

绿城房地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：蒋 滕 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘旭冉 xrliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 16 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）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 [2021]跟踪 0696 号

绿城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最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 绿城 03”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十六日

评级观点：中诚信国际维持绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城集团”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 绿城 03”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东在经营管理以及融资等方面对公司的有力支持，公司在杭州、浙江地区很强的区域竞争力和产品认可度，土地储备充足，销售业绩大幅增长，畅通的融资渠道等优势。同时，中诚信国际也关注房地产调控政策，合联营企业往来款以及对关联方担保规模较大，盈利水平有待提升等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

概况数据

绿城集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,569.64	3,189.04	3,956.37	4,357.35
所有者权益合计（亿元）	413.37	572.51	747.90	774.50
总负债（亿元）	2,156.26	2,616.53	3,208.47	3,582.86
总债务（亿元）	667.42	749.93	966.36	1,061.45
营业总收入（亿元）	496.69	515.02	580.36	55.26
净利润（亿元）	29.25	46.12	47.92	2.90
EBITDA（亿元）	54.46	77.33	82.45	--
经营活动净现金流（亿元）	-213.61	-86.06	-29.42	-95.00
营业毛利率（%）	22.38	25.33	24.20	23.88
净负债率（%）	64.57	51.60	49.47	68.33
总债务/EBITDA（X）	12.26	9.70	11.72	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.10	1.59	1.22	--

注：中诚信国际将 2018 年末“其他流动负债”中有息债务调入短期债务，2018 年末、2020 年末及 2021 年 3 月末“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务。

正面

■ **股东方持续有力的支持。**中国交通建设集团有限公司（以下简称“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，系绿城中国控股有限公司（以下简称“绿城中国”）第一大股东；公司作为绿城中国房地产开发运营的主要平台，在经营管理和融资等多个方面得到中交集团的持续支持。

■ **很强的区域竞争力和产品认可度。**公司以杭州为立足点，向浙江省内其他城市拓展，跟踪期内在浙江省房地产市场及杭州市房地产市场销售份额位居前列，继续保持很强的区域竞争力和品牌认可度。

■ **销售业绩大幅增长。**凭借在高端住宅领域的品牌认可度及持

同行业比较

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	净负债率（%）	货币资金/短期债务(X)	全口径签约销售金额（亿元）	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)
中国金茂*	3,877.56	47.23	1.72	2,311	600.54	10.32	0.29	--
绿城中国*	4,142.82	63.84	2.01	2,892	657.83	8.76	0.24	--
远洋集团*	2,596.89	54.75	1.69	1,310	565.11	8.29	0.54	--
绿城集团	3,956.37	49.47	2.38	2,092	580.36	8.26	0.21	0.95

注：“远洋集团”为“远洋集团控股有限公司”简称，证券代码 03377.HK；“中国金茂”为“中国金茂控股集团有限公司”简称，证券代码 00817.HK；“绿城中国”为“绿城中国控股有限公司”简称，证券代码 03900.HK。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。带“*”公司财务报表按照香港会计准则编制。

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	债券余额	存续期	特殊条款
15 绿城 03	AAA	AAA	2020-05-11	20 亿元	15.61 亿元	2015/9/16~2022/9/16	调整票面利率、回售

续领先的产品品质，公司在以杭州为核心的浙江区域继续保持着领先的市场占有率，2020 年公司实现合同销售金额 2,092.45 亿元，同比增长 58.52%。

■ **土地储备充足。**2020 年公司拿地力度有所加大，截至 2020 年末，公司项目储备面积为 4,895.92 万平方米，可对其未来销售业绩的提升提供保障。

■ **畅通的融资渠道。**公司作为港股上市公司绿城中国房地产开发运营的主要平台，与金融机构保持良好合作关系，2020 年末备用流动性充裕，继续保持畅通的融资渠道。

关注

■ **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **合联营企业往来款以及对关联方担保规模较大。**随着公司业务规模的扩张，合联营企业及项目明显增多，与其往来款规模较大，2020 年公司对其他应收款计提一定减值准备；此外，2020 年末公司对关联方担保余额较大，关联方的经营情况或其信用状况产生影响。

■ **盈利水平有待提升。**由于部分存货和其他应收款计提较大规模减值准备，对公司整体净利润影响较大，公司净利润率水平仍有待提升。

评级展望

中诚信国际认为，绿城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。**股东背景及定位发生显著不利变化，土地储备激进带来杠杆水平大幅上升，盈利能力及现金流平衡能力大幅弱化。

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每年或每半年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

绿城房地产集团有限公司 2015 年公司债券（第二期）分为两个品种，其中品种二（债券简称：“15 绿城 03”、债券代码：“122456”）于 2015 年 9 月 16 日完成发行，发行规模为人民币 20 亿元，发行时票面利率为 5.16%，发行年限为 5+2 年期，到期日为 2022 年 9 月 16 日，剩余规模为 15.61 亿元，票面利率已调整为 3.80%。截至 2020 年末，15 绿城 03 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

宏观经济与政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有

回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国

有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

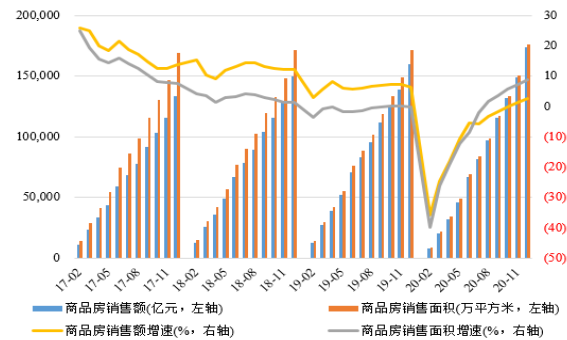
近期关注

2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020 年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020 年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

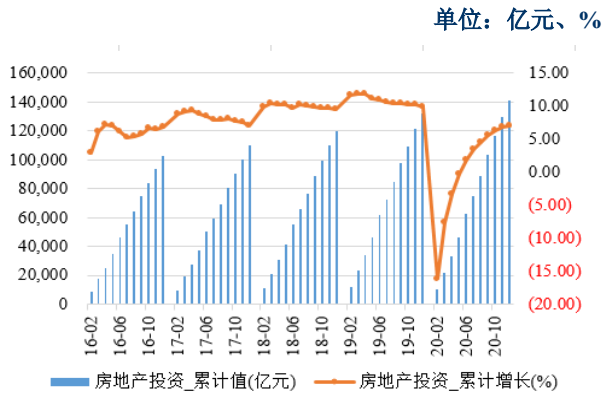
中诚信国际认为，2020 年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过 2019 年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020 年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020 年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自 2016 年以来首次出现负增长；4 月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降 1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5 月房地产开发投资额增速出现负增长；6 月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现 7% 增长。

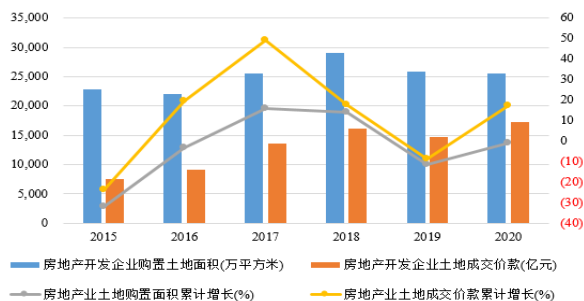
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额
(万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比

融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”

小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

2020 年公司继续坚持“区域聚焦、城市深耕”策略，凭借很强的品牌知名度及产品打造能力，公司保持较快的项目开发节奏，销售业绩大幅增长，并在以杭州为核心的浙江区域继续保持明显竞争优势

绿城集团是国内领先的住宅物业开发企业，在二十多年的发展中，已形成了以浙江省杭州市为主要基地，覆盖长三角经济圈、环渤海经济圈及其他

省会城市的业务布局。作为一家专注于精品、优质产品开发的房地产企业，公司先后开发“桃花源”、“玫瑰园”、“桂花园”等系列产品近 200 项，物业形态涵盖居住物业、保障物业、公用物业、城市综合体、商用物业等，具有丰富的项目开发经验，同时亦确立了“中国高端物业营造专家”的品牌形象。公司坚持以提升客户满意度为首要目标，通过精细化管控、常态化品质督导等措施，确立了“精品物业营造专家”的企业形象，具有很强的品牌影响力。公司总部位于浙江省杭州市，杭州及浙江省内其他城市系公司业务发展的重点区域，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。多年来，公司控股股东绿城中国一直位列浙江省房地产市场及杭州房地产市场销售额前列。

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，2020 年公司保持着较快的项目开发节奏，新开工面积规模和竣工面积规模均提升明显。

表 2：近年来公司开竣工情况（万平方米）

科目	2018	2019	2020	2021.Q1
新开工面积	897.97	926.42	1,286.19	321.75
竣工面积	404.24	537.62	731.43	3.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司加大销售力度及供货节奏，当年签约销售金额 2,092.45 亿元，同比大幅增加 58.52%。同时，公司房地产项目销售区域主要集中于一二线等高能级城市，使得其签约销售均价仍保持在较高水。结转方面，受结转项目结构影响，2020 年公司结算均价小幅增加，结算金额亦保持增长态势。

表 3：近年来公司房地产业务运营情况（万平方米、亿元、元/平方米）

科目	2018	2019	2020	2021.Q1
销售面积	364.12	500.35	796.34	179.29
销售金额	955.24	1,320.02	2,092.45	537.26
销售均价	26,234	26,382	26,276	29,966
结算面积	285.16	228.64	249.25	14.51
结算金额	461.27	458.17	508.83	44.14
结算均价	16,175	20,039	20,414	30,427

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，跟踪期内，公司房地产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。2020年公司房地产业务签约销售来自于全国49个城市，其中排名前五的城市分别为宁波、杭州、北京、西安及上海，合计占比为49.03%，排名前十的城市合计占比为63.90%，区域布局逐渐分散。公司在主要进入城市形成了较为明显的竞争优势，在宁波、西安、杭州、北京和合肥等城市销售排名均位于当地市场前列。

表 4：2020 年公司房地产项目签约销售情况

(万平方米、亿元)

城市及地区	销售面积	占比	销售金额	占比
宁波	96.46	12.11%	306.49	14.65%
杭州	68.38	8.59%	276.67	13.22%
北京	43.20	5.42%	227.98	10.90%
西安	95.31	11.97%	117.68	5.62%
上海	11.16	1.40%	97.11	4.64%
广州	18.16	2.28%	71.78	3.43%
合肥	27.01	3.39%	63.48	3.03%
金华	25.97	3.26%	60.29	2.88%
南通	29.32	3.68%	59.25	2.83%
温州	16.74	2.10%	56.33	2.69%
天津	18.94	2.38%	51.86	2.48%
湖州	27.21	3.42%	49.67	2.37%
义乌	14.32	1.80%	46.89	2.24%
济南	19.65	2.47%	43.16	2.06%
台州	23.08	2.90%	42.38	2.03%
衢州	21.63	2.72%	36.81	1.76%
青岛	11.65	1.46%	36.57	1.75%
重庆	22.05	2.77%	35.41	1.69%
无锡	11.37	1.43%	34.77	1.66%
舟山	16.06	2.02%	32.04	1.53%
苏州	10.94	1.37%	30.90	1.48%
嘉兴	15.42	1.94%	29.41	1.41%
成都	12.02	1.51%	28.65	1.37%
丽水	12.05	1.51%	27.58	1.32%
陵水	8.41	1.06%	25.83	1.23%
福州	8.89	1.12%	22.67	1.08%
佛山	8.86	1.11%	21.65	1.03%
济宁	14.05	1.76%	19.68	0.94%
大连	9.23	1.16%	17.80	0.85%
临安	6.39	0.80%	16.19	0.77%
武汉	7.79	0.98%	15.17	0.73%
沈阳	17.40	2.18%	14.56	0.70%
南京	3.32	0.42%	11.01	0.53%
徐州	5.04	0.63%	9.56	0.46%
乌鲁木齐	7.63	0.96%	8.76	0.42%

郑州	4.54	0.57%	8.36	0.40%
石家庄	3.94	0.50%	6.66	0.32%
新泰	7.03	0.88%	5.97	0.29%
昆明	2.85	0.36%	5.01	0.24%
长沙	2.09	0.26%	4.65	0.22%
常熟	1.86	0.23%	3.82	0.18%
宿迁	1.96	0.25%	3.58	0.17%
嵊州	0.81	0.10%	2.06	0.10%
绍兴	1.38	0.17%	1.73	0.08%
大庆	2.79	0.35%	1.60	0.08%
曲阜	1.05	0.13%	1.30	0.06%
宜春	0.73	0.09%	1.05	0.05%
莱芜*	-	0.00%	0.40	0.02%
黄石	0.20	0.02%	0.23	0.01%
合计	796.24	100.00%	2,092.45	100.00%

*公司2020年销售统计中，莱芜系车位销售，未做销售面积统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司加大收并购力度，土地拓展节奏明显加快；期末项目储备规模持续增加，整体规模充足且较为优质

近年来公司坚持“区域聚焦、城市深耕”的投资战略，坚持重点布局一二线城市及优质三四线城市。2020年，公司加大项目获取力度，全口径新增土地储备建筑面积和新增土地储备金额分别为2,002.96万平方米和1,209.57亿元，同比分别增长64.64%和77.42%。新增土储主要分布于南通、宁波、杭州、西安、沈阳、衢州、盐城、济南、北京和武汉等41个城市，其中通过收并购形式新增土地储备建筑面积926.49万平方米，占当期新增土地储备建筑面积的46.26%。

表 5：近年来公司土地储备情况
(个、万平方米、亿元)

指标	2018	2019	2020
新拓展项目	36	52	83
新增土地储备建筑面积(全口径)	717.46	1,216.55	2,002.96
新增土地储备金额(全口径)	516.58	681.76	1,209.57
期末土地储备建筑面积(全口径)	3,033.01	3,697.58	4,895.92

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司项目储备²总建筑面积为 4,895.92 万平方米，权益项目储备面积 2,680.93 万平方米，主要分布于以浙江为核心的长三角地区、环渤海地区、珠三角地区、成渝地区的 61 个城市。其中，项目储备总建筑面积中位于一二线城市的比重为 55.45%，公司土地储备充足且较为优质。分区域来看，2020 年末公司项目储备中长三角区域占比为 53.83%，其中浙江省占比为 69.39%，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。从具体城市分布看，2020 年末公司项目储备建筑面积占比前五大城市分别为西安、杭州、宁波、南通和北京，合计占比为 36.75%。土地成本方面，截至 2020 年末公司土地储备的平均成本为 6,721 元/平方米，相较于近年销售均价，具有较明显的土地成本优势。

表 6: 截至 2020 年末公司项目储备区域分布情况

(万平方米)

城市	项目储备总面积	占比	项目储备权益面积	占比
西安	444.01	9.07%	310.52	11.58%
杭州	437.70	8.94%	275.93	10.29%
宁波	367.87	7.51%	189.33	7.06%
南通	354.65	7.24%	191.99	7.16%
北京	195.14	3.99%	93.34	3.48%
武汉	171.99	3.51%	80.58	3.01%
济南	146.07	2.98%	84.65	3.16%
天津	142.22	2.91%	82.29	3.07%
舟山	115.33	2.36%	51.80	1.93%
温州	114.41	2.34%	44.57	1.66%
台州	108.80	2.22%	58.13	2.17%
沈阳	106.90	2.18%	37.41	1.40%
佛山	106.68	2.18%	35.78	1.33%
大连	106.03	2.17%	60.36	2.25%
衢州	103.84	2.12%	55.52	2.07%
盐城	96.83	1.98%	51.77	1.93%
德清	96.50	1.97%	64.26	2.40%
苏州	89.15	1.82%	51.67	1.93%
义乌	82.35	1.68%	19.83	0.74%
合肥	76.36	1.56%	37.41	1.40%
陵水	76.06	1.55%	38.79	1.45%
余姚	75.70	1.55%	43.67	1.63%
安吉	68.90	1.41%	29.74	1.11%
重庆	68.78	1.40%	58.71	2.19%
青岛	67.47	1.38%	26.38	0.98%
东营	67.39	1.38%	33.02	1.23%

² 期末项目储备口径为规划建筑面积-已竣工备案面积。

广州	64.59	1.32%	18.25	0.68%
郑州	63.78	1.30%	38.69	1.44%
高安	61.70	1.26%	20.98	0.78%
福州	52.84	1.08%	23.14	0.86%
乌鲁木齐	52.52	1.07%	28.44	1.06%
上海	49.64	1.01%	19.06	0.71%
无锡	42.62	0.87%	28.35	1.06%
济宁	39.46	0.81%	17.86	0.67%
嵊州	38.90	0.79%	12.64	0.47%
石家庄	38.78	0.79%	37.78	1.41%
昆明	38.46	0.79%	23.70	0.88%
永康	37.26	0.76%	19.23	0.72%
嘉兴	34.16	0.70%	18.57	0.69%
成都	32.10	0.66%	15.28	0.57%
海盐	27.30	0.56%	5.46	0.20%
丽水	25.56	0.52%	13.24	0.49%
诸暨	25.22	0.52%	22.70	0.85%
大庆	24.45	0.50%	24.45	0.91%
宿迁	22.62	0.46%	22.62	0.84%
徐州	22.61	0.46%	17.63	0.66%
泰州	21.77	0.44%	17.27	0.64%
长沙县	21.77	0.44%	10.86	0.41%
象山	19.90	0.41%	18.63	0.69%
信阳	18.17	0.37%	3.63	0.14%
长沙	17.18	0.35%	8.50	0.32%
温岭	16.43	0.34%	5.08	0.19%
金华	15.76	0.32%	9.06	0.34%
巢湖	15.67	0.32%	15.67	0.58%
南京	14.60	0.30%	11.06	0.41%
曲阜	10.57	0.22%	10.57	0.39%
瑞安	9.49	0.19%	6.64	0.25%
眉山	9.40	0.19%	9.40	0.35%
开封	8.52	0.17%	4.35	0.16%
烟台	7.51	0.15%	7.51	0.28%
临海	7.17	0.15%	7.17	0.27%
合计	4,895.62	100.00%	2,680.93	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，设计及装饰、酒店等业务稳步发展，可为公司业务收入提供一定补充

公司设计及装饰业务运营主体系公司子公司绿城装饰工程集团有限公司（以下简称“装饰集团”），装饰集团成立于 1993 年 9 月，拥有建筑装饰装修工程专业承包壹级、建筑装饰工程设计专项甲级等资质；装饰集团相继打造了千岛湖喜来登度假酒店、海南清水湾威斯汀度假酒店、北京青龙湖国际会展酒店、朱家尖绿城威斯汀度假酒店、嵊州

市新医院等一系列项目，近年来装饰集团业务规模持续稳定扩张，2020年设计及装饰业务实现营业收入31.80亿元，同比增长20.45%。另2021年一季度，公司设计及装饰业务实现营业收入2.92亿元，较上年同期增长10.19%。

此外，绿城集团商管事业部负责管理公司酒店业务，目前已自持多家喜来登、威斯汀等酒店。近年来，酒店业务经营情况良好，为公司业务收入提供一定补充。受疫情影响，2020年酒店业务实现营业收入5.18亿元，同比减少18.40%。另2021年1~3月，酒店运营收入为0.78亿元，较上年同期大幅增加98.66%。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年度审计报告，以及未经审计的2021年一季度财务报表。其中，2018年财务数据为2019年审计报告期初数；2019年财务数据为2020年审计报告期初数；2020年财务数据为2020年审计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

2020年公司期间费用把控能力有所提升，同时联合营项目取得的投资收益亦对公司盈利形成重要补充，但受资产减值损失等影响，整体盈利能力仍有提升空间

受房地产板块毛利率下滑影响，2020年公司整体毛利率水平有所减少，但总体初始获利空间尚可。此外，截至2020年末，公司预收款项1,351.04亿元，同比增长44.63%，占当年营业收入的比重为232.80%，较丰富的待结算资源为公司未来收入增长提供保障。另2021年1~3月，公司业务毛利率较上年同期下滑4.67个百分点；期末预收款项（含合同负债）进一步增至1,418.75亿元。

表7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

毛利率	2018	2019	2020	2021.Q1
主营业务	22.34	24.98	23.85	23.03

其中：商品房销售	21.98	25.78	25.19	25.22
商品销售	23.36	16.89	10.31	0.41
其他	27.32	18.03	13.48	13.92
其他业务	31.28	63.86	51.62	64.97
合计	22.38	25.33	24.20	23.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

由于销售规模的提升，公司销售费用呈持续增长态势；管理费用整体波动不大；受利息资本化、融资成本的下降等因素影响，公司财务费用持续为负。总的来看，公司整体期间费用把控能力持续向好。

得益于收入规模和费用管控能力的持续提升，2020年公司经营性业务盈利能力稳步提高；受部分存货项目、其他应收款项等计提减值准备因素影响，资产减值损失对公司利润侵蚀较大，2020年公司计提存货跌价准备2.47亿元、在建工程减值损失1.86亿元、长期股权投资减值损失2.55亿元和坏账损失6.01亿元；随着合作项目的增多，公司投资收益为其利润提供一定补充，因受限价影响公司品牌溢价未能充分体现，合作项目毛利率有所下滑，按权益法核算的长期股权投资收益同比下降50.97%，2020年公司投资收益规模有一定下滑。

2020年公司利润总额保持增长，EBITDA亦呈增长态势，但公司EBITDA利润率和所有者权益收益率等盈利指标表现一般，整体盈利能力仍有提升空间。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售费用	16.54	19.07	22.96	2.50
管理费用	27.39	29.76	29.56	5.30
财务费用	-3.79	-7.80	-9.22	-1.12
期间费用率	8.08	7.97	7.46	12.11
经营性业务利润	30.98	50.13	63.68	4.79
资产减值损失	12.44	12.99	13.89	-
投资收益	17.90	17.78	9.52	-1.04
营业外损益	0.78	2.35	1.34	-0.01
利润总额	37.28	57.35	60.71	4.02
EBITDA	54.46	77.33	82.45	-
EBITDA利润率	10.96	15.02	14.21	-
净利润	29.25	46.12	47.92	2.90
净资产收益率	7.98	9.36	7.26	1.53*

注：管理费用中包含研发费用；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

公司债务规模持续增长，财务杠杆仍处于可控水平；此外随着合作项目的增多，公司其他往来款项和少数股东权益规模较大

随着业务规模持续扩张，2020年末公司资产总额保持增长态势。2020年公司手持货币资金较为充裕，同比增加31.20%，主要为银行存款，期末公司货币资金受限比例为9.38%；合作项目的增多，使得公司应收合联营企业拆借款及少数股东款项规模较大，2020年末公司其他应收款同比减少9.53%，主要系本期收回款项较多，合联营公司产生销售回款归还股东借款；公司存货主要由开发成本构成，较大规模的新增土储以及在建项目进度的不断推进使得存货规模持续增长；2020年末公司长期股权投资账面价值同比增长59.32%，主要系对部分合联营企业追加投资较多及新增合联营公司投资所致。另2021年3月末，在新获取项目增多以及项目新开工进度加快等因素推动下，公司存货规模增长明显；其他应收款大幅增加；同期末，公司货币资金和长期股权投资账面价值与上年末相比变动不大。

受有息债务规模及预收款项持续增长等因素影响，2020年末公司负债总额稳步攀升。随着项目建设进度的推进，公司应付工程款和材料款大幅增多；预收款项主要为预收购房款，受销售业绩的增长，公司预收款项不断攀升，2020年末预收款项同比增长44.63%；受关联方暂借款的变化，2020年末公司其他应付款规模同比减少19.82%，期末关联方暂借款占比达81.76%。另2021年3月末，受益于业务规模持续向好，公司预收款项（含合同负债）仍保持增长态势；因应付关联方款项增加，公司其他应付款较上年末有所增加；同期末，公司应付账款较上年末略有下降。

所有者权益构成方面，得益于利润积累、2020年股东增资37.14亿元、以及永续债的发行，跟踪期内公司自有资本进一步夯实；此外，受合作项目的增多影响，近年来公司少数股东权益规模保持较高水平，2021年3月末少数股东权益占同期末所有

者权益合计比重为39.84%。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	2,569.64	3,189.04	3,956.37	4,357.35
货币资金	400.51	454.55	596.37	532.24
其他应收款	341.83	511.29	462.55	650.28
存货	1,503.99	1,814.92	2,371.55	2,591.35
长期股权投资	86.93	139.80	222.73	239.34
投资性房地产	35.28	34.11	35.48	35.07
总负债	2,156.26	2,616.53	3,208.47	3,582.86
应付账款	182.95	269.71	324.28	297.95
其他应付款	475.53	531.42	426.11	563.94
预收款项	718.28	934.17	1,351.04	1,418.75
总债务	667.42	749.93	966.36	1,061.45
所有者权益	413.37	572.51	747.90	774.50
未分配利润	194.75	223.81	241.26	244.31
其他权益工具	33.90	109.88	134.80	134.80
少数股东权益	155.00	177.87	285.05	308.59
资产负债率	83.91	82.05	81.10	82.23
净负债率	64.57	51.60	49.47	68.33

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于自有资本实力的持续提升，近年来公司财务杠杆仍保持可控水平。2020年末公司资产负债率和净负债率分别为81.10%和49.47%，分别较上年末下降0.95个百分点和2.13个百分点。若考虑将永续债调入有息债务，2020年末公司财务杠杆水平有所下降。另2021年3月末，公司财务杠杆水平较上年末有所增长。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，其中2020年末存货规模快速增加，存货及资产周转表现有待提升

在项目开发进度及项目储备拓展的带动下，2020年末公司流动资产规模持续上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
流动资产/总资产	90.78	91.41	90.87	91.24
存货/流动资产	64.48	62.26	65.96	65.18
货币资产/流动资产	17.17	15.59	16.59	13.39
其他应收款/流动资产	14.65	17.54	12.87	16.36
（存货+货币资产）/流动资产	81.65	77.85	82.55	78.57

开发产品	85.45	113.75	167.90	157.01
开发产品/存货	5.68	6.27	7.08	6.06
开发成本	1,398.72	1,675.63	2,174.40	2,420.30
开发成本/存货	93.00	92.33	91.69	93.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成。2020年末公司开发产品账面价值为167.90亿元，占存货的比重为7.08%；2021年3月末开发产品规模及比重均有所减少。资产周转效率方面，2020年由于存货规模增长较快，存货及总资产周转效率有所下滑。

表11：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.29	0.23	0.21
总资产周转率（次/年）	0.21	0.18	0.16

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受较大规模拿地支出影响，2020年公司经营活动净现金流仍保持流出态势。但公司债务期限结构合理，且手持货币资金充裕，对其短期债务覆盖能力较强

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，2020年公司经营活动净现金流仍保持流出态势，但得益于签约销售金额大幅增长以及销售回款的提升，当年公司经营活动净现金流流出规模有所减少。2020年公司收到商品、提供劳务收到的现金为1,018.18亿元，同比增加31.92%。另2021年1~3月，受拿地支出规模较大以及新开工项目增多等因素影响，公司经营活动净现金流流出明显，但相较上年同期，经营活动净现金流流出规模有所减少。

2020年末公司总债务规模持续增长，短期债务在总债务中比重仍保持较好水平。具体来看，银行贷款、公司债券、中期票据为公司主要债务构成项，融资渠道结构良好。从债务期限看，2021年3月末公司短期债务占总债务的比重为25.42%，债务期限结构进一步优化且合理，同时考虑到公司货币资金较充裕，对短期债务形成良好覆盖。由于债务规模的快速增长，2020年公司EBITDA对债务本息的保障能力有所减弱；同时由于业务规模扩张以及保持

较快拿地节奏，公司经营获现情况较弱，经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度有待提升。截至2020年，绿城中国平均加权融资成本为4.9%，较2019年下降0.4个百分点。

表12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	-213.61	-86.06	-29.42	-95.00
销售商品、提供劳务收到的现金	480.54	771.80	1,018.18	257.90
货币资金/短期债务	2.71	1.81	2.38	1.97
短期债务/总债务	22.16	33.41	25.90	25.42
总债务/EBITDA	12.26	9.70	11.72	-
经营活动净现金流/总债务	-0.32	-0.11	-0.03	-0.36*
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.39	0.97	0.95	1.03*

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

公司具备较充足的外部授信以及顺畅的融资渠道，但或有负债风险需关注

截至2021年3月末，公司与各大金融机构保持良好的合作关系，合并口径授信总额为2,449亿元，未使用的授信额度为1,165亿元，备用流动性充裕。与此同时，公司控股股东绿城中国作为香港上市公司，股权融资渠道通畅，亦有助于进一步提升其财务弹性。

截至2020年末，公司受限资产合计为900.34亿元，其中存货受限规模787.16亿元，货币资金受限规模55.91亿元，受限资产合计占当期末总资产的22.76%。

或有事项方面，截至2020年末，除对客户提供的按揭贷款担保外，公司对外担保余额279.32亿元，系为关联方提供的保证和质押担保，占所有者权益的比重为37.35%，或面临一定或有负债风险。此外，截至2021年3月末，公司不存在对其构成重大不利影响的重大未决诉讼或未决仲裁。

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，2017~2021年5月6日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报

告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

中交集团实力雄厚，且持续在融资安排及资源整合等方面给予绿城中国较大力度的支撑

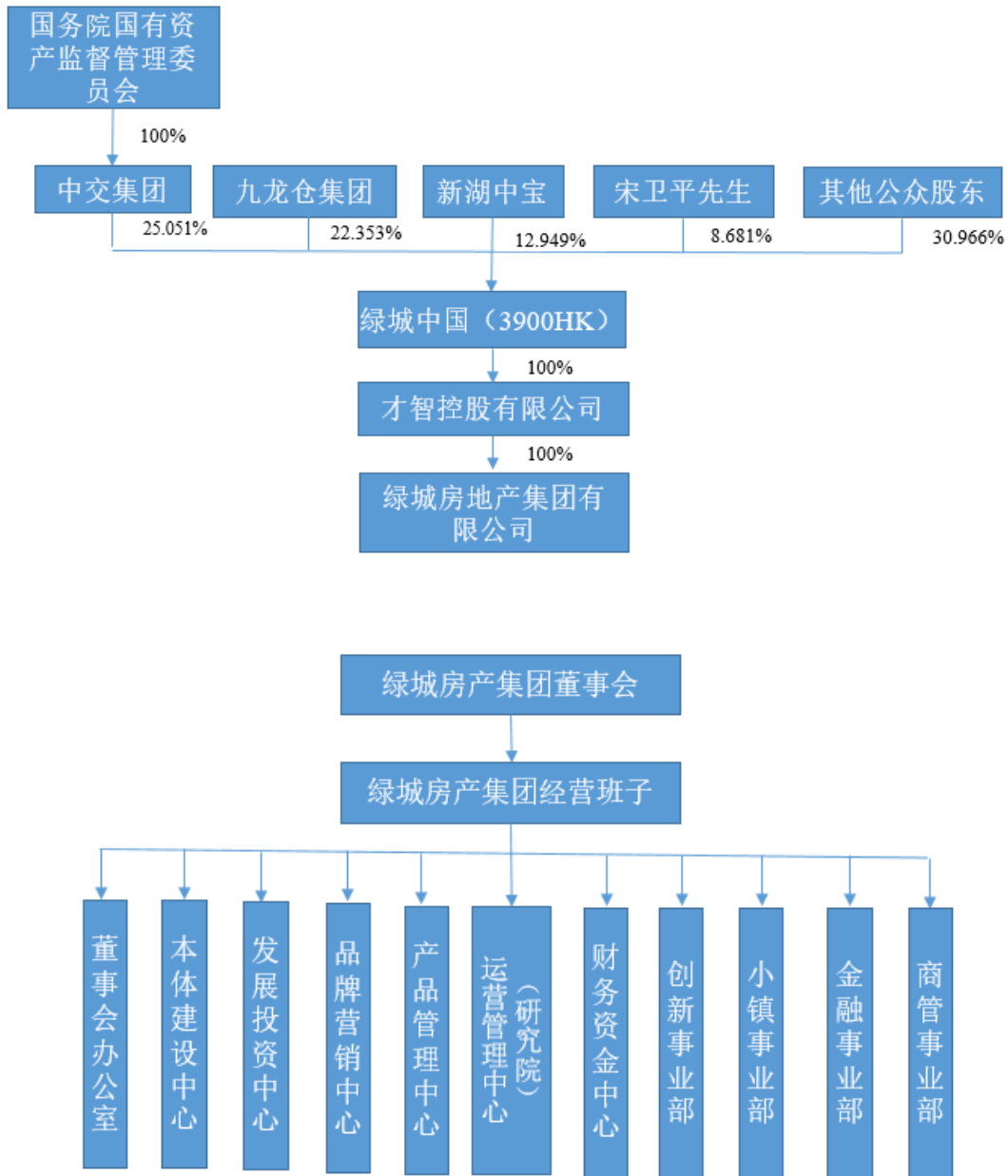
截至 2021 年 3 月末，中交集团持有绿城中国 25.051% 的股权，系绿城中国最大股东。中交集团已将绿城中国纳入合并报表范围，进行财务管理及日常运营的把控。中交集团是国务院国有资产监督管理委员会监管的大型中央企业之一，也是 16 家以房地产为主业的央企之一，实力雄厚。中交集团连续 13 年入选美国《财富》杂志评选的世界 500 强企业，2020 年位列第 78 位。此外，中交集团自 1992 年起连续进入《美国工程新闻记录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，在 2020 年 ENR 公布的工程承包商排名中，中交集团的全球业务和国际业务均排名第 4 位，其国际业务在上榜中国企业中排名首位。截至 2020 年末，中交集团总资产为 20,002.71 亿元，所有者权益为 5,005.09 亿元；2020 年实现营业收入 7,373.89 亿元，净利润 256.57 亿元。

中交集团在融资安排及资源整合方面给予绿城中国及公司较大力度支持。受益于中交集团的资信支持，绿城集团融资渠道较为畅通，融资成本处于较低水平；同时，2018 年绿城集团与中交集团签署战略合作协议，形成优势互补、整合协同效应，高效推进项目合作。目前，绿城集团与中交集团的合作不断深化，2020 年内落地合作了成都川菜小镇、天津陈塘项目、北京奥海明月等项目。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持绿城房地产集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 绿城 03”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：绿城房地产集团有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2021 年 3 月末)



资料来源：公司提供

附二：绿城房地产集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	4,005,136.44	4,545,460.22	5,963,733.35	5,322,441.06
其他应收款	3,418,273.17	5,112,943.68	4,625,474.45	6,502,795.25
存货净额	15,039,901.26	18,149,226.14	23,715,467.06	25,913,463.47
长期投资	892,573.56	1,421,613.24	2,305,746.08	2,473,888.08
固定资产	552,082.66	553,127.55	529,786.60	522,335.65
在建工程	5,368.94	55,884.29	16,527.17	23,174.88
无形资产	67,539.08	67,659.01	50,512.36	47,498.69
投资性房地产	352,815.17	341,125.64	354,800.33	350,671.14
总资产	25,696,351.93	31,890,371.34	39,563,699.03	43,573,517.10
预收款项	7,182,751.20	9,341,669.46	13,510,413.10	14,187,535.86
其他应付款	4,755,336.79	5,314,187.33	4,261,086.50	5,639,393.69
短期债务	1,479,274.21	2,505,706.55	2,503,007.19	2,698,178.22
长期债务	5,194,902.87	4,993,608.75	7,160,586.67	7,916,280.37
总债务	6,674,177.08	7,499,315.30	9,663,593.85	10,614,458.59
净债务	2,669,040.65	2,953,855.08	3,699,860.50	5,292,017.54
总负债	21,562,633.07	26,165,311.22	32,084,665.67	35,828,565.09
费用化利息支出	116,311.65	134,942.31	153,631.78	--
资本化利息支出	377,078.19	352,513.03	524,364.54	--
所有者权益合计（含非控股股东权益）	4,133,718.87	5,725,060.12	7,479,033.37	7,744,952.01
营业总收入	4,966,939.01	5,150,152.87	5,803,566.54	552,564.74
经营性业务利润	309,771.23	501,314.52	636,830.77	47,926.79
投资收益	179,006.77	177,773.44	95,227.64	-10,425.94
净利润	292,517.46	461,202.82	479,249.86	29,046.08
EBIT	489,112.86	708,414.69	760,744.27	--
EBITDA	544,553.89	773,320.16	824,518.18	--
销售商品、提供劳务收到的现金	4,805,375.44	7,717,997.32	10,181,753.73	2,579,045.16
经营活动产生现金净流量	-2,136,140.10	-860,641.48	-294,190.81	-949,975.22
投资活动产生现金净流量	-1,084,907.32	-1,843,659.48	-1,892,932.34	-1,108,836.91
筹资活动产生现金净流量	4,446,008.80	3,106,411.03	3,579,003.10	1,744,248.73
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	22.38	25.33	24.20	23.88
期间费用率（%）	8.08	7.97	7.46	12.11
EBITDA 利润率（%）	10.96	15.02	14.21	--
净利润率（%）	5.89	8.96	8.26	5.26
净资产收益率（%）	7.98	9.36	7.26	1.53*
存货周转率(X)	0.29	0.23	0.21	0.02
资产负债率（%）	83.91	82.05	81.10	82.23
总资本化比率（%）	61.75	56.71	56.37	57.81
净负债率（%）	64.57	51.60	49.47	68.33
短期债务/总债务（%）	22.16	33.41	25.90	25.42
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.32	-0.11	-0.03	-0.36*
经营活动净现金流/短期债务（X）	-1.44	-0.34	-0.12	-1.41*
经营活动净现金流/利息支出（X）	-4.33	-1.77	-0.43	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.39	0.97	0.95	1.03*
总债务/EBITDA（X）	12.26	9.70	11.72	--
EBITDA/短期债务（X）	0.37	0.31	0.33	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.10	1.59	1.22	--
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	1.76	2.18	1.90	--

注：1、中诚信国际将 2018 年末“其他流动负债”中有息债务调入短期债务，2018 年末、2020 年末及 2021 年 3 月末“其他非流动负债”中有息债务调入长期债务；2、带“*”指标经年化处理。

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
现金流	净利润率	=净利润/营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

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

附四：信用等级符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。