



中海宏洋地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司 债券（第一期）信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20224141D-02

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、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，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并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。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 1 月 11 日

发行人	中海宏洋地产集团有限公司	
担保主体及评级结果	中国海外宏洋集团有限公司	AAA/稳定
本期债项评级结果	AAA	
发行要素	拟发行金额为不超过 10 亿元（含 10 亿元），本期债券的发行期限为 3 年。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务及补充流动资金。	
评级观点	中诚信国际肯定了中海宏洋地产集团有限公司（以下简称“中海宏洋地产”或“公司”）持续有力的股东支持、项目储备充足且区域分布较为分散、审慎的财务政策和畅通的融资渠道等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业风险以及部分城市项目去化速度明显放缓对其经营和整体信用状况造成的影响。本期债项信用等级充分考虑了中国海外宏洋集团有限公司（以下简称“中海宏洋集团”）提供的全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保对本期债项还本付息的保障作用。	
正 面		
<div><div></div><div>■ 在项目资源、资本运作等方面可持续得到股东方有力支持</div><div></div><div>■ 项目储备充足且区域分布较为分散</div><div></div><div>■ 审慎的财务政策和畅通的融资渠道</div><div></div><div>■ 有效的偿债担保措施</div></div>		
关 注		
<div><div></div><div>■ 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战</div><div></div><div>■ 部分城市项目去化速度明显放缓，其后续去化情况保持关注</div></div>		

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

中海宏洋地产（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9/2022.1~9
总资产（亿元）	538.68	916.34	1,404.04	1,578.15
所有者权益合计（亿元）	97.27	135.54	191.13	230.46
总负债（亿元）	441.41	780.79	1,212.91	1,347.69
总债务（亿元）	73.54	114.76	228.10	287.12
营业总收入（亿元）	92.45	73.46	100.71	189.44
净利润（亿元）	19.62	11.87	6.93	15.98
EBITDA（亿元）	29.64	18.11	11.89	28.11
经营活动净现金流（亿元）	-13.86	-42.07	-73.98	-24.61
营业毛利率(%)	44.88	45.72	21.49	23.11
净负债率(%)	-30.47	-0.36	28.13	30.77
总债务/EBITDA(X)	2.48	6.34	19.18	7.66*
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.77	3.98	1.66	2.74

注：1、中诚信国际根据中海宏洋地产提供的其经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的 2019 年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理；其中，2019~2021 年财务数据均为当年审计报告期末数，公司财务报表均按照新会计准则编制。2、中诚信国际分析时将“租赁负债”纳入有息债务核算。3、带“*”指标经年化处理；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

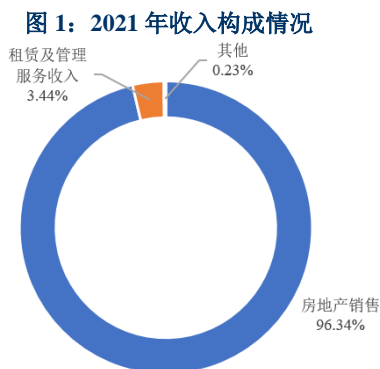
担保主体财务概况

中海宏洋集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.6/2022.1~6
总资产（亿元）	1,340.97	1,674.13	1,987.86	1,899.27
总权益（亿元）	215.13	272.36	357.56	374.01
总负债（亿元）	1,125.84	1,401.77	1,630.30	1,525.25
总债务（亿元）	308.26	404.97	452.65	480.83
收益（亿元）	285.91	429.09	538.30	297.96
年度/本期间溢利（亿元）	34.97	46.04	56.45	26.77
EBITDA（亿元）	82.53	92.88	97.30	--
经营业务（耗用）所得之现金净额（亿元）	-93.98	-9.75	-68.62	0.85
营业毛利率(%)	33.32	27.13	23.03	18.38
净负债率(%)	65.40	73.26	71.00	75.68
总债务/EBITDA(X)	3.73	4.36	4.65	--
EBITDA 利息倍数(X)	5.25	6.77	5.28	--

注：1、中诚信国际根据公开披露的香港财务报告准则编制的经审计的 2019~2021 年审计报告及未经审计的 2022 年半年度财务报表整理；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

发行人概况

中海宏洋地产集团有限公司（以下简称“中海宏洋地产”或“公司”）前身为中国光大房地产开发公司，原为中国光大（集团）总公司于 1985 年投资设立的全资子公司。2004 年，中国光大（集团）总公司将公司 70% 股权转让至 Jodrell Investments Limited（嘉地投资有限公司），转让后公司性质变更为中外合资经营企业。2010 年，中国建筑集团有限公司（以下简称“中建集团”）在香港成立的中国海外发展有限公司（以下简称“中国海外发展”）收购中国光大房地产开发有限公司在香港的控股母公司蚬壳电器工业有限公司。2010 年 4 月 19 日，中国光大房地产开发有限公司正式更名为中海宏洋地产集团有限公司，公司股东变更为 PANDUE INVESTMENTS LIMITED。2018 年公司被确立为中国海外宏洋集团有限公司（以下简称“中海宏洋集团”）境内最核心业务主体，业务涵盖房地产开发与销售、物业租赁等。作为一家全国性房地产开发企业，公司目前项目遍布合肥、绍兴、泉州、汕头、银川、兰州等二、三、四线城市。2021 年，公司实现营业总收入 100.71 亿元。



资料来源：公司提供，中诚信国际整理



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产权结构：截至 2022 年 9 月末，公司注册资本为 50 亿元，PANDUE INVESTMENTS LIMITED 持有公司 100% 的股权，中海宏洋集团间接持有公司 100% 股权，为公司控股股东。中海宏洋集团单一大股东为中国海外发展；中国海外发展实际控制人为中建集团，最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

本期债券概况

本次公司债券注册额度为 50 亿元，本期债券发行金额不超过 10 亿元（含 10 亿元），期限为 3 年。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。本期债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还有息债务及补充流动资金，其中 9.40 亿元拟用于偿还有息债务，0.60 亿元拟用于补充流动资金。

本期公司债券由中海宏洋集团提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

假设本期债券发行规模达到上限 10 亿元，同时考虑到“22 宏洋 01”于 2022 年 10 月 24 日发行

10 亿元用于并购地产项目，公司总债务规模将小幅增长 3.69%至 297.72 亿元¹，短期债务占比将小幅下降 1.56 个百分点至 19.70%²，货币资金将增加 4.85%至 229.38 亿元，现金短债比将有所优化。

发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，部分房企信用风险事件发酵导致 2022 年以来商品房销售持续低迷，且短期内仍面临一定下行压力；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；虽然房地产政策边际好转，但市场企稳仍有待观察，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。

受房地产调控政策的影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，2021 年房地产销售额和销售面积呈倒“V”态势。2022 年以来，房地产市场景气度持续低迷，1~11 月全国商品房销售面积及销售金额分别同比回落 23.3%和 26.2%。2022 年前三季度，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房企开发投资力度减弱、拿地意愿不足，预计在销售回暖前房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续。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；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。

中诚信国际认为，公司具有一定的规模优势，近年来土地投资力度较大，但公司融资渠道顺畅且融资成本较低，整体经营稳健度较高，公司项目储备可对其未来发展提供保障，但在行业下行背景之下，部分城市项目的销售速度明显放缓，需关注其未来去化情况。

公司布局二、三、四线城市，近年来坚持深耕现有城市，具有一定的规模优势；但在行业下行背景之下，2022 年前三季度公司签约销售规模出现下滑。

公司已发展成为跨地域的全国性地产企业，深耕布局主流二、三、四线城市核心地段，具有一定的规模优势。从产品线来看，公司坚持中高端住宅产品定位，先后开发了吉林中海紫御东郡、呼和浩特中海铂悦府、汕头中海花园、南宁中海·雍翠峰、济宁中海·凤凰里等住宅和商业项目，积累了丰富的开发经验。项目开发方面，近年来随着公司在中海宏洋集团中的战略地位不断提升，公司开发体量大幅增长，开发节奏进一步加快，新开工面积持续增长，竣工面积受项目工期排布影响呈现波动态势。2022 年 1~9 月，受新增项目减少叠加全国多地疫情反复的影响，公司开工节奏有所放缓，竣工面积受项目进度的影响而大幅增长。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.9
新开工面积	250.73	460.81	763.55	197.96
竣工面积	95.98	93.61	298.66	414.41

¹ 此处同比分析基于 2022 年三季度报表数据，下同。

² 根据募集说明书所列示的置换银行借款到期时间进行分类计算。

期末在建面积 349.71 662.88 1,337.83 1,121.38

注：期末在建面积为未结利口径

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

得益于 2018 年以来公司被确立为中海宏洋集团境内最核心业务主体，公司开发体量显著增长，随着推盘量的加大，2019~2021 年公司签约销售面积大幅增长；公司签约销售均价呈现波动态势，其中受 2021 年下半年房地产调控政策收紧及销售转冷的影响，全年签约销售均价小幅下滑；公司全资项目占比较高，近年来权益销售比例维持在较高水平。2022 年以来，全国房地产市场延续降温趋势，2022 年 1~9 月公司实现全口径销售金额 250.67 亿元，同比下降 10.71%。2022 年，中海宏洋集团实现全口径销售金额 403.17 亿元，同比大幅下降 43.4%。

表 2：近年来公司销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
销售面积（全口径）	106.23	151.64	289.89	204.68
销售金额（全口径）	122.25	210.74	384.51	250.67
销售均价（全口径）	11,508	13,897	13,264	12,247

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司依靠“1+N+n”的组织管理模式，坚持深耕现有城市策略，2021 年公司主要销售来源为绍兴、汕头、银川、呼和浩特、兰州及合肥地区，区域分布较为分散，当年上述区域销售金额分别占总销售金额的 13.84%、12.38%、9.44%、8.85%、8.63%和 6.15%。2022 年 1~9 月，公司签约销售主要贡献城市分别为银川、泉州、泰州、唐山及呼和浩特，由于兰州、合肥及吉林等部分城市市场需求在行业下行背景下受挫较为明显，导致公司单个城市销售规模较小。

表 3：2021 年公司房地产销售分布情况（万平方米、亿元）

城市	销售面积	销售金额
绍兴	17.96	53.21
汕头	40.41	47.60
银川	32.76	36.31
呼和浩特	30.13	34.03
兰州	24.08	33.20
合肥	13.20	23.65
常州	13.94	21.47
盐城	8.75	17.10
吉林	20.93	15.36
济宁	12.15	13.85
唐山	6.45	13.45
徐州	9.11	12.92
泉州	5.62	8.71
潍坊	9.15	7.12
株洲	7.83	6.39
丹阳	5.22	5.92
惠州	5.87	5.29
赣州	4.25	4.31
南宁	2.98	4.29
西宁	5.33	4.27

其他	13.76	16.06
合计	289.89	384.51

注：1、其他包括柳州、廊坊、天水、临沂、北京、渭南、扬州等 8 个城市；2、其中北京地区为中海枫丹公馆项目，系公司历史遗留项目，未来公司在北京不会新增土地，与公司的二、三、四线城市布局定位保持一致，截至 2022 年 9 月末中海枫丹公馆项目无剩余未售。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司土地储备规模可对公司未来发展提供保障，项目区域布局较为分散；但在行业下行环境下，部分城市项目去化速度明显放缓，其后续去化情况保持关注。

截至 2022 年 9 月末，公司于全国 36 个城市的全口径土地储备面积³合计 1,056.49 万平方米，按公司 2021 年签约销售面积计算，期末土储可满足其未来 3 年以上的开发销售。公司布局二、三、四线城市，土地储备区域分布较为分散；从分布城市来看，汕头、株洲、吉林、兰州和淄博地区全口径面积占比分别为 9.24%、8.54%、6.91%、6.07%和 5.83%。整体来看，较为充足的土地储备规模对公司未来经营业绩提供了有力保障，但受行业环境影响，兰州、合肥及吉林等部分城市项目销售速度明显放缓，其后续去化情况需保持关注。

表 4：截至 2022 年 9 月末公司全口径土地储备分布情况（万平方米、%）

地区	土地储备建筑面积	占比
汕头	97.60	9.24
株洲	90.26	8.54
吉林	72.99	6.91
兰州	64.13	6.07
淄博	61.60	5.83
泰州	49.86	4.72
合肥	48.11	4.55
西宁	41.29	3.91
淮安	40.52	3.83
湛江	38.16	3.61
南宁	38.13	3.61
盐城	36.02	3.41
呼和浩特	34.81	3.29
银川	31.24	2.96
徐州	29.77	2.82
其他	282.01	26.69
总计	1,056.49	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中海宏洋集团近年来保持了一定的投资强度，由于近年来公司被确立为中海宏洋集团境内最核心业务主体，公司土地投资力度较大，但畅通的融资渠道可为公司业务运营及再融资提供支持，且公司融资成本较低，整体经营稳健度较高。

公司目前主要通过招拍挂程序直接参与土地竞拍，并适时选择收并购及合作开发等方式积极补充

³ 土地储备=在建拟建未售建筑面积+已竣工未售建筑面积。

优质项目资源。中海宏洋集团近年来保持了一定的投资强度⁴，由于 2018 年以来公司被确立为中海宏洋集团境内最核心业务主体，中海宏洋集团以公司作为主要拿地主体，2019~2021 年公司新增土地储备金额占当期销售金额的比例较高。2021 年受下半年房地产政策及市场变化的影响，当年公司拿地节奏放缓，新增土地储备建筑面积排名前五的城市分别为西宁、淮安、汕头、滁州和渭南，占比分别为 13.88%、12.13%、8.07%、7.82%和 7.46%。2022 年 1~9 月公司在银川、汕头、淄博、南宁及兰州共新增 7 个全资项目，新增土地储备金额占当期销售金额比例为 19.31%。此外，2021 年下半年以来，公司密切关注房地产市场情况，积极探索收并购机会，2022 年 1~9 月公司通过收并购新增项目 1 个⁵，位于汕头市，交易对价为 10.24 亿元，新增土地储备面积合计 28.72 万平方米。

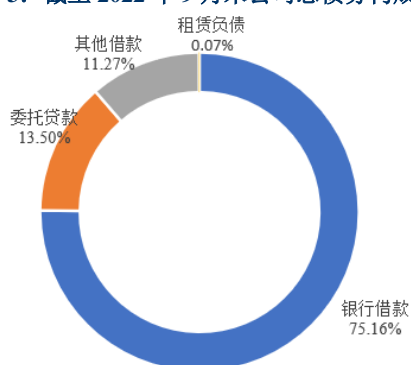
表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2019	2020	2021	2022.1~9
新增项目数量	17	39	25	7
新增土地储备面积	341.00	853.55	469.45	142.43
新增土地储备金额	126.00	313.26	266.51	48.40
新增土地均价	3,695.01	3,670.08	5,677.07	3,398.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

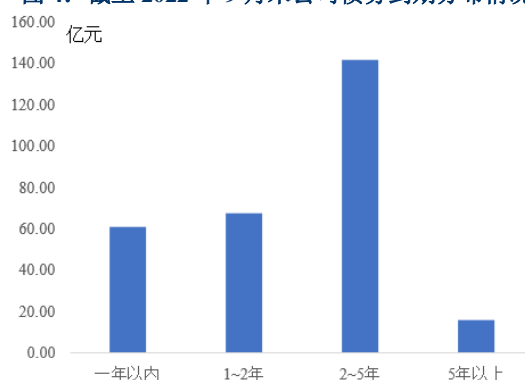
融资渠道方面，公司主要通过银行借款和委托贷款进行筹资。2021 年中海宏洋集团综合融资成本为 3.8%，融资成本优势明显。作为中海宏洋集团境内最核心业务主体，公司与金融机构保持友好合作关系，融资成本较低，且保持了通畅的融资渠道，可为公司业务运营及再融资提供有力支持，同时公司债务期限结构合理，整体经营稳健度较高。

图 3：截至 2022 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年 9 月末公司债务到期分布情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司投资物业取得时间较早，并采用成本模式进行计量，投资物业的租金收入可为公司带来一定现金流补充。

投资物业方面，公司持有办公物业中海国际中心，位于北京西城区，取得时间较早、成本较低，采用成本模式进行计量，市场价值高于账面价值。2020 年 4 月 1 日起，为确保租赁业务维持稳定，使公司专注于房地产开发业务，借助中国海外发展的租赁管理专长及资源，公司投资物业整

⁴ 2019~2021 年中海宏洋集团的新增土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 51.85%、71.45%和 55.48%。

⁵ 2022 年 1 月公司从合作伙伴雅居乐收购位于义乌市及徐州市项目公司额外股权及股东贷款，交易对价合计 10 亿元。截至本报告出具日，该收并购事项已完成，公司权益土地储备建筑面积扩充 7.53 万平方米。

体出租于中国海外发展。2019~2021 年及 2022 年 1~9 月，公司租赁及管理服务合计贡献收入分别为 1.72 亿元、2.26 亿元、3.46 亿元和 1.84 亿元，可为公司带来一定的现金流补充。

中诚信国际认为，受结转项目结构的影响，中海宏洋地产经营性业务利润波动下滑，盈利能力有所弱化；公司系中海宏洋集团境内主要资金管理平台，关联方往来款规模较大；市场的下行对其项目运营管理能力提出更高要求，但公司财务结构稳健，净负债率维持在较低水平。同时，公司销售回款表现良好，可对债务本息偿还提供保障，且畅通的融资渠道可为其业务运营及再融资提供强支持。

受结转项目结构的影响，公司营业毛利率波动下滑，公司整体盈利能力有所弱化；2022 年前三季度，受益于结转收入的大幅增长，公司利润规模增长明显

公司主营业务突出，商品房销售占营业总收入比重保持在 95%以上。受项目结转的影响，近年来公司营业收入规模呈现波动态势。毛利率方面，受二、三、四线房地产市场盈利空间收窄及房地产政策调控的影响，近年来公司房地产销售业务毛利率呈现波动性下降趋势，其中 2021 年降幅较大。

期间费用方面，公司销售费用和管理费用随业务规模扩大呈现同步增长趋势；近年来财务费用有所波动，其中 2021 年财务费用为负主要系公司利息收入大幅增长所致；近年来公司期间费用率上升至偏高水平，2022 年前三季度有所回落。盈利方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，受毛利下降及期间费用上升的影响，公司经营性业务利润波动下滑。此外，近年来公司逐步增加房地产开发合作项目，并随着该等项目进入结转阶段，投资收益有所增加。近年来公司净利润率波动下滑，整体盈利能力有所弱化。2022 年 1~9 月，公司营业收入的大幅增长带动经营性业务利润快速增长，公司利润总额及净利润均同比大幅增长。

表 6：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2019		2020		2021		2022.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	90.46	43.98	71.20	44.56	97.02	19.32	187.20	22.91
租赁及管理服务收入	1.72	84.89	2.26	82.21	3.46	83.63	1.84	44.72
其他	0.27	92.37	0.00	82.13	0.23	5.47	0.40	16.34
合计	92.45	44.88	73.46	45.72	100.71	21.49	189.44	23.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~9
期间费用率	6.18	10.81	10.59	6.61
经营性业务利润	27.21	14.52	7.36	22.30
投资收益	0.00	0.62	1.62	0.22
资产减值损失	0.00	0.00	0.60	-0.73
信用减值损失	0.00	0.00	-0.08	0.00
EBITDA	29.64	18.11	11.89	28.11
利润总额	27.27	15.48	8.54	24.26
净利润率	21.22	16.15	6.88	8.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产规模快速增长，净负债率维持在较低水平，财务结构稳健；公司承担中海宏洋集团在境内资金管理的职能，近年来关联方往来款持续增长且规模较大。

近年来，公司资产规模快速增长；从资产结构来看，存货、货币资金、其他应收款是其主要构成，近年合计占比保持在 93% 左右。具体来看，由于公司加大新项目获取力度，存货规模大幅上升，但大多项目还未到结算阶段，公司存货周转率下降至较低水平，存货中开发产品占比保持在较低水平；公司其他应收款主要由集团内部关联方往来款及押金保证金构成，受资金统筹调配的运营模式影响，公司关联方往来款规模较大，其中 2021 年末关联方往来款为 132.34 亿元；受益于销售规模扩张及较高的回款率，公司货币资金总量持续增长，受限比例保持在较低水平。

负债方面，随着房地产销售规模增加及融资规模增长，公司负债总额亦快速增长；预收款项（含合同负债，下同）、其他应付款和债务是公司负债的最主要构成。随着销售规模的大幅扩张，公司预收款项增长较快且规模较大，截至 2022 年 9 月末，公司预收款项为 2021 年营业收入的 5.20 倍，对未来结转收入的增长提供很强支撑。公司其他应付款主要由关联方往来款和少数股东往来款及其他构成，近年来持续增长且规模较大，其中 2021 年末关联方往来款为 343.47 亿元，少数股东往来款及其他为 78.80 亿元。近年来随着业务规模持续扩张，公司对外融资需求有所提升，近年来公司总债务规模增长较为明显，但债务期限结构较为合理。

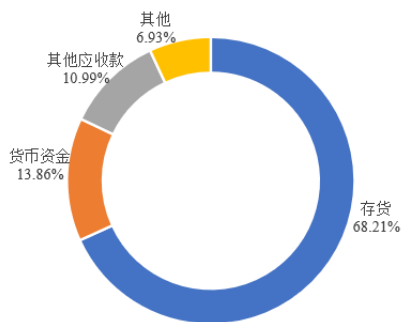
所有者权益方面，公司所有者权益持续增长，由于公司合作开发项目增多，2021 年末公司少数股东权益增长较快。财务杠杆方面，由于债务规模增长，公司净负债率有所上升，但仍处于较低水平。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	103.18	115.65	175.28	218.78
其他应收款	142.18	159.11	146.58	173.49
存货	268.16	587.23	981.61	1,076.44
开发产品/存货	8.70	4.74	5.14	5.92
存货周转率（次/年）	0.24	0.09	0.10	--
流动资产占比	97.04	96.27	95.90	96.46
总资产	538.68	916.34	1,404.04	1,578.15
其他应付款	226.41	390.81	426.78	384.69
预收款项（含合同负债）	92.28	210.37	473.05	524.02
总债务	73.54	114.76	228.10	287.12
短期债务/总债务	38.01	16.12	11.76	21.26
净负债率	-30.47	-0.36	28.13	30.77
少数股东权益	11.88	11.76	43.07	60.06
所有者权益	97.27	135.54	191.13	230.46

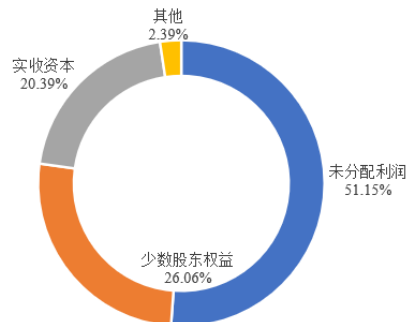
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 5：截至 2022 年 9 月末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6：截至 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现能力有所减弱，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所弱化；但并表销售回款可对总债务形成较好覆盖，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度高，且畅通的融资渠道可为其业务运营及再融资提供很强的支持。

近年来，公司并表口径销售回款表现良好，销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，可对当期末债务本息形成较好保障，但受公司土地支出大幅增加影响，近年来经营活动现金流持续大额净流出。近年来公司房地产项目收购及为关联方提供资金等支出较多，投资活动现金持续呈净流出态势。随着业务规模持续扩张，公司对外融资需求有所提升，2021 年下半年以来行业再融资受限，但公司融资渠道畅通，近年来筹资活动现金流均呈净流入态势。

受经营性业务利润波动下降及债务规模快速上升的双重影响，近年来公司 EBITDA 对总债务的覆盖能力有所弱化。债务期限结构上来看，公司债务以长期债务为主；得益于公司手持非受限货币资金充足，近年来非受限货币资金对短期债务的覆盖程度高。截至 2022 年 9 月末，公司共获得多家商业银行授信额度 330.00 亿元，其中尚未使用额度为 78.46 亿元，同时考虑到公司融资渠道通畅且可获得股东支持，可对其业务运营及再融资提供很强的支持。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.9/2022.1-9
经营活动净现金流	-13.86	-42.07	-73.98	-24.61
销售商品、提供劳务收到的现金	96.09	196.50	376.69	255.51
投资活动净现金流	-1.54	-9.14	-14.92	-2.95
筹资活动净现金流	12.15	64.16	147.97	47.05
总债务/EBITDA	2.48	6.34	19.18	7.66*
EBITDA 利息倍数	8.77	3.98	1.66	2.74
非受限货币资金/短期债务	3.69	6.23	6.50	3.54
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.77	0.58	0.61	0.84*

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

受限资产方面，截至 2022 年 9 月末，公司受限资产合计 23.10 亿元，占当期末总资产的比重为 1.46%。其中受限制的存货 20.53 亿元，主要为抵押借款；受限货币资金 2.58 亿元，主要为因司法冻结和房屋按揭的保证金。

截至 2022 年 9 月末,公司合并口径对外担保合计 9.71 亿元,占当期末所有者权益的比重为 4.21%。

截至 2022 年 9 月末,公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

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,截至 2023 年 1 月 5 日,公司本部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。

预测与假设⁶

假设

——2022 年,中海宏洋地产全年全口径销售规模同比下降 12%左右。

——2022 年,中海宏洋地产全口径土地投资规模下降 80%左右。

——2022 年,预计中海宏洋地产收入结转占期初合同负债的比例与近三年平均数基本持平,预计收入规模同比大幅上升,全年毛利率预计将延续上半年水平。

预测

表 10: 预测情况表

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
净负债率(%)	-0.36	28.13	10~20
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.58	0.61	0.7~1.0

资料来源:中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为,中海宏洋地产的流动性较强,未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

受市场下滑的影响,公司并表销售回款规模预计将有所下降;2022 年 9 月末公司非受限货币资金为 216.20 亿元,对短期债务的偿还提供较好支持;此外,公司尚未使用的授信额度为 78.46 亿元且融资渠道通畅。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、获取土地、项目工程建设及各项税费支出。由于公司债务主要来自于银行借款及委托贷款,当前其与银行机构关系维系良好且融资渠道顺畅,因此其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出,可控性较强。综上所述,公司资金平衡状况较好,流动性较强,未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

ESG 分析

中诚信国际认为,公司聚焦“双碳”目标,推动可持续发展,并积极履行企业社会责任;公司治理结构较为

⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时,中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设,可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素,该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响,因此,前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司积极响应“双碳”目标，坚持走可持续发展实践理念，积极拓展绿色智能建筑领域，推进超低能耗建筑的普惠应用发展。除了开发高质量及具绿色、健康、智能和经济的物业项目之外，公司积极实践节能减废的低碳管理，将环保概念融入不同的物业项目中，从规划、设计、建造、营运等方面奉行绿色原则，减低污染排放强度，提升资源利用效率在线转换。

社会方面，公司设置了合理的员工激励机制和培养体系，深信人才为企业成功及持续发展的重要因素，提倡工作环境多元化，营造以人为本的灵活工作环境，并锐意培养有潜力的员工；通过人才发展计划，为公司的快速发展储备力量，人员稳定性较好；面对新冠疫情，公司设立应急小组、实施弹性上班、鼓励线上会议，减低员工接触风险，并提供防疫物资予员工及其家属；此外，公司的多个地区公司向周边学校组织派发防疫物资，并组织业主义诊活动、防疫物资派发活动。近三年未发生一般事故以上的安全事故。

公司根据《公司法》等相关法律、法规的要求，建立了相对完善的法人治理结构，能够较好地规范公司治理。公司设立了股东、党组织、董事会、监事和总经理。股东是公司的权力机构，决定公司经营方针和投资计划；党组织设秘书一名，其他党组织成员若干，党组织根据《中国共产党章程》等党内法规履行职责；董事会是公司的经营决策机构，由三人组成，由公司股东共同委派，并经股东会确定，对公司股东会负责，按照公司章程行使各项职权；公司设监事一名，由股东委派，负责对公司的董事、高级管理人员进行监督，并按照公司章程行使各项职权；公司采用董事会领导下管理机构向董事会负责的管理制度，设总经理一名，由董事长提名，总经理负责执行董事会决定的各项决议，直接对董事会负责。

管理制度建设方面，公司与中海宏洋集团的内部控制及财务管理基本一致。公司根据《公司法》等法律法规的相关要求，结合其业务经营情况，建立了较为完善的内部控制及管理制度。财务管理制度方面，公司实行分级财务管理，公司总部财务资金部主要负责制定制度、指导监督运行，依据权限调度和监管财务资源，规范财务行为，编制下达预算指标。此外，公司实施资金集中管理和公司内资金统一调度，依照公司经营与发展需要，实行银行借款统一管理。

战略方面，作为中海宏洋集团境内旗下最核心的房地产开发平台，公司与中海宏洋集团的战略规划基本一致。从未来发展方针来看，公司将坚持房地产主业的发展方向，深耕现有城市，依靠“1+N+n”的组织管理模式，通过多元化的土地收购渠道，同时公司密切关注市场上极具发展潜力的收并购机会；发展中高端住宅物业仍为公司的核心业务。面对竞争激烈的市场和对优质楼房需求不断增加的客户，开发高质量、绿色、健康、智慧和科技之主流产品仍为公司产品策略的重点；面对复杂多变的市场环境，公司致力进一步提高库存周转率，全面提升产品力和竞争力，推进公司高质量和可持续健康发展。

外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

偿债保障措施

中国海外宏洋集团有限公司（以下简称“中海宏洋集团”）为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中海宏洋集团前身是蚬壳电器工业（集团）有限公司，成立于 1955 年，于 1984 年在香港联合交易所上市，证券代码 00081.HK。2010 年，中国海外发展完成了对蚬壳电器工业（集团）有限公司的收购并将其正式更名为现用名。截至 2022 年 6 月末，中海宏洋集团总股本为 55.79 亿元，星悦有限公司（Star Amuse Limited）持有公司 36.87% 的股份，公司单一大股东为中国海外发展，间接合计持有公司 38.32% 股份；中国海外发展实际控制人为中国建筑集团有限公司，最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 2022 年 6 月末，中海宏洋集团资产总额 1,899.27 亿元，总权益 374.01 亿元，资产负债率为 80.31%，净负债率为 75.68%⁷；2021 年，中海宏洋集团实现收益 538.30 亿元，年度溢利 56.45 亿元，经营业务（耗用）所得之现金流额 -68.62 亿元；2022 年 1~6 月，中海宏洋集团实现收益 297.96 亿元，溢利 26.77 亿元，经营业务（耗用）所得之现金流额 0.85 亿元。

中海宏洋集团系中国海外集团有限公司在中国大陆房地产开发的核心运营主体之一，与中国海外发展分别主要负责境内二、三、四线城市和一、二线城市的住宅开发业务，经过多年发展，中海宏洋集团已形成涵盖房地产开发与销售、物业租赁、酒店及其他服务等业务格局的全国性房地产开发企业。近年来中海宏洋集团深耕南通、合肥、扬州、汕头等二、三、四线城市并在当地取得领先的市场份额。2020 年 4 月 1 日起，为确保租赁业务维持稳定，使中海宏洋集团专注于房地产开发业务，更好的借助中国海外发展的租赁管理专长及资源，中海宏洋集团投资物业大部分整体出租于中国海外发展，物业租金收入较为稳定，对中海宏洋集团收益的形成一定补充。

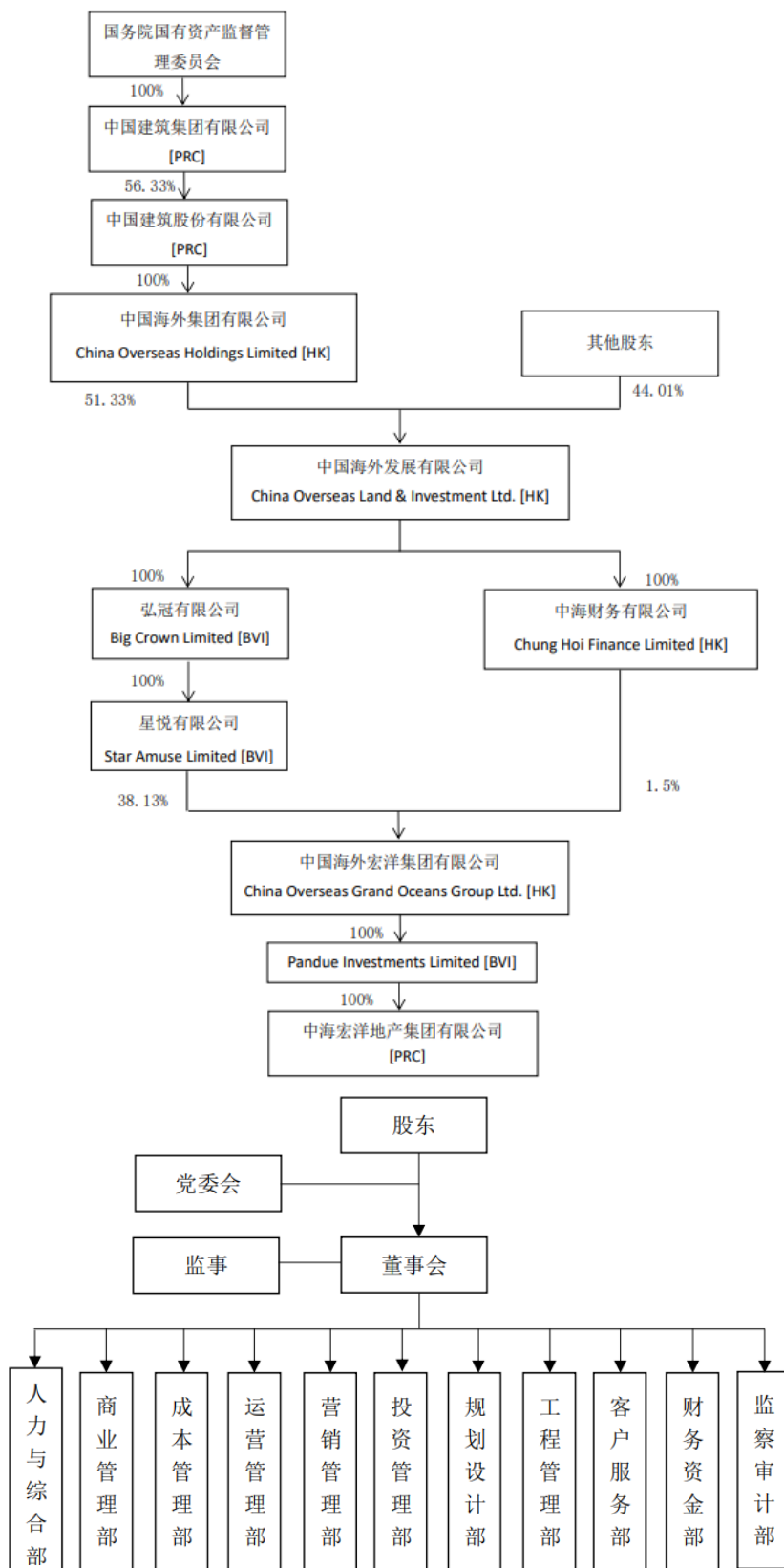
综合来看，中诚信国际评定中海宏洋集团主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保对本期债券还本付息起到有力保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“中海宏洋地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

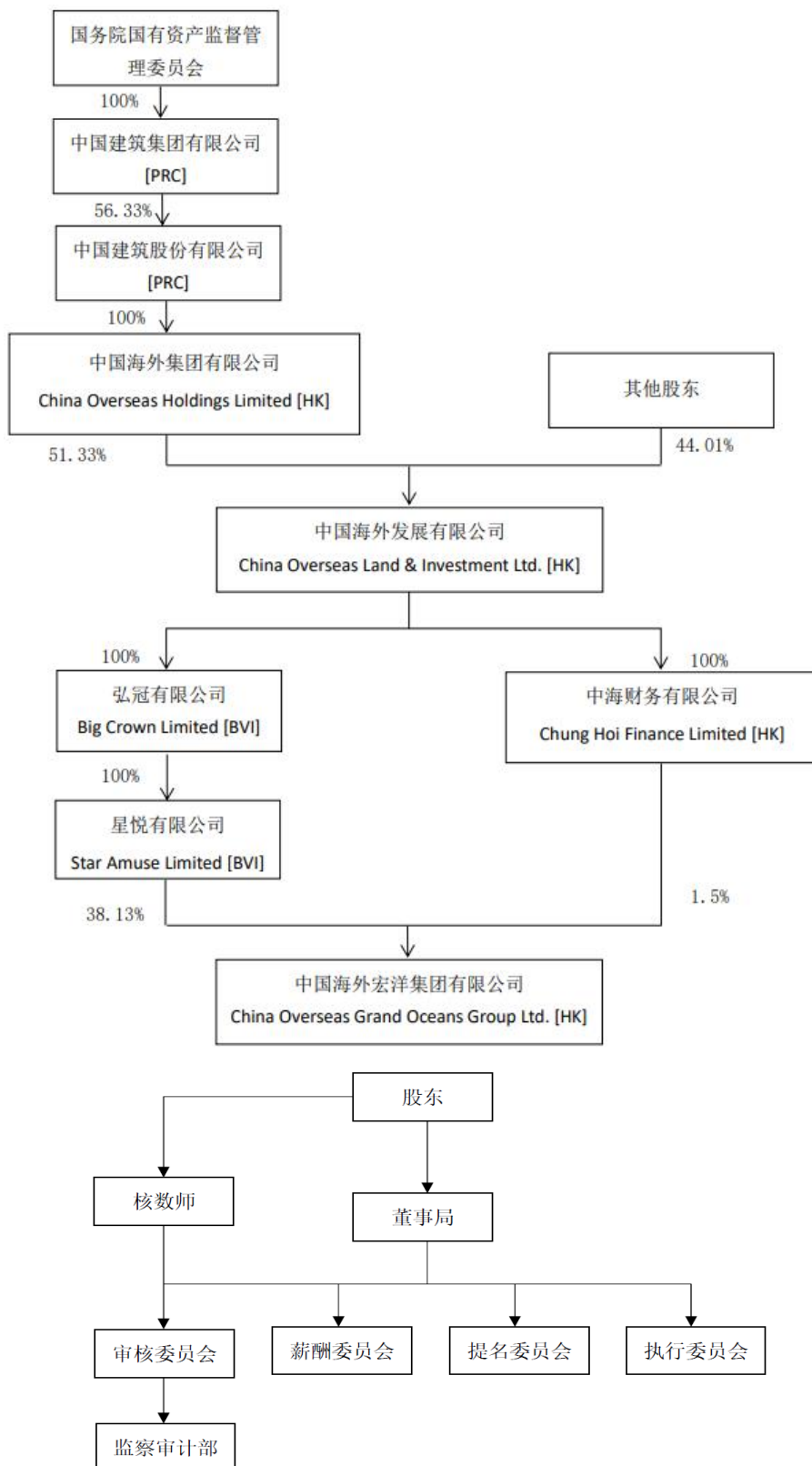
⁷ 该净负债率已剔除受限制的现金及存款，若将受限制的现金及存款纳入现金及现金等价物进行计算，则 2022 年 6 月末中海宏洋集团净负债率为 47.02%。

附一：中海宏洋地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国海外宏洋集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附三：中海宏洋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	2022.9/2022.1-9
货币资金	1,031,817.23	1,156,500.46	1,752,761.06	2,187,801.95
其他应收款	1,421,785.69	1,591,066.93	1,465,771.53	1,734,934.05
存货净额	2,681,590.82	5,872,346.17	9,816,116.91	10,764,427.23
长期投资	63,490.00	162,113.43	248,974.89	216,865.47
固定资产	6,115.91	5,828.01	7,480.90	7,151.34
在建工程	0.00	0.00	319.01	1,419.52
无形资产	29.33	21.33	13.33	15.58
投资性房地产	21,918.64	20,687.58	126,869.42	121,082.05
总资产	5,386,804.26	9,163,377.55	14,040,408.25	15,781,513.24
预收款项	922,750.29	2,103,679.16	4,730,475.28	5,240,243.81
其他应付款	2,264,063.19	3,908,138.77	4,267,805.45	3,846,916.56
短期债务	279,550.00	185,000.00	268,198.01	610,401.41
长期债务	455,890.00	962,625.00	2,012,790.25	2,260,818.45
总债务	735,440.00	1,147,625.00	2,280,988.26	2,871,219.85
净债务	-296,377.23	-4,935.25	537,699.03	709,178.91
总负债	4,414,143.60	7,807,948.46	12,129,108.24	13,476,898.74
费用化利息支出	21,491.46	26,773.54	34,435.63	42,294.20
资本化利息支出	12,290.00	18,743.11	37,214.03	60,099.11
所有者权益（含少数股东权益）	972,660.67	1,355,429.10	1,911,300.01	2,304,614.50
营业总收入	924,481.83	734,649.07	1,007,106.33	1,894,442.56
经营性业务利润	272,067.19	145,175.47	73,569.58	222,950.96
投资收益	0.00	6,213.43	16,177.60	2,172.19
净利润	196,220.11	118,663.43	69,280.88	159,781.09
EBIT	293,558.65	178,157.46	113,595.61	274,706.45
EBITDA	296,369.31	181,144.79	118,901.69	281,062.65
销售商品、提供劳务收到的现金	960,895.31	1,964,974.89	3,766,928.92	2,555,123.43
经营活动产生现金净流量	-138,626.55	-420,691.95	-739,781.47	-246,137.31
投资活动产生现金净流量	-15,431.35	-91,379.04	-149,176.64	-29,457.59
筹资活动产生现金净流量	121,520.40	641,551.97	1,479,687.08	470,526.38
财务指标	2019	2020	2021	2022.9/2022.1-9
营业毛利率（%）	44.88	45.72	21.49	23.11
期间费用率（%）	6.18	10.81	10.59	6.61
EBITDA 利润率	32.06	24.66	11.81	14.84
净利润率（%）	21.22	16.15	6.88	8.43
净资产收益率（%）	22.31	10.19	4.24	--
存货周转率（X）	0.24	0.09	0.10	--
资产负债率（%）	81.94	85.21	86.39	85.40
总资本化比率（%）	43.06	45.85	54.41	55.47
净负债率（%）	-30.47	-0.36	28.13	30.77
短期债务/总债务（%）	38.01	16.12	11.76	21.26
非受限货币资金/短期债务（X）	3.69	6.23	6.50	3.54
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.23	-0.41	-0.36	-0.16*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.62	-2.52	-3.03	-0.76*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-4.10	-9.24	-10.32	-2.40
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.77	0.58	0.61	0.84*
总债务/EBITDA（X）	2.48	6.34	19.18	7.66*
EBITDA/短期债务（X）	1.06	0.98	0.44	0.61*
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.77	3.98	1.66	2.74

注：1、2022 年三季度报未经审计；2、将合同负债计入预收款项；3、带“*”指标经年化处理。

附四：中国海外宏洋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	2022.6
现金及现金等价物（含受限制的现金及存款）	2,742,673.40	2,806,909.10	3,249,236.90	3,049,704.50
物业存货	8,639,732.00	10,772,116.70	13,637,148.10	13,584,603.50
应收合联营及关联公司款项	23,245.80	221,588.10	174,735.50	146,826.60
应收贸易及其他应收款项、预付款及按金	1,186,746.70	1,945,155.60	1,507,620.20	917,070.10
投资物业	274,478.70	335,523.50	397,823.50	399,023.50
在合联营公司的权益	94,792.50	72,009.40	118,558.60	109,082.00
总资产	13,409,727.40	16,741,349.70	19,878,642.10	18,992,662.50
合同负债	5,461,872.80	7,033,642.40	8,180,373.10	7,233,642.40
应付合联营及关联公司款项	125,817.90	78,707.60	27,311.60	33,351.60
短期债务	1,166,804.80	1,377,371.30	1,278,840.70	1,439,961.60
长期债务	1,915,772.00	2,672,368.60	3,247,632.00	3,368,311.90
总债务	3,082,576.80	4,049,739.90	4,526,472.70	4,808,273.50
净债务	1,407,033.30	1,995,413.40	2,538,870.40	2,830,437.70
总负债	11,258,396.60	14,017,711.50	16,303,016.20	15,252,547.50
费用化利息支出	33,884.30	4,312.50	5,410.00	2,412.00
资本化利息支出	123,351.70	132,854.50	179,040.80	112,712.80
总权益（非控股权益）	2,151,330.80	2,723,638.20	3,575,625.90	3,740,115.00
收益	2,859,088.30	4,290,906.00	5,383,047.10	2,979,614.20
经营性业务利润	755,275.00	915,955.90	961,381.40	415,696.20
其他收入	39,093.70	38,138.10	46,327.90	38,434.90
应占合联营公司业绩	31,319.10	1,861.70	-716.80	-274.60
年度/本期间溢利	349,696.10	460,414.10	564,490.20	267,688.30
EBITDA	825,324.20	928,786.10	973,010.20	--
经营业务（耗用）所得之现金流额	-939,838.60	-97,549.80	-686,245.70	8,544.40
投资业务（耗用）所得之现金流额	316,954.70	-257,879.80	-111,703.90	-153,680.00
融资业务（耗用）所得之现金流额	386,937.90	738,478.70	731,941.60	134,185.30
财务指标	2019	2020	2021	2022.6
营业毛利率（%）	33.32	27.13	23.03	18.38
期间费用率（%）	6.91	5.78	5.17	4.43
EBITDA 利润率	28.87	21.65	18.08	--
净利润率（%）	12.23	10.73	10.49	8.98
净资产收益率（%）	17.80	18.89	17.92	--
存货周转率（X）	0.26	0.32	0.34	--
资产负债率（%）	83.96	83.73	82.01	80.31
总资本化比率（%）	58.90	59.79	55.87	56.25
净负债率（%）	65.40	73.26	71.00	75.68
短期债务/总债务（%）	37.85	34.01	28.25	29.95
非受限货币资金/短期债务（X）	1.44	1.49	1.55	1.37
经调整的经营业务（耗用）所得之现金净额/总债务	-0.35	-0.06	-0.19	-0.00*
经调整的经营业务（耗用）所得之现金净额/短期债务	-0.92	-0.17	-0.68	-0.01*
经营业务（耗用）所得之现金净额利息保障倍数（X）	-5.98	-0.71	-3.72	-0.07
总债务/EBITDA（X）	3.73	4.36	4.65	--
EBITDA/短期债务（X）	0.71	0.67	0.76	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.25	6.77	5.28	--

注：以上公式根据香港财务报告准则计算。

附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
净债务	总债务-非受限货币资金
资产负债率	负债总额/资产总额
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
净负债率	净债务/经调整的所有者权益
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
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
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-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
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/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
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	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：中国海外宏洋集团有限公司基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	借款+应付担保票据+租赁负债（流动负债列报部分）
	长期债务	借款+应付担保票据+租赁负债（非流动负债列报部分）
	总债务	长期债务+短期债务
	净债务	总债务-现金及银行结余
	净负债率	净债务/经调整的总权益
	资产负债率	总负债/总资产
	经调整的总权益	总权益-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/（总债务+经调整的总权益）
经营效率	存货周转率	销售及提供服务成本/物业存货平均净额
盈利能力	毛利率	=（收益-销售及提供服务成本）/收益
	期间费用率	=（销售费用+行政费用+财务费用）/收益
	经营性业务利润	=收益-销售及提供服务成本-分销及销售费用-行政费用-财务费用
	EBIT（息税前盈余）	=所得税前的溢利+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+物业、机器及设备之折旧+使用权资产之折旧
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=年度溢利/总权益合计平均值
现金流	经调整的经营业务（耗用）所得之现金流额	经营业务（耗用）所得之现金流额-支付租赁利息-支付其他利息
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	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
EBITDA 利息覆盖倍数		EBITDA/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
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
“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”。

附七：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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn