

# 中国电建地产集团有限公司 2016 年公开发行公司 债券（第一期）（面向合格投资者）跟踪评级报告 （2020）

---

项目负责人：石 烁 [sshi@ccxi.com.cn](mailto:sshi@ccxi.com.cn)

项目组成员：王钰莹 [yywang01@ccxi.com.cn](mailto:yywang01@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 24 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1629 号

## 中国电建地产集团有限公司：

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 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“16 电建 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

**评级观点：**中诚信国际维持中国电建地产集团有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“16 电建 01”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。中诚信国际肯定了公司能够持续获得较强的股东支持、区域布局有所优化、融资渠道畅通等方面优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、债务规模增长，公司杠杆比率持续上升并处于较高水平、重大资产重组事项带来的不确定性等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

电建地产（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	984.10	1,226.76	1,437.04	1,502.42
所有者权益合计（亿元）	163.83	201.97	238.19	258.42
总负债（亿元）	820.27	1,024.79	1,198.85	1,244.01
总债务（亿元）	456.57	500.73	641.70	688.39
营业总收入（亿元）	185.58	202.12	236.96	37.54
净利润（亿元）	9.51	12.48	6.76	0.96
EBITDA（亿元）	19.76	25.94	24.77	--
经营活动净现金流（亿元）	24.67	6.58	-154.85	-17.33
营业毛利率(%)	19.53	22.02	18.83	19.16
净负债率(%)	209.31	186.55	230.83	215.26
总债务/EBITDA(X)	23.10	19.30	25.91	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.73	0.73	1.13	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；为计算有息债务，中诚信国际将各期发行的超短期融资券从其他流动负债调整至短期债务，将长期应付款中计息部分调整至长期债务。

### 正面

■ **持续获得较强的股东支持。**作为中国电力建设集团有限公司（以下简称“电建集团”）旗下房地产板块的主要运营主体，公司在土地资源获取及资金等方面持续得到股东电建集团的有力支持。

■ **区域布局有所优化。**公司持续优化调整区域布局，在北京、武汉、重庆、成都等一、二线城市深耕并新增多个地块。截至 2020 年 3 月末，公司位于一、二线城市的土地储备面积占比超过 90%。

■ **融资渠道畅通。**公司一直保持着良好的银企关系，截至

### 同行业比较

2019 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)
信达地产	333	986.05	95.12	1.06	1.93	194.78	13.12	0.22
广宇发展	104	699.15	132.70	0.42	1.62	229.87	13.67	0.25
电建地产	373	1,437.04	230.83	0.82	2.97	236.96	2.85	0.21

注：“信达地产”为“信达地产股份有限公司”简称；“广宇发展”为“天津广宇发展股份有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
16 电建 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	20.00	20.00	2016/01/26~2021/01/26

2019 年末，公司仍有一定规模未使用授信额度；此外公司还控股上市公司南国置业股份有限公司（以下简称“南国置业”，股票代码：SZ.002305），具有畅通的融资渠道。

### 关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收窄，环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **债务规模增长，杠杆比率持续上升并处于较高水平。**随着土地储备规模扩大及开发项目增加，公司外部融资保持在较大规模，债务规模和杠杆率持续增长，杠杆处于较高水平。

■ **重大资产重组事项带来的不确定性。**2020 年 6 月 12 日，公司公告称，南国置业拟通过向公司全体股东非公开发行股份及支付现金的方式，对其进行吸收合并，电建地产将注销法人资格。中诚信国际将持续关注此次重大资产重组事项的进展情况及其对公司业务发展的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，中国电建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。

■ **可能触发评级上调因素。**股东支持力度显著增强；签约销售金额大幅提升，行业地位明显增强，偿债指标显著改善。

■ **可能触发评级下调因素。**股东背景及支持力度发生显著不利变化、销售回款等经营性现金流对土地储备等支出覆盖持续偏弱导致杠杆比例显著上升，盈利能力大幅弱化。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

中国电建地产集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）（债券简称：“16 电建 01”、债券代码：“136155”）于 2016 年 1 月 26 日发行，发行规模为人民币 20 亿元，到期日为 2021 年 1 月 26 日，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。截至 2020 年 3 月末，“16 电建 01”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。

从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延

续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

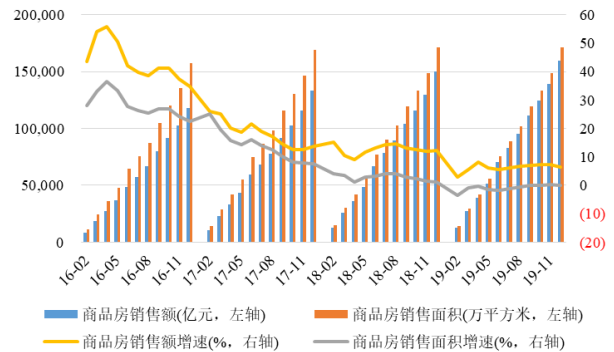
## 近期关注

### 2019年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019年，全国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.5%，增速下滑5.7个百分点。商品房销售价格方面，2019年，70个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。

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

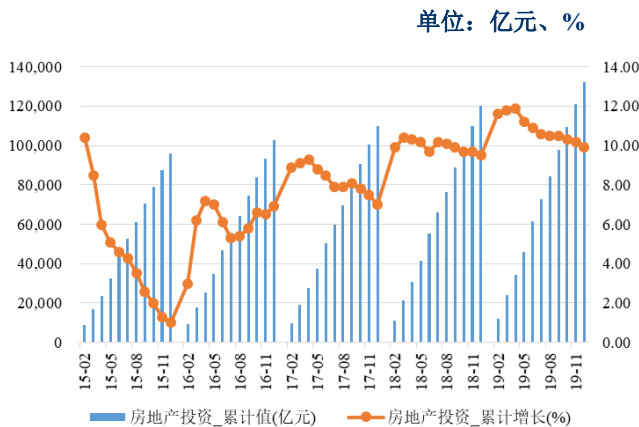
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米，同比下降4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

### 受融资环境紧缩的影响，2019年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元，其中住宅投资同比增长13.9%至9.71万亿元。

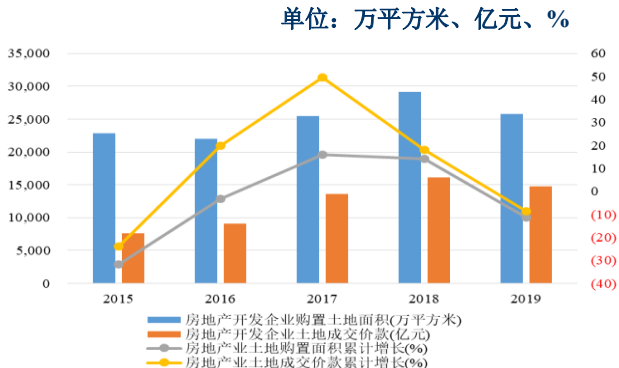
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4% 和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台<sup>1</sup>，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到

<sup>1</sup> 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的趋势。

期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

### 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。

具体来看，2019 年 TOP 3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP 31~50 和 TOP 51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 国内房企权益销售金额集中度

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

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，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，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。

## 新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市政府先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

## 南国置业拟对公司进行合并吸收，目前仍存在不确定性，需关注此次重大重组事项的进展情况及对公司未来发展的影响

2020年6月5日，公司间接控股股东中国电力建设股份有限公司（以下简称“中国电建”）发布了《关于下属间接控股子公司筹划重大资产重组的提示性公告》称，中国电建下属间接控股子公司南国置业正在筹划重大资产重组事项，南国置业拟通过向电建地产全体股东，即中国电建、中电建建筑集团有限公司非公开发行股份及支付现金的方式，对南国置业控股股东电建地产进行吸收合并，并募集配套资金。吸收合并完成后，电建地产将注销法人资格，由南国置业作为存续主体，中国电建将成为南国置业的控股股东。目前本次重组仍处于筹划

阶段，交易各方尚未签署正式的交易协议，交易对价尚不确定。

中诚信国际认为，此次重大资产重组事项仍存在不确定性，中诚信国际将持续关注上述事项的进展情况及对公司未来经营和整体信用状况的影响。

## 2019年公司销售金额同比小幅增长，北京及武汉区域销售贡献度较高；受疫情影响，2020年一季度销售业绩大幅下滑

2019年公司积极落实“4+8+N”的区域战略布局，目前已形成以北京、上海、广州和深圳4个一线城市，以南京、武汉、杭州、成都、重庆、济南、郑州和西安8个核心二线城市，以及其他机会性城市（如天津、佛山等）构成的区域战略布局。

项目建设方面，近年来公司开发力度呈上升态势。2019年，公司新开工规模有所增长，且当期达到竣工条件项目增加，公司竣工规模同比大幅上升。截至2019年末，公司在建面积为829.16万平方米，主要分布于北京、武汉、杭州、南京、成都等地。

表 2：公司房地产开发运营情况（单位：万平方米）

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
新开工面积	260.95	275.94	415.11	49.43
竣工面积	139.71	102.59	234.05	12.15

注：以上开发数据为并表口径数据；包含南国置业数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年以来，虽然公司推盘项目规模同比下降，但得益于推盘项目单价同比上升，带动公司销售金额同比小幅增长。2020年一季度，在新冠肺炎疫情疫情影响下，公司销售金额及销售面积分别同比大幅下滑76.38%和58.40%。结算方面，2019年公司结算金额保持增长态势，其中武汉、北京、南京和成都地区占比较高。

表 3：公司销售及结算情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
销售面积	176.08	246.06	185.30	8.30
销售金额	297.86	318.28	323.20	12.70
销售均价	1.69	1.29	1.74	1.53



结算金额	185.58	202.12	236.96	37.54
------	--------	--------	--------	-------

注：销售数据为并表项目全额和参股项目权益部分的总和；包含南国置业数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域来看，2019年公司房地产开发项目分布在北京、武汉、成都及南京等一、二线城市，其中北京销售占比明显提升。2019年，得益于公司在武汉地区<sup>2</sup>项目储备的扩充，武汉销售占比进一步提升。受疫情影响，2020年一季度公司销售业绩出现较大幅度下滑，中诚信国际将关注疫情对公司短期内开发、销售及回款的影响。

**表 4：2019 年公司销售区域分布情况**

城市	销售金额（亿元）	销售金额占比
北京	104.73	32.40%
武汉	73.97	22.89%
成都	32.16	9.95%
南京	31.18	9.65%
重庆	21.74	6.73%
郑州	12.94	4.00%
广州	9.90	3.06%
西安	8.03	2.48%
长沙	5.93	1.83%
贵阳	4.86	1.51%
天津	4.15	1.28%
深圳	3.89	1.20%
绵阳	1.25	0.39%
抚顺	1.21	0.37%
佛山	1.19	0.37%
其他	6.06	1.87%
<b>合计</b>	<b>323.20</b>	<b>100.00%</b>

注：销售数据为并表项目全额和参股项目权益部分的总和；包含南国置业数据；其他为公司尾盘销售项目合计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2019 年以来公司新增储备规模较大，土地储备区域布局持续优化；同时在建及拟建项目投资规模较大，公司未来或将面临一定资金支出压力

2019年以来，公司以招拍挂方式在长沙、北京、西安、深圳、郑州等一、二线城市新增13个项目，新增计容建筑面积共207.18万平方米。此外，公司还通股权收购方式在武汉地区获取项目储备。2019年3月，公司以25.85亿元收购武汉地产控股有限公

<sup>2</sup> 武汉地区项目销售主要包括南国置业以及 2019 年新收购的项目。

司（以下简称“武汉地产”）子公司武汉城开房地产开发有限公司（以下简称“武汉城开”）29.74%的股权和武汉统建城市开发有限责任公司（以下简称“武汉统建”）42.84%的股权。武汉城开和武汉统建系武汉地产旗下负责商品房开发销售业务的核心子公司，主要负责开发二七城市广场、天汇龙城、汇悦天地等位于武汉市的房地产项目，计容建筑面积共535.27万平方米，归属于公司的权益比例较低。

从土地储备情况来看，截至2020年3月末，公司土地储备较为充沛。区域布局来看，公司储备项目主要分布于武汉、重庆和北京。从土地储备的能级情况来看，公司在一、二线城市的土地储备面积占比超过90%，土地储备区域布局持续优化。

**表 5：截至 2020 年 3 月末公司主要土地储备区域分布明细**

城市	土地储备（万平方米）	面积占比
武汉	143.40	19.11%
重庆	119.11	15.87%
北京	86.27	11.49%
成都	53.49	7.13%
郑州	50.73	6.76%
南京	47.15	6.28%
荆州	33.07	4.41%
西安	30.77	4.10%
济南	30.22	4.03%
佛山	26.53	3.53%
深圳	25.45	3.39%
天津	24.09	3.21%
广州	16.31	2.17%
贵阳	15.21	2.03%
长沙	11.93	1.59%
杭州	11.29	1.50%
上海	7.84	1.04%
安康	6.14	0.82%
绵阳	4.02	0.54%
抚顺	3.92	0.52%
苏州	3.40	0.45%
唐山	0.21	0.03%
<b>合计</b>	<b>750.55</b>	<b>100.00%</b>

注：不含武汉收购项目；土地储备面积为在建、竣工及未开工项目未售面积的总和。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为，公司在建及拟建项目未来投**

资规模较大，三年内计划投资支出超过1,500亿元，相较于公司目前的销售及回款规模，或将面临一定资金支出压力。

## 财务分析

以下分析主要基于中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017~2018年度审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>3</sup>审计并出具标准无保留意见的2019年度审计报告及公司提供未经审计的2020年一季度财务报告，各期数据均采用报告期末数。为计算有息债务，中诚信国际将各期发行的超短期融资券从其他流动负债调整至短期债务，将长期应付款中计息部分调整至长期债务。

### 2019年南国置业经营亏损导致公司营业毛利率同比下降，期间费用管控能力同比弱化叠加大规模资产减值损失对利润形成侵蚀，公司盈利能力受到一定影响

2019年可结转项目同比增多带动公司营业总收入同比增长。同年由于南国置业部分结转项目亏损，商业地产毛利率显著下降。此外，2019年末公司预收账款为320.74亿元，可为公司未来收入的增长提供一定保障。2020年第一季度，在新冠疫情影响下，公司营业总收入同比下降23.75%。

表 6：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(%)

项目	2017	2018	2019
住宅地产	153.92	161.81	173.28
商业地产	31.66	40.31	63.69
<b>营业总收入</b>	<b>185.58</b>	<b>202.12</b>	<b>236.96</b>
项目	2017	2018	2019
住宅地产	20.21	24.35	24.51
商业地产	16.22	12.67	3.37
<b>营业毛利率</b>	<b>19.73</b>	<b>22.02</b>	<b>18.83</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年随推盘销售项目及业务规模扩张，2019年公司销售费用和管理费用整体均有所增长；受债务规模增长影响，公司财务费用亦显著上升。2019年公司期间费用管控能力同比弱化，但仍处于较优

<sup>3</sup> 前任事务所服务到期更换。

水平。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	4.57	4.39	4.75	0.47
管理费用（含研发费用）	2.88	3.10	3.60	1.08
财务费用	1.45	0.07	2.84	-0.07
期间费用合计	8.90	7.56	11.20	1.48
期间费用率	4.80	3.74	4.73	3.94
经营性业务利润	14.38	22.32	19.49	5.15
资产减值损失	0.55	6.97	9.21	3.09
投资收益	1.22	1.59	3.49	0.33
利润总额	15.15	17.12	13.85	2.41
净利润	9.51	12.48	6.76	0.96
净利润率	5.12	6.17	2.85	2.56

注：信用减值损失计入资产减值损失

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2019年受结转项目毛利率下降及期间费用率上升影响，经营性业务利润小幅下降。随着合联营项目逐步进入结算周期，2019年公司投资收益有所上升。受市场环境影响，佛山项目销售价格低于预期，2019年公司对佛山电建泛瀑公馆及泛悦公馆等项目计提5.58亿元存货减值准备，加之公司对其他应收款按照新金融工具准则计提信用减值损失，导致当年资产减值损失升至9.21亿元，对公司利润形成侵蚀。从盈利指标来看，2019年以来公司利润及净利润率明显下降，盈利能力有所下滑。

### 2019年公司仍处于扩张阶段，融资需求旺盛，财务杠杆有所上升；少数股东权益占比上升较快

随着房地产业务规模的持续扩大，公司资产规模保持增长态势。资产构成方面，公司流动资产占比较高，2019年末为93.24%。具体来看，公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。公司存货随着项目持续投入稳步增长；随着公司合作项目增加，使得2019年以来其他应收款显著上升；受公司销售回款减少及项目投入增加影响，2019年末公司货币资金有所下降。公司非流动资产以长期股权投资为主，随着对合联营企业的投资增加保持上升态势。此外，截至2019年末，公司以南国置业为主的商誉为7.49亿元。

随着开发项目的增加和土地储备规模的扩大，

2019年末公司负债规模亦有所上升；除有息债务外，公司负债主要由预收款项、应付账款和其他应付款构成。具体来看，受结转项目增加影响，2019年末公司预收款项规模有所下降。受房地产项目增多、应付工程款增加影响，2019年末应付账款持续增长。随着合作项目的增加，集团外部股东融资规模大幅增长，加之应付关联方往来款规模上升，使得同期末公司其他应付款同比大幅增长。

所有者权益方面，公司所有者权益随着少数股东权益大幅上升而快速增长。截至2019年末，公司实收资本、以永续债为主的其他权益工具及少数股东权益占比分别为34.98%、16.67%和46.56%。随着并表合作项目的增长，公司少数股东权益占所有者权益的比例大幅上升，对权益结构稳定性产生一定影响。

**表 8：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	113.66	123.95	91.88	132.11
存货	698.75	853.30	1,017.45	1,033.98
其他应收款	49.69	99.70	189.46	161.31
长期股权投资	25.87	29.86	45.20	78.71
<b>总资产</b>	<b>984.10</b>	<b>1,226.76</b>	<b>1,437.04</b>	<b>1,502.42</b>
预收款项	276.20	372.75	320.74	274.58
应付账款	32.77	54.42	74.02	65.45
其他应付款	41.90	89.53	150.38	182.19
<b>总负债</b>	<b>820.27</b>	<b>1,024.79</b>	<b>1,198.85</b>	<b>1,244.01</b>
其他权益工具	29.77	39.72	39.72	55.72
少数股东权益	57.87	73.63	110.89	112.72
<b>所有者权益</b>	<b>163.83</b>	<b>201.97</b>	<b>238.19</b>	<b>258.42</b>
资产负债率	83.35	83.54	83.43	82.80
净负债率	209.31	186.55	230.83	215.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，受地产开发业务规模的扩张，公司保持较大的外部融资需求，2019年净负债率有所上升；若将永续中期票据计入债务，公司净负债率为247.51%，财务杠杆比率处于较高水平。

## 2019年末公司存货规模保持增长，其中开发产品占比有所提升，部分项目去化周期较长，资产周转效率有待提升

2019年公司项目开发及储备规模持续扩大，流动资产规模保持上升态势。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，截至2019年末，分别占流动资产资产的75.94%、6.86%和14.14%。

**表 9：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
流动资产/总资产	67.00	67.06	68.26	68.51
存货/流动资产	76.36	74.28	75.94	75.35
货币资产/流动资产	12.42	10.79	6.86	9.63
其他应收款/流动资产	5.43	8.68	14.14	11.76
（存货+货币资金）/流动资产	88.79	85.07	82.79	84.98
开发成本	560.5	730.15	852.13	--
开发成本/存货	80.21	85.57	83.75	--
开发产品	138.17	122.74	174.23	--
开发产品/存货	19.77	14.38	17.12	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

项目开发成本的持续投入推动公司存货规模保持增长，在流动资产中占比维持高位。公司存货中开发成本占比较高，2019年末开发成本占存货账面价值的比重为83.75%；同期末开发产品规模和占比均有所上升，主要因部分成都、武汉项目受市场变化影响去化不达预期所致。其他应收款方面，随着合作项目的增加，同期末公司其他应收款占比显著上升，其中前五大单位应收金额合计占比为54.93%；当期计提坏账准备金额2.71亿元，需关注公司应收款项后续的回收情况。

资产周转效率方面，2019年公司总资产及存货周转率保持稳定，资产周转效率仍有待提升。由于公司项目开发周期较长，存货周转率和总资产周转率均处于较低水平，其整体周转效率有待进一步提升。

**表 10：近年来公司周转率相关指标（次/年）**

	2017	2018	2019
存货周转率	0.22	0.20	0.21
总资产周转率	0.20	0.18	0.18

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 2019 年公司经营获现能力下降，随着项目投入增加，外部融资保持在较大规模；随着长期债务临近到期，2019 年以来货币资金对短期债务覆盖能力减弱

从现金获取能力来看，2019 年受并表项目回款规模下降影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所下降；同时受公司并表土地及项目投入增加影响，当年经营活动净现金流呈大幅净流出状态。2019 年公司收回部分关联企业融资款，投资活动净现金流规模有所下降。随着不断获取项目以及在建项目的投入，外部融资需求较高，2019 年筹资活动净现金流大幅提升。

随着公司拿地及项目建设的投入，2019 年末公司债务规模进一步增至 641.70 亿元。同期末公司短期债务占总债务的比重为 22.00%，近年来较为稳定，以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配，债务期限结构合理。根据公司未来一年内到期债务金额、投资及营运需求，公司计划融资 200 多亿，债务规模或将进一步增长。

2019 年受公司盈利能力同比下滑及债务上升的影响，公司 EBITDA 及经调整的 EBIT 相关偿债指标同比弱化。受并表销售回款下降影响，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力亦有所下滑。从短期偿债能力来看，2019 年末，随着公司项目投资支出需求增加及长期债务临近到期，短期债务有所增长，货币资金不能有效覆盖短期债务。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
销售商品、提供劳务收到的现金	257.79	302.01	216.09	14.70
经营活动净现金流	24.67	6.58	-154.85	-17.33
投资活动净现金流	-63.80	-55.43	-35.28	-31.87
筹资活动净现金流	20.31	58.28	158.69	89.54
总债务	456.57	500.73	641.70	688.39
短期债务	106.73	111.69	141.15	134.05
EBITDA	19.76	25.94	24.77	--
总债务/EBITDA	23.10	19.30	25.91	--
EBITDA 利息倍数	0.73	0.73	1.13	--
货币资金/短期债务	1.06	1.11	0.65	0.99

总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.77	1.66	2.97	11.71*
经调整 EBIT 利息倍数	1.56	1.48	1.63	--

注：带\*指标已经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司拥有一定备用流动性，受限资产比例较低，或有负债风险可控

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2019 年末，公司及合并报表子公司取得的银行授信总额为 1,031.15 亿元，未使用授信余额为 272.73 亿元；此外，公司控股上市公司南国置业作为其商业运营管理平台，融资渠道较为畅通。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 185.47 亿元，占当期末总资产的比例为 12.91%；包括存货 160.56 亿元、固定资产 18.64 亿元和货币资金 0.70 亿元，主要为公司对外融资提供抵押担保所形成。

或有事项方面，截至 2019 年末，公司无对合并报表范围外的公司提供担保；同期末公司无重大未决诉讼。

**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，2017~2020 年 3 月 31 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

### 公司间接控股股东电建集团背景雄厚，公司作为电建集团旗下唯一房地产开发平台，在项目获取及资金方面持续得到了有力支持

公司间接控股股东电建集团是直属国务院国资委的大型央企，是我国提供水利电力工程及基础设施规划、勘探设计、咨询监理、建设管理及投资运营为一体的综合性建设集团，综合实力极强。作为电建集团旗下房地产板块的主要运营主体，公司凭借电建集团强大的资源优势、技术力量以及资金

支持。近年来股东对公司进行多次增资，截至2019年末注册资本增至90亿元，已实缴83.30亿元。

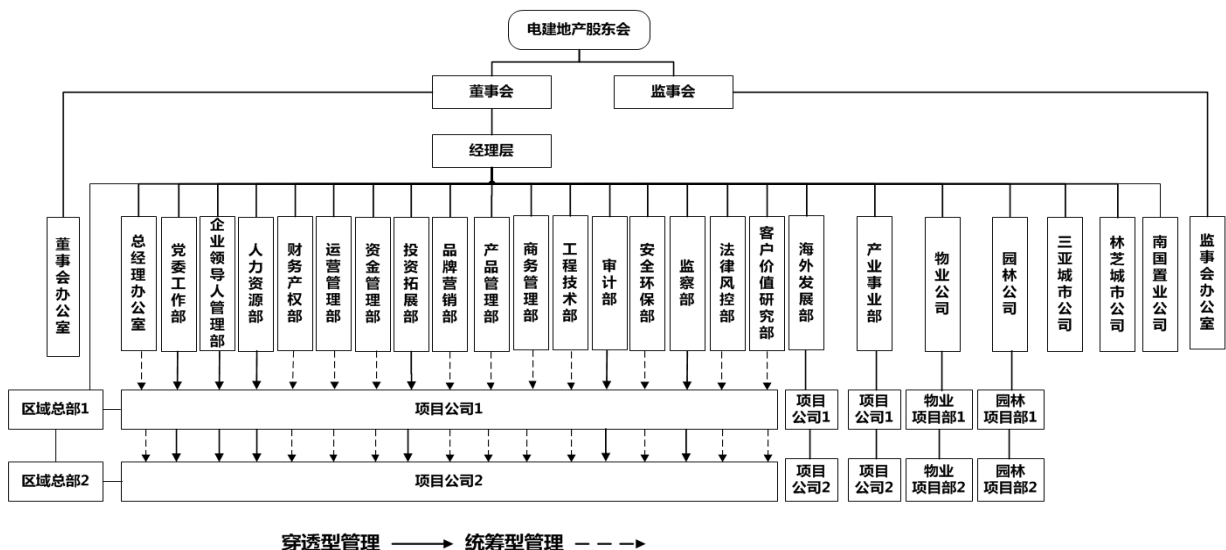
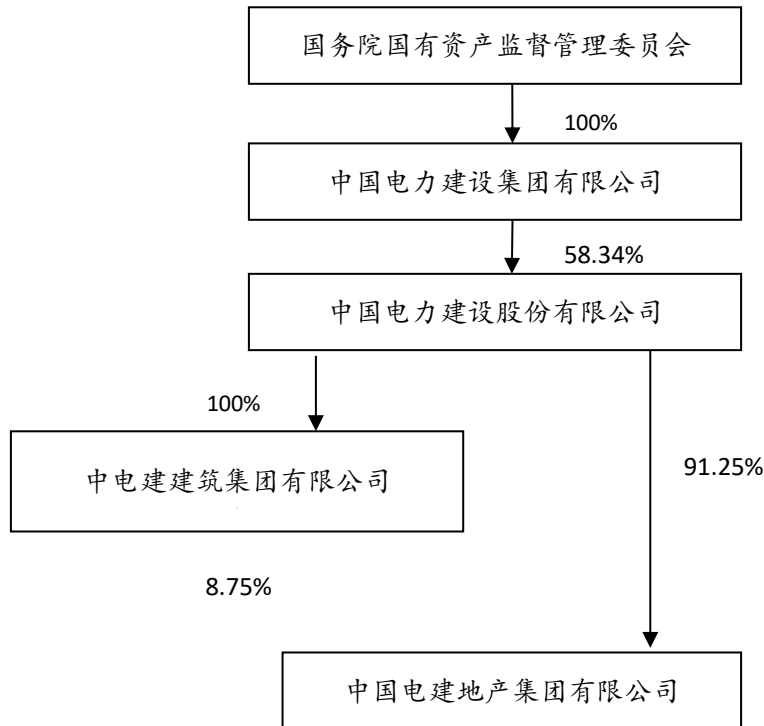
在获取项目方面，公司依托集团内丰富的存量土地资源，根据公司战略布局、积极盘活集团内成员企业存量土地，近年来已落地成都铁塔厂、西安安康、郑州火二、济南辛甸等项目。资金方面，截至2019年末，中国电建<sup>4</sup>为公司提供的股东借款余额为35.5亿元，担保余额为45亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国电建地产集团有限公司的主体信用等级为**AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“16电建01”的信用等级为**AA<sup>+</sup>**。

<sup>4</sup> 截至2019年末，电建股份对电建地产2019年借款授信额度为66亿，担保的额度为70亿。

## 附一：中国电建地产集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：中国电建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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,136,620.85	1,239,476.08	918,848.25	1,321,141.14
其他应收款	496,931.21	996,952.08	1,894,598.80	1,613,052.58
存货净额	6,987,532.24	8,532,997.07	10,174,480.46	10,339,793.00
长期投资	264,965.15	298,868.50	452,020.92	787,060.14
固定资产	223,609.28	218,250.71	227,576.46	225,241.15
在建工程	--	--	--	--
无形资产	56,621.63	55,073.14	53,301.61	53,017.53
投资性房地产	53,929.88	52,102.07	50,274.27	49,817.32
总资产	9,841,021.30	12,267,602.84	14,370,378.40	15,024,233.06
预收款项	2,761,965.51	3,727,541.60	3,207,443.41	2,745,792.66
其他应付款	419,032.92	895,263.29	1,503,774.58	1,821,871.54
短期债务	1,067,330.83	1,116,935.87	1,411,504.07	1,340,472.34
长期债务	3,498,407.44	3,890,366.99	5,005,471.26	5,543,406.71
总债务	4,565,738.27	5,007,302.87	6,416,975.33	6,883,879.05
净债务	3,429,117.42	3,767,826.79	5,498,127.08	5,562,737.91
总负债	8,202,687.32	10,247,886.36	11,988,492.83	12,440,059.82
费用化利息支出	34,683.44	74,621.99	95,067.99	--
资本化利息支出	236,965.55	278,506.25	124,708.47	--
所有者权益合计	1,638,333.99	2,019,716.48	2,381,885.57	2,584,173.24
营业总收入	1,855,784.14	2,021,195.15	2,369,644.32	375,359.29
经营性业务利润	143,781.88	223,156.83	194,879.56	51,486.82
投资收益	12,239.45	15,922.46	34,905.27	3,337.16
净利润	95,103.30	124,762.00	67,623.13	9,617.16
EBIT	186,194.72	245,870.38	233,572.07	--
EBITDA	197,612.22	259,442.15	247,704.61	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,577,871.43	3,020,068.02	2,160,872.31	146,970.42
经营活动产生现金净流量	246,716.85	65,792.64	-1,548,527.58	-173,345.85
投资活动产生现金净流量	-637,982.47	-554,345.28	-352,761.45	-318,717.04
筹资活动产生现金净流量	203,058.89	582,779.16	1,586,858.04	895,440.19
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	19.53	22.02	18.83	19.16
期间费用率(%)	4.80	3.74	4.73	3.94
EBITDA 利润率(%)	10.65	12.84	10.45	--
净利润率(%)	5.12	6.17	2.85	2.56
总资产收益率(%)	2.02	2.22	1.75	--
存货周转率(X)	0.22	0.20	0.21	0.12*
资产负债率(%)	83.35	83.54	83.43	82.80
总资本化比率(%)	73.59	71.26	72.93	72.71
净负债率(%)	209.31	186.55	230.83	215.26
短期债务/总债务(%)	23.38	22.31	22.00	19.47
经营活动净现金流/总债务(X)	0.05	0.01	-0.24	-0.10*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.23	0.06	-1.10	-0.52*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.91	0.19	-7.05	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.77	1.66	2.97	11.71*
总债务/EBITDA(X)	23.10	19.30	25.91	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.23	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.73	0.73	1.13	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	1.56	1.48	1.63	--

注：为计算有息债务，中诚信国际将各期发行的超短期融资券从其他流动负债调整至短期债务，将长期应付款中计息部分调整至长期债务；2020年第一季报未经审计；带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	=净利润/营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。



## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。