

**厦门中骏集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）**

---

项目负责人：蒋 滕 [tjiang@ccxi.com.cn](mailto:tjiang@ccxi.com.cn)

项目组成员：李 昂 [ali@ccxi.com.cn](mailto:ali@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 29 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2227 号

## 厦门中骏集团有限公司：

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 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“19 中骏 01”、“20 中骏 02”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

二零二一年六月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持厦门中骏集团有限公司（以下简称“厦门中骏”或“公司”）主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 中骏 01”、“20 中骏 02”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了公司销售业绩持续增长、项目储备分散且充足、杠杆水平维持在合理区间等因素对公司信用质量的支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、关联方往来款情况以及资本支出压力等因素可能对公司信用质量产生的影响。

#### 概况数据

厦门中骏	2018	2019	2020
总资产（亿元）	804.70	1,217.47	1,474.86
所有者权益（亿元）	194.24	303.32	380.37
总负债（亿元）	610.46	914.15	1,094.49
总债务（亿元）	172.82	211.70	253.55
营业总收入（亿元）	171.76	198.21	301.35
净利润（亿元）	19.50	28.09	29.85
EBITDA（亿元）	27.73	44.36	45.83
经营活动净现金流（亿元）	46.75	-71.28	4.36
营业毛利率（%）	32.13	27.01	22.02
净负债率（%）	6.91	2.44	18.89
总债务/EBITDA（X）	6.23	4.77	5.53
EBITDA 利息倍数（X）	2.59	3.48	3.13
中骏集团	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,014.91	1,493.82	1,706.14
所有者权益（亿元）	221.39	302.86	391.53
总负债（亿元）	793.51	1,190.96	1,314.62
总债务（亿元）	333.64	442.63	480.92
营业总收入（亿元）	177.83	213.70	325.73
净利润（亿元）	36.77	40.23	44.46
EBITDA（亿元）	64.96	64.78	73.55
经营活动净现金流（亿元）	42.82	-70.88	-33.78
营业毛利率（%）	34.56	27.57	24.14
净负债率（%）	60.49	67.24	63.07
总债务/EBITDA（X）	5.14	6.83	6.54
EBITDA 利息倍数（X）	3.04	2.20	2.26

注：2019~2020 年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”调入短期债务进行相应指标的计算，上述厦门中骏债务调整项在对中骏集团进行相关债务指标的计算时做同步调整；中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告整理。

#### 正 面

■ **销售业绩持续增长。**公司自成立以来持续深耕海西经济区域，在厦门、泉州等地区积累了丰富的开发经验，在区域内形成了很高的品牌知名度。同时，公司不断加深在全国其他区域城市的布局。受益于此，跟踪期内公司签约销售金额实现较快增长。

#### 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）
中骏集团*	1,706.14	63.07	1.52	1,015.37	325.73	13.65	0.38
花样年控股*	1,055.50	78.01	1.53	492.07	217.59	8.05	0.48
路劲基建*	1,032.81	72.35	1.05	440.47	241.96	11.50	0.41
厦门中骏	1,474.86	18.89	1.84	974.41	301.35	9.91	0.37

注：“花样年控股”为“花样年控股集团有限公司”简称；“路劲基建”为“路劲基建有限公司”简称，路劲基建销售数据币种为人民币，财务指标数据币种为港币。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

■ **项目储备分散且充足。**经过多年的发展，公司目前已初步实现以北京、天津、济南为核心的环渤海经济圈，以南京、苏州、徐州为核心的长三角经济圈，以厦门、泉州为核心的海西经济圈以及以重庆为核心的中西部区域的全国化战略布局，截至 2020 年末，公司已进入全国 58 个城市。持续完善的全国化布局和较为充裕的项目储备为公司未来经营业绩的进一步增长提供了有力支持。

■ **杠杆水平维持在合理区间。**公司在保持业务规模稳步增长的同时，财务杠杆维持在合理区间，货币资金可对短期债务形成覆盖，并具有一定财务弹性。

#### 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对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **关联方往来款情况。**受收购及合作开发项目增多影响，跟踪期内公司权益销售比例仍在偏低水平，且关联方往来款规模呈增长趋势，对公司的项目管理及资金调配能力提出更高挑战。

■ **资本支出压力。**近年来公司保持较快的拿地节奏；同时中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏集团”）亦加大了商业地产项目的布局力度，由此带来的资本支出压力值得关注。

#### 评级展望

中诚信国际认为，厦门中骏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。**签约销售金额大幅增长，资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**签约销售金额大幅下滑，杠杆比例显著上升，盈利能力出现大幅下滑，现金流平衡能力大幅弱化。

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
19 中骏 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2020/5/26	5.4	5.4	2019/8/1~2023/8/1	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 中骏 02	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2020/5/26	14.6	14.6	2020/7/1~2024/7/1	附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

## 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

厦门中骏集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(债券简称：“19 中骏 01”、债券代码：“SZ112942”)于 2019 年 8 月 1 日完成发行，发行规模为 5.4 亿元，票面利率为 6.95%，发行年限为 2+2 年期，回售日为 2021 年 8 月 1 日，到期日为 2023 年 8 月 1 日。截至 2020 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

厦门中骏集团有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)(债券简称：“20 中骏 02”、债券代码：“SZ149166”)于 2020 年 7 月 1 日完成发行，发行规模为 14.6 亿元，票面利率为 5.50%，发行年限为 2+2 年期，回售日为 2022 年 7 月 1 日，到期日为 2024 年 7 月 1 日。截至 2020 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

## 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。

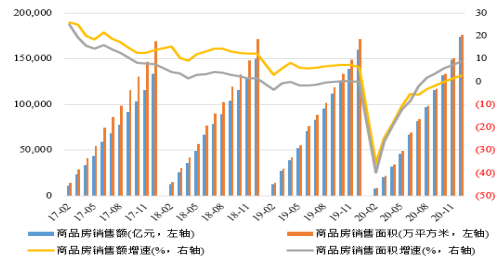
中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 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



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。

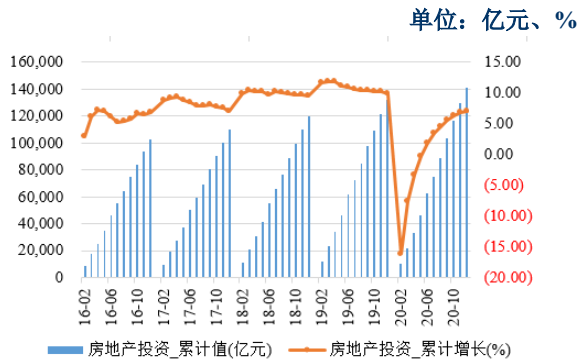
中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

**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。

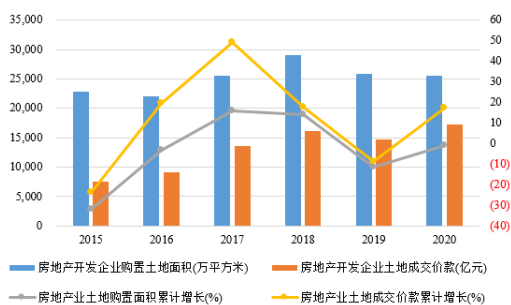
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



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”<sup>1</sup>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”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保

<sup>1</sup> 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%。



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。

### 跟踪期内，公司继续保持厦门等深耕城市优势地位，带动当年签约销售规模较快增长；同时为控制土地支出成本，公司坚持合作开发模式，权益销售比例仍处于偏低水平

房地产销售方面，跟踪期内，公司根据各城市

<sup>2</sup> 环渤海地区包括北京、天津、三河、济南、德州、唐山、鞍山、青岛、潍坊、临汾和威海；长三角地区包括上海、杭州、苏州、泰州、张家港、南京、宁波、无锡、嘉兴、镇江、南通、徐州、台州、扬州、连云港、义乌、丽水、宿迁、池州、台州、镇江；珠三角地区包括深圳、惠州、佛山、揭阳、韶关、河源、江门、汕尾、湘潭、

的房地产调控政策适当改变各项目的推盘节奏并强化销售能力，其销售金额及销售面积同比分别增长 30.62%和 21.34%，经营业绩整体保持良好的上升势头。跟踪期内，公司实现销售金额 974.41 亿元，占中骏集团销售金额的比例为 95.97%，同比上升 3.30 个百分点。跟踪期内，公司权益销售比例较上年上升 6.52 个百分点至 50.65%，仍处于偏低水平，对公司的项目管理能力及资金调配能力提出较高要求。2020 年，中骏集团在厦门的销售金额排名第二，在泉州、漳州、张家港的销售金额排名前十。2021 年 1~5 月，中骏集团分别实现全口径签约销售金额及签约销售面积 466.09 亿元和 286.76 万平方米，同比分别增长 65.58%和 49.83%。

**表 2：近年来公司业务运营情况**

单位：亿元、万平方米、元/平方米

	2018	2019	2020
销售面积（全口径）	371.82	588.73	714.34
销售金额（全口径）	464.28	745.99	974.41
销售均价（全口径）	12,487	12,671	13,641
销售面积（权益口径）	182.65	286.16	403.19
销售金额（权益口径）	219.58	329.22	493.52
结算面积	86.46	174.31	307.59
结算金额	151.86	190.72	293.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司房地产销售分布在长三角、海西经济区、中西部的战略补充城市、环渤海和珠三角等区域<sup>2</sup>，上述区域 2020 年销售金额占比分别为 36.14%、28.40%、16.52%、14.35%和 4.59%，公司的项目区域分布整体较为均衡，能有效降低业务对单一市场区域的依赖程度。具体从城市销售情况来看，公司 2020 年签约销售来自全国 49 个城市，销售金额贡献前十大城市分别为厦门、北京、昆明、重庆、泉州、南京、天津、徐州、苏州和丽水，上述城市的销售金额合计占比 61.17%。

**表 3：2020 年公司房地产业务销售分布情况**

单位：万平方米、亿元

城市	销售面积	销售金额
----	------	------

梅州；海西经济区包括厦门、泉州、漳州、上饶、九江、南昌、莆田、福州和龙岩；中西部补充战略城市包括平顶山、铜川、重庆、昆明、商丘、成都、郑州、洛阳、驻马店、许昌、眉山、昭通、临沧、商丘。

厦门	34.67	183.52
北京	18.79	65.12
昆明	53.81	54.36
重庆	65.35	53.56
泉州	63.13	51.70
南京	19.88	44.28
天津	27.94	37.67
徐州	36.43	37.18
苏州	16.19	36.17
丽水	18.38	32.53
台州	14.57	29.50
济南	23.94	27.83
无锡	18.55	27.51
佛山	16.81	23.13
上海	9.26	20.94
其他	276.64	249.41
<b>合计</b>	<b>714.34</b>	<b>974.41</b>

注：其他城市包括义乌、嘉兴、泰州、张家港、杭州、上饶、宁波、成都等34个城市

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2020年公司结算面积和结算金额同比分别增长76.46%和53.95%，结算均价同比下降12.76%。从结算区域分布来看，2020年海西经济区、长三角、中西部的战略补充城市、环渤海和珠三角区域的结算金额占比分别为46.97%、23.16%、15.47%、13.13%和1.26%。其中厦门、泉州、徐州、昆明和天津单个城市的结转收入占比分别为21.09%、21.01%、11.59%、5.78%和5.13%，合计占比64.59%。

**表 4：2020 年公司房地产业务结算分布情况**

单位：万平方米、亿元

区域	结算面积	结算金额
厦门	10.30	61.88
泉州	75.33	61.68
徐州	44.41	34.04
昆明	23.73	16.96
天津	15.34	15.07
宁波	6.72	12.46
商丘	19.99	11.63
德州	16.23	11.30
上海	3.21	9.63
重庆	18.91	9.54
济南	7.14	7.50
上饶	11.22	7.37
洛阳	15.86	7.29
镇江	7.39	5.98
唐山	7.78	4.33
其他	24.05	16.95
<b>合计</b>	<b>307.59</b>	<b>293.62</b>

注：其他城市包括惠州、连云港、漳州、九江、杭州、苏州、南昌、北京和临汾

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产项目运作方面，随着公司开发节奏的调整，公司全口径新开工面积同比下降4.79%，权益新开工面积同比增长22.17%；全口径竣工面积同比增长127.61%，权益竣工面积同比增长41.75%。截至2020年末，公司在建项目总建筑面积1,799.46万平方米。

**表 5：近年来公司开竣工情况**

单位：万平方米

	2018	2019	2020
新开工面积	999.74	794.19	756.12
竣工面积	187.83	308.02	701.07
期末在建建筑面积	1,247.91	1,767.05	1,799.46

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司储备项目资源较为充足，可为其未来发展提供有力支持；但公司近年来新项目获取力度维持在较高水平，且拿地城市能级有所下沉，需对其资本支出压力及项目去化情况加以关注**

2020年公司新增项目储备获取速度有所放缓，当年权益新增项目储备金额与权益销售金额的占比同比下降18.56个百分点至63.64%，仍处于较高水平。

土地成本方面，得益于公司多元化的拿地方式以及有选择性地增加了一批三四线项目储备，其土地成本呈下行趋势。受此影响，公司2020年新增土地中三四线城市的建筑面积占比77.91%，同比2019年上升10.97个百分点。从城市分布情况来看，2020年公司新增土储面积前十的城市分别为韶关、铜川、梅州、重庆、驻马店、湘潭、苏州、揭阳、泉州和上饶，合计占比68.98%，公司新获取项目城市能级有所下沉，需关注其后续去化及对公司盈利可能带来的影响。

**表 6：近年来公司新增项目及项目储备情况**

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2018	2019	2020
新增项目数量	41	41	36
新增项目储备建筑面积（全口径）	822.95	894.07	1,035.91
新增规划建筑面积（权益）	412.35	592.17	922.00

新增项目储备金额（全口径）	343.66	434.21	401.73
新增项目储备金额（权益）	145.42	270.60	314.06
新增项目平均楼面地价	4,176	4,857	3,878
项目储备平均楼面地价	4,018	4,253	3,951

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司项目储备总建筑面积<sup>3</sup>为 3,123.45 万平方米，权益口径总建筑面积为 2,024.14 万平方米，按 2020 年销售规模测算，可满足公司未来 3 年的开发销售。公司在坚持深耕长三角、海西和环渤海经济区三大区域的同时，加强了对战略补充城市的开发，上述三大区域项目储备面积占比分别为 23.20%、16.69%和 12.74%，在中西部战略补充城市的合计占比为 31.42%，此外公司在珠三角经济圈的项目储备占比为 15.95%。从城市分布情况来看，公司项目储备分布于全国 58 个城市，约有 38.06%的项目位于一、二线城市<sup>4</sup>，一、二线城市项目储备占比较上年下降 2.71 个百分点。其中重庆、昆明、泉州、济南和徐州项目储备面积的占比较大，合计占比 31.10%。考虑到公司项目储备中厦门、北京等一、二线城市的土地成本较高，从成本角度看，公司一、二线城市项目成本占比 66.26%，较上年同比下降 1.64 个百分点。

中诚信国际认为，公司项目储备较为充裕，但近年来新增储备保持较大规模，由此带来的资本支出压力值得关注，此外，新增项目储备中三、四线城市占比增长较快，需关注该区域项目后续去化情况及对公司盈利可能带来的影响。

表 7：截至 2020 年末公司项目储备分布情况

单位：万平方米、%

城市	项目储备建筑面积	占比
重庆	332.59	10.65
昆明	228.33	7.31
泉州	156.19	5.00
济南	129.41	4.14
徐州	124.87	4.00
上饶	111.65	3.57
南京	110.10	3.53

<sup>3</sup>项目储备包含拟建项目、在建未售项目、已竣工未售项目及已售未结转项目面积。

<sup>4</sup>一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁

韶关	102.11	3.27
天津	97.97	3.14
苏州	91.77	2.94
梅州	79.09	2.53
驻马店	75.60	2.42
南昌	74.40	2.38
湘潭	74.18	2.37
厦门	72.63	2.33
铜川	67.31	2.16
北京	64.42	2.06
商丘	64.10	2.05
其他	1066.74	34.15
<b>合计</b>	<b>3,123.45</b>	<b>100.00</b>

注：其他城市包括无锡、揭阳、佛山、青岛、河源、南通、许昌、宿迁、惠州等 35 个城市。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 物业服务 and 物业租赁业务收入贡献较小，对公司现金流形成一定补充

公司拥有国家一级物业管理资质，物业服务业务主要为公司房地产开发项目提供后续物业管理服务，收取物业管理费用。2020 年受疫情免租影响，公司物业服务收入同比下降 10.96%至 0.65 亿元。

物业租赁方面，截至 2020 年末，公司共持有经营性物业 26 个，集中位于上海、泉州和厦门等地，业态涵盖商铺、办公楼及停车场等，可为公司带来一定的租金收入和资本增值，但整体规模较小。2020 年，公司新开业了莆田世界城和南安世界城两家购物中心，新开业上海及泉州的 4 家公寓，公司物业租赁收入同比增长 17.58%至 2.14 亿元。

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经安永会计师事务所（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，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 年财务数据为审计报告期末数。

波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

**受房地产项目结转区域调整，公司毛利水平有所下滑；但得益于收入规模增长及较好的期间费用控制能力，公司经营性业务利润实现增长；此外，公允价值变动收益等非经常性损益对公司利润总额影响较大**

2020 年公司收入在房地产板块收入的带动下同比增长 52.03%，受房地产结算区域成本上升的影响，公司初始获利空间同比下降 5.00 个百分点至 22.02%。截至 2020 年末，公司预收款项为 444.75 亿元，较大规模的已售待结算资源对公司未来业绩提升形成较好保障。

**表 8：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)**

收入	2018	2019	2020
房地产销售	152.21	190.72	293.62
租赁	0.81	1.82	2.14
物业管理	0.74	0.73	0.65
其他	18.01	4.94	4.93
<b>合计</b>	<b>171.76</b>	<b>198.21</b>	<b>301.35</b>
毛利率	2018	2019	2020
房地产销售	34.89	26.35	21.79
租赁	64.02	49.03	59.03
物业管理	73.85	60.24	52.18
其他	5.69	39.58	17.44
<b>合计</b>	<b>32.13</b>	<b>27.01</b>	<b>22.02</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着业务规模扩大及销售金额上升，2020 年公司的管理费用和销售费用同比分别增长 21.52%和 71.69%；同时，由于债务规模的扩大，财务费用同比增长 12.82%，但得益于当期结转收入大幅提升，期间费用率同比减少 0.65 个百分点至 6.02%，整体期间费用控制能力处于较好水平。

受益于快速增长的结算规模和较好的三费控制能力，2020 年公司经营性业务利润同比增长 23.06%。公司投资收益主要系对合联营公司的投资取得的收益，2020 年同比增长 64.91%。公司公允价值变动幅度较大，主要系公司将上海中骏天悦公寓出售给关联方，往年的公允价值变动损益转回，导致当期确认公允价值变动损益为负。资产减值损失为存货跌价损失，2020 年主要系公司计提泉州、苏州及重庆等地存货跌价损失 2.27 亿元。此外，由

于净资产规模提升，公司净资产收益率整体呈下行趋势。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020
销售费用	3.39	4.46	7.66
管理费用	4.65	6.80	8.27
财务费用	1.33	1.96	2.21
期间费用率	5.45	6.67	6.02
经营性业务利润	35.39	34.17	42.05
资产减值损失	-	0.39	2.27
公允价值变动收益	-12.70	3.41	-4.59
投资收益	3.62	4.16	6.87
营业外损益	-0.57	-0.89	-0.08
利润总额	25.73	40.46	41.97
净利润	19.50	28.09	29.85
净资产收益率	11.61	11.29	8.73

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**跟踪期内，公司资产规模及债务规模均有所增长，但杠杆比例整体仍控制在较低水平。此外，随着合联营项目的增加，公司关联方资金往来规模较大，其对合联营企业的管理情况值得关注**

资产构成方面，公司资产主要由存货、货币资金、其他应收款、长期股权投资和投资性房地产构成。具体来看，随着公司业务规模的扩张，公司存货规模同比增长 23.27%；货币资金余额同比下降 11.06%，2020 年末受限资金 67.24 亿元，占同期末货币资金余额的 37.00%；随着公司合作开发项目规模的扩大，其他应收款增长快速，2020 年末同比增长 33.53%，年末账期在一年以内的账面余额占比为 94.31%，主要系关联方往来款；长期股权投资主要为对合联营企业的投资，2020 年末同比大幅增长 188.67%，主要系公司新增对厦门泰鸣房地产开发有限公司 35.58 亿元、上海龙愜实业发展有限公司 9.80 亿元、上海澜阙企业管理有限公司 9.80 亿元投资。公司投资性房地产账面价值同比增长 38.35%，主要系公司购置投资性房地产、投资性房地产公允价值上升及北京、上海、福州、苏州、南昌、平顶山、河源、铜川存货改为出租并转换以投资性房地产核算所致。

公司负债总额同比增长 19.73%，主要由合同负

债、其他应付款和有息债务构成。其中随着销售规模的快速增加，公司合同负债同比增长 37.43%。公司其他应付款主要由应付关联方款项构成，2020 年末余额同比下降 7.53%，主要系应付少数股东款项减少所致。随着合作开发项目增多，公司关联方往来款规模保持较大规模，对其项目管理及资金调配能力提出更高要求。此外，2020 年末公司短期债务同比下降 27.29%，长期债务同比增长 104.19%，主要系当年存续公司债券到期置换，同期末长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.64 倍，债务期限结构明显优化。

所有者权益构成方面，受合作开发项目增多，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益大幅提升，需对公司所有者权益稳定性加以关注；此外，公司利润留存亦不断夯实自有资本，2020 年末未分配利润同比增长 14.93%。

财务杠杆方面，2020 年末公司净负债率水平有所上升，但仍处于较低水平。

**表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2018	2019	2020
<b>总资产</b>	<b>804.70</b>	<b>1,217.47</b>	<b>1,474.86</b>
货币资金	159.40	204.30	181.71
其他应收款	106.62	146.32	195.39
存货	314.27	569.44	701.94
投资性房地产	131.06	146.19	202.25
长期股权投资	29.73	36.27	104.69
<b>总负债</b>	<b>610.46</b>	<b>914.15</b>	<b>1,094.49</b>
其他应付款	141.93	242.69	224.41
合同负债（预收款项）	194.74	323.61	444.75
短期债务	62.28	135.93	98.83
长期债务	110.54	75.77	154.72
总债务	172.82	211.70	253.55
<b>所有者权益</b>	<b>194.24</b>	<b>303.32</b>	<b>380.37</b>
未分配利润	98.11	116.58	133.98
少数股东权益	64.94	144.94	204.08
资产负债率（%）	75.86	75.09	74.21
净负债率（%）	6.91	2.44	18.89

注：2018 年根据会计新准则，预收款项变更为合同负债科目

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司资产主要由存货以及货币资金为主的流动资产构成，2020 年公司存货中开发产品占比较低，存货周转率处于较好水平，整体去化情况良好**

流动资产一直为公司资产的主要构成项目，其占总资产的比重保持在 75% 以上。其中，2020 年末货币资金、存货和其他应收款合计占流动资产比重达 95.99%。

**表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）**

	2018	2019	2020
流动资产/总资产	75.61	80.00	76.22
存货/流动资产	51.65	58.46	62.44
货币资产/流动资产	26.20	20.98	16.16
其他应收款/流动资产	17.52	15.02	17.38
（存货+货币资金+其他应收款）/流动资产	95.37	94.46	95.99
开发产品	19.65	48.18	52.63
开发产品/存货	6.25	8.46	7.50
开发成本	294.62	521.65	651.71
开发成本/存货	93.75	91.61	92.84

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为银行存款，2020 年末货币资金中受限货币资金占比为 37.00%，主要系房地产预售款限制资金 29.22 亿元、贷款监控户受限资金 11.14 亿元及其他受限资金 20.77 亿元。

公司其他应收款主要由应付关联方款项构成，2020 年末其他应收款前五大单位分别为上海辉达建筑设计有限公司、厦门骏灿房地产开发有限公司、中骏集团控股有限公司、泰州泰达置业有限公司和南京冠宇建材实业发展有限公司，期末余额合计占比为 32.21%。

公司存货主要由开发成本构成，较大规模的在建和拟建项目为公司持续经营提供保障，但同时也对公司后续的开发资金提出了较高要求。跟踪期内，公司存货周转率同比有所上升，整体去化情况处于较好水平。

**表 12：近年来公司周转率相关指标**

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.40	0.33	0.37
总资产周转率（次/年）	0.26	0.20	0.22

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

**2020 年受益于销售回款的增长及项目获取速度放缓，公司经营活动净现金流转为净流入状态；同时，跟踪期内债务期限结构优化，货币资金对短期债务的保障程度较好**

公司销售商品、提供劳务收到的现金保持增长，受益于销售回款的增长及跟踪期内项目获取速度有所放缓，公司经营活动净现金流由净流出转为净流入状态。

2020 年公司总债务规模同比上升 19.77%，其中短期债务在总债务中占比为 38.98%，其债务期限结构明显改善。此外，从债务资金来源来看，公司债务以银行借款和公司债为主，二者合计占比在 70% 以上；同时，2020 年公司信托借款占比上升较快，债务结构仍有改善空间。2020 年公司综合融资成本为 6.4%，同比下降 0.3 个百分点。

受益于较强的盈利能力，公司 EBITDA 对债务的保障能力尚可。同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力较强。此外，公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金倍数有所下降，回款可对其债务形成覆盖。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	46.75	-71.28	4.36
销售商品、提供劳务收到的现金	184.03	262.83	382.12
货币资金/短期债务	2.56	1.50	1.84
总债务	172.82	211.70	253.55
短期债务/总债务	36.04	64.21	38.98
总债务/EBITDA	6.23	4.77	5.53
经营活动净现金流/总债务	0.27	-0.34	0.02
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.94	0.81	0.66

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 外部授信较为充足，或有负债风险可控

财务弹性方面，截至 2020 年末公司共获得银行授信额度 391.59 亿元，其中未使用额度为 155.08 亿元，与此同时，公司股东中骏集团为港股上市公司，厦门中骏作为其重要的房地产业务运营平台，能够获得一定流动性支持。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产合计为 335.86 亿元，其中受限货币资金、存货、投资性房地产和固定资产账面价值分别为 67.24 亿元、227.28 亿元、36.07 亿元和 5.27 亿元，受限资

产占当期末总资产的 22.77%。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司及其子公司对外担保余额合计 23.80 亿元，均为对关联公司提供担保，占当期末所有者权益的比重为 6.26%。此外，公司为商品房承购人因银行抵押贷款提供的阶段性担保余额为 242.63 亿元。

**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 2021 年 4 月 30 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。

### 增信措施

中骏集团（本节或简称“公司”）就本期债券兑付作出全额收购承诺，发生以下任一情形时，债券持有人有权要求中骏集团收购本期债券：1) 在兑付日前的第 3 个工作日，厦门中骏在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券；2) 在本期债券存续期内，如债券持有人会议根据本期债券募集说明书的规定通过关于提前兑付债券的议案，而在债券持有人大会通过的提前兑付日前的第 3 个工作日，厦门中骏在专项偿债账户中的资金不足以兑付本期债券。如果债券持有人按照上述约定要求中骏集团收购本期债券，在符合中华人民共和国（不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地区）相关法律法规及适用于中骏集团的相关法律法规规定的前提下，中骏集团控将自行或指定中骏集团实际控制的其他境内外子公司在兑付日/提前兑付日前全额收购本期债券。

**跟踪期内，公司签约销售保持快速增长，丰富的项目储备亦可为其业绩的保持及提升提供基础，但公司项目储备力度加快及商业地产布局的加深所带来的资本支出压力值得关注**

公司房地产业务规模保持增长，销售方面，公司根据各城市房地产调控政策，适当调整项目的推盘节奏，2020 年销售金额及销售面积同比分别增长 26.13% 和 16.49%，销售均价同比增长 8.27%，公司

权益销售比例同比上升 6.67 个百分点至 54.63%。2020 年公司销售金额来自全国 52 个城市，主要集中在二线及强三线城市，公司销售金额最高的 5 个城市分别是厦门、北京、昆明、重庆和泉州，上述城市销售金额占比分别为 18.07%、6.41%、5.35%、5.27%和 5.25%，合计占比 40.36%；从签约销售城市能级来看，2020 年公司签约销售来源于一二线城市销售额占比为 57.99%。

**表 14：近年来公司业务运营情况及项目储备情况**

(亿元、万平方米、元/平方米、个)

	2018	2019	2020
销售面积（全口径）	414.89	632.47	736.78
销售金额（全口径）	513.58	805.01	1,015.37
销售均价（全口径）	12,379	12,728	13,781
销售面积（权益口径）	210.95	326.38	443.43
销售金额（权益口径）	257.25	386.03	554.68
结算面积	106.70	183.55	315.54
结算金额	172.25	204.53	324.89
新增项目数量	47	46	38
新增项目储备建筑面积（全口径）	899.57	979.53	1,075.06
新增项目储备建筑面积（权益口径）	456.26	668.04	984.02
新增项目储备金额（全口径）	389.23	477.25	405.50
新增项目储备金额（权益口径）	172.95	301.54	322.81
新增项目储备楼面地价	4,327	4,872	3,772
项目储备楼面地价	3,669	4,002	3,758

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目储备方面，2020 年公司新获取项目储备速度有所放缓，但获取力度仍较大，2020 年公司权益新增项目储备支出金额与权益销售金额的比例同比下降 19.92 个百分点至 58.20%。

截至 2020 年末，公司项目储备总建筑面积为 3,539.44 万平方米，权益口径总建筑面积为 2,378.55 万平方米。从城市分布情况来看，公司项目储备分布于全国 61 个城市，约有 37.95%的土地位于一、二线城市，其中重庆、昆明、苏州、泉州、鞍山、南京等城市项目储备面积的占比较大，分别为 9.40%、6.45%、5.98%、5.47%、4.17%和 4.11%，合计占比 35.58%。从成本角度来看，公司一、二线城市项目土地成本占比 64.89%。

此外，购物中心及长租公寓作为公司未来“一

体两翼”模式下与地产主业协同发展的主要业务方向，截至 2020 年末，公司已开业购物中心 5 家，位于北京、泉州和莆田，2020 年实现租金及管理费收入 1.49 亿元，在建购物中心 12 家，主要分布在北京、重庆、南昌、福州和苏州等城市；长租公寓方面，公司已签约长租公寓项目 44 个，目前开业约 5,400 间，2020 年实现租金收入 0.84 亿元。2020 年，公司新增购物中心项目 14 个，主要位于北京、泉州、平顶山、苏州、福州、揭阳、许昌；同期新增长租公寓项目 9 个，主要位于上海、苏州、潍坊、韶关等城市，2020 年购物中心及长租公寓业态项目获取成本（含配套住宅）合计 192.74 亿元。此外，公司计划在 2021 年内新开业购物中心项目 12 个，计划将于 2025 年在全国完成布局 100 个“世界城”商业项目，同时布局 20 万间长租公寓。中诚信国际将对公司在商业及长租公寓板块的资本支出及后续实际运营情况保持关注。

## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经安永会计师事务所（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，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 年财务数据为审计报告期末数。

**公司在业务规模扩张的同时，债务规模保持增长，跟踪期内财务杠杆略有下降；初始获利空间亦有所下滑，但整体仍处于较好水平，经营获现亦可对债务本息形成较好保障**

随着房地产开发业务规模的扩张，2020 年公司资产规模同比增长 14.21%；源于利润留存的积累及少数股东权益的增长，公司所有者权益同比增长 29.28%。负债方面，伴随着房地产开发项目和项目储备的增加，公司负债总额同比增加 10.38%。得益于权益水平的提升，2020 年末净负债率水平同比下降 4.17 个百分点，财务杠杆水平整体维持在合理区间。

盈利能力方面，公司收入来源于物业销售、物业管理、土地开发、项目管理和租金等其他收入，其中物业销售业务是其收入和利润的主要来源。2020年公司所结转项目土地成本上升的影响，公司毛利水平同比下滑3.43个百分点。公司行政开支和财务费用随着业务规模的扩大而进一步增长，但同期三费占收入比率同比下降1.59个百分点。公司应占合营公司及联营公司溢利及亏损主要系对合联营公司的投资取得的收益，2020年同比大幅上升315.48%。公司投资物业公允价值变动净额同比下降57.54%，主要系公司投资性房地产公允价值变动。2020年公司其他收入及收益同比增长8.33%，主要由顾问服务收入2.20亿元、按公允价值计量且变动计入损益的金融资产的公允价值变动收益2.00亿元、银行利息收入1.91亿元、政府补助1.06亿元构成。受益于收益的增长，公司经营性业务利润同比增长29.74%，其净利润规模同比增长10.49%。

**表 15：近年来公司主要财务指标**

指标	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,014.91	1,493.82	1,706.14
所有者权益（亿元）	221.39	302.86	391.53
短期债务（亿元）	105.64	144.81	153.69
长期债务（亿元）	228.00	297.82	327.23
总债务（亿元）	333.64	442.63	480.92
收益（亿元）	177.83	213.70	325.73
EBITDA（亿元）	64.96	64.78	73.55
经营性业务利润 <sup>5</sup> （亿元）	40.48	31.39	40.73
应占下列各项溢利及亏损：合营公司、联营公司（亿元）	5.35	1.54	6.42
投资物业公允价值变动净额（亿元）	10.83	14.05	5.97
其他收入及收益（亿元）	3.87	11.56	12.52
净利润（亿元）	36.77	40.23	44.46
营业毛利率(%)	34.56	27.57	24.14
期间费用率（%）	11.80	12.45	10.85
资产负债率（%）	78.19	79.73	77.05
总资本化比率（%）	60.11	59.37	55.12
经营活动净现金利息倍数（X）	2.00	-2.41	-1.04
经营净现金流/总债务	0.13	-0.16	-0.07

<sup>5</sup> 经营性业务利润=毛利-销售及营销开支-行政开支-其他开支-财务费用

(X)			
总债务/EBITDA(X)	5.14	6.83	6.54
EBITDA 利息倍数(X)	3.04	2.20	2.26
净负债率（%）	60.49	67.24	63.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

偿债能力方面，随着项目储备及项目开发规模的扩大，公司债务规模同比增长8.65%，债务结构较为合理。公司EBITDA主要由利润总额构成，获现能力较为稳定，获现能力对债务保障能力较好。

截至2020年末公司共获得银行授信额度501.87亿元，其中未使用额度为183.29亿元，与此同时，公司作为港股上市公司，融资渠道较为丰富。

截至2020年末，公司受限资产合计为384.45亿元，其中受限制的货币资金、银行存款、物业及设备、投资物业、发展中物业和持作出售已落成物业分别为43.05亿元、6.79亿元、5.37亿元、96.06亿元、255.83亿元和20.40亿元，受限资产占当期末总资产的25.06%。

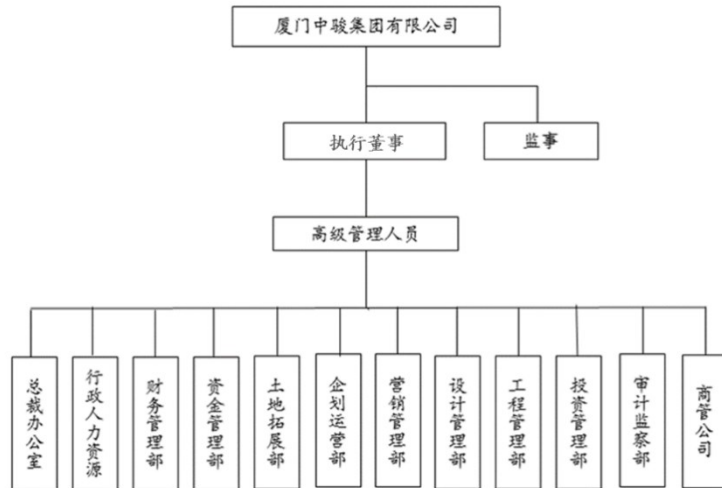
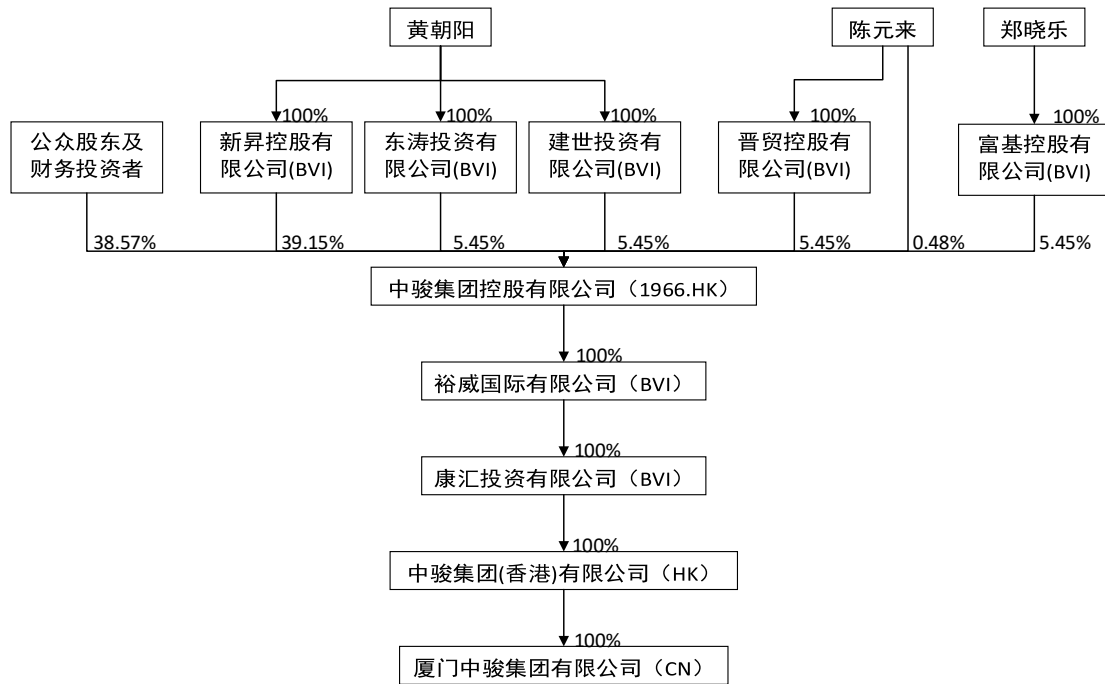
截至2020年末，公司除为商品房承购人因银行按揭贷款提供的担保余额合计286.66亿元外，公司无对外担保。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持厦门中骏集团有限公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“19中骏01”、“20中骏02”的债项信用等级为AA<sup>+</sup>。



## 附一：厦门中骏集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

## 附二：厦门中骏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
货币资金	1,594,009.24	2,043,024.06	1,817,109.26
其他应收款	1,066,150.14	1,463,210.17	1,953,887.38
存货净额	3,142,689.81	5,694,412.61	7,019,430.39
长期投资	297,346.26	362,654.17	1,046,891.85
固定资产	65,523.56	65,258.02	62,025.87
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	3,879.58	4,693.97	4,321.74
投资性房地产	1,310,572.59	1,461,929.89	2,022,525.59
总资产	8,047,023.39	12,174,679.89	14,748,589.27
预收款项	1,947,377.57	3,236,118.88	4,447,491.41
其他应付款	1,419,270.00	2,426,928.79	2,244,060.92
短期债务	622,776.76	1,359,291.98	988,312.17
长期债务	1,105,437.09	757,711.97	1,547,188.01
总债务	1,728,213.84	2,117,003.95	2,535,500.18
净债务	134,204.61	73,979.88	718,390.92
总负债	6,104,625.15	9,141,462.37	10,944,894.90
费用化利息支出	17,031.85	32,607.52	31,253.55
资本化利息支出	89,870.41	94,974.51	115,374.48
所有者权益合计（含非控股股东权益）	1,942,398.24	3,033,217.52	3,803,694.37
营业总收入	1,717,617.43	1,982,132.20	3,013,467.67
经营性业务利润	353,871.28	341,693.25	420,479.95
投资收益	36,150.16	41,635.50	68,662.75
净利润	194,959.56	280,896.67	298,515.86
EBIT	274,325.65	437,219.88	450,959.44
EBITDA	277,325.54	443,616.55	458,329.65
销售商品、提供劳务收到的现金	1,840,294.20	2,628,296.39	3,821,191.67
经营活动产生现金净流量	467,541.67	-712,830.33	43,613.24
投资活动产生现金净流量	-229,920.44	-95,112.91	-681,984.09
筹资活动产生现金净流量	316,223.59	1,223,080.78	196,098.19
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	32.13	27.01	22.02
期间费用率（%）	5.45	6.67	6.02
EBITDA 利润率（%）	16.15	22.38	15.21
净利润率（%）	11.35	14.17	9.91
净资产收益率（%）	11.61	11.29	8.73
存货周转率(X)	0.40	0.33	0.37
资产负债率（%）	75.86	75.09	74.21
总资本化比率（%）	47.08	41.11	40.00
净负债率（%）	6.91	2.44	18.89
短期债务/总债务（%）	36.04	64.21	38.98
经营活动净现金流/总债务（X）	0.27	-0.34	0.02
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.75	-0.52	0.04
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.37	-5.59	0.30
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.94	0.81	0.66
总债务/EBITDA（X）	6.23	4.77	5.53
EBITDA/短期债务（X）	0.45	0.33	0.46
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.59	3.48	3.13
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	3.41	4.17	3.86

注：2019-2020 年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”调入短期债务进行相应指标的计算。

### 附三：中骏集团控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020
货币资金	1,997,281.50	2,389,866.00	2,339,974.20
其他应收款	400,949.30	437,916.50	351,237.00
存货净额	3,134,364.20	5,715,780.10	7,244,691.40
长期投资	856,930.40	2,314,836.40	2,449,346.10
固定资产	68,078.40	82,742.20	82,734.50
在建工程	32,690.70	34,324.40	34,551.80
无形资产	331.90	315.30	298.60
投资性房地产	2,027,030.00	2,263,174.30	2,932,921.90
总资产	10,149,077.50	14,938,205.40	17,061,442.10
预收款项	2,153,992.60	3,490,206.50	4,569,556.20
其他应付款	1,117,548.00	1,993,871.40	1,915,742.80
短期债务	1,056,412.00	1,448,134.20	1,536,916.86
长期债务	2,280,026.40	2,978,190.00	3,272,282.30
总债务	3,336,438.40	4,426,324.20	4,809,199.16
净债务	1,339,156.90	2,036,458.20	2,469,224.96
总负债	7,935,136.80	11,909,586.70	13,146,180.70
费用化利息支出	40,168.60	52,814.20	68,277.50
资本化利息支出	173,394.80	241,422.40	256,848.80
所有者权益合计	2,213,940.70	3,028,618.70	3,915,261.40
收益	1,778,288.60	2,136,980.20	3,257,260.50
经营性业务利润	404,778.70	313,914.50	407,269.50
应占下列各项溢利及亏损：合营公司、联营公司	53,549.20	15,443.10	64,163.20
净利润	367,682.30	402,346.60	444,562.60
EBIT	645,414.20	638,241.70	724,582.20
EBITDA	649,565.80	647,843.80	735,517.50
销售商品、提供劳务收到的现金	-	-	-
经营活动产生现金净流量	428,161.20	-708,832.00	-337,781.40
投资活动产生现金净流量	-866,345.70	-645,336.80	-431,927.70
筹资活动产生现金净流量	1,159,016.80	1,713,228.10	573,161.30
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	34.56	27.57	24.14
期间费用率(%)	11.80	12.45	10.85
EBITDA 利润率(%)	36.53	30.32	22.58
净利润率(%)	20.68	18.83	13.65
净资产收益率(%)	19.00	15.35	12.80
存货周转率(X)	0.42	0.35	0.38
资产负债率(X)	78.19	79.73	77.05
总资本化比率(%)	60.11	59.37	55.12
净负债率(%)	60.49	67.24	63.07
短期债务/总债务(%)	31.66	32.72	31.96
经营活动净现金流/总债务(X)	0.13	-0.16	-0.07
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.41	-0.49	-0.22
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.00	-2.41	-1.04
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	-	-	-
总债务/EBITDA(X)	5.14	6.83	6.54
EBITDA/短期债务(X)	0.61	0.45	0.48
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.04	2.20	2.26
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	3.83	2.99	3.02

注：2019~2020 年末上述厦门中骏债务调整项在对中骏集团进行相关债务指标的计算时做同步调整。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
	短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	净债务 = 总债务 - 货币资金
	净负债率 = 净债务 / 所有者权益合计
	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 = (营业总收入 - 营业成本) / 营业总收入
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	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”。

## 附五：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。