

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 (2022)

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 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）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 [2022]跟踪 2541 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⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 中骏 01”、“20 中骏 02”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十九日

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的区域竞争实力较强、项目储备较为优质且充足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风险、销售业绩下滑、信用类债务占比较高、商业项目的资本支出压力及后续经营情况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（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,217.47	1,474.86	1,687.33
所有者权益（亿元）	303.32	380.37	427.32
总负债（亿元）	914.15	1,094.49	1,260.01
总债务（亿元）	212.05	253.86	300.33
营业总收入（亿元）	198.21	301.35	356.85
净利润（亿元）	28.09	29.85	45.27
EBITDA（亿元）	44.36	45.83	64.05
经营活动净现金流（亿元）	-71.28	4.36	-66.49
营业毛利率（%）	27.01	22.02	23.60
净负债率（%）	2.56	18.97	35.11
总债务/EBITDA（X）	4.78	5.54	4.69
EBITDA 利息倍数（X）	3.48	3.13	3.00
中骏集团（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,493.82	1,706.14	1,950.13
所有者权益（亿元）	302.86	391.53	427.07
总负债（亿元）	1,190.96	1,314.62	1,523.06
总债务（亿元）	444.50	483.72	542.47
营业总收入（亿元）	213.70	325.73	377.37
净利润（亿元）	40.23	44.46	36.69
EBITDA（亿元）	64.78	73.55	66.84
经营活动净现金流（亿元）	-70.88	-1.40	-36.89
营业毛利率（%）	27.57	24.14	21.66
净负债率（%）	67.86	63.78	80.18
总债务/EBITDA（X）	6.86	6.58	8.12
EBITDA 利息倍数（X）	2.20	2.26	1.99

注：2019~2021年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”、2021年末“其他应付款”中的“应付少数股东款项”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；2019~2021年末租赁负债根据报表期限分类，分别对应调整至短期和长期债务；中诚信国际根据2019~2021年审计报告整理。

正面

■ **区域竞争实力较强。**公司于厦门、泉州、福州的销售金额排名靠前，区域内具有一定的品牌影响力，区域竞争实力较强。

■ **项目储备较为优质且充足。**跟踪期内，公司主要通过“一体两翼”方式获取新项目，购物中心及长租公寓与地产主业协同发展，新获取项目的城市能级有所提升，公司期末项目储备较为优质且规模充足。

关注

■ **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经逐步调整，但目前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **销售业绩下滑。**2021年下半年以来，随着行业景气度下行，中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏集团”）下半年销售金额同比下降26%，2021年全年销售金额与上年基本持平。2022年1~5月中骏集团销售金额和销售面积同比分别下降43%和29%，全年业绩承压。

■ **信用类债务占比较高。**中骏集团公开市场债务等信用类借款占比较高，年内有一定到期或到回售期的债券规模，目前中骏集团的公开市场债务再融资渠道尚未恢复，中诚信国际将持续关注其公开市场债务再融资的恢复情况。

■ **商业项目的资本支出压力及后续经营情况。**近年来中骏集团保持了较大商业地产项目的布局力度，由此带来的资本支出压力和后续项目经营管理情况值得关注。

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。**行业地位明显提升，盈利大幅增长且具有可持续性，现金流平衡能力大幅增强。

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

同行业比较

2021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*	1,950.13	80.18	1.05	1,045.31	377.37	9.72	0.35
路劲基建*	1,082.36	72.08	1.58	524.83	246.78	8.04	0.42
厦门中骏	1,687.33	35.11	1.01	987.06	356.85	12.68	0.33

注：“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

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 ⁺	AA ⁺	2021/6/29	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 ⁺	AA ⁺	2021/6/29	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，债券票面利率下调至 6.5%，余额仍为 5.4 亿元，到期日为 2023 年 8 月 1 日。截至 2021 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 2021 年末，公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务

业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政

府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

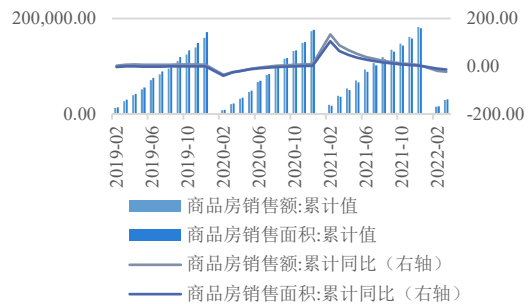
2021年上半年房地产市场保持较高热度，1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期水平。2022年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，

1~3月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落13.8%和22.7%。与此同时，2021年下半年国房景气指数持续回落态势，2022年一季度则保持100以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管2021年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态2022年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

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

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米¹，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，

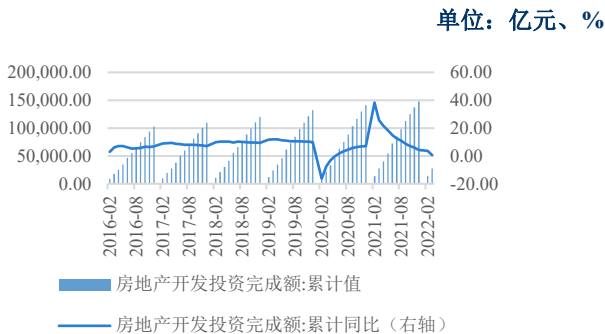
¹ 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，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面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

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

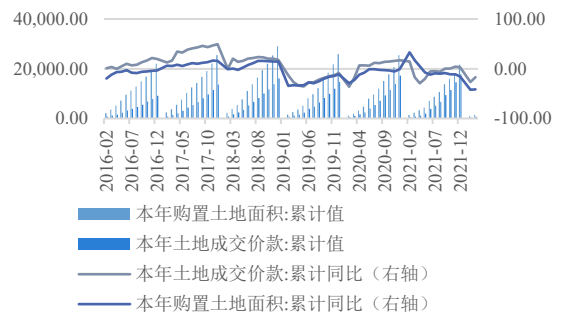
土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集

中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；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

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”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同

时，2016年10月以来，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，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。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座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。**此外值得关注的是**，2021年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部

委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内LPR下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整²。**中诚信国际认为**，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，内部控制体系未发生变化

截至2022年3月末，公司由中骏集团（香港）有限公司全资控股，由中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏集团”）间接全资控股，公司的实际控制人为黄朝阳先生，合计持有公司50.22%的股份。

公司已经按照《公司法》等法律法规的相关要求，建立了包括执行董事、监事和高级管理人员在内的法人治理结构。其中，公司设1名执行董事，对公司股东负责；设1名监事，依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司和公司全体股东的合法权益，对股东负责并报告工作。

2021年公司继续保持厦门、泉州等深耕城市优势地

无需社保或税单可直接购房；4月12日，南京市六合区房产交易中心确认，从当日起，外地户籍购房者，可在南京市六合区限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

² 4月11日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由5年改为3年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由3年内连续缴满24个月改为累计24个月；非苏州户口居民卖房后2年内

位，且权益销售比例有所提升，但随着行业景气度下行，2021年下半年以来公司控股股东中骏集团的销售规模同比出现较大幅度下滑

房地产销售方面，2021年公司经营业绩较为稳定，销售金额及销售面积与上年基本持平，销售权益占比同比提高13.58个百分点至64.23%。2021年公司实现销售金额987.06亿元，占中骏集团销售金额的比例为94.43%，在中骏集团体系内的地位不变，仍是其境内的主要地产运营平台。2021年，中骏集团在厦门、泉州的销售金额排名前三，在福州的销售金额排名前十，具有一定的品牌影响力，区域竞争实力仍较强。2021年下半年以来，随着行业景气度下行，中骏集团下半年销售金额同比下降26.00%，2021年全年销售金额与上年基本持平。2022年1~5月，中骏集团全口径签约销售金额及签约销售面积同比分别进一步下降43.08%和28.74%，需对其未来业绩恢复情况保持关注。

表 1：近年来公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

	2019	2020	2021
销售面积（全口径）	588.73	714.34	716.01
销售金额（全口径）	745.99	974.41	987.06
销售均价（全口径）	12,671	13,641	13,786
销售面积（权益口径）	286.16	403.19	467.94
销售金额（权益口径）	329.22	493.52	633.97
结算面积	174.31	307.59	313.65
结算金额	190.72	293.62	351.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司销售区域主要为二线城市及强三线城市，2021年签约销售来自全国63个城市，其中一二线城市³的销售占比为52.85%，销售金额贡献前十大城市分别为厦门、福州、昆明、泉州、北京、苏州、重庆、上海、佛山和上饶，上述城市的销售金额合计占比65.90%。

表 2：2021 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
厦门	32.42	182.32

³ 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、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合

福州	25.44	78.08
昆明	80.44	76.89
泉州	73.75	70.21
北京	23.74	69.00
苏州	21.20	36.63
重庆	51.10	35.98
上海	14.27	35.21
佛山	18.36	33.13
上饶	45.81	32.98
义乌	10.99	24.96
徐州	21.53	23.02
池州	25.42	21.02
汕头	16.21	19.28
南通	17.99	18.62
其他	237.35	229.72
合计	716.01	987.06

注：其他城市包括泰州、济南、嘉兴、无锡、南京、南昌等48个城市。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2021年公司结算面积和结算金额同比分别增长1.97%和19.71%，受益于厦门、苏州等均价较高的城市的结算占比提升，结算均价同比上升17.40%。从结算区域分布来看，厦门、苏州、丽水、重庆和徐州单个城市的结转收入占比分别为25.90%、10.59%、6.87%、6.77%和6.62%，合计占比56.76%。截至2021年末，公司预收房款余额为598.87亿元，为2021年结算金额的1.70倍，未其未来收入结算提供较好支撑的同时亦在其后续项目交付履约方面提出较高要求。

表 3：2021 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	17.19	91.05
苏州	15.87	37.23
丽水	15.22	24.15
重庆	31.82	23.80
徐州	31.22	23.28
上饶	28.97	19.10
泉州	24.36	18.00
昆明	20.19	12.92
洛阳	24.50	12.64
德州	16.80	11.22
嘉兴	10.26	10.82
南通	17.46	10.25
商丘	19.68	10.08
上海	2.46	8.75

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。

泰州	5.44	7.43
其他	32.24	30.79
合计	313.65	351.50

注：其他城市包括南京、漳州、莆田、天津等 11 个城市。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产项目运作方面，跟踪期内公司项目开发节奏与上年相仿，公司全口径新开工面积同比上升 2.94%，权益新开工面积同比增长 5.06%；全口径竣工面积同比增长 5.63%，权益竣工面积同比下降 4.42%。截至 2021 年末，公司在建项目总建筑面积 1,837.26 万平方米。

表 4：近年来公司开竣工情况

单位：万平方米

	2019	2020	2021
新开工面积	794.19	756.12	778.33
竣工面积	308.02	701.07	740.53
期末在建建筑面积	1,767.05	1,799.46	1,837.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司多通过“一体两翼”方式拿地，但新项目获取力度有所放缓，新获取项目中用于自有品牌商业及公寓建设的资本支出及后续实际运营情况值得关注

2021 年公司新增项目储备获取速度进一步放缓，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 28.66 个百分点至 34.98%。

土地成本方面，公司 2021 年新增土地中一二线城市的建筑面积占比 30.61%，同比 2020 年上升 8.52 个百分点，土地成本同比有所上升。从城市分布情况来看，2021 年公司新增土储面积前十的城市分别为南通、杭州、滨州、文山、六安、汕头、平顶山、合肥、日照和北京，合计占比 82.86%。此外，中骏世界城购物中心及方隅长租公寓作为公司未来“一体两翼”模式下的主要业务方向，亦可与地产主业协同发展。2021 年公司获取的 23 个项目中 16 个项目通过“一体两翼”获得，建筑面积占比超过七成。该模式下公司与品牌房企的合作减少，降低了合作开发项目资金调拨等管理难度，同时新获

⁴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。

取项目的城市能级有所提升。同时，公司对于部分长租公寓项目已有退出途径，即前期通过与基金合作获取含有长租公寓的地块，并约定按一定价格将长租公寓以事先约定好的价格出售给基金，长租公寓后期运营由公司负责。在行业毛利率被压缩的背景之下，可以一定程度弥补住宅部分的利润，但同时自持物业的资本支出及后续实际运营情况值得关注。

表 5：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

	2019	2020	2021
新增项目数量	41	36	23
新增项目储备建筑面积（全口径）	894.07	1,035.91	645.35
新增规划建筑面积（权益）	592.17	922.00	426.13
新增项目储备金额（全口径）	434.21	401.73	339.22
新增项目储备金额（权益）	270.60	314.06	221.76
新增项目平均楼面地价	4,857	3,878	5,256
项目储备平均楼面地价	4,253	3,951	3,970

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2021 年末，公司项目储备总建筑面积⁴为 2,574.37 万平方米，权益口径总建筑面积为 1,882.10 万平方米，按 2021 年销售规模测算，可满足公司未来 3 年左右的开发销售。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 28.20% 的项目位于一、二线城市，一、二线城市项目储备占比较上年下降 9.86 个百分点。其中昆明、重庆、韶关、杭州项目储备面积的占比较大，合计占比 24.52%。

表 6：截至 2021 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
昆明	216.82	8.42
重庆	197.57	7.67
韶关	112.97	4.39

杭州	103.83	4.03
湘潭	85.84	3.33
滨州	84.36	3.28
南通	81.27	3.16
铜川	79.34	3.08
驻马店	79.26	3.08
梅州	78.30	3.04
北京	72.51	2.82
济南	69.59	2.70
上饶	69.01	2.68
揭阳	68.97	2.68
泉州	68.40	2.66
其他	1,106.32	42.97
合计	2,574.37	100.00

注：其他城市包括平顶山、南昌、威海、文山、烟台等 46 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。由于中骏集团物业公司单独上市的需求，2021 年部分物业在管项目的组织架构经过调整，公司物业在管面积减少，物业服务收入同比下降 18.46% 至 0.53 亿元。

物业租赁方面，截至 2021 年末，公司持有的经营性物业集中位于上海、泉州和厦门等地，业态涵盖购物中心、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 12 月开业的仙游世界城、南安璟峰世界城于 2021 年贡献全年租金，且 2021 年上海天悦办公楼租金贡献增长较大，公司全年物业租赁收入同比增长 37.85% 至 2.95 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 2019~2021 年度审计报告，其中，2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数，2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为审

计报告期末数。

得益于收入规模增长、毛利率稳定及较好的期间费用控制能力，公司经营性业务利润实现较大幅度增长；但公允价值变动收益、资产减值损失等非经常性损益对公司利润形成一定侵蚀

2021 年公司收入在房地产板块收入增长的带动下同比增长 18.42%，公司毛利率同比增长 1.58 个百分点至 23.60%。截至 2021 年末，公司合同负债为 599.34 亿元。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
房地产销售	190.72	293.62	351.50
租赁	1.82	2.14	2.95
物业管理	0.73	0.65	0.53
其他	4.94	4.93	1.87
合计	198.21	301.35	356.85
毛利率	2019	2020	2021
房地产销售	26.35	21.79	23.10
租赁	49.03	59.03	53.61
物业管理	60.24	52.18	62.55
其他	39.58	17.44	59.61
合计	27.01	22.02	23.60

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，2021 年公司销售费用同比增长 43.39%；2021 年职工薪酬与福利费及包含水电费、电话费、快递费、维修费等其他管理费用有所下降，管理费用同比下降 4.83%；同时，由于债务规模的扩大，财务费用同比增长 4.74%，但得益于当期结转收入有所提升，期间费用率水平较上年基本持平，整体期间费用控制能力处于较好水平。

受益于结算规模增长、毛利率稳定和“三费”控制能力较好，2021 年公司经营性业务利润同比增长 39.73%，为公司利润的最主要来源。公司投资收益主要系对合联营公司的投资取得的收益，2021 年同比增长 25.17%，主要因上年处置子公司产生的投资收益为负以及 2021 年公司向关联方收取的利息收入有所增长。公司公允价值变动损失主要系上海市部分项目车位及福州、铜川和上饶等地世界城的公允减值变动损失。资产减值损失为存货跌价损失，2021 年主要系公司计提苏州、镇江、泉州、重庆

等地存货跌价损失 5.12 亿元，同比大幅增长。综上，公司 2021 年利润总额同比增长 43.51%。

由于利润规模提升，公司 2021 年净资产收益率同比上升 2.48 个百分点，盈利能力指标有所回升。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021
销售费用	4.46	7.66	10.99
管理费用	6.80	8.27	7.87
财务费用	1.96	2.21	2.31
期间费用率	6.67	6.02	5.93
经营性业务利润	34.17	42.05	58.75
资产减值损失	0.39	2.27	5.12
公允价值变动收益	3.41	-4.59	-1.86
投资收益	4.16	6.87	8.59
营业外损益	-0.89	-0.08	-0.50
利润总额	40.46	41.97	60.23
净利润	28.09	29.85	45.27
净资产收益率	11.29	8.73	11.21

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保持增长，杠杆比例整体仍控制在适中水平；少数股东权益占比较大，需对权益的稳定性加以关注

2021 年末，公司总资产有所增长。资产构成方面，公司资产主要由存货、货币资金、其他应收款、投资性房地产和长期股权投资构成。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 36.13%；货币资金余额同比下降 17.27%，主要因建造资本支出增加所致；由于公司应收控股股东及同受最终控制方控制的公司的款项减少，其他应收款同比下降 18.59%，年末账期在一年以内的账面余额占比为 95.65%；公司投资性房地产账面价值同比增长 22.38%，其中本年购置投资性房地产 49.51 亿元主要系杭州鼎湖方隅、汕头世界城、上海广富林方隅、平顶山世界城、南通世界城等项目随着项目开发进度新增货值较大，存货转入 9.84 亿元主要由于部分世界城项目由存货改为出租并转换以投资性房地产核算，处置子公司 16.45 亿元主要系福州世界城项目引入投资人后出表所致；长期股权投资主要为对联合营企业的投资，2021 年末账面价值同比

下降 20.86%，主要因公司合并一家非同一控制下的合营企业。

公司负债总额同比增长 15.12%。负债主要由合同负债、其他应付款和有息债务构成。其中随着销售规模的增长，公司合同负债同比增长 34.76%。公司其他应付款主要由应付关联方款项构成，2021 年末余额同比下降 12.84%，主要系应付供应链金融款项减少所致。此外，2021 年末公司有息负债规模有所增长，主要因短期债务同比增长 50.36%，而短期债务增长主要系一年内到期的应付债券增长及计息的应付少数股东款项增长。

所有者权益构成方面，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益同比增长 9.65%，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，2021 年末未分配利润同比增长 16.30%。

财务杠杆方面，2021 年末公司净负债率水平有所上升，但仍处于适中的水平。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2019	2020	2021
总资产	1,217.47	1,474.86	1,687.33
货币资金	204.30	181.71	150.32
其他应收款	146.32	195.39	159.06
存货	569.44	701.94	955.54
投资性房地产	146.19	202.25	247.51
长期股权投资	36.27	104.69	82.85
总负债	914.15	1,094.49	1,260.01
其他应付款	242.69	224.41	195.59
合同负债	323.61	444.75	599.34
短期债务	135.93	98.83	148.60
长期债务	76.12	155.03	151.73
总债务	212.05	253.86	300.33
所有者权益	303.32	380.37	427.32
未分配利润	116.58	133.98	155.82
少数股东权益	144.94	204.08	223.77
资产负债率（%）	75.09	74.21	74.67
净负债率（%）	2.56	18.97	35.11

注：2019-2021 年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”、2021 年末“其他应付款”中的“应付少数股东款项”调入短期债务进行相应指标的计算；2019-2021 年末租赁负债根据报表期限分类，分别对应调整至短期和长期债务。

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

产构成，2021 年末公司非受限货币资金存量一般，存货中开发产品占比较低，存货及总资产周转率较为稳定

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，2021 年末货币资金和存货合计占流动资产比重达 82.94%。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021
流动资产/总资产	80.00	76.22	79.02
存货/流动资产	58.46	62.44	71.67
货币资产/流动资产	20.98	16.16	11.27
其他应收款/流动资产	15.02	17.38	11.93
（存货+货币资金）/流动资产	79.44	78.61	82.94
开发产品	47.79	52.18	57.96
开发产品/存货	8.39	7.43	6.07
开发成本	521.65	649.76	897.58
开发成本/存货	91.61	92.57	93.93

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，2021 年末货币资金中受限货币资金占比为 37.81%，主要系房地产预售款限制资金 38.67 亿元、贷款监控户受限资金 16.03 亿元及保证金 2.15 亿元，非受限货币资金存量一般。

公司其他应收款主要由应付少数股东款项和应付关联方款项构成，2021 年末其他应收款前五大单位分别为漳州骏美房地产开发有限公司（联营企业）、中骏集团控股有限公司（控股母公司）、保信（中国）置业投资控股有限公司（同受最终控制方控制的公司）、天津骏凌企业管理咨询咨询有限公司（合营企业）和重庆美骏房地产开发有限公司（合营企业），期末余额合计占比为 20.53%。

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。公司存货及总资产周转率较为稳定。

表 11：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.33	0.37	0.33

⁵ 含供应链 abs 融资。

总资产周转率（次/年）	0.20	0.22	0.23
-------------	------	------	------

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

2021 年受建设支出增长的影响，公司经营活动净现金流转为净流出状态；年末非受限货币资金对短期债务的保障程度不足

2021 年，由于销售规模有所增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 4.84%；尽管项目获取速度有所放缓，但建设支出增长较快，公司经营活动净现金流由净流入转为净流出状态。

2021 年末公司总债务规模同比上升 18.31%，其中短期债务在总债务中占比近一半，债务期限结构有所弱化。此外，从债务资金来源来看，公司债务以银行借款、信托和公司债为主，合计占比在 86% 以上。截至 2022 年 6 月 17 日，公司公开市场债务余额⁵57.60 亿元，其中公司债余额 40.00 亿元，ABS 余额 17.60 亿元。从期限分布来看，2022 年公开市场到期/回售债务金额为 52.19 亿元；此外，2023 年内以后境内外公开市场到期债务金额为 5.40 亿元，2024 年及以后公司无公开市场到期债务。公开市场债务再融资暂停，需要筹资资金偿还公开市场债务，中诚信国际将持续关注其公开市场再融资渠道的恢复情况。2021 年公司综合融资成本为 6.4%，与上年水平基本持平。

受益于整体稳定的盈利能力，2021 年末公司 EBITDA 对债务本息的支撑表现同比有所增强。公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金倍数小幅弱化。此外，考虑到公司年末货币资金中有一定比例受限部分不可用于偿债用途，其非受限货币资金对短期债务的保障程度不足。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	-71.28	4.36	-66.49
销售商品、提供劳务收到的现金	262.83	382.12	400.63
货币资金/短期债务	1.50	1.84	1.01
总债务	212.05	253.86	300.33
短期债务/总债务	64.10	38.93	49.48
总债务/EBITDA	4.78	5.54	4.69

经营活动净现金流/总债务	-0.34	0.02	-0.22
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.81	0.66	0.75
EBITDA 利息保障倍数	3.48	3.13	3.00

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产比例尚可，或有负债风险相对可控

财务弹性方面，截至 2021 年末公司共获得银行授信额度 376.35 亿元，其中未使用额度为 139.60 亿元。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计为 349.95 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 56.84 亿元、240.53 亿元、47.45 亿元和 5.13 亿元，受限资产占当期末总资产的 20.74%。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司及其子公司对外担保余额合计 26.65 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 6.24%。

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 2022 年 6 月 21 日，公司本部各类借款未见异常。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。

偿债保障措施

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。

由于行业景气度下行，2021 年下半年以来中骏集团销售规模同比持续下滑；公司项目储备较为丰富，为其未来发展提供一定支撑力度，但商业地产布局的加深所带来的资本支出压力和后续经营状况值得关注

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，2021 年下半年以来，由于行业景气度下行，中骏集团下半年销售金额同比下降 26.00%，2021 年公司权益销售比例同比上升 11.19 个百分点至 65.82%。2021 年公司销售主要集中在二线及强三线城市，销售金额最高的 5 个城市分别是厦门、福州、昆明、泉州和苏州，上述城市销售金额占比分别为 17.4%、7.5%、7.4%、6.8%和 6.6%，合计占比 45.7%。2022 年 1~5 月公司全口径销售金额和销售面积分别为 265.31 亿元和 204.34 万平方米，同比分别下降 43.08%和 28.74%。

表 13：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)		
	2019	2020	2021
销售面积（全口径）	632.47	736.78	747.41
销售金额（全口径）	805.01	1,015.37	1,045.31
销售均价（全口径）	12,728	13,781	13,993
销售面积（权益口径）	326.38	443.43	502.33
销售金额（权益口径）	386.03	554.68	687.99
结算面积	183.55	315.54	330.01
结算金额	204.53	324.89	361.54
新增项目数量	46	38	37
新增项目储备建筑面积（全口径）	979.53	1,075.06	650.42
新增项目储备建筑面积（权益口径）	668.04	984.02	475.41
新增项目储备金额（全口径）	477.25	405.50	346.75
新增项目储备金额（权益口径）	301.54	322.81	230.35
新增项目储备楼面地价	4,872	3,772	5,331

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目储备方面，2021 年公司新获取项目储备速度进一步放缓，当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 24.72 个百分点至 33.48%。

截至 2021 年末，公司项目储备总建筑面积为 2,907.86 万平方米，权益口径总建筑面积为 2,225.79 万平方米。从城市分布情况来看，公司项目储备分布于全国 62 个城市，约有 27.42% 的土地位于一、二线城市，其中昆明、重庆、鞍山、苏州、韶关、杭州等城市项目储备面积的占比较大，分别为 7.46%、6.79%、5.07%、4.14%、3.88% 和 3.73%，合计占比 31.07%。

投资物业方面，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 2021 年末，公司已开业购物中心、公寓、写字楼、商业街及商铺 27 家，位于北京、上海、杭州及苏州等城市，2021 年实现租金及管理费收入同比增长 43.88% 至 4.53 亿元。2021 年，公司新增购物中心项目 7 个，分别位于唐山、汕头、合肥、如东、日照、滨州、南通、烟台；同期新增长租公寓项目 11 个。此外，公司在建及拟建的购物中心 23 个、公寓项目 11 个。公司计划将于 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。

物业管理方面，2021 年 7 月公司拆分附属公司中骏商管智慧服务控股有限公司（以下简称“中骏商管”）于联交所上市，股票代码 00606.HK。截至 2021 年末，中骏商管在管住宅物业及商业物业分别为 128 个和 16 个，总在管面积分别为 2,080 万平方米和 160 万平方米。由于管理的物业数量及面积增长，2021 年物业管理收入同比增长 68.43% 至 8.96 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 2019~2021 年度审计报告，其中，2019 年财务数据为 2020 年审计报告期初数，2020 年财务数据为 2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据为审计报告期末数。

2021 年公司债务规模保持增长，财务杠杆有所上升；收益有所增长，但营业毛利率水平进一步下滑，导致盈利规模有所下降；EBITDA 对债务本息的支撑指标有所弱化，公司信用债占比较高，且公开市场再融资渠道尚未恢复，需要对其公开市场再融资恢复情况保持关注

随着房地产开发业务的发展，2021 年末公司资产规模同比增长 14.30%，负债总额同比增加 15.86%；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 9.08%。公司债务规模持续增长，2021 年末净负债率水平同比增长 16.40 个百分点至 80.18%，财务杠杆水平有所上升。

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。2021 年公司所结转项目土地成本上升的影响，公司毛利率水平同比下滑 2.48 个百分点。公司行政开支较上年小幅下降，销售及营销开支随着房地产业务发展而增长，财务费用随着债务规模扩张而进一步增长，2021 年期间费用有所增长，得益于收益增长，公司期间费用占收入比率略有下降。公司应占合营公司及联营公司溢利及亏损主要系对合营公司的投资取得的收益，2021 年同比小幅下降 0.16%。公司投资物业公允价值变动净额同比下降 62.61%，公允价值收益主要由于部分商场升值所致。公司其他收入及收益主要由顾问服务收入 2.07 亿元、银行利息收入 1.46 亿元、应收合营公司的利息款项 0.75 亿元构成，由于按公允价值计量且其变动计入损益的金融资产的公允价值变动收益减少，2021 年公司其他收入及收益同比下降 38.53%。虽然公司收益同比增长 15.86%，受毛利率下降的影响，公司经营性业务利润与上年水平基本持平，同时，非经常性损益规模下降，2021 年公司净利润规模同比下降 17.47%。

表 14：近年来公司主要财务指标

指标	2019	2020	2021
总资产（亿元）	1,493.82	1,706.14	1,950.13
所有者权益（亿元）	302.86	391.53	427.07
短期债务（亿元）	144.81	153.69	190.76

长期债务 (亿元)	299.68	330.03	351.71
总债务 (亿元)	444.50	483.72	542.47
收益 (亿元)	213.70	325.73	377.37
EBITDA (亿元)	64.78	73.55	66.84
经营性业务利润 ⁶ (亿元)	31.39	40.73	41.03
应占下列各项溢利及亏损: 合营公司、联营公司 (亿元)	1.54	6.42	6.41
投资物业公允价值变动净额 (亿元)	14.05	5.97	2.23
其他收入及收益 (亿元)	11.56	12.52	7.70
净利润 (亿元)	40.23	44.46	36.69
营业毛利率 (%)	27.57	24.14	21.66
期间费用率 (%)	12.45	10.85	10.39
资产负债率 (%)	79.73	77.05	78.10
总资本化比率 (%)	59.48	55.27	55.95
经营活动净现金利息倍数 (X)	-2.41	-0.04	-1.10
经营净现金流/总债务 (X)	-0.16	-0.003	-0.07
总债务/EBITDA(X)	6.86	6.58	8.12
EBITDA 利息倍数(X)	2.20	2.26	1.99
净负债率 (%)	67.86	63.78	80.18

注: 2019~2021 年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”、2021 年末“其他应付款”中的“应付少数股东款项”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; 2019~2021 年末租赁负债根据报表期限分类, 分别对应调整至短期和长期债务。

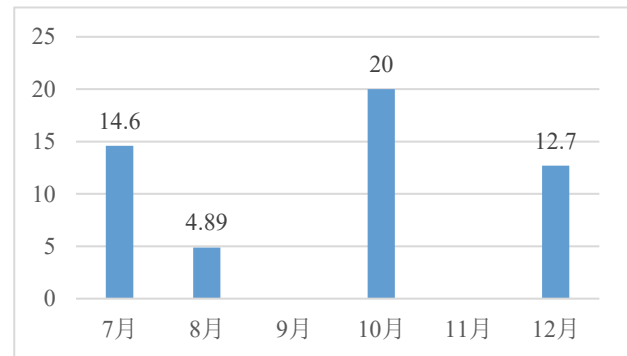
资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

偿债能力方面, 随着项目开发规模的扩大, 公司债务规模同比增长 12.15%, 债务结构较为合理。公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 同比有所下降, 对债务本息的支撑指标有所弱化。

中骏集团的债务主要由银行借款 (占比 54.42%)、优先票据及境内债券 (占比 38.11%) 构成, 公开市场信用类债务占总债务的比例较高, 公开市场债务再融资渠道尚未恢复, 需要筹措资金偿还公开市场债务, 中诚信国际将持续关注其公开市场债务偿还资金的安排情况。从公开市场到期债务分布来看, 2022 年 7~12 月, 中骏集团合并范围内境内外公开市场到期/回售债务金额为 52.19 亿元⁷; 此外, 2023 年内、2024 年内、2025 年 (含) 以后境内外公开市场到期债务金额分别为 38.90 亿元⁸、

63.65 亿元和 56.95 亿元。

图 4: 2022 年 7~12 月公开市场债务到期/回售分布情况 (亿元)



资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

截至 2021 年末公司共获得银行授信额度 473.97 亿元, 其中未使用额度为 150.22 亿元。

截至 2021 年末, 公司受限资产合计为 402.97 亿元, 其中受限制的现金、已抵押银行存款、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 42.74 亿元、5.45 亿元、5.13 亿元、107.14 亿元、238.38 亿元和 9.04 亿元, 受限资产占当期末总资产的 20.66%。

截至 2021 年末, 公司对合联营公司提供的担保余额为 49.87 亿元, 占当期末所有者权益的比重为 11.68%。

评级结论

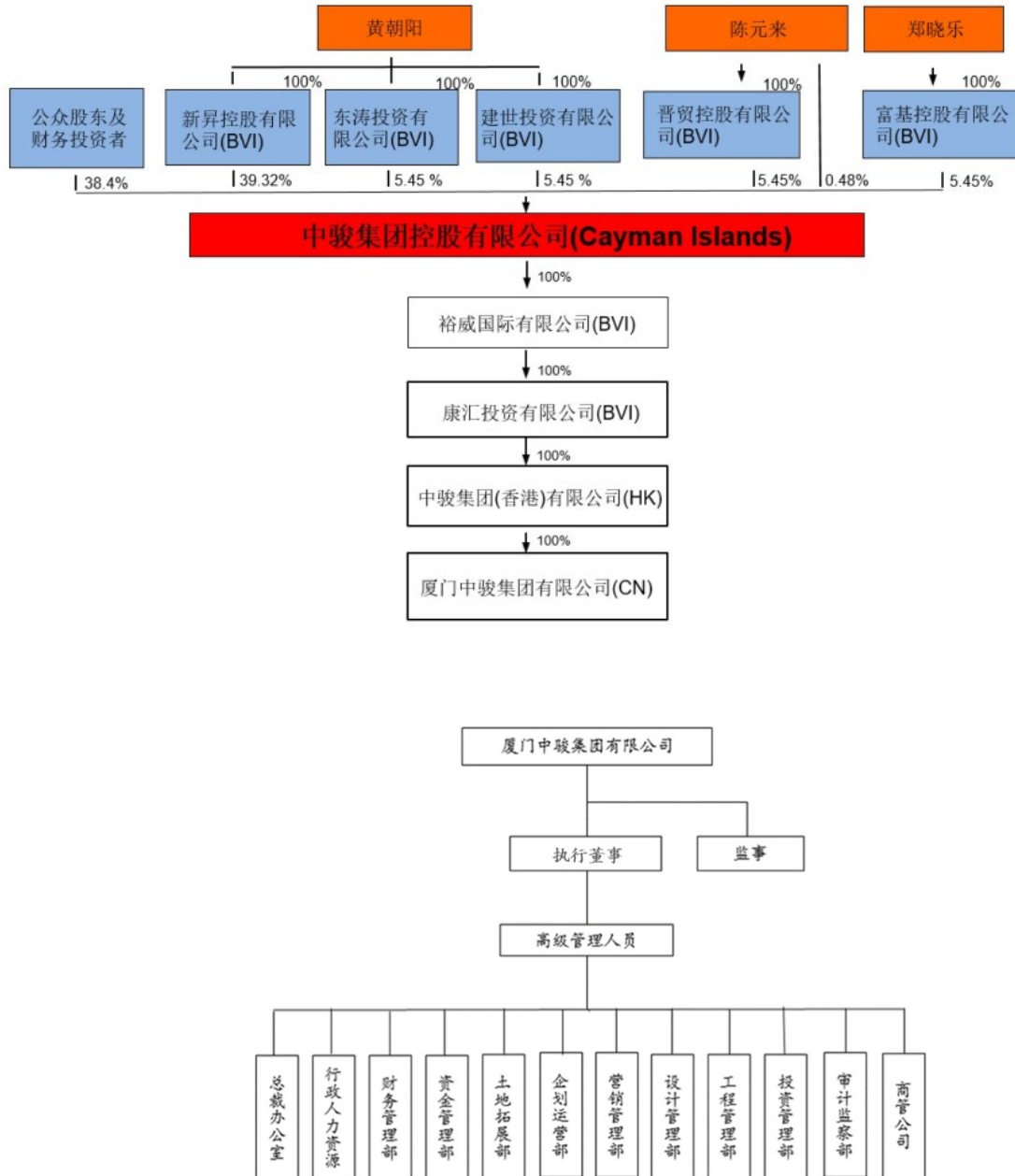
综上所述, 中诚信国际维持厦门中骏集团有限公司主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定; 维持“19 中骏 01”、“20 中骏 02”的债项信用等级为 **AA+**。

⁶ 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。

⁷ 含供应链 abs 融资。

⁸ 美元兑人民币汇率按 1: 6.7 汇率换算。

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 2021 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）	2019	2020	2021
货币资金	2,043,024.06	1,817,109.26	1,503,228.57
其他应收款	1,463,210.17	1,953,887.38	1,590,632.80
存货净额	5,694,412.61	7,019,430.39	9,555,384.47
长期投资	362,654.17	1,046,891.85	828,471.22
固定资产	65,258.02	62,025.87	64,916.70
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,693.97	4,321.74	4,667.83
投资性房地产	1,461,929.89	2,022,525.59	2,475,127.14
总资产	12,174,679.89	14,748,589.27	16,873,311.87
预收款项	3,236,118.88	4,447,491.41	5,993,361.47
其他应付款	2,426,928.79	2,244,060.92	1,955,865.49
短期债务	1,359,291.98	988,312.17	1,485,993.69
长期债务	761,249.99	1,550,305.56	1,517,340.39
总债务	2,120,541.96	2,538,617.73	3,003,334.07
净债务	77,517.90	721,508.47	1,500,105.51
总负债	9,141,462.37	10,944,894.90	12,600,127.40
费用化利息支出	32,607.52	31,253.55	30,395.65
资本化利息支出	94,974.51	115,374.48	182,941.46
所有者权益合计（含非控股股东权益）	3,033,217.52	3,803,694.37	4,273,184.47
营业总收入	1,982,132.20	3,013,467.67	3,568,531.73
经营性业务利润	341,693.25	420,479.95	587,543.65
投资收益	41,635.50	68,662.75	85,942.80
净利润	280,896.67	298,515.86	452,655.22
EBIT	437,219.88	450,959.44	632,715.32
EBITDA	443,616.55	458,329.65	640,546.58
销售商品、提供劳务收到的现金	2,628,296.39	3,821,191.67	4,006,326.98
经营活动产生现金净流量	-712,830.33	43,613.24	-664,869.11
投资活动产生现金净流量	-95,112.91	-681,984.09	420,535.92
筹资活动产生现金净流量	1,223,080.78	196,098.19	34,427.15
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率（%）	27.01	22.02	23.60
期间费用率（%）	6.67	6.02	5.93
EBITDA 利润率（%）	22.38	15.21	17.95
净利润率（%）	14.17	9.91	12.68
净资产收益率（%）	11.29	8.73	11.21
存货周转率(X)	0.33	0.37	0.33
资产负债率（%）	75.09	74.21	74.67
总资本化比率（%）	41.15	40.03	41.27
净负债率（%）	2.56	18.97	35.11
短期债务/总债务（%）	64.10	38.93	49.48
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.34	0.02	-0.22
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.52	0.04	-0.45
经营活动净现金流/利息支出（X）	-5.59	0.30	-3.12
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.81	0.66	0.75
总债务/EBITDA（X）	4.78	5.54	4.69
EBITDA/短期债务（X）	0.33	0.46	0.43
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.48	3.13	3.00
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	4.17	3.86	3.82

注：2019~2021 年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”、2021 年末“其他应付款”中的“应付少数股东款项”调入短期债务进行相应指标的计算，2019~2021 年末租赁负债根据报表期限分类，分别对应调整至短期和长期债务；中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理。

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）	2019	2020	2021
货币资金	2,389,866.00	2,339,974.20	2,000,586.90
其他应收款	437,916.50	351,237.00	504,156.10
存货净额	5,715,780.10	7,244,691.40	9,814,706.70
长期投资	2,314,836.40	2,449,346.10	1,945,702.30
固定资产	82,742.20	82,734.50	83,984.70
在建工程	34,324.40	34,551.80	34,918.40
无形资产	315.30	298.60	281.90
投资性房地产	2,263,174.30	2,932,921.90	3,405,003.10
总资产	14,938,205.40	17,061,442.10	19,501,298.60
预收款项	3,490,206.50	4,569,556.20	6,444,154.20
其他应付款	1,993,871.40	1,915,742.80	1,384,549.90
短期债务	1,448,134.20	1,536,916.86	1,907,623.62
长期债务	2,996,832.10	3,300,252.00	3,517,124.30
总债务	4,444,966.30	4,837,168.86	5,424,747.92
净债务	2,055,100.30	2,497,194.66	3,424,161.02
总负债	11,909,586.70	13,146,180.70	15,230,587.50
费用化利息支出	52,814.20	68,277.50	82,591.90
资本化利息支出	241,422.40	256,848.80	253,064.30
所有者权益合计	3,028,618.70	3,915,261.40	4,270,711.10
收益	2,136,980.20	3,257,260.50	3,773,744.70
经营性业务利润	313,914.50	407,269.50	425,180.60
应占下列各项溢利及亏损：合营公司、联营公司	15,443.10	64,163.20	64,063.60
净利润	402,346.60	444,562.60	366,881.10
EBIT	638,241.70	724,582.20	656,184.40
EBITDA	647,843.80	735,517.50	668,420.10
销售商品、提供劳务收到的现金	-	-	-
经营活动产生现金净流量	-708,832.00	-14,019.50	-368,919.80
投资活动产生现金净流量	-645,336.80	-431,927.70	127,969.60
筹资活动产生现金净流量	1,713,228.10	249,399.40	112,696.60
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	27.57	24.14	21.66
期间费用率(%)	12.45	10.85	10.39
EBITDA 利润率(%)	30.32	22.58	17.71
净利润率(%)	18.83	13.65	9.72
净资产收益率(%)	15.35	12.80	8.96
存货周转率(X)	0.35	0.38	0.35
资产负债率(X)	79.73	77.05	78.10
总资本化比率(%)	59.48	55.27	55.95
净负债率(%)	67.86	63.78	80.18
短期债务/总债务(%)	32.58	31.77	35.17
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.16	-0.003	-0.07
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.49	-0.01	-0.19
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.41	-1.04	-1.10
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	-	-	-
总债务/EBITDA(X)	6.86	6.58	8.12
EBITDA/短期债务(X)	0.45	0.48	0.35
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.20	2.26	1.99
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	2.99	3.02	2.71

注：2019~2021 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；2019~2021 年末租赁负债根据报表期限分类，分别对应调整至短期和长期债务；中诚信国际根据 2019~2021 年审计报告整理。

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
经营效率	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
盈利能力	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(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。