	63.78	1.26%	45.26	1.26%
高安	61.70	1.22%	20.98	1.22%
福州	52.84	1.04%	23.14	1.04%
乌鲁木齐	52.52	1.03%	28.44	1.03%
上海	49.64	0.98%	19.06	0.98%
无锡	42.62	0.84%	28.35	0.84%
济宁	39.46	0.78%	17.86	0.78%
嵊州	38.90	0.77%	12.64	0.77%
石家庄	38.78	0.76%	37.78	0.76%
昆明	38.46	0.76%	38.46	0.76%
永康	37.26	0.73%	19.23	0.73%
烟台	36.18	0.71%	36.18	0.71%
嘉兴	34.16	0.67%	18.57	0.67%
成都	32.10	0.63%	15.28	0.63%
海盐	27.30	0.54%	5.46	0.54%
丽水	25.56	0.50%	13.24	0.50%
诸暨	25.22	0.50%	22.70	0.50%
大庆	24.45	0.48%	24.45	0.48%
宿迁	22.62	0.45%	22.62	0.45%
徐州	22.61	0.45%	17.63	0.45%
泰州	21.77	0.43%	17.27	0.43%
长沙县	21.77	0.43%	10.86	0.43%
象山	19.90	0.39%	18.63	0.39%
信阳	18.17	0.36%	3.63	0.36%
长沙	17.18	0.34%	8.50	0.34%
温岭	16.43	0.32%	5.08	0.32%
金华	15.76	0.31%	9.06	0.31%
巢湖	15.67	0.31%	15.67	0.31%
淄博	15.03	0.30%	15.03	0.30%
南京	14.60	0.29%	11.06	0.29%
曲阜	10.57	0.21%	10.57	0.21%
瑞安	9.49	0.19%	6.64	0.19%
眉山	9.40	0.19%	9.40	0.19%

<sup>9</sup> 期末项目储备口径为规划建筑面积-已竣工备案面积。



开封	8.52	0.17%	4.35	0.17%
临海	7.17	0.14%	7.17	0.14%
雅加达	77.90	1.53%	7.87	1.53%
西雅图	3.82	0.08%	2.67	0.08%
高贵林	1.36	0.03%	0.54	0.03%
<b>合计</b>	<b>5,078.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,923.80</b>	<b>100.00%</b>

注：总可售面积包含已售未竣备面积，平均楼面地价按照总地价除以总建筑面积计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务分析

以下财务分析基于经安永华明会计师事务所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。各期数据均为财务报表期末数。为计算有息债务，中诚信国际将长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中资产支持证券专项计划调整至长期债务；将其他流动负债中短期融资券、短期公司债券和永续债调整至短期债务。

**得益于结转规模的扩大及成本费用的加强控制，2020 年公司经营性盈利能力有所改善，净利润有所提升，但归母净利润仍相对较低，同时中诚信国际关注资产减值损失对公司利润的影响**

房地产开发业务为公司收入的主要来源，2020 年房地产业务结转收入规模稳中有升，项目代建收入小幅回落，建筑业收入继续快速增长。2020 年绿城中国和中交地产分别确认营业收入 666.29 亿元和 123.00 亿元。2020 年公司房地产开发及项目代建业务毛利率均同比小幅下降；建筑业务毛利率转负，主要受绿城中国萧山亚运会媒体村项目成本超支的影响；房产租赁业务受到疫情影响较大，毛利率率下跌较为明显。2021 年一季度，由于上年同期收入受疫情影响较大且本期并表的结转房地产项目增加，公司营业总收入同比大幅增长；营业毛利率较上年同期基本持平。

**表 10：近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)**

收入	2018	2019	2020
房地产开发	686.09	695.47	713.32
项目代建管理服务	13.81	18.37	16.44
建筑业收入	1.86	10.64	17.60
酒店及其他设施类	7.82	8.81	7.21

房产租赁	2.70	3.71	2.84
物业管理	1.35	1.43	1.74
其他	31.10	38.49	52.77
<b>营业总收入</b>	<b>744.72</b>	<b>776.92</b>	<b>811.91</b>
<b>毛利率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
房地产开发	22.79	25.21	23.82
项目代建管理服务	50.47	47.25	44.71
建筑业收入	17.91	5.08	-1.01
酒店及其他设施类	66.18	74.01	74.22
房产租赁	59.51	65.23	30.36
物业管理	2.88	-2.80	2.75
其他	27.17	15.93	21.87
<b>毛利率</b>	<b>24.03</b>	<b>25.69</b>	<b>24.00</b>

注：其他主要为绿城中国项目设计、装修等收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，2020 年，随着业务规模扩大，销售费用有所增长，管理费用保持稳定；由于公司取得较大规模利息收入，并且利息支出资本化规模增加以及汇兑损失减少，公司财务费用同比转负。受上述因素及收入规模上升的影响，2020 年公司期间用率同比有所下降。2021 年 1~3 月，公司期间费用率同比下降，主要得益于营业总收入的大幅增长。

**表 11：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	22.07	25.15	29.12	4.28
管理费用	41.10	44.00	44.62	9.06
财务费用	11.58	3.12	-9.21	2.86
期间费用合计	74.75	72.27	64.52	16.20
期间费用率	10.04	9.30	7.95	12.24
税金及附加	58.80	51.88	41.60	4.15
经营性业务利润	48.30	76.53	90.52	11.87
资产减值损失	19.37	20.12	18.18	-0.10
投资收益	20.58	12.39	14.11	1.31
营业外损益	-1.35	1.72	2.52	0.15
利润总额	48.21	70.59	93.82	13.43
净利润	28.57	43.49	67.37	8.94
净利润率	3.84	5.60	8.30	6.75

注：管理费用中包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2020 年，绿城中国收入规模的提升和较好的费用管控能力带动其经营性业务利润增加，公司经营性业务利润随之明显上升。2020 年公司投资收益主要包括出售子公司股权确



认收益1.61亿元、按权益法确认的长期股权投资收益5.47亿元<sup>10</sup>及收购参股企业前所持股权的重估收益3.64亿元。同期，公司下属全资子公司中交陕西西筑商业管理有限公司确认固定资产处置收益4.84亿元<sup>11</sup>。此外，2020年公司仍确认较大规模的资产减值损失，主要为存货跌价损失、长期股权投资减值损失、在建工程减值损失以及合联营项目回款较弱产生的其他应收款坏账损失，对净利润形成较大侵蚀。从盈利指标来看，2020年净利润同比显著上升，净利润率亦有所上升但仍有一定改善空间。2021年一季度，随着结转规模大幅上升，公司经营性业务利润及净利润均同比大幅增加。

2020年公司归母净利润主要因经营性业务利润及资产处置收益增加而大幅上升至11.22亿元，但受对绿城中国持股比例较低、永续债利息数额较大等因素影响，公司归母净利润水平仍相对较低。2021年一季度，公司归母净利润为负，主要由于纳入合并范围项目增加较多，其中多数项目尚处于前期开发和预售阶段所致。

### 2020年以来，公司合并口径资产规模快速增长，净负债率呈上升趋势；由于合作项目增多，公司其他往来款项和少数股东权益规模较大，中诚信对此保持关注

近年来公司房地产业务保持积极的扩张态势，2020年末资产规模同比增长32.81%。2021年3月末公司资产同比进一步增加，其中存货规模和其他应收款均大幅增加。资产构成方面，公司流动资产占比较高，主要由存货，货币资金和其他应收款构成。受新增融资现金流入的影响，2020年末货币资金规模明显增长。2020年末其他应收款同比小幅增长，主要受合作项目往来款的影响。随着新增土储和项目开发的推进，公司存货规模有所增长。

非流动资产方面，近年来绿城中国对合营联营企业的投资规模保持较快增长，2020年末公司长期股权投资同比增长53.18%。公司固定资产主要为酒

店物业，2020年末受折旧影响而小幅下降；同期末投资性房地产规模相对稳定。

公司负债主要由有息债务、预收账款、应付账款和其他应付款构成。截至2020年末，得益于销售回款的增长，公司预收款项同比大幅增长52.67%；同期末应付账款同比增长18.10%，主要由于房地产项目增加导致的应付暂估款、材料款和土地款增加；同期末其他应付款同比减少15.11%，主要由于合作项目的往来款拆借有所减少。

所有者权益方面，2020年公司获得中交集团增资15亿元，加之并表合作项目不断增多以及子公司绿城中国增发股份等影响，2020年末公司所有者权益同比显著增长。2021年3月末，实收资本、未分配利润和少数股东权益占比分别为2.67%、1.40%和88.35%。由于公司并表项目中少数股东方投入规模较大，公司合并上市公司绿城中国和中交地产，等影响，公司少数股东权益规模很大。财务杠杆方面，2020年以来，因债务快速增加，公司净负债率持续上升，资产负债率仍然处于较高水平。

母公司层面来看，公司资产主要由货币资金、其他应收款、长期应收款和长期股权投资构成，其中其他应收款和长期应收款主要为公司对子公司等关联公司的资金拆借款项。公司负债主要由有息债务构成，其主要资金用途为对子公司的资金拆借。财务杠杆方面，2020年以来公司本部债务变化不大，所有者权益随着股东增资等影响而有所增长，使得2020年末净负债率同比下降；2021年3月末公司本部货币资金得益于子公司拆借资金回流而大幅上升，净负债率随之进一步降低。

表 12：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

合并口径	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	586.30	620.68	802.59	832.58
存货	1,891.62	2,277.80	3,238.27	3,586.31
其他应收款	428.47	590.99	616.02	747.35
长期股权投资	126.26	181.39	277.85	285.58
投资性房地产	44.36	43.38	44.23	43.76

<sup>10</sup> 主要来源于宁波都市房产开发有限公司和 WZ GROUP LIMITED 等公司的结利。

<sup>11</sup> 西安市棚户区房屋征收补偿安置收益。

产				
固定资产	90.20	88.65	87.49	86.95
<b>总资产</b>	<b>3,439.86</b>	<b>4,072.99</b>	<b>5,409.47</b>	<b>5,970.01</b>
预收款项	842.25	901.17	1,375.86	1,609.99
其他应付款	366.83	432.92	369.39	535.68
应付账款	275.44	391.14	461.95	423.82
<b>总负债</b>	<b>2,782.77</b>	<b>3,312.00</b>	<b>4,377.30</b>	<b>4,902.48</b>
少数股东权益	562.08	665.70	905.81	943.21
<b>所有者权益</b>	<b>657.10</b>	<b>760.98</b>	<b>1,032.17</b>	<b>1,067.54</b>
资产负债率	80.90	81.32	80.92	82.12
净负债率	78.72	90.29	96.40	109.61
<b>母公司口径</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021.3</b>
货币资金	9.78	5.76	10.72	38.60
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	34.01	66.65	61.45	37.36
长期应收款	16.30	38.00	81.58	72.97
长期股权投资	65.14	70.19	76.19	76.19
<b>总资产</b>	<b>125.77</b>	<b>187.75</b>	<b>235.61</b>	<b>231.33</b>
总债务	37.91	95.21	95.26	91.08
其他应付款	1.09	0.39	5.80	5.76
<b>总负债</b>	<b>39.12</b>	<b>97.42</b>	<b>120.97</b>	<b>116.67</b>
<b>所有者权益</b>	<b>86.65</b>	<b>90.33</b>	<b>114.64</b>	<b>114.65</b>
资产负债率	31.11	51.89	51.34	50.44
净负债率	32.46	99.02	73.74	45.77

注：2019年起，中诚信国际在计算时将合同资产纳入存货分析；将合同负债纳入预收款项计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020年以来公司存货规模快速增长，周转率进一步下降

随项目开发和储备规模的持续扩大，2020年公司流动资产规模继续增长。持续的土地购置和项目建设投入推动2020年末公司存货同比增长10.92%。截至2020年末，公司存货中开发产品占比8.98%，同比小幅下降。

表 13：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	88.88	89.72	90.21	90.87
存货/流动资产	61.87	62.33	66.36	66.10
货币资金/流动资产	19.18	16.99	16.45	15.35
其他应收款/流动资产	14.01	16.17	12.62	13.78
（存货+货币资金）/流动资产	81.05	79.32	82.80	81.45

开发产品	174.68	220.29	290.65	--
开发产品/存货	9.23	9.67	8.98	--
开发成本	1,715.69	2,025.60	2,907.77	--
开发成本/存货	90.70	88.93	89.79	--

注：2021年3月末，因缺乏相关数据，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

资产周转效率方面，受较快的拿地节奏、在建项目持续推进和多数项目尚未达结转周期的影响，2020年末公司存货及总资产周转率持续下滑；考虑到公司成本中包含代建、建筑等业务，房地产板块对应的存货周转率较低。

表14：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.32	0.28	0.22
总资产周转率（次/年）	0.23	0.21	0.17

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2020年以来公司销售回款有所增长，但受积极的扩张策略影响，经营和投资活动现金流仍呈大幅净流出状态，债务规模持续增长；公司持有资金充裕，其对短期债务覆盖程度较高

2020年，随着销售回款的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长45.14%；但拿地支出及项目建设支出亦大幅增长，使得经营活动现金流净流出规模加大。随着参股项目增多，公司向合联营公司的资金拆借款增加，2020年公司投资活动现金流仍呈大额净流出态势。由于土地购置、项目建设支出规模较大，公司对债务融资的依赖性较大，且合作项目增加带动少数股东投入上升，2020年公司筹资活动净现金流同比显著增长。

由于公司保持较大的对外融资需求，有息债务规模持续增长。从债务期限来看，2020年以来公司短期债务变化不大，在总债务中的比重呈下降态势，2021年3月末短期债务占总债务的比重为21.53%。

从偿债指标来看，得益于结转项目盈利增加，2020年公司EBITDA同比增长33.60%，但由于债务规模快速增长，EBITDA对总债务及利息支出的覆盖能力仍有待提升。2020年公司销售商品、提供劳务收到的现金对期末总债务的覆盖能力同

比改善。此外，2020年末公司货币资金对短期债务的覆盖能力良好，同比有所提高。

从母公司偿债情况来看，母公司为控股平台，其自身利润和经营性现金流很弱，融资主要用于对子公司的拆借，偿债资金来源包括新增债务融资及子公司借款的归还。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	-67.52	-147.73	-216.22	-171.15
销售商品、提供劳务收到的现金	779.38	932.35	1,353.22	340.73
投资活动净现金流	-177.76	-211.34	-168.83	-117.57
筹资活动净现金流	395.16	375.81	546.21	348.38
总债务	1,103.57	1,307.80	1,797.60	2,002.76
短期债务	345.66	417.67	442.28	431.21
EBITDA	77.45	100.46	134.21	--
总债务/EBITDA	14.25	13.02	13.39	--
EBITDA 利息倍数	1.09	1.32	1.12	--
货币资金/短期债务	1.70	1.49	1.81	1.93
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.42	1.40	1.33	1.47*
经调整 EBIT 利息倍数	1.68	1.93	1.78	--

注：带“\*”数据经年化处理。

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，但受限资产规模较大，一定程度上降低了资产流动性，且对外担保金额较大，需关注或有负债风险

融资渠道方面，公司与银行等金融机构保持良好合作关系。截至2020年末，公司获得银行等金融机构授信额度3,143.20亿元，其中未使用的授信额度为1,794.68亿元。同时，中交地产作为A股上市公司，绿城中国作为香港上市公司，融资渠道畅通，为公司的持续快速发展提供了有力支持。

对外担保方面，截止至2020年末，公司对外担保余额为254.90亿元（不含为购房个人按揭贷款产生的阶段性担保产生的或有负债），占公司净资产的24.70%，主要为对关联单位的担保，公司对外担保规模较大，需关注其或有负债风险。此外，截至2021年3月末，公司不存在对生产经营造成重大影响

响的未决诉讼。

受限资产方面，截至2020年末，公司所有权或使用权受限制的资产合计1,271.30亿元，占总资产比例为23.50%，一定程度上降低了该部分资产对其他债务的保障能力。

**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，2018~2021年5月21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

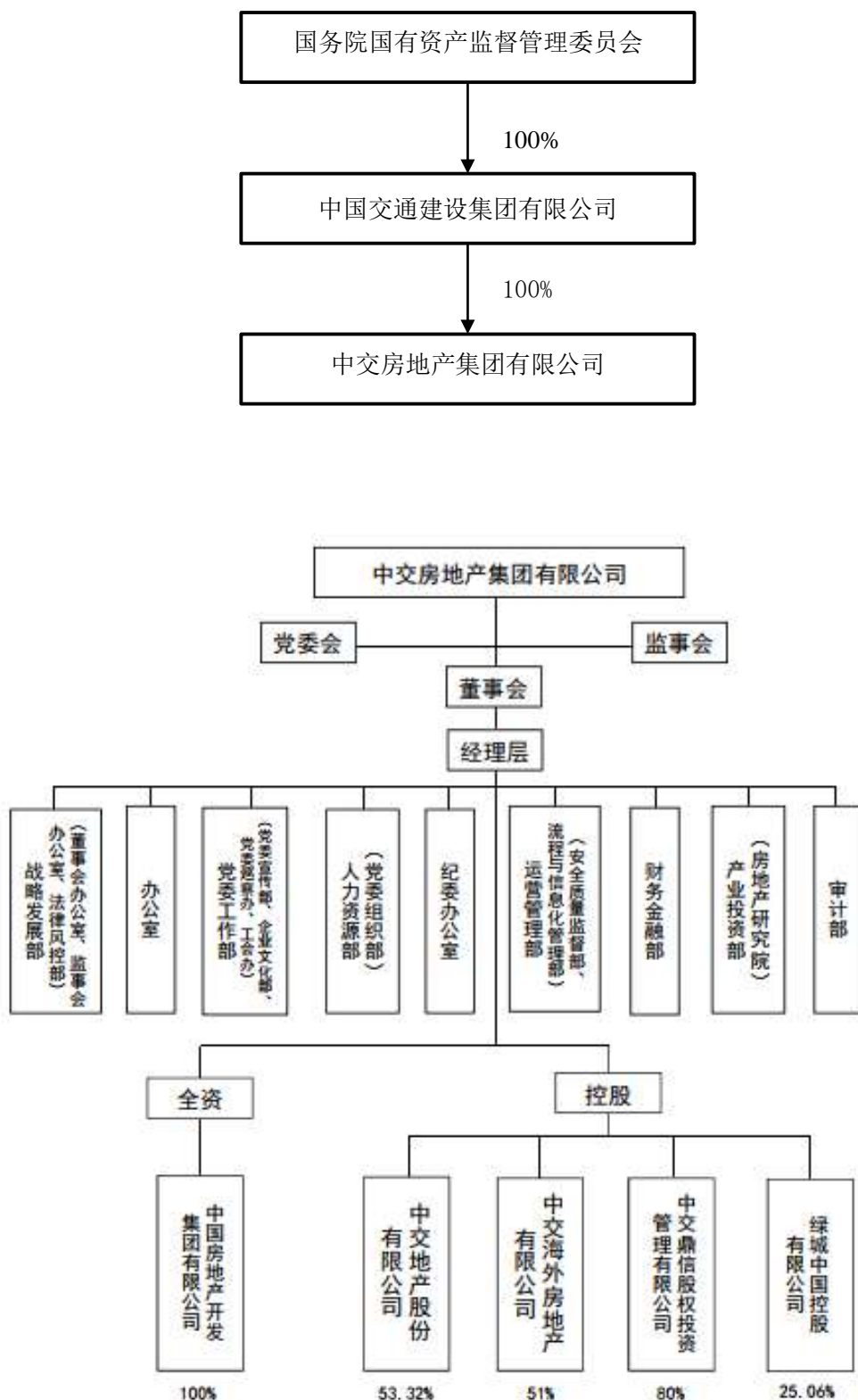
### 中交集团实力雄厚，且持续在融资安排及资源整合等方面给予子公司较大力度的支持

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，也是国资委批准可以以房地产作为主业的16家央企之一。中交集团是全球领先的特大型基础设施综合服务商，主要从事交通基础设施的投资建设运营、装备制造、房地产及城市综合开发等，为客户提供投融资、咨询规划、设计建造、管理运营一揽子解决方案和一体化服务。2020年，中交集团排名世界500强第78位。2013年，中交集团提出“五商中交”战略，即全球知名的工程承包商、城市综合体开发运营商、特色房地产商、基础设施综合投资商、海洋重工和港口机械制造集成商。公司的组建是中交集团实施“五商中交”发展战略、加快推进房地产业务改革重组和资源整合的一项重要举措。公司成立之后，在经营管理、项目获取以及融资等多个方面得到中交集团的有力支持，2020年末中交集团对公司债务的担保余额为40.60亿元，并对公司多笔债务出具维好协议；中交集团2020年决议对公司增资至50亿元，其中2020年新增注资15亿元，公司正在积极争取剩余注册资本金在2021年内到位；中交地产昆明和天津等地多个项目，以及绿城中国广州、天津和成都等地多个项目均为与中交集团产业链资源的协同获取。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中交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“21 交房 01”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：中交房地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供



## 附二：中交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	5,862,954.91	6,206,849.08	8,025,938.55	8,325,796.30
其他应收款	4,284,655.12	5,909,881.97	6,160,246.72	7,473,490.53
存货净额	18,916,246.09	22,778,044.56	32,382,734.29	35,863,110.57
长期投资	1,399,867.84	1,978,069.77	2,993,830.37	3,054,128.67
固定资产	901,970.47	886,515.69	874,948.76	869,467.70
在建工程	65,582.97	121,570.32	85,299.46	91,356.12
无形资产	156,036.08	156,862.22	130,592.86	55,627.25
投资性房地产	443,556.92	433,798.87	442,321.18	437,577.53
总资产	34,398,614.24	40,729,868.54	54,094,650.16	59,700,144.36
预收款项	8,422,496.46	9,011,667.16	13,758,565.06	16,099,931.94
其他应付款	3,668,280.51	4,329,236.94	3,693,859.12	5,356,846.42
短期债务	3,456,608.72	4,176,710.25	4,422,783.05	4,312,135.77
长期债务	7,579,136.04	8,901,304.55	13,553,265.84	15,715,464.18
总债务	11,035,744.76	13,078,014.80	17,976,048.89	20,027,599.95
净债务	5,172,789.85	6,871,165.73	9,950,110.33	11,701,803.65
总负债	27,827,663.06	33,120,043.51	43,772,992.97	49,024,752.55
费用化利息支出	222,728.24	233,280.30	344,431.36	--
资本化利息支出	484,729.26	529,027.35	859,206.62	--
所有者权益合计	6,570,951.19	7,609,825.03	10,321,657.19	10,675,391.81
营业总收入	7,447,197.05	7,769,199.30	8,119,093.70	1,324,161.13
经营性业务利润	483,043.19	765,273.31	905,246.00	118,707.90
投资收益	205,769.66	123,938.96	141,128.51	13,145.44
净利润	285,739.71	434,922.97	673,730.92	89,428.07
EBIT	704,783.62	939,202.41	1,282,618.51	--
EBITDA	774,452.06	1,004,607.96	1,342,127.19	--
销售商品、提供劳务收到的现金	7,793,806.63	9,323,498.80	13,532,205.99	3,407,255.70
经营活动产生现金净流量	-675,172.73	-1,477,250.77	-2,162,164.43	-1,711,510.28
投资活动产生现金净流量	-1,777,616.50	-2,113,357.76	-1,688,256.14	-1,175,682.46
筹资活动产生现金净流量	3,951,562.59	3,758,121.37	5,462,078.20	3,483,841.36
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	24.03	25.69	24.00	24.28
期间费用率(%)	10.04	9.30	7.95	12.24
EBITDA 利润率(%)	10.40	12.93	16.53	--
净利润率(%)	3.84	5.60	8.30	6.75
总资产收益率(%)	2.20	2.50	2.71	0.94*
存货周转率(X)	0.32	0.28	0.22	0.12*
资产负债率(%)	80.90	81.32	80.92	82.12
总资本化比率(%)	62.68	63.22	63.52	65.23
净负债率(%)	78.72	90.29	96.40	109.61
短期债务/总债务(%)	31.32	31.94	24.60	21.53
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.06	-0.11	-0.12	-0.34*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.20	-0.35	-0.49	-1.59*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.95	-1.94	-1.80	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.42	1.40	1.33	1.47*
总债务/EBITDA(X)	14.25	13.02	13.39	--
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.24	0.30	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.09	1.32	1.12	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	1.68	1.93	1.78	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、为计算有息债务，将长期应付款中融资租赁款和其他非流动负债中资产支持证券专项计划调整至长期债务；将其他流动负债短期融资券调整至短期债务；3、将研发费用计入管理费用，将合同负债计入预收账款分析，2019 年起将合同资产计入存货分析；4、由于缺乏相关数据，2021 年 1-3 月部分指标无法计算；5、带\*指标已经年化处理。

### 附三：中交房地产集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据(单位：万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	97,834.40	57,644.48	107,199.33	385,977.61
其他应收款	340,116.03	666,542.27	614,474.10	373,587.32
长期投资	656,407.81	709,384.39	767,038.37	767,038.37
总资产	1,257,707.12	1,877,534.42	2,356,133.32	2,313,268.96
其他应付款	10,933.13	3,918.75	57,975.22	57,602.98
短期债务	279,239.69	21,026.71	311,725.24	269,242.23
长期债务	99,877.03	931,072.75	640,840.09	641,521.67
总债务	379,116.72	952,099.46	952,565.32	910,763.90
净债务	281,282.32	894,454.98	845,365.99	524,786.29
总负债	391,239.95	974,208.04	1,209,741.25	1,166,739.75
所有者权益合计	866,467.17	903,326.38	1,146,392.07	1,146,529.21
营业总收入	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润	-4,126.83	9,541.15	24,743.30	3,300.37
投资收益	20,500.36	4,766.12	2,929.75	736.77
净利润	7,832.72	1,000.90	1,047.90	4,037.14
经营活动产生现金净流量	-8,374.76	-6,540.11	-7,531.86	-3,753.23
投资活动产生现金净流量	34,010.49	-419,539.30	-364,348.27	342,856.68
筹资活动产生现金净流量	55,994.25	385,889.50	421,434.98	-60,325.17
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
资产负债率(%)	31.11	51.89	51.34	50.44
总资本化比率(%)	30.44	51.31	45.38	44.27
净负债率(%)	32.46	99.02	73.74	45.77
短期债务/总债务(%)	73.66	2.21	32.72	29.56
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.02	-0.01	-0.01	-0.02*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.03	-0.31	-0.02	-0.06*

注：1、2021 年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理。

## 附四：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	总资本化比率	=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
盈利能力	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
	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
现金流	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	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”。

## 附五：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。