



中国绿发投资集团有限公司 2023 年度 跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1534 号

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	中国绿发投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“22 绿发 01”、“23 绿发 01”	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于中国绿发投资集团有限公司（以下简称“中国绿发”或“公司”）是国务院国资委直管企业，多元的股东背景能为公司各主业发展产生协同、新能源业务可较好的分散其经营风险、资本实力雄厚，可调配现金储备充裕等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策风险、存量土地储备存在一定去化压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，中国绿发投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。</p> <p>可能触发评级下调因素：股东背景发生显著不利变化、盈利能力持续下滑、现金流平衡能力严重弱化、杠杆比例大幅增长。</p>	
正 面		
<p>■ 公司是国务院国资委直管企业，多元的股东背景能为公司各主业发展产生协同</p> <p>■ 公司依托股东支持，新能源业务已成为重要主业，较好的分散其经营风险</p> <p>■ 公司资本实力雄厚，可调配现金储备充裕，对外部不利变化具有极强的应对能力</p>		
关 注		
<p>■ 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战</p> <p>■ 存量土地储备存在一定去化压力</p>		

项目负责人：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：柳华逸 hylu.Leo@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

中国绿发（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	1,946.63	2,196.40	2,183.06	2,158.94
所有者权益合计（亿元）	816.41	971.78	993.72	1,003.20
负债合计（亿元）	1,130.22	1,224.62	1,189.34	1,155.74
总债务（亿元）	649.52	701.45	671.34	708.39
营业总收入（亿元）	319.98	345.23	290.54	99.59
净利润（亿元）	16.93	53.89	31.99	9.23
EBITDA（亿元）	65.68	53.32	45.57	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-12.64	41.82	43.32	-19.39
营业毛利率（%）	32.11	36.39	28.86	39.11
净负债率（%）	62.99	44.55	37.22	40.92
总债务/EBITDA（X）	9.89	13.16	14.73	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.57	1.83	1.54	--

注：1、中诚信国际根据中国绿发提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年财务报告、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 2022 年财务报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

2022 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（%）	非受限货币资金/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）
金茂投资	1,545.01	3,435.04	61.68	1.68	781.15	1.68	0.37	1.30
大悦城	568.00	2,144.32	104.35	2.28	395.79	-5.62	0.30	2.41
铁建房地产	1,012	2,302.94	184.49	1.00	400.39	5.03	0.23	1.90
中国绿发	255.17	2,183.06	37.22	3.94	290.54	11.01	0.23	2.34

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，中国绿发规模适中，营业收入及房地产销售规模优势不显著，开发周转速度有待提升；但相较可比企业，中国绿发整体盈利指标表现较好，财务杠杆在处于很低水平，流动性指标明显优于可比公司。

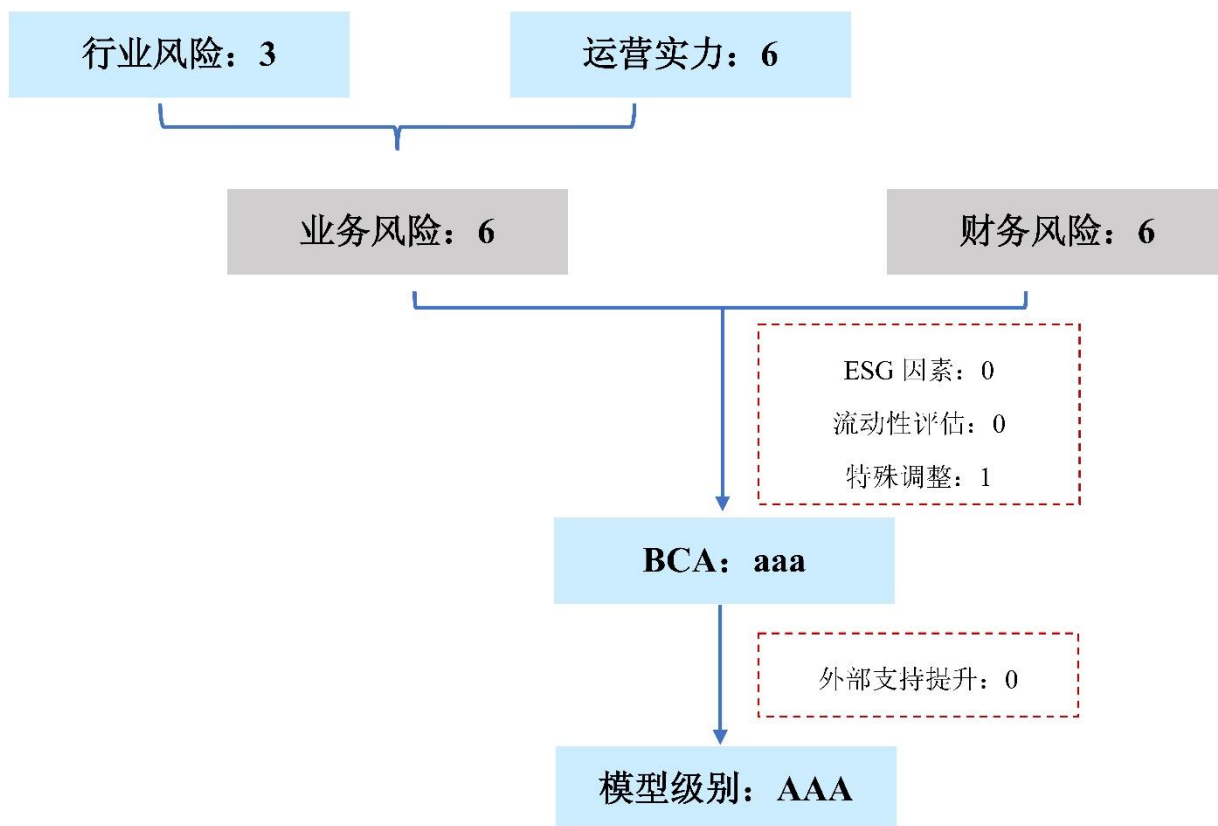
注：金茂投资为“上海金茂投资管理集团有限公司”简称，大悦城为“大悦城控股集团股份有限公司”简称；“铁建房地产”为“中国铁建房地产集团有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
22 绿发 01	AAA	AAA	2022/12/12	20.00	20.00	2022/12/23~2027/12/23 (3+2)	回售,调整票面利率选择权
23 绿发 01	AAA	AAA	2023/02/27	30.00	30.00	2023/03/14~2026/03/14	回售,调整票面利率选择权

● 评级模型

中国绿发投资集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险:

中国绿发属于房地产行业，行业风险评估为中等；中国绿发具备规模优势，具备丰富的房地产开发经验，经营稳健度很高，土地储备规模大但质量一般，项目周转效率有待提升，业务风险评估为很低。

■ 财务风险:

中国绿发净利润率有所下滑，销售回款及扣除非经常性损益后的利润水平对债务本息覆盖能力有所弱化，但财务杠杆仍处于行业较优水平，非受限货币资金对短期债务形成充分覆盖，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，中国绿发具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险，以及新能源业务、商业物业运营等业务对公司收入利润贡献提升的有利影响。

■ 外部支持:

公司是国务院国资委直管企业，中央政府实际控制能力和支持意愿极强。此外，公司三大股东综合实力雄厚，在资源协同、资金方面获得极强支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

中国绿发投资集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“22 绿发 01”、债券代码：“138746”）于 2022 年 12 月 23 日起息，实际发行规模为 20 亿元，发行年限为 5 年（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），到期日为 2027 年 12 月 23 日，利率为 3.0%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。截至 2023 年 3 月末，“22 绿发 01”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

中国绿发投资集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“23 绿发 01”、债券代码：“138937”）于 2023 年 3 月 14 日起息，实际发行规模为 30 亿元，发行年限为 3 年，到期日为 2026 年 3 月 14 日，利率为 3.34%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。截至 2023 年 3 月末，“23 绿发 01”募集资金已使用 25.86 亿元，剩余 4.14 亿元。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。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。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三支箭”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；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。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，中国绿发房地产开发业务板块具有一定规模优势，经营稳健度高，土地储备规模较大但整体质量一般。

公司房地产开发经验丰富，在济南、重庆、海南等区域深耕多年，具有一定规模优势；2022 年受行业下行影响，销售业绩有所下滑。

公司房地产销售业务由其控股的鲁能集团和都城伟业负责，上述主体多年从事房地产开发业务，具有大盘分期开发经验，形成一定规模优势。公司在济南、重庆、宜宾和海南深耕多年。公司产品系列丰富，涵盖住宅、酒店、商业及写字楼等多种业态。2022 年，受外部环境及拿地减少等因素影响，公司新开工面积大幅下降；随着下半年公司加快开发建设节奏，当年竣工面积实现小幅回升。

表 1：公司房地产业务运营情况（单位：万平方米、亿元）

2020	2021	2022	2023.1~3
------	------	------	----------

新开工面积	80.65	358.62	85.67	--
竣工面积	318.00	179.45	207.91	32.48

注：以上数据为并表口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司项目开发以自主开发为主，合作项目较少，销售权益比例保持在 95%以上。2022 年，受行业景气度下行影响，加之公司新增土储规模的下降，公司销售金额和销售面积分别同比下滑 21%和 9%，降幅略低于行业平均水平；受推盘项目排布影响，销售单价小幅下降但仍保持在较高水平。2023 年一季度，在市场回暖的推动下，公司销售表现有所提升。

表 2：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售面积（全口径）	162.50	165.45	150.42	37.41
销售金额（全口径）	272.46	322.02	255.17	77.81
销售均价（全口径）	1.68	1.95	1.70	2.08

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，2022 年公司在全国 24 个城市实现销售，以一二线城市及旅游城市为主，其中前五大城市销售占比为 72%，集中度进一步提升。2022 年，得益于北京及济南地区新推项目的贡献，公司在济南和北京的销售业绩保持稳定，但中诚信国际关注到，公司销售分布集中度较高，除北京及济南外的城市项目去化速度有待关注。

表 3：2022 年公司全口径前十大签约销售区域分布情况（单位：亿元、万平方米、%）

城市	签约销售金额	签约销售面积	销售金额占比
北京	67.89	20.22	26.61%
济南	65.98	48.52	25.86%
成都	17.97	11.87	7.04%
三亚	16.94	5.99	6.64%
天津	14.47	3.47	5.67%
宜宾	13.44	17.65	5.27%
重庆	12.12	15.53	4.75%
厦门	10.08	5.09	3.95%
苏州	7.84	3.14	3.07%
南京	6.61	3.15	2.59%
合计	233.33	134.62	91.44%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司项目储备规模大但质量一般，需关注部分项目的投资进度、去化及盈利情况。

截至 2023 年 3 月末，公司土地储备面积¹为 1,390.77²万平方米，土储规模较大，权益占比较高。由于公司储备中大盘开发项目较多，公司土地储备业态复杂，商业、商住、车位等非住宅业态占比较高；其中公司位于重庆的项目中商业、车位等产品去化周期较长；公司位于海阳、海口（含澄迈）、文昌等地的项目获取时间较早，仍存在大规模未动工土地，开发进度较为缓慢。中诚信国际认为，公司项目储备中业态复杂、定位高端的项目占比高，部分项目去化和盈利面临较大压力；与此同时，北京、济南等优势城市土储有所下降，对未来销售支撑力度有限，或面临一定补货需

¹ 土地储备为全口径剩余可售面积（包括在建未售面积、竣工未售面积和待开发面积）。

² 不含自持面积。

求。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司全口径土地储备分布情况

地区	土地储备面积（万平方米）	占比
重庆	270.82	19.47%
海阳	225.31	16.20%
海口（含澄迈）	132.47	9.53%
文昌	120.67	8.68%
雄安	63.50	4.57%
宜宾	58.55	4.21%
三亚	54.05	3.89%
北京	52.92	3.81%
汕头	46.83	3.37%
大连	45.00	3.24%
苏州	44.93	3.23%
济南	41.84	3.01%
福州	33.97	2.44%
白山	31.61	2.27%
成都	29.71	2.14%
杭州	28.78	2.07%
青岛	19.29	1.39%
其他	90.51	6.51%
合计	1,390.77	100.00%

注：其他城市包括沈阳、南京、张家口、天津、文安、广州、东莞、湖州、曲阜、郑州、厦门、上海和泰安。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内公司拿地策略趋于谨慎；公司融资渠道畅通且融资成本低，整体经营稳健度较高。

2022 年，公司坚持较为谨慎的投资策略，土地投资支出占销售金额比重仍在 20%以内。公司全年共获取 3 个项目，分别位于沈阳、成都和雄安，其中成都和雄安项目为公司自主开发项目，沈阳项目为公司与股东中国诚通的合作项目，土地成本低于周边平均水平。2023 年 4 月，公司在上海获取两宗地块³，项目位于黄浦核心位置，产品多为别墅等高端住宅，楼面价较高。**中诚信国际认为**，上海地块的获取将对公司可售货值形成有力补充，但同时亦需关注项目投资规模较大及豪宅产品对公司资金实力及开发能力的挑战。

表 5：近年来公司新增土地储备情况

指标	单位：个、万平方米、亿元、元/平方米		
	2020	2021	2022
新增项目	14	5	3
新增土地储备建筑面积	313.06	166.66	82.91
新增土地储备金额（全口径）	160.86	59.64	48.49
新增土地储备金额（权益口径）	160.86	59.64	48.49
新增土地均价	5,138.31	3,578.54	5,848.51
新增土地储备金额/销售金额	59.04%	18.52%	19.00%

注：上表数据为全口径

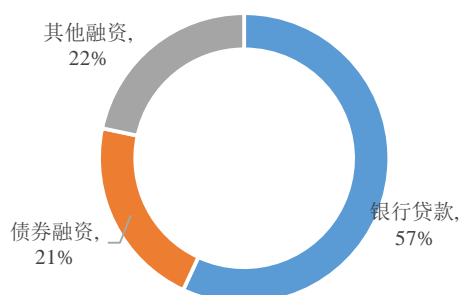
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

融资方面，公司债务以银行借款和债券为主，除此之外公司具有 CMBS 及保债计划等其他融资渠道，债务结构较为合理。截至 2023 年 3 月末，公司债务构成中 1 年内到期及 1~2 年到期占比分

³ 公司以底价竞得上海黄浦城市更新建设发展有限公司挂牌转让的两家项目公司股权，即上海新乔东企业发展有限公司 90%股权及其持有的 71.94 亿元债权，转让底价 72.1 亿元，上海新淞原企业发展有限公司 100%股权及其持有的 60.64 亿元债权，转让底价 60.8 亿元。两个地块的转让起始价格合计约 132.9 亿元。

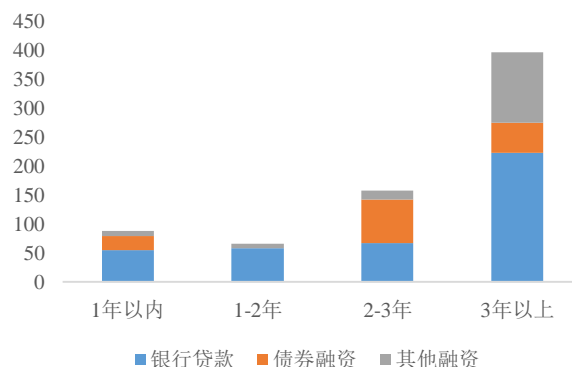
别为 12%和 9%，债务期限结构较好。公司融资成本维持较低水平，2022 年公司平均融资成本进一步降低至 4.06%，具有融资成本优势。整体来看，公司经营稳健度较高。

图 1：截至 2023 年 3 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 2：截至 2023 年 3 月末公司债务期限结构（亿元）



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司商业物业租金及酒店运营业务对营业收入及现金流有一定补充，2022 年旅游业低迷对酒店经营业绩产生一定冲击，部分酒店入住率有所下滑。

商业物业运营方面，随着公司位于九寨沟、文昌、长白山等度假小镇建成后投入运营，业务规模进一步扩大，截至 2023 年 3 月末，公司商业物业可租赁面积合计为 39.52 万平方米。其中泉城路贵和购物中心位于核心商业地段，可租面积 5.71 万平方米，其坚持高中档定位，入驻品牌较为优质，是对公司收入贡献最高的自持物业。受市场环境的影响，2022 年位于济南、北京、天津的商业物业销售租金收入有所下滑。2023 年一季度，随着市场回暖，公司整体商业物业收入同比有所增加。

表 6：近年来公司商业物业经营情况

单位：万平方米、万元

物业名称	物业类型	可租赁或运营面积	租金或销售收入（万元）			出租率（%）		
			2021	2022	2023.1~3	2021	2022	2023.1~3
济南泉城路贵和购物中心	高档百货	5.71	133,717.11	98,804.83	29,060.79	--	--	--
济南领秀城贵和购物中心	区域型购物中心	8.47	15,228.92	11,997.18	3,927.20	98.30%	95.23%	95.18%
重庆南渝秀街	社区型购物中心	1.41	1,437.41	1,545.45	521.63	92.74%	80.09%	71.69%
济南领秀城写字楼	5A 甲级写字楼	3.11	4,499.15	4,361.53	1,084.80	88.90%	90.72%	83.41%
北京顺义美丽汇	社区型购物中心	1.83	3,451.20	2,924.14	548.03	98.10%	83.72%	94.30%
天津硬石餐厅	多功能音乐餐吧	0.07	641.06	538.76	106.47	--	---	--
天津鲁能城	都市家庭时尚休闲体验中心	5.54	15,112.68	11,851.34	3,795.78	98.38%	92.74%	92.55%
天津写字楼	甲级写字楼	5.15	4,245.12	5,154.45	1,513.89	80.51%	81.57%	85.63%
九寨美丽汇	度假小镇	2.68	549.96	797.534	181.20	76.00%	75.78%	78.15%

文昌南洋美丽汇	度假小镇	4.35	65.44	678.34	306.88	34.00%	39.34%	59.04%
长白山美丽汇	度假小镇	1.20	--	--	77.32	--	--	--

注：泉城路贵和购物中心为百货业务，表中收入为销售商品收入，不适用出租率统计；天津硬石餐厅为餐饮业务，表中收入为餐厅营业收入，不适用出租率统计；长白山美丽汇为销售商品收入，不适用出租率统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店业务方面，公司经营酒店保持增长态势，截至 2023 年 3 月末，公司共拥有 34 家酒店，整体规格较高且主要分布于旅游城市。2022 年，受旅游业整体低迷的影响，部分地区酒店入住率出现下滑，全年酒店收入同比下降 11%至 14.31 亿元。2023 年一季度，公司酒店业务收入为 5.39 亿元，预计业绩将随行业回暖逐步修复。

公司风电及光伏装机规模不断扩大，新能源业务对公司业绩贡献度持续增长，已成为公司重要主业；随着项目建设步入投资高峰，资本支出压力以及运营能力有待关注。

中绿电投资为公司新能源发电业务的运营主体，业务范围以风力和光伏发电为主，通过新建、收购机组的形式进行扩张，截至 2023 年 3 月末控股装机规模为 429.65 万千瓦。目前中绿电投资已投资开发的风电项目主要位于青海、内蒙古、新疆、甘肃、河北、陕西等省份。区域布局多元，一定程度上可减轻单一区域来风变化对整体机组运营效率的影响。受益于装机规模及发电量增长，中绿电投资 2022 年实现营业收入 34.30 亿元，净利润 7.30 亿元；2023 年一季度，中绿电投资发电量同比增长 22.02%，收入及利润延续增长态势。

表 7：近年来中绿电投资电力业务经营情况

	2020	2021	2022	2023.1~3
控股装机规模（万千瓦）	347.65	402.65	429.65	429.65
其中：风电	268.70	318.70	333.7	333.7
光伏	68.95	73.95	85.95	85.95
发电量（亿千瓦时）	54.22	75.50	81.71	21.61
上网电量（亿千瓦时）	52.06	73.07	78.81	20.97
其中：风电	45.05	63.10	66.82	17.71
光伏	6.96	9.38	11.25	3.07
平均利用小时数（小时）	2,051	2,296	2,085	503
其中：风电	2,140	2,419	2,278	546
光伏	1,642	1,625	1,451	345

注：装机规模包含风电、光伏和光热储能装机容量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，中绿电投资在建未自主运营、拟建的风电及光伏发电项目总装机容量 668 万千瓦时，总投资规模超过 218.57 亿元。2022 年，中绿电投资在建项目建设进度及投产未达预期，主要因光伏组件价格处于高位对其装机节奏产生一定影响。2023 年以来，组件价格有所下行，中绿电投资加快项目开发建设进度，计划于 2023 年末实现装机规模 1,000 万千瓦，实现上网电量 90 亿千瓦时，中诚信国际将持续关注其投资规划目标的实现情况。此外，中绿电投资拟向不超过 35

名特定对象⁴发行不超过 2.79 亿股⁵公司股份，募集资金不超过 50 亿元（含 50 亿元），募集资金将用于青海乌图美仁 70 万千瓦光伏发电项目、青海茫崖 50 万千瓦风力发电项目及补充流动资金，2023 年 5 月 11 日已获得证监会同意批复。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要在建未自主运营及拟建电力项目情况（单位：万千瓦、亿元）

项目名称	装机容量	建设周期	项目类别	总投资金额	投资计划			资金来源	
					2023	2024	2025	自筹	借款
在建项目									
吉林通榆二期 10 万千瓦风电项目	10	2022.01-2024.12	陆上风电	6.99	-	--	--	1.40	5.59
承德满杖子 20 万千瓦林光、农光互补项目	20	2022.05-2023.12	太阳能发电	11.72	7.67	--	--	2.34	9.38
新疆克拉玛依 20 万千瓦光伏项目	20	2022.03-2023.06	太阳能发电	8.53	1.03	--	--	1.70	6.83
新疆阜康 100 万千瓦多能互补项目	100	2022.12-2024.9	光伏及光热	55.55	46.40	12.02	--	11.11	44.44
乌图美仁多能互补一期光伏项目	70	2022.11-2024.9	太阳能发电	27.74	12.07	12.93	--	5.55	22.19
青海茫崖 50 万千瓦风电项目	50	2022.11-2023.12	陆上风电	33.00	30.14	--	--	6.60	26.40
拟建项目									
广东高州石鼓渔光互补项目	20	待定	太阳能发电	12.80	--	--	--	--	--
广东高州沙田农光互补项目	7	待定	太阳能发电	待定	--	--	--	--	--
青海液态压缩空气储能配套光伏项目	31	2023.11-2024.9	太阳能发电	15.35	--	--	--	--	--
青海格尔木乌图美仁多能互补项目二期	230	待定	太阳能发电	待定	--	--	--	--	--
金塔多能互补基地项目	70	2023.4-2024.6	太阳能发电	42.36	--	--	--	--	--
宜君三期林光互补项目	10	待定	太阳能发电	4.53	--	--	--	--	--
内蒙古通辽风电项目	15	待定	风力发电	待定	--	--	--	--	--
江苏连云港板浦渔光农光互补项目	15	待定	太阳能发电	待定	--	--	--	--	--
在建拟建项目合计	668	--	--	-	--	--	--	--	--

注：广东高州石鼓渔光互补项目、广东高州沙田农光互补项目均已取得批文，但尚未进入可研编制阶段，建设及投资等关键事项均未确定。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，中国绿发资产规模保持稳定，但地产项目开发及去化周期长，运营效率有待提升；预收类款项对未来收入保障程度一般；公司经营性业务利润明显下滑，但股权处置形成的投资收益使得利润水平仍较高；公司债务规模控制较好，资本结构进一步优化。

跟踪期内，受结算规模收缩影响，公司营业收入有所下滑，毛利率仍维持行业较好水平；公司经营性业务利润下滑，非经常性损益对利润的影响较大，盈利能力的稳定性值得关注。

⁴ 发行对象为不超过 35 名的特定投资者，包括证券投资基金管理公司、证券公司、保险机构投资者、信托投资公司、财务公司、合格境外机构投资者及其他符合法律法规规定的合格投资者、自然人等。

⁵ 不超过当前总股本的 15%，按照发行上限测算，发行完成后，控股股东鲁能集团对中绿电投资的持股比例将变为 66.2%，下降接近 10 个百分点。

跟踪期内，受房地产业务结算规模收缩影响，公司营业收入有所下滑，新能源及商业运营业务对收入贡献延续增长态势。受土地成本上升影响，地产业务毛利率同比下滑 11 个百分点，但高毛利的新能源业务收入贡献提升，使得公司营业毛利率维持较高水平。

受结算规模降低叠加期间费用较为刚性，2022 年公司经营性业务利润降至很低水平。跟踪期内，都城伟业转让其将持有的国能锦界能源有限责任公司 30% 股权⁶，形成较大规模投资收益对利润总额具有较强拉动作用，但受市场环境影响，公司仍计提较大规模资产减值损失及三峡能源市值下跌产生公允价值变动损益对利润水平造成侵蚀，公司净利润及净利润率水平同比有所收缩。**中诚信国际认为**，受限价政策及结算项目土地成本上升等因素影响，未来地产业务利润空间将面临下滑压力，资产减值、公允价值变动及投资收益对公司利润的影响较大，盈利能力的稳定性值得关注。

表 9：公司主要板块收入和毛利率构成（亿元）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房产	257.74	35.06%	264.33	40.13%	213.57	28.90%	77.26	40.46%
新能源	22.32	46.42%	33.00	47.33%	33.78	53.04%	8.65	54.12%
商业旅游	27.73	13.17%	34.60	28.14%	27.05	25.43%	9.47	34.96%
物业	7.14	29.70%	6.50	-12.95%	7.35	-18.76%	2.24	11.78%
其他	3.77	-113.1%	6.81	-72.93%	8.78	-14.49%	1.98	-28.18%
营业总收入/营业毛利率	318.70	32.08%	345.23	36.39%	290.54	28.86%	99.59	39.11%

注：其他业务收入包括出租资产收入、投资性房地产收入、能源费收入、商旅服务其他收入及其他收入

资料来源：公司提供

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	319.98	345.23	290.54	99.59
毛利率	32.11%	36.39%	28.86%	39.11%
期间费用率	17.46%	19.51%	23.39%	14.79%
经营性业务利润	27.64	26.00	2.07	13.56
投资收益	10.40	21.44	88.38	0.03
公允价值变动收益	--	54.43	-18.76	-1.63
资产减值损失	8.59	24.48	22.41	--
利润总额	29.81	85.08	50.23	12.05
净利润	16.93	53.89	31.99	9.23
净利润率	5.29%	15.61%	11.01%	9.27%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，公司总资产规模保持稳定，存货中开发产品占比进一步升高，周转效率有待提升；资本结构持续优化，财务杠杆处于行业较低水平。

跟踪期内，公司总资产规模保持稳定，其中流动资产主要由货币资金和存货构成。存货在流动资产中保持较高占比，但由于部分商业及别墅项目去化周期较长及当年竣工规模上升，开发产品占比进一步升高，存货结构有待改善；受结算规模下降影响，存货周转率仍处于偏低水平。跟踪期内，公司房地产开发及新能源业务投资建设进度均有所放缓，货币资金规模保持充裕，截至 2023 年 3 月末受限规模为 14.34 亿元。非流动资产主要为酒店物业及发电设备，由于新能源业务处于

⁶ 受让方为中国神华能源股份有限公司，交易价格以 2022 年 8 月 31 日为基准日评估，转让价格为 99.65 亿元，交易完成后，都城伟业不再持有国能锦界能源有限责任公司股份。

扩张期，固定资产保持上升态势，公司对新能源业务的投入亦使得在建工程明显增加；投资性房地产主要为购物中心、写字楼等商业物业，采用成本法计量，2022 年小幅下降。

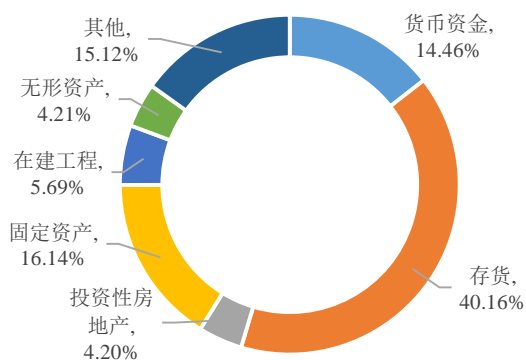
公司负债主要由预收款项、应付账款和有息债务构成，截至 2023 年 3 月末，公司预收类款项为 2022 年营业收入的 0.74 倍，对未来收入的保障程度一般。所有者权益方面，公司所有者权益主要为实收资本和资本公积，自 2021 年股东增资以来保持稳定，同时利润累积带动所有者权益规模持续扩充。财务杠杆方面，2022 年末在债务规模缩减及货币资金增加的共同作用下，财务杠杆进一步降低，处于行业较优水平。2023 年一季度公司净融资规模增加，使得财务杠杆略有上升。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	142.69	279.25	316.77	312.25
存货	910.65	935.92	882.07	867.09
开发产品/存货	37.76%	33.45%	40.34%	--
存货周转率	0.24	0.24	0.23	0.28
固定资产	328.16	339.51	348.10	348.50
投资性房地产	89.84	98.40	92.43	90.75
在建工程	96.40	90.76	123.62	122.94
总资产	1,946.63	2,196.40	2,183.06	2,158.94
预收款项（含合同负债）	202.86	221.03	213.78	187.50
应付账款	167.04	156.65	157.43	133.33
总负债	1,130.22	1,224.62	1,189.34	1,155.74
所有者权益	816.41	971.78	993.72	1,003.20
总债务	649.52	701.45	671.34	708.39
短期债务/总债务（%）	8.52%	7.32%	11.40%	8.76%
净负债率	62.99%	44.55%	37.22%	40.92%

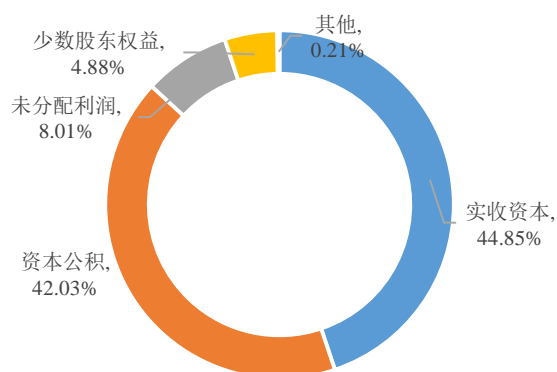
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 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 4：截至 2023 年 3 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

跟踪期内，公司销售回款及土地支出同比缩减，经营活动现金流保持净流入态势；债务规模较为稳定，债务期限结构合理，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力较强。

2022 年，公司销售回款、拿地支出均同比减少，经营活动现金流保持净流入态势。投资活动资金流向主要为新能源电站的投资及建设，当年公司完成对国能锦界的股权处置，使得投资活动现金流转为大幅净流入状态。公司当期资金需求不大，且公司手持现金较为充裕，净融资下降使得当

期筹资活动净现金流由正转负。2023 年一季度，公司销售回款同比增长，但受集中支付税费的影响，公司经营活动净现金流下降。

跟踪期内，随着盈利水平和回款规模的下降，销售商品、提供劳务收到的现金和 EBITDA 对债务本息覆盖能力有所弱化。公司以长期债务为主，其在总债务中的占比维持在 90%附近，期限结构合理。非受限货币资金对于短期债务的覆盖充分，短期偿债压力很小。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（X）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
销售商品、提供劳务收到的现金	304.51	368.40	286.30	77.81
经营活动现金流净额	-12.64	41.82	43.32	-19.39
投资活动现金流净额	-77.90	-15.08	56.56	-10.44
筹资活动现金流净额	110.52	106.57	-66.93	28.63
总债务/EBITDA	10.21	13.16	14.73	--
EBITDA 利息保障倍数	2.49	1.83	1.54	--
非受限货币资金/短期债务	2.44	5.23	3.94	4.80
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	2.13	1.90	2.34	2.28*

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 395.53 亿元，占当期期末总资产的比重为 18.32%。受限资产包括用于借款抵押的应收账款、存货、固定资产、无形资产及在建工程和作为保证金及商品房预售监管资金的货币资金。

担保方面，截至 2023 年 3 月末，公司及下属子公司无对外担保情况。或有事项方面，截至报告出具日，公司存在超过 5,000 万元的未决诉讼案件一宗⁷，需持续关注相关案件进展对公司业绩的影响。

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，2020~2023 年 5 月，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。

假设与预测⁸

假设

- 2023 年，中国绿发房地产业务销售金额回升至 300 亿元以上。
- 2023 年，中国绿发土地投资规模在 150 亿元左右，新能源项目投资规模在 100 亿左右。
- 2023 年，中国绿发房地产项目结算规模同比小幅增长，新能源业务收入增速在 10%以上。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
------	----------	----------	---------

⁷ 都城伟业集团子公司北京海港房地产开发有限公司（以下简称“北京海港”）涉及股东资格确认纠纷诉讼，北京市高级人民法院于 2016 年 9 月 8 日作出裁定，冻结都城伟业所持的北京海港 48%股权，并禁止都城伟业行使分红权、禁止海港公司增资。北京市高级人民法院于 2018 年 7 月 23 日作出裁定，冻结都城伟业所持的北京海港 51%股权，并禁止都城伟业行使分红权、禁止海港公司增资。2020 年 12 月，北京高院一审判决北京华新宸极房地产开发有限公司（原名“新疆华新房地产开发有限公司”）享有北京海港 2.43%股权，北京高院一审判决海湾实业有限公司享有北京海港 2.28%股权。本案现已审理终结，目前正在二审法院审理中。

⁸ 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其他事项和假设因素，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。

净负债率(%)	44.55	37.22	40~50
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.90	2.34	2~2.3

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，中国绿发的流动性较强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成覆盖。

公司经营获现能力强，近年来保持增长态势；由于公司主要采用自主开发的房地产经营模式，对项目公司的控制力度及资金调配能力更强。截至 2023 年 3 月末，公司账面货币资金 312 亿元，对短期债务覆盖充分。公司共获得银行授信额度 2,113.32 亿元，其中尚未使用额度为 1,711.64 亿元，备用流动性充足。

公司资金流出主要用于获取土地储备及建安、新能源项目建设、各项税费支出以及偿还债务。公司融资渠道较为多元，其中子公司鲁能集团债券发行顺畅，利率位于同行业较优水平。公司债务期限结构合理，集中到期压力较小。整体资金平衡状况较好，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。

ESG 分析⁹

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，治理结构较为健全，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，公司坚持绿色发展理念，推动碳达峰、碳中和行动计划，打造以绿色低碳为主业的综合企业。公司内部成立了低碳城市开发管理部，负责统筹推进绿色城市的开发推进。公司精准化加强工程项目过程安全管理，并加强对承、分包队伍的管理与监督，持续完善大安全管理体系。

社会方面，公司设置了合理的员工激励机制和培养体系，人员稳定性尚可；近三年未发生一般事故以上的安全事故。

公司治理方面，根据《公司法》及其他法律法规的规定，公司制定了公司章程，建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构。公司董事会由 9 名董事构成，其中内部董事 4 名，外部独立董事 5 名。内控方面，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较为健全的治理结构和内控体系。

战略方面，公司在十四五规划中重点发展绿色能源、低碳城市、现代服务业及战略性新兴产业四大板块。公司地产和商业板块将以“京津冀、长三角经济带、粤港澳大湾区、海南自贸港”等国家战略重点发展地区、北上广、大连、济南、郑州、苏州、杭州、南京、成都、重庆、西安等一线城市、强二线城市及 GDP 过万亿城市为重点发展区域，并做好文昌、文安、九寨、吉林长白等世界级旅游度假区建设运营。绿色能源产业重点布局西北、华东、华北等省区陆地风电、光伏发电、海上风电项目，将围绕打造智慧新能源科技创新平台，聚焦大基地、海上风电、示范项目和新兴业态。

⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

特殊事项

除房地产开发业务外，公司新能源业务、商业物业运营等收入可为公司的收入及利润提供良好支撑，并可分散公司的经营风险。

外部支持

公司系国资委直管企业，股东背景多元，公司在资产整合及资金方面得到股东的大力支持。

中国绿发是由中国诚通、国家电网、中国国新和济南文旅参股投资的国有中央企业，国务院国资委为公司实际控制人，公司由国务院国资委直接监管；公司定位于成为世界一流的绿色产业投资平台，以绿色能源、低碳城市、现代服务业和国家鼓励的战略性新兴产业为重点发展方向。公司股东国家电网以建设和运营电网为核心业务，是关系国民经济命脉和国家能源安全的特大型国有重点骨干企业。2022 年国家电网实现营业收入 3.57 万亿元，期末资产总额为 4.90 万亿元，综合实力雄厚，位列《财富》世界企业 500 强第 3 位。中国诚通和中国国新是国务院国资委下属的资本投资运营公司，在推动央企改革与转型、实现国有资本优化配置方面积累了丰富的经验。2021 年中国诚通和中国国新分别向公司注资 50 亿元，公司资本实力进一步增强。

同行业比较

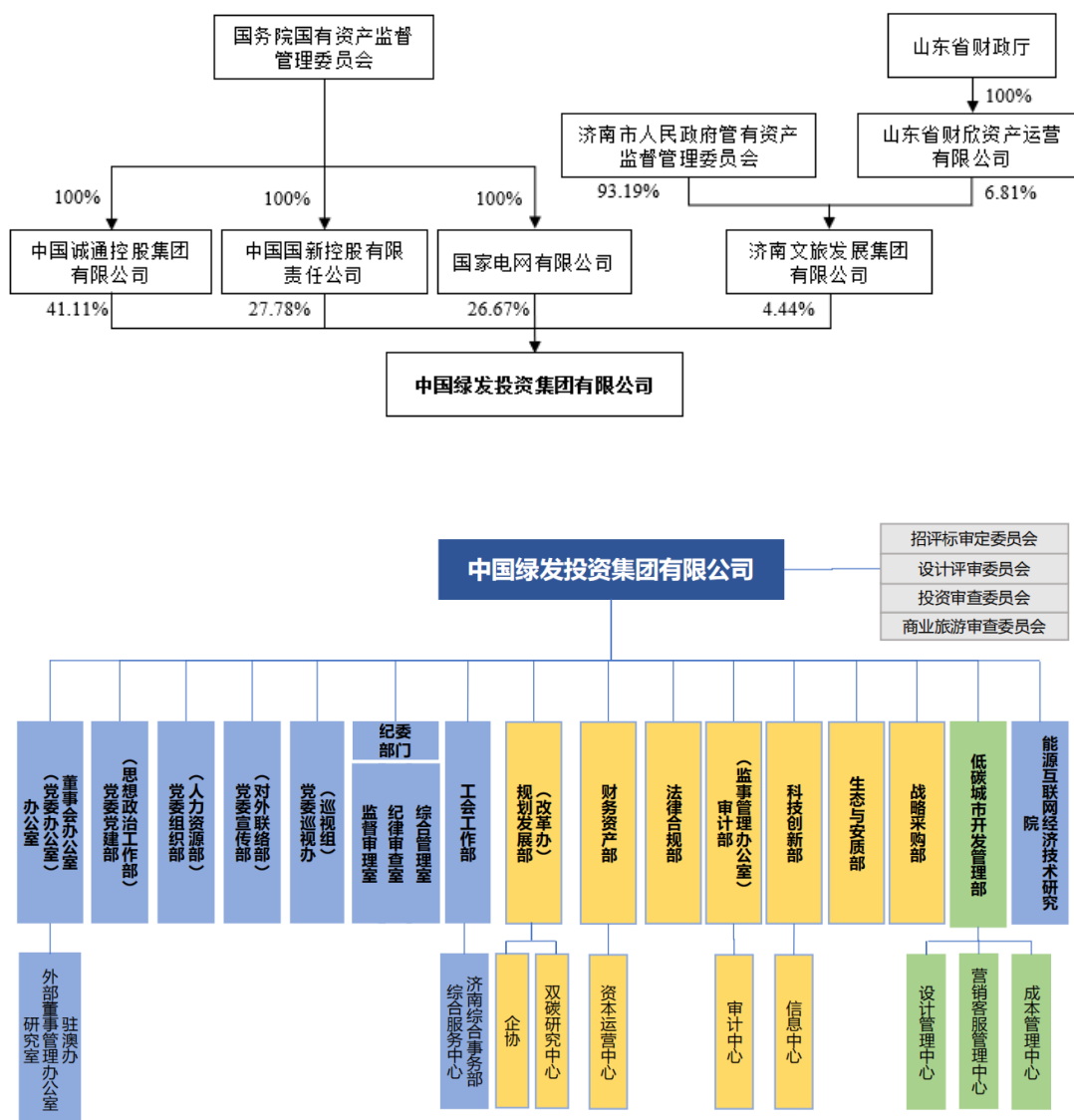
中诚信国际选取了上海金茂投资管理集团有限公司（以下简称“金茂投资”）、大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城”，000031.SZ）和中国铁建房地产集团有限公司（以下简称“铁建房地产”）作为中国绿发的可比公司，上述三家企业与公司在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，中国绿发在规模和项目储备方面处于同行业同级别的中游水平，全口径销售金额虽低于可比企业，但资产规模较大悦城控股和铁建房地产相当。经营稳健度方面，中国绿发投资策略稳健，同时融资渠道顺畅，在融资成本方面具有一定优势，经营稳健度处于可比公司中上游水平。中国绿发的财务杠杆在同行业中处于较低水平，其中货币资金对短期债务覆盖倍数远优于可比企业，债务期限结构良好。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国绿发投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 绿发 01”和“23 绿发 01”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国绿发投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国绿发投资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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,426,864.29	2,792,460.03	3,167,707.59	3,122,462.28
其他应收款	266,570.70	142,057.47	216,481.91	157,795.90
存货	9,106,474.44	9,359,195.93	8,820,719.39	8,670,905.93
长期投资	615,531.39	671,367.96	415,403.31	410,181.25
固定资产	3,281,647.83	3,395,129.98	3,480,956.31	3,485,013.87
在建工程	964,042.56	907,585.44	1,236,226.84	1,229,402.90
无形资产	1,058,488.55	912,085.79	910,911.87	909,847.44
投资性房地产	898,378.35	983,962.28	924,328.84	907,542.99
资产总计	19,466,280.20	21,963,989.07	21,830,597.03	21,589,372.79
预收款项	2,028,638.30	2,210,346.98	2,137,757.97	1,874,953.77
其他应付款	416,051.54	368,560.80	340,088.27	329,365.83
短期债务	553,247.85	513,118.78	765,242.28	620,797.21
长期债务	5,941,906.46	6,501,352.33	5,948,119.28	6,463,121.36
总债务	6,495,154.31	7,014,471.11	6,713,361.55	7,083,918.57
净债务	5,142,547.20	4,328,862.35	3,698,221.72	4,104,867.08
负债合计	11,302,156.31	12,246,231.51	11,893,423.62	11,557,389.80
所有者权益合计	8,164,123.89	9,717,757.56	9,937,173.41	10,031,982.99
利息支出	255,800.00	291,253.29	296,691.94	--
营业总收入	3,199,823.43	3,452,261.85	2,905,364.11	995,946.93
经营性业务利润	276,427.16	259,975.28	20,731.20	135,593.81
投资收益	103,953.69	214,380.85	883,785.10	332.50
净利润	169,283.91	538,863.66	319,948.59	92,339.60
EBIT	409,315.01	244,911.52	155,841.09	--
EBITDA	656,841.03	533,195.34	455,749.44	--
销售商品、提供劳务收到的现金	3,045,093.90	3,684,004.30	2,863,031.81	778,124.98
经营活动产生的现金流量净额	-126,359.62	418,164.89	433,186.43	-193,880.81
投资活动产生的现金流量净额	-778,984.40	-150,809.30	565,644.34	-104,402.63
筹资活动产生的现金流量净额	1,105,238.93	1,065,692.89	-669,336.10	286,337.29
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	32.11	36.39	28.86	39.11
期间费用率（%）	17.46	19.51	23.39	14.79
EBITDA 利润率	20.53	15.44	15.69	--
净利润率（%）	5.29	15.61	11.01	9.27
净资产收益率（%）	2.05	6.03	3.26	3.70*
存货周转率（X）	0.25	0.24	0.23	0.28*
资产负债率（%）	58.06	55.76	54.48	53.53
总资本化比率（%）	44.31	41.92	40.32	41.39
净负债率（%）	62.99	44.55	37.22	40.92
短期债务/总债务（%）	8.52	7.32	11.40	8.76
非受限货币资金/短期债务（X）	2.44	5.23	3.94	4.80
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.06	0.02	0.02	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.69	0.25	0.18	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.49	1.44	1.46	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	2.13	1.90	2.34	2.28*
总债务/EBITDA（X）	9.89	13.16	14.73	--
EBITDA/短期债务（X）	1.19	1.04	0.60	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.57	1.83	1.54	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用；3、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	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
经营效率	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
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
现金流	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
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 利息保障 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。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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