



厦门中骏集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）、2020 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）跟踪评级报告（2023）

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 2202 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	厦门中骏集团有限公司	AA+/稳定
--------------	------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“19 中骏 01”、“20 中骏 02”	AA+
-------------	-----------------------	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于厦门中骏集团有限公司（以下简称“厦门中骏”或“公司”）较为丰富的房地产项目开发经验、公司储备项目成本合理且权益占比较高等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业政策风险、公司销售业绩下滑、盈利指标大幅下滑且其控股股东中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏集团”）2022 年发生利润亏损、未来仍面临公开市场债务集中兑付压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，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。

调级因素

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。

正面
<ul style="list-style-type: none"> ■ 较为丰富的房地产项目开发经验 ■ 得益于“一体两翼”拿地模式，公司储备项目成本合理且权益占比较高
关注
<ul style="list-style-type: none"> ■ 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战 ■ 销售业绩下滑，对现金流平衡形成挑战 ■ 盈利指标大幅下滑，中骏集团盈利亏损 ■ 未来仍面临公开市场债务集中兑付压力

项目负责人：蒋 滕 tjjiang@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

财务概况

厦门中骏（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	1,474.86	1,714.54	1,728.38	1,728.12
所有者权益合计（亿元）	380.37	429.24	390.16	388.75
总负债（亿元）	1,094.49	1,285.29	1,338.22	1,339.37
总债务（亿元）	253.86	303.08	239.59	239.62
营业总收入（亿元）	301.35	359.23	259.67	59.56
净利润（亿元）	29.85	45.13	9.02	4.05
EBITDA（亿元）	41.86	63.45	18.95	--
经营活动净现金流（亿元）	4.36	-61.17	210.58	51.13
营业毛利率(%)	22.02	24.63	19.74	16.78
净负债率(%)	36.65	48.63	49.61	45.40
总债务/EBITDA(X)	6.06	4.78	12.64	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.85	2.97	0.89	--
中骏集团（合并口径）	2020	2021	2022	
总资产（亿元）	1,706.14	1,950.13	1,939.64	
所有者权益合计（亿元）	391.53	427.07	366.25	
总负债（亿元）	1,314.62	1,523.06	1,573.39	
总债务（亿元）	483.72	542.47	447.15	
营业总收入（亿元）	325.73	377.37	267.05	
净利润（亿元）	44.46	36.69	-2.01	
EBITDA（亿元）	67.59	64.61	18.95	
经营活动净现金流（亿元）	-1.40	-36.89	164.29	
营业毛利率(%)	24.14	21.66	16.55	
净负债率(%)	76.51	90.31	97.19	
总债务/EBITDA(X)	7.16	8.40	23.59	
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.08	1.92	0.56	

注：1、中诚信国际根据厦门中骏提供的其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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报告整理；其中，2020 年和 2021 年财务数据分别为 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数，2023 年一季度数据采用期末数。2、2020~2021 年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”、2021~2022 年及 2023 年 3 月末“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；2022 年末及 2023 年 3 月末“其他非流动负债”的“带息往来款”调入长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。3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)
雅居乐集团	652.30	2,733.82	67.82	0.35	540.34	-24.75	0.46	--
中骏集团	590.23	1,939.64	97.19	0.60	267.05	-0.75	0.23	--
厦门中骏	577.79	1,728.38	49.61	0.67	259.67	3.47	0.22	0.64

中诚信国际认为，受行业景气度下行等因素影响，厦门中骏、中骏集团与雅居乐集团的签约销售金额均出现下滑，非受限货币资金对短期债务覆盖程度均不足；与可比企业相比，中骏集团规模优势不突出，存货周转效率偏慢，杠杆水平较高，盈利能力优于可比企业。

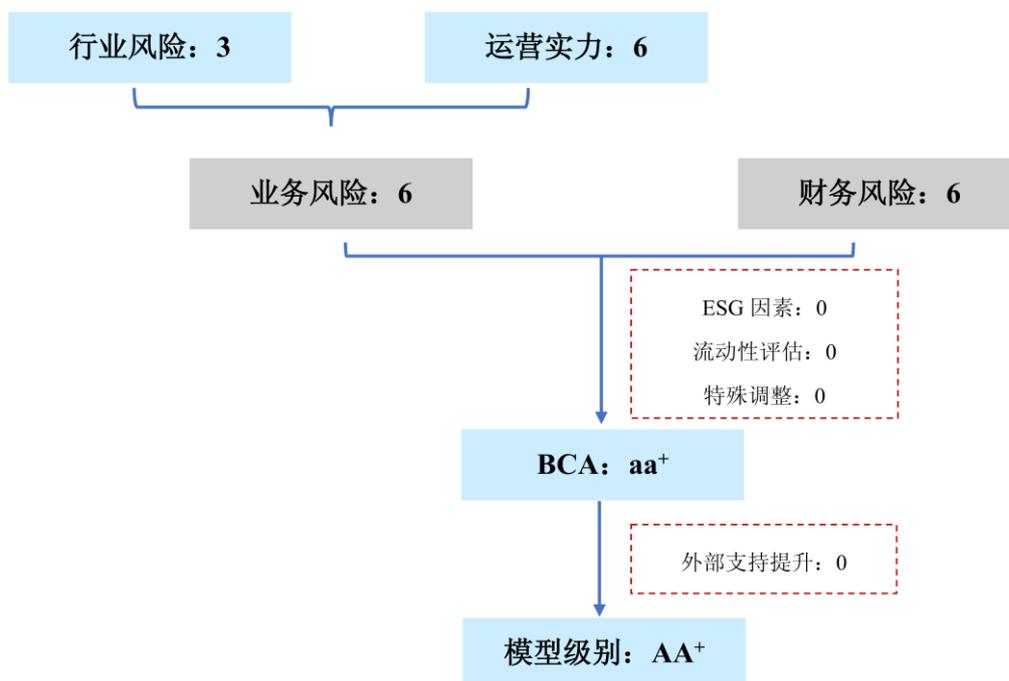
注：“雅居乐集团”为“雅居乐集团控股有限公司”简称，雅居乐集团和中骏集团财务报表均采用香港会计准则编制。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 中骏 01	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/29	5.40	5.40	2019/8/1~2023/8/1 (2+2)	回售,调整票面利率
20 中骏 02	AA ⁺	AA ⁺	2022/6/29	14.60	5.06	2020/7/1~2024/7/1 (2+2)	回售,调整票面利率

评级模型

厦门中骏集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险:

厦门中骏属于房地产行业，行业风险评估为中等；厦门中骏具有较强的规模优势，项目储备资源较为充足，近年投资策略较为审慎，但鉴于其融资渠道尚未完全恢复，经营稳健度一般，业务风险评估为很低。

■ 财务风险:

公司盈利能力一般，且非受限货币资金对短期债务的覆盖程度不足，但净负债率水平较低，销售回款对总债务的保障能力强，EBITDA 对债务本息提供的支撑水平强，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，厦门中骏具有 aa+ 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持:

公司是实际控制人核心资产，实际控制人支持意愿很强，但其除公司以外的可用资源有限，对公司提供的额外支持对公司信用水平无影响。

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 5.40 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 5.40 亿元，到期日为 2023 年 8 月 1 日。截至 2022 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 14.60 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，债券票面利率仍为 5.50%，余额为 5.06 亿元，到期日为 2024 年 7 月 1 日。截至 2022 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

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

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

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

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经

济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

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

近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

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

中诚信国际认为，公司地产项目实现全国化布局，具有较强的规模优势；跟踪期内受行业景气度较低等因素影响，公司销售业绩下滑，对其现金流平衡产生不利影响；公司项目储备资源较为充足，需对部分流速偏慢项目的未来去化情况保持关注；此外，近年公司投资策略较为审慎，但鉴于其公开市场融资渠道尚未完全恢复，经营稳健度一般。

公司地产项目完成全国化战略布局，具有较强规模优势；一方面，受行业景气度下行等因素影响，跟踪期内公司销售业绩出现下滑；另一方面，得益于前期“一体两翼”战略的实施，公司近年来销售权益比例持续提升。

公司是中骏集团控股有限公司（以下简称“中骏集团”）在境内的主要运营主体，目前已实现以

北京、天津、济南为核心的环渤海经济圈，以上海、杭州、苏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，具有较强规模优势。房地产项目运作方面，2022 年公司项目开发节奏有所放缓，全口径新开工面积同比下降 61.53%；全口径竣工面积同比下降 40.05%。截至 2022 年末，公司在建项目总建筑面积虽较上年末有所下降但仍保持很大体量，需对其项目工程建设进度及产品交付履约义务等方面情况保持关注。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
新开工面积	756.12	778.33	299.41	7.16
竣工面积	701.07	740.53	443.95	71.17
期末在建面积	1,799.46	1,837.26	1,725.59	1,661.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产销售方面，一方面，受 2022 年房地产市场景气度下降影响，叠加民营房企信用风险事件频发，购房人对民营地产商信心不足，当期公司销售金额及销售面积同比分别下降 41.46% 和 33.89%；另一方面，得益于前期“一体两翼”战略的实施，公司减少了与品牌房企的合作开发模式，其销售权益占比近年持续提升，2023 年该比率进一步提升至 80% 以上。2023 年 1~5 月，中骏集团全口径签约销售金额及签约销售面积分别为 170 亿元和 134.81 万平方米，同比分别下降 35% 和 34%，持续减少的销售回款对公司现金流平衡带来不利影响。

表 2：近年来公司销售情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售面积（全口径）	714.34	716.01	473.34	88.64
销售金额（全口径）	974.41	987.06	577.79	112.12
销售均价（全口径）	13,641	13,786	12,207	12,649
销售面积（权益口径）	403.19	467.94	363.08	70.59
销售金额（权益口径）	493.52	633.97	457.84	93.00

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一二线城市及强三线城市，2022 年全口径签约销售来自全国 59 个城市，其中一二线城市¹的销售金额占比同比上升 7.66 个百分点至 60.51%，当期销售金额贡献前十大城市的销售金额合计占比达 67.50%。

表 3：截至 2022 年末公司销售分布情况（万平方米、亿元）

区域	2022 年全口径		2022 年权益口径	
	销售面积	销售金额	销售面积	销售金额
杭州	37.89	106.66	38.30	106.30
北京	25.44	67.15	20.06	52.67
泉州	37.62	44.16	27.16	32.45
昆明	38.57	33.89	23.38	19.24
上海	4.99	25.02	4.96	25.45
合肥	14.70	24.73	11.76	19.79
南京	12.53	23.43	1.92	3.31
上饶	37.96	23.12	37.11	22.71

¹ 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。

福州	7.11	21.11	7.02	20.85
苏州	14.62	20.77	8.30	13.52
汕头	17.10	19.56	16.56	18.94
天津	13.97	15.17	7.14	8.77
重庆	23.90	14.44	12.75	7.45
池州	15.94	11.55	15.94	11.55
济南	13.28	11.55	6.02	5.09
佛山	9.09	10.40	6.44	7.40
其他	148.62	105.09	118.25	82.35
总计	473.34	577.79	363.08	457.84

注：其他城市包括徐州、南昌、南通、成都、漳州等 43 个城市。

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，通过“住宅+公寓”及“住宅+购物中心”的勾地模式，近年补充了一批成本合理且区位较优的项目，但仍需对剩余流速偏慢项目的未来去化情况保持关注。

截至 2022 年末，公司项目储备面积²为 1,757.87 万平方米，权益口径面积为 1,405.11 万平方米。近年来公司通过“住宅+公寓”及“住宅+购物中心”的勾地模式，补充了一批成本合理且区位较优的项目，该类项目储备面积占公司期末土储的比重约在四成以上。2020 年以来公司通过勾地获取杭州未来云城项目、上海璟荟项目、北京未来云城项目、苏州花桥世界城项目、合肥世界城项目，上述项目货值合计超过 450 亿，对 2022 年及 2023 年的销售业绩贡献较大；其中，杭州、上海、北京和苏州的项目净利率在 10%左右，对结转当期形成重要利润贡献。从城市分布情况来看，公司项目储备分布于全国 57 个城市，从货值方面来看，约有 42% 的项目位于一、二线城市。此外，仍需对韶关、湘潭、滨州、驻马店、梅州等项目储备量大但城市能级偏低或流速一般的项目去化保持关注。

表 4：截至 2022 年末公司全口径土地储备分布情况（万平方米）

区域	剩余可售面积	占比
昆明	187.80	10.68%
重庆	185.41	10.55%
韶关	110.19	6.27%
南通	82.17	4.67%
滨州	67.29	3.83%
驻马店	63.39	3.61%
梅州	61.54	3.50%
铜川	56.22	3.20%
杭州	53.23	3.03%
南昌	46.85	2.67%
北京	42.00	2.39%
潍坊	40.68	2.31%
六安	39.86	2.27%
汕头	32.44	1.85%
泉州	31.71	1.80%
其他	572.02	32.54%
总计	1,757.87	100.00%

²项目储备包含拟建项目、在建未售项目、已竣工未售项目面积。

注：其他包括河源、青岛、昭通、南京、徐州等 41 个城市

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年公司拿地策略较为审慎，其中 2022 年以来公司未获取新项目；鉴于其公开市场融资渠道尚未完全恢复，公司整体经营稳健度一般。

为提升公司在高能级城市的项目获取能力，同时减少公司在资金调拨、项目运营协调沟通等方面的管理难度，降低对合作开发项目的依赖，中骏集团于 2017 年提出“一体两翼”战略，即以地产开发为主体，以中骏世界城新零售购物中心和方隅长租公寓为两翼的转型协同发展战略。随着购物中心、公寓类项目的运作能力逐步提升，公司与品牌房企的合作开发模式逐年减少，近年新获取项目权益比例持续明显提升，一定程度上减小了公司在行业风险出清过程中受到的冲击。公司通过前期与基金合作获取含有长租公寓的地块，或约定按一定价格将长租公寓出售给基金，由中骏集团旗下方隅公寓管理公司负责长租公寓后期运营，实现了部分长租公寓项目的退出。2022 年以来公司投资全面收缩，跟踪期内公司未获取新项目。

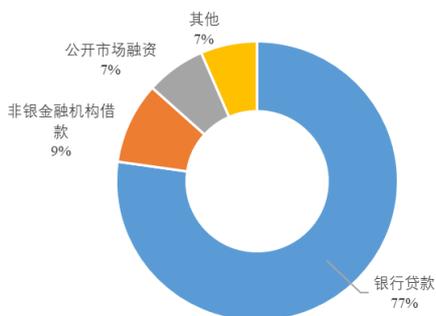
表 5：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
新增项目数量	36	23	0	0
新增项目储备建筑面积（全口径）	1,035.91	645.35	--	--
新增规划建筑面积（权益）	922.00	426.13	--	--
新增项目储备金额（全口径）	401.73	339.22	--	--
新增项目储备金额（权益）	314.06	221.76	--	--
新增项目平均楼面地价	3,878	5,256	--	--
项目储备平均楼面地价	3,951	3,970	--	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

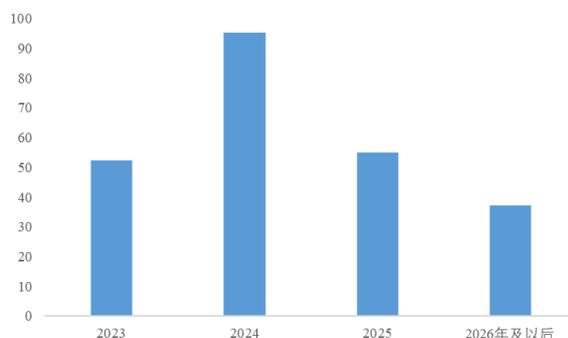
融资渠道方面，公司主要通过银行借款进行筹资，并辅以非银金融机构借款及公开市场债券融资的方式。债务期限结构方面，截至 2023 年末，公司债务构成中 1 年内到期、1~2 年到期、2~3 年到期、3 年以上到期占比分别为 21.82%、39.73%、22.91%和 15.55%，债务期限结构相对合理。公开市场债务方面，公司及中骏集团 2023 年内仅有一笔公司债到期，但 2024 年公司债及美元债到期/行权到期较为集中，考虑到其目前公开市场融资渠道尚未完全恢复，整体经营稳健度一般。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司债务到期分布情况



资料来源：公开数据，中诚信国际整理

物业服务和**物业租赁业务**对公司**收入和现金流**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。2022 年物业服务收入同比上升 13.21%至 0.60 亿元。物业租赁方面，截至 2022 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，但相对房地产开发主业整体规模较小。由于当年进入稳定运营期的购物中心数量增加，2022 年物业租赁收入同比增长 51.19%至 4.46 亿元。

财务风险

中诚信国际认为，2022 年公司营业收入及综合毛利率均同比下滑，整体盈利能力一般；债务规模虽有所下降，在少数股东权益下降的带动下公司所有者权益同比减少，净负债率同比略有增长；由于货币资金下降且受限比例高，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度不足，此外，由于盈利能力下降，偿债指标均出现弱化。

2022 年公司营业收入及综合毛利率均同比下滑，资产减值损失对公司利润形成一定侵蚀，整体盈利能力一般。

公司主营业务突出，房地产销售占营业总收入比重保持在 94%以上，2022 年公司交付进度延缓，房地产销售收入减少，营业总收入同比下降 27.72%。毛利率方面，受行业发展趋势的影响，商品房结转项目土地成本不断上升，公司房地产销售板块毛利率同比下滑，带动整体毛利率下降。

期间费用方面，2022 年由于公司销售代理费用减少，销售费用同比下降；职工薪酬与福利费亦有所下降；受利息支出的资本化部分增加、利息收入增加及手续费减少的影响，2022 年财务费用同比下降，但受收入结转规模下降影响，公司期间费用率略微增长。盈利方面，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，由于收入下降，2022 年公司经营性业务利润同比下降 52.74%。2022 年按权益法核算的长期股权投资为亏损状态，当期投资收益转负。由于市场下行明显，2022 年公司对重庆、泉州、青岛、上饶、唐山等地的住宅、公寓、车位计提资产减值损失，对公司利润造成侵蚀。综上，2022 年净利润率同比下降 9.09 个百分点。2023 年 1~3 月公司营业收入同比下降，当期营业毛利率和净利润继续下滑。

表 6：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	293.62	21.79	351.50	24.30	245.73	18.64	57.88	15.82
租赁	2.14	59.03	2.96	53.67	4.46	57.40	0.96	57.29
物业管理	0.65	52.18	0.53	61.88	0.60	60.00	0.12	58.33
其他	4.93	17.44	4.24	26.90	8.87	28.41	0.60	35.25
合计	301.35	22.02	359.23	24.63	259.67	19.74	59.56	16.78

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	6.02%	7.23%	7.95%	6.12%

经营性业务利润	42.05	58.18	27.36	5.67
投资收益	6.87	8.59	-0.82	-0.31
资产减值损失	2.27	5.12	9.88	0.00
信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA	41.86	63.45	18.95	--
利润总额	41.97	60.09	16.23	5.41
净利润率	9.91%	12.56%	3.47%	6.81%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年末公司资产规模较为稳定，债务规模有所下降，在少数股东权益下降的带动下公司所有者权益同比减少；净负债率同比略有增长，但仍处于合理水平。

2022 年末公司总资产略有增长，公司资产主要由存货、其他应收款、货币资金、投资性房地产和长期股权投资构成。具体来看，存货规模较上年末基本持平，其中开发产品的规模有所减低，由于结转规模减少，存货周转率有所下降，存货中开发产品占比也有所降低；货币资金余额同比下降 23.71%，主要因偿还债务所致；由于应收少数股东款项增长，其他应收款同比小幅增长；公司投资性房地产期末账面价值同比增长 23.81%，其中随着中骏世界城购物中心及方隅长租公寓投资建设，当期构建支出和存货转入分别为 25.47 亿元和 14.55 亿元，此外，由于公司合并福州世界城和揭阳世界城项目，产生投资性房地产增量 26.43 亿元。长期股权投资主要为对合联营企业的投资，2022 年末因公司合并非同一控制下的合联营企业，长期股权投资账面价值同比下降。2023 年 3 月末，公司资产总额较期初基本持平。

负债方面，合同负债、其他应付款和债务是公司负债的最主要构成。截至 2022 年末，公司合同负债余额为当期营业收入的 2.78 倍，已售未结算项目的交付履约压力值得关注。2022 年公司归还关联方款项增加，期末其他应付款余额同比下降。跟踪期内，公司总债务规模及短期债务占比均有所下降，债务期限结构较为合理。2023 年 3 月末，债务规模较期初基本持平。

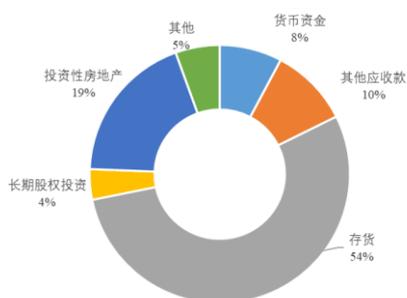
所有者权益方面，随着公司项目权益的提升，2022 年末公司少数股东权益规模同比下降 18.07%，但其在所有者权益中的占比仍较大，2022 年末所有者权益同比下降 9.10%。财务杠杆方面，尽管公司总债务规模下降，但非受限货币资金及所有者权益规模亦均有减少，公司净负债率水平较上年末略有增长，处于适中水平。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元）

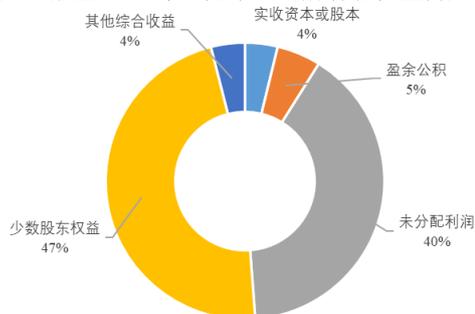
	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	181.71	151.85	115.84	134.14
其他应收款	195.39	161.28	172.43	170.98
存货	701.94	967.61	961.96	936.03
开发产品/存货	7.43%	5.99%	2.96%	--
存货周转率（次/年）	0.37	0.32	0.22	--
长期股权投资	104.69	82.85	66.19	65.88
投资性房地产	202.25	257.58	318.91	326.09
流动资产占比	76.22	78.75	76.20	75.80
总资产	1,474.86	1,714.54	1,728.38	1,728.12
其他应付款	224.41	185.88	139.05	123.22
合同负债	444.75	561.28	721.01	740.30
总债务	253.86	303.08	239.59	239.62
短期债务/总债务	38.93%	49.03%	28.58%	24.50%

净负债率	36.65%	48.63%	49.61%	45.40%
少数股东权益	204.08	229.76	188.24	183.64
所有者权益	380.37	429.24	390.16	388.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总资产构成


资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于债务规模下降，销售回款对总债务保障能力增强，但盈利规模的下滑导致 EBITDA 对债务本息提供的支持保障能力减弱；此外，货币资金下降且受限比例高，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度不足。

2022 年公司销售规模下降，销售商品、提供劳务收到的现金同比小幅下降，由于投资力度放缓，当期经营活动现金流转为净流入态势。因公司支付合联营项目关联方款项增加，当期投资活动现金转为净流出态势。2022 年公司偿还债务规模增长，筹资活动现金流呈净流出态势。

偿债指标方面，2022 年公司销售业绩下滑削弱其经营获现能力，但由于债务规模下降，销售回款对总债务保障能力增强。受公司盈利规模下降的影响，EBITDA 对债务本息提供的支持力度减弱。由于货币资金下降且受限比例高，非受限货币资金对短期债务的覆盖程度不足。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	4.36	-61.17	210.58	51.13
销售商品、提供劳务收到的现金	382.12	408.62	373.87	80.60
投资活动净现金流	-68.20	34.32	-23.62	-5.45
筹资活动净现金流	19.61	6.18	-235.28	-28.59
总债务/EBITDA	6.06	4.78	12.64	--
EBITDA 利息倍数	2.85	2.97	0.89	--
非受限货币资金/短期债务	1.16	0.63	0.67	1.08
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.66	0.74	0.64	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计 468.56 亿元，占总资产的比重为 27.11%，其中受限制的存货、投资性房地产、货币资金分别为 305.23 亿元、88.53 亿元和 69.81 亿元。

截至 2022 年末，公司合并口径对外担保合计 29.63 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 7.59%。

截至 2022 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

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，2020 年~2023 年 5 月 29 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。

假设与预测³

假设

——2023 年，预计厦门中骏全年全口径销售规模同比下降约三成。

——2023 年，预计厦门中骏不获取新项目。

——2023 年，预计厦门中骏收入规模同比大幅增长 80%左右，全年毛利率预计有所下降。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	48.63	49.61	34.4~42.1
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.74	0.64	0.5~0.6

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，厦门中骏未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖存在不确定性。

2022 年以来公司签约销售规模持续下滑，经营获现能力弱化，2022 年末，公司非受限货币资金为 46.03 亿元，对短期债务的覆盖程度不足；公司公开市场融资渠道尚未完全恢复，流动性来源对银行融资渠道的稳定性及当年销售回款情况较为依赖。

公司资金流出主要用于获取土地储备、建安和各项税费支出以及偿还债务。预计 2023 年投资维持在较小规模，在建面积仍较大，工程建设支出可由开发贷款及销售回款提供一定支撑，投资建设支出压力相对可控；同时，2023 年公司及中骏集团公开市场到期债务规模不大，但 2024 年厦门中骏及中骏集团的公司债及美元债到期/行权到期较为集中，公开市场债务兑付压力较大。综上所述，公司未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖尚可，但考虑到未来市场环境，仍存在不确定性。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司致力发展绿色建筑，积极投身社会公益事业，但员工稳定性较弱，目前公司 ESG 表

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

⁴中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

现一般。

环境方面，公司致力发展绿色建筑，将环境保护融入到地产开发的各个阶段。目前，公司所有新建项目已 100%达到国家绿色建筑标准。2022 年中骏集团合肥中骏世界城及杭州未来云城分别获得中国绿色建筑评价三星及二星认证。

社会方面，公司积极投身社会公益事业，持续履行企业的社会责任精益求精的品质传统。2022 年，中骏集团捐助各项公益事业约人民币 800 万元。2022 年受行业景气度偏低影响，公司销售业绩下滑，其采取了一系列减员控费措施，员工数量较上年降低，员工稳定性较弱。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

公司实际控制人对其支持意愿强，但考虑到实际控制人除公司以外可用资源有限，外部支持因素对公司信用水平无影响。

公司实际控制人为黄朝阳先生。公司是黄朝阳先生的核心资产，战略地位很高，黄朝阳先生对公司具有很强的实际控制力和支持意愿，但考虑到黄朝阳先生除公司以外的可用资源有限，其对公司提供的额外支持对公司信用水平无影响。

同行业比较

中诚信国际选取了雅居乐集团控股有限公司、中骏集团作为厦门中骏的可比公司，上述企业与公司业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，受行业景气度下行等因素影响，厦门中骏、中骏集团与雅居乐集团的签约销售金额均出现下滑，非受限货币资金对短期债务覆盖程度均不足；与可比企业相比，中骏集团规模优势不突出，存货周转效率偏慢，杠杆水平较高，盈利能力优于可比企业。

偿债保障措施

中骏集团房地产开发业务以厦门中骏为主，商管业务管理规模持续扩大，但收入贡献相对有限。

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法律法规规定的前提下，中骏集团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。

房地产业务方面，中骏集团的房地产开发业务主要集中在厦门中骏体内，2022 年厦门中骏销售金额占中骏集团的比例为 97.89%，房地产业务收入占中骏集团的比例为 99.33%。存量项目中，中骏集团直接参与的项目主要有昆山花桥两岸新天地、昆山璟峰和南京璟阅，合计剩余可售面积 80.60 万平方米。由于厦门中骏房地产业务已在本报告前文做分析，此处不再赘述。

表 11：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）

	2020	2021	2022
销售面积（全口径）	736.78	747.41	491.20
销售金额（全口径）	1,015.37	1,045.31	590.23
销售均价（全口径）	13,781	13,993	12,016
销售面积（权益口径）	443.43	502.33	386.37
销售金额（权益口径）	554.68	687.99	473.37
新增项目数量	38	37	0
新增项目储备建筑面积（全口径）	1,075.06	650.42	--
新增项目储备建筑面积（权益口径）	984.02	475.41	--
新增项目储备金额（全口径）	405.50	346.75	--
新增项目储备金额（权益口径）	322.81	230.35	--
新增项目储备楼面地价	3,772	5,331	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2022 年末，公司持有购物中心、长租公寓、写字楼、商业街及商铺共 53 个，其中已开业 27 家，位于北京、上海、杭州及苏州等 26 个城市，2022 年实现租金及管理费收入同比增长 13.25%至 5.13 亿元。此外，截至 2022 年末，公司在建及拟建的购物中心 22 个、公寓项目 19 个。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，中骏集团物业管理业务主要由中骏商管智慧服务控股有限公司（以下简称“中骏商管”，股票代码 00606.HK）运营。截至 2022 年末，中骏商管在管住宅物业及商业物业分别为 149 个和 17 个，总在管面积分别为 2,400 万平方米和 170 万平方米。其中商业物业管理方面，位于长三角经济圈和海峡西岸经济圈的项目在管面积占比分别为 41.03%和 34.27%，在管商业综合出租率同比小幅提升至 88.8%。由于管理的物业数量及面积增长，2022 年物业管理收入同比增长 10.50%至 9.90 亿元，其中商业物业管理收入贡献 3.96 亿元。

2022 年公司债务规模有所下降，但由于所有者权益及货币资金减少，财务杠杆小幅上升；收益及营业毛利率水平同比下降，由于期间费用仍处于较高水平，且非经常性损益的补充有限，净利润处于亏损状态；偿债指标随盈利能力下滑而弱化，2024 年信用债到期压力大，且公开市场再融资渠道尚未完全恢复，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。

财务方面，2022 年末公司资产规模基本持平，负债总额同比略微增长；由于少数股东权益下降，公司所有者权益同比下降 14.24%。公司债务规模有所下降，但非受限货币资金及所有者权益均同比下降，2022 年末财务杠杆水平略有上升。

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，2022 年收益同比下降 29.23%。2022 年受所结转项目土地成本上升的影响，毛利率水平同比下滑 5.11 个百分点。公司行政开支较上年下降，销

售及营销开支和财务费用均有小幅增长，2022 年期间费用较上年基本持平，由于收入规模下降，公司期间费用占收入比率上升 4.37 个百分点。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，2022 年为净亏损状态。因当年自持商场公允价值重估减值，公允价值变动为负。其他收入及收益主要由出售附属公司收益 4.15 亿元、银行利息收入 1.19 亿元构成，2022 年其他收入及收益同比增长 6.49%。整体来看，2022 年公司经营性业务利润下降，非经常性损益对除税前溢利的补充有限，净利润出现亏损，盈利指标弱化。

偿债能力方面，公司债务规模同比下降 17.57%，期末短期债务占比为 33.75%，债务结构较为合理，但由于货币资金下降且受限比例较高，期末货币资金无法对短期债务形成保障。公司 EBITDA 同比下降，对债务利息的覆盖程度不足。

表 12：近年来公司财务情况

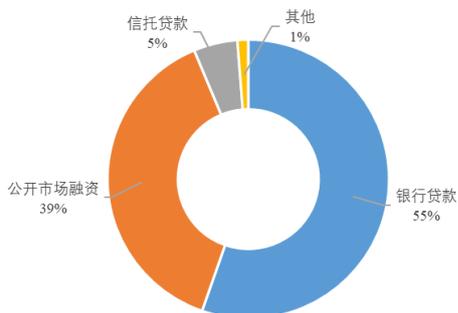
	2020	2021	2022
总资产（亿元）	1,706.14	1,950.13	1,939.64
所有者权益（亿元）	391.53	427.07	366.25
短期债务（亿元）	153.69	190.76	150.93
长期债务（亿元）	330.03	351.71	296.22
总债务（亿元）	483.72	542.47	447.15
收益（亿元）	325.73	377.37	267.05
EBITDA（亿元）	67.59	64.61	18.95
经营性业务利润 ⁵ （亿元）	40.73	41.03	4.79
应占下列各项溢利及亏损：合营公司、联营公司（亿元）	6.42	6.41	-4.54
投资物业公允价值变动净额（亿元）	5.97	2.23	-0.25
其他收入及收益（亿元）	12.52	7.70	8.20
净利润（亿元）	44.46	36.69	-2.01
营业毛利率(%)	24.14	21.66	16.55
期间费用率(%)	10.85	10.39	14.76
资产负债率(%)	77.05	78.10	81.12
总资本化比率(%)	55.27	55.95	54.97
经营活动净现金流（亿元）	-1.40	-36.89	164.29
投资活动净现金流（亿元）	-43.19	12.80	-26.05
筹资活动净现金流（亿元）	24.94	11.27	-212.54
非受限货币资金/短期债务(X)	1.20	0.82	0.60
总债务/EBITDA(X)	7.16	8.40	23.59
EBITDA 利息倍数(X)	2.08	1.92	0.56
净负债率(%)	76.51	90.31	97.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

融资渠道方面，中骏集团的债务主要由银行借款、优先票据及境内债券构成，公开市场信用类债务占总债务的比例较高。从公开市场到期债务分布来看，2023 年 7~12 月，中骏集团合并范围内境内公司债到期 5.40 亿元；2024 年公司到期债务偿付压力很大，境内到期/回售两笔公司债合计 10.71 亿元，境外优先票据到期 9.5 亿美元。考虑到中骏集团公开市场债务再融资渠道尚未完全恢复，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。

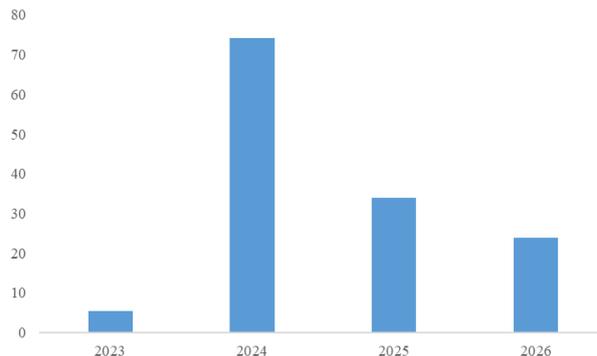
⁵ 经营性业务利润=毛利-销售及营销开支-行政开支-其他开支-财务费用。

图 5：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 6：截至 2023/6/14 公司公开市场债务到期/回售分布情况



资料来源：公开数据，中诚信国际整理

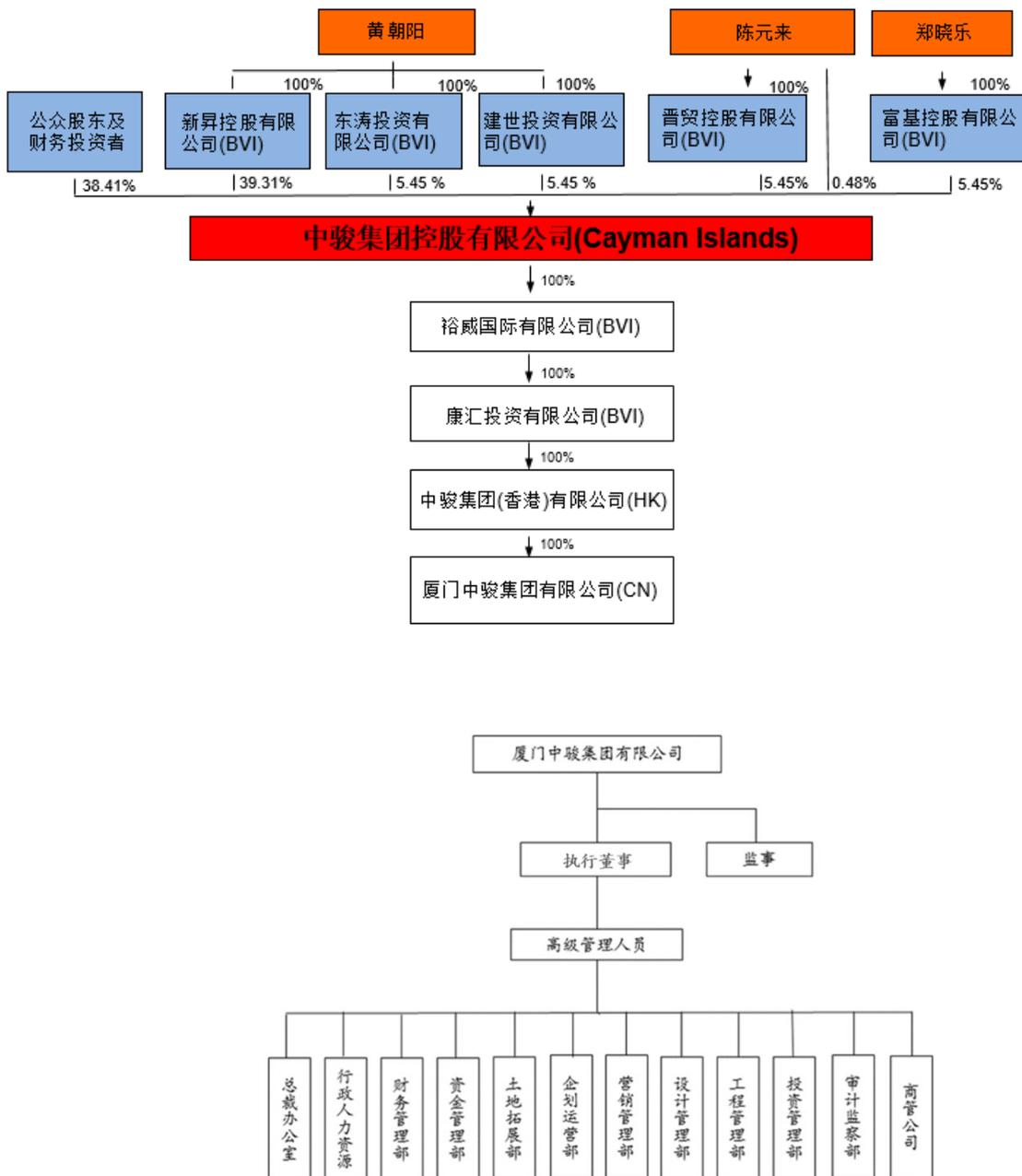
截至 2022 年末，公司受限资产合计为 689.26 亿元，其中受限制的现金、已抵押银行存款、物业及设备、投资物业、发展中物业分别为 38.66 亿元、20.31 亿元、4.98 亿元、128.47 亿元、496.83 亿元，受限资产占当期末总资产的 35.54%。

截至 2022 年末，公司对合联营公司提供的担保余额为 32.03 亿元，占当期末所有者权益的比重为 8.74%。

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的主体信用等级为 **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+**。

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 2023 年 3 月末)



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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	1,817,109.26	1,518,480.96	1,158,402.85	1,341,351.56
其他应收款	1,953,887.38	1,612,760.40	1,724,254.90	1,709,760.69
存货	7,019,430.39	9,676,127.74	9,619,626.79	9,360,284.04
长期投资	1,046,891.85	828,471.22	661,876.03	658,813.55
固定资产	62,025.87	64,934.67	63,416.65	62,423.06
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4,321.74	4,667.83	5,907.81	6,203.87
投资性房地产	2,022,525.59	2,575,807.14	3,189,114.04	3,260,912.18
资产总计	14,748,589.27	17,145,380.16	17,283,813.45	17,281,194.39
预收款项	4,447,491.41	5,612,847.99	7,210,083.30	7,402,979.23
其他应付款	2,244,060.92	1,858,750.07	1,390,532.17	1,232,247.33
短期债务	988,312.17	1,486,032.82	684,872.50	587,053.28
长期债务	1,550,305.56	1,544,723.71	1,711,056.36	1,809,186.47
总债务	2,538,617.73	3,030,756.53	2,395,928.87	2,396,239.75
净债务	1,393,914.77	2,087,327.98	1,935,660.48	1,765,097.28
负债合计	10,944,894.90	12,852,940.31	13,382,177.61	13,393,661.67
所有者权益合计	3,803,694.37	4,292,439.85	3,901,635.84	3,887,532.72
利息支出	146,628.03	213,337.11	213,044.52	--
营业总收入	3,013,467.67	3,592,304.85	2,596,660.01	595,646.59
经营性业务利润	420,479.95	581,830.37	273,572.12	56,665.39
投资收益	68,662.75	85,942.80	-8,233.20	-3,062.48
净利润	298,515.86	451,341.56	90,155.19	40,534.01
EBIT	411,241.01	626,633.14	184,506.85	--
EBITDA	418,611.22	634,469.42	189,500.63	--
销售商品、提供劳务收到的现金	3,821,191.67	4,086,234.61	3,738,673.52	805,994.86
经营活动产生的现金流量净额	43,613.24	-611,720.79	2,105,770.56	511,301.30
投资活动产生的现金流量净额	-681,984.09	343,244.76	-236,152.52	-54,503.58
筹资活动产生的现金流量净额	196,098.19	61,787.15	-2,352,778.21	-285,923.64
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	22.02	24.63	19.74	16.78
期间费用率（%）	6.02	7.23	7.95	6.12
EBITDA 利润率（%）	13.89	17.66	7.30	--
净利润率（%）	9.91	12.56	3.47	6.81
净资产收益率（%）	7.85	11.15	2.20	4.16
存货周转率（X）	0.37	0.32	0.22	--
资产负债率（%）	74.21	74.96	77.43	77.50
总资本化比率（%）	40.03	41.39	38.05	38.13
净负债率（%）	36.65	48.63	49.61	45.40
短期债务/总债务（%）	38.93	49.03	28.58	24.50
非受限货币资金/短期债务（X）	1.16	0.63	0.67	1.08
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	-0.04	-0.27	0.79	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	-0.10	-0.56	2.76	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	0.30	-2.87	9.88	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 （X）	0.66	0.74	0.64	--
总债务/EBITDA（X）	6.06	4.78	12.64	--
EBITDA/短期债务（X）	0.42	0.43	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.85	2.97	0.89	--

注：2020~2021 年末厦门中骏“其他流动负债”中的“资产支持专项计划”、2021~2022 年及 2023 年 3 月末“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，2022 年末及 2023 年 3 月末“其他非流动负债”的“带息往来款”调入长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）	2020	2021	2022
货币资金	2,339,974.20	2,000,586.90	1,501,605.80
其他应收款	351,237.00	504,156.10	391,442.50
存货	8,229,941.60	10,758,433.50	10,768,553.70
长期投资	1,464,095.90	1,001,975.50	849,906.40
固定资产	82,734.50	83,984.70	77,574.20
在建工程	34,551.80	34,918.40	12,913.20
无形资产	298.60	281.90	265.30
投资性房地产	2,932,921.90	3,405,003.10	3,921,624.20
总资产	17,061,442.10	19,501,298.60	19,396,406.80
预收款项	4,569,556.20	6,444,154.20	8,244,335.90
其他应付款	1,915,742.80	1,384,549.90	1,177,019.00
短期债务	1,536,916.86	1,907,623.62	1,509,280.50
长期债务	3,300,252.00	3,517,124.30	2,962,220.53
总债务	4,837,168.86	5,424,747.92	4,471,501.03
净债务	2,995,662.26	3,856,989.22	3,559,605.73
总负债	13,146,180.70	15,230,587.50	15,733,882.70
所有者权益合计	3,915,261.40	4,270,711.10	3,662,524.10
利息支出	325,126.30	335,656.20	338,099.70
收益	3,257,260.50	3,773,744.70	2,670,511.20
经营性业务利润	407,269.50	410,255.50	47,872.90
应占下列各项溢利及亏损：合营公司、联营公司	64,163.20	64,063.60	-45,426.60
净利润	444,562.60	366,881.10	-20,069.20
EBIT	664,925.70	633,877.30	176,597.40
EBITDA	675,861.00	646,113.00	189,548.70
销售商品、提供劳务收到的现金	--	--	--
经营活动产生的现金流量净额	-14,019.50	-368,919.80	1,642,920.40
投资活动产生的现金流量净额	-431,927.70	127,969.60	-260,464.20
筹资活动产生的现金流量净额	249,399.40	112,696.60	-2,125,382.70
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	24.14	21.66	16.55
期间费用率（%）	10.85	10.39	14.76
EBITDA 利润率（%）	20.75	17.12	7.10
净利润率（%）	13.65	9.72	-0.75
净资产收益率（%）	12.80	8.96	-0.51
存货周转率（X）	0.32	0.31	0.21
资产负债率（%）	77.05	78.10	81.12
总资本化比率（%）	55.27	55.95	54.97
净负债率（%）	76.51	90.31	97.19
短期债务/总债务（%）	31.77	35.17	33.75
非受限货币资金/短期债务（X）	1.20	0.82	0.60
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.07	-0.13	0.29
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.22	-0.37	0.87
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-1.04	-2.08	3.90
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	--	--	--
总债务/EBITDA（X）	7.16	8.40	23.59
EBITDA/短期债务（X）	0.44	0.34	0.13
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.08	1.92	0.56

注：1、2020-2022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；2、存货包括流动资产中发展中物业、持作销售已落成物业及非流动资产中发展中物业。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	净利润率	净利润/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn