

# 中交房地产集团有限公司 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：王钰莹 [yywang01@ccxi.com.cn](mailto:yywang01@ccxi.com.cn)

项目组成员：李佳荫 [jyli01@ccxi.com.cn](mailto:jyli01@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 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。
- 本次信用评级结果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、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 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 [2022] 跟踪 1764 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“19 中交房产 MTN002”、“20 中交房产 MTN001”、“21 中交房产 MTN001”、“22 中交房产 MTN001”、“21 交房 01”和“22 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**

**二零二二年六月二十八日**

**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“19 中交房产 MTN002”、“20 中交房产 MTN001”、“21 中交房产 MTN001”、“22 中交房产 MTN001”、“21 交房 01”和“22 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、维持稳固的行业地位、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、债务规模持续增长、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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	4,072.99	5,409.47	6,940.70	7,040.83
所有者权益合计（亿元）	760.98	1,032.17	1,308.94	1,255.44
总负债（亿元）	3,312.00	4,377.30	5,631.76	5,785.39
总债务（亿元）	1,307.80	1,797.60	2,039.37	2,157.96
营业总收入（亿元）	776.92	811.91	1,187.91	213.34
净利润（亿元）	43.49	67.37	74.81	11.45
EBITDA（亿元）	100.46	134.21	151.37	--
经营活动净现金流（亿元）	-147.73	-216.22	6.16	-181.26
营业毛利率(%)	25.69	24.00	19.25	16.78
净负债率(%)	90.29	96.40	88.09	110.01
总债务/EBITDA(X)	13.02	13.39	13.47	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.32	1.12	0.90	--
中交房地产（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	187.75	235.61	292.52	328.33
所有者权益合计（亿元）	90.33	114.64	102.62	103.00
总负债（亿元）	97.42	120.97	189.90	225.32
总债务（亿元）	95.21	95.26	113.94	112.25
营业总收入（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.50
净利润（亿元）	0.10	0.10	0.02	0.77
经营活动净现金流（亿元）	-0.65	-0.75	0.32	-0.09
净负债率(%)	99.02	73.74	88.70	94.70

注：2022 年一季报未经审计；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整至短期债务；由于缺乏相关数据，2022 年 1~3 月部分指标无法计算。

## 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)

中交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)	6,940.70	10	
	合同销售金额	10	10	
	项目储备	10	10	
盈利能力与效率(24%)	预收款项/营业收入(X)	1.63	10	
	净利润率(%)*	6.73	7	
	存货周转率(X)*	0.25	8	
偿债能力(36%)	净负债率(%)	88.09	8	
	货币资金/短期债务(X)	1.41	8	
	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	1.05	8	
	经调整 EBIT 利息倍数(X)	1.63	7	
打分结果		aaa		
BCA		aaa		
支持评级调整		-		
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(aaa)的基础上考虑支持评级调整得到。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。最终评级结果由评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。				

\*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

## 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。

■ **维持稳固的行业地位。**公司并表子公司绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”，股票代码：HK.3900）在以杭州为核心的浙江区域保持着领先的市场占有率，同时代建业务稳步发展，2021 年仍维持稳固的行业地位。此外控股子公司中交地产股份有限公司（以下简称“中交地产”，股票代码：SZ000736）持续加快开发周转，加强存量去化，业务规模保持增长。

■ **新增项目区域布局良好，项目储备充裕。**2021 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，整体备用流动性较为充裕，继续保持畅通的融资渠道。

## 关注

■ **房地产行业政策。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **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；此外，公司对关联方担保余额较大，未来合作项目及关联方的经营情况或对其信用状况产生影响。

■ **债务规模持续增长。**由于公司保持积极的投资策略，外部融资需求较大，2021 年以来债务规模保持快速增长态势，杠杆水平整体有所上升。

## 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。

**评级历史关键信息**

中交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	22 中交房产 MTN001 (AAA)	2022/02/10	田梓慧、王钰莹	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 中交房产 MTN001 (AAA)	2021/10/22	田梓慧、王钰莹	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 中交房产 MTN001 (AAA) 19 中交房产 MTN002 (AAA)	2021/06/28	田梓慧、徐祯霆	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 中交房产 MTN001 (AAA)	2020/02/28	王超凡、杨萱	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100 2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 中交房产 MTN002 (AAA)	2019/07/11	陈言一、王超凡	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100 2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

**同行业比较**

2021 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*	3,509	5,210.44	51.99	2.23	--	1,002.40	7.67	0.32
中国金茂*	2,356	4,120.02	64.00	1.58	--	900.60	8.56	0.77
中铁建房地产	964	2,094.27	221.36	0.76	2.05	295.18	10.13	0.19
中交房地产	4,069	6,940.70	88.09	1.41	1.05	1,187.91	6.30	0.26

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
19 中交房产 MTN002	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2019/08/08~2022/08/08	--
20 中交房产 MTN001	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/03/27 起息 (3+N)	本期中期票据期限为 (3+N) 年期，附公司续期选择权、票面利率选择权和赎回选择权
21 中交房产 MTN001	AAA	AAA	2021/10/22	20.00	20.00	2021/11/03~2024/11/03	--
22 中交房产 MTN001	AAA	AAA	2022/02/10	22.20	22.20	2022/03/03~2025/03/03	--
21 交房 01	AAA	AAA	2021/06/28	16.90	16.90	2021/04/06~2026/04/06 (3+2)	回售，票面利率选择权，赎回
22 交房 01	AAA	AAA	2022/03/10	12.10	12.10	2022/03/17~2027/03/17 (3+2)	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。

中交房地产集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“22 交房 01”，债券代码：“175944”）发行规模 12.10 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 2022 年 3 月 17 日，债券余额为 12.10 亿元。“22 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:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，

政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。

财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力**

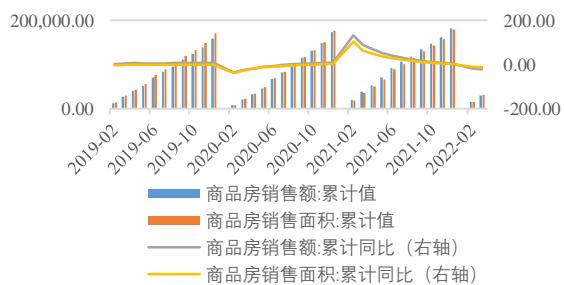
2021年上半年房地产市场保持较高热度，1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期水平。2022年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落

13.8%和22.7%。与此同时，2021年下半年国房景气指数持续回落态势，2022年一季度则保持100以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管2021年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态2022年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

**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

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米<sup>1</sup>，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以

<sup>1</sup> 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去化压力。

**2021 年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续**

2021 年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长 15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长 3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021 年全年，房地产开发投资同比增速已经降至 4.40%，创 2016 年以来年增速新低。2022 年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3 月，房地产开发投资增速降至 0.7%。房屋新开工面积则自 2021 年 7 月持续回落，2021 年全年同比回落 11.4%。2022 年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至 17.5%。

**图 2：近年来全国房地产开发投资情况**  
单位：亿元、%



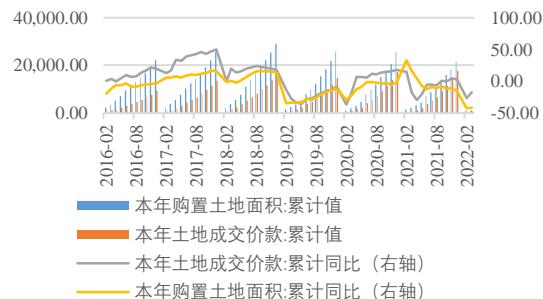
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021 年 2 月以来，22 座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较

高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从 2021 年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 15.5% 和同比上升 2.8%。

2022 年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与 2021 年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022 年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 41.8% 和 16.9%。

**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

**为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求**

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”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，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，本轮调控表现出很强的政

策延续性。

2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。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座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩

大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内LPR下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整<sup>2</sup>。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

### 公司产权结构稳定，治理结构完善，内部控制制度体系较为健全

产权结构：截至2022年3月末，公司实收资本28.50亿元，中交集团持有公司100%股权，为公司实际控制人。公司子公司中交地产为A股上市公司，同期末，公司合计持有中交地产53.32%股份；2021年公司通过子公司增持H股上市公司绿城中国股份，期末持股比例由25.05%增至28.10%，绿城中国为公司并表子公司。截至2021年末，绿城中国<sup>3</sup>总资产5,194.80亿元，净资产1,062.53亿元；2021年实现营业收入1,014.16亿元，净利润74.15亿元。中交地产总资产1,419.62亿元，净资产179.46亿元；2021年实现营业收入145.42亿元，净利润7.39亿元。

绿城中国的经营决策主要由公司通过董事会主导，绿城中国的6名执行董事中有5名由公司委派。综合公司章程、相关议事规则、董事会人员安

<sup>2</sup> 4月11日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由5年改为3年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由3年内连续缴满24个月改为累计24个月；非苏州户口居民卖房后2年内无需社保或税单可直接购房；4月12日，南京市六合区房产交易管理中心确认，从当日起，外

地户籍购房者，可在南京市六合区限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

<sup>3</sup> 根据安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）按照中国会计师审计准则审计的2021年度审计报告。

排以及历史上股东会和董事会表决情况，公司可对绿城中国进行控制。公司子公司中交地产董事会成员9名，其中非独立董事6名中有5名为公司委派，1名为第二大股东重庆渝富资本运营集团有限公司<sup>4</sup>提名。根据中交地产章程规定，董事会决议需经全体董事过半数通过。董事会决议表决，实行一人一票。

根据《公司法》的规定，公司设立了董事会、监事会和经理层。截至2021年末，董事会由6名董事组成；监事会由3名监事组成。公司在重大投融资决策、财务管理、预算管理等方面建立了一系列的规章制度。公司各项规章制度较为完善，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

## 2021年中交地产销售业绩保持增长，但增速有所放缓，一二线城市的销售贡献度高；土地投资规模仍较大，且合作项目比重高，需关注合作方风险及资金平衡压力

公司旗下已形成中交地产、绿城中国、中房集团等房地产业务发展平台。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。2021年公司合计实现全口径销售金额4,069亿元，其中中交地产占比14%，绿城中国占比86%。

中交地产主要从事房地产开发与销售业务，其产品类型以满足刚需和改善型住宅需求为主，所开发投资项目主要位于一、二线城市，目前已形成覆盖华北区域、华东区域、华南区域和西南区域的业务布局。从项目开发情况来看，随着项目拓展力度加大，2021年中交地产新开工面积仍保持增长态势；竣工面积亦随前期获取的项目建设完工同比大幅增长。

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。2021年全口径签约

<sup>4</sup> 截至2022年3月末对中交地产持股比例为8.96%。

销售金额同比增长5%至560亿元，但受房地产市场下行影响增速较2020年有所放缓；权益销售比例小幅增至71%。受销售区域结构变化影响，2021年销售单价持续上升。2022年1~3月，随着可供销售的项目增加及推售力度的加大，中交地产全口径销售金额同比增长38%。

表1：近年来中交地产房地产开发运营情况

指标	单位：万平方米、亿元、万元/平方米			
	2019	2020	2021	2022.1~3
新开工面积	190.25	404.12	573.17	44.36
竣工面积	203.88	92.39	211.34	41.83
签约销售面积	189	242	229	67
签约销售金额	294	533	560	131
签约销售均价	1.56	2.21	2.46	1.95

注：开竣工面积为并表口径，销售数据为全口径。

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，2021年前五大城市销售金额占比68%，前十大城市销售金额占比约84%；一线城市和二线城市<sup>5</sup>的销售占比超过70%，保持在较高比重。2021年，中交地产销售金额贡献较大的城市为北京市、厦门市、重庆市、绍兴市和昆明市等；当年销售贡献前三的项目分别为北京亦庄橡树湾项目、厦门公元九里项目和厦门云上项目，销售金额占比分别为8.20%、4.58%和4.24%。

表2：2021年中交地产全口径签约销售区域情况

城市	销售金额（亿元）	销售金额占比
北京	188.57	33.67%
厦门	89.02	15.90%
重庆	37.78	6.75%
绍兴	35.00	6.25%
昆明	28.18	5.03%
苏州	23.63	4.22%
武汉	18.72	3.34%
宁波	16.79	3.00%
长沙	16.15	2.88%
南京	14.15	2.53%
其他	92.01	16.43%
<b>合计</b>	<b>560.00</b>	<b>100.00%</b>

注：其他城市包括郑州市、天津市、合肥市、舟山市、贵阳市、成都市、温州市、惠州市、福州市、深圳市、佛山市、西安市、青岛市、玉林市、

<sup>5</sup> 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22个城市。

杭州市、无锡市、石家庄市、上海市、盐城市及济南市。

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。为扩大业务规模，减少资本支出压力，中交地产多采用合作方式获取土地，合作项目的运营管理情况值得关注。2021年，中交地产项目获取力度较上年有所放缓，但相较于销售回款金额仍保持在较高水平，近年来中交地产土地投资规模较大，需关注其资金平衡状况及资本支出压力。

2021年中交地产主要通过招拍挂及收购的方式在北京市、昆明市及重庆市等地区获取了22个项目，受北京市较高的土地价格影响，当期新增项目楼面均价有所提升。2022年1~3月，中交地产主要通过股权收购和招拍挂等方式新增获取6宗地块，其中厦门市湖里区2021P07号地块的楼面均价约3.7万元/平方米，该地块预计总货值占其当期拿地总货值的64%，导致当期新增项目楼面均价大幅增长。

**表3：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	2019	2020	2021	2022.1~3
新拓展项目（全口径）	15	30	22	6
新增土地储备建筑面积（全口径）	229.54	635.59	371.41	65.91
新增土地储备建筑面积（权益口径）	148	436	241.06	45
新增土地投资额（全口径）	181.59	535.80	392.87	137.53
新增土地投资额（权益口径）	118.00	252.54	255.54	48.59
新增土地平均楼面价格	0.79	0.84	1.05	2.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年末，中交地产全口径土地储备面积<sup>6</sup>为996.67万平方米，其中权益比重接近60%，权益比例较上年有所提升。近年来公司保持较大的土地获取力度，土地储备充裕，可满足多年的开发和销售需求。从城市分布来看，重庆、贵阳、雄安、天津、昆明等城市的土地储备占比较大，中交地产全口径土地储备前五大城市占比47.69%。此外，贵

阳、昆明和天津等地多个项目为中交产业链资源协同项目，但受当地房地产政策以及市场竞争较为激烈、项目区位较偏等因素影响，项目开发周期较长，面临一定去化压力。

**表4：2021年末中交地产全口径土地储备城市分布情况**

城市	全口径未售面积（万平方米）	占比
重庆	170.46	17.10%
贵阳	121.11	12.15%
雄安	90.10	9.04%
天津	51.65	5.18%
昆明	42.02	4.22%
厦门	36.74	3.69%
惠州	36.45	3.66%
长沙	35.97	3.61%
成都	33.58	3.37%
济南	32.04	3.21%
北京	31.94	3.20%
武汉	25.59	2.57%
苏州	24.42	2.45%
西安	21.68	2.17%
绍兴	21.34	2.14%
其他	221.58	22.24%
<b>合计</b>	<b>996.67</b>	<b>100.00%</b>

注：其他包括台州、佛山、南京、嘉兴、玉林、青岛、郑州、宁波、怒江、舟山、福州、金华、温州及合肥等地区。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司一级子公司中国房地产开发集团有限公司（以下简称“中房集团”）主要定位为政策性住房、城市更新以及与中交集团业务协同等项目的发展平台，中交置业有限公司（以下简称“中交置业”）为其主要运营主体。为减少和避免同业竞争情况，2020年中房集团将中交置业有限公司（以下简称“中交置业”）经营管理权交由中交地产管理。2019~2021年中交置业并表口径销售金额分别为21.82亿元、28.22亿元和19.5亿元，整体经营规模较小。截至2022年3月末，中交置业在建项目共6个，分布在宜兴、天津、青岛、南宁及盘锦，并表口径剩余未售面积113.7万平方米，拟建项目规划建筑面积47.36万平方米。

建项目。

<sup>6</sup> 竣工未售、在建未售和拟建项目面积的合计数，不含托管及代

**2021年绿城中国保持较快项目开发节奏，销售业绩实现增长，在浙江省房地产市场保持明显优势；项目获取力度仍较大，期末公司项目储备规模持续增加，整体规模充足且较为优质**

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。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。

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，2021年绿城中国新开工面积规模和竣工面积规模持续增长。

**表5：近年来绿城中国开竣工情况（万平方米）**

科目	2019	2020	2021
新开工面积	934	1,320	1,698
竣工面积	579	760	936

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，2021年全口径签约销售金额同比增长21%至3,509亿元，完成全年销售目标的113%。具体来看，自投项目销售金额占比为76%，其中权益销售金额为1,452亿元，同比增长22%。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。2022年1~5月，受市场表现低迷及上年同期供货较多的影响，绿城中国全口径销售面积<sup>7</sup>同比下降28%至392万平方米，全口径销售金额同比下降61%至788亿元，为全年销售目标3,300亿元的24%。结转方面，2021年绿城中国结算规模大幅增长，其中浙江、江苏及北京地区结算占比分别为47.6%、12.5%和11.2%，结算均价进一步提高。

**表6：近年来绿城中国房地产业务运营情况**

**单位：万平方米、亿元、万元/平方米**

科目	2019	2020	2021
销售面积（全口径）	1,027	1,385	1,557

<sup>7</sup> 含代建，下同。

销售金额（全口径）	2,018	2,892	3,509
销售均价（全口径）	1.96	2.09	2.25
自投项目销售面积（全口径）	522	825	938
自投项目销售金额（全口径）	1,354	2,147	2,666
自投项目销售均价（全口径）	2.59	2.60	2.84
结算面积	297.05	291.44	438.54
结算金额	544.33	573.34	897.55
结算均价	1.83	1.97	2.05
代建项目全年实现销售金额	664	745	843
新拓展代建项目代建费	47.5	58.1	71.1

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。2021年绿城中国房地产业务签约销售来自于全国70余个城市，其中销售金额排名前五的城市分别为杭州、北京、宁波、上海和义乌，合计占比接近50%；绿城中国持续深耕优势区域，在主要进入城市形成了较强的竞争力，近年来公司在杭州、宁波、北京等城市销售排名均位于当地前列。

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2021年末，绿城中国合约项目总建筑面积为8,468万平方米，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保障。截至2021年末，绿城管理总资产52.44亿元、净资产33.72亿元，2021年绿城管理实现营业收入22.43亿元、净利润5.71亿元，同比保持增长态势。

项目获取方面，绿城中国持续坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资战略，布局一二线城市及优质三四线城市。2021年，绿城中国根据市场环境调整拿

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

地力度，全年拿地节奏前松后紧，权益口径投资支出 938 亿元，新增土储主要分布于杭州、宁波、天津、西安和哈尔滨等 42 个城市，其中非公开市场新增货值占比 34%。2021 年新增土地储备建筑面积中一二线城市占比约 70%，较上年有所提升。

**表 7：近年来绿城中国土地储备情况**

指标	单位：个、万平方米、亿元		
	2019	2020	2021
新拓展项目	54	85	101
新增土地储备建筑面积（全口径）	1,236	2,041	1,751
新增土地储备金额（全口径）	691	1,228	1,303
年末土地储备建筑面积（全口径）	3,873	5,079	5,881

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，绿城中国项目储备<sup>9</sup>总建筑面积为 5,881 万平方米，权益项目储备面积 3,267 万平方米，同期末总可售面积 3,979.7 万平方米。项目储备中杭州、宁波、北京、上海等 12 个城市货值超过 200 亿元，土地储备充足且较为优质；分区域来看，长三角区域项目货值占比为 54%，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 2021 年末公司土地储备的平均成本为 0.72 万元/平方米。

**表 8：截至 2021 年末绿城中国项目储备区域分布情况**

区域	总建筑面积（万平方米）	地上可售面积（万平方米）	可售面积占比
浙江（除杭州）	1,565.4	999.8	25.12%
江苏	816.6	596.7	14.99%
陕西	468.8	310.9	7.81%
杭州	490.7	293.2	7.37%
山东	356.3	242.7	6.10%
辽宁	260.8	203.4	5.11%
湖北	216.9	156.8	3.94%
天津	211.7	142.2	3.57%
广东	185.6	137.5	3.46%
四川	145.8	108.1	2.72%
北京	206.4	106.3	2.67%
海外	83.1	72.6	1.82%
安徽	99.6	69.3	1.74%

<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。

河南	91.2	46.5	1.17%
上海	59.2	33.8	0.85%
重庆	43.0	30.0	0.75%
其他	579.7	429.9	10.80%
<b>合计</b>	<b>5,880.8</b>	<b>3,979.7</b>	<b>100.00%</b>

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 2019~2021 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2022 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。

**2021 年公司营业收入快速增长，但整体初始获利空间缩窄，叠加资产减值损失等影响，整体盈利能力仍有提升空间，需关注归母净利润偏低的情况**

公司以房地产开发为主业，房地产开发板块收入占比维持在 85% 以上。2021 年房地产业务结转收入明显增长，其中绿城中国和中交地产分别确认营业收入 897.55 亿元和 145.42 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司预收售房款增至 2,026.81 亿元，较丰富的待结算资源可为公司未来收入增长提供保障。受房地产销售整体下行及政府限价的影响，公司房地产板块毛利率下滑，初始获利空间持续收窄。

**表 9：表近年来公司主要板块收入和毛利率构成(亿元、%)**

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产开发	695.47	713.32	1,066.25	190.90
项目代建管理服务	18.37	16.44	20.95	5.29
建筑业收入	10.64	17.60	3.01	6.54
酒店及其他设施类	8.81	7.21	7.62	1.24
房产租赁	3.71	2.84	3.27	0.98
物业管理	1.43	1.74	1.71	0.42
其他	38.49	52.77	85.11	7.96
<b>营业收入</b>	<b>776.92</b>	<b>811.91</b>	<b>1,187.91</b>	<b>213.34</b>
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
房地产开发	25.21	23.82	18.38	15.16
项目代建管理服务	47.25	44.71	44.47	50.39
建筑业收入	5.08	-1.01	9.54	9.04

酒店及其他设施类	74.01	74.22	60.72	51.20
房产租赁	65.23	30.36	32.63	37.31
物业管理	-2.80	2.75	-2.75	17.74
其他	15.93	21.87	20.63	31.82
<b>毛利率</b>	<b>25.69</b>	<b>24.00</b>	<b>19.25</b>	<b>16.78</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，2021年随着预售项目增加导致广告宣传及职工薪酬费用增加，公司销售费用及管理费用呈逐年增长态势。受公司债务规模增长影响，加之利息收入减少，当期财务费用有所增长，2021年整体期间用率同比略微上升。

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。2021年，在绿城中国收入规模的提升和较好的费用管控能力带动下，公司经营性业务利润同比实现增长。公司投资收益主要包括按权益法确认的长期股权投资收益以及按公允价值重新计量产生的收益。此外，当期部分存货项目、其他应收款项、投资性房地产等计提部分减值准备。2021年公司利润总额及净利润水平有所上升，但由于对绿城中国持股比例较低，公司归母净利润水平仍相对较低。随着初始获利空间的收窄，2021年以来净利润率等盈利指标有所下滑，整体盈利能力仍有提升空间。

**表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	25.15	29.12	36.66	6.29
管理费用	44.00	44.62	54.18	10.39
财务费用	3.12	-9.21	4.34	3.56
<b>期间费用合计</b>	<b>72.27</b>	<b>64.52</b>	<b>95.18</b>	<b>20.24</b>
<b>期间费用率</b>	<b>9.30</b>	<b>7.95</b>	<b>8.01</b>	<b>9.49</b>
<b>经营性业务利润</b>	<b>76.53</b>	<b>90.52</b>	<b>94.29</b>	<b>11.68</b>
资产减值损失	20.12	18.18	14.84	0.07
投资收益	12.39	14.11	24.47	3.19
利润总额	70.59	93.82	106.39	14.84
<b>净利润</b>	<b>43.49</b>	<b>67.37</b>	<b>74.81</b>	<b>11.45</b>
<b>净利润率</b>	<b>5.60</b>	<b>8.30</b>	<b>6.30</b>	<b>5.37</b>

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

**2021年以来，公司合并口径资产规模快速增长，持续增多的合联营项目使得关联方往来款项和少数股东权益保持较大规模；母公司债务规模及杠杆水**

## 平有所上升

2021年以来公司房地产业务保持积极的扩张态势，资产规模快速增长。随着新增融资现金流入以及销售回款的增加，2021年末货币资金有所增长；2022年一季度，公司销售规模及回款同比下降，但项目建设以及拿地支出仍保持在较大规模，货币资金较上年末有所下降。公司其他应收款随着合作项目往来款增加呈较快增长态势；新增土储和项目开发的推进使得公司存货规模增幅明显。长期股权投资主要为对合营联营企业的投资，2021年末在公司项目获取规模增长的带动下快速上升。公司负债主要由有息债务、预收账款（含合同负债）、应付账款和其他应付款构成。得益于销售业绩的增长，2021年以来公司预收款项快速上升。公司其他应付款主要为合作项目的往来款拆借，随着项目规模增加其他应付款较年初大幅增长。

2021年末公司所有者权益持续增长，除利润积累外，由于并表项目中少数股东方投入规模较大，且公司合并上市公司绿城中国和中交地产，导致少数股东权益规模较大。财务杠杆方面，2021年以来公司债务规模保持增长，在少数股东权益和货币资金增长的带动下，2021年末净负债率有所下降，但2022年3月末因货币资金波动而上升。

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，2021年以来公司本部层面总债务规模有所增加，同时净负债率随之上升。

**表 11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

合并口径	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	620.68	802.59	886.36	776.90
存货	2,277.80	3,238.27	4,134.70	4,303.43
其他应收款	590.99	616.02	772.59	844.50
长期股权投资	181.39	277.85	463.79	465.70
<b>总资产</b>	<b>4,072.99</b>	<b>5,409.47</b>	<b>6,940.70</b>	<b>7,040.83</b>
预收款项	901.17	1,375.86	1,941.59	2,026.81

其他应付款	432.92	369.39	558.10	636.54
应付账款	391.14	461.95	583.72	545.22
<b>总负债</b>	<b>3,312.00</b>	<b>4,377.30</b>	<b>5,631.76</b>	<b>5,785.39</b>
少数股东权益	665.70	905.81	1,189.57	1,135.87
<b>所有者权益</b>	<b>760.98</b>	<b>1,032.17</b>	<b>1,308.94</b>	<b>1,255.44</b>
资产负债率	81.32	80.92	81.14	82.17
净负债率	90.29	96.40	88.09	110.01
<b>母公司口径</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022.3</b>
货币资金	5.76	10.72	22.92	14.71
其他应收款	66.65	61.45	46.89	58.99
长期应收款	38.00	81.58	82.57	117.73
长期股权投资	70.19	76.19	128.49	128.59
<b>总资产</b>	<b>187.75</b>	<b>235.61</b>	<b>292.52</b>	<b>328.33</b>
总债务	95.21	95.26	113.94	112.25
其他应付款	0.39	5.80	8.17	41.69
<b>总负债</b>	<b>97.42</b>	<b>120.97</b>	<b>189.90</b>	<b>225.32</b>
<b>所有者权益</b>	<b>90.33</b>	<b>114.64</b>	<b>102.62</b>	<b>103.00</b>
资产负债率	51.89	51.34	64.92	68.63
净负债率	99.02	73.74	88.70	94.70

注：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

## 2021年以来公司流动资产规模保持增长态势，存货占比持续上升，周转率指标有所改善

随项目开发和储备规模的持续扩大，2021年末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2021年末公司存货同比增长28%，占流动资产的比重持续上升。受部分项目竣工尚未结转影响，期末公司存货中开发产品占比小幅上升，但仍处于较为合理水平。

**表 12：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
流动资产/总资产	89.72	90.21	88.50	88.40
存货/流动资产	62.33	66.36	67.32	69.14
货币资金/流动资产	16.99	16.45	14.43	12.48
其他应收款/流动资产	16.17	12.62	12.58	13.57
(存货+货币资金)/流动资产	79.32	82.80	81.75	81.62
开发产品	220.29	290.65	433.03	--
开发产品/存货	9.67	8.98	10.56	--
开发成本	2,025.60	2,907.77	3,652.92	--
开发成本/存货	88.93	89.79	89.10	--

注：2022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，2021年受公司项目结转推进影响，存货及总资产周转率均有所改善；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 13：近年来公司周转率相关指标**

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.28	0.22	0.26
总资产周转率（次/年）	0.21	0.17	0.19

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**受益于销售回款实现较大幅度增长，2021年公司经营活动净现金流有所改善，但对债务本息的覆盖程度有待提升；公司债务规模持续增长，但债务期限结构较为合理；母公司融资主要用于对子公司的拆借，债务偿还对外部融资依赖度较高**

随着签约销售金额大幅增长以及销售回款的提升，2021年公司销售商品、提供劳务收到的现金持续增长，但受公司保持较大规模拿地节奏及在建项目进度加快等因素影响，经营活动现金净流入额相对较小。随着参股项目增多，公司向合联营公司的资金拆借款增加，2021年公司投资活动现金流仍呈净流出态势。由于土地购置、项目建设支出规模较大，公司债务融资规模增加，且合作项目增加带动少数股东投入上升，2021年公司筹资活动净现金流仍保持在较大规模。

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，银行贷款及公开债券为公司主要债务构成。从债务期限来看，随着公司偿还部分到期债务，2022年3月末短期债务占总债务的比重降至22.95%，债务期限较为合理。

从偿债指标来看，2021年公司盈利水平有所上升，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。2021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，2022年3月末，公司货币资金仍可对短期债务进行覆盖。

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，利润主要来源于利息收入及子公司分红，2019~2021年及2022年一季度取得投资收益所收到的现金分别为8.07亿元、7.99亿元、6.33亿元和1.04亿元。融资主要用于对子公司的拆借，偿债方式主要通过再融资及子公司借款本息的归还，截至2022年5月末公开市场债券余额为91.20亿元，对外部融资依赖度较高。

**表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-147.73	-216.22	6.16	-181.26
销售商品、提供劳务收到的现金	932.35	1,353.22	1,935.14	301.47
投资活动净现金流	-211.34	-168.83	-374.49	-69.86
筹资活动净现金流	375.81	546.21	495.66	136.24
总债务	1,307.80	1,797.60	2,039.37	2,157.96
短期债务	417.67	442.28	629.22	495.24
EBITDA	100.46	134.21	151.37	--
总债务/EBITDA	13.02	13.39	13.47	--
EBITDA 利息倍数	1.32	1.12	0.90	--
货币资金/短期债务	1.49	1.81	1.41	1.57
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.40	1.33	1.05	1.79*
经调整 EBIT 利息倍数	1.93	1.78	1.63	--

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2021年末，公司获得银行等金融机构授信额度3,664.72亿元，其中未使用的授信额

<sup>10</sup> 1、原告中国信达资产管理股份有限公司重庆市分公司诉被告重庆宇鸣实业有限公司，重庆路桥股份有限公司，中交地产股份有限公司股东损害公司债权人利益责任纠纷。2021年6月8日，中国信达资产管理股份有限公司重庆市分公司提出上诉，2022年5月6日，中交地产收到重庆市高级人民法院判决书(【2021】渝民终860号)，判决中交地产与重庆路桥在该案中需承担连带清偿责任。2、原告机翔房地产开发有限公司诉被告北京好友世界商场有限责任公司房屋租赁合同纠纷。2022年3月17日，一审法院驳回原告全部诉讼请求。3、原告武汉德禄房地

度为1,974.48亿元，备用流动性较强，畅通的融资渠道为公司的持续快速发展提供了有力支持。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司对外担保余额为320.92亿元（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），占同期净资产的25.56%，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2022年3月末，公司及其主要子公司涉及3项尚未完结的、涉诉金额超过人民币3,000万元的民事案件<sup>10</sup>，涉案金额合计1.55亿元，占公司净资产比例相对较小。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司所有权或使用权受限制的资产合计1,275.36亿元，其中受限货币资金及存货分别为63.35亿元和1,164.16亿元，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，2019~2022年3月末，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。

产开发有限公司诉被告武汉中交德禄香颂置业有限公司借款合同纠纷。武汉中交德禄香颂置业有限公司小股东武汉德禄房地产开发有限公司以武汉中交德禄香颂置业有限公司拒不返还到期借款为由起诉至武汉市新洲区人民法院。2022年3月24日新洲区人民法院出具民事裁定书，裁定冻结武汉中交德禄香颂置业有限公司名下价值52568711.65元的不动产，法院已立案受理。

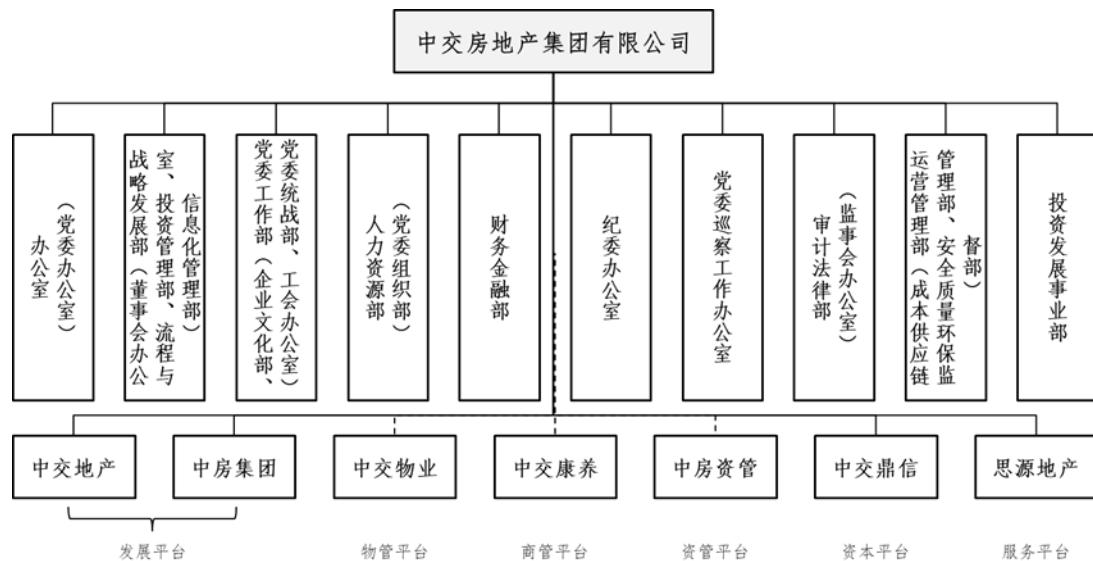
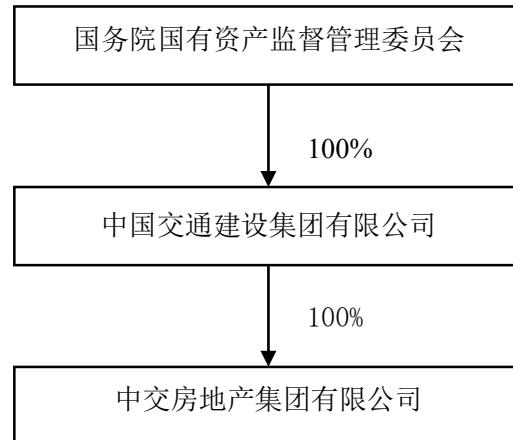
中交集团连续14年入选美国《财富》杂志评选的世界500强企业，2021年位列第61位。截至2021年末，中交集团总资产为22,433.86亿元，所有者权益为5,613.86亿元；2021年实现营业收入8,428.26亿元，净利润305.04亿元。

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，2021年末中交集团对公司债务的担保余额为31.2亿元，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，2022年6月剩余21.5亿元注册资本金已到位；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“19中交房产MTN002”、“20中交房产MTN001”、“21中交房产MTN001”、“22中交房产MTN001”、“21交房01”和“22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 2022 年 3 月末)



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	6,206,849.08	8,025,938.55	8,863,640.57	7,768,989.97
其他应收款	5,909,881.97	6,160,246.72	7,725,916.87	8,444,969.63
存货净额	22,778,044.56	32,382,734.29	41,346,954.71	43,034,315.72
长期投资	1,978,069.77	2,993,830.37	4,808,323.37	4,828,327.60
固定资产	886,515.69	874,948.76	845,159.42	852,619.25
在建工程	121,570.32	85,299.46	211,283.02	227,256.00
无形资产	156,862.22	130,592.86	214,111.87	161,154.51
投资性房地产	433,798.87	442,321.18	681,966.72	708,534.36
总资产	40,729,868.54	54,094,650.16	69,407,040.34	70,408,274.71
预收款项	9,011,667.16	13,758,565.06	19,415,899.39	20,268,123.46
其他应付款	4,329,236.94	3,693,859.12	5,580,951.98	6,365,368.45
短期债务	4,176,710.25	4,422,783.05	6,292,234.79	4,952,411.20
长期债务	8,901,304.55	13,553,265.84	14,101,466.07	16,627,158.86
总债务	13,078,014.80	17,976,048.89	20,393,700.86	21,579,570.06
净债务	6,871,165.73	9,950,110.33	11,530,060.28	13,810,580.09
总负债	33,120,043.51	43,772,992.97	56,317,604.26	57,853,852.65
费用化利息支出	233,280.30	344,431.36	353,610.81	--
资本化利息支出	529,027.35	859,206.62	1,337,370.19	--
所有者权益合计	7,609,825.03	10,321,657.19	13,089,436.08	12,554,422.05
营业总收入	7,769,199.30	8,119,093.70	11,879,098.76	2,133,449.51
经营性业务利润	765,273.31	905,246.00	942,912.97	116,764.95
投资收益	123,938.96	141,128.51	244,686.62	31,934.08
净利润	434,922.97	673,730.92	748,059.24	114,531.67
EBIT	939,202.41	1,282,618.51	1,417,515.53	--
EBITDA	1,004,607.96	1,342,127.19	1,513,728.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金	9,323,498.80	13,532,205.99	19,351,370.49	3,014,677.43
经营活动产生现金净流量	-1,477,250.77	-2,162,164.43	61,626.60	-1,812,612.76
投资活动产生现金净流量	-2,113,357.76	-1,688,256.14	-3,744,924.47	-698,645.75
筹资活动产生现金净流量	3,758,121.37	5,462,078.20	4,956,602.15	1,362,360.77
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	25.69	24.00	19.25	16.78
期间费用率(%)	9.30	7.95	8.01	9.49
EBITDA 利润率(%)	12.93	16.53	12.74	--
净利润率(%)	5.60	8.30	6.30	5.37
总资产收益率(%)	2.50	2.71	2.30	1.38*
存货周转率(X)	0.28	0.22	0.26	0.17*
资产负债率(%)	81.32	80.92	81.14	82.17
总资本化比率(%)	63.22	63.52	60.91	63.22
净负债率(%)	90.29	96.40	88.09	110.01
短期债务/总债务(%)	31.94	24.60	30.85	22.95
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.11	-0.12	0.00	-0.34*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.35	-0.49	0.01	-1.46*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.94	-1.80	0.04	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.40	1.33	1.05	1.79*
总债务/EBITDA(X)	13.02	13.39	13.47	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.30	0.24	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.32	1.12	0.90	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	1.93	1.78	1.63	--

注：1、2022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，将合同资产计入存货分析；4、由于缺乏相关数据，2022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)	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	57,644.48	107,199.33	229,209.26	147,106.31
其他应收款	666,542.27	614,474.10	468,912.26	589,895.29
长期投资	709,384.39	767,038.37	1,288,611.63	1,289,611.63
总资产	1,877,534.42	2,356,133.32	2,925,227.66	3,283,250.54
其他应付款	3,918.75	57,975.22	81,716.53	426,661.49
短期债务	21,026.71	311,725.24	459,693.90	100,189.24
长期债务	931,072.75	640,840.09	679,750.27	1,022,321.73
总债务	952,099.46	952,565.32	1,139,444.17	1,122,510.97
净债务	894,454.98	845,365.99	910,234.91	975,404.67
总负债	974,208.04	1,209,741.25	1,899,001.85	2,253,246.62
所有者权益合计	903,326.38	1,146,392.07	1,026,225.81	1,030,003.91
营业总收入	0.00	0.00	0.00	4,999.25
经营性业务利润	9,541.15	24,743.30	19,156.81	6,918.60
投资收益	4,766.12	2,929.75	3,246.15	759.50
净利润	1,000.90	1,047.90	168.25	7,678.10
经营活动产生现金净流量	-6,540.11	-7,531.86	3,246.88	-938.30
投资活动产生现金净流量	-419,539.30	-364,348.27	-375,203.88	-420,672.87
筹资活动产生现金净流量	385,889.50	421,434.98	493,966.93	339,508.22
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
资产负债率 (%)	51.89	51.34	64.92	68.63
总资本化比率 (%)	51.31	45.38	52.61	52.15
净负债率 (%)	99.02	73.74	88.70	94.70
短期债务/总债务 (%)	2.21	32.72	40.34	8.93
经营活动净现金流/总债务 (X)	-0.01	-0.01	0.00	0.00*
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.31	-0.02	0.01	-0.04*

注：1、2022 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
经营效率	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)
	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
	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
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。